江淮汽车（600418.SH）

12 月产销点评：S3 拉动公司销量增长

- **事件：公司 12 月 SUV 继续旺销，同比增长 607.0%**

公司发布 12 月产销快讯，11 月共销售车辆 4.22 万辆，同比上升 22.5%。其中销售 SUV17484 辆，同比增长 607.0%。SUV 销量大幅增长是公司 12 月销量同比上升的主要原因。

- **瑞风 S3 持续旺销，15 年有望为公司贡献利润**

公司 12 月 SUV 同比大幅增长 607.0%，主要由于 S3 旺销所致。根据我们草根调研，S3 目前未排订单 2 万出头，预计 1 月产能提升至 2 万，2 月受春节放假影响产量约 1.5 万。S3 属于跑量车型，一旦累计销售超过 5 万辆的模具摊销规模后有望为公司贡献利润。截止 12 月 S3 批发销量基本达到 5 万辆，预计 15 年将为公司贡献利润。15 年公司乘用车新品较多，S5 的 1.5T、S20、A20 都将推出，建议予以积极关注。

- **轻卡已做好准备，迎接国 4 排放升级**

公司 12 月销售卡车 1.39 万辆，我们估计其中重卡约 0.3 万，国内销售轻卡约 0.9 万，基本是国 4 排放的轻卡。根据我们草根调研，公司轻卡库存比约 1.5 个月，库存健康。公司已经做好了充分的准备迎接国四排放升级。

- **投资建议**

在不考虑整体上市股本摊薄的情况下，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.38 元、0.73 元、1.50 元，对应 15 年 PE 为 17.6 倍。公司 15 年盈利弹性较大，对应目前股价仍有一定安全边际，维持“买入”评级。轻卡爬坡顺利、盈利能力恢复以及 S3 销量进一步提高、乘用车新车型爬坡顺利等因素将是推动公司股价进一步上涨的催化剂。

- **风险提示**

轻卡爬坡情况不及预期；S3 销量不及预期；乘用车新车型爬坡情况不及预期。

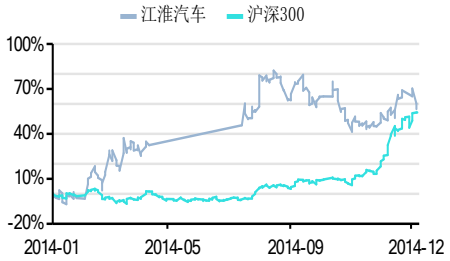
盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	29,116.75	33,620.24	29,269.51	29,916.94	32,528.31
增长率(%)	-4.44%	15.47%	-12.94%	2.21%	8.73%
EBITDA(百万元)	1,164.15	1,852.98	1,179.85	1,825.16	2,952.86
净利润(百万元)	490.39	907.40	492.04	935.33	1,925.64
增长率(%)	-21.00%	85.04%	-45.77%	90.09%	105.88%
EPS（元/股）	0.381	0.706	0.383	0.728	1.499
市盈率（P/E）	17.95	12.36	33.43	17.58	8.54
市净率（P/B）	1.47	1.64	2.24	1.99	1.61
EV/EBITDA	4.74	3.47	11.24	6.62	3.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	12.80 元
前次评级	买入
报告日期	2015-01-06

相对市场表现



分析师：张 乐 S0260512030010
021-60750618
gfzhangle@gf.com.cn

相关研究：

江淮 11 月产销点评：瑞风 S3 持续热销	2014-12-04
江淮汽车 10 月产销点评：瑞风 S3 热销提振市场信心	2014-11-07
江淮汽车 3 季报点评：轻卡排放监管升级影响公司短期业绩	2014-10-27

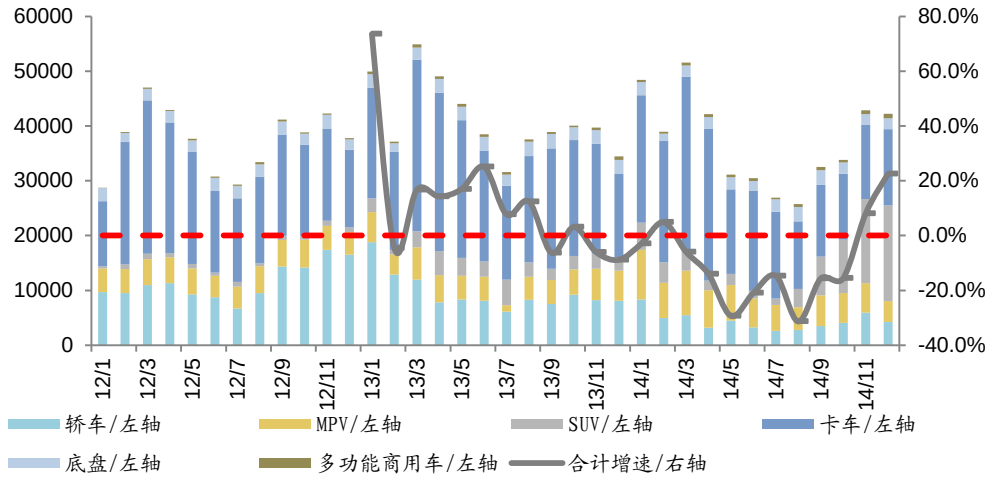
联系人：闫俊刚 021-60750621
yanjungang@gf.com.cn

联系人：唐 晢 021-60750618
tangzhe@gf.com.cn

事件：公司 12 月 SUV 继续旺销，同比增长 607.0%

公司发布12月产销快讯， 11月共销售车辆4.22万辆，同比上升22.5%。其中销售SUV17484辆，同比增长607.0%。SUV销量大幅增长是公司12月销量同比上升的主要原因。

图1：公司销量（辆）及增速情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 1：公司销量（辆）及增速情况

	12 月销量	同比增速	1-12 月累计销量	累计同比增速
轿车	4244	-47.8%	52816	-54.2%
MPV	3805	-30.1%	71267	31.6%
SUV	17484	607.0%	71487	111.4%
卡车	13896	-8.7%	219385	-15.1%
底盘	1989	-21.2%	25556	-10.7%
多功能商用车	806	20.1%	6291	17.3%
合计	42224	22.5%	446802	-9.8%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

瑞风 S3 持续旺销，15 年有望为公司贡献利润

公司12月SUV同比大幅增长607.0%，主要由于S3旺销所致。根据我们草根调研，S3目前未排订单2万出头，预计1月产能提升至2万，2月受春节放假影响产量约1.5万。

S3属于跑量车型，一旦累计销售超过5万辆的模具摊销规模后有望为公司贡献利润。截止12月S3批发销量基本达到5万辆，预计15年将为公司贡献利润。

15年公司乘用车新品较多，S5的1.5T、S20、A20都将推出，建议予以积极关注。

轻卡已做好准备，迎接国 4 排放升级

公司12月销售卡车1.39万辆，我们估计其中重卡约0.3万，国内销售轻卡约0.9万，基本是国4排放的轻卡。根据我们草根调研，公司轻卡库存比约1.5个月，库存健康。公司已经做好了充分的准备迎接国四排放升级。

投资建议

在不考虑整体上市股本摊薄的情况下，我们预计公司14-16年EPS分别为0.38元、0.73元、1.50元，对应15年PE为17.6倍。公司15年盈利弹性较大，对应目前股价仍有一定安全边际，维持“买入”评级。轻卡爬坡顺利、盈利能力恢复以及S3销量进一步提高、乘用车新车型爬坡顺利等因素将是推动公司股价进一步上涨的催化剂。

风险提示

轻卡爬坡情况不及预期；S3销量不及预期；乘用车新车型爬坡情况不及预期。

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	9696	12494	12520	14035	17083
货币资金	4832	6368	5861	7195	9840
应收及预付	3022	3573	3208	3272	3541
存货	1108	1212	1052	1057	1106
其他流动资产	733	1341	2398	2510	2596
非流动资产	9874	11178	10697	10371	9802
长期股权投资	466	633	633	633	633
固定资产	6775	6860	6235	5638	4978
在建工程	825	1455	1755	2055	2355
无形资产	1511	1793	1644	1517	1409
其他长期资产	296	436	430	528	427
资产总计	19569	23672	23217	24406	26885
流动负债	11539	14644	12995	13222	13754
短期借款	137	0	0	0	0
应付及预收	11000	13894	12173	12248	12854
其他流动负债	402	750	822	973	900
非流动负债	1881	2011	2702	2710	2692
长期借款	1030	880	1880	1880	1880
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	851	1131	822	830	812
负债合计	13420	16655	15697	15932	16446
股本	1289	1285	1285	1285	1285
资本公积	1304	1361	1361	1361	1361
留存收益	3415	4190	4682	5618	7543
归属母公司股东权	6007	6835	7328	8263	10189
少数股东权益	162	178	188	207	246
负债和股东权益	19589	23668	23212	24402	26881

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	29117	33620	29270	29917	32528
营业成本	24802	28175	25025	25164	26326
营业税金及附加	663	701	673	688	748
销售费用	1784	1996	1756	1795	1952
管理费用	1560	1962	1709	1541	1675
财务费用	-47	-107	-97	-111	-142
资产减值损失	77	67	-134	6	25
公允价值变动收益	0	-9	0	0	0
投资净收益	20	27	20	20	20
营业利润	297	844	357	854	1964
营业外收入	255	186	200	200	200
营业外支出	5	4	5	5	5
利润总额	547	1025	552	1049	2159
所得税	47	103	50	94	194
净利润	500	922	502	954	1965
少数股东损益	10	15	10	19	39
归属母公司净利润	490	907	492	935	1926
EBITDA	1164	1853	1180	1825	2953
EPS（元）	0.38	0.71	0.38	0.73	1.50

现金流量表 单位：百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2995	2478	494	1731	3074
净利润	505	932	502	954	1965
折旧摊销	857	1067	1074	1096	1125
营运资金变动	1690	715	-1132	-111	173
其它	-57	-236	50	-209	-190
投资活动现金流	-1665	-793	-1815	-556	-341
资本支出	-619	-426	-835	-576	-361
投资变动	-1139	-531	-980	20	20
其他	93	164	0	0	0
筹资活动现金流	193	-149	814	159	-88
银行借款	2092	1872	1000	0	0
债券融资	-1636	-1829	-182	159	-88
股权融资	21	4	0	0	0
其他	-284	-197	-4	0	0
现金净增加额	1522	1536	-507	1333	2645
期初现金余额	3184	4832	6368	5861	7195
期末现金余额	4706	6368	5861	7195	9840

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	-4.4	15.5	-12.9	2.2	8.7
营业利润增长	-45.8	184.1	-57.7	139.3	130.1
归属母公司净利润增长	-21.0	85.0	-45.8	90.1	105.9
获利能力（%）					
毛利率	14.8	16.2	14.5	15.9	19.1
净利率	1.7	2.7	1.7	3.2	6.0
ROE	8.2	13.3	6.7	11.3	18.9
ROIC	11.5	47.1	3.1	23.6	77.1
偿债能力					
资产负债率(%)	68.5	70.4	67.6	65.3	61.2
净负债比率	-0.5	-0.7	-0.4	-0.5	-0.7
流动比率	0.84	0.85	0.96	1.06	1.24
速动比率	0.71	0.74	0.85	0.95	1.13
营运能力					
总资产周转率	1.70	1.56	1.25	1.26	1.27
应收账款周转率	98.89	58.52	60.83	60.83	60.83
存货周转率	19.44	23.80	23.80	23.80	23.80
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.71	0.38	0.73	1.50
每股经营现金流	2.32	1.93	0.38	1.35	2.39
每股净资产	4.66	5.32	5.70	6.43	7.93
估值比率					
P/E	17.9	12.4	33.4	17.6	8.5
P/B	1.5	1.6	2.2	2.0	1.6
EV/EBITDA	4.7	3.5	11.2	6.6	3.2

广发汽车行业研究小组

张　乐：　首席分析师，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企业管理专业硕士，5 年半汽车相关产业工作经历，5 年卖方研究经验。2014 年新财富最佳汽车行业分析师第五名，2011、2012、2013 年“新财富”最佳汽车行业分析师第七名；水晶球公募基金最佳汽车行业分析师 2012 年、2014 年第五名、2013 年第四名；2013 年、2014 年金牛奖第三名；2012 年加入广发证券发展研究中心。

闫俊刚：　联系人，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，2013 年加入广发证券发展研究中心。

唐　晢：　联系人，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA，2014 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。