

增速超预期 商用阵营带来意外之喜

2013年5月4日

强烈推荐/维持

江淮汽车

财报点评

——江淮汽车（600418）2013年一季度报点评

苏杨	汽车行业分析师	执业证书编号：S1480512090002
	010-66554030	suyang@dxzq.net.cn

事件：

江淮汽车公布了2013年一季度报。

公司分季度财务指标

单季指标	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业收入（百万元）	6864.87	6170.54	7261.92	7155.89	6725.87	7984.37	8851.20
同比增长率（%）	2.08%	-9.55%	-23.37%	-10.19%	-2.05%	18.57%	18.05%
毛利率（%）	12.97%	13.28%	14.90%	15.15%	14.76%	14.48%	16.53%
期间费用率（%）	10.09%	12.00%	10.64%	9.98%	11.27%	13.19%	11.02%
营业利润率（%）	0.33%	-1.04%	1.49%	3.04%	1.15%	-1.26%	2.62%
净利润（百万元）	44.45	71.16	104.33	214.37	91.14	94.95	211.31
同比增长率（%）	-87.50%	-78.14%	-69.54%	28.50%	105.02%	26.38%	90.31%
EPS（元，季度）	0.04	0.06	0.08	0.16	0.07	0.07	0.16
资产负债率（%）	66.50%	60.08%	63.37%	65.49%	68.33%	68.58%	71.88%
ROE	0.80%	1.27%	1.77%	3.64%	1.50%	1.52%	3.36%
ROA	0.26%	0.44%	0.67%	1.27%	0.50%	0.49%	1.00%

评论：

积极因素：

- **业绩表现出色，环比同比均大幅增长。**江淮汽车2013年一季度实现营业收入88.5亿元、营业利润2.32亿元、归属母公司净利润2.08亿元，同比分别增长18.05%、104.26%和93.07%；实现摊薄后EPS0.16元。环比增速分别为10.87%、329.76%和128.6%。
- **商用产品阵营反弹明显使得利润增速远快于收入。**公司一季度汽车及底盘合计销量141923辆，同比增长23.76%，环比增长19.33%。其中，轿车、MPV、卡车分别实现销量43695辆、14998辆、69330辆，同比增速分别为44.65%、12.11%、11.45%。全线产品保持较好的增长态势。一季度的最大亮点在于商用阵营的反弹，公司MPV、卡车而两者分别为公司利润的最大来源，去年全年都处于低迷中，但今年一季度MPV环比增速达10.17%，卡车环比增速高达45.76%。商用阵营的显著反弹带来利润增速大幅高于收入增长。

消极因素：

- **315事件对江淮乘用车品牌产生负面影响。**公司在一季度经历了315事件，一方面产生了巨额的召回费用，另一方面公司目前乘用车品牌力较弱，在被曝光之后将对公司乘用车销量产生影响。

盈利预测和投资建议：

市场关注江淮主要在于看好其乘用车在S5等新车型带动下的成长。由于S5在一季度末才投入市场，乘用车一季度本身相对缺乏看点，主要是依托去年同期的低基数实现的同比大幅增长，而从环比表现来看其表现并不出色，这也符合我们的判断。而公司一季度的意外之喜主要是来自于商用方面，MPV和轻卡两大盈利利器虽然长期成长空间相对有限，但更具弹性。而且商用阵营客户与轿车迥异，在乘用车受到315冲击之后，这意味着公司的利润增长会更有保障。从二季度开始，S5也将进入大量铺货的阶段，虽然315的不利影响犹在，但是我们认为S5依托极高的性价比仍将实现不错的成长，带动乘用车实现增长。

预计公司2013年-2015年EPS分别为0.7、0.87和1元，对应PE分别为12倍、10倍和8倍，维持“强烈推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	30,473.79	29,128.05	40,263.70	49,258.61	57,494.65
主营收入增长率	2.59%	-4.42%	38.23%	22.34%	16.72%
净利润（百万元）	617.64	494.77	906.82	1,125.64	1,296.96
净利润增长率	-46.88%	-19.89%	83.28%	24.13%	15.22%
EPS（元）	0.480	0.380	0.704	0.873	1.006

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。