

多层次结构转变 中期业绩超预期

——江淮汽车（600418）事件点评

2013年07月10日

强烈推荐/维持

江淮汽车 事件点评

事件：

江淮汽车公布了半年度业绩预增公告和6月产销数据。①经财务部门初步测算，预计2013年1-6月份实现归属于母公司所有者的净利润同比将增长60%左右。②公司上半年共合计实现汽车及底盘销售273509辆，同比增长21%。其中，6月单月销量为38498辆，同比增长25.1%。

主要观点：

1. 结构性调整触发业绩超预期

从江淮汽车发布的中期业绩快报来看，公司内部管理方式和构架的改变已经带来了实质变化。在二季度销量增长仅为20%左右的情况下，公司在全年高基数的基础上实现了30%以上的增长。这得益于多层次的转变：①销量结构转变，商用车增速且利润水平较高的带动作用，虽然二季度卡车行业整体实现反弹，但卡车增速远高于行业；②乘用车虽然增速处于低位，但主要受盈利能力较低的轿车拖累，但是高利润的MPV增长保持稳定，最大看点SUV实现月3000的不俗表现；③各产品内部的高端化；④管理效率提升带来的成本水平的下降。

2. 商用车带动销量增速回升

公司商用车整体实现月销量20223辆。增速自3月以来呈逐月回升态势，由11.92%提升至35.48%，增速较5月进一步提升13.29个百分点。商用车目前销量在总销量中占比近一半，对上半年公司销量增长的贡献度为46.4%，对二季度贡献度更高达74%。商用车的出色表现拉动江淮汽车销量同比增速连续反弹，本月25.15的增速较上月提升8.14个百分点。公司商用车表现远优于行业，我们认为即便在下半年卡车行业增速下滑后，公司卡车仍可实现稳定增长。

3. 轿车销量保持低位，但乘用车总体开始逐渐走出低谷

乘用车总体相对商用车表现较差，但与上月相比仍有明显改观。轿车增速仍然保持低位，但7.44%的下滑幅度较最惨的4月(-31.23%)已大幅收窄。但目前乘用车中盈利能力最强的MPV实现了11.14%

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

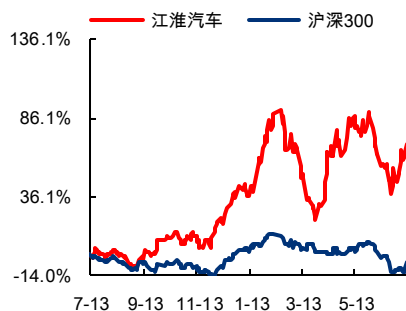
执业证书编号：

S1480512090002

交易数据

52周股价区间(元)	8.12-4.84
总市值(亿元)	104.33
流通市值(亿元)	86.81
总股本/流通A股(万股)	128491/106904
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.62

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

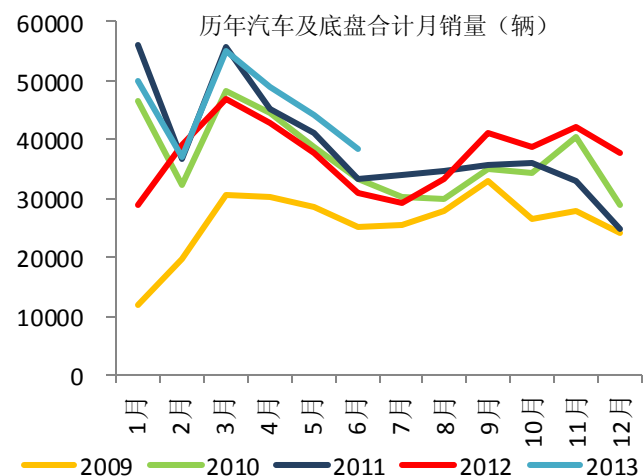
- 1、《江淮汽车（600418）：江淮汽车（600418）2013年一季度报点评：商用阵营带来意外之喜》2013-05-07
- 2、《江淮汽车（600418）：江淮汽车（600418）315曝光事件点评：基本面影响有限 或是绝佳买点》2013-03-20
- 3、《江淮汽车（600418）：江淮汽车（600418）深度报告：风格之变酿成功之道》2012-12-28
- 4、《江淮汽车（600418）：江淮汽车（600418）11月销量数据点评：销量增长全面开花 V型反转机会已现》2012-12-12

的月同比增长，对乘用车整体盈利能力构成了强力支撑。而新上市的 S5 作为又一大利润来源，保持了 3000 辆左右的月销量。我们认为随着 315 事件影响的日渐淡化。以及下半年新一代轿车和悦 A30 上市，公司乘用车业务将进一步摆脱低谷，实现高速增长。

结论：

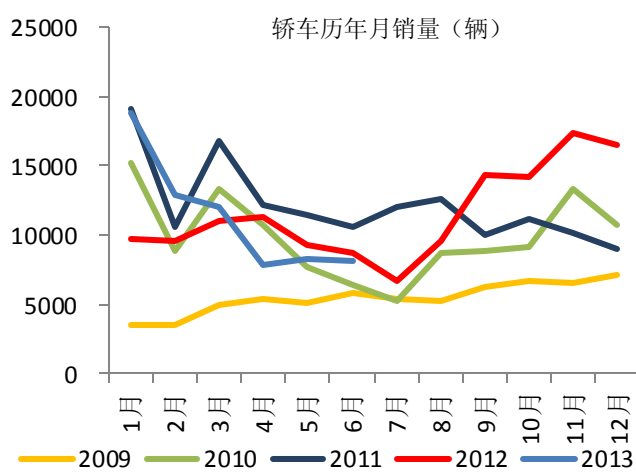
预计公司 2012 年-2014 年的营业收入分别为 350 亿元、455 亿元和 532 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 8.89 亿元、10.66 亿元和 11.8 亿元，每股收益分别为 0.69 元、0.83 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 11 倍、9 倍、8 倍。维持“强烈推荐”评级。

图 1：历年汽车及底盘合计月销量（辆）



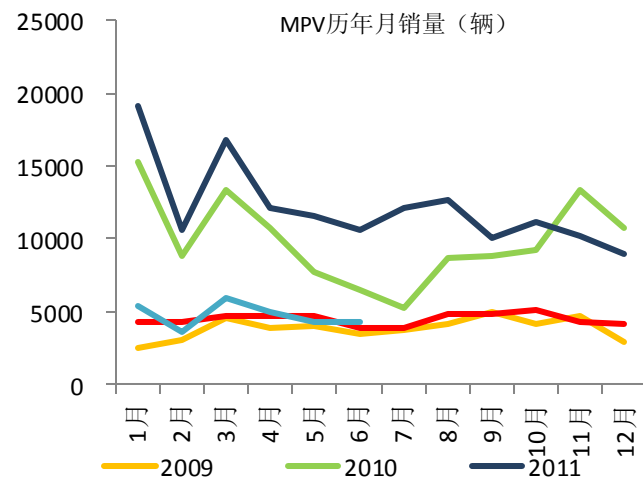
资料来源：东兴证券研究所

图 2：轿车历年月销量（辆）



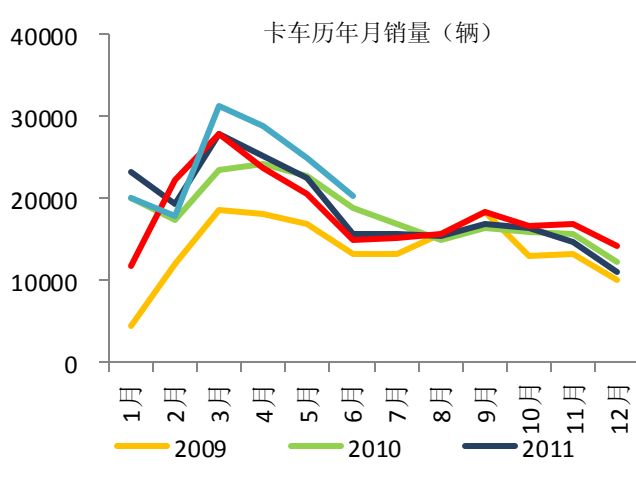
资料来源：东兴证券研究所

图 3：MPV 历年月销量（辆）

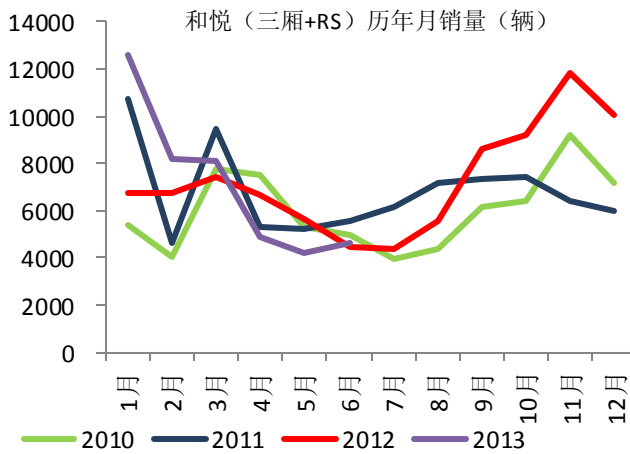


资料来源：东兴证券研究所

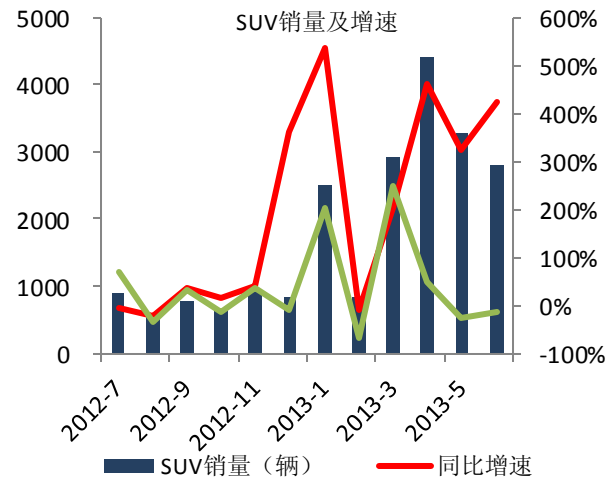
图 4：卡车历年月销量（辆）



资料来源：东兴证券研究所

图 5：和悦历年月销量（辆）


资料来源：东兴证券研究所

图 6：SUV 销量及增速


资料来源：东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表					单位：百万元					利润表					单位：百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
流动资产合计	6799	9696	9670	12051	13875	营业收入	30474	29128	35088	45451	53235	营业收入	30474	29128	35088	45451	53235		
货币资金	3184	4832	4211	5000	5463	营业成本	26438	24802	29544	38361	45037	营业成本	26438	24802	29544	38361	45037		
应收账款	277	312	360	467	547	营业税金及附加	725	663	817	1058	1239	营业税金及附加	725	663	817	1058	1239		
其他应收款	707	1127	1000	600	600	营业费用	1445	1784	1906	2469	2892	营业费用	1445	1784	1906	2469	2892		
预付款项	253	361	657	1040	1491	管理费用	1407	1560	1749	2266	2654	管理费用	1407	1560	1749	2266	2654		
存货	1444	1108	2024	2627	3085	财务费用	-86	-47	-8	17	4	财务费用	-86	-47	-8	17	4		
其他流动资产	162	733	733	733	733	资产减值损失	28	77	70	70	70	资产减值损失	28	77	70	70	70		
非流动资产合计	7937	9874	9873	9644	9472	公允价值变动收益	-5	0	0	0	0	公允价值变动收益	-5	0	0	0	0		
长期股权投资	44	466	466	466	466	投资净收益	39	20	0	0	0	投资净收益	39	20	0	0	0		
固定资产	5722	6775	6890	7298	7307	营业利润	545	301	1010	1210	1339	营业利润	545	301	1010	1210	1339		
无形资产	804	871	784	697	610	营业外收入	167	255	0	0	0	营业外收入	167	255	0	0	0		
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	6	5	0	0	0	营业外支出	6	5	0	0	0		
资产总计	14736	19569	19543	21694	23347	利润总额	706	551	1010	1210	1339	利润总额	706	551	1010	1210	1339		
流动负债合计	7915	11539	10893	12237	13052	所得税	81	47	111	133	147	所得税	81	47	111	133	147		
短期借款	418	137	86	851	0	净利润	625	505	899	1077	1192	净利润	625	505	899	1077	1192		
应付账款	2575	3816	3642	3153	3702	少数股东损益	7	10	10	11	12	少数股东损益	7	10	10	11	12		
预收款项	686	807	807	807	807	归属母公司净利润	618	495	889	1066	1180	归属母公司净利润	618	495	889	1066	1180		
一年内到期的非	170	380	200	200	200	EBITDA	1255	1111	1812	2156	2314	EBITDA	1255	1111	1812	2156	2314		
非流动负债合计	937	1881	1824	1874	1874	EPS (元)	0.48	0.38	0.69	0.83	0.91	EPS (元)	0.48	0.38	0.69	0.83	0.91		
长期借款	500	1030	1130	1180	1180	主要财务比率					2011A	2012A	2013E	2014E	2015E				
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力													
负债合计	8853	13420	12716	14111	14926	营业收入增长					2.6%	-4.4%	20.5%	29.5%	17.1%				
少数股东权益	161	162	172	183	195	营业利润增长					-56.7%	-44.7%	234.8%	19.8%	10.7%				
实收资本(或股	1289	1289	1314	1314	1314	归属于母公司净利润					-46.9%	-19.9%	79.5%	19.9%	10.7%				
资本公积	1322	1304	1304	1304	1304	获利能力													
未分配利润	2281	2493	3026	3666	4374	毛利率(%)					13.2%	14.9%	15.8%	15.6%	15.4%				
归属母公司股东	5723	5987	6654	7400	8226	净利率(%)					2.0%	1.7%	2.5%	2.3%	2.2%				
负债和所有者权	14736	19569	19543	21694	23347	总资产净利润(%)					4.2%	2.5%	4.5%	4.9%					
现金流量表	单位：百万元					ROE(%)					10.8%	8.3%	13.4%	14.4%	14.4%				
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E														

经营活动现金流	-728	2995	754	1081	2542	偿债能力						
净利润	625	505	899	1077	1192	资产负债率(%)	60.1%	68.6%	65.2%	65.2%	64.0%	
折旧摊销	796	857	810	929	972	流动比率	0.86	0.84	0.89	0.98	1.06	
财务费用	-86	-47	-8	17	4	速动比率	0.68	0.74	0.70	0.77	0.82	
应付帐款的变化	-357	1241	-174	-489	549	营运能力						
预收帐款的变化	-598	122	0	0	0	总资产周转率	2.01	1.70	1.79	2.20	2.37	
投资活动现金流	-34	-1665	-880	-770	-870	应收账款周转率	104.61	98.93	104.42	109.86	105.01	
公允价值变动收	-5	0	0	0	0	应付账款周转率	9.60	7.76	7.92	11.29	13.14	
长期股权投资减	-5	-423	0	0	0	每股指标(元)						
投资收益	39	20	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.38	0.69	0.83	0.91	
筹资活动现金流	148	192	-496	478	-1208	每股净现金流(最新	-0.48	1.18	-0.48	0.61	0.34	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.44	4.65	5.14	5.72	6.36	
长期借款增加	0	0	100	50	0	估值比率						
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.5	18.3	10.1	8.4	7.6	
资本公积增加	-7	-18	0	0	0	P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1	
现金净增加额	-614	1521	-622	789	463	EV/EBITDA	5.5	5.1	3.4	2.9	2.1	

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。