

2013年10月21日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 10.00

江淮汽车 (600418.SH)

Buy 买入

商用卡车表现良好，预计乘用车 Q4 会有复苏

结论与建议:

江淮前三季度净利润劲增 81%。Q3 乘用车表现较弱，预计 Q4 随着公司营销体系改革完成后，销量会有回升，而今年以来公司商用卡车表现良好，是 13 年业绩快速增长的重要一环。

预计公司 2013、14 年 EPS 分别为 0.834 元和 1.001 元，YoY 分别增长 117.15%和 20.04%。目前 2014 年 P/E 为 9.5 倍。给予公司买入投资建议，目标价为 12 元（2014 年 12x）。

公司基本资讯

产业别	交运设备
A 股价(2013/10/18)	9.54
上证综指(2013/10/18)	2193.78
股价 12 个月高/低	10.01/4.97
总发行股数(百万)	1284.91
A 股数(百万)	1069.04
A 市值(亿元)	122.58
主要股东	安徽江淮汽车集团有限公司 (35.43%)
每股净值(元)	4.97
股价/账面净值	1.92
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.6 34.0 83.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-08-09	7.88	买入

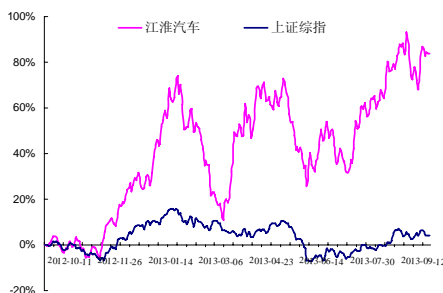
产品组合

整车	92.8%
底盘	7.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.6%
一般法人	26.3%

股价相对大盘走势



■ **13年前30净利YoY+81%:** 1~9月公司实现营收 254.83 亿元, YoY+17.24%, 实现归属于母公司净利润 7.44 亿元, YoY+80.81%, EPS 为 0.577 元。其中 Q3 单季营收 77.3 亿元, QoQ-18.1%, YoY+8.7%, 实现净利润 2.2 亿元, QoQ-28.5%, YoY+145.4%, 三季度 7、8 月份为销售淡季, 而 9 月公司乘用车因销售体系改革和巴西市场销售不佳, 故导致营收环比有较明显的下滑; YoY 方面受益于商用车今年良好的增长和 MPV 稳定的获利, 利润增长快速。

■ **Q3 毛利率保持增长:** 前三季公司毛利率为 16.38%, YoY 提高 1.5 个百分点, 其中 Q3 单季 15.9%, YoY 提高 1.2 个百分点、QoQ 下降 0.65 个百分点。主要为瑞风 S5 等新车上市后销售较好; 商用卡车实现良好的增长, 同时 MPV 毛利率稳定在 30%以上。前三季公司销售、管理费用分别支出 15.9 亿元和 13.3 亿元, YoY 增长 28%和 23%, 为新车上市的行销费用以及技术研发投入力度加大所致。

■ **卡车增势良好, 轿车 Q3 有所走弱:** 江淮汽车 1~9 月累计销售汽车 38.15 万辆, YoY+15.65%, 其中 Q3 实现 10.8 万辆, YoY+4%、QoQ-18%, 环比主要为商用车的季节性回落 21%, 同时 Q3 公司轿车和 SUV 瑞风 S5 分别销售 2.2 万辆和 9379 辆, QoQ 有 10%左右的下降, 公司方面表示, 由于自身乘用车营销体系的改革, 乘用车销售力度出现调整, 待新体系完善后, Q4 销量将会恢复。今年以来公司销售商用卡车 20.2 万辆, YoY+18.2%, 表现良好, 对公司盈利的增长至关重要。

■ **全年预计销量 50.6 万, YoY+13%:** Q3 公司新轿车 A30 已下线, 乘用车体系改革预计也将于 10 月份完成, 我们看好公司 Q4 乘用车销售的回升。14 年公司将有新 SUV 和悦 S30 上市, 进一步加大 SUV 领域的投入, 同样值得期待。

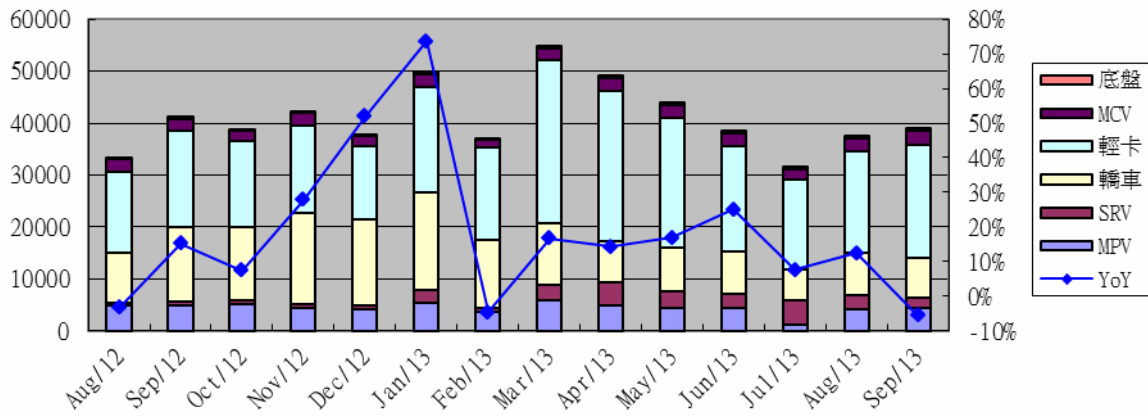
■ **盈利预期:** 预计公司 2013、14 年营收将分别达到 333.34 亿元和 386.94 亿元, YoY 分别增长 14.44%和 16.08%; 实现净利润分别为 10.74 亿元和 12.90 亿元, YoY 分别增长 117.15%和 20.04%; EPS 分别为 0.834 元和 1.001 元。目前 2014 年 P/E 为 9.5 倍。给予公司买入投资建议, 目标价为 12 元（2014 年 12x）。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	1163	618	495	1074	1290
同比增减	%	246.35%	-46.88%	-19.89%	117.15%	20.04%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.902	0.479	0.384	0.834	1.001
同比增减	%	246.35%	-46.88%	-19.89%	117.15%	20.04%
A 股市盈率(P/E)	X	10.57	19.91	24.85	11.44	9.53
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.150	0.110	0.150	0.150
股息率(Yield)	%	2.10%	1.57%	2.00%	1.57%	1.57%

图表一：江淮汽车月度销量及 YoY

单位：辆



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	29704	30474	29128	33334	38694
经营成本	25124	26438	24802	27723	32092
营业税金及附加	801	725	663	717	832
销售费用	1269	1445	1784	2150	2476
管理费用	1214	1407	1560	1750	2031
财务费用	-29	-86	-47	-33	39
资产减值损失	104	28	77	90	80
投资收益	35	39	20	50	60
营业利润	1260	545	301	980	1189
营业外收入	110	167	255	260	270
营业外支出	7	6	5	5	5
利润总额	1363	706	551	1235	1454
所得税	186	81	47	148	145
少数股东损益	14	7	10	12	19
归属于母公司所有者的净利润	1163	618	495	1074	1290

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	3782	3310	4832	8412	10376
应收帐款	1630	1720	2538	4315	4617
存货	2001	1509	1108	1219	1317
流动资产合计	8362	7068	9696	15513	17995
长期投资净额	39	44	466	653	686
固定资产合计	5747	5818	6775	7114	7612
在建工程	313	900	825	1485	1114
无形资产	805	806	871	958	978
资产总计	15534	15106	19569	26994	29072
流动负债合计	9409	8142	11539	17886	19138
长期负债合计	632	938	1881	1862	1825
负债合计	10042	9080	13420	19748	20963
少数股东权益	122	183	162	175	189
股东权益合计	5493	6026	6149	7071	7920
负债和股东权益总计	15534	15107	19569	26994	29072

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	1560	-694	2995	3593	4061
投资活动产生的现金流量净额	-665	-48	-1665	-666	-1249
筹资活动产生的现金流量净额	-399	148	192	653	-848
现金及现金等价物净增加额	496	-593	1521	3580	1963

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。