

## 4 季度业绩低于预期的背后

买入 维持

### 投资要点:

江淮汽车发布了 2013 年业绩快报, 预计全年归母净利润增长约 80%, 约 8.9 亿元, 合每股 0.70 元, 四季度利润约 1.5 亿元, 低于预期。

### 报告摘要:

- 4 季度费用增加和电动车补贴未按时下发是低于预期的主要因素。市场先前根据销量季度分布情况线性外推了 2013 年全年业绩(0.8 元)。Q4 卡车季度环比持平, MPV 环比增长 62%, 但是市场忽略了 4 季度存在大量年度性费用计提的情况, 根据 2011 和 2012 年的情况, 公司往年四季度费用支出要高于前三季度平均 1 亿元以上。此外, A30 的上市费用也主要集中在 4 季度。如果考虑以上这些因素, 4 季度的经营性利润和利润车型的销量情况基本对应。同时, 应于 2013 年 Q4 下发的 6000 多万新能源汽车补贴未能及时下发, 如按时发放, 则全年业绩将达到 0.75 元, 该补贴将增厚 2014 年一季度业绩。
- 短期虽然缺乏刺激因素, 但目前的价位建议无须太过悲观: 自 S5 销量未达市场预期之后, 公司的股价缺乏短期刺激, 但并不代表公司缺乏增长的空间和动力。1) 公司在商用车领域占有较为强势的地位, 结合公司战略做强做大的可能较大, 2014 年卡车的市占率有望持续提升, 新推出的 M3 成功可能较大, 星锐将进一步扭亏甚至实现盈利。2) SUV 虽然目前不达预期, 但是终端调研结果仍在持续改善中, 公司的新配置和营销改革或许能带来惊喜 3) 公司以利润导向, 在各产品梯队争取产品升级, 利润率仍有上行空间 4) 作为新能源汽车储备较为充分的公司, 存在一定的主题性投资机会 5) 国企改革和江汽整体上市也是后续刺激因素。
- 投资建议: 结合 S5 和公司预告情况, 我们下调 2013-2015 年盈利预测, 分别为 0.7/0.9/1.09。公司的战略明确, 目前正处在战略上升期。对应 2014 年 8.7 倍市盈率, 维持长期“买入”评级。

### 汽车研究组

#### 分析师:

何亚东(S1180513050001)

电话: 010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

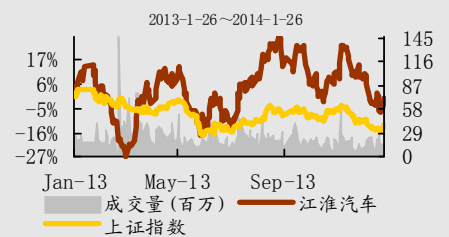
#### 研究助理:

蔡麟琳

电话: 010-88013562

Email: cailinlin@hysec.com

### 市场表现

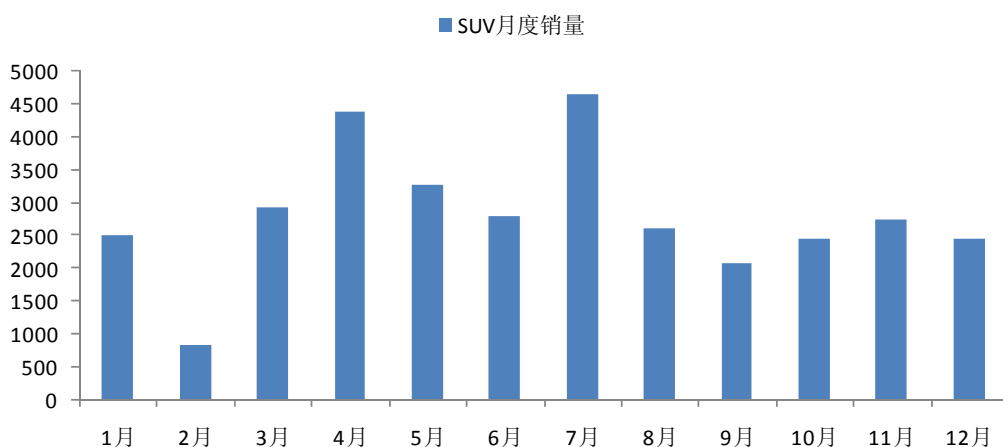


### 相关研究

- 《12月销量点评: 终端实销好于批发数据》  
2014-1-6
- 《11月销量点评: 战略重点商用车和 SUV 表现良好》  
2013-12-5
- 《10月销量点评: 卡车继续猛进, 乘用车环比改善》  
2013-11-6
- 《商用车盈利能力强, 保障全年业绩》  
2013-10-18

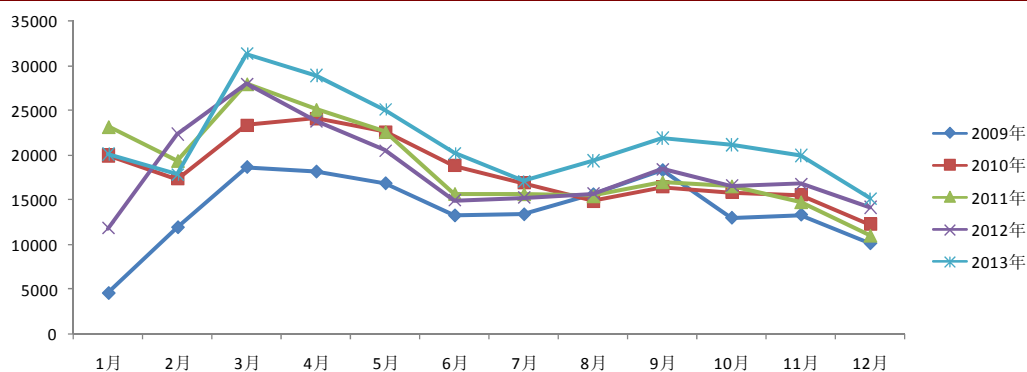
主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	30470.83	29116.75	33737.71	38798.37	44618.12
增长率(%)	2.58	-4.44	15.87	15	15
归母净利润(百万)	617.64	494.77	890.58	1157.75	1389.30
增长率(%)	-46.88	-19.89	80.00	30	18
每股收益	0.48	0.38	0.70	0.90	1.09
市盈率	19.51	24.35	11.21	8.62	7.19

图 1: 江淮汽车 SUV 月度销量情况



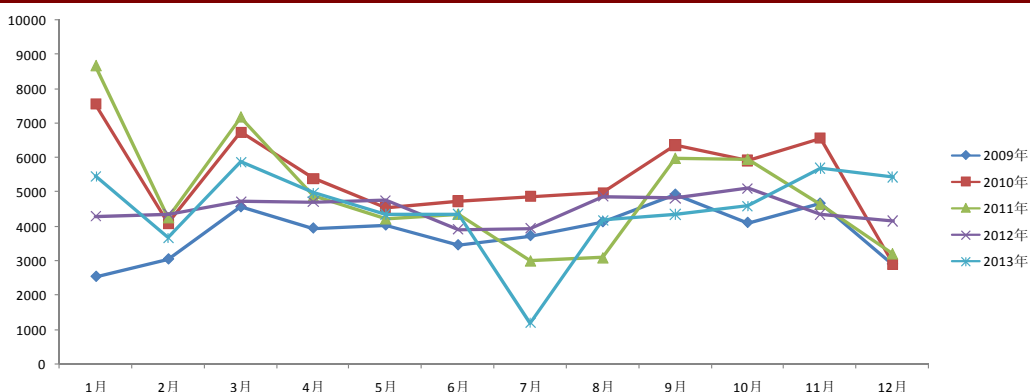
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 2: 江淮汽车卡车月度销量情况



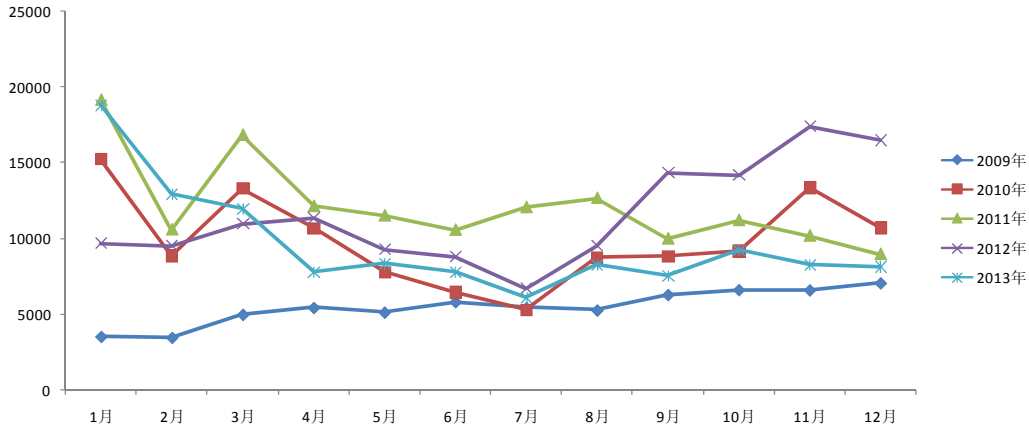
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 3: 江淮汽车 MPV 月度销量情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 4: 江淮汽车轿车月度销量情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

**作者简介:**

**何亚东:** 清华大学汽车工程系毕业, 4年广汽集团汽车设计及项目管理经验, 3年汽车行业证券分析经验

**蔡麟琳:** 清华大学汽车工程系毕业, 2年银行汽车行业融资分析经验, 1年汽车行业分析经验

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。