

短期业绩调整 核心看点电动车和国企改革仍在蓄势

2014年09月01日

强烈推荐/维持

江淮汽车

财报点评

——江淮汽车（600418）2014年中期财报点评

苏杨

分析师

执业证书编号：S1480512090002

suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

江淮汽车发布了2014年中报。公司2014年上半年营业收入为181亿元，较上年同期增0.67%；实现营业利润3.59亿元，同比减32.82%；归属于母公司所有者的净利润为4.6亿元，同比减11.58%；基本每股收益为0.36元。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	7392.45	8851.2	9141.44	7490.58	8157.32	9790.08	8327.62
增长率（%）	9.78%	18.05%	24.36%	8.71%	10.30%	10.58%	-8.93%
毛利率（%）	14.74%	16.53%	16.53%	15.88%	15.74%	16.29%	14.39%
期间费用率（%）	13.48%	11.02%	11.42%	11.35%	12.07%	10.91%	11.92%
营业利润率（%）	-1.44%	2.62%	3.32%	2.80%	1.34%	2.97%	0.82%
净利润（百万元）	84.89	211.31	315.54	224.97	180.23	264.05	201.90
增长率（%）	12.98%	90.31%	47.00%	138.78%	112.30%	24.96%	-36.01%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.16	0.24	0.17	0.13	0.20	0.16
资产负债率（%）	68.58%	71.88%	73.73%	74.68%	70.36%	72.72%	72.62%
净资产收益率（%）	1.38%	3.32%	4.80%	3.31%	2.57%	3.60%	2.79%
总资产收益率（%）	0.43%	0.93%	1.26%	0.84%	0.76%	0.98%	0.77%

观点：

- **轿车等产品销量下滑导致收入增长趋缓。**公司上半年轿车销量和SUV销量分别67921辆和16766辆，增速为-56.23%和3.74%。而主力SUV瑞风S5去年前两月尚未上市，实际月均销量约从同期3600左右下降到2800左右。除MPV月均销量同比由4780提升至5212，乘用车产品月均销量均出现下滑。我们认为该表现与今年上半自主品牌总体萎靡的大趋势相关，下半年行业整体趋势可能仍会影响江淮乘用车表现。
- **轻卡业务受国四影响出现下滑。**今年上半年国四实施的力度大幅增加，一方面国四系统供应不足导致厂商国四车型供给受限，另一方面使得售价有明显提升，两者综合作用导致轻卡全行业销量下滑了6%。而也受行业大趋势影响，轻卡销量下滑8.2%。
- **销量下滑难掩产品结构全面改善。**虽然公司轻卡整体销量出现下滑，但公司高端轻卡产品却实现了占比的明显提升，有明显结构改善。此外，公司积极应对国四实施的变化，率先发布轻卡全系列国四新品。

轻卡业务长期前景仍值得看好。公司主导产品瑞风MPV上半年实现销量31272辆，同比增长9.03%，其中高端产品瑞风M5月销持续突破千台；重卡上半年销售22208辆，同比增长32.21%，公司实现的多产品多层次的结构改善。

- **上半年厚积，下半年薄发，S3等新产品值得期待。**公司上半年没有全新车型问世，处于产品上市空档期，这也是导致上半年销量不尽如人意的原因。但实际上公司上半年正在继续内功，包括5代纯电动汽车（IEV5）、瑞风S3、铂金传动系1.5TGDI+DCT等核心新产品均研发成功并进入上市准备期。下半年S3和1.5T的S5有望推动SUV触底反弹。
- **国企改革和新能源车两大看点继续加码。**公司是汽车行业国企改革和新能源汽车领域的排头兵，而这两大核心看点在上半年取得可喜的进展。一是国企改革层面，上半年集团资产的整体注入方案公布，后续管理层激励机制和运营效率提升等可期。二是新能源汽车层面，公司的新能源车产品成功“入沪进京”，成为少量同时进入京沪新能源目录的车型。同时，公司第一款正向研发的第五代纯电动汽车成功试制，标志着公司在新能源技术和产品方面的重大突破。

结论：

上半年公司收自主品牌整体萎靡、国四排放实施力度提升等行业因素影响整体出现一定程度下滑，但公司仍然实现了产品结构的全面优化和众多核心产品的积蓄，下半年积蓄的S3等产品入市，公司业绩有望触底反弹。长期来看，公司国企改革、新能源汽车两大看点稳步推进，核心逻辑不改。

预计公司2014到2016年EPS分别为0.8元、0.94元和1.25元，对应PE分别为16倍、13倍、10倍，维持“强烈推荐”的投资评级。

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					
	2012	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	9696	12494	16033	19056	22781	营业收入	29128	33641	36368	42298	49637						
货币资金	4832	6368	9570	11689	14313	营业成本	24802	28175	30542	35488	41432						
应收账款	312	446	436	507	595	营业税金及附加	663	701	793	922	1082						
其他应收款	122	130	141	164	192	营业费用	1784	1996	2095	2436	2859						
预付款项	361	465	588	730	897	管理费用	1560	1962	2034	2366	2776						
存货	1108	1212	1339	1556	1817	财务费用	-47	-107	-18	-45	-68						
其他流动资产	733	1202	1202	1202	1202	资产减值损失	77.25	66.70	64.00	64.00	64.00						
非流动资产合计	9874	11178	9417	9114	8762	公允价值变动收益	0.00	-8.57	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	466	633	0	0	0	投资净收益	19.81	26.57	45.00	45.00	50.00						
固定资产	6775	6859.8	8104.9	7898.6	7644.2	营业利润	301	853	903	1111	1541						
无形资产	871	973	876	779	681	营业外收入	255.02	185.74	250.00	250.00	260.00						
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.89	4.44	6.00	6.00	6.00						
资产总计	1956	23672	25451	28169	31543	利润总额	551	1035	1147	1355	1795						
流动负债合计	1153	14644	14846	16697	18921	所得税	47	103	105	125	165						
短期借款	137	0	0	0	0	净利润	505	932	1042	1230	1630						
应付账款	3816	4144	4532	5266	6149	少数股东损益	10	15	19	23	27						
预收款项	807	975	975	975	975	归属母公司净利润	495	917	1023	1207	1603						
一年内到期的非流动	380	710	710	710	710	EBITDA	1849	2620	1893	2170	2625						
非流动负债合计	1881	2011	1973	1973	1973	BPS (元)	0.38	0.71	0.80	0.94	1.25						
长期借款	1030	880	880	880	880	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E						
负债合计	1342	16655	16819	18670	20894	成长能力											
少数股东权益	162	178	197	220	247	营业收入增长	-13.4%	15.5%	8.11%	16.31%	17.35%						
实收资本(或股本)	1289	1285	1285	1285	1285	营业利润增长	-46.7%	385.7%	5.81%	23.01%	38.75%						
资本公积	1304	1361	2239	2239	2239	归属于母公司净利润	11.5%	244.7%	11.49%	18.06%	32.80%						
未分配利润	2493	3098	3712	4436	5398	获利能力											
归属母公司股东权益	5987	6840	8430	9275	10397	毛利率(%)	15%	16%	16%	16%	17%						
负债和所有者权益	1956	23672	25451	28169	31543	净利率(%)	2%	3%	3%	3%	3%						
现金流量表						单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2012	2013A	2014E	2015E	2016E		3%	4%	4%	4%	5%						
							ROE(%)	8%	13%	12%	13%	15%					
经营活动现金流	2995	2478	1740	3255	3851	偿债能力											
净利润	505	932	1042	1230	1630	资产负债率(%)	69%	70%	66%	66%	66%						
折旧摊销	1594	1872.7	0.00	1103.6	1151.6	流动比率	0.84	0.85	1.08	1.14	1.20						
财务费用	-47	-107	-18	-45	-68	速动比率	0.74	0.77	0.99	1.05	1.11						
应付帐款的变化	0	0	389	734	882	营运能力											
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.70	1.56	1.48	1.58	1.66						
投资活动现金流	-166	-793	873	-819	-814	应收账款周转率	99	89	82	90	90						
公允价值变动收益	0	-9	0	0	0	应付账款周转率	9.12	8.45	8.38	8.63	8.70						
长期投资	466	633	0	0	0	每股指标(元)											
投资收益	20	27	45	45	50	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.71	0.80	0.94	1.25						
筹资活动现金流	192	-182	588	-318	-413	每股净现金流(最新)	1.18	1.17	2.49	1.65	2.04						
短期借款	137	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.65	5.32	6.56	7.22	8.09						
长期借款	1030	880	880	880	880	估值比率											
普通股增加	0	-4	0	0	0	P/E	32.95	17.63	15.73	13.32	10.03						
资本公积增加	-18	57	878	0	0	P/B	2.70	2.35	1.91	1.73	1.55						
现金净增加额	1521	1503	3201	2119	2625	EV/EBITDA	6.95	4.32	4.28	2.76	1.28						

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。

联系人简介

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。