

江淮汽车 (600418)

增持/ 维持评级

股价: RMB12.21

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159
+755-82492723 yaohg@lhzq.com

分析师

黄未樵

SAC 执业证书编号:S1000210050049
+755-82366964 huangwq@lhzq.com

业绩超预期或来自费用减少

一三季度预增公告点评

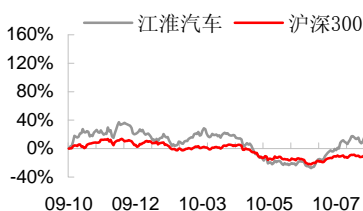
- 公司前三季度业绩较同期增长约 220%以上,前三季度 EPS 约 0.64 元以上,三季度单季业绩约为 0.26 元以上,环比增长 44.4%,明显高于市场预期。
- 从销售情况来看,第三季度除 MPV 销售环比增长 10.4%外,其余业务均出现环比下滑的态势,其中轿车业务和轻卡业务下滑幅度分别达到-15.5%和 27.9%,更明显低于一季度。而 MPV 16,217 辆的销量也未超出上半年的季度平均销量 16,532 辆,也明显低于一季度的 18,376 辆。因此,可以预料三季度单季业绩的大幅超预期并非来自于销量或收入的大幅增长。
- 由于销量总体上呈现环比下滑态势,而原材料成本也维持稳定,预计毛利率也很难出现明显改善。尽管存在轿车业务部分摊销下降带来毛利率一定程度上升的可能,但我们预计毛利率较大率是和二季度大致相当的。
- 我们预计三季度单季业绩的大幅超预期主要源自三项费用的下降。过去数年,江淮的三项费用率基本维持在 8.8%~9.0%之间,2010 年上半年三项费用率为 10.2%左右,因此我们预计费用预提的概率较大。依据三季度业绩,我们判断 2010 年三季度同去年三季度三项费用率环比下降 1 个百分点的情况类似。该部分提升净利率预计在 8,000 万元左右,合 EPS 0.06 元。
- 另外三季度同时还收到了约 5,000 万元的政府补助,需在相关资产使用寿命内平均分配,这也对业绩有所提升。
- 我们调低了全年三项费用率假设至 9.2%,略高于 2009 年;对公司轿车业务销量预测也作出一定调整,预计公司 2010、2011 年可分别实现轿车销售 11.40 万辆和 17.45 万辆。受此影响,调整公司 2010、2011 年业绩预测为 0.87、1.05 元,对应 PE 分别为 14.0 倍和 11.2 倍,维持“增持”评级。
- 风险提示:公司轿车业务仍处于亏损状态,销量的波动将明显影响公司业绩,若汽车市场景气度出现明显下滑将对公司业绩造成较大负面影响;公司仍然存在进行资产减值的可能;公司近期合作项目较多,且资本开支较大,未来存在不确定性。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	1288.74
流通 A 股(百万股)	1072.87
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	13099.72

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E
营业收入(百万元)	20091.7	16160.3	29487.1	34484.3
(+/-%)	36.4	73.3	46.8	17.0
归属母公司净利润(百万元)	335.7	488.8	1122.6	1356.8
(+/-%)	488.4	328.4	234.4	20.9
EPS(元)	0.26	0.38	0.87	1.05
P/E(倍)	46.9	32.2	14.0	11.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表 1 财务报表预测

资产负债表			利润表				
	单位:百万元				单位:百万元		
	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E
流动资产	5426	7597	10286	营业收入	20092	29487	34484
现金	3294	3754	5667	营业成本	17179	24568	28744
应收账款	305	615	811	营业税金及附加	512	796	897
其他应收款	32	107	100	营业费用	1169	1769	2069
预付账款	298	393	517	管理费用	622	944	1103
存货	1280	1843	2156	财务费用	-4	-5	-18
其他流动资产	217	885	1035	资产减值损失	237	80	70
非流动资产	6947	6891	6770	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	26	26	26	投资净收益	3	0	0
固定资产	5297	5368	5323	营业利润	380	1336	1620
无形资产	506	481	456	营业外收入	50	25	25
其他非流动资产	1118	1015	964	营业外支出	6	0	0
资产总计	12373	14487	17055	利润总额	424	1361	1645
流动负债	7168	8269	9455	所得税	81	218	263
短期借款	50	50	50	净利润	342	1143	1381
应付账款	2357	3521	4031	少数股东损益	6	20	25
其他流动负债	4762	4698	5374	归属母公司净利润	336	1123	1357
非流动负债	773	773	773	EBITDA	1129	1937	2272
长期借款	576	576	576	EPS (元)	0.26	0.87	1.05
其他非流动负债	196	196	196				
负债合计	7941	9042	10228	主要财务比率			
少数股东权益	109	129	154		2009	2010E	2011E
股本	1289	1289	1289	成长能力			
资本公积	1315	1315	1315	营业收入	36.4%	46.8%	16.9%
留存收益	1719	2713	4070	营业利润	7727.9%	251.1%	21.2%
归属母公司股东权益	4323	5316	6673	归属于母公司净利润	488.4%	234.4%	20.9%
负债和股东权益	12373	14487	17055	获利能力			
				毛利率(%)	14.5%	16.7%	16.6%
现金流量表				净利率(%)	1.2%	1.7%	3.8%
			单位:百万元	ROE(%)	7.8%	21.1%	20.3%
	2009	2010E	2011E	ROIC(%)	15.0%	48.2%	75.2%
经营活动现金流	3357	1395	2445	偿债能力			
净利润	342	1143	1381	资产负债率(%)	64.2%	62.4%	60.0%
折旧摊销	753	606	671	净负债比率(%)	11.18%	6.93%	6.12%
财务费用	-4	-5	-18	流动比率	0.76	0.92	1.09
投资损失	-3	0	0	速动比率	0.58	0.70	0.86
营运资金变动	2090	-374	388	营运能力			
其他经营现金流	179	25	22	总资产周转率	1.90	2.20	2.19
投资活动现金流	-624	-550	-550	应收账款周转率	51	58	44
资本支出	672	550	550	应付账款周转率	8.00	8.36	7.61
长期投资	-6	0	0				

其他投资现金流	41	0	0	每股指标(元)			
筹资活动现金流	-158	-385	18	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.87	1.05
短期借款	-398	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	1.08	1.90
长期借款	26	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.35	4.13	5.18
普通股增加	0	0	0	估值比率			
资本公积增加	-10	0	0	P/E	46.88	14.02	11.60
其他筹资现金流	223	-385	18	P/B	3.64	2.96	2.36
现金净增加额	2576	460	1913	EV/EBITDA	12	7	6

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com