

## 费用率下降, 业绩超预期

——江淮汽车(600418)公司点评

### 核心观点

江淮汽车公布的三季报显示, 1~9月实现营业总收入228.84亿元, 同比增长54%; 实现归属于母公司所有者的净利润8.40亿元, 同比增长228%, 每股收益0.65元。第三季度, 公司实现营业收入67.24亿元, 同比增长21.32%; 实现净利润3.51亿元, 同比增长150%, 每股收益0.27元。超出预期。

**销量大幅增长。**1~9月公司累计生产轿车、MPV、SRV、轻卡、重卡、底盘合计33.88万辆, 累计增长46%。核心业务MPV和轻卡持续旺销, 瑞风MPV销量4.92万辆, 累计增长43%; 轻卡销量15.53万辆, 累计增长28%。战略转型产品轿车8.33万辆, 累计增长84%, 轿车业务进入快速增长阶段, 达到盈亏平衡点之后, 公司业绩将会出现很大弹性。

**业绩超预期主要原因是费用率大幅下降。**前三季度期间费用率9.06%, 环比下降1.2个百分点, 主要是因为销售费用率大幅下降, 环比下降近4个百分点。

**借助两合资提升中重卡竞争力。**与卡特彼勒和纳威司达的合资公司NC2成立中重卡合资公司, 可以引进先进的产品、技术, 扩大江淮重卡的市场份额, 可以利用NC2的全球渠道(除北美外), 以OEM的方式行销全球。另外, 与纳威司达成立发动机合资公司, 可以保障商用车柴油机的产品性能和品质以及价格优势, 提升江淮整车的市场竞争力。

**轻卡产能扩充, 上顶下压。**江淮轻卡定位中端, 销量排名行业第二。公司把握“汽车下乡”的政策机遇, 推出适合农村市场的好运系列产品; 借助沿海经济复苏时机, 高端轻卡帅铃销量和比例快速提升。在山东青州建设的10万轻卡产能将在2-3年后达产, 届时轻卡产能将达到30万。

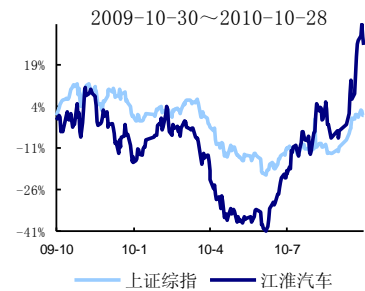
**“短期-推荐, 长期-A”的投资评级。**预测公司10-12年每股收益为0.82、1.13、1.34元, 对应10-12年动态市盈率分别为17倍、12倍和10倍。考虑到公司传统业务增长稳定, 未来几年轿车销量规模化对公司业绩将有明显改善, 给予公司“短期\_推荐, 长期\_A”的投资评级。

**风险提示:** 1、合资品牌降价对自主品牌的风险; 2、主要材料供应和价格波动的风险; 3、宏观经济显著下滑导致汽车需求增速放缓; 4、新车型市场接受程度具有不确定性。

### 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	20092	30338	36406	41867
同比增速(%)	36.44%	51.00%	20.00%	15.00%
净利润(百万)	342	1132	1539	1821
同比增速(%)	463.96%	230.84%	35.94%	18.35%
EPS(元)	0.26	0.82	1.13	1.34
P/E	52.52	16.65	12.05	10.24

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	128873.66
流通A股(万股)	107286.84
52周内股价区间(元)	6.01-14.68
总市值(亿元)	174.75
总资产(亿元)	123.73
每股净资产(元)	3.35
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 刘芬

电话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	5426	9293	11535	16163	<b>营业收入</b>	20092	30338	36406	41867
现金	3294	5640	8308	11402	营业成本	17179	25333	30217	34750
应收账款	305	930	496	1169	营业税金及附加	512	777	931	1071
其它应收款	32	164	60	203	营业费用	1169	1624	2005	2284
预付账款	298	305	376	434	管理费用	622	1084	1243	1452
存货	1280	1870	1856	2442	财务费用	-4	-16	-48	-92
其他	217	384	439	513	资产减值损失	237	171	193	186
<b>非流动资产</b>	6947	7399	7690	8030	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	25	26	26	投资净收益	3	2	2	2
固定资产	5297	5521	5347	5121	<b>营业利润</b>	380	1367	1868	2218
无形资产	506	671	808	956	营业外收入	50	41	44	43
其他	1118	1182	1510	1928	营业外支出	6	6	6	6
<b>资产总计</b>	12373	16692	19225	24194	<b>利润总额</b>	424	1401	1905	2255
<b>流动负债</b>	<b>7168</b>	<b>10358</b>	<b>11599</b>	<b>15150</b>	所得税	81	269	366	433
短期借款	50	190	143	159	<b>净利润</b>	342	1132	1539	1821
应付账款	2357	4233	3528	5435	少数股东损益	6	73	76	100
其他	4762	5935	7928	9556	<b>归属母公司净利润</b>	336	1059	1463	1722
<b>非流动负债</b>	773	900	1017	1138	<b>EBITDA</b>	1129	1665	2150	2462
长期借款	576	727	837	960	<b>EPS (元)</b>	0.26	0.82	1.13	1.34
其他	196	173	181	178					
<b>负债合计</b>	7941	11258	12617	16288					
少数股东权益	109	182	259	358	<b>主要财务比率</b>				
股本	<b>1289</b>	<b>1289</b>	<b>1289</b>	<b>1289</b>	<b>成长能力</b>	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积金	1315	1315	1315	1315	营业收入	36.4%	51.0%	20.0%	15.0%
留存收益	1719	2649	3746	4944	营业利润	5713.5%	259.2%	36.6%	18.8%
归属母公司股东权益	4323	5252	6350	7547	归属母公司净利润	482.4%	215.3%	38.2%	17.7%
<b>负债和股东权益</b>	12373	16692	19225	24194	<b>获利能力</b>				
					毛利率	14.5%	16.5%	17.0%	17.0%
					净利率	1.7%	3.5%	4.0%	4.1%
					ROE	7.8%	20.2%	23.0%	22.8%
					ROIC	16.8%	148.9%	-206.0%	-72.1%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	64.2%	67.4%	65.6%	67.3%
<b>经营活动现金流</b>	3357	3009	3539	4078	净负债比率	11.18%	9.70%	9.38%	8.06%
净利润	342	1132	1539	1821	流动比率	0.76	0.90	0.99	1.07
折旧摊销	753	314	330	335	速动比率	0.58	0.71	0.83	0.90
财务费用	-4	-16	-48	-92	<b>营运能力</b>				
投资损失	-3	-2	-2	-2	总资产周转率	1.89	2.09	2.03	1.93
营运资金变动	2090	1565	1711	1976	应收帐款周转率	53	48	50	49
其它	179	16	9	39	应付帐款周转率	7.98	7.69	7.79	7.75
<b>投资活动现金流</b>	-624	-753	-645	-681	<b>每股指标(元)</b>				
资本支出	672	558	455	489	每股收益	0.26	0.82	1.13	1.34
长期投资	-6	-1	0	-0	每股经营现金	2.60	2.33	2.75	3.16
其他	41	-196	-189	-191	每股净资产	3.35	4.08	4.93	5.86
<b>筹资活动现金流</b>	-158	90	-225	-303	<b>估值比率</b>				
短期借款	-420	140	-47	16	P/E	52.52	16.65	12.05	10.24
长期借款	26	151	109	123	P/B	4.08	3.36	2.78	2.34
普通股增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	9.38	6.36	4.93	4.30
资本公积增加	-24	0	0	0					
其他	259	-200	-288	-442					
<b>现金净增加额</b>	2576	2346	2669	3094					

资料来源: 公司报表、国都证券

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			