

余兵

021-50588666-8021

yubing69@163.com

2006年4月25日

## 业绩增长稳定 消费税影响有望化解

### ——江淮汽车（600418）一季度报告分析

投资评级：增持(短期)、买入(长期)

## 公司点评报告（中证研 20060426 号）

## 汽车行业

### 盈利预测

	2005年	2006E	2007E
主营业务收入(亿元)	93.95	118.22	142.74
增长比率(%)	16.43	25.84	20.74
净利润(亿元)	4.98	5.39	6.09
增长比率(%)	54.85	8.27	13.00
每股收益(元)	0.55	0.59	0.67
市盈率	8.04	7.42	6.57

### 市场数据（2006年4月25日）

收盘价(元)	4.39
年内最高最低(元)	4.92/3.38
上证指数	1399.77
市净率	1.37
流通市值(亿元)	28.78

### 基础数据(2005年12月31日)

每股净资产(元)	3.20
净资产收益率(%)	4.72
每股经营现金流(元)	0.17
总股本(万股)	91113.90
流通股(万股)	65553.90

### 个股相对上证指数表现



联系人：顾彦冰

电话：021-50588666-8113

### 事件：

- 1、G江汽(6000418)今天披露一季度报告 实现净利润1.38亿元，同比增长19.11%，每股收益0.15元。
- 2、按照新的消费税政策，瑞风产品消费税税率提高，公司可能从五月开始提价以化解成本上升影响。

### 投资要点：

- 一季度公司销售各类汽车产品 44878 辆，同比增长 15.55%。实现收入 26.48 亿元，增长 14.73%，销量与收入增长形势良好。
- 瑞风产品增长幅度虽然低于竞争对手，但其增长的持续性和稳定性好于其他厂商。随着产销规模的扩大，增长幅度趋于下降也属正常。
- 重卡业务上升趋势明显，该产品上市以来每月销量都有一个明显的增长。
- 一季度整车毛利率为 16.7%，低于上年同期 20.31%的水平。毛利率下降主要是公司从去年四季度开始对销售结算政策的调整。
- 公司盈利能力保持稳定，一季度净利润同比、环比分别增长 19.11%、30.80%。
- 瑞风 MPV 产品消费税税率将由原来的 5%提高到 9%，公司成本将有较多增加。公司目前主要采取提高产品售价和通过内部挖掘潜力、压缩成本费用等措施化解消费税税率提高带来的负面影响。
- 风险提示：消费税税率提高带来的负面影响难以完全化解，对公司业绩仍有一定拖累。

## 1. 销量与收入保持稳定增长

一季度公司销售各类汽车产品 44878 辆，同比增长 15.55%。公司产品涵盖乘用车和商用车，其中乘用车产品销量增长速度低于行业平均水平，商用车则与行业平均发展速度相当。

表 1：江淮汽车一季度产销量

单位：辆

产品	产量			销量		
	2006Q1	2005Q1	同比增幅	2006Q1	2005Q1	同比增幅
MPV	8645	6866	25.91%	9027	7035	28.32%
轻卡	32463	27469	18.18%	30436	26934	13.00%
重卡	424			412		
底盘	4835	4781	1.13%	5003	4880	2.52%
合计	46367	39116	18.54%	44878	38849	15.52%

数据来源：江淮汽车

具体来看，一季度销售瑞风 9027 辆，增长 25.32%。瑞风在去年取得 MPV 市场销售冠军后，今年一季度继续保持领先地位，其增长幅度虽然低于其他竞争对手，但瑞风产品增长的持续性和稳定性好于其他厂商。另外，随着产销量规模的扩大，增长幅度趋于下降也属正常。

表 2：主要 MPV 生产企业一季度产销量

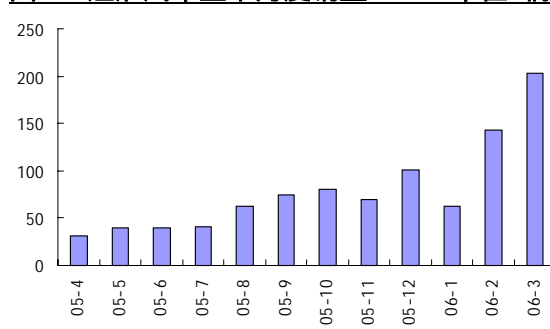
单位：辆

企业	产量	同期产量	同比	销量	同期销量	同比
江淮汽车	9250	6930	33.48%	9027	7043	28.17%
广州本田	8826	2390	269.29%	8903	2105	322.95%
上海通用	8277	5600	47.80%	8335	4752	75.40%
东风柳汽	6292	4982	26.29%	6400	4336	47.60%
一汽海南	4466	1360	228.38%	3136	1998	56.96%
沈阳华晨	2623	258	916.67%	2362	156	1414.10%

数据来源：中国汽车工业协会

一季度轻卡销售 30436 辆，增长 13.11%，与行业平均发展速度基本一致。底盘销售 5003 辆，增长 2.52%。

图 1：江淮汽车重卡月度销量 单位：辆



数据来源：江淮汽车

值得注意的是其重卡业务，一季度销售 412 辆，虽然绝对量较小，但增长趋势明显，该产品上市以来每月销量环比都有一个明显的上升。

报告期公司实现收入 26.48 亿元，增长 14.73%，与销量增幅相当。

## 2. 盈利水平保持稳定

一季度毛利率 15.79%，低于上年同期 18.76%和去年全年 17.84%的毛利水平。具体来看，主要是受整车业务影响：一季度整车毛利率为 16.7%，低于上年同期 20.31%的水平。据了解，公司整车毛利率下降主要是公司从去年四季度开始对销售结算政策的调整，产品结算价格下调导致毛利率下降，与此同时营业费用也同步减少。另外，我们注意到一个积极的信号：公司一季度整体毛利率高于去年四季度 14.01%的水平，而这两个季度的指标有较强可比性。

报告期三项费用下降 16.47%。其中营业费用下降主要是因销售政策变化的原因，另外也得益于其前期营销网络建设和广告宣传费用投入较多，目前公司业务进入稳定增长期，产品较为畅销，费用比例因此下降。

从营业利润数据看，该指标综合了产品价格和营业费用政策调整的双重影响，因而具有一定可比性。报告期营业利润同比增长 14.58%，与收入增长幅度相当，说明公司盈利能力保持稳定。

从分季度利润情况看，今年一季度公司实现净利润同比、环比分别增长 19.11%、30.80%。

表 3：江淮汽车分季度盈利情况

单位：万元

	2006Q1	2005Q4	2005Q3	2005Q2	2005Q1
一、主营业务收入	264,779.37	222,443.01	248,912.48	237,318.99	230,791.40
减：主营业务成本	222,969.30	191,285.91	202,931.87	190,194.17	187,498.95
毛利率	15.79%	14.01%	18.47%	19.86%	18.76%
二、主营业务利润	35,190.51	26,095.17	39,439.35	41,501.56	37,793.76
营业费用	9,280.62	3,266.34	15,120.38	18,623.86	12,557.55
管理费用	11,204.30	17,603.10	10,439.33	6,014.66	12,074.25
财务费用	224.55	42	77.62	-14.14	160.74
四、利润总额	16,938.79	6,176.89	17,660.61	17,887.58	14,598.13
减：所得税	3,196.33	-4,336.97	3,834.01	3,982.30	3,040.98
五、净利润	13,759.55	10,519.16	13,793.83	13,910.02	11,552.33

数据来源：江淮汽车

## 3. 财务状况基本正常

与上年同期相比，公司应收账款和存货周转速度基本持平。期末应收账款 5.54 亿元，比年初 1.67 亿增长较多，主要是受季节性波动因素影响。公司通常在年初对经销商予以一定的信用销售额度，在下半年逐渐收回。

#### 4. 管理工作持续改进

在关注一季度财务数据的同时，我们对公司的内部管理工作方面的进展也不容忽视。从短期看，管理工作关系到公司的成本费用控制；从长期看，管理水平对企业实现持续稳定增长至关重要。报告期公司致力于构建“一个管理平台、六个事业部、两个中心（技术中心、培训中心）”的组织机构，精益生产模式建设逐步完善。

#### 5. 消费税税率提高影响有望消化

按照 4 月 1 日开始实行的新的消费税税率政策，江淮汽车瑞风 MPV 产品（2.4 升）将由原来 5% 的税率提高到 9%，公司成本将有较大增加。我们测算在新税率政策下，每辆瑞风产品主营业务税金将平均增加 5000 元左右。因此，在其他条件不变的前提下，公司业绩将受到一定负面影响。

对此，公司目前主要采取两方面措施来化解消费税政策带来的负面影响：一方面通过提高产品售价，让市场分担部分因税率提高带来的成本压力。据了解，瑞风产品可能从 5 月开始提价，平均涨价水平在 2-3 千元。我们认为上述涨价幅度较小，能够为市场所接受，从而不会对产品销售带来影响。

另一方面公司将通过内部挖掘潜力，压缩成本费用，自身消化一部分。通过上述措施，消费税税率提高带来的负面影响有望消化，公司盈利能力有望保持稳定。

表 4：盈利预测表

单位：万元

指标名称	2003 年	2004 年	2005 年	2006E	2007E
一、主营业务收入	545007	806890	939466	1182190	1427400
减：主营业务成本	446381	647258	771911	995130	1198175
主营业务税金及附加	12584	15221	22725	38000	54000
二、主营业务利润	86041	144412	144830	149060	175225
加：其他业务利润	3974	3787	6806	8000	9000
营业费用	32915	63144	49568	45000	55000
管理费用	26607	38530	46131	48000	55000
财务费用	565	1231	266	1000	3000
三、营业利润	29928	45294	55671	63060	71225
加：投资收益	0	-122	558	300	500
补贴收入	173	213	229	300	300
营业外收入	71	107	131	200	200
营业外支出	1340	314	266	400	500
四、利润总额	28833	45177	56323	63460	71725
减：所得税	8089	12994	6520	9519	10759
减：少数股东损益	6	40	28	50	70
五、净利润	20737	32144	49775	53891	60896
每股收益（元/股）	0.23	0.35	0.55	0.59	0.67

说明：每股收益按最新总股本 91113.897 万股计算。

### 投资评级

- 买入： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅15%以上；
- 增持： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅5%至15%；
- 观望： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅 - 5%至5%；
- 卖出： 未来6个月内行业/公司相对大盘跌幅大于5%。

\*本评级标准中短期为6个月以内，长期为6个月以上

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。