

汽车整车

江淮汽车 (600418. SH) /13.89 元

三费率如期下降，继续看好瑞风 MPV 对业绩的拉动

事项

江淮汽车公布三季报，1-9 月每股盈利 0.65 元。

主要观点

江淮汽车 1-9 月每股盈利 0.65 元，三季度每股盈利 0.26 元，超出市场预期。我们在第一季报点评报告《业绩稳定释放，三费率仍有下降空间》中明确提出，公司的三项费用率明显偏高，三季报完全证实了我们的预判，公司三季度业绩大幅增长的原因主要来自于销售费用率的大幅下降，我们认为这反映了公司真实的业绩表现。

1、分季度来看，公司三季度销售收入处在 2010 年三个季度的最低位，主要原因是公司商用车（轿车、SRV 和轻卡）销量的季节性回落。

2、公司轿车业务仍然未能扭亏导致第三季度综合毛利率仍在下降通道中。公司轿车业务 2010 年预计仍有 5 亿元左右的亏损，预计 2011 年将实现较大程度的减亏，为公司未来业绩增长奠定良好基础。

3、继续看好公司盈利主力车型瑞风 MPV 对业绩的拉动作用。MPV 车型主要满足了消费者外出休闲旅游的需求，未来市场空间广大，公司的瑞风在三季度淡季销量不淡，超出二季度销量，显示市场需求持续向好。我们强烈看好瑞风在 2011 年的销量增长，预测增长幅度在 30%以上，将实现单车型毛利增长 40%以上。

4、**投资评级：维持强烈推荐评级。**维持公司 10 年 EPS0.84 元的业绩预测不变，按照轿车业务部分减亏的保守预测，11 年 EPS 为 1.29 元。按 11 年保守业绩预测给予 15 倍 PE，公司股价仍有很大上升空间，并且公司 10 年和 11 年业绩仍有超预期的可能，继续给予强烈推荐评级。

研究员：高利

联系人：王炎学

Tel: 010-59370865

Email: wangyanxue@hczq.com

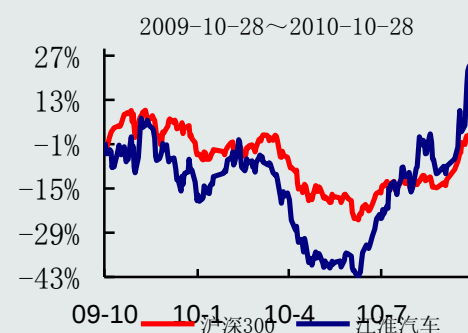
投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	128874
流通 A 股/B 股(万股)	107287/0
资产负债率(%)	64.18
每股净资产(元)	3.35
市盈率(倍)	53.33
市净率(倍)	4.15
12 个月内最高/最低价	14.68/6.01

市场表现对比图(近 12 个月)



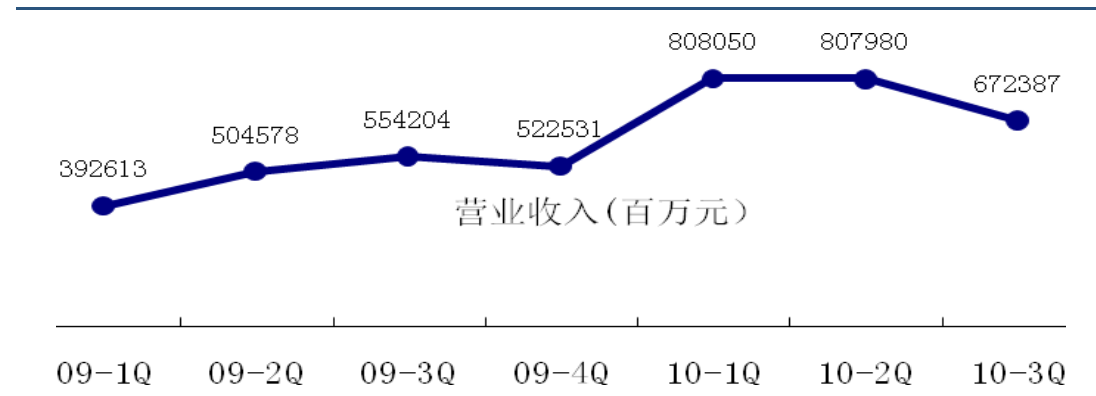
资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《传统汽车收入稳定高位，新能源汽车业务提前布局》	2010-08-10
《产品销量大增规模效应显现业绩弹性最大》	2010-07-14
《业绩稳定释放，三费率仍有下降空间》	2010-04-22
《轿车产品销量值得期待》	2010-03-28
《百花齐放，节节升高》	2010-03-08
《加大研发支出力度提升企业品牌价值》	2010-01-19

一、公司主要营收指标变化

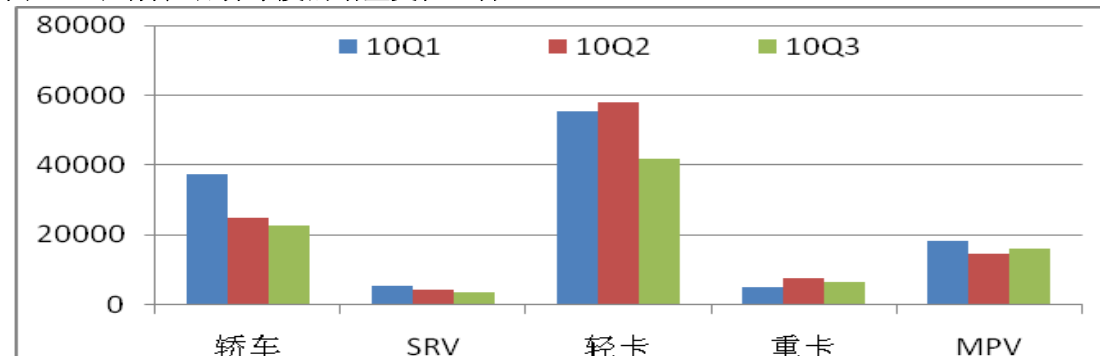
图1 公司分季度营业收入变化（万元）



资料来源：公司公告

公司三季度营业收入下滑严重，主要原因为轿车、SRV 和轻卡车型季节性的销量回落，同时瑞风 MPV 销量则呈现环比上升趋势。

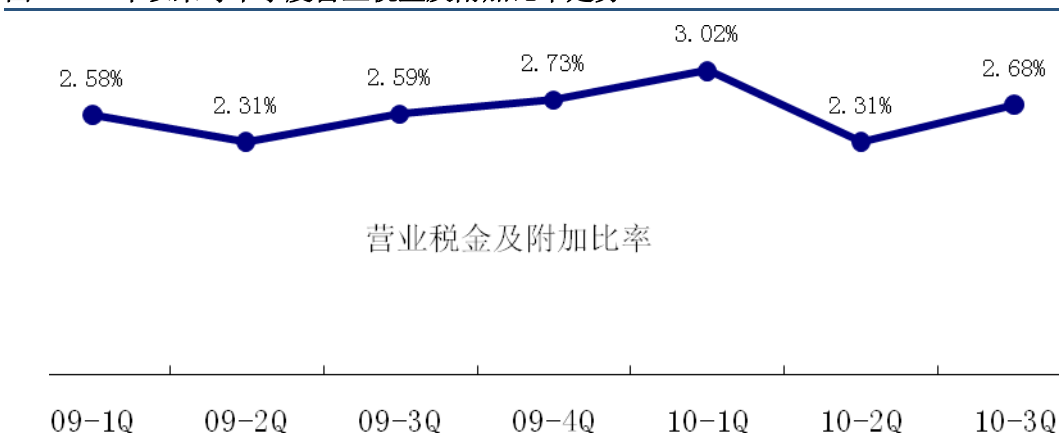
图2 公司分产品分季度的销量变化（台）



资料来源：公司公告

第三季度营业税金及附加的比率环比二季度大幅增长，说明公司瑞风 MPV 销量在所有车型销售收入中的比重上升非常明显（MPV 排量高，在所有车型中消费税率最高）。

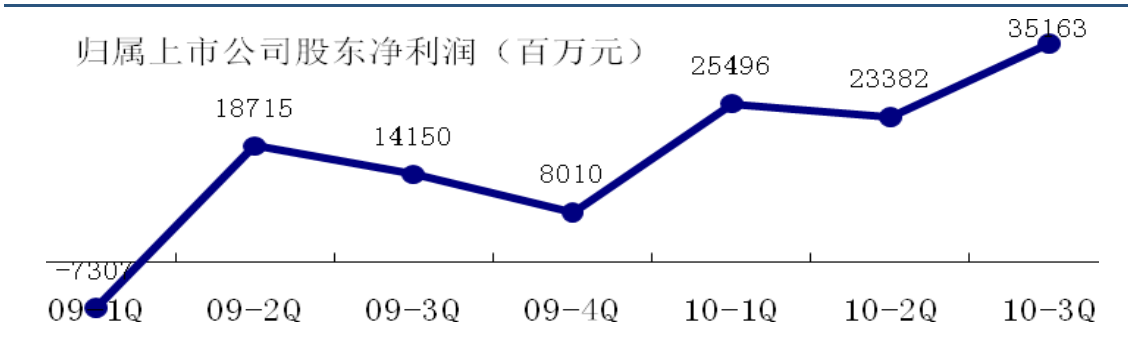
图3 09 年以来每个季度营业税金及附加比率走势



资料来源：公司公告，华创证券

图4 公司分季度归属于上市公司股东的净利润（万元）

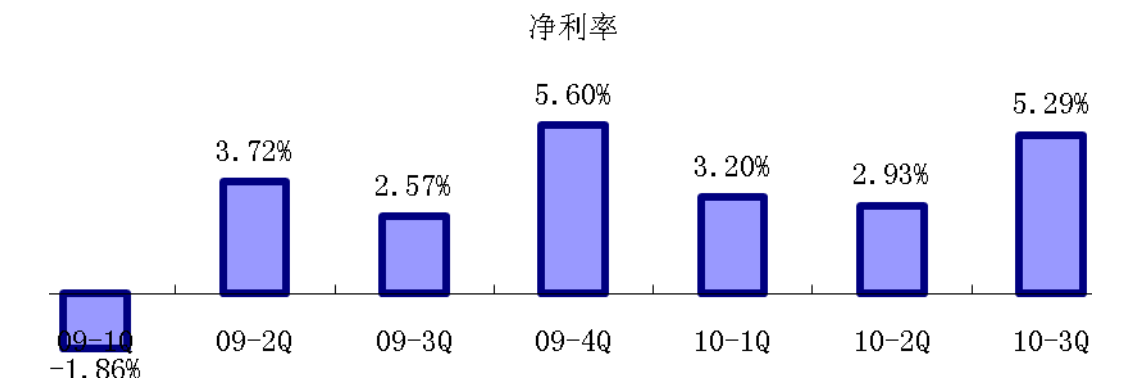
敬请阅读正文之后的免责声明



资料来源：公司公告

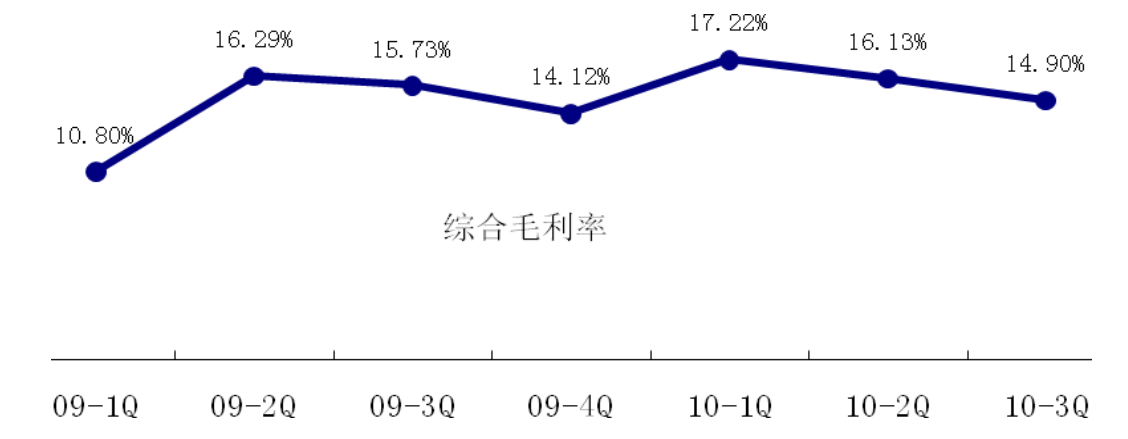
二、公司主要财务指标变化

图 5 公司分季度来看净利率变化（%）



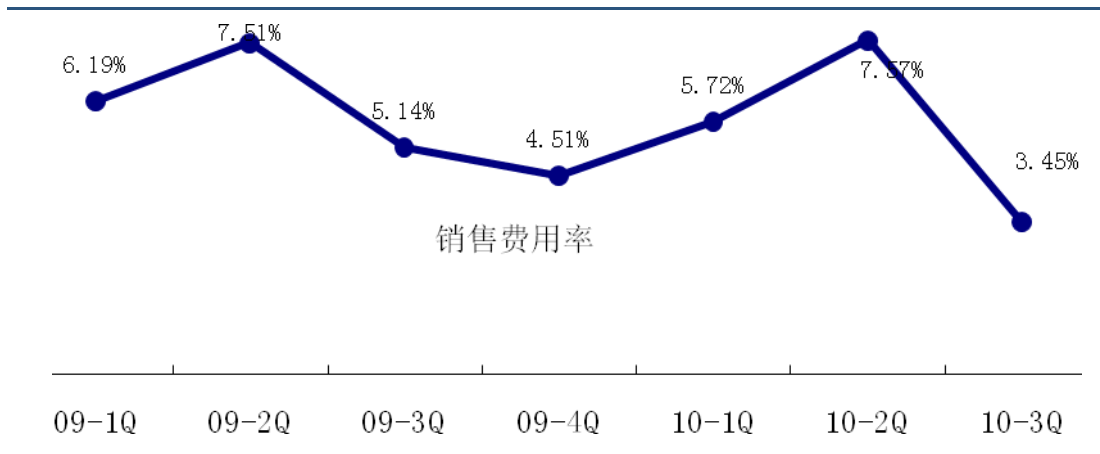
资料来源：公司公告

图 6 公司分季度综合毛利率变化（%）



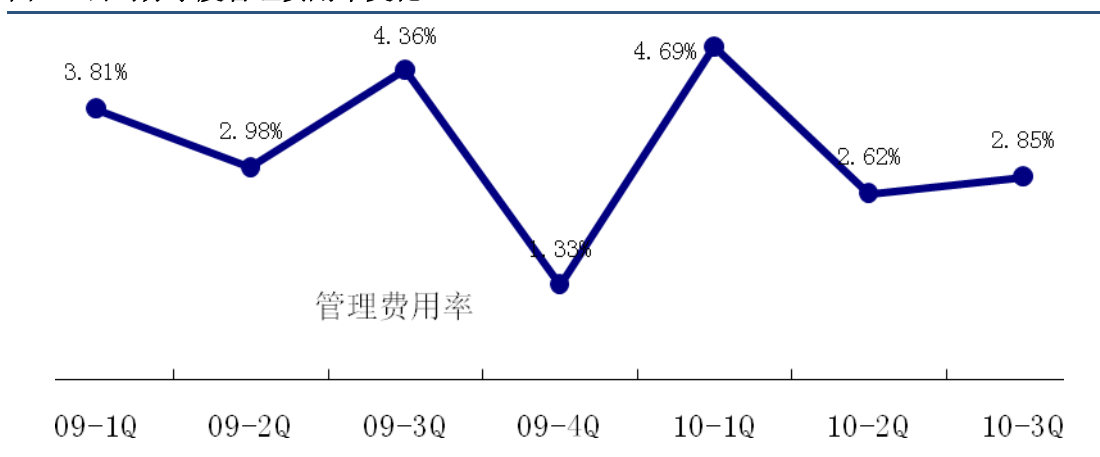
资料来源：公司公告

图7 公司分季度销售费用率变化(%)



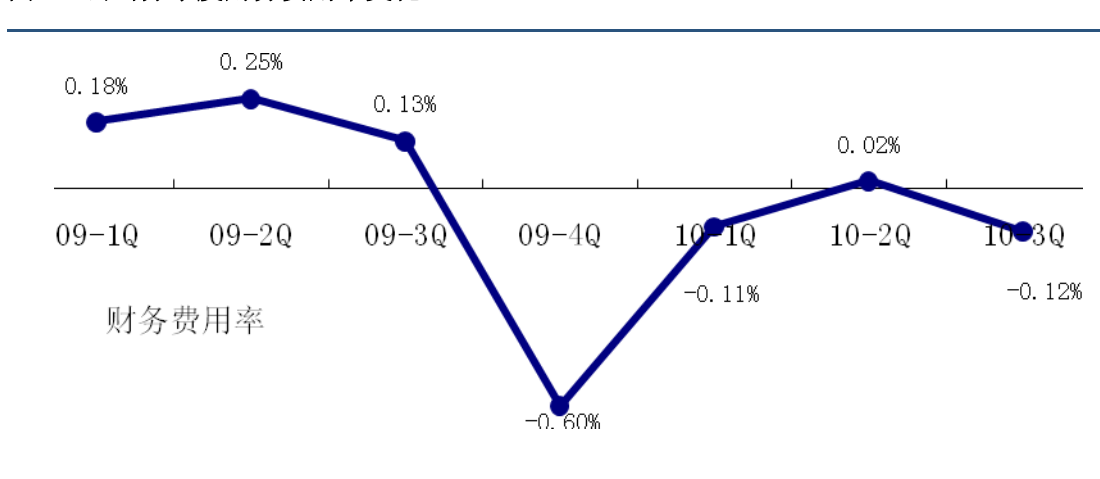
资料来源: 公司公告

图8 公司分季度管理费用率变化(%)



资料来源: 公司公告

图9 公司分季度财务费用率变化(%)



资料来源: 公司公告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5426	6518	9371	12463
现金	3294	4434	7150	10228
应收账款	305	341	329	333
其它应收款	32	47	42	44
预付账款	298	260	273	269
存货	1280	1122	1174	1157
其他	217	315	403	434
非流动资产	6947	6873	6750	6644
长期投资	26	25	26	26
固定资产	5297	5071	4784	4518
无形资产	506	688	843	1007
其他	1118	1088	1098	1094
资产总计	12373	13391	16121	19107
流动负债	7168	7099	8411	9548
短期借款	50	190	143	159
应付账款	2357	2220	2266	2250
其他	4762	4689	6002	7139
非流动负债	773	900	1017	1138
长期借款	576	727	837	960
其他	196	173	181	178
负债合计	7941	7998	9428	10686
少数股东权益	109	114	120	126
股本	1289	1289	1289	1289
资本公积金	1315	1315	1315	1315
留存收益	1719	2675	3969	5692
归属母公司股东权益	4323	5279	6573	8295
负债和股东权益	12373	13391	16121	19107

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3357	1255	3160	3666
净利润	342	1090	1674	2326
折旧摊销	753	302	304	303
财务费用	-4	-5	-28	-72
投资损失	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	2090	-91	1199	1115
其它	179	-39	13	-4
投资活动现金流	-624	-195	-190	-191
资本支出	672	0	0	0
长期投资	-6	-1	0	-0
其他	41	-196	-189	-191
筹资活动现金流	-158	80	-254	-397
短期借款	-420	140	-47	16
长期借款	26	151	109	123
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-24	0	0	0
其他	259	-211	-317	-536
现金净增加额	2576	1140	2716	3078

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20092	30725	38405	47239
营业成本	17179	26189	32434	39624
营业税金及附加	512	832	1062	1323
营业费用	1169	1496	1828	2305
管理费用	622	801	992	1181
财务费用	-4	-5	-28	-72
资产减值损失	237	171	193	186
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	2
营业利润	380	1241	1926	2694
营业外收入	50	41	44	43
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	424	1282	1970	2737
所得税	81	192	295	410
净利润	342	1090	1674	2326
少数股东损益	6	5	6	6
归属母公司净利润	336	1084	1669	2320
EBITDA	1129	1538	2202	2925
EPS（元）	0.26	0.84	1.29	1.80

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	36.4%	52.9%	25.0%	23.0%
营业利润	5713.5%	226.2%	55.2%	39.9%
归属母公司净利润	482.4%	223.0%	53.9%	39.1%
获利能力				
毛利率	14.5%	14.8%	15.5%	16.1%
净利率	1.7%	3.5%	4.3%	4.9%
ROE	7.8%	20.5%	25.4%	28.0%
ROIC	16.8%	54.8%	285.5%	-345.0%
偿债能力				
资产负债率	64.2%	59.7%	58.5%	55.9%
净负债比率	11.18%	13.65%	12.55%	12.28%
流动比率	0.76	0.92	1.11	1.31
速动比率	0.58	0.76	0.97	1.18
营运能力				
总资产周转率	1.89	2.39	2.60	2.68
应收帐款周转率	53	93	111	139
应付帐款周转率	7.98	11.44	14.46	17.55
每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.84	1.29	1.80
每股经营现金	2.60	0.97	2.45	2.84
每股净资产	3.35	4.10	5.10	6.44
估值比率				
P/E	25.34	7.84	5.10	3.67
P/B	1.97	1.61	1.29	1.03
EV/EBITDA	5	4	3	2

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801