

江淮汽车（600418）： 二大主营业务拖累公司业绩
审慎推荐（维持）
汽车行业

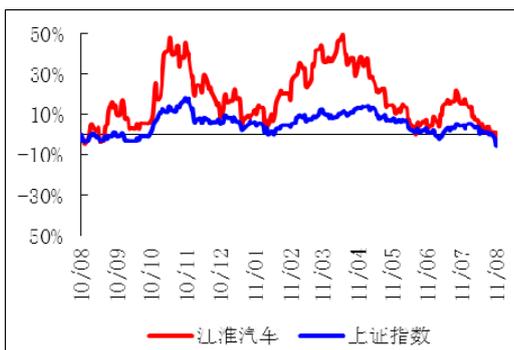
报告日期：2011年8月10日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	20091	29704	34700	43423
(+/-)		47.84%	16.82%	25.14%
营业利润	380	1260	1303	1567
(+/-)		231.04%	3.46%	20.27%
归属于母公司净利润	336	1163	1186	1431
(+/-)		246.35%	2.01%	20.64%
每股收益（元）	0.26	0.90	0.92	1.11
市盈率(倍)	34.97	10.10	9.90	8.21

公司基本情况（2010年）

总股本/已流通股（万股）	128874/107287
流通市值（亿元）	97.85
每股净资产（元）	4.17
资产负债率（%）	64.64

股价表现（最近一年）


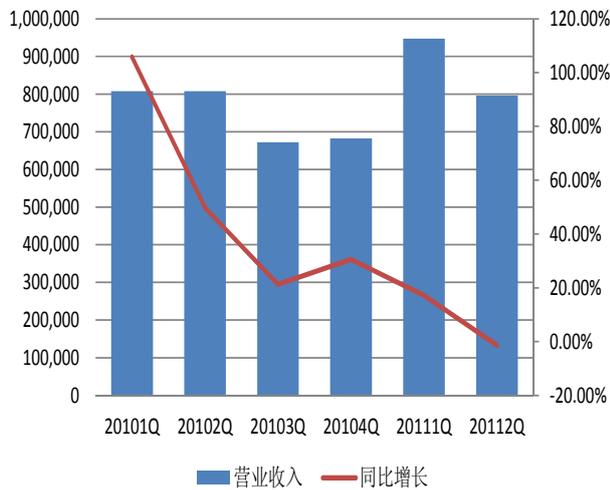
联系人：安军
 021-51793723 anjun@cfsc.com.cn
 研究员 徐呈健
 执业证书编号 S1050511030001
 021-51793717 xucj@cfsc.com.cn
 服务热线 021-64339000
 服务邮箱 service@txsec.com

- 2011年1-6月，公司实现业务收入174.38亿元，同比增长7.91%；归属母公司净利润5亿元，同比增长2.2%；摊薄每股收益0.39元。
- **上半年公司产品销售情况：**上半年公司销售各类汽车及底盘26.81万辆，同比增长10.07%，其中瑞风MPV 3.36万辆，同比增长1.52%，轻卡11.66万辆，同比增长2.71%，轿车8.08万辆，同比增长29.79%，重卡1.73万辆，同比增长34.09%。其中出口是亮点，上半年共出口3.55万台，同比增长255%，其中乘用车出口同比增长587%，增速行业第一。虽然公司上半年重卡及乘用车业务增长大幅超越行业，但由于贡献公司主要收益的MPV及轻卡业务增长乏力，因此拖累了公司业绩。
- **公司主要财务指标变动的的原因：**公司上半年毛利率为13.3%较上年同期下降3.4个百分点，主要原因为人工、原材料成本的上升及由于行业竞争激烈导致产品价格下降。上半年公司销售费用率为4.64%较上年下降2个百分点，管理费用率为3.1%较上年同期下降0.6个百分点，显示了公司费用控制水平进一步提升。
- **公司业务点评：**上半年公司MPV增速明显落后于行业平均15%以上的增速，MPV增速出现下滑的主要原因是，竞争对手一方面推出了新车型，另一方面对产品进行了降价；轻卡增速缓慢原因为，一方面受今年商用车整体萎靡的大环境影响，另一方面福田等轻卡龙头纷纷推出了高端轻卡，而传统的高端轻卡厂商江铃不仅将产品结构下探，而且进行降价。轿车增长的主要原因是出口的带动，江淮汽车轿车项目经过三年的建设期目前产能已开始释放，随着规模效应的发挥预计毛利率将逐步提升；而重卡增长超越行业的主要原因为一方面基数较小，另一方面是调整了产品结构更贴近用户的需求。
- **公司未来看点：**乘用车方面：公司拟增发扩大轿车生产规模及高性能汽油发动机项目；MPV方面推出高端产品和畅，预计随着轿车生产规模的不断提升，今年轿车业务将扭亏为盈。商用车方面：轻卡开始走高端化路线推出了高端轻卡帅铃III；重卡方面：整车和发动机与NC2及纳威司达合资经营充分利用对方技术及销售网络优势，今年上半年已有起色。新能源汽车方面与富士康科技集团签署协议，拟在新能源汽车及汽车电子研发及产业化方面建立战略合作关系。

2011年1月，江淮汽车585辆纯电动同悦轿车批量进入私家车市场，在私人购买新能源汽车领域首创国内、乃至全球最大规模的示范运营，开创了全国纯电动轿车规模投放市场的先河。目前江淮汽车已具备年产1万台新能源乘用车的产能建设和产品研发、试验能力，2015年将实现年产10万辆新能源乘用车的产业化规模。

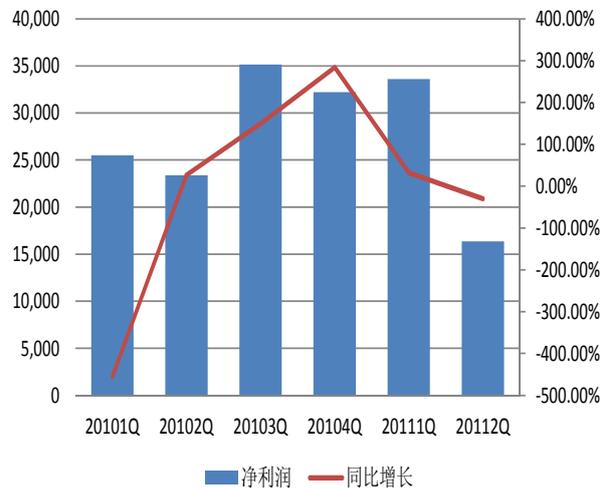
- 预测2011及2012公司EPS分别为0.92及1.11元，以8月9日收盘价计算对应的市盈率分别为9.9倍及8.2倍。我们给予公司审慎推荐的评级。

图表 1: 公司分季度营业收入 (单位: 万元)



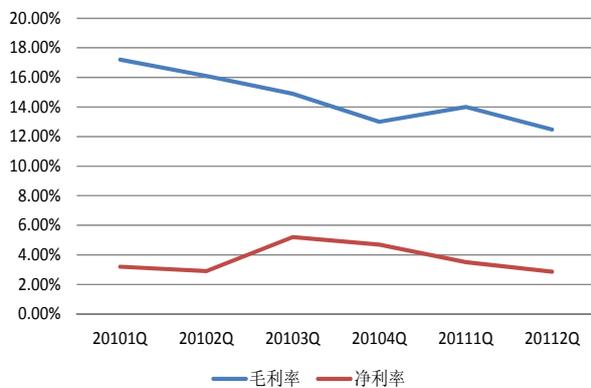
资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图:2: 公司分季度净利润 (单位: 万元)



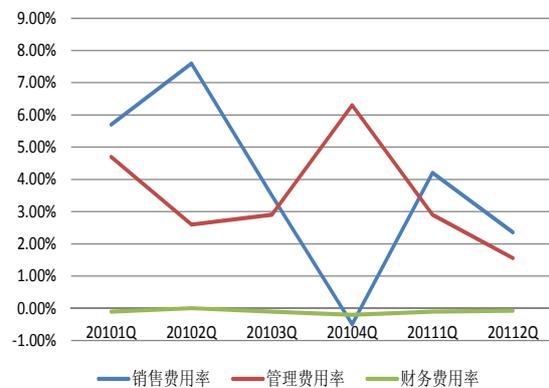
资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图表 3: 公司分季度毛利率与净利率



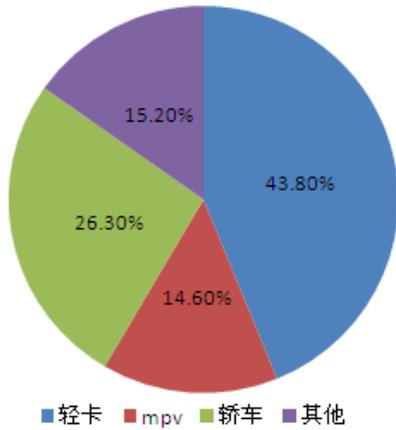
资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图表 4: 公司分季度三费情况



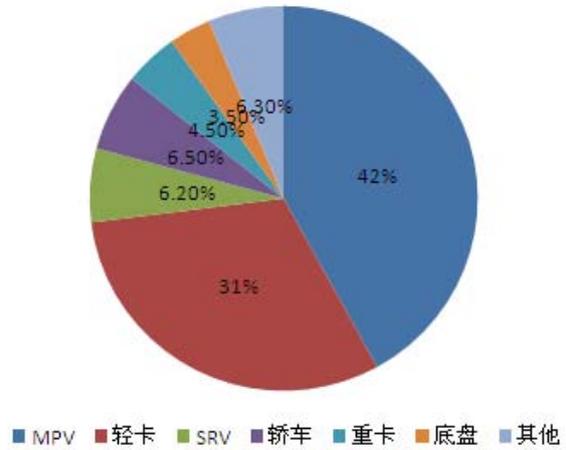
资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图表 5: 2010 年公司产品销售结构



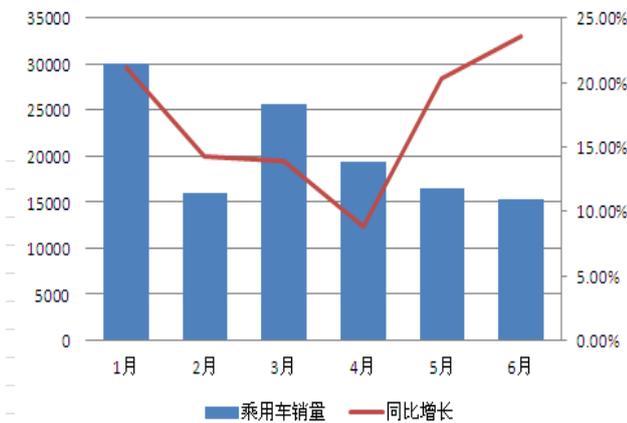
资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图表 6: 2010 年公司毛利构成情况



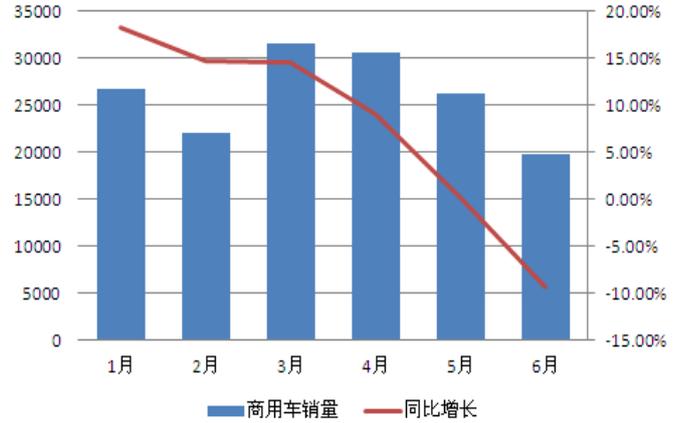
资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图表 7: 2011 上半年公司乘用车销售情况



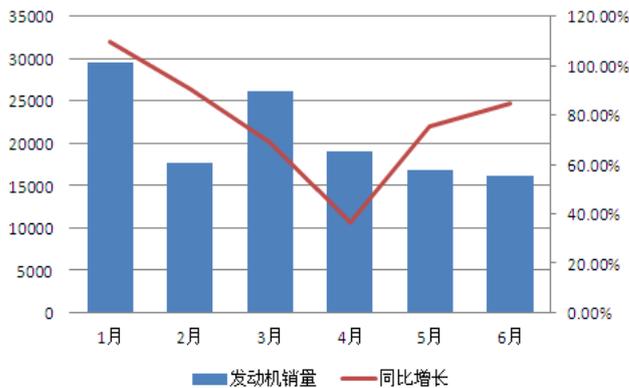
资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图表 8: 2011 上半年公司商用车销售情况



资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图表 9: 2011 上半年公司发动机销售情况



资料来源: 中汽协 华鑫证券研发部

图表 10：江淮汽车盈利预测（万元）

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,009,170	2,970,436	3,470,082	4,342,313
增长率		47.84%	16.82%	25.14%
综合毛利率	14.50%	15.42%	14.23%	14.23%
营业成本	1,717,883	2,512,445	2,976,194	3,724,401
营业税金及附加	51,172	80,145	86,752	108,558
销售费用	116,879	126,851	138,803	173,693
管理费用	62,180	121,416	131,863	173,693
财务费用	-374	-2,891	-3,470	-4,342
期间费用合计	178,685	245,375	267,196	343,043
期间费用率	8.89%	8.26%	7.70%	7.90%
减：资产减值损失	23,711	10,416	10,000	10,000
加：投资收益	330	345	380	417
营业利润	38,050	125,960	130,320	156,729
营业利润率	1.89%	4.24%	3.76%	3.61%
增长率		231.04%	3.46%	20.27%
加：营业外收入	4,956	10,998	11,451	14,330
减：营业外支出	646	693	694	868
利润总额	42,360	136,265	141,077	170,191
利润率	2.11%	4.59%	4.07%	3.92%
所得税	8,144	18,628	21,162	25,529
实际税负比率	19.23%	13.67%	15.00%	15.00%
净利润	34,216	117,638	119,915	144,662
净利润率	1.70%	3.96%	3.46%	3.33%
少数股东损益	647	1,373	1,319	1,591
归属于母公司所有者的净利润	33,569	116,265	118,596	143,071
增长率		246.35%	2.01%	20.64%
每股收益（元）	0.26	0.90	0.92	1.11
市盈率	34.82	10.05	9.86	8.17

资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

研究员简介

徐呈健：英国城市大学卡斯商学院，投资管理硕士。2009年3月加盟华鑫证券研发部。

安 军：上海财经大学，数量经济学硕士，2010年7月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>