

机械、汽车

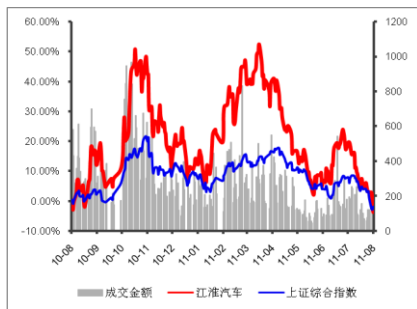
报告原因: 中报点评

2011年8月10日

市场数据: 2011年8月10日

收盘价	9.02
52周内高	14.69
52周内低	8.67
总市值(百万元)	11624.40
流通市值(百万元)	9677.27

一年股价走势



研究员

白宇

执业证书编号: S0760210080006

电话: 010-82190313

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

联系人

张小玲

孟军

0351-8686990

010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

江淮汽车 (600418)

买入

轿车盈利低于预期, MPV、轻卡下半年增速有望回升

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2009A	20092	36%	14%	342	469%	0.3	35
2010A	29704	48%	15%	1176	244%	0.9	10
2011E	33269	12%	15%	1335	14%	1.0	9
2012E	38259	15%	15%	1728	29%	1.3	7

投资要点:

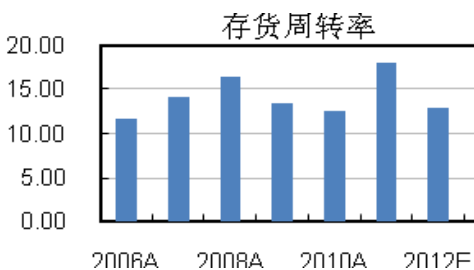
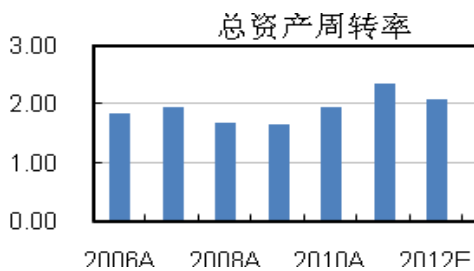
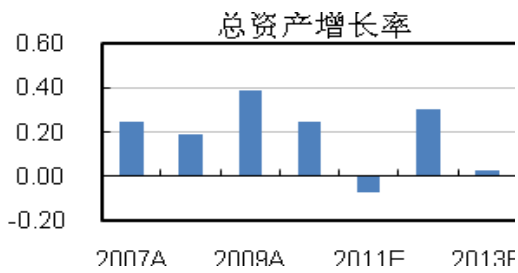
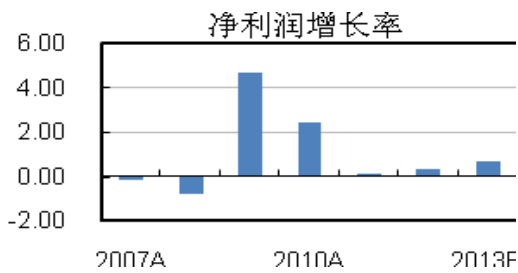
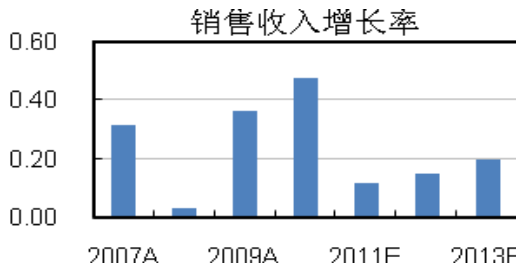
- ◆ **轿车业务仍然没有进入“状态”。**上半年公司销售轿车 8 万辆左右, 同比增长接近 30% 远高于行业水平, 去年较低的基数以及出口市场的拓展是高增长的主要原因。上半年公司产品出口高达 3.6 万辆, 其中 70% 为轿车。巴西市场是轿车市场主要的增长点。从目前状况来看, 巴西市场对公司轿车车型较为认可。轿车虽然有一定上量, 但是盈利能力仍然较低, 预计轿车毛利率不会超过 15%, 上半年还没有能够贡献净利润。我们认为未来轿车贡献利润要等到变速箱等核心零部件自配率的进一步提升。
- ◆ **MPV 和轻卡两个“基石”业务增长放缓。**上半年公司 MPV、轻卡分别销售 3.4 万辆和 11.7 万辆, 同比分别增长 2.7%、1.5%, 增速放缓明显。虽然公司去年四季度以来分别推出了高端轻卡、MPV 产品帅铃三、和畅等, 但高端产品占比依然较小, 不能拉动这两个业务盈利水平提升。由于上半年整体经济处于回落当中, 作为投资品的轻卡需求受到了一定抑制, 但我们认为中国经济并不会硬着陆, 三季度末或将重现升势, 而投资品需求也将逐步回暖。同时, 我们认为未来汽车行业的成本压力将会逐步减轻, 这利好公司薄利的轻卡业务, 因此综合来看我们认为公司轻卡、MPV 这两个基石业务增速存在触底回升的可能。
- ◆ **重卡及底盘贡献利润数量仍然较小。**上半年公司销售中重卡 1.7 万辆, 同比增长 34%, 底盘销售 1.2 万辆, 同比增长 4%。公司重卡销售远超行业水平, 而且公司中重卡的格尔发平台主要是以物流运输为主, 而同期行业物流用半挂销量大幅度下滑, 主要原因还是公司重卡去年基数较小, 此外公司中重卡自重较轻, 在高速治理超载越来越严格的行业大趋势下应能受到更多用户青睐。上半年公司推出了欧式轻客产品星锐, 上半年销量 400 台左右, 仍处市场初期拓展阶段, 整个项目今年预计处于亏损状况, 但是由于业务体量较小对公司业绩影响不大。



- ◆ **投资策略。**我们下调公司 11 年、12 年盈利预测，预计营收增长 12%、15%，对应 EPS：1.0、1.3 元。我们认为虽然从中期业绩来看，轿车项目没有能贡献业绩，但从近几年的发展来看公司的轿车业务应当说已经进入了正轨，产品品质得到了用户的认可，这对未来轿车业务大发展奠定了很好的开端。同时从公司轻卡和 MPV 业务来看，下半年增速存在触底反弹的可能，在加上成本压力的缓解，都将利好公司的发展。我们依然维持公司的“**买入**”评级。



报表预测



利润表	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	20091.71	29704.36	33268.89	38259.22
减: 营业成本	17178.83	25124.45	28444.90	32520.34
营业税金及附加	511.72	801.45	897.62	1032.27
营业费用	1168.79	1268.51	1430.56	1645.15
管理费用	621.80	1214.16	998.07	1147.78
财务费用	-3.74	-28.91	-73.36	-118.84
加: 投资收益	3.30	34.50	0.00	0.00
营业利润	380.50	1259.60	1571.09	2032.54
加: 其他非经营损益	43.10	103.05	0.00	0.00
利润总额	423.60	1362.65	1571.09	2032.54
减: 所得税	81.44	186.28	235.66	304.88
净利润	342.16	1176.38	1335.43	1727.66
减: 少数股东损益	6.47	13.73	15.59	20.16
归属母公司股东净利润	335.69	1162.65	1319.84	1707.49

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	3235.41	3557.32	4940.01	7364.72
应收和预付款项	852.60	2241.92	1024.39	2725.48
存货	1279.85	2001.09	1582.61	2514.54
其他流动资产	0.00	335.01	335.01	335.01
长期股权投资	26.50	39.06	39.06	39.06
固定资产和在建工程	6001.92	6060.07	5309.47	4538.88
无形资产和开发支出	747.85	873.05	809.66	741.27
资产总计	12144.13	15107.52	14040.21	18258.96
短期借款	50.00	100.00	0.00	0.00
应付和预收款项	6640.46	8681.73	7222.79	10805.53
长期借款	576.39	340.00	340.00	340.00
其他负债	445.20	493.09	493.09	493.09
负债合计	7712.05	9614.82	8055.89	11638.62
股本	1288.74	1288.74	1288.74	1288.74
资本公积	1314.97	1328.79	1328.79	1328.79
留存收益	1719.41	2753.16	3229.20	3845.05
归属母公司股东权益	4323.11	5370.69	5846.73	6462.58
少数股东权益	108.97	122.01	137.59	157.76
股东权益合计	4432.08	5492.70	5984.32	6620.34
负债和股东权益合计	12144.13	15107.52	14040.21	18258.96

现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E
经营性现金净流量	3358.15	1568.25	2503.14	3647.51
投资性现金净流量	-624.33	-665.02	-250.00	-250.00
筹资性现金净流量	-157.97	-399.42	-870.45	-972.79
现金流量净额	2577.39	496.24	1382.69	2424.71

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。