

江淮汽车 (600418.SH) 货车行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

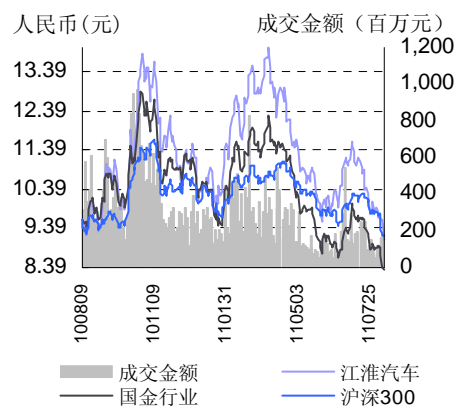
市价(人民币): 9.12元

MPV 疲弱表现拖累公司业绩增速

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,072.87
总市值(百万元)	11,753.28
年内股价最高最低(元)	14.03/9.12
沪深 300 指数	2798.19
上证指数	2526.07



相关报告

1. 《携手富士康,提高汽车电子及新能源研发水平》, 2011.4.24
2. 《轿车业务盈利在望,拟公开增发扩充产能》, 2011.3.18

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.260	0.902	0.972	1.165	1.450
每股净资产(元)	3.35	4.17	5.01	6.05	7.36
每股经营性现金流(元)	2.64	1.21	2.51	1.84	2.99
市盈率(倍)	40.89	11.78	11.33	9.46	7.60
行业优化市盈率(倍)	30.26	32.11	24.26	24.26	24.26
净利润增长率(%)	488.39%	246.35%	7.77%	19.87%	24.38%
净资产收益率(%)	7.76%	21.65%	19.41%	19.28%	19.68%
总股本(百万股)	1,288.74	1,288.74	1,288.74	1,288.74	1,288.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **业绩低于预期。**江淮汽车 2011 年上半年实现销售收入 174.38 亿元, 同比增长 7.91%; 归属母公司股东净利 5.00 亿元, 对应 EPS 为 0.39 元, 同比增长仅为 2.63%, 低于我们此前预期。

经营分析

- **MPV 表现疲软拖累公司业绩增速:** 上半年, 江淮瑞风 MPV 销量为 33,565 辆, 同比仅增加 1.52%, 远低于 MPV 行业 12.47% 的增速。公司瑞风车型已经老化, 市场竞争力下降, 上半年刚推出的全新一代 MPV “和畅” 则仍处于推广期, 尚未上量。产品的青黄不接使公司上半年 MPV 整体销量增速大幅下滑。作为公司最主要的利润来源, MPV 表现疲软直接导致了是公司业绩增速的大幅下滑。
- **出口高速增长是突出亮点:** 上半年, 江淮累计出口汽车 35,518 辆, 同比增加 304.8%, 其中乘用车出口增长 587%。截止 7 月份, 公司 2011 年已累计出口汽车 4.57 万辆, 占今年销量的 15.12%, 预计今年出口总量有望超 8.5 万辆。巴西是公司出口第一大市场, 公司去年底与巴西最大经销商 SHC 签订出口协议, 计划 11 年出口巴西 4.6 万辆; 今年 8 月, 江淮又计划投资 6 亿美元在巴西建厂, 产能为 10 万辆, 预计 2014 年投入运营。我们认为, 海外市场将成为推动公司业绩增长的持续动力。
- **国内销量较为疲弱, 2012 年有望好转:** 上半年, 公司国内汽车销量为 232,583 辆, 同比下滑 0.55%, 其中 6 月销量同比下滑 18.99%。我们认为, 国内汽车市场整体增速的大幅下滑以及公司 MPV、SUV 由于车型老化而导致产品竞争力下降是公司上半年国内销量表现较差的主要原因。所幸的是, 公司有望于 2012 年推出全新的 SUV 车型, 瑞风和畅也有望逐步获得市场认可, 我们预测公司国内市场表现将逐步好转。
- **下半年轿车业务盈利能力将有明显改善:** 上半年, 江淮轿车销量为 80,807 辆, 同比增加 29.79%。值得特别说明的是, 去年上市的和悦轿车迄今累计销量已达 11.5 万辆, 已超过公司单款车型 5 万辆的模具摊销销量 (和悦有两厢与三厢, 故需摊销 10 万辆), 这意味着公司轿车业务下半年盈利能力将有明显改善 (单款车模具价值为 2 亿元左右, 对应每款车约 4000 元), 我们预测公司全年轿车销量将为 16.1 万辆左右, 仍有望实现扭亏为盈。

- **卡车销量增速超行业平均，市场份额有所提升：**重卡方面，上半年江淮格尔发重卡销量为 17,358 辆，同比增加 34.07%，而上半年重卡行业销量下滑 7.04%，公司在重卡行业的市场份额从 2010 年的 2.3% 提升至 3.2%。轻卡方面，上半年公司销量同比增加 2.71% 至 116,610 辆；同期轻卡行业销量同比下滑 4.31%，公司市场份额从 2010 年的 10.5% 提升至 10.8%。
- **盈利能力出现大幅下滑，下半年将有所回升：**受原材料成本大幅上升以及国内市场需求疲弱，市场促销力度加大营销，公司上半年盈利能力有明显下滑。公司上半年毛利率为 13.32%，同比下滑 3.35 个百分点。尽管如此，得益于公司良好的费用控制，公司上半年销售费用及管理费用均低于去年同期，公司净利率仅同比下滑 0.15 个百分点，为 2.92%。
- **预计公司全年销量约为 52 万辆：**我们预测下半年汽车行业总体销量将与上半年基本一致，作为综合型汽车制造商，江淮的下半年销量也将与上半年相差不大。我们预测的公司全年销量为 51.74 万辆，同比增长约 17%。

盈利预测

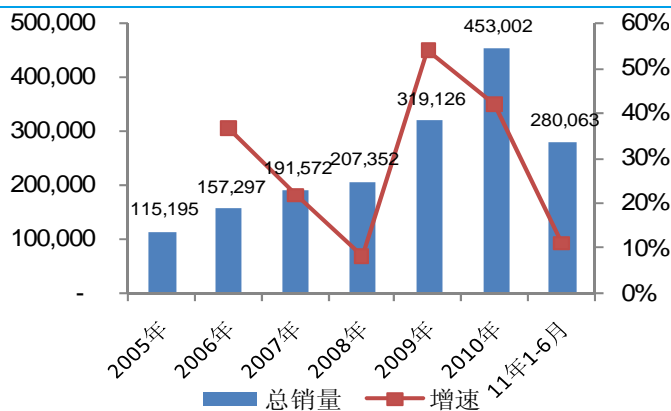
- 不考虑增发影响，我们预测公司 2011-2013 可实现归属母公司净利润 12.53、15.02、18.68 亿元，对应的 EPS 分别为 0.97、1.17、1.45 元。

投资建议

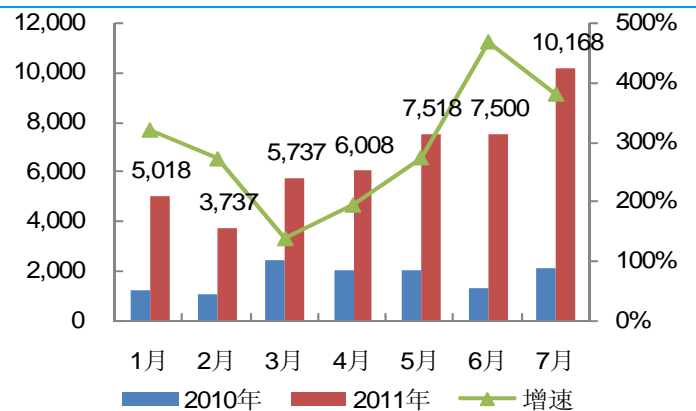
- 公司当前股价为 9.12 元，对应 2011-2013 年分别为 9.40、7.79、6.29 倍 PE，估值水平偏低，我们维持其“买入”评级。

附：江淮汽车相关图表

图表1：江淮近年汽车销量与增速（辆）

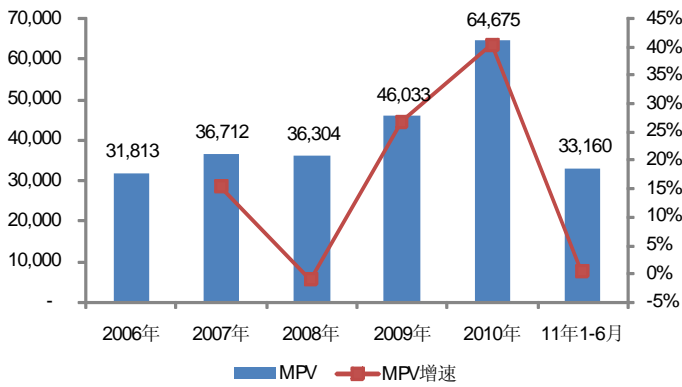


图表2：江淮汽车月度出口销量及增速（辆）



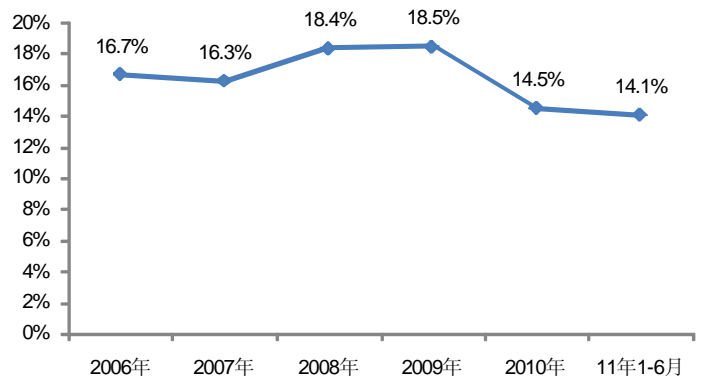
来源：CAAM、国金证券研究所

图表3: 江淮瑞风 MPV 近年销量及增速 (辆)



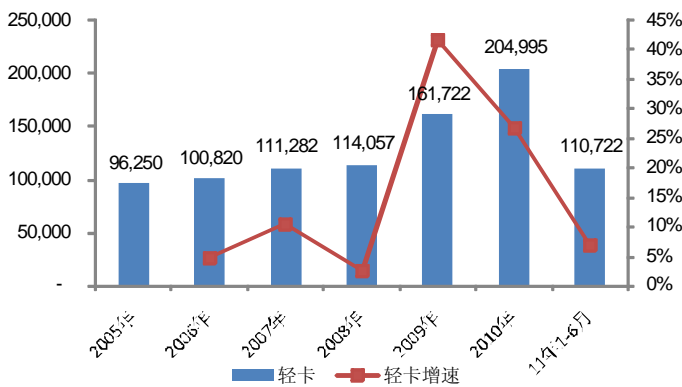
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表4: 江淮瑞风 MPV 近年市场占有率



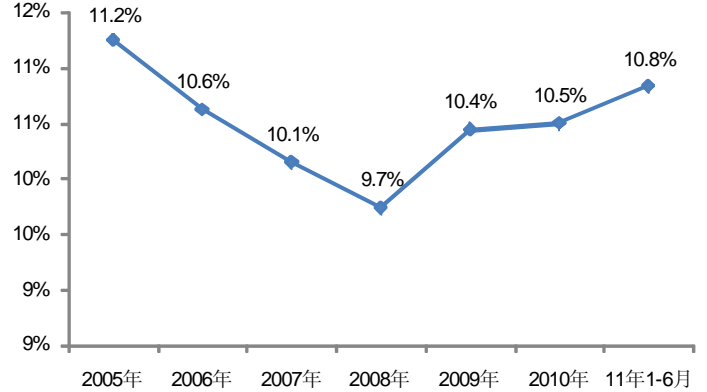
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表5: 江淮轻卡近年销量及增速 (辆)



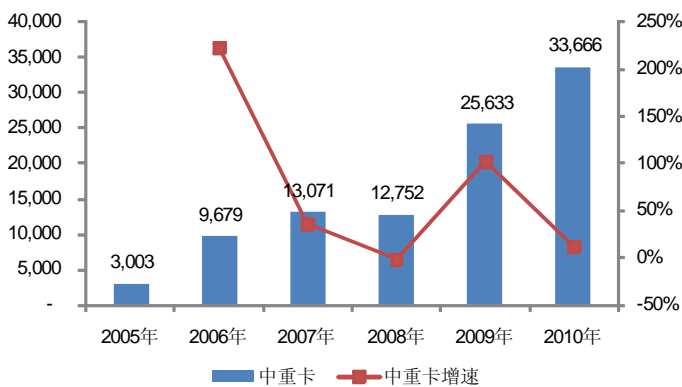
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表6: 江淮轻卡近年市场占有率



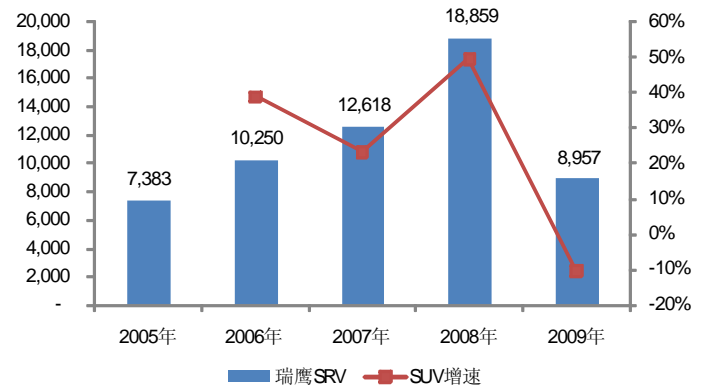
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表7: 江淮格尔发重卡近年销量及增速 (辆)



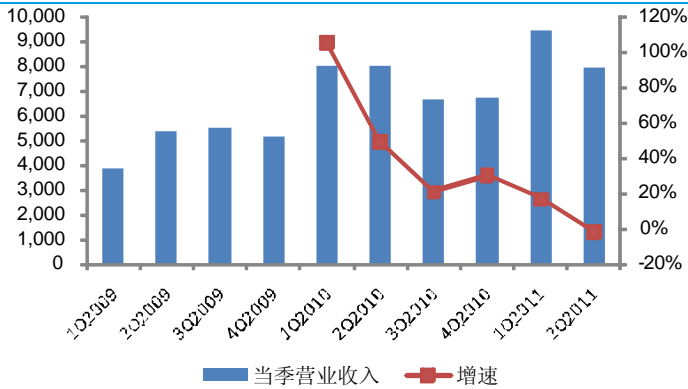
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表8: 江淮瑞鹰 SRV 近年销量及增速 (辆)



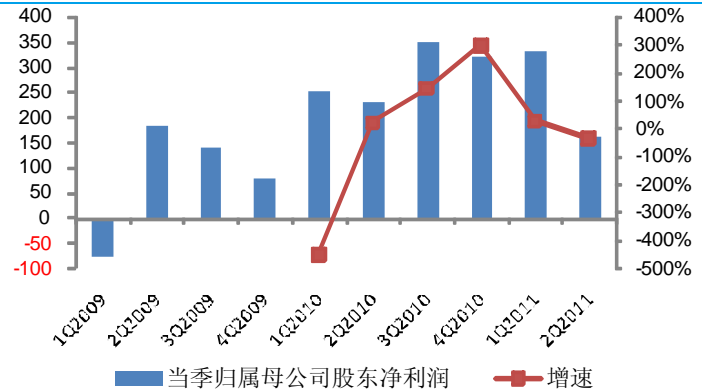
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表9: 江淮单季度收入与增速 (百万元)



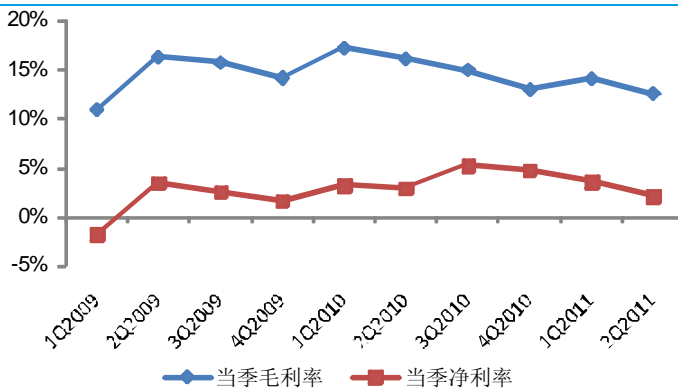
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表10: 江淮单季度净利润与增速 (百万元)



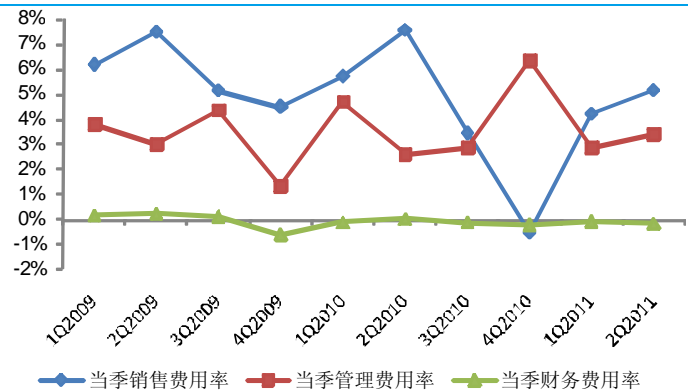
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表11: 江淮单季度毛利率与净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表12: 江淮单季度三费比例



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 江淮汽车销售收入分拆与预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
整车					
轻型卡车销量 (辆)	154,047	194,054	218,311	251,057	288,716
增长率 (YOY)	42.57%	25.97%	12.50%	15.00%	15.00%
格尔发重卡销量 (辆)	12,921	24,553	31,551	36,283	41,726
增长率 (YOY)	19.79%	90.02%	28.50%	15.00%	15.00%
瑞风MPV销量 (辆)	46,033	64,675	66,615	73,277	80,604
增长率 (YOY)	26.80%	40.50%	3.00%	10.00%	10.00%
轿车 (辆)	65,607	116,797	161,180	206,310	247,572
增长率 (YOY)	461.56%	78.03%	38.0%	28.0%	20.0%
瑞鹰SRV (辆)	11,720	18,859	15,087	17,350	20,820
增长率 (YOY)	14.34%	60.91%	-20.00%	15.00%	20.00%
整车合计销量 (辆)	290,328	418,938	492,744	584,278	679,439
增长率 (YOY)	63.96%	44.30%	17.62%	18.58%	16.29%
整车平均售价 (万元/辆)	6.08	6.30	6.42	6.50	6.50
增长率 (YOY)	-11.67%	3.57%	2.00%	1.00%	1.00%
销售收入 (百万元)	17,665	26,400	31,634	37,978	44,164
增长率 (YOY)	44.83%	49.45%	19.83%	20.05%	16.29%
毛利率	14.46%	15.88%	14.30%	14.10%	14.30%
整车收入增速	44.8%	49.4%	19.8%	20.1%	16.3%
客车底盘					
平均售价 (万元/辆)	6.19	5.56	5.29	5.29	5.29
增长率 (YOY)	6.26%	-10.14%	-5.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (辆)	19,923	23,913	24,870	26,362	27,943
增长率 (YOY)	-7.08%	20.03%	4.00%	6.00%	6.00%
销售收入 (百万元)	1,233	1,330	1,314	1,393	1,477
增长率 (YOY)	-1.27%	7.86%	-1.20%	6.00%	6.00%
毛利率	12.83%	11.68%	10.00%	10.50%	10.50%
汽配业务					
销售收入 (百万元)	324	628	722	830	955
增长率 (YOY)	-1.15%	93.79%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	19.17%	11.22%	21.00%	17.00%	17.00%
销售总收入 (百万元)	20091.71	29704.36	35151.51	41830.69	48387.20
销售总成本 (百万元)	17178.83	25124.45	30167.04	35992.84	41539.38
毛利 (百万元)	2912.88	4579.91	4984.47	5837.85	6847.82
平均毛利率	14.50%	15.42%	14.18%	13.96%	14.15%

来源: 国金证券研究所

图表14: 江淮汽车三张报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	14,725	20,092	29,704	35,152	41,831	48,387	货币资金	704	3,294	3,782	6,143	6,604	10,357
增长率		36.4%	47.8%	18.3%	19.0%	15.7%	应收款项	705	555	1,700	2,239	3,008	3,470
主营业务成本	-12,959	-17,179	-25,124	-30,167	-35,993	-41,539	存货	791	1,280	2,001	2,261	2,267	2,581
%销售收入	88.0%	85.5%	84.6%	85.8%	86.0%	85.8%	其他流动资产	186	298	878	1,091	1,416	1,583
毛利	1,766	2,913	4,580	4,984	5,838	6,848	流动资产	2,386	5,426	8,362	11,734	13,296	17,991
%销售收入	12.0%	14.5%	15.4%	14.2%	14.0%	14.2%	%总资产	27.1%	43.9%	53.8%	63.2%	63.5%	73.2%
营业税金及附加	-381	-512	-801	-808	-962	-1,113	长期投资	23	26	39	39	39	39
%销售收入	2.6%	2.5%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%	固定资产	5,716	6,002	6,060	5,731	6,507	5,374
营业费用	-650	-1,169	-1,269	-1,476	-1,736	-1,984	%总资产	64.8%	48.5%	39.0%	30.9%	31.1%	21.9%
%销售收入	4.4%	5.8%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%	无形资产	634	748	873	853	908	969
管理费用	-664	-622	-1,214	-1,230	-1,422	-1,645	非流动资产	6,435	6,947	7,173	6,824	7,654	6,582
%销售收入	4.5%	3.1%	4.1%	3.5%	3.4%	3.4%	%总资产	72.9%	56.1%	46.2%	36.8%	36.5%	26.8%
息税前利润 (EBIT)	71	611	1,296	1,469	1,718	2,106	资产总计	8,821	12,373	15,534	18,557	20,950	24,572
%销售收入	0.5%	3.0%	4.4%	4.2%	4.1%	4.4%	短期借款	448	312	310	210	210	210
财务费用	-26	4	29	41	53	72	应付款项	3,593	6,640	8,682	10,882	11,851	13,682
%销售收入	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	26	216	417	530	600	667
资产减值损失	-39	-237	-104	-105	-91	-88	流动负债	4,067	7,168	9,409	11,623	12,661	14,558
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0	长期贷款	550	576	340	340	340	341
投资收益	-2	3	35	41	50	60	其他长期负债	125	196	292	0	0	0
%税前利润	n.a	0.8%	2.5%	2.8%	2.8%	2.7%	负债	4,742	7,941	10,042	11,963	13,001	14,899
营业利润	5	380	1,260	1,446	1,729	2,150	普通股股东权益	4,005	4,323	5,371	6,456	7,790	9,491
营业利润率	0.0%	1.9%	4.2%	4.1%	4.1%	4.4%	少数股东权益	74	109	122	138	158	182
营业外收支	18	43	103	30	40	50	负债股东权益合计	8,821	12,373	15,534	18,557	20,950	24,572
税前利润	23	424	1,363	1,476	1,769	2,200	比率分析						
利润率	0.2%	2.1%	4.6%	4.2%	4.2%	4.5%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	37	-81	-186	-207	-248	-308	每股指标						
所得税率	-165.1%	19.2%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.044	0.260	0.902	0.972	1.165	1.450
净利润	60	342	1,176	1,269	1,522	1,892	每股净资产	3.107	3.355	4.167	5.010	6.045	7.365
少数股东损益	3	6	14	16	20	24	每股经营现金净流	0.454	2.638	1.213	2.508	1.841	2.990
归属于母公司的净利润	57	336	1,163	1,253	1,502	1,868	每股股利	0.012	0.100	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	0.4%	1.7%	3.9%	3.6%	3.6%	3.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.42%	7.76%	21.65%	19.41%	19.28%	19.68%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	0.65%	2.71%	7.48%	6.75%	7.17%	7.60%
净利润	60	342	1,176	1,269	1,522	1,892	投入资本收益率	3.67%	9.25%	18.18%	17.69%	17.38%	17.71%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	531	990	910	954	1,044	1,159	主营业务收入增长率	3.16%	36.45%	47.84%	18.34%	19.00%	15.67%
非经营收益	1	-137	-97	-54	-66	-86	EBIT增长率	-82.60%	758.73%	112.23%	13.39%	16.89%	22.61%
营运资金变动	-7	2,205	-425	1,063	-127	889	净利润增长率	-82.63%	488.39%	246.35%	7.77%	19.87%	24.38%
经营活动现金净流	586	3,399	1,564	3,232	2,372	3,853	总资产增长率	17.12%	40.27%	25.55%	19.46%	12.89%	17.29%
资本开支	-1,087	-667	-416	-502	-1,770	30	资产管理能力						
投资	-18	-6	-328	0	0	0	应收账款周转天数	8.9	6.5	3.8	4.0	5.0	5.0
其他	19	48	79	41	50	60	存货周转天数	23.2	22.0	23.8	28.0	24.0	24.0
投资活动现金净流	-1,086	-624	-665	-461	-1,720	90	应付账款周转天数	51.3	45.6	38.4	40.0	38.0	38.0
股权募资	0	12	0	0	0	0	固定资产周转天数	116.8	96.2	70.6	54.5	48.5	38.0
债权募资	643	-132	-238	-383	0	1	偿债能力						
其他	-145	-37	-169	-27	-191	-191	净负债/股东权益	7.22%	-54.28%	-62.88%	-89.69%	-80.21%	-104.70%
筹资活动现金净流	498	-156	-407	-410	-191	-190	EBIT利息保障倍数	2.8	-163.1	-44.8	-35.9	-32.2	-29.3
现金净流量	-3	2,619	492	2,361	461	3,753	资产负债率	53.76%	64.18%	64.64%	64.46%	62.06%	60.63%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	20
买入	1	2	2	3	21
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.83	1.80	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室