

江淮汽车 (600418)

公司研究/简评报告

传统业务低迷，国际业务出彩

—江淮汽车 (600418) 中报点评

民生精品—简评报告汽车行业

2011年08月09日

一、事件概述

公司发布2011年半年报：实现营业收入174亿元，同比增长8%，实现归属于母公司股东净利润5亿元，同比增长2.2%，每股收益0.39元。低于预期。

二、分析与判断

➤ 主要产品 MPV、轻卡业务下滑，导致国内业务收入下滑

MPV 和轻卡是过去几年贡献公司收入和利润的支柱。2011 年1-6 月,瑞风MPV 3万辆,同比增长1.52%,轻卡12万辆,同比增长2.71%。MPV 产品竞争日趋激烈,从4月开始同比一直负增长;预计2011年全年出现负增长。轻卡近几个月也连续负增长。2011年上半年国内营业收入为147亿元,同比下滑1.36%;预计2011年全年国内业务为负增长。

➤ 国际市场轿车出口是公司经营中的一大亮点

上半年公司共出口各类汽车3.6万台,同比增长255%,其中乘用车出口同比增长587%,增速行业第一。上半年轿车销量为8万辆,同比增长29.79%,公司轿车销量虽然稳步增长,但仍未形成规模效益,公司将通过持续提升轿车品质,积极开拓国内外两个市场,尽早实现规模效益,预计今年实现由亏为盈。

➤ 新产品有序上市,新项目持续推进

公司高端轻卡帅铃III、高端MPV 和畅、T 动版SRV、“星锐”等产品已经上市,进一步完善产品型谱的同时,优化了产品结构,提升了产品竞争力;技术研发方面,公司在新能源汽车、高效发动机、自动变速箱等重点研发项目上均按计划有效推进。

➤ 毛利率下滑明显。

2011年上半年毛利率为13.2%,同比下滑3个百分点,整车底盘毛利率都下滑明显。公司上半年累计自配发动机12.56 万台,同比增长76%,自配率接近50%,有效降低了整车成本。但是由于国内汽车市场竞争激烈,厂商降价促销,以及原材料和人工成本上涨所致,预计2011 年公司整体毛利率水平将同比下降。

三、盈利预测与投资建议

公司未来几年轿车销量规模化对公司业绩将有明显改善,出口业务增长迅猛,弥补国内业务的下滑。预计11-13年公司EPS分别为1.01元、1.34元、1.98元,对应11-13年的动态市盈率为9、7、5倍。维持公司谨慎推荐评级,目标价11元。

四、风险提示:

市场竞争进一步加剧;主要材料供应和价格波动的风险;宏观经济显著下滑导致汽车需求增速放缓;新车型市场接受程度具有不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	29704	35051	40309	46355
增长率(%)	48%	18%	15%	15%
归属母公司股东净利润(百万元)	1163	1301	1733	2546
增长率(%)	246%	12%	33%	47%
每股收益(元)	0.90	1.01	1.34	1.98
PE	10.11	9.04	6.78	4.62

谨慎推荐

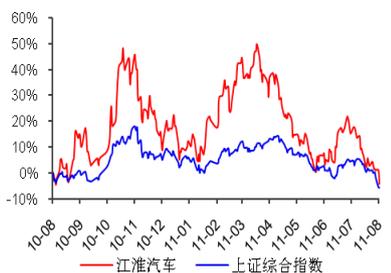
维持评级

合理估值: 11元

交易数据 (2011-08-09)

收盘价(元)	9.12
近12个月最高/最低	14.69/8.67
总股本(百万股)	1288
流通股本(百万股)	1073
流通股比例%	83
总市值(亿元)	118
流通市值(亿元)	98

该股与上证综指一年走势比较



分析师

分析师: 刘芬

执业证书编号: S0940511040002

电话: (86755)22662076

Email: liufen@mszq.com

相关研究

PB	2.19	1.83	1.51	1.19
----	------	------	------	------

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8362	10729	13838	18083	营业收入	29704	35051	40309	46355
现金	3782	6204	8509	11957	营业成本	25124	29793	34262	38938
应收账款	305	616	674	749	营业税金及附加	801	928	1074	1233
其他应收款	70	91	96	112	营业费用	1269	1678	1860	2165
预付账款	542	600	707	797	管理费用	1214	1214	1214	1214
存货	2001	2218	2603	2962	财务费用	-29	-50	-95	-143
其他流动资产	1661	1000	1250	1505	资产减值损失	104	104	104	104
非流动资产	7173	7270	7042	6506	公允价值变动收益	5	3	4	3
长期投资	39	35	36	36	投资净收益	35	35	35	35
固定资产	5747	5925	5513	4763	营业利润	1260	1421	1927	2881
无形资产	805	1097	1310	1522	营业外收入	110	110	110	110
其他非流动资产	581	213	184	185	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	15534	17999	20881	24588	利润总额	1363	1525	2031	2984
流动负债	9409	10863	12340	13953	所得税	186	208	278	408
短期借款	100	181	0	156	净利润	1176	1316	1753	2576
应付账款	2932	3844	4326	4890	少数股东损益	14	15	20	30
其他流动负债	6377	6838	8014	8907	归属母公司净利润	1163	1301	1733	2546
非流动负债	632	582	599	598	EBITDA	2036	2142	2663	3587
长期借款	340	340	340	340	EPS (元)	0.90	1.01	1.34	1.98
其他非流动负债	292	242	259	258					
负债合计	10042	11445	12939	14551	主要财务比率				
少数股东权益	122	137	158	188	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1289	1289	1289	1289	成长能力				
资本公积	1329	1329	1329	1329	营业收入	47.8%	18.0%	15.0%	15.0%
留存收益	2753	3796	5160	7222	营业利润	231.0%	12.8%	35.6%	49.5%
归属母公司股东权益	5371	6417	7784	9849	归属于母公司净利润	246.3%	11.9%	33.2%	47.0%
负债和股东权益	15534	17999	20881	24588	获利能力				
					毛利率(%)	15.4%	15.0%	15.0%	16.0%
现金流量表					净利率(%)	3.9%	3.7%	4.3%	5.5%
					ROE(%)	21.6%	20.3%	22.3%	25.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	58.0%	123.0%	-1343.2%	-181.1%
经营活动现金流	1560	2964	3321	3900	偿债能力				
净利润	1176	1316	1753	2576	资产负债率(%)	64.6%	63.6%	62.0%	59.2%
折旧摊销	805	771	831	849	净负债比率(%)	6.47%	6.03%	4.00%	4.65%
财务费用	-29	-50	-95	-143	流动比率	0.89	0.99	1.12	1.30
投资损失	-35	-35	-35	-35	速动比率	0.67	0.78	0.91	1.08
营运资金变动	-525	1093	828	638	营运能力				
其他经营现金流	166	-132	40	14	总资产周转率	2.13	2.09	2.07	2.04
投资活动现金流	-665	-375	-571	-269	应收账款周转率	86	68	56	58
资本支出	416	500	300	0	应付账款周转率	9.50	8.79	8.39	8.45
长期投资	-328	-4	1	-0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-576	121	-269	-269	每股收益(最新摊薄)	0.90	1.01	1.34	1.98
筹资活动现金流	-399	-167	-446	-182	每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	2.30	2.58	3.03
短期借款	50	81	-181	156	每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.98	6.04	7.64
长期借款	-236	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	10.11	9.04	6.78	4.62
资本公积增加	14	0	0	0	P/B	2.19	1.83	1.51	1.19
其他筹资现金流	-227	-249	-264	-338	EV/EBITDA	4	4	3	2
现金净增加额	488	2422	2305	3448					

资料来源:民生证券研究所

分析师与联系人简介

刘芬，天津大学汽车发动机专业工科学士，中山大学经济学硕士。曾就职于国都证券，多年汽车行业研究经历。2011年加入民生证券，主要研究汽车行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹瑋	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司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。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。