

分析师：方夏虹

执业证书编号：S0730511010006

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

## MPV 销量止步不前，业绩增长难以为继

——江淮汽车（600418）中报点评

### 研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2011年8月10日

#### 报告关键要素：

在汽车市场持续低迷的环境中，公司的自主品牌轿车国内业务承受巨大压力。盈利能力强的MPV也受宏观经济增速下降特别是中小企业经营困境的影响，销量难以提升。但出口是一大亮点。

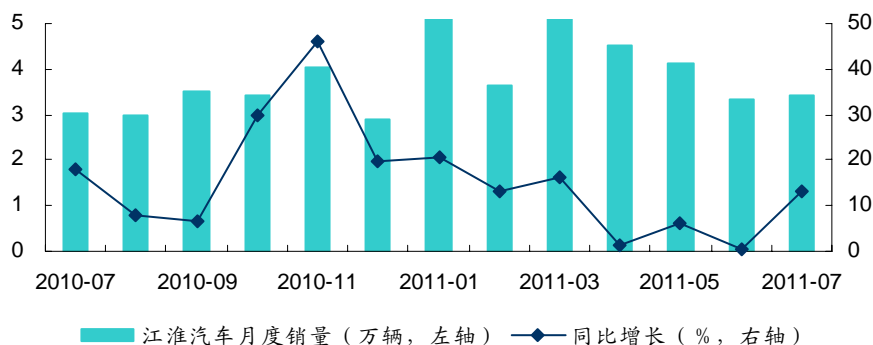
#### 事件：

- 江淮汽车（600418）公布2011年中报，上半年实现营业收入174.38亿元，同比增长7.91%；实现净利润5.00亿元，同比增长2.20%；EPS为0.39元。

#### 点评：

- 销量增速超越行业缘于出口业务大增。上半年汽车销售市场低迷，全国汽车销量同比仅增长3.35%。公司销售汽车26.81万辆，同比增长10.07%，超过行业增幅。主要原因是出口这一亮点，得益于巴西出口项目，上半年公司共出口各类汽车3.55万辆，同比增长255%。但如果扣除出口业务影响，国内销量同比下降0.42%。

图 1：月度汽车销量走势



资料来源：公司资料，中原证券

- 盈利能力强的MPV表现不尽如人意。受制于中小企业持续的经营困境，盈利能力最强的MPV上半年销量同比仅增长1.52%，其中二季度甚至同比下滑8.34%，是业绩难以较快提升的重要原因。如果未来宏观经济仍得不到改善，MPV很难获得较快增长。轿车销量因出口因素较快增长，但毛利率较低，其他如重卡等的销量提升，也难以大幅提升公司业绩。

表 1: 2010 年以来各季度各车型销量

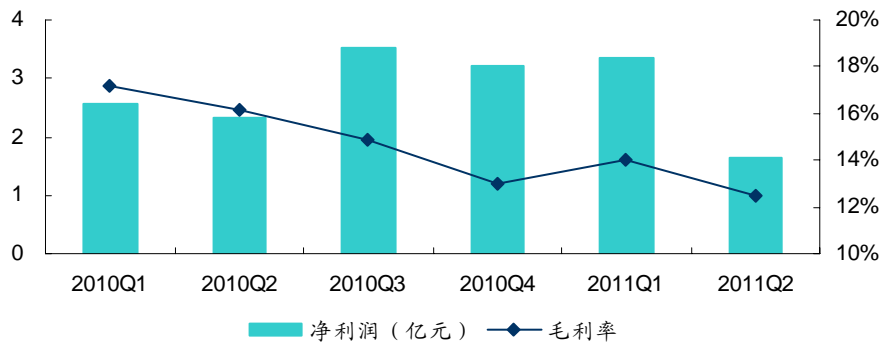
单位: 辆

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q2 同比增长
重卡	5246	7699	6532	5076	8491	8867	15.17%
MPV	18376	14687	16217	15395	20103	13462	-8.34%
SRV	5659	4324	3501	5375	5239	2217	-48.73%
轿车	37397	24862	21020	33218	46575	34232	37.69%
底盘	4576	7214	6198	5925	5989	6316	-12.45%
轻卡	55567	57963	41782	38738	62046	54564	-5.86%
合计	126821	116749	95250	103727	148443	119658	2.49%
其中出口	4621	5385			14492	21026	290.45%

资料来源: 公司资料, 中原证券

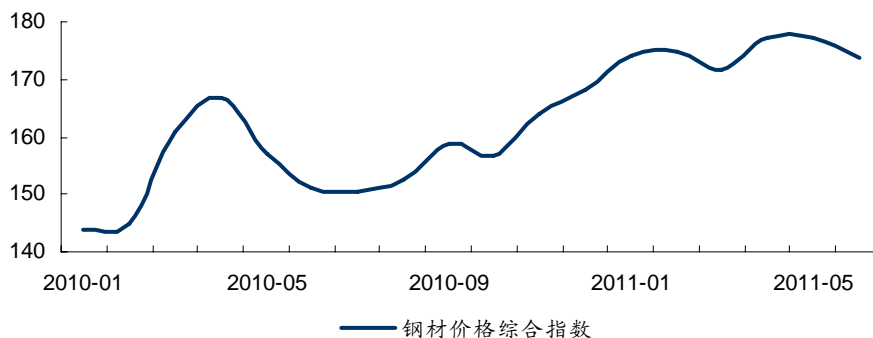
- **降价和原材料价格上升致毛利率大幅下降。**上半年公司综合毛利率为13.32%，同比下降3.35个百分点。分季度来看，二季度毛利率更是低至12.48%，为2010年以来最低值，是单季度净利润大幅下降的主要原因。这一幅度超过我们此前预期。竞争加剧带来的产品降价和原材料价格上升以及产品结构变化是毛利率下降的主要原因。短期内这些因素难有很大改观，且未来销量规模难以快速提升，因而毛利率较难恢复到2010年水平。

图 2: 2010 年以来各季度净利润与毛利率



资料来源: 公司资料, 中原证券

图 3: 2010 年以来钢材价格综合指数



资料来源: 公司资料, 中原证券

- **盈利预测与投资评级。**整体看，公司作为自主品牌的代表性企业，在市场低迷的环境中承受较大压力。但发展自主品牌的方向不会改变。预计公司2011-2012年EPS分别为0.95元和1.13元，对应市盈率分别为9.59和8.05倍，估值较低，给予“增持”投资评级。
- **风险提示：**汽车销量增速达不到预期；原材料价格大幅波动。

### 盈利预测

	2009年	2010年	2011E	2012E
营业收入(亿元)	200.92	297.04	326.71	362.08
增长比率(%)	36.44	47.84	9.99	10.83
净利润(亿元)	3.36	11.63	12.26	14.61
增长比率(%)	482.42	246.35	5.43	19.16
每股收益(元)	0.26	0.902	0.95	1.13
市盈率(倍)	35.07	10.11	9.59	8.05

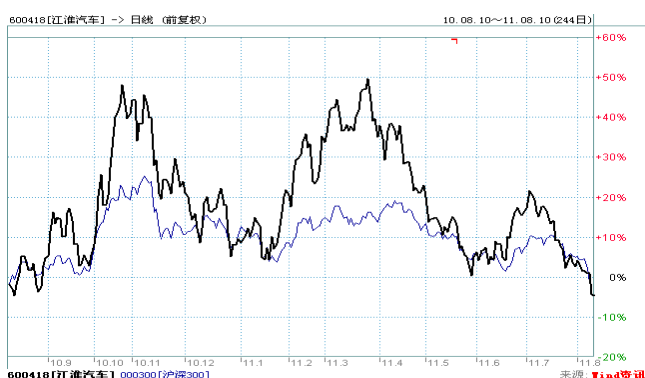
### 市场数据 (2011年8月9日)

收盘价(元)	9.12
一年内最高/最低(元)	14.69 / 8.67
沪深300指数	2526.07
市净率(倍)	2.05
流通市值(亿元)	97.42

### 基础数据 (2011年6月30日)

每股净资产(元)	4.35
每股经营现金流(元)	0.83
毛利率(%)	13.32
净资产收益率(%)	9.10
资产负债率(%)	64.56
总股本/流通股(亿股)	12.88/10.72
B股/H股(万股)	/

### 个股相对沪深300指数走势



### 相关研究

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

### 转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。