

# 江淮汽车 (600418)

## 轿车和重卡增长难以抵御利润率下滑

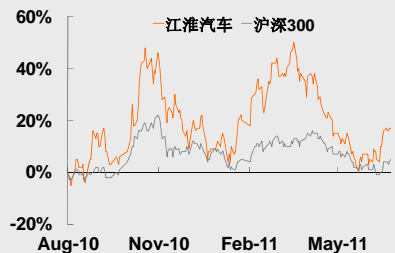
### 推荐 (维持)

现价: 9.12 元

#### 主要数据

行业	汽车
公司网址	www.jac.com.cn
大股东/持股	安徽江淮汽车集团 /34.76%
实际控制人/持股	安徽省国有资产监督管理委员会/27.19%
总股本(百万股)	1,289
流通 A 股(百万股)	1,073
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	115.99
流通 A 股市值(亿元)	96.56
每股净资产(元)	4.35
资产负债率(%)	64.6

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

MPV、轻卡销量下滑，轿车出口增幅高 (2011.7.4)  
 海外市场拓展增添轿车业务发展动力 (2011.4.14)  
 2010年乘商并进、2011年乘用车规模再上一台阶 (2011.3.17)

#### 证券分析师

余兵 S1060511010004  
 021-33830530  
 yubing006@pingan.com.cn  
 王德安 S1060511010006  
 021-33830392  
 wangdean002@pingan.com.cn

### 投资要点

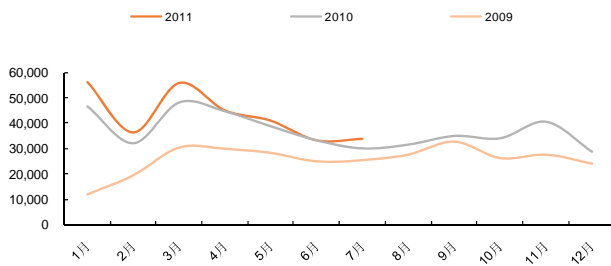
**事项:** 江淮汽车披露 2011 年中报: 实现营业收入 174.4 亿元, 同比增长 7.9%; 净利润 5.0 亿元, 同比增长 2.2%。每股收益 0.39 元; 每股净资产 4.35 元。

#### 平安观点:

- **轿车和重卡业务增长迅速。** 由于公司轿车出口增长快, 重卡产品适销对路, 以及 2010 年同期基数较低等原因, 公司 2011 年 1-6 月份轿车和重卡销量分别同比增长 29.8% 和 34.1%, 远高于轿车行业和重卡行业 8.0% 和 -7% 的增速。
- **MPV 产品增长乏力, 拖累利润率增长。** 由于市场投放的 MPV 车型增多, 以及竞争对手换代产品受到市场欢迎, 挤压公司市场份额, 导致公司 MPV 销量仅同比增长 1.5%。MPV 是公司毛利率最高的产品, 我们估计, MPV 贡献公司 1/3 以上毛利, MPV 销量增速乏力, 拖累公司产品总体毛利率下降。
- **发动机和变速器自配率逐步提升, 有助于降低成本。** 2011 年公司发动机销量增长 76%, 我们估计公司轿车发动机自配率达到 50% 左右, 变速箱自配率在 70%-80%。发动机和变速器等关键总成自配率提升, 将会逐渐降低公司整车成本以及提高公司运营自主度。
- **二季度经营情况持续恶化, 预计三季度难有好转。** 二季度营业收入同比略有下滑, 营业成本同比略有上升。二季度毛利率和净利率分别同比下滑 3.66 和 0.84 个百分点。通过加强内部管理, 三项费用率合计减少 1.81 个百分点。由于 MPV 与轻卡暂难判断复苏时点, 而预计轿车出口和重卡的销量增长难以弥补 MPV 和轻卡下滑对业绩的影响。
- **盈利预测与投资评级。** 我们维持公司盈利预测, 预计 2011~2013 年每股收益分别为 1.00、1.27、1.53 元。按 2011 年 12-13 倍 PE, 其合理价格在 12 元左右, 维持“推荐”投资评级。
- **风险提示:** 公司重要盈利来源瑞风商务车销售的稳定性; 重卡和轿车销量增长的持续性。

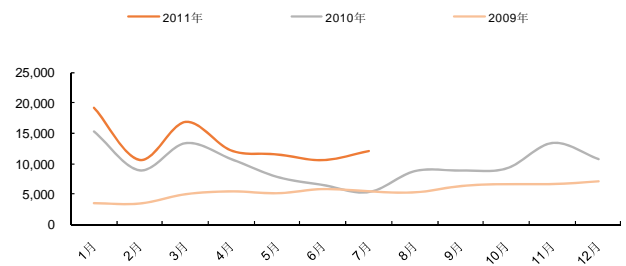
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	20,092	29,704	37,176	45,154	52,378
YoY(%)	36.4	47.8	25.2	21.5	16.0
净利润(百万元)	336	1,163	1,284	1,637	1,969
YoY(%)	482.4	246.3	10.5	27.5	20.3
毛利率(%)	14.5	15.4	14.9	15.0	15.2
净利率(%)	1.7	3.9	3.5	3.6	3.8
ROE(%)	7.8	21.6	20.1	21.4	21.5
EPS(摊薄/元)	0.26	0.90	1.00	1.27	1.53
P/E(倍)	35.1	10.1	9.1	7.2	6.0
P/B(倍)	2.7	2.2	1.8	1.5	1.3

图表1 江淮汽车月度销量 单位：辆



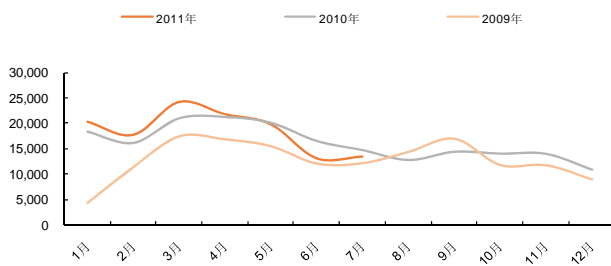
资料来源：汽车工业协会

图表2 江淮汽车轿车月度销量 单位：辆



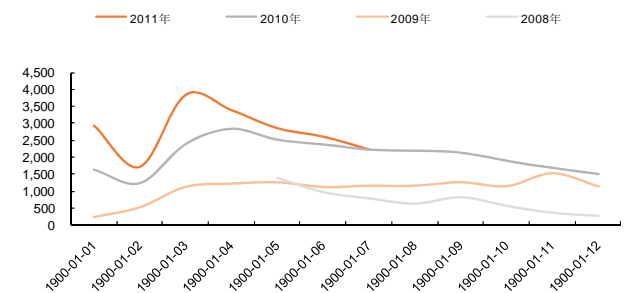
资料来源：汽车工业协会

图表3 江淮汽车轻卡月度销量 单位：辆



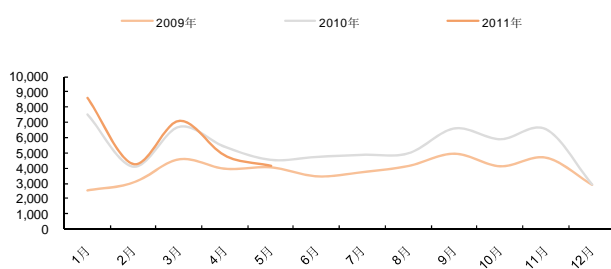
资料来源：汽车工业协会

图表4 江淮汽车重卡月度销量 单位：辆



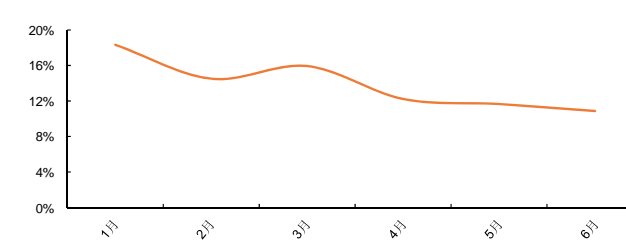
资料来源：汽车工业协会

图表5 江淮汽车MPV月度销量 单位：辆



资料来源：汽车工业协会

图表6 2011年江淮汽车MPV市场占有率



资料来源：汽车工业协会

图表7 江淮汽车季度盈利情况

单位：万元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	同比增长	环比增长
营业总收入	808,050	807,980	672,387	682,019	947,388	796,409	-1.4%	-15.9%
营业成本	668,921	677,639	572,204	593,682	814,392	697,084	2.9%	-14.4%
销售费用	46,230	61,136	23,217	-3,732	39,950	41,059	-32.8%	2.8%
管理费用	37,899	21,138	19,185	43,193	27,026	27,153	28.5%	0.5%
财务费用	-861	160	-805	-1,385	-657	-1,360	-951.4%	106.8%
净利润	25,496	23,382	35,161	32,226	33,599	16,354	-30.1%	-51.3%
EPS (元)	0.20	0.18	0.27	0.25	0.26	0.13	-30.1%	-51.3%
							同比增加百分点	环比增加百分点
毛利率	17.22%	16.13%	14.90%	12.95%	14.04%	12.47%	-3.66	-1.57
销售费用率	5.72%	7.57%	3.45%	-0.55%	4.22%	5.16%	-2.41	0.94
管理费用率	4.69%	2.62%	2.85%	6.33%	2.85%	3.41%	0.79	0.56
财务费用率	-0.11%	0.02%	-0.12%	-0.20%	-0.07%	-0.17%	-0.19	-0.10
合计	10.30%	10.20%	6.19%	5.58%	7.00%	8.39%	-1.81	1.39
净利率	3.16%	2.89%	5.23%	4.73%	3.55%	2.05%	-0.84	-1.49

资料来源：公司公告

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	5426	8362	11475	15176	19156	<b>营业收入</b>	20092	29704	37176	45154	52378
现金	3294	3782	6292	8909	11870	营业成本	17179	25124	31646	38381	44417
应收账款	305	305	442	512	604	营业税金及附加	512	801	978	1191	1386
其他应收款	32	70	96	108	128	营业费用	1169	1269	1588	1928	2237
预付账款	298	542	638	792	909	管理费用	622	1214	1424	1713	2019
存货	1280	2001	2349	2841	3309	财务费用	-4	-29	17	4	-10
其他流动资产	217	1661	1658	2014	2336	资产减值损失	237	104	107	117	122
<b>非流动资产</b>	6947	7173	7144	6956	6501	公允价值变动收益	0	5	5	5	5
长期投资	26	39	35	36	36	投资净收益	3	35	18	21	22
固定资产	5297	5747	5650	5365	4790	<b>营业利润</b>	380	1260	1440	1845	2234
无形资产	506	805	961	1139	1311	营业外收入	50	110	75	83	85
其他非流动资产	1118	581	498	416	364	营业外支出	6	7	6	7	7
<b>资产总计</b>	12373	15534	18619	22132	25657	<b>利润总额</b>	424	1363	1508	1921	2312
<b>流动负债</b>	7168	9409	11477	13697	15701	所得税	81	186	206	263	316
短期借款	50	100	83	89	87	<b>净利润</b>	342	1176	1302	1658	1996
应付账款	2357	2932	3909	4654	5420	少数股东损益	6	14	18	22	26
其他流动负债	4762	6377	7484	8954	10194	<b>归属母公司净利润</b>	336	1163	1284	1637	1969
<b>非流动负债</b>	773	632	600	611	608	EBITDA	1129	2036	2176	2617	3025
长期借款	576	340	340	340	340	EPS (元)	0.26	0.90	1.00	1.27	1.53
其他非流动负债	196	292	260	271	268						
<b>负债合计</b>	7941	10042	12077	14308	16308	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	109	122	140	161	188	<b>会计年度</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	1289	1289	1289	1289	1289	<b>成长能力</b>					
资本公积	1315	1329	1329	1329	1329	营业收入	36.4%	47.8%	25.2%	21.5%	16.0%
留存收益	1719	2753	3780	5037	6529	营业利润	5713.5%	231.0%	14.3%	28.2%	21.1%
归属母公司股东权益	4323	5371	6402	7663	9160	归属于母公司净利润	482.4%	246.3%	10.5%	27.5%	20.3%
<b>负债和股东权益</b>	12373	15534	18619	22132	25657	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	14.5%	15.4%	14.9%	15.0%	15.2%
						净利率(%)	1.7%	3.9%	3.5%	3.6%	3.8%
						ROE(%)	7.8%	21.6%	20.1%	21.4%	21.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	64.2%	64.6%	64.9%	64.6%	63.6%
						净负债比率(%)	11.18%	6.47%	5.39%	4.55%	3.99%
						流动比率	0.76	0.89	1.00	1.11	1.22
						速动比率	0.58	0.67	0.79	0.90	1.01
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.90	2.13	2.18	2.22	2.19
						应收账款周转率	50.9	86.4	87.6	83.5	82.8
						应付账款周转率	8.00	9.50	9.25	8.96	8.82
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.26	0.90	1.00	1.27	1.53
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	1.21	2.32	2.77	2.93
						每股净资产(最新摊薄)	3.35	4.17	4.97	5.95	7.11
						<b>估值比率</b>					
						P/E	35.08	10.13	9.12	7.18	5.96
						P/B	2.72	2.18	1.83	1.53	1.28
						EV/EBITDA	11.3	6.3	5.9	4.9	4.2

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	3357	1560	2994	3571	3774
净利润	342	1176	1302	1658	1996
折旧摊销	753	805	719	768	801
财务费用	-4	-29	17	4	-10
投资损失	-3	-35	-18	-21	-22
营运资金变动	2090	-525	1111	1116	962
其他经营现金流	179	166	-137	46	47
<b>投资活动现金流</b>	-624	-665	-210	-569	-346
资本支出	672	416	250	350	100
长期投资	-6	-328	-4	1	-0
其他投资现金流	41	-576	36	-218	-246
<b>筹资活动现金流</b>	-158	-399	-275	-384	-467
短期借款	-398	50	-17	6	-2
长期借款	26	-236	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-10	14	0	0	0
其他筹资现金流	223	-227	-258	-390	-465
<b>现金净增加额</b>	2576	488	2510	2617	2961

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257