

江淮汽车 (600418)

增持/ 维持评级

股价: RMB10.52

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号: S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

联系人

黄未樵

+755-82366964 huangwq@lhqz.com

轿车减亏将带来业绩高弹性

—2009 年年报点评

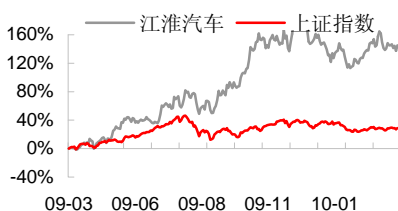
- 2009 年, 公司实现销售收入 200.92 亿元, 归属母公司净利润 3.36 亿元, 合 EPS 0.26 元, 扣除计提和非经常性损益因素, 合 EPS 0.42 元, 略高于我们之前预期。
- 2009 年, 传统主力产品 MPV、轻卡销量分别增长 26.80%、42.48%, 同时原材料成本的大幅下降使得两产品毛利率都有不同程度的上升, 因此利润贡献有较大增长。2010 年, 瑞风 2 代的上市和中央推动城镇化进程将有望使 MPV、轻卡销量增速仍保持 20% 以上。
- 轿车项目尽管销售 65,607 辆, 但距离盈亏平衡点仍有不小差距, 预计亏损仍然超过 5 亿元, 对业绩的负面影响较大。2010 年, 随着和悦销量的增长和年底悦悦的投放, 我们预计轿车销售有望达到 14.5 万辆, 亏损幅度大幅减小, 从而带动公司业绩的大幅跃升。
- 2010 年, 钢材等原材料的价格上涨已成定局, 受此影响, 我们预计公司 MPV、轻卡毛利率将有所回落。而轿车项目产能利用率的大幅攀升, 有望使其毛利率接近 10%。因此, 预计 2010 年公司整体毛利率水平将由 14.50% 上升至 15.43%。
- 以目前市值计算, 仅需 50 亿元即可收购江淮集团 34.76% 的持股, 从而获得从 A00 级至 B 级完整的乘用车平台、20 万辆以上的轿车产能、0.8L~2.4L 完整的发动机和变速箱配套体系以及江淮优秀的技术、人员。而江淮建立自主品牌轿车生产体系仅研发和固定资产投入就超过了 50 亿元。并购江淮无疑是那些尚没有轿车生产资质或是完整的乘用车平台的企业的最佳选择。
- 预测 2010、2011 年公司 EPS 分别为 0.70 和 0.93 元, 对应 PE 分别为 15.0 和 11.3 倍。若公司能够在轿车项目获得成功, 自主品牌轿车的巨大改善空间将带来公司业绩的高弹性, 09 年将成为其业绩拐点, 进入盈利高速增长通道。若一旦轿车项目发展不达预期, 在国家大力推动汽车产业兼并重组的背景下, 有着优异的商用车业务和宝贵的轿车平台的江淮, 无疑是未来产业整合中最吸引人的标的之一。因此, 维持“增持”评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1289
流通 A 股 (百万股)	881
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	9267

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	14724.6	20091.7	28284.5	33683.1
(+/-%)	3.2	36.4	40.8	19.0
归属母公司净利润(百万元)	57.1	335.7	903.0	1197.8
(+/-%)	-82.6	488.4	169.0	32.6
EPS(元)	0.04	0.26	0.70	0.93
P/E(倍)	237.6	40.4	15.0	11.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表 1 财务报表预测

资产负债表			利润表				
	单位:百万元				单位:百万元		
	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E
流动资产	5426	7339	10184	营业收入	20092	28285	33683
现金	3294	4219	6439	营业成本	17179	23947	28387
应收账款	305	590	701	营业税金及附加	512	735	876
其他应收款	32	103	98	营业费用	1169	1556	1853
预付账款	298	383	454	管理费用	622	933	1112
存货	1280	1676	1987	财务费用	-4	15	-1
其他流动资产	217	368	505	资产减值损失	237	25	25
非流动资产	6947	6841	6476	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	26	26	26	投资净收益	3	0	0
固定资产	5297	5368	5205	营业利润	380	1074	1432
无形资产	506	481	456	营业外收入	50	25	25
其他非流动资产	1118	965	789	营业外支出	6	0	0
资产总计	12373	14179	16660	利润总额	424	1099	1457
流动负债	7168	8063	9334	所得税	81	187	248
短期借款	50	50	50	净利润	342	912	1209
应付账款	2357	3432	3981	少数股东损益	6	9	12
其他流动负债	4762	4581	5303	归属母公司净利润	336	903	1198
非流动负债	773	773	773	EBITDA	1129	1695	2096
长期借款	576	576	576	EPS (元)	0.26	0.70	0.93
其他非流动负债	196	196	196				
负债合计	7941	8836	10107	主要财务比率			
少数股东权益	109	118	129		2009	2010E	2011E
股本	1289	1289	1289	成长能力	36.4%	40.8%	19.1%
资本公积	1315	1315	1315	营业收入	7727.9%	182.1%	33.4%
留存收益	1719	2622	3820	营业利润	488.4%	169.0%	32.6%
归属母公司股东权益	4323	5226	6424	归属于母公司净利润			
负债和股东权益	12373	14179	16660	获利能力	14.5%	15.3%	15.7%
				毛利率(%)	1.7%	3.2%	3.6%
现金流量表			单位:百万元	净利率(%)	1.2%	7.8%	17.3%
	2009	2010E	2011E	ROE(%)	15.0%	51.6%	160.2%
经营活动现金流	3357	1701	2519	ROIC(%)			
净利润	342	912	1209	偿债能力	64.2%	62.3%	60.7%
折旧摊销	753	606	665	资产负债率(%)	11.18%	7.09%	6.20%
财务费用	-4	15	-1	净负债比率(%)	0.76	0.91	1.09
投资损失	-3	0	0	流动比率	0.58	0.70	0.88
营运资金变动	2090	146	633	速动比率			
其他经营现金流	179	22	13	营运能力	1.90	2.13	2.18
投资活动现金流	-624	-500	-300	总资产周转率	51	57	47
资本支出	672	500	300	应收账款周转率	8.00	8.27	7.66
长期投资	-6	0	0	应付账款周转率			

其他投资现金流	41	0	0	每股指标(元)	0.26	0.70	0.93
筹资活动现金流	-158	-277	1	每股收益(最新摊薄)	2.60	1.32	1.95
短期借款	-398	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.35	4.05	4.98
长期借款	26	0	0	每股净资产(最新摊薄)			
普通股增加	0	0	0	估值比率	40.39	15.01	11.32
资本公积增加	-10	0	0	P/E	3.14	2.59	2.11
其他筹资现金流	223	-277	1	P/B	10	7	5
现金净增加额	2576	925	2220	EV/EBITDA	36.4%	40.8%	19.1%

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com