

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

江淮汽车 (600418)

推荐 (维持)

## 经营状况持续改善，业绩水平稳步上升

2010年3月28日

余兵	汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing006@pingan.com.cn
王德安	汽车行业研究员	86-21-62078709	Wangdean002@pingan.com.cn

### 事项

江淮汽车披露 2009 年报：实现营业收入 200.92 亿元，同比增长 36%；净利润 3.36 亿元，同比增长 4.8 倍。每股收益 0.26 元，每股净资产 3.35 元。利润分配预案为：每 10 股派送现金 1 元（含税）。

### 主要观点

我们从 2009 年 4 月开始重点推荐江淮汽车，2009 年公司经营状况特别是轿车业务有明显起色，其成功得益于有利的政策环境，更与公司优秀的经营管理能力有关。其间股价表现也基本反映了公司基本面的改善。今后两三年公司有望取得向乘商并举型综合汽车企业集团转型的全面胜利。

**1、核心业务保持优异、战略业务快速成长。**09 年公司销售汽车及底盘 31 万辆，市占率较 08 年（2.13%）略升至 2.28%。公司的两项核心业务 MPV、轻卡的市场地位进一步稳固，分别保持行业第一、第三，其销量增幅均高于行业均值。战略业务——轿车快速成长，同悦轿车上量较快，和悦上市后市场反响良好，A0 级轿车产品完成量产准备，同悦轿车搭载自产发动机及 AMT 产品实现量产。

**2、09 年结构调整步伐紧密，成效显著。**08 年 Q2 开始江淮汽车实施了四个结构调整已取得明显成效：核心业务市场地位上升、战略业务反转初现曙光、非核心业务合资合作、核心零部件自配能力提升。

1) 产品结构调整。2010 年江淮商用车的产品结构调整还在不断深化，江淮轻卡将全面形成“江淮铃”、“江淮好运”、“高端轻卡”三大系列产品线；格尔发重卡将进一步优化牵引车产品结构；底盘则在发展宝斯通底盘、国四、新能源底盘的同时，主推 4DA1 自产发动机 6 米底盘，继续扩大江淮底盘在细分市场的优势地位。

2) 组织结构调整。形成商用车、乘用车的大事业部后，市场应对更为灵活。

3) 产权和资本结构调整。不同业务发力有加有减，在合资合作方面力度有所加大。

4) 投入结构调整。着力提升核心零部件制造及自配能力及整车性能。

**3、09 年成本费用率逐季降低；折旧额上升。全年毛利率与 07 年相当。**

1) 09年成本费用率 94.4%，同比降低 2.7 个百分点。全年毛利率 14.5%，与 07 年水平相当；财务费用率显著降低（-0.02%），为 05 年以来的首次负值；销售费用率较前几年提高，预计由于产品结构变化、轿车品种增加所致。

2)、09 年资产减值损失 2.37 亿，即每股 0.18 元（未考虑税收影响）。即对宾悦和同悦专有技术形成的无形资产及宾悦轿车模具等轿车专用资产计提减值准备。

3)、成本费用率逐季降低。08 年 Q4 公司成本费用率高达 104%，09 年首季至末季成本费用率逐季度降低，09Q4 达到近年历次季度最低值，为 91.11%。

4)、09 年公司资产负债率上升、折旧摊销费用提高：09 年负债率提高 10 个百分点至 64.18%，由于在建工程转固，09 年固定资产折旧上升至 7.17 亿，同比增长 51%。随着公司逐步向乘商并举型企业转型，固定资产折旧摊销将逐步上升，事实上公司从 05 年至今，公司年折旧额增长了 2.65 倍，折旧占营业成本比重从 2.55%升至 4.28%。

#### 4. 2010 年经营计划。

1)、行业增幅回落，企业竞争加剧，成本将有上升：预计 2010 年汽车行业增幅为 10% 左右。由于 09 年的高景气，各企业均制定了较乐观的 2010 年经营目标，企业产能有所扩张，新品推出加快。此外，预计 2010 年成本将有一定幅度上升。

2)、公司 2010 年总体经营计划：收入 217 亿（同比增 8%），成本费用 212.8 元，销售整车及底盘 35 万辆（同比增 12.8%）。我们认为该计划偏谨慎。

3)、轿车业务 2010 将大幅改观，江淮两三年内将夺取转型的全面胜利：乘用车业务“以量取胜”特征明显，由于 09 年江淮乘用车规模尚低，采购成本、固定成本都较高。我们判断 2010 年瑞风利润率将与 2009 年基本持平，轿车板块则将较 09 年大幅改观，整个乘用车板块利润率将高于 09 年。

09 年同悦肩负两大任务：上量+消化投入，预计 2010 年同悦单车有望贡献 500 元—1000 元利润，此外，瑞风二代 2010 年开始投产，瑞鹰二代、和悦二代也开始设计。

随着和悦、悦悦的上市，江淮汽车乘用车产品线逐步完善丰富，各细分产品价值定位重要性凸显。在稳固商用车的行业地位的同时，乘用车在 2-3 年内要有大发展，江淮争取在 2-3 年之内夺取略转型的全面胜利。

4)、发动机自配率上升：预计 2010 年轿车发动机自配比例上升，自产发动机 4GA、4GB、4DA、4DB 等 4 大平台已非常成熟。乘商用车 2010 年将自配 20 万台发动机，目前公司具备发动机产能 35 万台，其中 MPV/SRV 用发动机 10 万台，柴油发动机 5 万台，小排量发动机 20 万台。

5、**盈利预测与投资建议**。我们判断 2010 年公司 MPV、轿车产品仍将保持高增长；公司轿车的成功虽初现曙光，但仍处于转型过程中，前期的大量投资将导致每年较高的资产折旧摊销，预计 2010 年轿车业务有望扭亏或微利。预测江淮汽车 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.51、0.70 元，维持“推荐”评级。

#### 风险提示：

钢材等原材料价格上涨对公司轻卡业务将有较明显影响（历年轻卡利润占比约 30%）

图表1 公司产品 09 年销售简况

单位: 辆

品种	销量	同比增长	市占率	市场地位
瑞风	46033	26.80%	18.49%	第一
客车底盘	19921	-7.09%	24.01%	第二
轻卡	153983	42.48%	8.95%	第三
重卡	12963	20.18%	2.04%	
瑞鹰 SRV	11720	14.32%	1.78%	
轿车	65607	461.56%	0.88%	
汽车及底盘合计	310627	55.90%	2.28%	

资料来源: 公司公告

图表2 江淮汽车单季度业绩

单位: 亿元

项目	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
营业总收入	43.74	47.78	30.77	24.96	39.26	53.98	55.42	52.25
减值损失	0.00	-0.02	-0.01	0.42	0.04	0.22	0.11	2.00
净利润	0.78	0.89	0.47	-1.57	-0.73	1.87	1.41	0.80
EPS (元)	0.06	0.07	0.04	-0.12	-0.06	0.15	0.11	0.06
毛利率	13.3%	12.1%	13.1%	8.1%	10.8%	16.3%	15.7%	14.1%
销售费用率	4.7%	4.7%	4.0%	3.9%	6.2%	7.5%	5.1%	4.5%
管理费用率	3.3%	3.1%	5.4%	8.3%	3.8%	3.0%	4.4%	1.3%
财务费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	-0.6%
三项费用率	8.1%	8.0%	9.5%	12.4%	10.2%	10.7%	9.6%	5.2%
净利率	1.8%	1.9%	1.5%	-6.3%	-1.9%	3.5%	2.6%	1.5%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表3 江淮汽车历年经营业绩

单位: 亿元

项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
营业总收入	93.95	108.39	142.74	147.26	200.92
减值损失	0.00	-0.01	0.09	0.39	2.37
净利润	4.98	3.80	3.28	0.58	3.36
EPS(元)	0.39	0.29	0.25	0.04	0.26
毛利率	17.8%	15.4%	14.5%	12.1%	14.5%
销售费用率	5.3%	4.0%	4.6%	4.4%	5.8%
管理费用率	4.9%	4.1%	4.1%	4.5%	3.1%
财务费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%
三项费用率	10.2%	8.2%	8.8%	9.2%	8.9%
净利率	5.3%	3.5%	2.3%	0.4%	1.7%
实际税率	11.6%	16.1%	21.0%	-153.1%	19.2%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表4 江淮汽车盈利预测表

单位: 万元

项目	2007年	2008年	2009	2010E	2011E
一、营业总收入	1427382	1472464	2009171	2615600	2918000
二、营业总成本	1388663	1471817	1971451	2543542	2818846
营业成本	1219886	1295892	1717883	2224286	2472440
营业税金及附加	42323	38126	51172	65390	72950
销售费用	66162	64983	116879	120318	131310
管理费用	58148	66353	62180	120318	131310
财务费用	1196	2551	-374	5231	5836
资产减值损失	949	3911	23711	8000	5000
三、其他经营收益					
投资净收益	0	-162	330	50	100
四、营业利润	38719	486	38050	72108	99254
加: 营业外收入	3287	2258	4956	4000	4500
减: 营业外支出	219	478	646	2000	3000
五、利润总额	41787	2267	42360	74108	100754
减: 所得税	8767	-3742	8144	7411	10075
六、净利润	33019	6009	34216	66697	90679
减: 少数股东损益	174	303	647	700	800
母公司所有者净利润	32846	5705	33569	65997	89879
七、每股收益(元)	0.25	0.04	0.26	0.51	0.70

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

### 近期相关报告

江淮汽车调研简报——2010年轿车业务或大幅改观(2010年2月26日)  
减档前行，耐力致胜——汽车行业2010年投资策略(2009年11月26日)  
江淮汽车2009中报点评——发展前景日趋明朗(2009年8月17日)  
江淮汽车调研简报——轻卡与轿车业务盈利水平明显改善(2009年6月29日)  
江淮汽车动态跟踪报告——隐形的翅膀总能逆风飞扬(2009年5月27日)  
江淮汽车调研快报——传统产品经营稳定，轿车业务初见曙光(2009年4月10日)

### 研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，6年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券汽车研究团队分别入围2009年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选（汽车与零部件行业）。

## 平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

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2010版权所有。保留一切权利。

## 平安证券有限责任公司

### 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）82449257