

江淮汽车（600418） 汽车零配件

—布局新能源汽车，有利于估值提升

2010 年 8 月 10 日

投资评级 **推荐** **公司评级** **A** **收盘价** **9.71** **元**

事件：

江淮汽车（600418）发布 2010 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 161.60 亿元，同比增长 73.31%；实现营业利润、利润总额和归属于上市公司股东的净利润分别为 5.68 亿元、5.81 亿元和 4.89 亿元，同比分别增长 683.28%、538.35%和 328.42%；实现基本每股收益为 0.38 元。

结论：

预测 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.73 元、1.00 元和 1.37 元，考虑到公司轿车业务逐步接近盈亏平衡点，对盈利弹性的影响很大，公司正在大手笔的布局新能源汽车业务，有利于估值水平的提升，维持对公司的投资评级为“推荐”。

正文：

●营业收入增幅 73.31%，半年完成全年目标的 53%

公司上半年实现营业收入 161.60 亿元，增幅达到 73.31%，半年时间完成全部目标的 53%。收入增长主要得益于销量的增长，上半年实现整车及底盘销量 243570 辆，同比增长 67.24%。其中，主要盈利产品瑞风销售 33061 辆，同比增长 53.19%；次盈利产品轻卡销售 113530 辆，同比增长 46.01%；战略业务轿车实现销量 62262 辆，同比增长 119.84%。

●公司各车型表现不一，轿车去库存化即将结束

受整个自主品牌轿车行业不景气影响，公司的轿车业务低于我们年初的预期。由于一季度公司轿车产销紧张，加班生产，导致一季度末渠道库存较高，二季度公司放慢生产节奏以减轻经销商库存。根据我们的调研，8 月经销商库存已处于较为合理的水平，随着 9-10 月份传统销售旺季的到来，公司，轿车业务将逐渐复苏。公司同悦和悦悦轿车进入节能产品与惠民产品第一批补贴目录，单车可以享受 3000 元的补贴，有望提升轿车的销售。公司的悦悦轿车已经进入小规模生产阶段，预计 10 月后将会推出。

上半年，受益于 MPV 和 SUV 行业的火爆，公司瑞风和瑞鹰实现了 53.19% 和 98.37% 的高增长，瑞风是主要的盈利来源。2011 年，公司大瑞风生产线即将量产，以国外和国内两个市场并重，公司推出小型家用 MPV，以此实现瑞风产品向上下两个方向的延伸，进一步增强其盈利能力。

联系方式

研究员： 闻祥
执业证书编号： S0020209020737
电 话： 021-51097188-1870
电 邮： wenxiang@gyzq.com.cn
联系人： 赵喜娟
电 话： （86-21）51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路
 179 号（230001）

上半年轻卡销量增长 46.01%，市场占有率由去年的 8.6% 提升至 10.1%。公司在山东青州的轻型载货车项目预计 2012 年投产，公司还将通过直接购买的方式增加轻卡产能，并且进一步打造高端轻卡帅铃，提高帅铃的销售占比，提高轻卡的综合毛利率。

● **毛利率比去年同期提高 2.7 个百分点**

报告期内，公司的综合毛利率为 16.67%，比去年同期提高 2.7 个百分点。主要是由于随着轿车规模的扩大，轿车毛利率有所提升，目前，同悦的毛利率在 10% 左右，和悦的毛利率在 5% 左右。

● **大手笔布局新能源汽车，有利于估值水平的提升**

公司公告，与天津正道股权投资管理有限公司签署了《关于节能环保新能源汽车项目合资合作意向书》，双方有意在节能环保新能源汽车及其动力总成等产品方面开展合资合作。双方在合资公司中的占比为 50: 50，合资公司产能规划目标为未来 8 年内实现整车 100 万台，动力总成 100 万台套及 1200 万 KWH 锂离子动力电池。根据我们的推测，此合资公司将是仰融新能源汽车在中国的主要动力总成和整车生产基地。

江淮大手笔布局新能源汽车，突破了其他整车厂商局限在对新能源汽车的底盘、电池、控制系统等的组装生产的层面上，从动力到整车的大规模布局，符合汽车行业规模生产规模效益的规律，有利于估值水平的提升。

● **维持“推荐”的投资评级**

预测 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.73 元、1.00 元和 1.37 元，考虑到公司轿车业务逐步接近盈亏平衡点，对盈利弹性的影响很大，公司正在大手笔的布局新能源汽车业务，有利于估值水平的提升，维持对公司的投资评级为“推荐”。

表 1：盈利预测与估值（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5426	10011	10744	12947	营业收入	20092	30407	34929	39855
现金	3294	4865	5280	7296	营业成本	17179	25329	28956	32880
应收账款	305	841	966	1102	营业税金及附加	512	797	908	1036
其它应收款	32	95	107	106	营业费用	1169	2022	2235	2471
预付账款	298	760	724	592	管理费用	622	1101	1240	1315
存货	1280	2234	2270	2256	财务费用	-4	-15	-13	-21
其他	217	1216	1397	1594	资产减值损失	237	80	80	80
非流动资产	6947	6886	6644	6327	公允价值变动收				
长期投资	26	33	38	40	益	0	0	0	0
固定资产	5297	5447	5395	5281	投资净收益	3	7	8	10
无形资产	506	496	551	536	营业利润	380	1100	1531	2103
其他	1118	910	660	470	营业外收入	50	38	0	0
资产总计	12373	16898	17388	19273	营业外支出	6	9	0	0
流动负债	7168	10746	9898	10090	利润总额	424	1129	1531	2103
短期借款	50	1247	50	50	所得税	81	169	230	315
应付账款	2357	3039	3185	3288	净利润	342	960	1301	1787
其他	4762	6459	6663	6752	少数股东损益	6	13	15	21
非流动负债	773	889	1289	1689	归属母公司净利润	336	947	1286	1766
长期借款	576	876	1276	1676	EBITDA	1129	1746	2240	2866
其他	196	13	13	13	EPS（元）	0.26	0.73	1.00	1.37
负债合计	7941	11635	11188	11779	主要财务比率				
少数股东权益	109	122	137	158	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1289	1289	1289	1289	成长能力				
资本公积	1315	1315	1315	1315	营业收入	36.4%	51.3%	14.9%	14.1%
留存收益	1719	2537	3460	4732	营业利润	5713.5%	189.1%	39.2%	37.4%
归属母公司股东权益	4323	5141	6063	7336	归属于母公司净利润	482.4%	182.1%	35.8%	37.4%
负债和股东权益	12373	16898	17388	19273	获利能力				
现金流量表					毛利率	14.5%	16.7%	17.1%	17.5%
					净利率	1.7%	3.1%	3.7%	4.4%
					ROE	7.8%	18.4%	21.2%	24.1%
					ROIC	20.8%	50.2%	77.9%	128.6%
					偿债能力				
					资产负债率	64.2%	68.9%	64.3%	61.1%
					净负债比率	11.18%	18.25%	11.86%	14.66%
					流动比率	0.76	0.93	1.09	1.28
					速动比率	0.58	0.72	0.85	1.06
					营运能力				
					总资产周转率	1.90	2.08	2.04	2.17
					应收账款周转率	51	49	36	36
					应付账款周转率	8.00	9.39	9.30	10.16

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3357	807	1969	2551
净利润	342	960	1301	1787
折旧摊销	753	661	722	784
财务费用	-4	-15	-13	-21
投资损失	-3	-7	-8	-10
营运资金变动	2090	-448	16	-5
其它	179	-344	-50	16
投资活动现金流	-624	-357	-407	-462
资本支出	672	200	340	400
长期投资	-6	7	5	2

					每股指标 (元)				
其他	41	-151	-62	-60	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.73	1.00	1.37
筹资活动现金流	-158	1121	-1147	-73	每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	0.63	1.53	1.98
短期借款	-398	1197	-1197	0	每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.99	4.70	5.69
长期借款	26	300	400	400	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	36.93	13.09	9.64	7.02
资本公积增加	-10	0	0	0	P/B	2.87	2.41	2.04	1.69
其他	223	-376	-350	-473	EV/EBITDA	9	6	4	4
现金净增加额	2576	1571	415	2016					

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20092	30407	34929	39855
同比(%)	36%	51%	15%	14%
归属母公司净利润				
润	336	947	1286	1766
同比(%)	482%	182%	36%	37%
毛利率(%)	14.5%	16.7%	17.1%	17.5%
ROE(%)	7.8%	18.4%	21.2%	24.1%
每股收益(元)	0.26	0.73	1.00	1.37
P/E	36.93	13.09	9.64	7.02
P/B	2.87	2.41	2.04	1.69
EV/EBITDA	9	6	4	4

数据来源: 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn