# 江淮汽车（600418） 汽车零配件
## —巴西出口项目加速轿车实现盈利

| 投资评级 | 强烈推荐 | 公司评级 | A | 收盘价 | 10.83 | 元 |
|---|---|---|---|---|---|---|

### 投资要点：

**●公司公告与巴西 SHC 公司的《独家经销协议》**

近日，公司发布了与巴西SHC 公司签署的《独家经销协议》的公告，主要内容如下："巴西出口项目以公司轿车及其他乘用车产品（包括MPV 与SUV）为主，同时涉及公司轻型商用车及轻型卡车产品。根据双方协议的约定，2010 年11 月份实现销售500 辆，12 月份实现销售1500 辆，2011 年1 月份开始达到月销量3000 辆以上的目标。年度销售目标为：2011年45750辆、2012年50325辆、2013年55000辆……2020年72000辆，合计为620075辆。目前，本次巴西出口项目正式进入实施阶段，近期公司已收到首批500 辆全额货款。"

**●巴西出口项目加速轿车实现盈利，业绩弹性巨大**

巴西汽车市场位列全球第四，是公司全球战略市场之一。SHC 公司是巴西第一大汽车经销商，具有 25 年汽车销售经验，有 60 多家高规格的 4S 店；代理品牌有江淮汽车、雪铁龙、福特、大众、捷豹、阿斯顿马丁，年销量达到 8 万辆以上。 我们认为，巴西市场较大的市场容量空间和 SHC 公司较强的网络覆盖能力，出口协议中约定的销量目标实现的可能性很大。2010 年 1-7 月，公司已经实现轿车销量 6.8 万辆，公司四季度还将推出悦悦轿车，明年国内市场会获得高于行业的增幅，再加上巴西出口项目的助力，达到 15 万辆的盈亏平衡点后，明年轿车开始盈利。

回顾公司之前的经营业绩，2009 年实现利润总额为 2.99 亿元，其中轿车亏损了 6-7 亿元之多；2010 年中报实现利润总额为 5.81 亿元，其中轿车亏损 3 亿元左右。简单推算明年业绩，如果轿车不再拖累，即使是盈亏平衡和不考虑原有业务盈利的增长，明年的利润总额将增加 6 个亿，增幅达到 50%以上。

**●与正道合作项目助推公司成为新能源汽车的示范企业**

公司大手笔制定了新能源发展规划的三步走战略：第一步（至 2010 年底），实现合肥市 500-1000 辆小批量试运行；第二步（2011-2012 年），掌握电控、电机开发关键技术；第三步（2013-2015 年），实现年产 10 万台的产业化能力。在技术路线的选择上，公司以纯电驱动为主要战略方向，plug-in 作

2010 年 9 月 2 日

**主要数据**

| | |
|---|---|
| 52 周最高/最低价(元) | 12.11/6.37 |
| 上证指数/深圳成指 | 2622.88/11318.74 |
| 50 日均成交额(百万元) | 321.93 |
| 市净率(倍) | 3.23 |
| 股息率 | 0.92% |

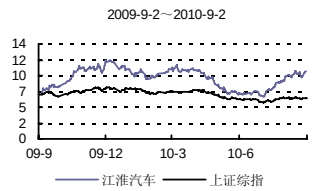
**基础数据**

| | |
|---|---|
| 流通股(百万股) | 1072.87 |
| 总股本(百万股) | 1288.74 |
| 流通市值(百万元) | 11619.16 |
| 总市值(百万元) | 13957.02 |
| 每股净资产(元) | 3.35 |
| 净资产负债率 | 183.69% |

**股东信息**

| | |
|---|---|
| 大股东名称 | 安徽江淮汽车集团有限公司 |
| 持股比例 | 34.76% |

**52 周行情图**




**相关研究报告**

《国元证券公司研究-江淮汽车 600418 公司点评:—最坏的时刻将要过去》，2009-2-27

《国元证券公司研究-江淮汽车 600418 公司调研报告:—战略转型，政策催化》，2009-6-15

《国元证券公司研究-江淮汽车 600418 公司点评报告:—布局新能源汽车，有利于估值提升》，2010-8-10

**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）

为过渡发展阶段主要支持策略。目前，A 级纯电动车已做好示范运行准备，A00、A0 纯电动车已完成功能样车的研制， B 级插电式混合动力车已完成试验验证。长远看，正道-江淮的合资公司的战略定位为新能源汽车的中国动力总成基地和新能源汽车的整车生产基地。

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。

**●传统业务稳健发展**

公司的传统业务为瑞风 MPV 和轻卡，这两个车型以占 60%的销量贡献了 90%的毛利，市场排名分列全国第一和第二。

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。

轻卡方面，公司还将在安徽省内购买一至两条轻卡生产线以增加轻卡产能，山东青州的轻型载货车项目预计 2012 年投产，并且进一步打造高端轻卡帅铃。从量和质两方面提高轻卡的盈利能力。

**●关键零部件的推出，不断打造公司核心竞争优势**

关键零部件的同步推出，使“上质量、降成本”大大提速。公司正在打造涡轮增压、缸内直喷和 VVT 高效发动机和 DCT 双离合器变速箱。目前公司的主要产品已装配或试装自配发动机，如瑞风、瑞鹰、宾悦已装配自产 2.0/2.4L 汽油发动机，同悦、和悦已装配自产 1.3/1.5L 汽油发动机，帅铃已装配自产 2.8L 柴油发动机，即将推出的悦悦轿车试装了自产 1.0L 汽油发动机。提高发动机的自配比例，进一步降低成本，不断打造公司核心竞争优势。

**●上调公司评级为“强烈推荐”**

基于对轿车业务 2011 年实现盈亏平衡和公司传统业务稳健发展的预期，我们上调 2010-2012 年的 EPS 为 0.79 元/1.33 元/1.58 元，给予 2011 年 14-16 倍的 PE 估值，得出的目标价位区间为 18.62 元-21.28 元。因此，我们上调公司评级为“强烈推荐”。

**表 1：盈利预测与估值（单位：百万元）**

**资产负债表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 5426 | 10011 | 12147 | 14846 |
| 现金 | 3294 | 4865 | 6087 | 8349 |
| 应收账款 | 305 | 841 | 1072 | 1264 |
| 其它应收款 | 32 | 95 | 119 | 122 |
| 预付账款 | 298 | 760 | 803 | 682 |
| 存货 | 1280 | 2234 | 2518 | 2600 |
| 其他 | 217 | 1216 | 1550 | 1828 |
| **非流动资产** | 6947 | 6886 | 6644 | 6327 |
| 长期投资 | 26 | 33 | 38 | 40 |
| 固定资产 | 5297 | 5447 | 5395 | 5281 |
| 无形资产 | 506 | 496 | 551 | 536 |
| 其他 | 1118 | 910 | 660 | 470 |
| **资产总计** | 12373 | 16898 | 18791 | 21172 |
| **流动负债** | 7168 | 10677 | 10827 | 11410 |
| 短期借款 | 50 | 1178 | 50 | 50 |
| 应付账款 | 2357 | 3039 | 3533 | 3789 |
| 其他 | 4762 | 6459 | 7244 | 7571 |
| **非流动负债** | 773 | 889 | 1289 | 1689 |
| 长期借款 | 576 | 876 | 1276 | 1676 |
| 其他 | 196 | 13 | 13 | 13 |
| **负债合计** | 7941 | 11566 | 12116 | 13100 |
| 少数股东权益 | 109 | 123 | 143 | 167 |
| 股本 | 1289 | 1289 | 1289 | 1289 |
| 资本公积 | 1315 | 1315 | 1315 | 1315 |
| 留存收益 | 1719 | 2605 | 3928 | 5302 |
| 归属母公司股东权益 | 4323 | 5209 | 6531 | 7905 |
| **负债和股东权益** | 12373 | 16898 | 18791 | 21172 |

**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 | 877 | 2731 | 2951 |
| 净利润 | 342 | 1029 | 1732 | 2055 |
| 折旧摊销 | 753 | 661 | 722 | 784 |
| 财务费用 | -4 | -13 | -16 | -31 |
| 投资损失 | -3 | -7 | -8 | -10 |
| 营运资金变动 | 2090 | -448 | 331 | 128 |
| 其它 | 179 | -344 | -32 | 24 |
| **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 |

**利润表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 20092 | 30407 | 38738 | 45711 |
| 营业成本 | 17179 | 25329 | 32114 | 37895 |
| 营业税金及附加 | 512 | 797 | 1007 | 1188 |
| 营业费用 | 1169 | 1946 | 2247 | 2651 |
| 管理费用 | 622 | 1095 | 1356 | 1600 |
| 财务费用 | -4 | -13 | -16 | -31 |
| 资产减值损失 | 237 | 80 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3 | 7 | 8 | 10 |
| **营业利润** | 380 | 1181 | 2038 | 2418 |
| 营业外收入 | 50 | 38 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 6 | 9 | 0 | 0 |
| **利润总额** | 424 | 1210 | 2038 | 2418 |
| 所得税 | 81 | 182 | 306 | 363 |
| **净利润** | 342 | 1029 | 1732 | 2055 |
| 少数股东损益 | 6 | 14 | 20 | 24 |
| **归属母公司净利润** | 336 | 1015 | 1712 | 2031 |
| EBITDA | 1129 | 1828 | 2745 | 3171 |
| EPS（元） | 0.26 | 0.79 | 1.33 | 1.58 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 36.4% | 51.3% | 27.4% | 18.0% |
| 营业利润 | 5713.5% | 210.4% | 72.6% | 18.6% |
| 归属于母公司净利润 | 482.4% | 202.3% | 68.7% | 18.6% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 14.5% | 16.7% | 17.1% | 17.1% |
| 净利率 | 1.7% | 3.3% | 4.4% | 4.4% |
| ROE | 7.8% | 19.5% | 26.2% | 25.7% |
| ROIC | 20.8% | 54.0% | 125.2% | 208.6% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 64.2% | 68.4% | 64.5% | 61.9% |
| 净负债比率 | 11.18% | 17.76% | 10.95% | 13.18% |
| 流动比率 | 0.76 | 0.94 | 1.12 | 1.30 |
| 速动比率 | 0.58 | 0.72 | 0.88 | 1.07 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 1.90 | 2.08 | 2.17 | 2.29 |
| 应收账款周转率 | 51 | 49 | 37 | 36 |
| 应付账款周转率 | 8.00 | 9.39 | 9.77 | 10.35 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 其他 | 41 | -151 | -62 | -60 |
| **筹资活动现金流** | -158 | 1051 | -1102 | -226 |
| 短期借款 | -398 | 1128 | -1128 | 0 |
| 长期借款 | 26 | 300 | 400 | 400 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 223 | -377 | -374 | -626 |
| **现金净增加额** | 2576 | 1571 | 1222 | 2262 |

| **每股指标（元）** | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益(最新摊薄) | 0.26 | 0.79 | 1.33 | 1.58 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.60 | 0.68 | 2.12 | 2.29 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.35 | 4.04 | 5.07 | 6.13 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 41.58 | 13.75 | 8.15 | 6.87 |
| P/B | 3.23 | 2.68 | 2.14 | 1.77 |
| EV/EBITDA | 10 | 6 | 4 | 4 |

**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 | 38738 | 45711 |
| 同比(%) | 36% | 51% | 27% | 18% |
| 归属母公司净利润 | 336 | 1015 | 1712 | 2031 |
| 同比(%) | 482% | 202% | 69% | 19% |
| 毛利率(%) | 14.5% | 16.7% | 17.1% | 17.1% |
| ROE(%) | 7.8% | 19.5% | 26.2% | 25.7% |
| 每股收益(元) | 0.26 | 0.79 | 1.33 | 1.58 |
| P/E | 41.58 | 13.75 | 8.15 | 6.87 |
| P/B | 3.23 | 2.68 | 2.14 | 1.77 |
| EV/EBITDA | 10 | 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