

轿车业务即将盈亏平衡

——江淮汽车(600418)调研简报

核心观点

公司从商用车起步, 逐渐转型为综合性汽车制造商, 生产客车底盘、MPV、轻卡、重卡、SRV、轿车等。MPV和轻卡是贡献公司收入和利润的支柱。目前公司进行战略转型, 大规模投入轿车业务。

轿车业务今年有望实现盈亏平衡。由于轿车业务投入规模大, 一直对公司业绩形成巨大拖累。2009年公司实现利润总额为4.24亿元, 其中轿车亏损了2.7亿元之多。今年轿车业务逐渐进入收获期。2010年1-8月, 公司已经实现轿车销量7.4万辆, 随着对和悦营销力度的加强以及悦悦的上市, 以及汽车销售旺季来临, 下半年轿车销量形势良好, 有望在第4季度达到15万辆的盈亏平衡点, 明年轿车开始盈利。推算如果轿车业务盈亏平衡, 不考虑原有业务盈利的增长, 今年公司利润总额增幅将达到60%以上。

借助两合资提升中重卡竞争力。与卡特彼勒和纳威司达的合资公司NC2成立中重卡合资公司, 可以引进先进的产品、技术, 扩大江淮重卡的市场份额, 可以利用NC2的全球渠道(除北美外), 以OEM的方式行销全球。另外, 与纳威司达成立发动机合资公司, 可以保障商用车柴油机的产品性能和品质以及价格优势, 提升江淮整车的市场竞争力。

轻卡产能扩充, 上顶下压。江淮轻卡定位中端, 销量排名行业第二。公司把握“汽车下乡”的政策机遇, 推出适合农村市场的好运系列产品; 借助沿海经济复苏时机, 高端轻卡帅铃销量和比例快速提升。在山东青州建设的10万轻卡产能将在2-3年后达产, 届时轻卡产能将达到30万。**下半年将推出瑞风二代。**瑞风销量居行业首位, 今年保持良好的增长态势, 毛利率稳定在30%以上。瑞风二代采用轿车底盘, 定位高端, 价格低于GL8和奥德赛, 进一步增强了公司高端MPV的竞争力。

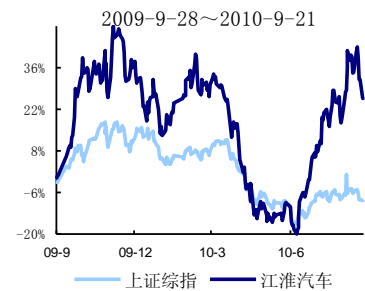
“短期-推荐, 长期-A”的投资评级。预测公司10-12年每股收益为0.78、1.08、1.28元, 对应10-12年动态市盈率分别为13倍、9倍和8倍。考虑到公司传统业务增长稳定, 未来几年轿车销量规模化对公司业绩将有明显改善, 给予公司“短期_推荐, 长期_A”的投资评级。

风险提示: 1、合资品牌降价对自主品牌的风险; 2、主要材料供应和价格波动的风险; 3、宏观经济显著下滑导致汽车需求增速放缓; 4、新车型市场接受程度具有不确定性。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	20092	29133	34960	40204
同比增速(%)	36.44%	45.00%	20.00%	15.00%
净利润(百万)	342	1081	1470	1741
同比增速(%)	463.96%	216.01%	35.96%	18.43%
EPS(元)	0.26	0.78	1.08	1.28
P/E	38.47	12.77	9.24	7.85

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	128873
流通A股(万股)	107286
52周内股价区间(元)	6.01-12.48
总市值(亿元)	129
总资产(亿元)	123
每股净资产(元)	3.35
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 刘芬

电话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5426	8814	11143	15386	营业收入	20092	29133	34960	40204
现金	3294	5358	7969	10866	营业成本	17179	24326	29016	33369
应收账款	305	881	488	1111	营业税金及附加	512	746	894	1028
其它应收款	32	156	59	193	营业费用	1169	1560	1926	2194
预付账款	298	305	373	428	管理费用	622	1041	1194	1394
存货	1280	1746	1833	2294	财务费用	-4	-13	-43	-84
其他	217	369	421	493	资产减值损失	237	171	193	186
非流动资产	6947	7399	7690	8030	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	25	26	26	投资净收益	3	2	2	2
固定资产	5297	5521	5347	5121	营业利润	380	1304	1783	2119
无形资产	506	671	808	956	营业外收入	50	41	44	43
其他	1118	1182	1510	1928	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	12373	16214	18833	23416	利润总额	424	1339	1820	2155
流动负债	7168	9930	11311	14533	所得税	81	257	350	414
短期借款	50	190	143	159	净利润	342	1081	1470	1741
应付账款	2357	3971	3481	5126	少数股东损益	6	70	73	95
其他	4762	5769	7686	9248	归属母公司净利润	336	1011	1397	1646
非流动负债	773	900	1017	1138	EBITDA	1129	1604	2070	2370
长期借款	576	727	837	960	EPS (元)	0.26	0.78	1.08	1.28
其他	196	173	181	178					
负债合计	7941	10830	12328	15671					
少数股东权益	109	179	252	347	主要财务比率				
股本	1289	1289	1289	1289		2009	2010E	2011E	2012E
资本公积金	1315	1315	1315	1315	成长能力				
留存收益	1719	2602	3650	4795	营业收入	36.4%	45.0%	20.0%	15.0%
归属母公司股东权益	4323	5205	6253	7398	营业利润	5713.5%	242.7%	36.7%	18.9%
负债和股东权益	12373	16214	18833	23416	归属母公司净利润	482.4%	201.2%	38.2%	17.8%
					获利能力				
					毛利率	14.5%	16.5%	17.0%	17.0%
					净利率	1.7%	3.5%	4.0%	4.1%
					ROE	7.8%	19.4%	22.3%	22.2%
					ROIC	16.8%	108.2%	-294.5%	-81.9%
					偿债能力				
					资产负债率	64.2%	66.8%	65.5%	66.9%
					净负债比率	11.18%	10.08%	9.60%	8.38%
					流动比率	0.76	0.89	0.99	1.06
					速动比率	0.58	0.71	0.82	0.90
					营运能力				
					总资产周转率	1.89	2.04	2.00	1.90
					应收帐款周转率	53	48	50	49
					应付帐款周转率	7.98	7.69	7.79	7.75
					每股指标(元)				
					每股收益	0.26	0.78	1.08	1.28
					每股经营现金	2.60	2.12	2.69	3.00
					每股净资产	3.35	4.04	4.85	5.74
					估值比率				
					P/E	38.47	12.77	9.24	7.85
					P/B	2.99	2.48	2.07	1.75
					EV/EBITDA	9.38	6.60	5.12	4.47

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com