机械、汽车

报告原因：更新报告

江淮汽车 (600418) 买入

预计轿车业务四季度扭亏 上调评级

2010 年 11 月 4 日

公司研究/点评报告

市场数据：2010 年 11 月 2 日

收盘价	14.00
52 周内高	14.68
52 周内低	2.41
总市值(百万元)	18042.31
流通市值(百万元)	15020.16

盈利预测： 单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2008A	14725	3%	12%	60	-82%	0.04	316
2009A	20092	36%	14%	342	469%	0.26	54
2010E	30740	53%	17%	1220	257%	0.93	15
2011E	36888	20%	18%	1613	32%	1.23	10

投资要点：

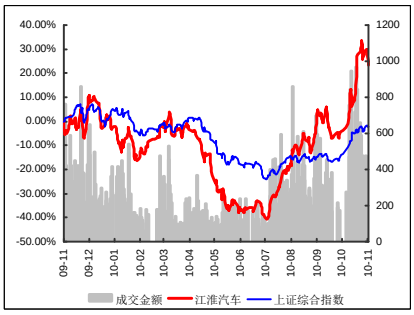
- **轿车四季度开始有望扭亏，明年盈利能力有望大幅提高。**截止 9 月份公司轿车销量已经累计达到 8.3 万辆，同比增长 113%，但由于各项费用较高，前三季度轿车仍然处于亏损状态。我们预计四季度公司单季度轿车业务将扭亏，主要原因是公司各个主要轿车车型即将度过费用高峰：同悦、和悦的累计销量已经超过 5 万辆，模具费用即将摊销完毕；各个车型销售渠道已经初步建设完成，财务费用也逐步减少（三季度单季度财务费用率只有 3%，较二季度大幅下降 5 个点）。

- **和悦将继续带动公司轿车业务突破。**虽然公司轿车业务已经初具一定规模，但是与主流的轿车企业相比在产品线覆盖面及销量上仍有较大差距。公司未来轿车业务的目标是推出一款能够月销量达到万台以上的车型，这样将对公司的生产能力、品牌营销带来较大的提升，而和悦将承担公司的这一战略目标。目前公司已近开始逐步规划和悦的生产分线、销售分网，在成本和销量两方面共同促进其发展。我们认为和悦如能继续上量，那公司将真正转型成为优秀的轿车企业。

- **MPV、轻卡继续贡献稳定增长。**作为中国最大的 MPV 生产厂商之一，公司的 MPV 产品瑞风无论是在市场占有率还是盈利能力上都较为领先。公司 MPV 产品主打中端商务市场，此块市场未来几年增长仍然十分有保障。公司轻卡稳定在行业前三名，产品目前主打中端，相比竞争对手，公司轻卡业务的盈利能力相对较好，应在 12%左右。受益城市物流升级，高端轻卡的需求日益强劲，公司目前已经在开发高端轻卡车型。同时，山东青州轻卡基地项目在打开公司产能瓶颈的同时还将打开北方市场，为公司轻卡增长提供保障。

- **新能源、重卡项目借助外力发展。**公司今年分别与 NC2（navistar、卡特皮勒合资公司）及天津正道公司签订了合作协议共同拓展市场。我们认为公司在重卡、新能源方面公司的技术能力积累较轻卡、MPV、轿车等

一年股价走势



研究员
白宇
执业证书编号：S0760210080006
电话：010-82190365
Email：baiyu@sxzq.com
MSN：ericbai1982@yahoo.com.cn

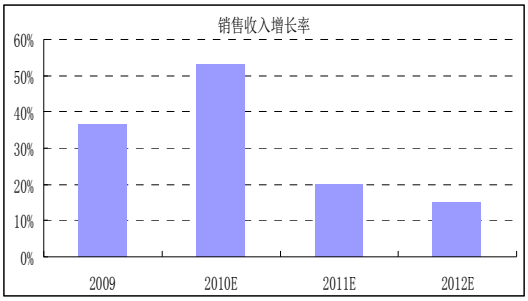
联系人
张小玲
0351-8686990
010-82190365
zhangxiaoling@sxzq.com

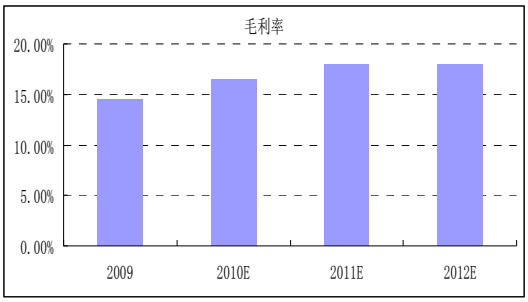
地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686990
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

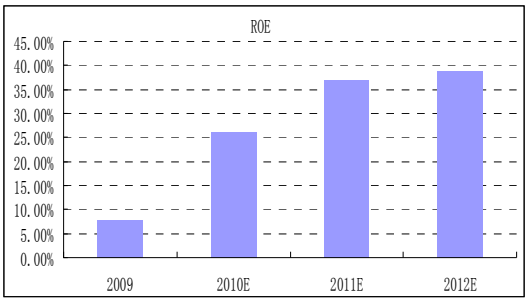
请务必阅读正文之后的特别声明部分

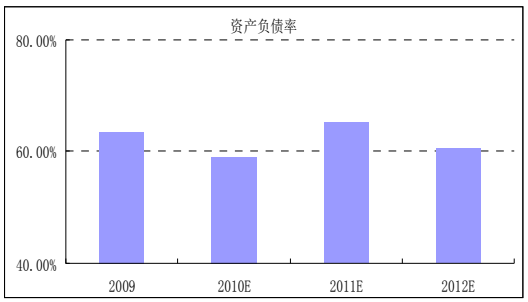
业务都弱，因此引入实力较强的合资伙伴将有效弥补这方面的差距。重卡方面，Navistar 和卡特皮勒无论是在重卡整车平台还是发动机、变速箱零部件方面都拥有世界级技术，而天津正道背后的运作团队也在美国拥有深厚的技术、人才积累。重卡合资公司计划新建 25 万台的产能，其中 7-8 万台的 300 马力以上重卡，我们认为公司重卡业务未来将有可能对福田、陕汽等第二集团重卡企业构成挑战。

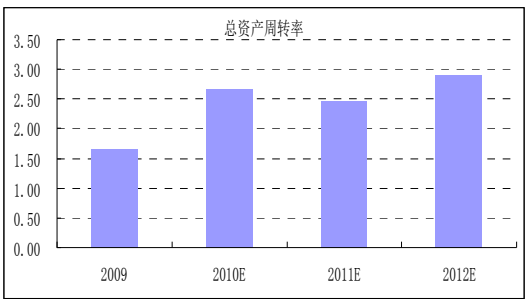
◆ **投资策略。**我们预计公司 10 年、11 年收入分别增长 55%、22%，对应 EPS 分别为 0.93、1.23 元。我们认为公司轿车业务已经初步转型成功，未来两年将贡献较好业绩，而公司的稳健发展也将保证其在未来 10 大汽车集团中的地位。我们上调公司至 ***"买入"*** 评级。











报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	20091.71	30740.32	36888.38	42421.63
减：营业成本	17178.83	25668.16	30617.35	34785.74
营业税金及附加	511.72	782.93	939.52	1080.45
营业费用	1168.79	1690.72	2028.86	2333.19
管理费用	621.80	983.69	1180.43	1357.49
财务费用	-3.74	-6.38	-24.06	-45.87
资产减值损失	237.11	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	3.30	4.00	4.00	4.00
营业利润	380.50	1625.20	2150.28	2914.64
利润总额	423.60	1625.20	2150.28	2914.64
减：所得税	81.44	405.30	536.57	727.66
净利润	342.16	1219.90	1613.71	2186.98
减：少数股东损益	6.47	23.08	30.54	41.38
归属母公司股东净利润	335.69	1196.81	1583.17	2145.59
资产负债表	**2009A**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
货币资金	3235.41	401.22	4673.10	2355.78
应收和预付款项	852.60	2237.41	1449.33	2790.42
存货	1279.85	1983.79	1862.22	2560.69
长期股权投资	26.50	30.50	34.50	38.50
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	6001.92	6130.39	6158.86	6087.33
无形资产和开发支出	747.85	756.49	755.13	743.77
资产总计	12144.13	11539.80	14933.13	14576.49
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	6640.46	5782.83	8706.18	7805.78
长期借款	576.39	576.39	576.39	576.39
其他负债	445.20	445.20	445.20	445.20
负债合计	7712.05	6804.42	9727.77	8827.36
股本	1288.74	1288.74	1288.74	1288.74
资本公积	1314.97	1314.97	1314.97	1314.97
留存收益	1719.41	1999.63	2433.84	2936.22
归属母公司股东权益	4323.11	4603.34	5037.55	5539.92
少数股东权益	108.97	132.05	167.82	209.21
股东权益合计	4432.08	4735.39	5205.37	5749.13
负债和股东权益合计	12144.13	11539.80	14933.13	14576.49
现金流量表	**2009A**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
经营性现金净流量	3358.15	-773.99	6768.25	380.03
投资性现金净流量	-624.33	-1100.00	-1100.00	-1100.00
筹资性现金净流量	-157.97	-960.20	-1396.37	-1597.34
现金流量净额	2577.39	-2834.19	4271.87	-2317.32

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：　相对强于市场表现 20%以上
增持：　相对强于市场表现 5～20%
中性：　相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持：　相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：　行业超越市场整体表现
中性：　行业与整体市场表现基本持平
看淡：　行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。