

公司研究

汽车行业

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号
院 1 号楼 6 层

分析师：邢海芝

投资咨询执业证书编号：

S1500510120007

010-63081259

xinghaizhi@cindasc.com

联系人：张华

010-63081254

zhanghuac@cindasc.com

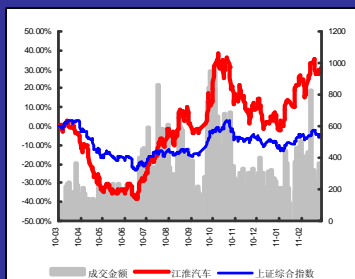
最新价：13.60 元

目标价：元

基本数据

52 周内股价波动区间(元)	6.01-14.68
最近一月涨跌幅(%)	9.59
总股本(万股)	128874
流通 A 股比例(%)	83.25
总市值(亿元)	175.27
每股净资产	4.17
总资产(亿元)	156.34
第一大流通股东(%)	34.75

最近一年市场表现



江淮汽车(600418):

增发预期将支撑股价

公司年报点评

2011 年 03 月 18 日

投资要点:

- 公司 10 年车辆及底盘销售 44.25 万辆，同比增长 42.47%，高于行业总体 32.37% 的增长水平，其中，轿车、重卡依然是继 09 年之后最主要的拉动增长的主力。实现营业收入 297.04 亿元，归属于母公司净利润 11.63 亿元，同比分别增长 246.35% 和 47.84%。净利润的快速增长一是来自于收入本身的增长，另一方面，产品盈利能力特别是毛利率的提高也起到一定作用。另外，期间费用和资产减值相对 09 年相对都有所下降。
- 受益于营收规模的扩大，公司经营性现金流量一直较好，这也一定程度上减轻了公司持续资本支出的压力，但从中长期来看，公司资本约束压力依然较大，再融资方案的调整是考虑了二级市场变化后的必然选择。
- 在建非募集资金项目未来尚需投入约 16 亿元，同时，公司欲通过公开增发募集资金投入乘用车基地扩建项目和高性能发动机项目，总计未来两到三年总计可预见支出达 45 亿元。
- 11 年预计公司汽车总销量约 56 万辆左右，其中轿车及其新产品依然是贡献主力。实现营业收入、净利润分别约 332 亿元和 13 亿元，同比分别增长约 11% 和 14%。公司综合盈利能力在产品规模效益下会略有提升。
- 我们认为公司具有全业务和全产业链优势，加之不断改进提升的投入，其业绩增长的稳定性相对同类公司较强。但同时，相对其业务范围和规模，其业绩的增长潜力尚未被充分释放，综合毛利率和销售利润率都低于科比竞争公司如江铃汽车、福田汽车等。短期来看，公司这种快速扩张的模式尚不能带来其盈利能力的大幅提升。当前，资本约束压力以及新产品市场风险依然是公司主要经营风险。同时，面临行业景气下行周期，公司还存在一定的外部环境风险。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	29704	33214	40681	53478
(+/-)	47.84	18.37	22.48	31.46
净利润	1162	1328	1525	2032
(+/-)	246.35	14.28	14.80	33.25
每股收益(元)	0.902	1.03	1.18	1.57
PE (未考虑增发后股本变化)	15	13.2	11.5	8.7

公司 10 年车辆及底盘销售 44.25 万辆，同比增长 42.47%，高于行业总体 32.37% 的增长水平，其中，轿车、重卡依然是继 09 年之后最主要的拉动增长的主力。但总体来看，除轿车外，公司并未能完全受益于其所属细分行业 10 年的高增长。

轿车方面，公司目标市场及战略定位的转变开始其效果进一步明显，轿车产品对公司销量的贡献度显著提高，全年实现轿车销量 11.65 万辆，同比增长 77.57%。特别是和悦 10 年正式销售以来，当年即实现销量 6.93 万辆，占到公司轿车总销量的 50% 以上。同悦没有保持住 08 年以来的增长势头，尽管总销量也达到 4.14 万辆，但相比 09 年的 5.76 万辆同比下降了 28.05%。显然公司轿车产品之间彼此的替代性特征较强，单一产品的持续竞争优势尚未建立起来。10 年底，公司推出了悦悦产品，12 月当月销量达到 2600 辆左右，如果 11 年能够再现和悦的成就，其对公司利润的拉动将再进一步。另外，公司宾悦的经济化改型 10 年已完成，11 年有望正式推向市场。

卡车方面，同样由于行业景气的因素，公司重卡增长分别实现销量 2.56 万辆，尽管同比增长达到 98.72%，但由于绝对规模较小，实际上并不能反映其实际竞争优势状况。中卡实现销量 2.80 万辆，同比与上年基本持平。我们认为，由于近年公司在卡车等的精力要少于乘用车，也由于预期募集资金未到位，导致新产品开发进度较为缓慢，同时，重卡的规模化增长也尚依赖于与合作伙伴合作的进一步加深。因此，尽管公司的格尔发系列重卡通过整合产品结构以及全方位营销能力提升也获得了较大的增长，但中卡其竞争优势并未提升。公司轻卡的增长也属于基于行业增长的跟随性增长。

MPV 方面，公司作为行业龙头，09 年其增长还基本与行业整体增长一致，销量实现 4.60 万辆，同比增长达到 26.71%。10 年，尽管也实现销量 6.47 万辆，同比增长 40.50%，但相对行业整体 78.92% 的同比增长显然相对落后，这主要是由于新产品推出有所滞后，公司在 MPV 方面的新产品星锐在 10 年底开发完成。

公司瑞鹰销量尽管达到 1.89 万辆，同比增长达到 60.91%，但与行业整体 101.27% 的增长相比，贡献尚未体现，这或许是由于公司在产能相对紧张的情况下优先保证了轿车产品的生产。

公司客车底盘的对外销售受制于行业整体增长乏力以及自身的战略收缩，09 年销量只有 1.99 万辆，同比下降 7.9%。但 10 年实现销量 2.39 万辆，同比增长 20.10%，与所属行业基本一致。

表 1：江淮汽车近年主营产品销量及增长比较

		08 年	09 年	10 年
总体	汽车行业销量, 万辆	938.05	1364.48	1806.19
	增长, %	6.7	46.15	32.37
	江淮汽车销量, 万辆	19.85	31.42	44.25

	增长, %	-3.13	58.27	42.64
	占比, %	2.12	2.30	2.45
轿车	行业, 万辆	504.69	747.31	949.43
	增长, %	6.78	48.07	27.05
	江淮, 万辆	1.17	6.11	11.65
	增长, %	2443.48	422.22	77.57
MPV	行业, 万辆	19.74	24.89	44.54
	增长, %	-12.54	26.09	78.92
	江淮, 万辆	3.63	4.60	6.47
	增长, %	-9.35	26.71	40.50
SRV	行业, 万辆	44.77	65.88	132.60
	增长, %	24.36	47.15	101.27
	江淮, 万辆	1.03	1.17	1.89
	增长, %	34.78	14.15	60.91
轻卡	行业, 万辆	117.55	155.96	195.98
	增长, %	6.39	32.68	26.13
	江淮, 万辆	10.81	13.44	17.70
	增长, %	-9.96	24.39	31.68
中卡	行业, 万辆	20.71	25.80	27.18
	增长, %	-12.51	24.57	4.94
	江淮, 万辆	1.17	2.82	2.80
	增长, %	-13.99	140.18	-0.78
重卡	行业, 万辆	54.04	63.62	101.74
	增长, %	11.82	17.72	59.93
	江淮, 万辆	1.08	1.29	2.56
	增长, %	4.87	19.60	98.72
底盘	行业, 万辆	29.66	30.68	37.42
	增长, %	-4.12	3.44	21.98
	江淮, 万辆	2.14	1.99	2.39
	增长, %	-20.59	-7.19	20.10

来源: 汽车工业协会, 公司公告。

发动机 10 年共销售 15.69 万辆, 相对 09 年的 8.11 万辆增长了 93.55%。

表 2: 江淮汽车近年主营产品收入来源结构情况 (估算)

	08 年		09 年		10 年	
	收入, 亿	占比, %	收入, 亿	占比, %	收入, 亿	占比, %
	元		元		元	
轿车	10.59	7.18	35.11	18.54	48.42	17.29
MPV	39.93	27.07	50.60	26.71	71.17	25.42
SRV	8.71	5.91	9.36	4.94	17.01	6.07
轻卡	38.90	26.37	47.04	24.84	61.95	22.12
中重卡	23.86	16.17	34.98	18.47	55.20	19.71
底盘	12.50	8.47	12.32	6.50	14.36	5.13
合计	134.49	91.17	189.41	100.00	297.04	100

来源: 公司公告, 信达证券。

表 3: 江淮汽车近年主营产品毛利润来源结构情况 (估算)

	08年		09年		10年	
	毛利润, 亿元	占比, %	毛利润, 亿元	占比, %	毛利润, 亿元	占比, %
轿车	2.00	12.12	5.20	20.29	6.46	17.82
MPV	5.99	36.28	7.59	29.62	10.68	29.45
SRV	1.13	6.86	1.31	5.11	2.38	6.56
轻卡	3.11	18.85	4.70	18.36	6.20	17.10
中重卡	3.33	20.18	5.27	20.57	9.10	25.10
底盘	0.94	5.72	1.55	6.05	1.44	3.97
合计	16.51	100.00	25.62	100.00	36.26	100

来源：公司公告，信达证券。

公司营业收入实现 297.04 亿元，同比增长 47.84%，实现归属于母公司净利润 11.63 亿元，同比增长 246.35%。公司净利润的快速增长一方面来自于收入本身的增长，另一方面，产品盈利能力特别是毛利率的提高也起到一定作用。另外，期间费用和资产减值相对 09 年相对都有所下降。

公司综合毛利率略有提升，由 09 年的 14.50% 提高到 10 年的 15.42%，期间费用比由 09 年的 8.89% 下降到 8.26%。但期间费用中，营业费用由于 09 年同比基数较大（主要是针对轿车产品的宣传推广费用），10 年相对增长并不明显，但管理费用由于计入当期的开发支出达到 4.90 亿元（09 年只有 1.34 亿元），因此对管理费用的影响较大。另外，10 年公司资产减值损失相对 09 年也大约减少了 1.3 亿元。

表 4：江淮汽车近年盈利能力变化情况

	2008 年	2009 年	2010 年
销售毛利率 (%)	11.99	14.5	15.42
销售期间费用率 (%)	9.09	8.89	8.26
销售费用 / 营业总收入 (%)	4.41	5.82	4.27
管理费用 / 营业总收入 (%)	4.51	3.09	4.09
财务费用 / 营业总收入 (%)	0.17	-0.02	-0.10
资产减值损失 / 营业总收入 (%)	0.27	1.18	0.35
销售净利率 (%)	0.41	1.7	3.96

来源：公司公告。

受益于营收规模的扩大，公司经营性现金流量一直较好，这也一定程度上减轻了公司持续资本支出的压力，但从中长期来看，特别是考虑到行业未来调整的可能，公司资本约束压力依然较大，再融资方案的调整是考虑了二级市场变化后的

必然选择。

公司属于全业务同时扩张模式，资金需求较大，特别是轿车的投资。由于近两年公司营收增长较快，也直接导致公司经营性净现金流量大幅增加。10年公司经营性净现金流为15.60亿元，尽管相对09年的33.57亿元下降较多，但这主要是09年货款支付模式变化下的应付票据较多导致的基数效应。这也使得公司近年的负债压力在一定程度上有所减轻，支撑了公司高杠杆经营。公司09年、10年甚至出现筹资性净现金流量为负的情况，有息负债水平也呈逐年下降趋势，10年只有4.40亿元，其中长期借款只有3.40亿元。

但我们一直认为相对其它同类公司，公司资本压力还是一直较大，主要原因有二：一是公司资产负债率总体较高且呈逐步上升趋势，09年、10年分别为64.18%和64.64%；二是公司净营运资金一直未负，09年、10年分别-17.42亿元和-10.47亿元。

尽管上述指标并不是公司作为汽车类上市公司所独有，也并不意味着其生产经营目前就存在风险，但如果考虑到行业层面未来较大可能的景气下行风险，其经营性应付型负债将面临极度被收缩的可能。在投资支出无法下降的情况下公司财务上的风险将会显现出来。预计未来公司还将需要对非募集资金项目后续投入约16亿元，募集资金项目约28亿元。实际上，我们认为，公司未来还将面临在中重卡业务上以及新能源汽车上的持续规模投资，只是这部分投资或通过合资方式解决。

这也是前期我们认为其可转债发行成功与否对其中长期发展有重要意义的判断根据。但随着审批进程的影响以及10年二级市场的变化，实际上发行可转债已具有操作上的难度，公司进而利用公开增发继续实施再融资也是顺理之事了，只是募集资金项目需要另行选择了。

此次公开增发最高发行1.5亿股，最高融资规模28亿元（与前期可转债融资预期的32亿元大致相同），对应增发价大致在18.67元，我们预计目前来看还是有一定难度，不过这也取决于公司11年乃至未来的业绩预期情况。

表5：江淮汽车近年现金及流量变动情况（亿元）

	2008年	2009年	2010年
货币资金	7.04	32.94	37.82
短期借款	4.48	0.50	1.00
长期借款	5.50	5.76	3.40
经营性净现金流	5.67	33.57	15.60
投资净现金流	-10.86	-6.24	-6.65
其中：固定资产投资支出	-10.89	-6.72	-4.16
筹资净现金流	5.02	-1.57	-3.99
净营运资金	-16.81	-17.42	-10.47
资产负债率，%	53.76	64.18	64.64

来源：公司公告。

在建非募集资金项目未来尚需投入约 16 亿元，同时，公司欲通过公开增发募集资金投入乘用车基地扩建项目和高性能发动机项目，分别为 21.84 亿元和 6.6 亿元，总计未来两年到三年总计可预见支出达 45 亿元。

前期，特别是 09 年公司完成了年产 6 万辆小型多功能车项目和 10 万辆经济型轿车等较多项目，这也是公司近两年业绩能够持续增长的产能保障。10 年，公司实际完成投入项目较少，包括前期未完成项目和新安排项目大致投入了 7.66 亿元，但从实际工程进度来看，大部分项目进展较快，且都已逐步开始发挥了效益，预计 11 年新增加完成投入项目和实际建设完工项目将大幅增加，这对公司 11 年、12 年的业绩增长具有重要支撑作用。

此次公开增发投入项目主要是乘用车基地扩建项目和 20 万台高性能发动机项目，这两项投资主要为公司未来可持续增长提供保障。

表 6：江淮汽车投资项目实际完成资金投入情况

	项目金额， 万元	10 年投入 完成进 度，%	实际完成投 入，万元	其中 10 年 增加投资， 万元	尚需投入	备注
截止 10 年底已完成投入项目						
汽车研发中心易地建设项目	47,120.68					09 年即完成
发动机生产线技改项目	14,642.00					09 年即完成
年产 3 万辆运动多功能车项目	81,102.40					09 年即完成
检测能力建设项目	3,225.05					09 年即完成
年产 6 万辆小型多功能车项目	51017.16					09 年即完成
年产 10 万辆经济型轿车项目	43454.2					09 年即完成
年产 20 万辆小排量发动机项目	76468.50					09 年即完成，项目金额减少
星瑞厂房	6398.00					系其他项目分列，09 年即完成
轿车项目相关配套设施项目	5800.00					09 年即完成
合计	329228					
截止 10 年底尚未完成投入项目						
年产 10 万台自动变速箱项目	37357.00	0.15	56	0		停滞？
铸造二期改造项目	7369.00	92.61	6824	1911	545	实际工程进度 95%
瑞风 2 代商务车换型改造项目	39259	70.04	27497	7392	11762	实际工程进度 100%
年产 4 万辆中重卡项目	83700	56.13	46981	13072	36719	实际工程进度 95%
经济型轿车新车型模具项目	48160	85.62	39737	9969	8423	实际工程进度 100%
轻型载货汽车换型改造项目	19976	32.59	6510	989	13466	实际工程进度 95%
年产 3 万辆轻型客货车项目	59200	68.19	40368	19811	18832	实际工程进度 90%
年产 26 万台乘用车变速器项目	42845	45.45	19473	8429	23372	实际工程进度 70%
合计	337866		187446	61573	113119	
10 年新安排项目						
轻型载货汽车零部件（迁建青州）项目	40750	25.35	10330	10330	30420	实际工程进度 80%
1.9LCTI 乘用车柴油发动机项目	2636	64.62	1703	1703	933	实际工程进度 90%

商用车生产基地产能提升项目	7470	31.13	2326	2326	5144	实际工程进度 40%
研发能力提升项目	7990	3.63	290	290	7700	
瑞风产能提升项目	7500	3.45	259	259	7241	,
合计	66346		14908	14908	51438	
11 年公开增发募集资金项目						
乘用车基地扩建项目	218450				218450	11 年预计投资 7.7 亿元, 首条生产线预计年底可投产
20 万台高性能汽油发动机项目	66000				66000	预计 12 年底投产
合计	284450				284450	

来源: 公司公告, 信达证券整理。

11 年预计公司汽车总销量约 56 万辆左右, 其中轿车及其新产品依然是贡献主力, MPV、卡车等预计将与行业整体一样实现平稳增长。

我们预计公司 11 年汽车及底盘销售可达 56 万辆, 同比增长 23%, 略高于公司经营目标。其中轿车是其主要拉动力量, 预计全年其轿车销量可达到 18.5 万辆, 增长约 60%。而 MPV、SRV 以及轻卡、中重卡以及底盘等业务的增长将基本与行业整体增长相一致, 分别为 7.44 万辆、2.17 万辆、5.7 万辆和 2.2 万辆。

公司 11 年轿车新产品主要是悦悦和宾悦换型产品, 而销量增长将主要来自于悦悦的新增贡献以及和悦和同悦的进一步增长, 其中悦悦按当前月销量水平, 预计全年可实现销量约 5 万辆, 加上和悦和同悦的 13 万辆 (约 20% 增长, 估计可能会和悦悦形成一定替代), 以及宾悦的换型产品约 5000 辆。

MPV 产品主要是瑞风 2 代换型改造项目 10 年底完成, 预计 11 年能够支撑公司重新实现大约与行业平均增长 (约 15%) 的增长水平。

卡车产品, 公司近年主要是一般性产能投入和产品换型, 11 年 4 万辆中重卡项目以及轻型载货车换型改造项目将全部完成, 其对公司的业务贡献也将进一步体现。但由于行业增长的不确定性, 我们认为其增长乐观预计分别在 5% 和 13% 左右。

11 年预计公司实现营业收入、净利润分别约 332 亿元和 13 亿元, 同比分别增长约 11% 和 14%。公司综合盈利能力在产品规模效益下会略有提升。

公司收入增长低于销量增长主要是基于产品单价特别是轿车单价的下移所致, 我们预计悦悦的实际出厂价大约为 3.2 万元。

随着产品原材料的不断提高和产品价格的下移, 公司综合毛利润率会有所影响, 但综合费用率随规模化效益会有所降低。

预计综合销售利润率可由 10 年的 3.96%略提高到 11 年的 4%以上。

我们认为公司具有全业务和全产业链优势,加之公司不断改进提升的经营方针,其业绩增长的稳定性相对同类公司较强。

但同时,相对其业务范围和规模,其业绩的增长潜力尚未被充分释放,综合毛利润率和销售利润率都低于可比竞争公司如江铃汽车、福田汽车等。短期来看,公司这种快速扩张的模式尚不能带来其盈利能力的大幅提升。

当前,资本约束压力以及新产品市场风险依然是公司主要经营风险。同时,面临行业景气行下行周期,公司还存在一定的外部环境风险。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102