

政策利好对冲市场困境

报告关键点：

- 公司2008年市场表现低于预期
- 核心产品销量下滑导致盈利提升艰难，汽车产业调整振兴规划对冲市场困境
- 维持对公司“中性-A”的投资评级

报告摘要：

- 公司2008年产品销售表现低于预期。**2008年累计销售整车和底盘共198,516辆，同比下降3.36%，为公司近10年销售首次下降。其中，轻卡类产品实现销量108,051辆，同比下降9.96%；重卡类产品实现销量10,786辆，同比增长4.76%；瑞风商务车实现销量36,304辆，同比下降9.35%；瑞鹰SUV实现销量10,250辆，同比增长34.78%；此外，公司在2008年还销量8,291辆B级宾悦轿车和3,392辆A级同悦轿车。
- 核心产品销量下滑导致公司盈利提升艰难。**虽然公司在2008年实现了轿车产品销量的大幅度增长和产品线的拓宽，但瑞风商务车销量的下滑直接拉动公司产品平均毛利水平的下滑，预计2008年公司产品综合毛利率较上年下降2.5个百分点，并导致净利率下降1.3个百分点。
- 汽车产业调整振兴规划对冲市场困境。**随着汽车产业调整振兴规划的出台，公司轻卡类产品预计将获得不低于行业平均增幅的增长水平，新近推出的同悦系列产品也将获得良好表现。但公司在乘用车和重卡领域两线作战的局面还将继续存在，其中，公司的盈利核心产品——瑞风商务车——还将面临小幅下滑的危险；重卡类产品由于产能规模相对较小，且自制率较低的缘故，难以对公司业绩产生实质性支撑。
- 预计公司2008、2009、2010年每股收益分别为0.11元、0.13元和0.32元，维持对公司“中性-A”的投资评级。

评级：
中性-A

上次评级： 中性-A

目标价格：
4.50 元

期限： 6 个月 上次预测： 7.00 元

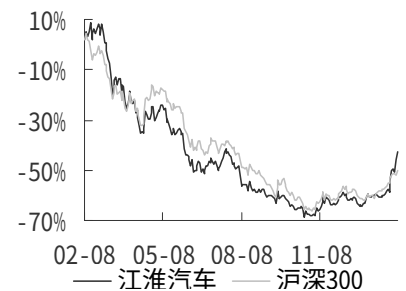
现价： 4.53 元

报告日期：
2009-02-16

市场数据

总市值(百万元)	5,837.98
流通市值(百万元)	3,990.33
总股本(百万股)	1,288.74
流通股本(百万股)	880.87
12 个月最高/最低	2.41/8.98 元
十大流通股东(%)	28.19%
股东户数	152,525

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	21.92	29.59	7.37
绝对收益	42.46	53.02	(42.79)

研究员

孙木子
行业分析师

021-68765661

sunmz@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	10,839.1	14,273.8	14,030.0	16,783.0	22,754.3
Growth(%)	15.4%	31.7%	-1.7%	19.6%	35.6%
净利润	386.0	330.2	147.3	175.3	420.6
Growth(%)	-23.7%	-13.5%	-55.6%	19.0%	139.9%
毛利率(%)	15.4%	14.5%	12.0%	12.8%	13.3%
净利润率(%)	3.5%	2.3%	1.0%	1.0%	1.8%
每股收益(元)	0.29	0.25	0.11	0.13	0.32
每股净资产(元)	2.42	3.17	3.29	3.35	3.50
市盈率	15.4	17.8	40.0	33.6	14.0
市净率	1.9	1.4	1.4	1.4	1.3
净资产收益率(%)	12.4%	8.1%	3.5%	4.1%	9.3%
ROIC(%)	11.7%	8.0%	3.6%	4.1%	8.6%
EV/EBITDA	7.6	9.3	16.3	13.0	8.4
股息收益率	2.8%	0.0%	0.0%	1.5%	3.6%

前期研究成果

江淮汽车：江淮汽车的自主化生存

2008-05-21

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-2-16**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	10,839.1	14,273.8	14,030.0	16,783.0	22,754.3	成长性					
减: 营业成本	9,169.4	12,198.9	12,344.1	14,628.2	19,718.3	营业收入增长率	15.4%	31.7%	-1.7%	19.6%	35.6%
营业税费	327.1	423.2	362.0	465.3	609.0	营业利润增长率	-19.5%	-14.5%	-55.4%	20.0%	138.2%
销售费用	431.6	661.6	659.4	783.4	1,065.8	净利润增长率	-23.7%	-13.5%	-55.6%	19.0%	139.9%
管理费用	446.5	581.5	463.0	618.8	794.9	EBITDA 增长率	0.6%	2.5%	-37.5%	20.8%	53.0%
财务费用	12.7	12.0	30.3	68.4	55.2	EBIT 增长率	-6.3%	-14.2%	-49.1%	35.8%	99.1%
资产减值损失	-0.9	9.5	-1.9	12.2	17.8	NOPLAT 增长率	-22.1%	-12.8%	-49.0%	34.9%	100.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.4%	14.4%	15.9%	-3.5%	1.8%
投资和汇兑收益	-	0.0	-0.4	0.5	0.6	净资产增长率	11.3%	31.1%	3.6%	1.9%	4.4%
营业利润	452.7	387.2	172.7	207.3	493.8	利润率					
加: 营业外净收支	7.5	30.7	0.6	-1.0	1.0	毛利率	15.4%	14.5%	12.0%	12.8%	13.3%
利润总额	460.2	417.9	173.3	206.3	494.8	营业利润率	4.2%	2.7%	1.2%	1.2%	2.2%
减: 所得税	74.2	87.7	26.0	30.9	74.2	净利率	3.5%	2.3%	1.0%	1.0%	1.8%
净利润	386.0	330.2	147.3	175.3	420.6	EBITDA/营业收入	6.4%	5.0%	3.2%	3.2%	3.6%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	4.3%	2.8%	1.4%	1.6%	2.4%
货币资金	429.0	724.9	1,122.4	1,343.5	1,913.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	73	71	97	92	68
应收帐款	382.9	364.1	387.1	494.2	626.3	流动营业资本周转天数	10	1	-1	4	7
应收票据	185.3	109.6	107.6	128.7	174.6	流动资产周转天数	66	57	67	66	61
预付帐款	334.2	342.8	450.8	519.9	652.7	应收帐款周转天数	8	8	8	8	8
存货	781.7	857.8	828.4	930.5	1,192.9	存货周转天数	26	21	22	20	17
其他流动资产	0.0	0.0	-55.7	-87.3	-181.3	总资产周转天数	182	172	205	182	141
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	126	115	135	119	87
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.0	6.9	6.9	6.9	6.9	ROE	12.4%	8.1%	3.5%	4.1%	9.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.3%	4.4%	1.7%	2.1%	4.5%
固定资产	2,340.8	3,318.9	4,234.1	4,315.6	4,263.1	ROIC	11.7%	8.0%	3.6%	4.1%	8.6%
在建工程	1,502.1	1,257.5	755.1	453.6	272.8	费用率					
无形资产	125.3	202.8	181.2	173.9	164.6	销售费用率	4.0%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%
其他非流动资产	52.6	37.8	61.7	52.9	57.7	管理费用率	4.1%	4.1%	3.3%	3.7%	3.5%
资产总额	6,136.0	7,531.4	8,442.1	8,532.3	9,343.5	财务费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.2%
短期债务	302.0	7.0	975.0	975.0	974.4	三费/营业收入	8.2%	8.8%	8.2%	8.8%	8.4%
应付帐款	1,384.7	1,982.7	1,703.3	2,083.6	2,751.3	偿债能力					
应付票据	594.5	534.2	670.4	717.5	1,019.1	资产负债率	49.2%	45.7%	49.8%	49.4%	51.8%
其他流动负债	360.2	681.1	599.2	273.3	-85.2	负债权益比	96.7%	84.1%	99.2%	97.6%	107.3%
长期借款	360.0	150.0	150.0	150.0	150.0	流动比率	0.80	0.75	0.72	0.82	0.94
其他非流动负债	14.9	86.3	106.8	16.0	26.3	速动比率	0.50	0.47	0.50	0.58	0.67
负债总额	3,016.3	3,441.3	4,204.8	4,215.4	4,835.7	利息保障倍数	36.52	33.38	6.69	4.03	9.94
少数股东权益	37.6	38.2	39.5	40.9	44.2	分红指标					
股本	913.9	1,288.7	1,288.7	1,288.7	1,288.7	DPS(元)	0.13	-	-	0.07	0.16
留存收益	2,168.0	2,763.1	2,909.1	2,987.3	3,174.8	分红比率	43.3%	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%
股东权益	3,119.6	4,090.1	4,237.3	4,316.9	4,507.7	股息收益率	2.8%	0.0%	0.0%	1.5%	3.6%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	386.0	330.2	147.3	175.3	420.6	EPS(元)	0.29	0.25	0.11	0.13	0.32
加: 折旧和摊销	240.0	325.7	244.1	264.4	277.3	BVPS(元)	2.42	3.17	3.29	3.35	3.50
资产减值准备	-0.9	9.5	-1.9	12.2	17.8	PE(X)	15.4	17.8	40.0	33.6	14.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.4	1.4	1.4	1.3
财务费用	2.0	11.7	10.1	30.3	68.4	P/FCF	-	-9.4	14.0	61.4	18.4
投资收益	-	-0.0	0.4	-0.5	-0.6	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	-0.7	1.7	1.3	1.6	3.9	EV/EBITDA	7.6	9.3	16.3	13.0	8.4
营运资金的变动	215.0	-19.6	-398.3	13.1	119.5	CAGR(%)	-23.1%	8.4%	59.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	929.1	771.4	23.2	534.6	893.8	PEG	-0.7	2.1	0.7	-0.3	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,249.0	-754.7	-649.5	-31.6	-31.5	ROIC/WACC	1.2	0.8	0.4	0.4	0.9
融资活动产生现金流量	217.9	280.3	1,012.6	-430.3	-264.2	REP	1.0	1.6	3.5	3.0	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

孙木子，汽车行业分析师，毕业于武汉理工大学，汽车工程专业学士，具有 6 年汽车行业研究咨询经验，曾就职于新华信集团汽车事业部。2007 年 11 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essences.com.cn
李国瑞	上海联系人	李昕	北京联系人
021-68763872	ligr@essences.com.cn	010-66581689	lixin@essences.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essences.com.cn	0755-82558268	panlin@essences.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essences.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034