

大洋彼岸汽车节能减排的先行者

——江淮动力（000816）跟踪报告

分析师

吕磊

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lvl@cgws.com

事项:

事项 1 近期市场有关公司的传闻不断,如:印度客商将在 6 月底深洽会上与公司签署约 50 亿人民币的专项采购和 10 亿左右的综合采购项目,对此公司已公布相应澄清公告;

事项 2 国际油价的持续上涨和美国奥巴马政府在节能减排领域的政策将有望推动公司 APU 产品在大洋彼岸的高速增长;

点评:

➤ **传言否认也非空穴来风** 近期市场有关公司的传闻不断,如:印度客商将在 6 月底深洽会上与公司签署约 50 亿人民币的专项采购和 10 亿左右的综合采购项目,对此公司已公布相应澄清公告。澄清公告否认了参与深洽会的可能以及截至公告日未签订的事实,但是没有否定其子公司盐城兴动机械有限公司于 5 月与深圳市万业进出口有限公司洽谈过柴油发电机组销售给印度客商的事实,表明其柴油发电机采购大单也并非空穴来风。由于该项谈判以及后续谈判存在不可预测性,故我们暂时无法判断其对公司短期业绩提升幅度,我们将在情况明朗之后再重新考虑该项业务对业绩的影响。

➤ **APU 业务将在大洋彼岸实现高增长** 通过我们对公司近几个月运行状况的分析和判断,认为我们前期关于 09 年 2 万台销量的预期是合理的,美国 APU 市场在近期的增长超出本人首次推荐报告时候的预期。对于 10 年、11 年的销量预测,我们与众不同的认识在于,必须前瞻性地考虑美国经济复苏以及第二大生产商破产造成的“市场溢出效应”对江淮动力 APU 业务的正面影响。因此,我们认为国际油价的持续上涨和美国奥巴马政府在节能减排领域的政策将有望推动公司 APU 产品在大洋彼岸的高速增长。

➤ **投资评级** 基于上述判断,我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.44 元和 0.51 元,考虑到公司未来几年的高成长性,给予 2010 年 20 倍 PE,公司合理股价约为 10.2 元,离 7.4 元的上周收盘价有 37.8% 的上升空间,重申公司“推荐”评级。一旦美国经济复苏超出预期、国际油价上涨超出预期以及奥巴马政府在商用车领域减排政策方面出现新的变化,不排除我们上调股价目标位的可能。

投资评级: 推荐(维持)

市场数据

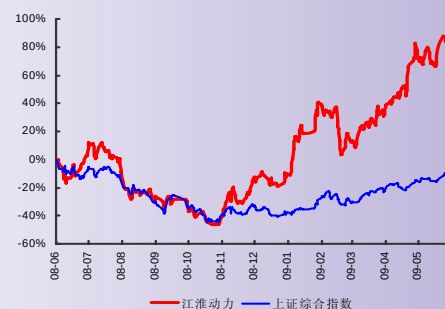
总市值(百万元)	6260
流通市值(百万元)	6260
总股本(万股)	84600
流通股本(万股)	84594
12 个月最高/最低(元)	7.7/2.0

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入(万元)	203,619	278,081	360,219
(+/-%)	6.8%	36.6%	29.5%
净利润(万元)	8,333	37,080	42,925
(+/-%)	-1.6%	345.0%	15.8%
摊薄 EPS(元)	0.10	0.44	0.51
市盈率(倍)	75.1	16.9	14.6

注:以 6 月 5 日收盘价 7.40 元计算

公司股价表现图



前期报告

《江淮动力调研简报:传统业务受益政策推动,公司未来值得期待》
20090511

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。



事项:

事项 1 近期市场有关公司的传闻不断,如:印度客商将在 6 月底深洽会上与公司签署约 50 亿人民币的专项采购和 10 亿左右的综合采购项目,对此公司已公布相应澄清公告;

事项 2 国际油价的持续上涨对汽车行业尤其是物流运输行业而言是一大利空,将促使物流行业对节能产品的追捧,此外在美国奥巴马政府将新能源以及节能减排战略作为未来美国经济发展的引擎的大背景下,公司 APU 产品有望实现在大洋彼岸的高速增长;

点评:

事项 1——传言否认但也非空穴来风

近期市场有关公司的传闻不断,如:印度客商将在 6 月底深洽会上与公司签署约 50 亿人民币的专项采购和 10 亿左右的综合采购项目,对此公司已公布相应澄清公告。澄清公告否认了参与深洽会的可能以及截至公告日未签订的事实,但是没有否定其子公司盐城兴动机械有限公司于 2009 年 5 月在深圳与深圳市万业进出口有限公司洽谈过柴油发电机组销售给印度客商的事实,表明其柴油发电机采购大单也并非空穴来风。从该业务的传统优势来看,签订一定的出口订单是可预期的,我们会跟踪其后续进展情况。

由于公司 08 年农业机械和汽油机业务总收入仅 15.6 亿,故我们判断 60 亿的订单确实不符合公司实际状况。考虑到深圳进出口公司在出口方面的信息优势,我们认为不能排除其签订一定数额订单的可能性。由于该项谈判以及后续谈判存在不可预测性,故暂时无法判断其对公司短期业绩提升幅度。我们将在情况明朗之后再重新考虑该项业务对业绩的影响。

事项 2——高油价将助推 APU 业务在大洋彼岸实现高增长

近期受美元贬值以及全球通胀预期加大的影响,各种大宗商品价格持续上涨,其中纽约原油期货价格更是接近 70 美元/桶,油价的持续上涨必将对油费占主要成本比重的物流运输业产生深远影响,加大行业的运输成本,

故节能增效永远是物流运输业追逐的目标。

图 1、NYMEX 价格走势（美元/桶）

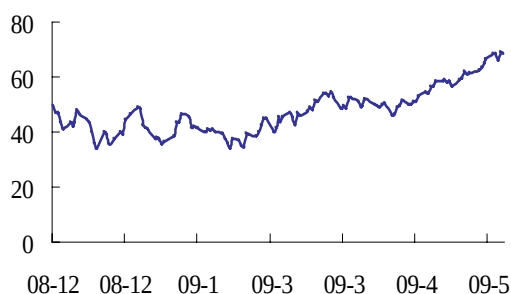
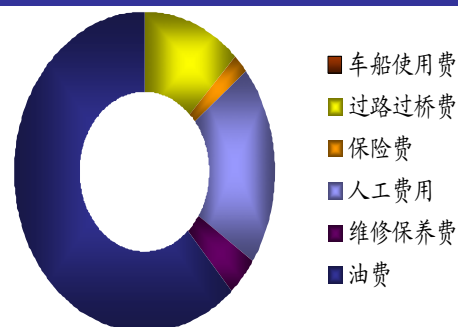


图 2、国内重卡运输成本分拆



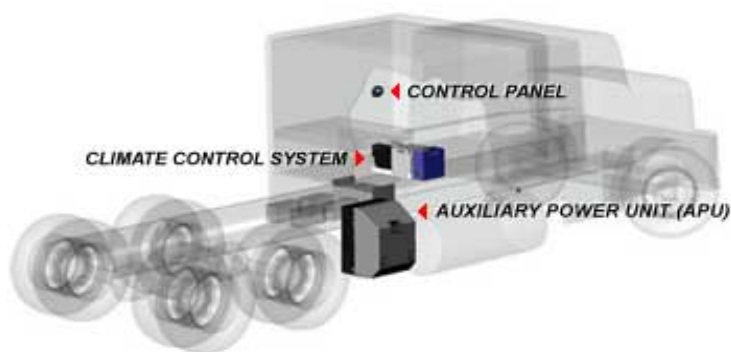
资料来源：长城证券研究所

而在大洋彼岸的美国奥巴马政府更是将新能源以及节能减排战略作为未来美国经济发展的引擎，故我们认为在美国政府对节能减排的推动下以及考虑到伴随着国际油价的快速上涨，物流行业重新开始对节能产品进行追捧，故公司 APU 产品有望实现在大洋彼岸的高速增长。

何谓 APU?

APU 是一种固定在卡车的辅助动力装置，主要为一台发电机，这种发电机提供热/空气或者是一种专门的循环系统，主要作用有：（1）不必在驻车、装载或卸载时使你的卡车怠速以节省能源；（2）节省维修费用并且延长你的发动机寿命；（3）满足美国各州陆续实施的反空转法规。

图 3、APU 布置图



资料来源：长城证券研究所

APU 的应用范围

在美国加利福尼亚州卡车防空转法规实施之前，APU 的传统重点市场主要



为大马力带休息室的长途牵引车，APU 作为其辅助动力装置在司机夜间休息时为其提供空调、照明等功用。而当 08 年 1 月美国加利福尼亚州卡车防空转法规开始实施之后，APU 的应用范围得到了极大的扩大，从而为带休息室的长途牵引车配套到能为所有载重量大于 10000 磅卡车配套，APU 的理论市场规模共扩大了数倍。

表 1、美国卡车两类分类标准对应情况（磅）

载重分类	最小载重	最大载重	通常分类等级
Class 1		6,000	Light Duty
Class 2	6,001	10,000	Light Duty
Class 3	10,001	14,000	Light Duty
Class 4	14,001	16,000	Medium Duty
Class 5	16,001	19,500	Medium Duty
Class 6	19,501	26,000	Medium Duty
Class 7	26,001	33,000	Heavy Duty
Class 8	33,001		Heavy Duty

资料来源：长城证券研究所

APU 的市场容量有多大

如前所述，我们指出 APU 真实的市场应由传统市场和法规公布后新增市场构成。由于 APU 产品目前仅在美国卡车市场销售使用，其市场规模难以得到准确数字，我们仅能根据国外已知资料进行粗略估算。

（1）途径 1:根据美国加利福尼亚州公布的卡车防空转法规进行估算。08 年 1 月实施的美国加利福尼亚州法规规定所有载重量在 10000 磅以上的卡车仅能空转 5 分钟以内，而在美国其卡车有两种分类标准，载重量在 1 万磅以上的为 class 3 以上的卡车，由于 class 4-8 按另一种分类标准可归为中重卡。目前美国中重卡市场每年销售约为 35-55 万辆之间，若按每 10 年进行更新，则其美国中重卡理论保有量为 350-550 万辆，则意味着 class 4-8 级卡车理论保有量为 350-550 万辆，再加上 class 3 类卡车的保有量，则我们认为至少在 350 万以上。

（2）途径 2:根据卡车用途分类，我们按照会产生较长怠速时间的卡车进行



分类统计。首先是进行长途运输的带休息室的中重卡，主要为 class 7-8 级卡车，这类重卡在美国市场的保有量大约在 60-80 万辆之间；其次是一些需要较长怠速或需要辅助动力的卡车，主要为 class 6-8 级卡车，这些卡车每天怠速时间在 4-10 小时左右，如饮料运输车、农业产品运输车、运油罐车、垃圾运输车、港口运输车等等，这些用途的车辆大约保有量在 240 万辆左右；此外家庭休闲车、动力提供性车辆、急救车、信号指挥车都是辅助动力设施 APU 的潜在市场，预计在 30-40 万辆之间，故我们根据用途计算，预计 APU 潜在市场在 340 万左右。

APU 未来几年的市场销量能有多少

虽然 APU 作为一种辅助动力装置能够满足美国卡车防空转法规的要求，但我们也必须承认其实现卡车防空转不仅 APU 这一种技术路径。根据美国联邦环保总署（EPA）公布的内容，共有五种技术路径可以实现卡车防空转法规，APU 在其中是最好的一种但也是最贵的一种，但随着油价的攀升以及 APU 产品价格的下降，使用 APU 产品的回报周期已从 4 年下降到 2 年，这促进了 APU 产品市场份额的提升，目前 APU 在所有技术路线的市场占有率基本提升至 25%-30% 左右。假设 2011 年所有载重在 10000 磅以上的卡车全部安装上辅助动力装置，按总数目 340 万，09-11 年实施的比例分别为 20%、30% 和 50% 计算，且我们预测 09-11 年 APU 的市场占有率分别为 30%、40% 和 45%，则 APU 产品对应年销量分别为 20.4 万、40.8 万和 76.5 万台。

公司 09-11 年预测销量为多少？

目前美国 APU 市场的生产厂商包括公司在内约为 20 家左右，其中市场基本呈高度集中态势，但我们认为这种高度集中仅是暂时的，由于此前 APU 市场容量较小，且离最后实施时间较远，故整个 APU 市场在 08 年之前可以认为都没有启动过，整个市场基本被几家企业所垄断，如前四家的市场占有率在 80% 左右。但我们认为公司进入市场后其成功的概率较大：（1）产品技术水平相当；（2）产品价格较同类产品便宜 15%-20% 左右；（3）08 年底行业第二大公司由于金融危机破产，公司能够依托价格优势迅速抢占其遗留的市场份额；（4）公司网点布局迅速，拥有的排他性销售渠道能够



迅速打开销路；故我们认为在整个 09 年行业启动的背景下，公司能够迅速提升其市场份额，产品销售或将迎来迅速增长。若给予公司 09-11 年 10% 的市场份额计算，则公司 09-11 年 APU 产品销量预计在 2 万台、4 万台和 7.6 万台。

通过我们对公司近几个月运行状况的分析和判断，认为我们前期对公司 09 年 2 万台销量的预期是合理的，美国 APU 市场在近期的增长超出本人首次推荐报告时候的预期。对于 10 年、11 年的销量预测，我们与众不同的认识在于，必须前瞻性地考虑美国经济复苏以及第二大生产商破产造成的“市场溢出效应”对江淮动力 APU 业务的正面影响，而奥巴马政府在节能减排领域的决心有理由让投资者坚定 APU 市场前景和增长。因此，我们有理由继续保持乐观的判断。

盈利预测

随着油价的上涨以及奥巴马政府对节能减排政策的推动，我们预计公司 APU 业务在大洋彼岸或将迎来高速增长。由于我们预计 09 年公司风机业务将略低于我们此前 300 台的预期，故我们对公司 09 年盈利作出一定的微调，重新预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.44 元和 0.51 元，考虑到公司未来几年的高成长性，给予 2010 年 20 倍 PE，公司合理股价约为 10.2 元，离 7.4 元的上周收盘价有 37.8% 的上升空间，重申公司“推荐”评级。一旦美国经济复苏超出预期、国际油价上涨超出预期以及奥巴马政府在商用车领域减排政策方面出现新的变化，不排除我们上调股价目标位的可能。

风险提示：

公司 APU 业务产销低于预期；



图 4、公司各项业务收入（亿元）

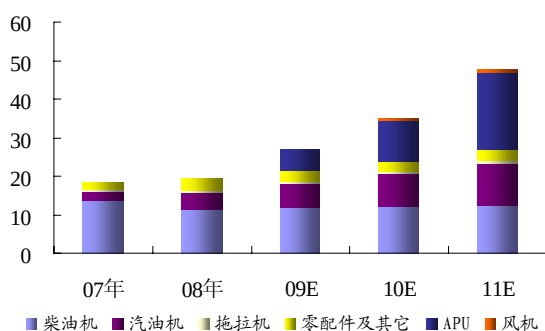
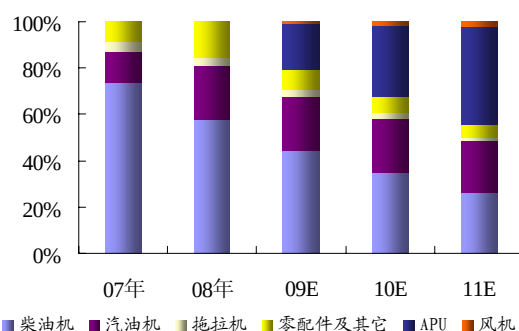


图 5、各项业务收入比例



资料来源：长城证券研究所

图 6、公司各项业务毛利（亿元）

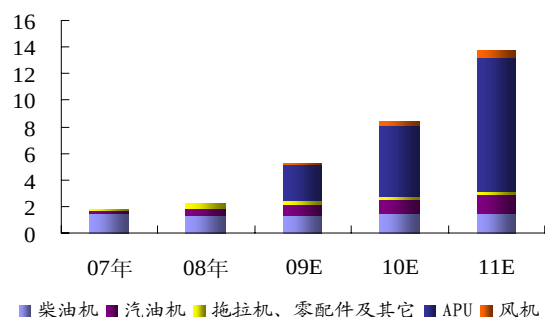
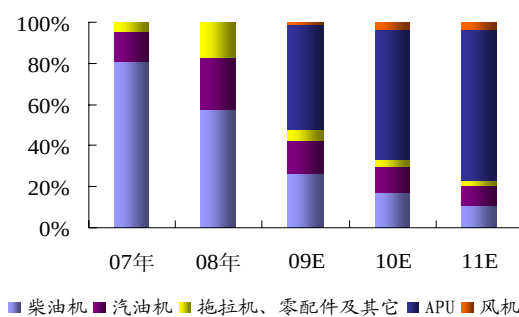


图 7、公司各项毛利比例



资料来源：长城证券研究所

图 8、公司毛利率变动

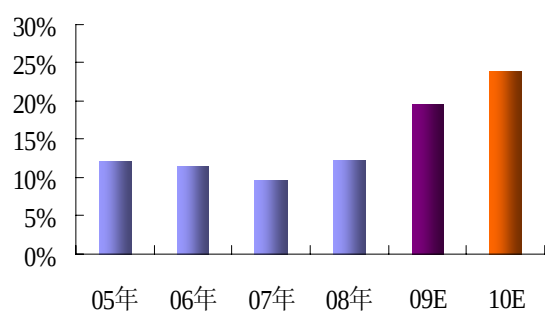
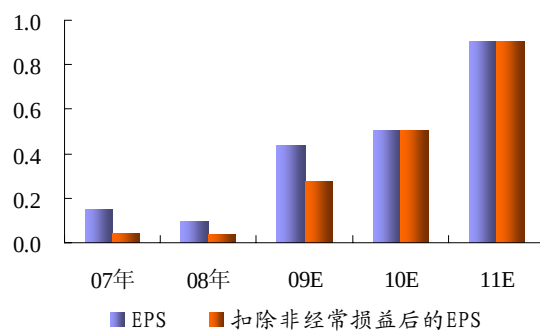


图 9、公司 EPS 情况（元）



资料来源：长城证券研究所

附录

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	203,619	278,081	360,219	488,752	成长性				
营业成本	178,547	223,597	273,787	349,369	营业收入增长	6.8%	36.6%	29.5%	35.7%
销售费用	7,781	10,289	13,328	18,084	营业成本增长	3.7%	25.2%	22.4%	27.6%
管理费用	10,247	11,679	15,129	20,528	利润总额增长	-2.9%	413.2%	15.8%	77.9%
财务费用	5,435	2,466	2,241	1,899	净利润增长	-1.6%	345.0%	15.8%	77.9%
投资净收益	6,956	18,000	0	0	盈利能力				
营业利润	8,845	47,385	54,856	97,591	毛利率	12.3%	19.6%	24.0%	28.5%
营业外收支	389	0	0	0	销售净利率	4.1%	13.3%	11.9%	15.6%
利润总额	9,234	47,385	54,856	97,591	ROE	7.1%	23.8%	21.5%	27.5%
所得税	714	9,477	10,971	19,518	ROIC	6.1%	31.6%	49.6%	80.7%
少数股东损益	186	829	959	1,707	营运效率				
净利润	8,333	37,080	42,925	76,366	销售费用/收入	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
资产负债表 (万元)					管理费用/收入	6.5%	5.0%	4.2%	4.2%
货币资金	71,229	92,043	124,496	197,065	投资收益/利润	78.6%	38.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	25,072	34,240	44,354	60,180	所得税/利润总额	7.7%	20.0%	20.0%	20.0%
应收票据	2,410	3,291	4,263	5,784	应收帐款周转率	8.09	9.38	9.17	9.35
存货	38,808	48,600	59,508	75,936	存货周转率	4.91	5.12	5.07	5.16
流动资产合计	154,866	200,749	260,991	376,239	流动资产周转率	1.41	1.56	1.56	1.53
固定资产	70,708	85,800	97,738	104,607	总资产周转率	0.76	0.87	0.93	1.00
资产总计	287,256	350,911	425,701	550,360	偿债能力				
短期借款	49,511	47,511	47,511	47,511	资产负债率	59.0%	55.6%	53.1%	49.6%
应付款项	110,517	138,402	169,469	216,252	流动比率	0.98	1.09	1.21	1.44
流动负债合计	158,621	184,368	215,273	261,860	速动比率	0.73	0.83	0.94	1.15
长期借款	9,530	9,530	9,530	9,530	每股指标 (元)				
负债合计	169,485	195,232	226,137	272,723	EPS	0.098	0.438	0.507	0.903
股本	84,600	84,600	84,600	84,600	每股净资产	1.39	1.84	2.36	3.28
留存收益	32,088	69,168	112,093	188,459	每股经营现金流	0.23	0.54	0.63	1.07
少数股东权益	1,083	1,911	2,871	4,578	每股经营现金/EPS	2.4	1.2	1.2	1.2
权益合计	117,771	155,679	199,564	277,637	估值				
负债和股东权益总计	287,256	350,911	425,701	550,360	PE	75.1	16.9	14.6	8.2
现金流量表 (万元)					PEG	0.22	1.07	0.19	—
经营活动现金流	19,863	45,950	53,589	90,705	PB	5.3	4.0	3.1	2.3
其中营运资本减少	49,290	2,678	3,117	3,907	EV/EBITDA	62.05	18.13	10.63	6.26
投资活动现金流	-29,246	-23,136	-21,136	-18,136	EV/SALES	3.37	2.46	1.90	1.40
其中资本支出	-12,044	-20,000	-18,000	-15,000	EV/IC	9.10	7.73	6.99	6.75
融资活动现金流	6,158	-2,000	0	0	ROIC/WACC	0.63	3.24	5.09	8.28
净现金总变化	-3,767	20,814	32,454	72,569	REP	14.54	2.38	1.37	0.81

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍:

吕 磊: 北京航空航天大学汽车工程系硕士、学士, 3年证券行业从业经历, 任汽车及零配件行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>