

江淮动力 (000816)

业务逐渐步入佳境

——江淮动力调研简报

✍ 吴昊 吕娟
 ☎ 137 6029 9379 021-38676139
 ✉ wuh@gtjas.com lvjuan@gtjas.com

本报告导读：

- 业务态势良好，向上拐点基本确立。市场最近预期的煤矿注入存在不确定性。

事件：

- 8月7日，我们同部分基金人士共同调研了江淮动力。
- 公司各业务逐渐进入佳境，向上拐点基本确立。
- 汽油机：继宗申动力在汽油机领域同美国MTD进行合作后，公司也顺利牵手通机巨头公司美国百力通，09年下半年将进入放量期。原有汽油机业务逐步从今年上半年低点走出，出口形势也在好转。
- APU：今年上半年销量3500台，全年有望实现1万台销量，尽管同公司预期的2万台尚有距离，但经过充分的前期准备及市场检验，在政策推动下该业务明后两年进入快速增长期。
- 柴油机：国家政策补贴带动多缸柴油机近两年快速增长，今年上半年多缸柴油机收入增长17%，在柴油机中占比逐步提升，带动柴油机总体毛利率呈上升态势，由去年11.7%上升至今年上半年14.7%。
- 家用风机：公司产品技术已经成熟，二季度顺利进入美国使用名录，目前在手订单有几十台，预计2011年前后可以放量增长。在未来三盈利预测中，我们暂未考虑该业务贡献。
- 资产注入：市场最近传闻大股东注入煤矿的事情，经我们向公司求证，大股东在新疆确实有一个大煤矿的探矿权，初步探测储量达50多亿吨，品种是动力煤和焦煤，但是否注入及何时注入，公司尚未给出明确说法，具有一定的不确定性。

评论：

总体上看，公司业务已经完成成功转型，由一家柴油机制造商转型为清洁能源设备供应商，传统业务柴油机保持平稳、结构不断优化，汽油机OEM业务即将开始放量；新业务APU今年利润贡献达1/5左右，未来三年将成为业绩贡献主角。经过对各业务分析，预计09-2011年公司EPS分别为0.31元、0.44元及0.58元，结合行业估值水平及公司成长性，我们认为合理估值为10元/股，对应2010年PE22倍左右，给予“谨慎增持”的投资评级。

评级：谨慎增持

上次评级：首次评级

目标价格：¥10.00

上次预测：¥0.00

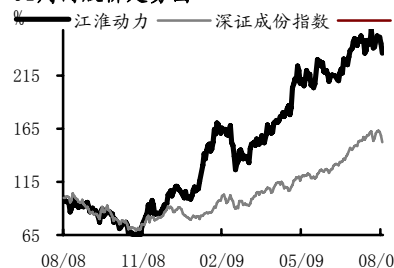
当前价格：¥7.38

2009.08.13

交易数据

52周内股价区间(元)	2.02 ~ 8.50
总市值(百万元)	6,506
总股本/流通A股(百万股)	846/846
流通B股/H股	
流通股比例	100.0%
日均成交量(百万股)	19.4
日均成交值(百万元)	110.4

52周内股价走势图



汽油机：代工业务即将放量

继宗申动力在汽油机领域同美国 MTD 进行合作后，公司也顺利牵手通机巨头公司美国百力通，09 年上半年同对方签订中长期合作协议，做对方代工，今年下半年开始进入放量期。

百利通为美国最大通用汽油机企业，09 年销量约 1200 万台。这次合作指定公司为其在中国唯一合作伙伴，双方共签署 7 个品种协议，达产销量对应 100 万台/年。如果合作顺利，双方将加大代工合作力度。

双方合作的第一个产品进展顺利，公司从研发到认证成功仅一年，今年 8 月份开始发货给百力通，代工业务即将进入放量增长期。

公司原有汽油机业务 08 年销量 45 万台，今年仍然保持平稳态势，由于产品主要为园林机械配套，消费品特征明显，受益出口复苏的程度较高，预计出口业务明年将恢复至较高水平。

今年公司计划实现 60 万台的汽油机总销量，基于原有业务平稳态势及合作业务放量，我们认为完成计划难度并不大。

APU：政策推动、迎来快速增长期

作为卡车辅助动力系统，APU 可以在卡车启动或制动时替代主发动机，为卡车提供制热、制冷以及其它动力源，起到节能减排的作用。

美国加州与 08 年初最先在美国颁布了反空转法律，要求载重在 10000 磅以上的卡车必须安装辅助动力装置来提供以往怠速期间所需的动力，降低排放，预计在 2011 年年底之前全美所有的卡车，包括新车及老车都将安装这种系统。

因此，未来两年美国市场 APU 将迎来爆发式的增长，而之后将进入平稳增长阶段，年需求量约 20 万台。

公司目前产能计划为 2011 年 6 万台/年，我们认为基于市场快速增长态势及较强的性价比优势，实现该销量应无问题。

该业务今年上半年主要在市场推广阶段，5 月开始批量发货，上半年实现 3500 台销量，全年有望实现 1 万台销量。尽管同公司预期的 2 万台尚有距离，但经过充分的前期准备及市场检验，明后两年将进入快速增长期。

柴油机：产品结构不断优化

随着国家惠农政策的大范围实施，国家财政补贴带动多缸柴油机近两年快速增长，今年上半年多缸柴油机收入增长 17%，在柴油机中占比由 1/4 逐步提升，由于其毛利率约 20%，远高于单缸 12%的水平，使得柴油机总体毛利率呈上升态势，由去年的 11.7%上升至今年上半年的 14.7%。

单缸机市场则处于逐步萎缩态势，但由于公司销售体制变革的推动，单缸机产品在产品结构和市场结构调整后，市场占有率在逐步提升，单缸机销量仍保持平稳。

家用风机：技术成熟、只待市场启动

公司该产品技术已经成熟，二季度产品顺利进入美国使用名录，目前在手订单有几十台。

该产品主要销往美国加州，美国加州已经指定政策对家用风力发电机实行补贴，经测算，补贴成本可以抵消产品购入成本。但目前加州破产是市场关注焦点，我们认为破产主要体现在财政压力上，补贴进度和力度可能比预期要低，但随着欧美经济复苏预期日渐强烈，该风险将逐步得到缓解。

该政策更大的背景是奥巴马政府对节能减排的空前重视。在奥巴马当选总统的 08 年，加州实现销售 9000 台，呈爆发式增长，预计今年仍有 1 万台左右，明年将进入快速增长，美国其他州也有望跟进，催生家用小型风力发电机市场。

在未来三盈利预测中，我们暂未考虑该业务贡献，若有较大增长，则业绩将有超预期表现。

后续业务整合或带来可观一次性损益

除了主营业务，公司尚有其它业务或股权贡献一次性收益。

公司持有的迪马股权已于今年上半年减持完毕，贡献 1.26 亿元投资收益，合计 EPS 0.15 元。

另外，公司持有东源地产 22.44% 的股权，初始投资 2.6 亿元，计划在未来 1-2 年内转让出去，回归主业，预计转让也会带来一定的投资收益。

由于盐城市实施“退城进区”，公司在老城区的 600 亩厂房用地将纳入政府规划，政府相应地对公司进行补贴，公司在 2010 年底前搬迁完毕，2011 年前后可能补贴到账。

最后，市场最近也在传闻大股东注入煤矿的事情。经我们向公司求证，大股东在新疆确实有一个大煤矿的探矿权，初步探测储量达 50 多亿吨，品种主要是动力煤和焦煤，但是否注入及何时注入，公司没有给与明确说法，具有较大的不确定性。

盈利预测：处于快速增长期，“谨慎增持”

基于公司柴油机产品结构优化推动盈利能力不断提升，汽油机及 APU 业务今年开始进入快速增长期，我们测算出公司 09-2011 年 EPS 分别为 0.31 元、0.44 元及 0.58 元。其中 09 年剔除迪马股权转让后，EPS 为 0.21 元，而 2010 年及 2011 年 EPS 并未考虑风力发电机及其它一次性收益贡献。

对于一家业务已经迎来向上拐点的公司，我们认为成长给出适当的溢价是合适的。建议给予 2010 年 20-22 倍 PE，对应的合理价值为 9-10 元/股。维持“谨慎增持”的投资评级。

风险提示

汽油机、APU 和家用风力发电机市场目前主要集中在美国，在宏观经济尚未复苏背景下，财政压力或导致政策推动力度及市场销售量低于预期。

钢铁如进一步大幅上升，对公司盈利能力有所负面影响。

作为一家民营企业，公司大股东发展战略及业务整合思路不为外界熟悉，市场对公司资产注入的预期存在无法兑现的风险。

作者简介:

吴昊: 华中科技大学工学硕士, 曾就职于联合证券研究所, 三年机械行业研究经历。2009 年 7 月加入国泰君安证券, 现任国泰君安证券销售交易部机械行业研究员。2007 年入围“新财富”最佳分析师。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com