

机械、汽车

报告原因: 调研报告

2010年2月3日

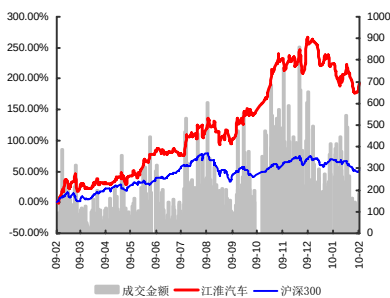
市场数据: 2010年2月2日

|             |           |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元)      | 9.29      |
| 一年内最高/最低(元) | 12.5/2.41 |
| 市净率         | 3.77      |
| 市盈率         | 18        |
| 流通A股市值(百万元) | 9515      |

基础数据: 2009年9月30日

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元)     | 3.29     |
| 资产负债率%       | 73       |
| 总股本/流通A股(百万) | 1289/880 |
| 流通B股/H股(百万)  | -/-      |

一年股价走势



执笔人

白宇

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbail982@yahoo.com.cn

电话: 010-82190365

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

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

## 江淮汽车 (600418)

产量高涨, 轻卡、MPV 业绩稳定增长, 轿车业绩高弹性

增持

维持评级

公司研究/点评报告

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 |
|-------|----------|--------|-------|------|-------|-------|-----|
| 2007A | 14724.64 | 3.16%  | 12.0% | 57   | -82%  | 0.044 | 210 |
| 2008A | 20412.82 | 38.63% | 15.0% | 283  | 397%  | 0.220 | 42  |
| 2009E | 29230.99 | 43.20% | 16.8% | 885  | 212%  | 0.686 | 14  |
| 2010E | 32154.09 | 10.00% | 17.6% | 1067 | 21%   | 0.828 | 11  |

投资要点:

- ◆ 公司1月产量高涨, 各个车型的产量均达到了近期新高。公司1月份计划生产4万辆左右, 其中轿车计划生产1.5万辆、轻卡1.5万辆, 瑞风6000辆、瑞鹰2000辆, 重卡及轻卡底盘各1500辆。轿车当中, 新车型和悦计划生产5000辆、同悦9000辆、宾悦1000辆。与公司09年月度销量水平比较, 公司产量远高于历史水平, 这主要是由于: 1) 目前订单状况良好; 2) 公司在1、2月份主要是储备生产阶段, 为3月份开始的销量小旺季做准备; 3) 公司对10年汽车销量整体看好, 公司预计10年汽车销量增长14%左右。
- ◆ 公司轿车业务快速发展, 已经成为成功的自主轿车品牌。公司09年销售轿车6.6万辆, 其中同悦车型销售5.8万辆, 月均销售4800辆, 已经成为非常成功的自主品牌车型, 10年我们预计同悦的月销量有望维持在5000台左右。09年9月份推出的和悦轿车在经过导入期之后也开始逐渐放量, 12月份达到3000台左右, 我们认为随着和悦三厢的推出, 和悦车型有望进一步上量, 10年月销量有望达到5000台左右。10年公司还将在二季度推出小排量车悦悦, 继续完善1.6L以下经济型轿车的产品线。高端轿车方面, 小改款的宾悦也将在10年推出, 这对公司业绩影响较小, 但对公司高端轿车的技术积累和储备将继续产生积极作用。
- ◆ 轿车业务盈利弹性高。目前公司拥有1条柔性化的轿车生产线, 产能经改造后可达30万辆。公司的轿车和SUV全部共线生产, 09年公司轿车略有亏损, 但10年销量如达到我们上述估计话, 公司轿车盈利将大幅度增长。同时, 公司08年投入7.6亿元建设的20万辆小排量轿车发动机生产线已经开始生产样机, 预计10年下半年公司轿车的发动机自配率将继续提升。此外, 11年公司的轿车变速箱生产线也将达产, 这对

请务必阅读正文之后的特别声明部分



未来公司轿车的盈利将起到较大的影响。最后，作为规模效应影响非常显著的汽车生产，公司轿车产量和销量的提升将显著的降低公司轿车零部件的采购成本和产品的营销成本。因此，未来公司轿车业务的业绩增长弹性较高。

- ◆ **“以旧换新”、“汽车下乡”继续推进轻卡销量。**公司从生产轻卡开始进入整车制造领域。目前公司轻卡产品覆盖高端、低端各个产品线，在轻卡市场上公司市场占有率稳定在 10%左右，市场排名第三。公司比较看好 10 年轻卡的增长，认为“以旧换新”政策加大将会进一步促使城市物流用轻卡的更新，而“汽车下乡”将会促进农村生产性汽车消费的增长，从而促进轻卡在农村市场的销售。09 年受原材料成本下降的影响，公司轻卡毛利率大幅度提高到 16%。我们预计公司 10 年轻卡销量有望增长 15%以上，同时盈利将继续维持较高水平。
- ◆ **瑞风继续为公司业绩增长提供稳定动力。**公司的瑞风产品一直保持了较高的销量和毛利率，是业内 MPV 车型的成功典范，一直也是公司盈利的稳定来源。09 年瑞风销量再创新高，全年销售达到 4.6 万辆，同比增长 28%，略高于行业平均增长水平。作为一款面世较久的车型，瑞风在新款 MPV 车型频频面世的情况下，仍能保持较高的销量足见其受欢迎程度。09 年底开始，行业 MPV 销量增速开始加快，尤其是 12 月份，单月 MPV 销量同比增长达到 126%。我们认为因主要用于商用，随着宏观经济整体恢复，工商企业支出将进一步的加大，MPV 将在 10 年进一步加速增长。公司目前拥有 MPV 生产线一条，产能 5 万辆，经过多年的生产，此条生产线的产品成本已经能够控制在非常低的水平。10 年下半年公司将推出瑞风 2 代车型，短期会增加一定的程度的模具摊销成本，但长期将继续保证公司 MPV 产品的竞争力，使公司此块儿业务继续保持较高的盈利水平。。
- ◆ **重卡及底盘业务难以贡献大幅度增长，公司长期将围绕轿车、MPV、轻卡进行业务发展。**公司目前拥有重卡生产线 1 条，产能约 2 万辆。09 年公司重卡销量达到 1.3 万辆，同比增长 18%，基本同步行业发展。公司重卡业务将交由与卡特皮勒、Navistar 成立的合资子公司来发展，主要着重于一些重卡细分市场。公司未来的主要发展重心将转移到轿车、MPV、以及轻卡上。公司的目标是保持目前 MPV 及轻卡的市场地位，不断推进此两种车型的高端化，提高其盈利水平。轿车业务方面，公司在成功的进入经济型轿车领域后，未来将积极引进资金及技术平台，拓展高端轿车产品的发展。同时在新能源轿车方面，

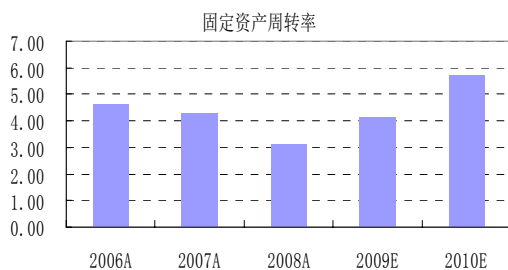
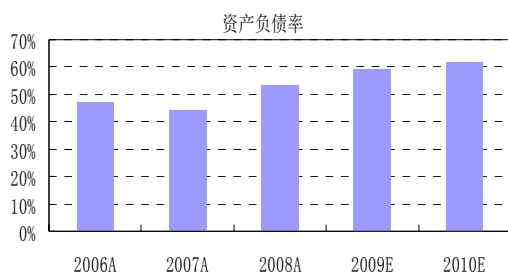
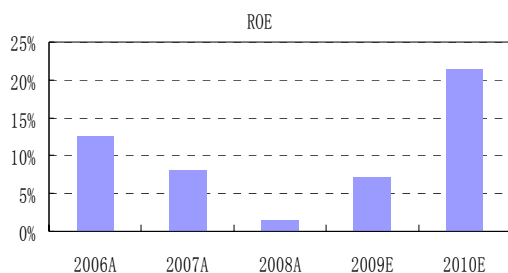
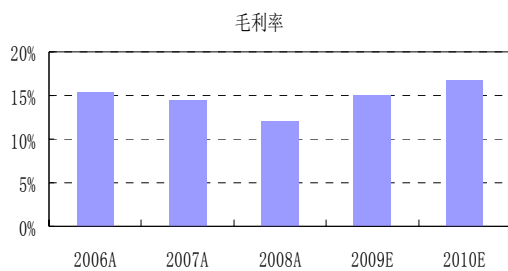
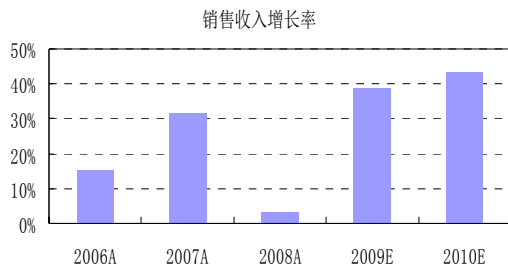


公司将通过引进技术努力推进天然气轿车的发展。

- ◆ **投资建议：**公司 09 年业务成功转型，业绩大幅度增长，不考虑计提宾悦车型的资产减值损失，公司经营性业绩达到了 0.35 元以上。10 年，我们预计公司轿车业务将开始贡献业绩增长，轻卡和 MPV 业绩也将分别增长 15%左右。我们预计公司 09 年、10 年 EPS 分别达到：0.23、0.7 元，目前公司股价对应动态 PE 分别：40、13 倍，业绩安全边际较高。同时考虑到公司轿车业务的高弹性发展，我们认为公司的估值也应略高于行业平均水平，因此继续维持对公司的“**增持**”评级。
- ◆ **风险因素。**1) 公司轿车产品销量未达到预计目标。2) 轻卡受原材料上涨而面临盈利下降风险。



## 财务报表预测



| 利润表               | 2008A          | 2009E           | 2010E           | 2011E           |
|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入              | 14724.64       | 20412.82        | 29230.99        | 32154.09        |
| 减: 营业成本           | 12958.92       | 17359.94        | 24320.07        | 26500.04        |
| 营业税金及附加           | 381.26         | 528.54          | 756.87          | 832.56          |
| 营业费用              | 649.83         | 1286.01         | 1753.86         | 2057.86         |
| 管理费用              | 663.53         | 755.27          | 1081.55         | 1189.70         |
| 财务费用              | 25.51          | 85.00           | 76.31           | 75.97           |
| 资产减值损失            | 39.11          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>营业利润</b>       | <b>4.86</b>    | <b>398.06</b>   | <b>1242.33</b>  | <b>1497.95</b>  |
| 加: 其他非经营损益        | 17.81          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>       | <b>22.67</b>   | <b>398.06</b>   | <b>1242.33</b>  | <b>1497.95</b>  |
| 减: 所得税            | -37.42         | 99.51           | 310.58          | 374.49          |
| <b>净利润</b>        | <b>60.09</b>   | <b>298.54</b>   | <b>931.75</b>   | <b>1123.46</b>  |
| 减: 少数股东损益         | 3.03           | 15.08           | 47.06           | 56.74           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>57.05</b>   | <b>283.46</b>   | <b>884.69</b>   | <b>1066.72</b>  |
| 资产负债表             | 2008A          | 2009E           | 2010E           | 2011E           |
| 货币资金              | 682.90         | 204.13          | 397.34          | 321.54          |
| 应收和预付款项           | 891.25         | 1594.95         | 1938.46         | 1935.76         |
| 存货                | 791.08         | 1633.09         | 1763.01         | 1937.50         |
| 长期股权投资            | 23.20          | 23.20           | 23.20           | 23.20           |
| 投资性房地产            | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产和在建工程         | 5716.45        | 5962.15         | 6107.86         | 6153.56         |
| 无形资产和开发支出         | 634.29         | 764.11          | 873.93          | 963.76          |
| 其他非流动资产           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>资产总计</b>       | <b>8739.18</b> | <b>10181.64</b> | <b>11103.80</b> | <b>11335.33</b> |
| 短期借款              | 448.11         | 1936.00         | 0.00            | 1972.90         |
| 应付和预收款项           | 3593.05        | 3506.34         | 6235.70         | 4339.03         |
| 长期借款              | 550.00         | 550.00          | 550.00          | 550.00          |
| 其他负债              | 68.91          | 68.91           | 68.91           | 68.91           |
| <b>负债合计</b>       | <b>4660.06</b> | <b>6061.25</b>  | <b>6854.61</b>  | <b>6930.84</b>  |
| 股本                | 1288.74        | 1288.74         | 1288.74         | 1288.74         |
| 资本公积              | 1324.70        | 1324.70         | 1324.70         | 1324.70         |
| 留存收益              | 1391.30        | 1417.49         | 1499.23         | 1597.79         |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | <b>4004.74</b> | <b>4030.93</b>  | <b>4112.67</b>  | <b>4211.23</b>  |
| 少数股东权益            | 74.37          | 89.45           | 136.51          | 193.26          |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>4079.11</b> | <b>4120.38</b>  | <b>4249.18</b>  | <b>4404.49</b>  |
| <b>负债和股东权益合计</b>  | <b>8739.18</b> | <b>10181.64</b> | <b>11103.80</b> | <b>11335.33</b> |
| 现金流量表             | 2008A          | 2009E           | 2010E           | 2011E           |
| 经营性现金净流量          | 578.63         | -424.39         | 4208.47         | 195.44          |
| 投资性现金净流量          | -1086.01       | -1200.00        | -1200.00        | -1200.00        |
| 筹资性现金净流量          | 502.00         | 1145.62         | -2815.26        | 928.77          |
| <b>现金流量净额</b>     | <b>-9.60</b>   | <b>-478.77</b>  | <b>193.21</b>   | <b>-75.79</b>   |

## 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。