

江淮汽车 (600418)

增持/ 维持评级

股价: RMB8.78

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

分析师

黄未樵

SAC 执业证书编号:S1000210050049

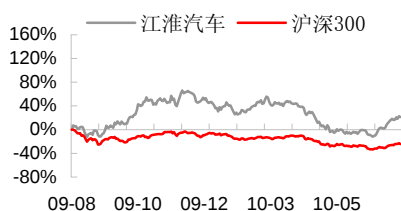
+755-82366964 huangwq@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	1289
流通 A 股(百万股)	1073
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	9420

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

借力仰融谋新能源汽车突破

—江淮新能源汽车项目点评

- 2010 年 8 月 3 日, 安徽江淮汽车股份有限公司与天津正道股权投资管理有限公司签署了《关于节能环保新能源汽车项目合资合作意向书》, 双方有意在节能环保新能源汽车及其动力总成等产品方面开展合资合作。
- 我们对此合作持乐观态度, 但不可否认以目前正道所公布的技术能力来看, 仍难以支撑其规划目标, 未来仍需借助仰融历来出色的运作能力, 以期获得更多的资源与技术支持。
- 江淮在新能源汽车领域, 既不具备类似上汽、一汽这样的合资背景以实现技术引进, 在自主研发上又远落后于长安、奇瑞这样的同级别自主品牌。因此, 本次合作无疑是江淮谋求新能源汽车突破的重要手段。
- 正道在一系列关于新能源汽车的运作后, 其下一步的主要任务是通过合作获得轿车目录, 为其在国内生产新能源汽车获取准生证。因此, 正道与江淮的合作无疑是其国内计划的重要一环, 双方合作属于各取所需。
- 从正道过去公布的新能源汽车技术路径和其技术储备来看, 在国家明确重点发展的新能源汽车主流技术的电动汽车领域, 其技术储备和资源仍明显不足。特别是首期投资总额不少于人民币 20 亿元, 主要投资于节能环保新能源汽车动力总成及核心零部件的规划, 更令我们认为该项目未来仍需引入更多的技术与资源。
- 仰融过去一系列的成功运作, 包括华晨项目引入宝马、北美造车项目, 均展现了其在资源、资本运作上独到的能力, 因此对于未来正道在合资项目上引入更多的资源, 我们觉得是可以期待的。
- 我们上调公司 2010、2011 年 EPS 预测至 0.77 元及 1.03 元, 对应 PE 分别为 11.4 倍和 8.6 倍, 估值水平仍然较有吸引力, 同时考虑到短期内该事件有望成为股价催化剂, 因此仍然维持“增持”评级。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E
营业收入(百万元)	20091.7	8080.5	29685.5	33842.4
(+/-%)	36.4	105.8	47.8	14.0
归属母公司净利润(百万元)	335.7	255.0	988.9	1321.5
(+/-%)	488.4	448.9	194.6	33.6
EPS(元)	0.26	0.20	0.77	1.03
P/E(倍)	33.7	44.4	11.4	8.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

事件：携手正道，进军新能源汽车

2010年8月3日，安徽江淮汽车股份有限公司与天津正道股权投资管理有限公司签署了《关于节能环保新能源汽车项目合资合作意向书》，双方有意在节能环保新能源汽车及其动力总成等产品方面开展合资合作。首期投资总额不少于人民币20亿元，主要投资于节能环保新能源汽车动力总成及核心零部件。

点评

我们对此次合作持乐观态度，但不可否认以目前正道所公布的技术能力来看，仍难以支撑其规划目标，未来仍需借助仰融历来出色的运作能力，以期获得更多的资源与技术支持。

我们的主要观点为：

1. 在目前新能源汽车已成为国家重点扶持的新兴支柱产业和未来中国汽车产业取得突破的着力点的境况下，江淮在这方面明显已经处于落后，既不具备类似上汽、一汽这样的合资背景以实现技术引进，在自主研发上又远落后于长安、奇瑞这样的同级别自主品牌。因此，本次合作无疑是江淮谋求新能源汽车突破的重要手段。
2. 2010年初以来，正道汽车通过旗下企业与意大利乔治亚罗设计公司签署整车开发和设计协议，收购国内锂电池制造商佳倍思，并在天津注册成立了正道股权投资管理公司作为其在国内进行新能源汽车项目运作的平台。正道下一步的主要任务就是与地方政府合作获得轿车目录，为其在国内生产新能源汽车获取准生证。因此，正道与江淮的合作无疑是其国内计划的重要一环，双方合作属于各取所需。
3. 年初正道宣布收购国内锂电池制造商佳倍思，以及聘请现任清华大学汽车工程开发研究院常务副院长、汽车安全与节能国家重点实验室副主任、北京市政府专家顾问宋健为独董，这一系列动作均预示着正道在混合动力及纯电动汽车领域的加速，但从正道过去公布的新能源汽车技术路径和其技术储备来看，在国家明确重点发展的新能源汽车主流技术的电动汽车领域，其技术储备和资源仍明显不足。特别是首期投资总额不少于人民币20亿元，主要投资于节能环保新能源汽车动力总成及核心零部件的规划，更令我们认为该项目未来仍需引入更多的技术与资源。
4. 仰融过去一系列的成功运作，包括华晨项目引入宝马、北美造车项目，均展现了其在资源、资本运作上独到的能力，因此对于未来正道在合资项目上引入更多的资源，我们觉得是可以期待的。同时，正道的核心团队中王川涛曾任美国通用全球模具-冲压-制造工程技术中心首席工程师和通用技术院士；侯俊文曾任美国克莱斯勒汽车公司交错轴齿轮设计和制造装备方面多个要职，这些核心成员的存在都有可能帮助其实现资源获取。

附：仰融造车技术路线部分原文

1. 初始阶段为 2012-2016 年，正道第一代 CNG 混合动力汽车

采用以天然气为主要燃料（汽油仅在紧急时备用）具有共轨式燃料供给系统的缸内直喷（汽油与 CNG 均为向气缸内直喷）、压缩比高达 1:13 的缸内直喷，增压、中冷的第三代压缩天然气（CNG）发动机，并根据车辆等级、车辆总质量需求，添加进、排气系统均为可变气门正时的（DVVT）技术、可变气门升程（VVL）技术、可控自动点火（CAI）技术、可变压缩比（VCR）技术、两级废气涡轮增压（Twin Turbo）技术以及带有冷却系统的集成式排气歧管，从而致使用于高级轿车的发动机升功率达到 134kW/L。

为进一步提高动力性和降低有害污染物的排放量，特别是 CO₂ 的排放量，车族中的所有车型均装有带有自动离合器的全混合动力装置（混入的电功率为 50~100kW）和 7 档 AMT 自动变速器，并大量采用铝镁合金、超高强度钢、甚高强度钢以及工程塑料使整车总质量较传统汽车轻 25%；大量应用虚拟设计（Virtual Engineering）数字仿真（Digital Simulation）和数字试验样车（DPT）技术，使整车的迎风空气阻力系数降至 0.25 以下；此外，还要在发动机中广泛使用滚动轴承替代滑动轴承，应用低滚动阻力轮胎，以确保整车的高动力性和 CO₂ 排放量满足欧盟法规要求，享受低 CO₂ 排放优惠免税政策。

2. 第二阶段（2017-2020）正道第二代 CNG 混合动力汽车

在完善、改进初始阶段第三代 CNG 发动机的基础上，导入微波点火空间燃烧技术使发动机的热效率提高 30%；在此基础上，再导入 2/4 冲程并用技术，使发动机的效率再提高 40%；在整车方面，采用碳纤维增强板，进一步降低整车质量和迎风空气阻力系数，确保 CO₂ 排放量满足欧盟 2020 年法规要求；此外，还要根据各国当时的发电构成情况（尤其用于发电的一次能源为清洁能源时），开发采用阿金森循环或米勒循环的串级增压 CNG 发动机和第二代电动轮（带有车轮转向系统、悬挂系统的表面永久磁铁外转子轮毂电机——如西门子公司采用了 eConer 技术的电动轮），并装用叠层型大容量全固体锂离子蓄电池组的插电式（Plug-in）混合动力汽车。

3. 第三阶段（2021-2030 年）以纳米发动机为动力的无蓄电池电动汽车技术。

以电池技术为主的电动汽车在相当长的时间里除面临许多其他技术挑战和限制外，还会更多的受到电池能量密度（单位质量的能量输出）低的约束。电池输出的功率和能量与电池的重量成正比。笨重的电池使汽车重量加大，缩短了电池的续航里程。碳氢燃料（汽油，柴油，天然气，氢）能量密度远大于电池能量密度，其中天然气的能量密度为锂离子电池能量密度的 116 倍。

纳米发动机正是利用了碳氢燃料能量密度高的优点，利用纳米材料和纳米制造技术将传统内燃发动机微型化（指甲大小）。微型化的活塞与气缸在相对运动中接近零摩擦，从而极大地提高了发动机的能量效率。一台纳米发动机可驱动一个微型发电机以产生一定的电力。将一系列纳米发动机驱动的微型发电组合在一起，其提供的电力足以驱动一台主电动机或数个轮毂电动机进而驱动汽车。

表 1 财务报表预测

资产负债表			单位:百万元	利润表			单位:百万元
	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E
流动资产	5426	7645	10270	营业收入	20092	29685	33842
现金	3294	4375	6520	营业成本	17179	25084	28379
应收账款	305	619	704	营业税金及附加	512	772	880
其他应收款	32	108	99	营业费用	1169	1633	1861
预付账款	298	401	454	管理费用	622	980	1117
存货	1280	1756	1987	财务费用	-4	14	-2
其他流动资产	217	386	508	资产减值损失	237	25	25
非流动资产	6947	6841	6476	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	26	26	26	投资净收益	3	0	0
固定资产	5297	5368	5205	营业利润	380	1178	1583
无形资产	506	481	456	营业外收入	50	25	25
其他非流动资产	1118	965	789	营业外支出	6	0	0
资产总计	12373	14486	16746	利润总额	424	1203	1608
流动负债	7168	8412	9338	所得税	81	205	273
短期借款	50	50	50	净利润	342	999	1334
应付账款	2357	3595	3980	少数股东损益	6	10	13
其他流动负债	4762	4767	5307	归属母公司净利润	336	989	1322
非流动负债	773	773	773	EBITDA	1129	1798	2245
长期借款	576	576	576	EPS (元)	0.26	0.77	1.03
其他非流动负债	196	196	196				
负债合计	7941	9185	10110	主要财务比率			
少数股东权益	109	119	131		2009	2010E	2011E
股本	1289	1289	1289	成长能力			
资本公积	1315	1315	1315	营业收入	36.4%	47.7%	14.0%
留存收益	1719	2579	3901	营业利润	7727.9%	209.6%	34.3%
归属母公司股东权益	4323	5183	6504	归属于母公司净利润	488.4%	194.6%	33.6%
负债和股东权益	12373	14486	16746	获利能力			
				毛利率(%)	14.5%	15.5%	16.1%
现金流量表			单位:百万元	净利率(%)	1.2%	1.7%	3.3%
	2009	2010E	2011E	ROE(%)	7.8%	19.1%	20.3%
经营活动现金流	3357	1986	2443	ROIC(%)	15.0%	63.7%	176.5%
净利润	342	999	1334	偿债能力			
折旧摊销	753	606	665	资产负债率(%)	64.2%	63.4%	60.4%
财务费用	-4	14	-2	净负债比率(%)	11.18%	6.82%	6.20%
投资损失	-3	0	0	流动比率	0.76	0.91	1.10
营运资金变动	2090	341	436	速动比率	0.58	0.70	0.89
其他经营现金流	179	26	10	营运能力			
投资活动现金流	-624	-500	-300	总资产周转率	1.90	2.21	2.17
资本支出	672	500	300	应收账款周转率	51	58	46
长期投资	-6	0	0	应付账款周转率	8.00	8.43	7.49

其他投资现金流	41	0	0	每股指标(元)			
筹资活动现金流	-158	-405	2	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.77	1.03
短期借款	-398	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	1.54	1.90
长期借款	26	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.35	4.02	5.05
普通股增加	0	0	0	估值比率			
资本公积增加	-10	0	0	P/E	33.71	11.44	8.56
其他筹资现金流	223	-405	2	P/B	2.62	2.18	1.74
现金净增加额	2576	1081	2145	EV/EBITDA	8	5	4

数据来源：华泰联合证券研究所预测

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com