

2010-08-09

汽车制造

江淮汽车 600418.SH

维持

买入

当前价格	9.71 元
目标价格	11.7 元
目标期限	6 个月

分析师:

于特(执业证书编号: S0930210060004)

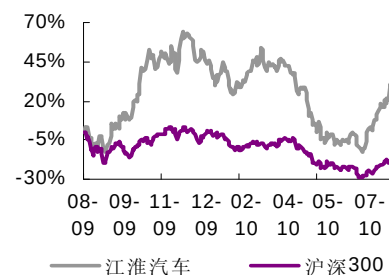
021-22169158

yute@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,289
总市值(百万元)	12,514
流通比例(%)	83.25%
12 个月最高/最低(元)	12.48/6.01
近 3 月日均成交量(百万股)	29.27
主要股东	安徽江淮汽车集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	28.68	25.05	51.02
绝对收益	41.97	27.92	33.11

相关报告:

新能源汽车业务驶入“正道”
..... 2010-08-03

轿车去库存基本结束
..... 2010-08-02

新能源汽车发展战略初定

◇ 事件: 公司公布半年报、天津正道合作项目进展

公司上半年实现营业收入 161.6 亿元, 同比增长 73.3%; 营业利润 5.7 亿元, 同比增长 683.3%, 净利润 4.9 亿元, 同比增长 328.4%; 实现基本每股收益 0.38 元, 上年同期为 0.09 元。

◆ 良好的业绩表现, 得益于产销规模的扩大

上半年公司销售汽车 24.4 万辆, 同比增长 67.2%; 其中瑞风 MPV 3.3 万辆, 同比增长 53.2%, 轻卡 11.4 万辆, 同比增长 46.0%, 轿车 6.2 万辆, 同比增长 119.8%, 客车底盘 1.2 万辆, 同比增长 58.9%, 重卡 1.3 万辆, 同比增长 134.1%, 瑞鹰 SRV9,982 辆, 同比增长 98.4%。公司销售规模的扩大直接导致公司营业收入的大幅增长; 同时也提升了盈利能力, 上半年公司产品综合毛利率为 16.67%, 同比上升 2.7 个百分点。

◆ 轿车业务已经处于最差时点, 逐渐向好可期

公司一季度销售轿车 37,397 辆, 二季度销售 24,862 辆, 季度环比下降 33.5%。二季度轿车销量回落一方面是受到自主品牌轿车行业不景气的影响, 更主要的是在消化一季度经销商库存。目前该部分库存已经基本消化, 最迟 9 月份轿车销量将出现环比回升。节能车补贴政策实施相关细则目前正在制定当中, 预计 9 月份左右会明朗, 这也将促进公司轿车产品的销售。

◆ 新能源汽车整车及核心总成是公司未来投资主要方向

公司与天津正道将成立的 50:50 股权的合资公司, 该公司注册资本 7 亿元, 首期投资总额不低于 20 亿元; 项目总投资约 300 亿元人民币, 产能规划目标为未来 8 年内实现整车 100 万台, 动力总成 100 万台套及 1200 万 KWH 锂离子动力电池。以目前公司产销规模和实力, 这个规划还是超出市场的预期。

新能源汽车是汽车产业发展的大趋势, 国家不断出台鼓励政策。据媒体报道, 目前《新能源汽车产业规划》正在制定当中, 国家计划投资 1000 亿元鼓励新能源汽车及核心零部件发展。

◆ 盈利预测与投资评级

预计公司 2010 年、2011 年 EPS 为 0.78 元、0.93 元, 目前股价对应 PE 是 12 倍、10 倍。我们看好公司轿车业务的发展前景, 同时公司新能源汽车合资项目符合汽车产业发展潮流, 给予公司“买入”评级, 目标价 11.7 元。

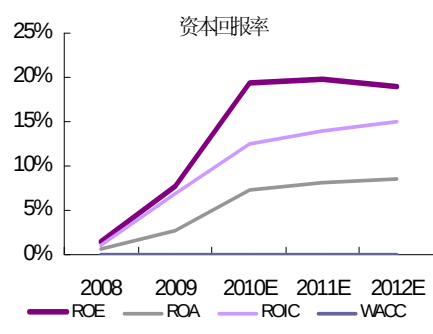
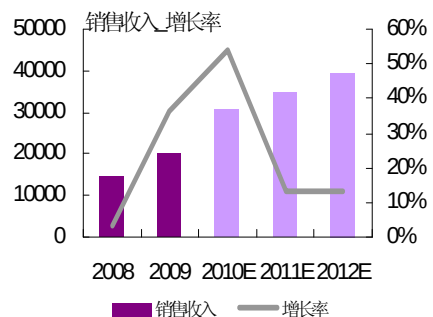
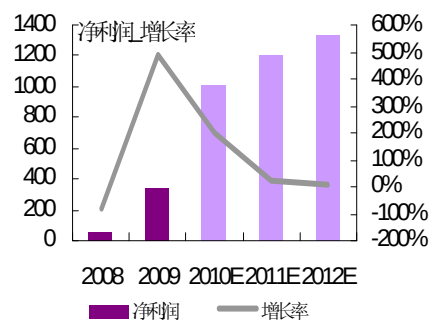
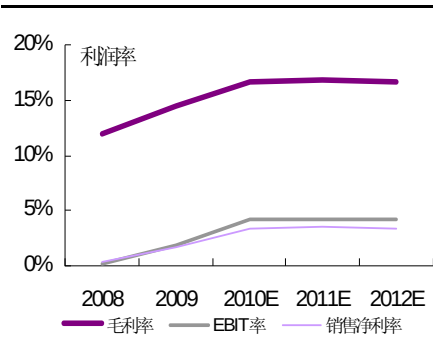
业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	14,725	20,092	30,914	34,998	39,600
营业收入增长率	3.16%	36.45%	53.87%	13.21%	13.15%
净利润(百万元)	57	336	1,007	1,201	1,332
净利润增长率	-82.63%	488.39%	199.95%	19.26%	10.90%
EPS(元)	0.04	0.26	0.78	0.93	1.03
ROE(归属母公司) (摊薄)	1.42%	7.76%	19.36%	19.71%	18.86%
P/E	219	37	12	10	9
P/B	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	29	-8	12	10	8

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	14,725	20,092	30,914	34,998	39,600
营业成本	12,959	17,179	25,765	29,100	33,020
折旧和摊销	479	-1,882	31	44	51
营业税费	381	512	788	875	970
销售费用	650	1,169	1,799	2,037	2,305
管理费用	664	622	1,329	1,487	1,663
财务费用	26	-4	25	57	45
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-2	3	0	0	0
营业利润	5	380	1,271	1,437	1,593
利润总额	23	424	1,268	1,507	1,673
少数股东损益	3	6	20	20	23
归属母公司净利润	57.05	335.69	1,006.90	1,200.84	1,331.73

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	8,821	12,373	13,948	14,857	15,861
流动资产	2,386	5,426	6,917	7,820	8,846
货币资金	704	3,294	3,710	4,200	4,752
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	411	305	521	589	667
应收票据	219	217	334	378	428
其他应收款	75	32	55	54	47
存货	791	1,280	1,930	2,183	2,480
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	23	26	26	26	26
固定资产	4,711	5,297	5,507	5,664	5,765
无形资产	370	506	547	519	493
总负债	4,742	7,941	8,618	8,614	8,629
无息负债	3,744	7,053	5,435	6,096	6,874
有息负债	998	888	3,184	2,517	1,755
股东权益	4,079	4,432	5,330	6,243	7,231
股本	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289
公积金	1,754	1,804	1,958	2,141	2,344
未分配利润	963	1,231	1,955	2,664	3,427
少数股东权益	74	109	129	149	172

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	567	3,357	-1,691	1,565	1,749
净利润	57	336	1,007	1,201	1,332
折旧摊销	479	-1,882	31	44	51
净营运资金增加	-559	-2,143	4,010	247	254
其他	590	7,046	-6,738	73	112
投资活动产生现金流	-1,086	-624	-50	-50	-30
净资本支出	-634	-748	50	50	30
长期投资变化	23	26	0	0	0
其他资产变化	-475	97	-100	-100	-60
融资活动现金流	502	-158	2,156	-1,025	-1,167
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	641	-110	2,296	-666	-762
无息负债变化	659	3,309	-1,618	662	778
净现金流	-17	2,574	416	490	552

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	3.16%	36.45%	53.87%	13.21%	13.15%
净利润增长率	-82.63%	488.39%	199.95%	19.26%	10.90%
EBITDA 增长率	-31.08%	-395.14%	-188.01%	15.84%	9.83%
EBIT 增长率	-91.99%	1067.42%	247.02%	15.22%	9.65%
估值指标					
PE	219	37	12	10	9
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	29	-8	12	10	8
EV/EBIT	456	34	12	10	9
EV/NOPLAT	247	42	15	12	11
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	11.99%	14.50%	16.66%	16.85%	16.62%
EBITDA 率	3.47%	-7.51%	4.29%	4.39%	4.26%
EBIT 率	0.22%	1.86%	4.19%	4.27%	4.13%
税前净利润率	0.15%	2.11%	4.10%	4.31%	4.22%
税后净利润率 (归属母公司)	0.39%	1.67%	3.26%	3.43%	3.36%
ROA	0.68%	2.77%	7.36%	8.22%	8.54%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.42%	7.76%	19.36%	19.71%	18.86%
经营性 ROIC	0.96%	6.82%	12.43%	13.97%	14.90%
偿债能力					
流动比率	0.59	0.76	0.88	1.00	1.13
速动比率	39.22%	57.85%	63.71%	72.11%	81.33%
归属母公司权益/有息债务	4.01	4.87	1.63	2.42	4.02
有形资产/有息债务	8.14	12.90	4.08	5.53	8.52
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.04	0.26	0.78	0.93	1.03
每股红利	0.01	0.10	0.24	0.28	0.32
每股经营现金流	0.44	2.60	-1.31	1.21	1.36
每股自由现金流(FCFF)	1.14	2.81	-2.36	0.75	0.86
每股净资产	3.11	3.35	4.04	4.73	5.48
每股销售收入	11.43	15.59	23.99	27.16	30.73

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，金融学硕士，3 年汽车行业研究经验，3 年上市公司工作经验。

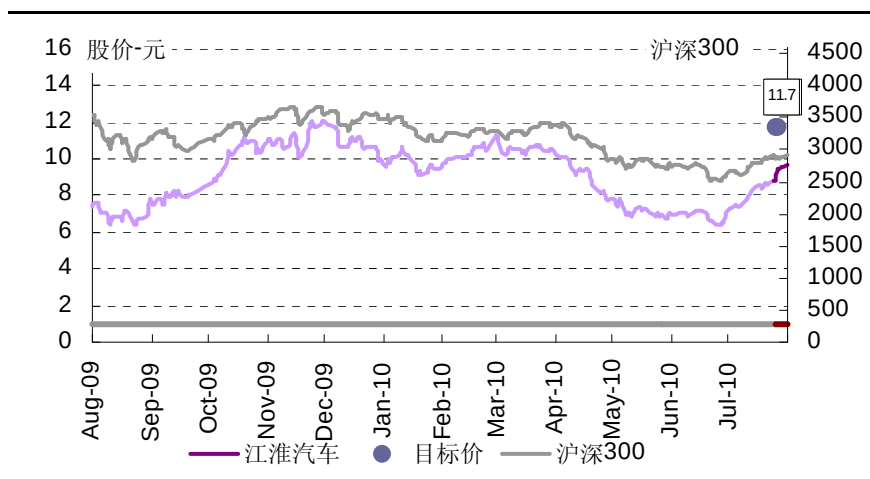
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

江淮汽车（600418）

分析师：于特



日期	股价	目标	评级
2010-08-03	8.86	11.70	买入
2010-08-04	8.78	11.70	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。