

# 江淮汽车 (600418) 中报点评

谨慎推荐

——轿车销量有隐忧 新能源合作成亮点

维持评级

可选消费/汽车与零部件

发布时间: 2010 年 8 月 11 日

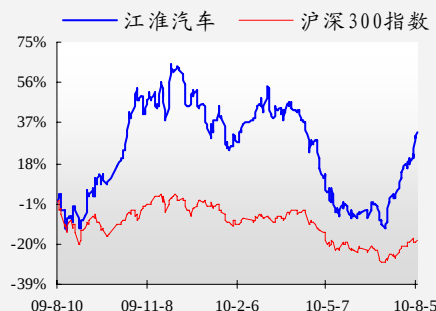
## 投资要点:

- 上半年, 公司传统核心业务瑞风 MPV 和轻卡产品表现优异。瑞风 MPV 销量 33,061 辆, 同比增长 53.19%, 轻卡销量 113,530 辆, 同比增长 46.01%, 重卡 12945 辆, 同比增长 134.09%, 瑞鹰 SRV9,982 辆, 同比增长 98.37%。
- 上半年, 公司轿车业务保持大幅增长态势, 但二季度表现远不如一季度。报告期内, 公司销售轿车 62,262 辆, 同比增长 119.84%, 其中一季度销售 37397 辆, 二季度销售 24062 辆, 环比下降 35.66%, 而同期乘用车总体销量环比仅下滑 9.28%。
- 6 月 30 日公告的首批节能汽车推广目录中, 公司旗下共 8 款车型榜上有名, 占到了总数的 11%, 成为国内自主品牌中进入目录最多的企业。随着 3000 元财政补贴政策的落实, 有利于公司轿车销量的大幅增长。
- 8 月 8 日, 公司与仰融的天津正道投资咨询公司签署了节能环保新能源汽车及关键零部件合作框架协议, 标志着公司新能源汽车业务的拓展站上了新的起点, 令业界刮目相看。
- 上半年实现营业收入 161.60 亿元, 同比增长 73.31%; 实现净利润 4.89 亿元, 同比增长 328.42%, 每股收益 0.38 元, 基本符合我们的预期。
- 我们把公司 2010 年每股收益调升为 0.65 元, 暂维持公司 2011 年每股收益 0.95 元的业绩预测不变。我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。注意短期涨幅过大和行业仍处下行周期的风险。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率<br>(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| 2009  | 2,009,200    | 36.44      | 33,500               | 482.04     | 0.26       |            | 36.65      |                  |
| 2010E | 2,950,000    | 46.77      | 84,100               | 150.05     | 0.65       |            | 14.66      |                  |
| 2011E | 3,580,000    | 21.36      | 122,100              | 45.18      | 0.95       |            | 10.03      |                  |
| 2012E |              |            |                      |            |            |            |            |                  |

走势图



## 市场数据

2010-8-10

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价:     | 9.53 元  |
| 52 周最高价: | 12.38 元 |
| 52 周最低价: | 6.01 元  |
| 平均持仓成本:  | 8.44 元  |

## 基本数据

2010Q2

|              |         |
|--------------|---------|
| 总股本 (万股):    | 128,874 |
| 流通 A 股 (万股): | 128,874 |
| 每股收益 (元):    | 0.38    |
| 每股净资产 (元):   | 3.63    |
| 每股经营现金流 (元): | 0.30    |
| 市净率:         | 2.63    |

分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550207100055

TEL: (8621)6336 7000 - 257

FAX: (8621)6337 3209

Email: llx365@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

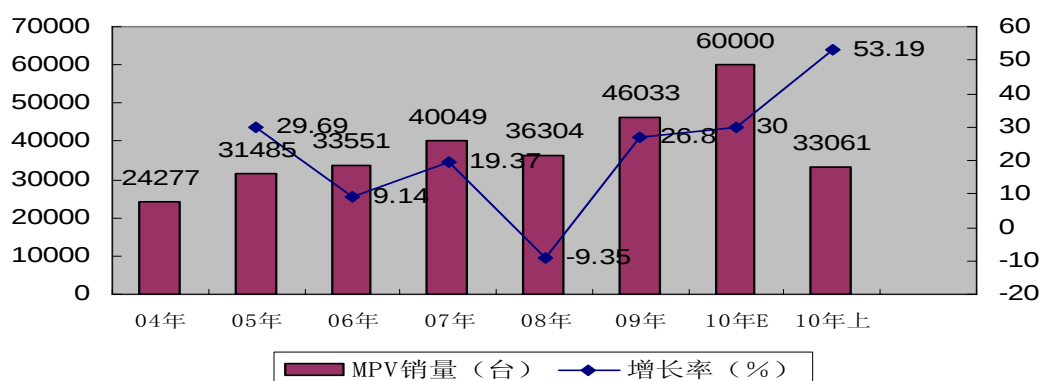
2010年上半年,公司销售各类汽车及汽车底盘24.3570万辆,同比增长67.24%,高于行业增速19.57个百分点;实现销售收入161.60亿元,同比增长73.31%,高于行业增速5.31个百分点;实现净利润4.89亿元,同比增长328.42%;实现每股收益0.38元,二季度与一季度基本持平;实现经营活动现金流0.30元,快速增长中仍保持稳健。二季度公司轿车销售下滑幅度大于行业平均水平,相信公司能够克服销售困难,实现轿车业务的盈利。与天津正道的合作,值得中长期关注。我们给予短期“谨慎推荐”,中长期“推荐”的投资评级。

## 一、公司经营分析:

### 1、公司传统核心业务瑞风MPV和轻卡产品表现优异

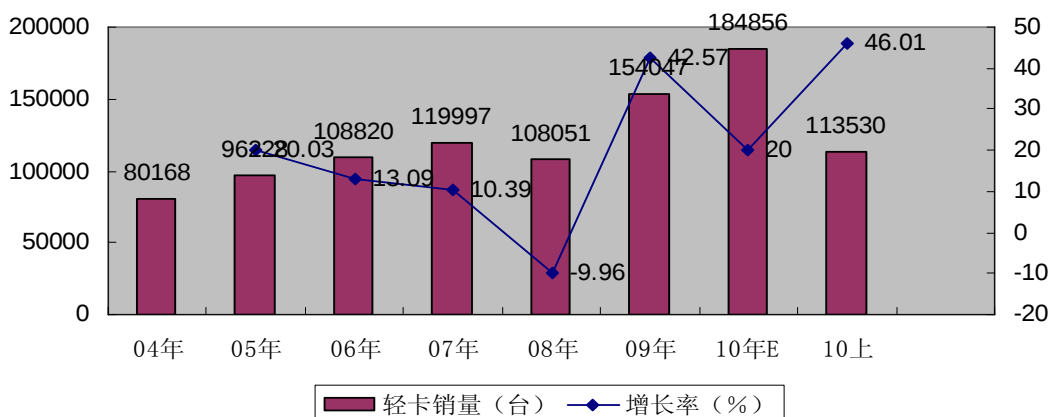
报告期内,公司销售各类汽车及汽车底盘243,570辆,同比增长67.24%,其中:瑞风MPV 33,061辆,同比增长53.19%,轻卡113,530辆,同比增长46.01%,客车底盘11,790辆,同比增长58.87%,重卡12,945辆,同比增长134.09%,瑞鹰SRV9,982辆,同比增长98.37%。

公司MPV历年销量及增长率趋势

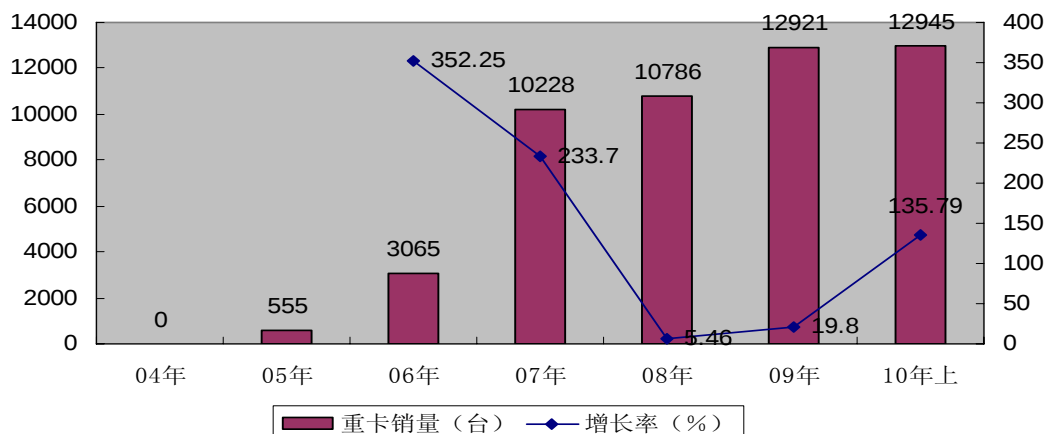


资料来源:公司公告 东北证券研究咨询分公司整理

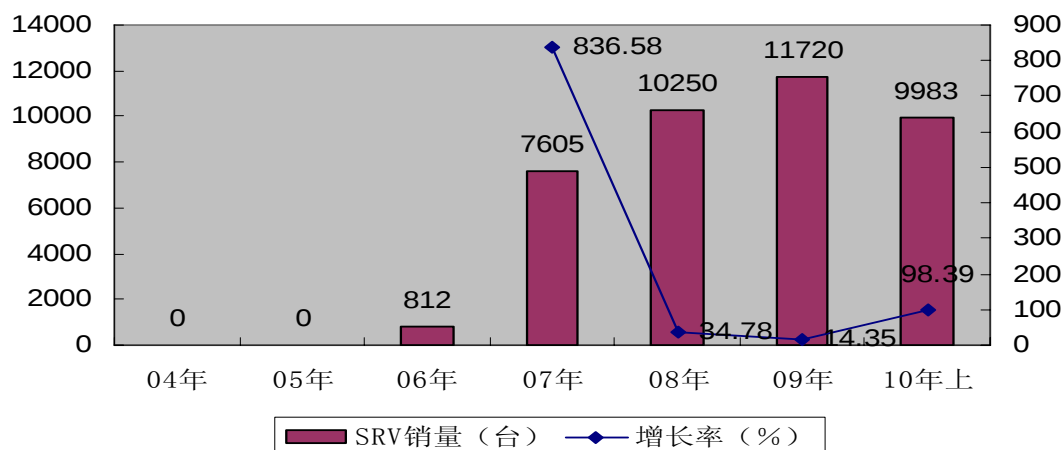
公司轻卡历年销量及增长率趋势



资料来源:公司公告 东北证券研究咨询分公司整理



资料来源：公司公告 东北证券研究咨询分公司整理

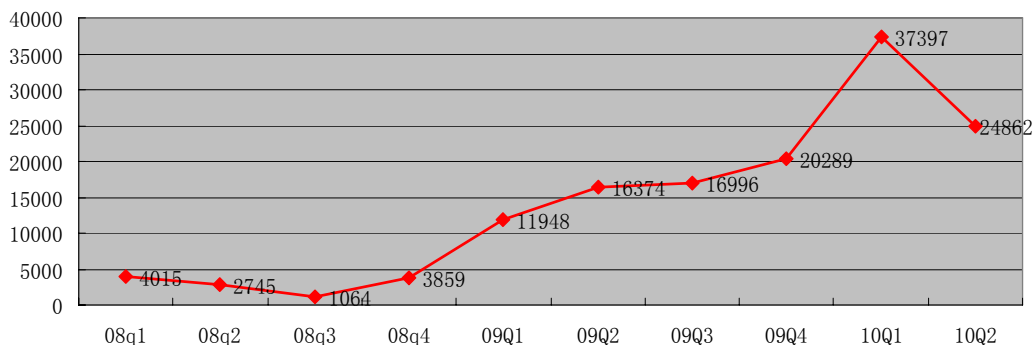


资料来源：公司公告 东北证券研究咨询分公司整理

## 2、报告期内，公司轿车业务保持大幅增长态势，但二季度表现远不如一季度。

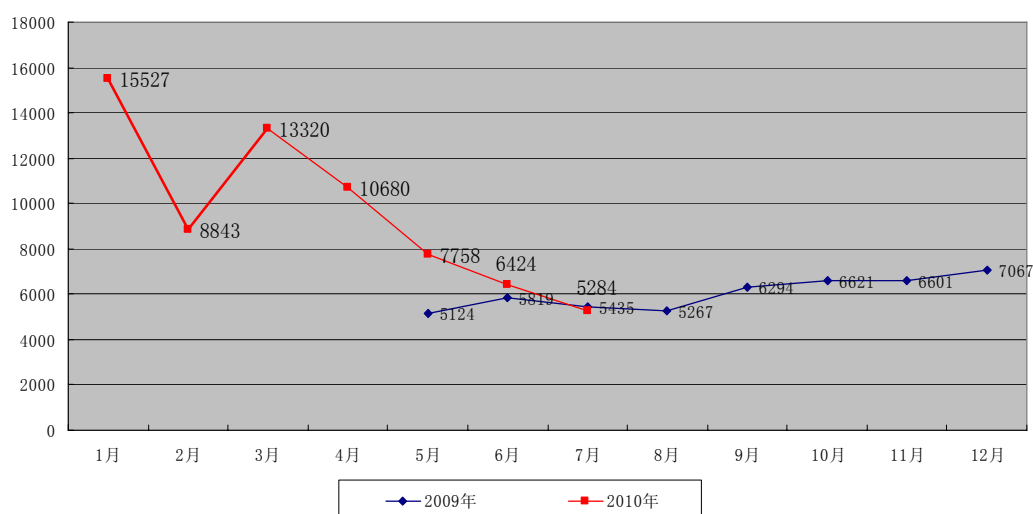
报告期内，公司销售轿车 62,262 辆，同比增长 119.84%，其中一季度销售 37397 辆，二季度销售 24062 辆，环比下降 35.66%，而同期乘用车总体销量环比仅下滑 9.28%。

公司季度轿车销量数据（单位：辆）



资料来源：公司公告 东北证券研究咨询分公司整理

江淮汽车2009-2010年月度轿车销量统计(单位: 辆)



资料来源: 公司公告 东北证券研究咨询分公司整理

我们认为主要有两个原因: 一、公司轿车主要是 1.6L 及以下排量, 二季度市场形势对公司销售不利。根据中汽协的统计, 1-7 月, 1.6 升及以下乘用车占乘用车总量比重为 68.40%, 比上年同期下降 1.83 个百分点, 比上年全年下降 1.25 个百分点; 7 月, 1.6 升及以下乘用车占乘用车总量比重为 65.38%, 比上月下降 1.42 个百分点, 降幅明显高于其他排量的车型, 尤其是 1 升及以下的车型降幅更是达到 14.61%, 产销增长情况均差于其他乘用车车型。二、在整体市场不利于 1.6L 及以下车销售的情况下, 公司产品推出较晚, 市场认可度偏低, 所以销量下滑的幅度会更大。考虑到公司的综合能力, 我们认为, 产品销售不利是暂时的, 未来几个月将有所改变。

国家发改委、工信部和财政部于 6 月 30 日正式公告了第一批入选“节能产品惠民工程”的 71 款节能汽车推广目录。值得欣喜的是: 在首批节能汽车推广目录中, 江淮汽车旗下共 8 款车型榜上有名, 占到了总数的 11%, 成为国内自主品牌中进入目录最多的企业。随着 3000 元财政补贴政策的落实, 对公司的销售是有利的。

### 3、报告期内, 公司经营有序, 下半年公司新产品、新技术陆续推出。

报告期内, 公司中重卡、发动机合资合作方面有序进展; 新产品方面, 下半年公司将推出悦悦轿车、瑞风二代和高端轻卡 N721 产品, 全面完善产品型谱; 在新产品研发上, 重点围绕新能源汽车、高效发动机和自动变速箱等三个重点项目, 在轿车核心部件技术和品质上有所突破, 同时公司还将进一步提升轿车和轻卡装配自产发动机的比例, 提高产品盈利能力。

### 4、公司与仰融的天津正道投资咨询公司签署了节能环保新能源汽车及关键零部件合作框架协议, 标志着公司新能源汽车业务的拓展站上了新的起点, 令业界刮目相看。

2010 年 8 月 8 日, 公司与天津正道签署了《框架协议》, 且合资双方与合肥经济技

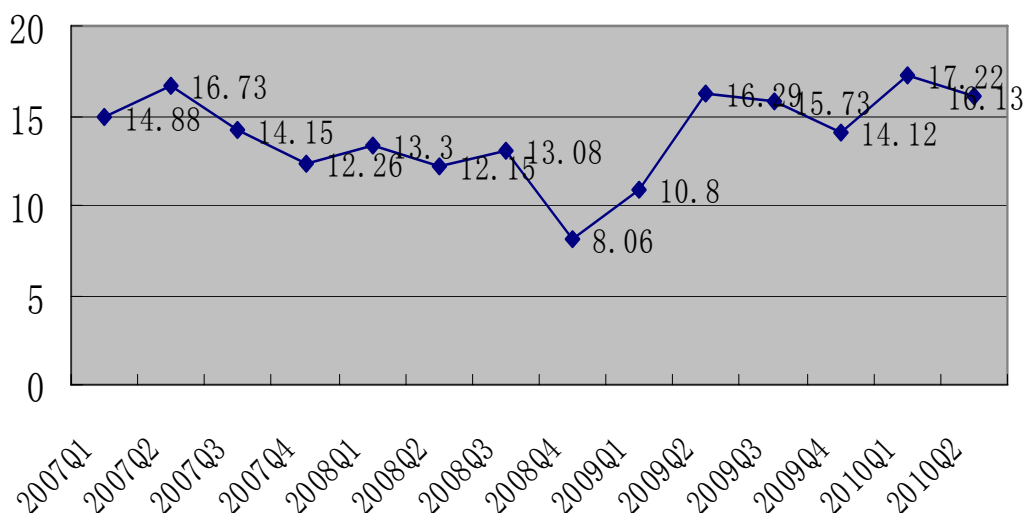
术开发区管理委员会（以下简称“合肥经开区”）签署了《关于江淮正道新能源汽车项目落户合肥经济技术开发区投资框架协议》，大致内容如下：

- a) 合资公司名称为“安徽江淮正道汽车有限责任公司”，坐落于安徽省合肥市，经营期限暂定为 25 年，如双方同意并经政府相关部门批准，经营期限可延长。经营范围为开发、设计、生产、销售新能源及节能环保型汽车动力总成等汽车配件。
- b) 双方均以现金出资，第一期投资总额必须满足国家相关政策法规的要求，注册资本 7 亿元人民币，投资总额不低于人民币 20 亿元，投资总额与公司注册资本之间的差额由双方共同协商解决；股权比例为 50: 50，双方各自出资 3.5 亿元人民币，合资公司后期融资方案由双方另行协商。
- c) 项目规划：合资公司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。项目将按整体规划、分步投入、分期实施的原则进行策划与组织实施。具体规划将在可研报告中予以明确。

## 二、公司财务分析：

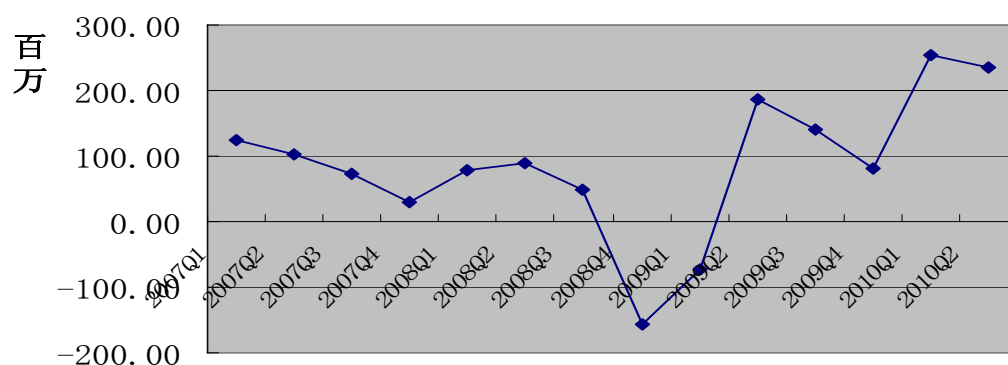
随着公司产品销量的大幅增长，公司销售收入增长明显，上半年实现营业收入 161.60 亿元，同比增长 73.31%。报告期内，公司通过扩大产品销量、优化产品结构，实施 MCU 等降成本措施，使公司盈利水平实现大幅增长，上半年实现营业利润 5.68 亿元，同比增长 683.28%，实现净利润 4.89 亿元，同比增长 328.42%，每股收益 0.38 元，基本符合我们的预期。

公司单季度. 销售毛利率(%) 趋势图



资料来源：Wind 资讯 东北证券研究咨询分公司整理

公司单季度. 归属于公司净利润趋势图



资料来源: Wind 资讯 东北证券研究咨询分公司整理

根据公司公告: 公司轿车产品销量虽然同比增长幅度较大, 但尚未实现盈利贡献。公司将通过 MCU 等各种措施进一步降低产品成本, 通过推出悦悦产品, 完善产品型谱, 按照“一区一策、一品一策、网络下沉、渠道革命”等措施, 加大和悦、同悦的营销力度, 优化经销商队伍, 提升市场推广和服务能力, 争取尽早实现规模效益。

### 三、盈利预测与投资评级:

我们把公司 2010 年每股收益调升为 0.65 元, 暂维持公司 2011 年每股收益 0.95 元的业绩预测不变。我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

我们提示以下两个方面的投资风险:

- 1、公司股价近期涨幅超过 50%, 特别是公司与天津正道签署合作框架协议的消息, 对公司股价短期形成较强的正面冲击, 需要谨慎选择介入时点;
- 2、考虑到去年全年汽车市场的持续火爆局面, 下半年, 中国汽车销量的增速将呈持续回落的态势, 我们维持“汽车股的投资心理周期仍处下行阶段”的判断不变, 汽车板块可能需要一定的调整时间。

江淮汽车 (600418) 盈利预测

| 单位: 百万元     | 2008A           | 2009         | 2010E        | 2011E        |
|-------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b> | <b>14724.6</b>  | <b>20100</b> | <b>29500</b> | <b>35800</b> |
| 增长率 (%)     | 3.16%           | 36.44%       | 46.77%       | 21.36%       |
| <b>营业成本</b> | <b>12958.92</b> | <b>17300</b> | <b>25100</b> | <b>30400</b> |
| 综合毛利率 (%)   | 11.99%          | 13.93%       | 14.92%       | 15.08%       |
| 营业税金及附加     | 381.26          | 500          | 800          | 1000         |
| 销售费用        | 649.83          | 830          | 1200         | 1300         |
| 管理费用        | 663.53          | 830          | 1130         | 1300         |
| 财务费用        | 25.51           | 30           | 50           | 60           |
| 三项费用        | 1338.87         | 1690         | 2380         | 2660         |
| 期间费用率 (%)   | 9.09%           | 8.41%        | 8.07%        | 7.43%        |

|                      |              |             |             |             |
|----------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 资产减值损失               | 39.11        | 213.00      | 215.00      | 300.00      |
| 公允价值变动收益             | 0            | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益                 | -1.62        | 0.00        | 0.00        | 0.00        |
| <b>营业利润</b>          | <b>4.86</b>  | <b>397</b>  | <b>1005</b> | <b>1440</b> |
| 营业利润率 (%)            | 0.03%        | 1.98%       | 3.41%       | 4.02%       |
| 营业外收入                | 22.58        | 25          | 30          | 45          |
| 营业外支出                | 4.78         | 4           | 4           | 4           |
| <b>利润总额</b>          | <b>22.66</b> | <b>418</b>  | <b>1031</b> | <b>1481</b> |
| 利润率 (%)              | 0.15%        | 2.08%       | 3.49%       | 4.14%       |
| 所得税                  | -37.42       | 63          | 160         | 220         |
| 实际税负比率 (%)           | -165%        | 15%         | 16%         | 15%         |
| <b>净利润</b>           | <b>60.08</b> | <b>355</b>  | <b>871</b>  | <b>1261</b> |
| 少数股东权益               | 3.03         | 20          | 30          | 40          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>57.05</b> | <b>335</b>  | <b>841</b>  | <b>1221</b> |
| 增长率 (%)              | -82.63%      | 482.04%     | 150.05%     | 45.18%      |
| 总股本 (百万股)            | 1288.74      | 1288.74     | 1288.74     | 1288.74     |
| <b>每股收益 (元)</b>      | <b>0.04</b>  | <b>0.26</b> | <b>0.65</b> | <b>0.95</b> |

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。