

汽车整车

江淮汽车 (600418. SH) / 12.59 元
MPV 和出口是主要亮点

事 项

江淮汽车公布 2011 年一月销量，销售 53247 辆汽车，同比增长近 20%。

主要观点

江淮汽车的销量同比实现接近 20% 的高增长，主要受益于整个汽车行业 1 月份销量的高增长，其中一方面是由于 2010 年 12 月部分销量的平滑所致，更重要的原因是终端销量的旺销，经销商始终处于低库存状态。

1、江淮汽车出口高增长反映了未来中国汽车行业发展的一个重要方向，自主品牌在这一方面将大有可为，2010 年中国汽车出口占世界汽车贸易比重在 2% 左右，未来即使大幅增长也不会引起贸易摩擦，汽车出口战略将是国家在出口方面的重要政策刺激方向。出口高增长是江淮汽车的一大亮点，从 2010 年 1 月份的 1196 台增长到 5018 台，增长 300% 多。预计全年可实现 5 万台以上的销量，产品主要销往南美（巴西为主）、东南亚（如越南等）、东欧、非洲等国家，车型以轿车、轻卡和 MPV 为主。

2、MPV 车型销量达到月度新高销量，将引领公司业绩稳定增长。1 月 MPV 车型销量 8666 台，是 2010 年平均月销量的 1.4 倍，预计在新瑞风上市的带动下，MPV 月销量将稳定提高到 7000 台左右。

3、发动机自配比重继续提高，将提高公司毛利率水平。按公司自配发动机数量与汽车整车销量之间比值计算自配率来看，从 10 年 1 月只有 32%，增长到 10 年 12 月的 42%，再增长到现在 11 年 1 月份的 56%，月自配发动机达到接近 3 万台，公司自主研发的小功率发动机项目进入规模效应阶段，将大幅降低成本，提高毛利率水平。

4、投资评级：维持强烈推荐评级。维持公司 10 年 EPS0.88 元的业绩预测不变，按照轿车业务部分减亏的保守预测（大幅减亏可能性大），11 年 EPS 为 1.30 元。按 11 年保守业绩预测给予 15 倍 PE，公司股价仍有很大上升空间，并且公司 10 年和 11 年业绩仍有超预期的可能，继续给予强烈推荐评级。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：王炎学

Tel: 010-59370865

Email: wangyanxue@hczq.com

投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	128874
流通 A 股/B 股(万股)	107287/0
资产负债率(%)	64.18
每股净资产(元)	3.35
市盈率(倍)	48.33
市净率(倍)	3.76
12 个月内最高/最低价	14.68/6.01

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《三费率如期下降》	2010-10-28
《传统汽车收入稳定高位，新能源汽车业务提前布局》	2010-08-10
《产品销量大增规模效应显现业绩弹性最大》	2010-07-14
《业绩稳定释放，三费率仍有下降空间》	2010-04-22
《轿车产品销量值得期待》	2010-03-28
《百花齐放，节节升高》	2010-03-08

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5426	6568	9424	12536
现金	3294	4483	7203	10301
应收账款	305	341	329	333
其它应收款	32	47	42	44
预付账款	298	260	273	269
存货	1280	1122	1174	1157
其他	217	315	403	434
非流动资产	6947	6873	6750	6644
长期投资	26	25	26	26
固定资产	5297	5071	4784	4518
无形资产	506	688	843	1007
其他	1118	1088	1098	1094
资产总计	12373	13441	16174	19180
流动负债	7168	7103	8422	9568
短期借款	50	190	143	159
应付账款	2357	2220	2266	2250
其他	4762	4693	6014	7159
非流动负债	773	900	1017	1138
长期借款	576	727	837	960
其他	196	173	181	178
负债合计	7941	8003	9440	10705
少数股东权益	109	114	120	126
股本	1289	1289	1289	1289
资本公积金	1315	1315	1315	1315
留存收益	1719	2720	4011	5745
归属母公司股东权益	4323	5324	6615	8349
负债和股东权益	12373	13441	16174	19180

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3357	1304	3179	3689
净利润	342	1135	1687	2343
折旧摊销	753	302	304	303
财务费用	-4	-6	-29	-73
投资损失	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	2090	-86	1206	1123
其它	179	-39	13	-4
投资活动现金流	-624	-195	-190	-191
资本支出	672	0	0	0
长期投资	-6	-1	0	-0
其他	41	-196	-189	-191
筹资活动现金流	-158	81	-269	-400
短期借款	-420	140	-47	16
长期借款	26	151	109	123
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-24	0	0	0
其他	259	-210	-332	-539
现金净增加额	2576	1189	2720	3098

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20092	30925	38657	47548
营业成本	17179	26317	32646	39883
营业税金及附加	512	838	1069	1331
营业费用	1169	1506	1839	2320
管理费用	622	806	999	1189
财务费用	-4	-6	-29	-73
资产减值损失	237	171	193	186
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	2
营业利润	380	1294	1941	2713
营业外收入	50	41	44	43
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	424	1335	1984	2756
所得税	81	200	298	413
净利润	342	1135	1687	2343
少数股东损益	6	5	6	6
归属母公司净利润	336	1129	1681	2337
EBITDA	1129	1590	2215	2944
EPS（元）	0.26	0.88	1.30	1.81

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	36.4%	53.9%	25.0%	23.0%
营业利润	5713.5%	240.1%	50.0%	39.8%
归属母公司净利润	482.4%	236.4%	48.9%	39.0%
获利能力				
毛利率	14.5%	14.9%	15.5%	16.1%
净利率	1.7%	3.7%	4.3%	4.9%
ROE	7.8%	21.2%	25.4%	28.0%
ROIC	16.8%	57.3%	293.5%	-337.3%
偿债能力				
资产负债率	64.2%	59.5%	58.4%	55.8%
净负债比率	11.18%	13.64%	12.54%	12.26%
流动比率	0.76	0.92	1.12	1.31
速动比率	0.58	0.76	0.98	1.19
营运能力				
总资产周转率	1.89	2.40	2.61	2.69
应收帐款周转率	53	94	112	140
应付帐款周转率	7.98	11.50	14.56	17.66
每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.88	1.30	1.81
每股经营现金	2.60	1.01	2.47	2.86
每股净资产	3.35	4.13	5.13	6.48
估值比率				
P/E	25.34	7.53	5.06	3.64
P/B	1.97	1.60	1.29	1.02
EV/EBITDA	5	4	3	2

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801