

汽车整车

江淮汽车 (600418. SH) / 13.27 元

公开增发助力业绩充分释放

事项

江淮汽车公布 2010 年年报，每股 EPS0.90 元。

主要观点

1、轿车达到规模化销量，扩大规模的第一步战略目标实现。从 09 年以来，公司销量大幅提高（增长 45%），特别是轿车销量达到规模化，带动公司销售收入大幅提高（增长 48%）。

2、规模效应导致 2010 年比 2009 年盈利能力大幅提升。规模效应在公司盈利能力上得到充分体现，不仅体现在生产成本上的摊薄效应，还体现在各项费用的摊薄效应，销售净利率从 09 年 1.70%大幅提升到 10 年 3.96%。量利齐增，公司 10 年净利润水平大幅增长 246%。

3、2011 年盈利率仍将稳步提高。除了规模效应导致的轿车减亏之外，公司自配发动机比例幅提升，将直接提升公司的综合毛利率水平。另外公司在 10 年四季度超高的管理费用率也为 2011 年管理费用率上的降低打下了较大空间。

4、2011 年公司主要看点：估值提升看纯电动轿车，传统轿车看出口，国内看 MPV 市场爆发。2010 年内公司一次性销售纯电动轿车 585 辆，在新能源汽车领域的研发和销售情况将有利于提升公司的估值水平，这是 2011 年公司的重要看点之一。

5、我们预测公司 2011 年汽车销量为 52 万台，考虑到轻卡和重卡面临的销售压力，谨慎预测轻卡、重卡略有下降（下降 8%左右），在此基础上预测公司 11/12/13 年的 EPS 分别为 1.38/1.90/2.48 元，11 年和 12 年业绩分别比之前盈利预测上调 0.08 元和 0.09 元，按目前股价计算 PE 分别为 10/7/5 倍，继续给予“强烈推荐”评级。

风险提示

- 1、自主品牌轿车国内销售大幅低于预期。
- 2、宏观经济收缩导致轻卡、重卡销量大幅下滑。

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(%)	0.00
每股净资产(元)	4.17
市盈率(倍)	14.71
市净率(倍)	3.18
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

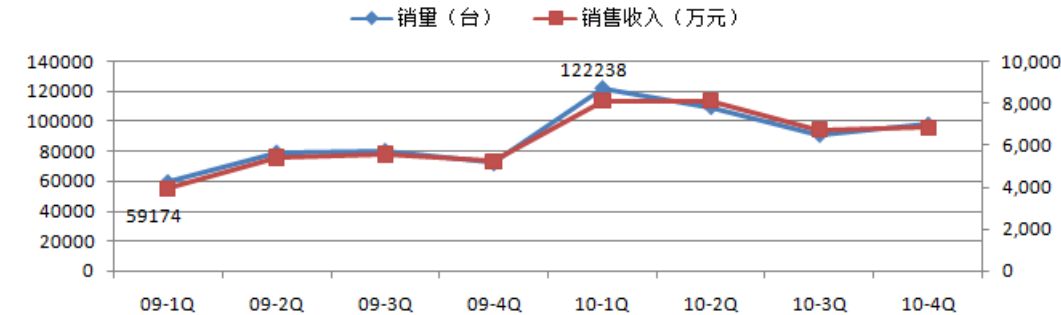
相关研究报告

《MPV 和出口是主要亮点》	2011-02-15
《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

一、轿车达到规模化销量，扩大规模的第一步战略目标实现

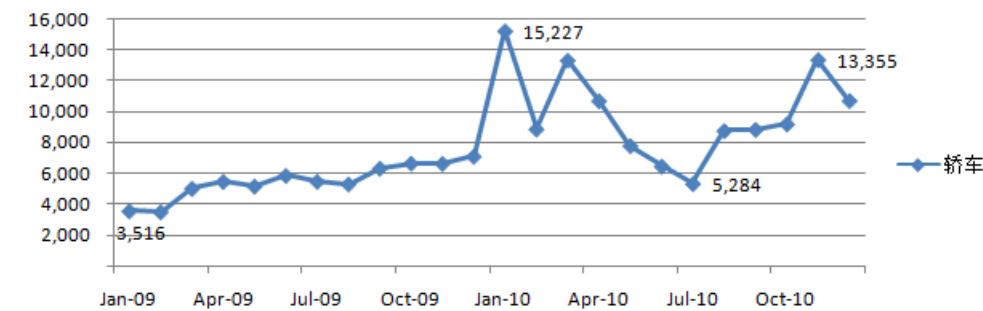
公司从 2007 年实施乘用车转型战略以来，抓住了 09 年和 10 年两年的乘用车消费高速增长的历史机遇，在轿车销量拉动下，季度销量从最低 6 万台增长到最高 12 万台，平均季度销量从 8 万台稳定提高到 10 万台的平台。相应带动季度销售收入从 40 亿稳定提高到 70 亿收入水平。

图表 1 09 年以来各季度销量和销售收入水平



资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 09 年以来轿车月销量 (台)

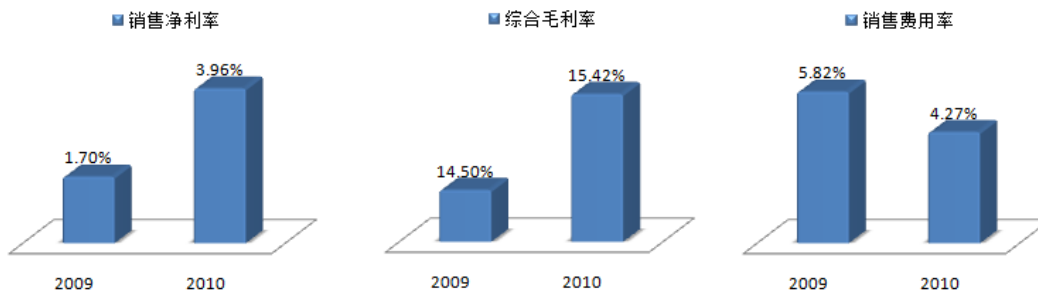


资料来源：公司公告，华创证券

二、规模效应导致 2010 年比 2009 年盈利能力大幅提升

规模效应在公司盈利能力上得到充分体现，不仅体现在生产成本上的摊薄效应，还体现在各项费用的摊薄效应。

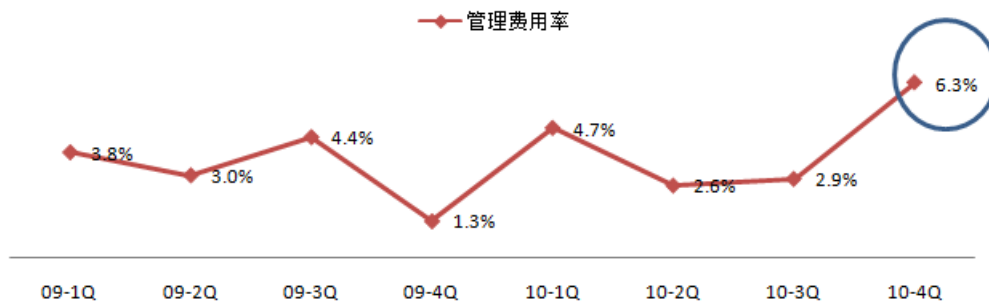
图表 3 10 年和 09 年比较盈利能力大幅提升



资料来源：公司公告，华创证券

单独分析公司的管理费用率来看，公司在 10 年四季度的管理费用率明显高于历史平均水平，分析公司经营情况，虽然存在工资费用上涨的趋势，但短期内上升如此高水平属于不正常现象，未来在 2011 年的前几个季度管理费用率出现大幅下降的可能性比较大。

图表 4 09 年以来分季度管理费用率走势



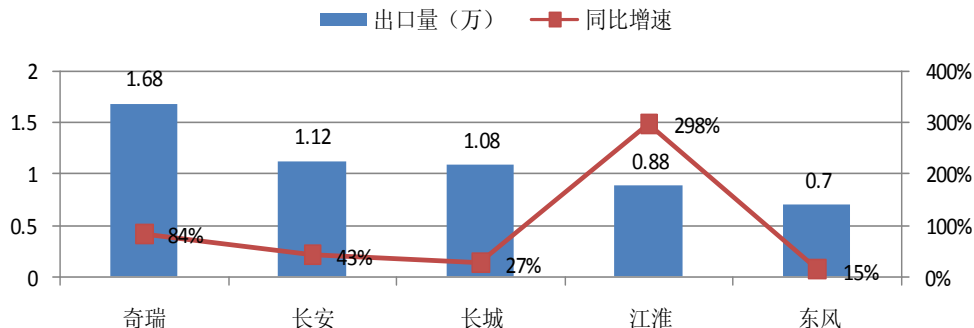
资料来源：公司公告，华创证券

三、2011 年增长分析：估值提升看纯电动轿车，传统轿车看出口，国内看 MPV 市场爆发

公司在新能源汽车领域投入一直比较大，公司战略上也一直非常重视新能源汽车的研发和战略合作，2010 年内公司一次性销售 585 辆纯电动轿车，目前正在合肥市进入示范性使用阶段，纯电动轿车未来的销售和使用情况将极大决定公司未来估值空间大小，如果销量达到几千台规模，将大幅度提升公司的估值水平。

从 2011 年的市场情况看，由于购置税优惠取消，在上半年公司的轿车销售将必然面临严峻的形势，国内轿车销售增长将比较困难，在此情况下，以公司为代表的自主品牌集体选择了向外拓展，1-2 月，公司共出口汽车 8755 台车，增长 297%，汽车出口的高速增长态势已经形成，大大缓解国内销售压力。

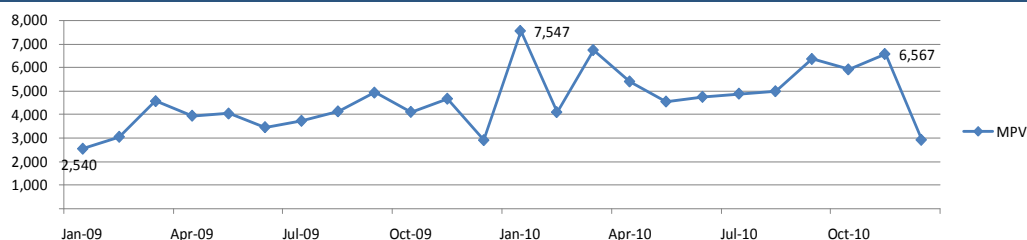
图表 5 2011 年 1-2 月主要汽车公司累计出口量和同比增速



资料来源：中汽协，华创证券

MPV 瑞风一直是公司最重要的利润增长点，2011 年公司将上市瑞风二代（瑞风和畅系列），定价在 15 万左右，我们预期公司将在 2 季度正式推出该产品，全年有望达到 1 万台销量，直接拉动整个瑞风销量达到 8 万台规模，同比 10 年增长 25%以上，月销量达到 7000 台以上。

图表 6 09 年以来每个季度净利率走势



资料来源：公司公告，华创证券

四、2011 年销量和盈利预测：预测全年销量 52 万台

总体而言，我们最看好公司 MPV 产品在 2011 的增长给公司带来业绩的重要推动力，其次看好 SUV 产品在 2011 年的增速，第三是公司轿车产品在出口市场的表现，对重卡和轻卡产品在 2011 年的表现我们持谨慎态度，综合预测公司 2011 年销量将达到 55 万台。

图表 7 2011 年主要产品销量预测

车型	2009	2010	2011F
轿车	65607	118302	悦悦
			30000
			同悦
			50000
			和悦
			90000
			宾悦
			4000
			出口
			40000
			合计
			214000
MPV	46033	64675	80000
SRV	11720	18859	25000
轻卡	154047	194054	180000
重卡	12921	24553	22000
总计	290328	420443	521000

资料来源：公司公告，华创证券

在此基础上，我们预测公司 11/12/13 年 EPS 分别为 1.38、1.90、2.48 元，对应目前股价 PE 分别为 10 倍/7 倍/5 倍，继续给予“强烈推荐”评级。

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