

业绩大增符合预期,增发扩产喜迎未来

——江淮汽车（600418）

2011年3月21日

强烈推荐/维持

江淮汽车

事件点评

银国宏

策略分析师

执业证书编号：S1480207120048

后立尧(联系人)

机械行业分析师

010-66557343

hoully@dxzq.net.cn

事件 1:

江淮汽车 3 月 17 日发布了 2010 年年报, 公司 2010 年实现净利润 11.63 亿元, 同比增长 246.35%; 实现营业收入 297.04 亿元, 同比增长 47.84%; 每股收益 0.9 元, 同比增长 246.15%。公司拟每 10 股派发现金 2 元。

事件 2:

江淮汽车 3 月 18 日公告称, 拟公开增发不超过 1.5 亿股, 募集资金额不超过 28 亿元。募集资金将用于两个项目的建设: 一是计划投资约 21.85 亿元用于公司乘用车基地扩建项目; 二是投资估算为 6.64 亿元用于公司年产 20 万台高性能汽油发动机项目。

观点:

1. 2010 年业绩符合预期, 乘用车销量增速明显

根据公司公告, 公司 2010 年实现净利润 11.63 亿元, 同比增长 246.35%。每股收益 0.9 元(我们之前给出的 EPS 预测值为 0.91 元), 同比增长 246.15%, 符合我们的预期。从细分产品来看, 整车收入占收入总额比重为 93.2%, 营业利润率为 13%, 居行业前列。从公司的国内外市场来看, 目前国内市场营业收入占比为 95.7%, 同比增幅为 48.2%, 国外市场营业收入占比虽然只有 4.3%, 但同比增速为 32.8%, 公司今年计划加大出口力度, 预计出口业务占总收入比重会上升到 10% 左右。我们研判, 公司 2010 年业绩同比大幅增长的原因主要有以下三点: (1). 得益于 2010 年汽车市场销量火爆行情: 2010 年, 公司商用车、乘用车两大事业呈现齐头并进的良好态势。轻卡、MPV 继续发挥规模和效益的双支柱作用, 销量增幅居行业前列, 小排量汽油发动机再次被评为“中国心十佳发动机”。(2). 公司加强成本管控, 主营业务收入营业利润率较去年增加 1.06%, 同时公司抓住机遇, 销售规模增长 47.84%, 使公司的利润总额大幅增加。(3). 财务费用下降。2010 年公司的财务费用较 09 年下降 672.22%, 主要原因是公司经营形成的自有资金结余较多, 利息收入增加及提前归还借款, 利息支出相应减少。

表 1: 江淮汽车 2010 年细分产品收入(亿元)

产品	营业收入	同比增幅	营业利润率	同比增幅
整车	264.0	49.4%	13%	+1.4%
底盘	13.3	7.8%	10.6%	-1.9%
汽配	6.3	93.8%	10.2%	-8.8%
合计	283.6	47.5%	12.8%	+1.1%

资料来源: 东兴证券研究所

表 2:江淮汽车 2010 年国内外收入(亿元)

区域	营业收入(亿元)	同比增幅	占总收入比重
国内	271.4	48.2%	95.7%
国外	12.2	32.8%	4.3%
合计	283.6	47.5%	100%

资料:东兴证券研究所

2. 政策支持,企业发力,十二五期间公司将做大做强

根据安徽省“十二五”工业发展专项规划:“十二五”期间安徽省将着力打造一批千百亿级企业,其中就包括奇瑞汽车和江汽集团,而江汽集团的产值将超千亿元。为此,江淮汽车计划在“十二五”末要实现年产销 160 万辆和 1000 亿元的销售收入。为此,江淮集团将在“十二五”期间投入百亿以上的资金规模,涉及研发、市场、产品等各层面。公司为了实现以上目标,也制定了十二五期间各细分业务的发展规划如下:

表 3: 十二五期间江淮汽车各业务增长亮点

产品	增长点	具体增长方式
MPV	替代产品	轻客及皮卡市场是瑞风作为升级替代品的主战场,尤其是公安、医疗及企事业单位系统用车更新升级是瑞风商务车的强项
	新产品	瑞风 II 商务车进军高端市场,预计 2011 年底上市,BMPV 兼具商务、家用等多功能特点,重点拓展私营等中小企业市场
	出口	重点拓展南美和北欧市场,2011 年获得出口乌克兰大单,未来订单会持续增加
轻卡	农用车替代	轻卡替代农用车是大势所趋,借“村村通”的东风发展广阔的农村市场
	N721 新产品	借助 N721 新产品上市,树立高端品牌形象,抢占并巩固城市物流和短途运输市场
轿车	国内市场	主攻二三线城市及县域市场,以和悦同悦为主,在节能减排意识提高及政府补贴等优惠政策刺激下,未来增长空间大
	国外市场	主攻南美中东及东亚市场,每年出口巴西轿车 5 万辆以上,公司正在积极拓展其它海外市场
核心部件	发动机	以小排量高效能发动机为主,并且积极研发动力总成并努力投产
	变速箱	DCT 双礼盒自动变速箱研发及投产
重卡	市场	通过网络下沉重点开拓二三线城市
	技术	通过与卡特彼勒等国际优秀企业合作,建立海外工厂,提升产品品质的同时挖掘国际市场潜力

资料:东兴证券研究所

3. 增发募资 28 亿元建设乘用车基地及发动机项目

根据公司公告,公司拟公开增发不超过 1.5 亿股,募集资金额不超过 28 亿元。募集资金将用于两个项目的建设:一是计划投资约 21.85 亿元用于公司乘用车基地扩建项目;二是投资估算为 6.64 亿元用于公司年产 20 万台高性能汽油发动机项目。

由表 5 可以看出,公司的 MPV 及轻卡产能已经不够用,轿车业务准备产能为 20 万辆,2010 年轿车销量为 11.6 万辆,预计今年公司轿车销量至少为 20 万辆,出口业务的大幅增长将使公司很快面临产能不足的问题,公司目前 MPV 产能为 4 万辆,而 2010 年公司 MPV 销量就高达 6.5 万辆,已经产能紧张,今年前 2 个月公司 MPV 销量增速都在 15%左右,继续扩大产能满足市场需求。因此,公司此次融资扩建乘用车基地项目,将有望解决乘用车特别是 MPV 产能不足问题。

表 4: 江淮汽车此次融资额投向(亿元)

	投资额	占融资总额比例
乘用车基地项目	21.85	78%
高性能汽油发动机项目	6.64	22%
总计	28	100%

资料来源:东兴证券研究所

表 5: 江淮汽车 2010 年产能及销量情况

主要产品	产能(万辆)	2010 年销量(万辆)
轿车	20	11.6
MPV	4	6.5
SUV	3	1.8
轻卡	15	20.1
客车底盘	3	2.4
重卡	4	2.5
发动机	40	15.3

资料来源:东兴证券研究所

4. 出口业务大放异彩,轿车业务今年开始盈利

公司今年的一大看点是公司的出口业务,南美地区,仅在巴西,公司未来两年年均销量预计会超过 5 万辆,在中东和东亚地区,公司也正在积极拓展市场。根据公司 2009 年与巴西 SHC 公司签署的《独家经销协议》,江淮在未来若干年内将向巴西市场出口 62 万辆汽车,2011 年计划出口 4.5 万辆,订单有持续性。江淮汽车 18 日在巴西最大城市圣保罗举行 200 辆新车交付仪式,在巴西全国 40 家 4S 店正式开始销售江淮汽车。这批投放巴西市场的汽车是 1.4 升排量的两厢车和三厢车。该产品 2009 年在美国 JDPOWER 质量评估机构进行的国内紧凑型汽车质量评比中获得第一名。在巴西质量检测机构的评比中,江淮汽车的发动机性能仅次于本田汽车。我们预计 2011 年出口巴西的轿车数量在 3.5-4.5 万辆左右。

据统计,2011 年 1 月,公司共出口汽车 5018 辆,同比增加 319%,其中获得巴西订单 7000 辆,1 月交货 2700 辆。2 月出口汽车 3737 辆,同比增加 271%,1-2 月累计出口 8700 辆,同比增长 297%。可以看出,公司的出口业务活跃,将为公司今年轿车业务实现盈利作出贡献。

结论:

公司今年的投资看点主要是:(1).MPV、SUV 及轻卡业务,我们预计公司今年 MPV 销量至少为 8 万辆,同比增速为 23%,在 2011 年整体市场景气度不足的情况下,细分市场中的 MPV、SUV 及轻卡因为受汽车产业不利政策影响较小,将会继续保持高速增长;(2).轿车业务开始贡献利润:公司的轿车业务经过几年的准备,预计 2011 年将开始贡献利润,特别是出口业务的拉动,战略品牌轿车“和悦”的推出,将保障公司的轿车业务今年实现盈利;(3).出口业务:公司从 2011 年起将大力拓展海外市场,随着 62 万辆出口巴西轿车订单的履行,口碑效应将为公司带来更多的海外订单;(4).新能源汽车业务:公司目前已经售出 500 多辆纯电动车(比亚迪售出 200 多辆),30 多辆纯电动客车,后续还将有 150 辆纯电动客车售出,远远超出其它品牌的新能源汽车销量。合肥市今年还将采购 2000 辆电动车,预计江淮汽车将获得其中大部分订单。

总之,我们看好公司今后的成长性、享受的优厚政策优势、在 MPV 及新能源汽车领域的先发优势、以及公司积极拓展的出口业务,基于以上判断,我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 1.3 元、1.9 元和 2.5 元,当前股价对应 10-12 年 PE 分别为 10 倍、7 倍和 5 倍。另外,我们预计今年汽车行业整体销量增速为 18%,江淮汽车的销量将明显好于行业平均水平,我们预计 2011 年江淮汽车销售收入增速至少为 30%。我们保守给江淮汽车 2011 年动态 PE 为 18 倍的话,公司未来 8 个月的目标价为 24 元,目前公司股价为 13 元左右,还有 85% 的上涨空间,我们维持之前的“强烈推荐”评级。

风险提示

(1). 政策风险: 2011 年汽车购置税优惠、汽车下乡、以旧换新补贴等政策取消,北京等地又出台限制新车购置的政策等,都对汽车销售产生一定影响。(2). 市场风险: 市场竞争进一步加剧,产品盈利水平不高。

表 4: 江淮汽车盈利预测表

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	20,091.71	29,704.36	39,000.00	50,000.00	65,000.00
主营收入增长率	36.45%	47.84%	31.29%	28.21%	30.00%
EBITDA(百万元)	1,129.38	2,036.04	2,445.52	3,382.61	4,391.61
EBITDA 增长率	116.09%	80.28%	20.11%	38.32%	29.83%
净利润(百万元)	335.69	1,162.65	1,696.79	2,454.91	3,304.06
净利润增长率	488.39%	246.35%	45.94%	44.68%	34.59%
ROE	7.76%	21.65%	24.69%	27.09%	27.51%
EPS(元)	0.260	0.900	1.317	1.905	2.564
P/E	52.92	15.29	10.45	7.22	5.37
P/B	4.10	3.30	2.58	1.96	1.48
EV/EBITDA	13.57	7.17	3.70	1.89	0.71

资料来源: 东兴证券研究所

表 5: 江淮汽车资产负债表

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	3,293.85	3,781.97	9,373.65	147.85%	12,555.74	33.95%	16,379.46	30.45%
交易性金融资产	0.00	321.88	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	305.22	305.31	854.79	179.97%	1,095.89	28.21%	1,424.66	30.00%
预付款项	297.52	541.86	1,005.96	85.65%	1,600.96	59.15%	2,374.46	48.31%
存货	1,279.85	2,001.09	1,998.08	-0.15%	2,561.64	28.21%	3,330.14	30.00%
流动资产合计	5,426.29	8,361.51	13,657.89	63.34%	18,355.92	34.40%	24,208.96	31.89%
非流动资产	6,946.86	7,172.71	6,822.30	-4.89%	6,320.90	-7.35%	5,832.59	-7.73%
资产总计	12,373.16	15,534.22	20,480.19	31.84%	24,676.82	20.49%	30,041.55	21.74%
短期借款	50.00	100.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	2,356.66	2,932.27	3,632.88	23.89%	3,493.15	-3.85%	3,027.40	-13.33%
预收款项	1,000.99	1,283.44	1,322.44	3.04%	1,372.44	3.78%	1,437.44	4.74%
流动负债合计	7,168.20	9,409.09	12,490.92	32.75%	13,817.65	10.62%	15,482.51	12.05%

非流动负债	772.88	632.43	995.09	57.34%	1,495.09	50.25%	2,045.09	36.79%
少数股东权益	108.97	122.01	123.01	0.82%	124.01	0.81%	125.01	0.81%
母公司股东权益	4,323.11	5,370.69	6,871.17	27.94%	9,062.17	31.89%	12,011.04	32.54%
净营运资本	(1,741.91)	(1,047.59)	1,166.97	N/A	4,538.28	288.90%	8,726.45	92.29%
投入资本 IC	1,996.22	2,008.85	(1,679.47)	N/A	(2,169.57)	N/A	(2,493.41)	N/A

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

后立尧

清华大学工科学士，韩国 POSTECH 大学管理学硕士，2007 年起从事行业研究员工作，2010 年加盟东兴证券研究所，从事交运设备行业（军工/高铁/船舶/汽车等）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。