



东兴证券
DONGXING SECURITIES

一季度喜迎开门红,时下估值优势明显

——江淮汽车（600418）一季度报点评

2011 年 4 月 26 日

强烈推荐/维持

江淮汽车

财报点评

银国宏

策略分析师

执业证书编号: S1480510120002

后立尧(联系人)

010-66557343

hoully@dxzq.net.cn

事件:

江淮汽车 4 月 24 日发布了一季度业绩, 2011 年 1-3 月, 公司实现营业收入 94.74 亿元, 同比增长 14.7%; 实现归属于上市公司股东净利润 3.36 亿元, 同比增长 31.78%; 基本每股收益 0.26 元。

观点:

1. 一季度销量增 17%+净利增 31%得益于成本及期间费用控制

根据公司公告, 公司 1 季度共实现营业收入 94.74 亿元, 同比增长 14.7%; 实现净利润 3.36 亿元, 同比增长 31.78%; 基本每股收益 0.26 元, 符合我们之前的预期。公司一季度累计生产汽车 14.47 万辆, 累计销量达 14.84 万辆, 产销同比分别增长 15.51% 和 17.05%, 销量增幅居行业上游水平(2011 年 1 季度全国汽车销量同比增速为 8.08%)。值得注意的是: 2011 年在钢材、橡胶等原材料价格上涨的环境下, 公司一季度净利润却实现了 31.7% 的高增长, 主要得益于公司成本控制力强, 并且期间费用控制得力, 我们测算江淮汽车一季度期间费用率约 7%, 同比大幅降低了 3.3 个百分点, 管理费用和销售费用同比分别减少了 28.6% 和 13.6%。

表 1: 2011 年 1-3 月江淮汽车销量统计

	3 月销量(辆)	同比增速	1-3 月销量(辆)	同比增速
轿车	16832	26.3%	46575	24.5%
MPV	7179	6.61%	20103	9.4%
轻卡	24124	14.5%	62046	11.6%
重卡	3847	61.6%	8491	61.8%
底盘	2057	0.15%	5989	30%
合计	55790	16%	148443	17%
其中:出口	5737	137%	14492	213.6%
其中:发动机	26169	69.1%	73410	88.9%

资料来源:东兴证券研究所

2. 携手富士康,将提升公司新能源及电子化技术水平

江淮汽车 22 日宣布, 将与富士康科技集团在新能源汽车及汽车电子研发及产业化方面建立战略合作关系, 期限为 2011 年 4 月至 2013 年 4 月。据公告, 江淮汽车正在大力推进战略性新兴产业新能源汽车, 并已投入规模领先全国同行的电动汽车开展示范运行; 循序渐进地提高整车智能化水平。而富士康集团也正拓展新能源汽车和传统汽车零部件事业, 培育全球领先的 3C 电子技术、云端应用、接插件、精密模具与表面处理

的研发与制造能力。根据协议,双方将在新能源汽车领域(重点在电池技术方面)建立战略合作,同时在传统汽车方面,开展电气系统、镁铝合金轻量化、车用显示屏、LED 等系统、部件研发和产业化。双方在汽车电子的研发和产业化方面,目标是建立系列化、模块化、通用化、标准化的零部件批量生产能力。此外,双方或合资建立新公司开展产品开发、制造、销售。我们判断,此次合作将提升江淮汽车在传统汽车领域的电子化水平,进一步巩固江淮在自主品牌第一梯队的地位,江淮的汽车产业链平台及优秀的销售网络,加上富士康的电子技术优势,将助推江淮汽车产品性能及整体形象跃上一个新台阶。

3. 上海车展尽显风流,呈现完整汽车产业链

在 2011 上海车展上,江淮汽车旗下六大汽车平台,涵盖汽油、柴油、新能源动力等共计 15 款车型,公司的星悦(欧系多功能商用车)在车展首日就收到了客户十余台定单,主要是政府机关、单位通行的产品。其中有 5 台星锐物流车现场交付给了上海的物流公司用户。江淮星锐此次出动了旗下 3 辆数字化产品:3D(Digital&Direct&Drive)物流车、数字化校车以及数字化客车。可以看出,公司已打造了完整的汽车产业链,并且公司的产品市场认可度逐日提高。

表 2: 江淮汽车 2011 上海车展展出车型

平台	车名	排量
M 平台	瑞风和畅	7 座 2.0T
	瑞风和畅	9 座 1.9 柴油
S 平台	祥和	短轴车型
	瑞鹰	2.0T AMT
	瑞鹰	1.9L 柴油版
C 平台	2011 款宾悦	2.0T
B 平台	2011 款和悦	1.8AT
	和悦	1.5L
	2011 款和悦 RS	1.8AT
A 平台	2011 款同悦 RS	巴西版
A0 平台	悦悦	1.3MT
	悦悦	1.0MT
新能源	同悦	纯电动
	和悦	插电混合
M209	星悦	公务版

资料来源:东兴证券研究所

4. 一季度出口业务有声有色,全年出口或超 5 万辆

2011 年 1 季度公司出口业务有声有色,1-3 月累计出口汽车 1.45 万辆,同比增长 213.6%,1、2 月单月出口销量同比增速更是高达 319%和 297%。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,公司 2011 年计划出口 4.5 万辆,并且订单有持续性,我们预计公司全年轿车出口有望达到 5 万台以上,公司也有望成为中国自主品牌在巴西出口量最大的企业。目前,江淮汽车在巴西已有 50 家销售店,通过与巴西 SHC 国际大经销商合作,今年还将有 50 家店在巴西开业。2011 年江淮出口巴西的目标是每月 5000 台,全年 5 万台,预计今后还会有墨西哥等其它南美国家的订单。另外,全年轿车销量或达到 20 万辆,轿车业务开始实现盈利。

结论:

总之,我们维持之前报告《业绩大增符合预期,增发扩产喜迎未来》中对公司的判断,2011年公司主要投资看点:(1).MPV、SUV及轻卡业务受政策影响小,销量火爆;(2).轿车业务有望扭亏为盈;(3).出口业务有声有色,预计全年出口超5万辆;(4).新能源汽车业务领跑自主品牌:预计2011年公司的同悦纯电动车及和悦插电混合动力车将获得至少2500辆的订单。

另外,从3月末至今,公司股价已随着汽车股整体估值回落下调了约25%,目前公司股价仅12元左右,对应PE为9倍,远低于汽车整车制造行业平均13倍的PE,具备了估值优势。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9.2倍、6.3倍和4.7倍。我们保守给江淮汽车2011年动态PE为15倍的话,公司未来8个月的目标价为20元,目前公司股价为12元左右,还有至少50%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	9.2	6.3	4.7
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

联系人简介

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。