

证券研究报告

汽车

推荐 (维持)

证券分析师

王德安

S1060511010006
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵

S1060511010004
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

江淮汽车 (600418)

MPV、轻卡销量下滑，轿车出口增幅高

事项：由于公司部分产品近几月销量不佳，我们下调了公司的盈利预测。

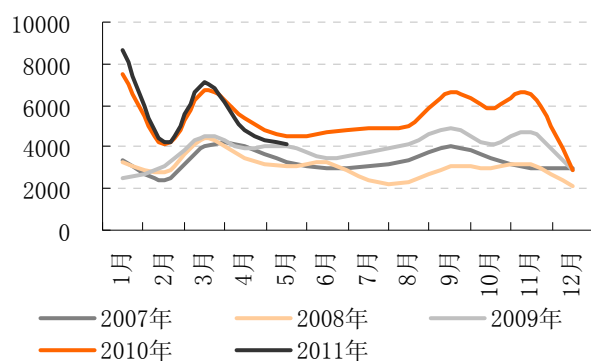
平安观点：

公司产品涵盖轿车、MPV、SUV、中轻卡、重卡、底盘、发动机等。其中，毛利贡献最大的产品为 MPV、轻卡，估计 2010 年毛利润占比各为 30%，发动机、客车底盘业务毛利占比约 15%—20%。

- **主要产品有所下滑：**2011 年 1—6 月公司 MPV 销量 3.36 万辆，同比累计增长 1.5%，从单月看，4 月、5 月、6 月销量同比为负；上半年 SUV 产品销量 7456 辆，同比下降 25%；上半年轻卡销量 11.66 万辆，同比增长 2.7%，6 月单月同比下滑 21%。相对表现较好的为重卡产品，半年累计增幅 34%；轿车产品由于出口大幅增长，1—6 月累计销售 8.08 万辆，同比增长 30%。
- **出口增幅高：**2011 年公司出口大幅增长，1—6 月出口 3.55 万辆，同比增长 2.55 倍。上半年公司出口销量占其汽车总销量比例为 13.2%。我们预计公司汽车产品出口利润率与内销基本持平。
- **轿车发动机、变速箱自配率提高：**2011 年公司发动机销量增长 76%，我们估计公司轿车发动机自配率达到 50%左右，变速箱自配率在 70%—80%。
- **MPV 产品竞争日趋激烈，瑞风市占率下滑：**2005 年初江淮瑞风曾经占据了全市场 30%以上的市场份额。其后随着上海通用 GL8、广本奥德赛等产品的出现，瑞风市占率出现下滑。2011 年 1—5 月，江淮瑞风 MPV 市场份额降至 14.6%，同期别克 GL8、东风景逸等产品市占率提高，我们注意到，GL8 部分产品市场价已经探入瑞风价格区间，对瑞风的市场占有率造成威胁。
- **我们对公司各块业务的判断：**我们判断，2011 年公司整体毛利率水平将同比下降。其中，MPV、轻卡的毛利润可能同比略有下滑。我们测算 2010 年公司轿车业务亏损额约 5 亿元，由于出口的大幅增长和产销规模的提升，其轿车业务 2011 年有望实现盈利。
- **盈利预测与投资建议：**由于公司最主要的利润来源 MPV、轻卡盈利水平的下滑，我们预计公司 2011 年利润将受到较大拖累，但同时公司出口增幅高、轿车产销规模上升且其自配比例提高。综合测算，我们下调公司 2011 年、2012 年每股收益分别为 1 元、1.27 元。目前动态 PE 为 11 倍，显示市场对公司业绩波动有所预期。我们维持对其“推荐”评级。

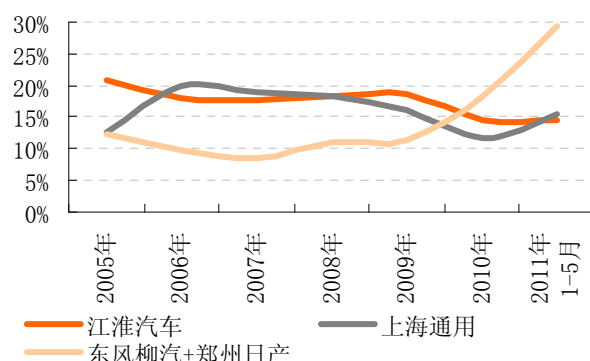
图表 1 江淮汽车 MPV 月度销量

单位：辆



资料来源：中汽协

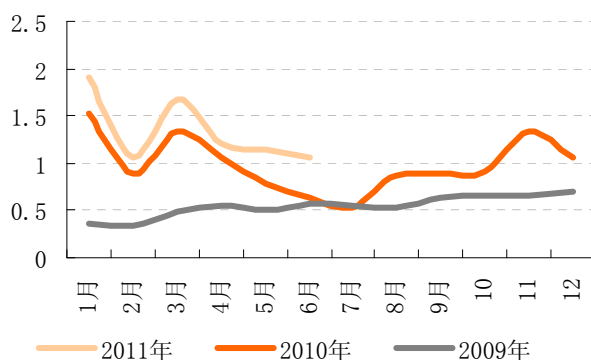
图表 2 主要 MPV 厂商产品市占率



资料来源：中汽协

图表 3 江淮汽车轿车月度销量

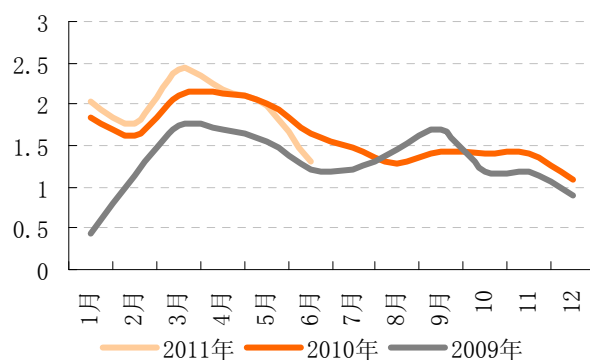
单位：万辆



资料来源：中汽协

图表 4 江淮汽车轻卡月度销量

单位：万辆



资料来源：中汽协

图表 5 主要 MPV 产品价格区间

单位：万元

	别克 GL8	江淮瑞风	东风景逸	东风风行
指导价	22.8—38.8	9.99—20.08	5.99—14.58	9.48—17.58
市场价	17.8—38.8	9.69—21.98	5.89—14.58	9.48—18.98

资料来源：网上车市

资产负债表						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E						
流动资产	5426	8362	12027	16149	20497						
现金	3294	3782	7201	10182	13510						
应收账款	305	305	545	598	693						
其他应收款	32	70	90	104	123						
预付账款	298	542	598	747	873						
存货	1280	2001	2367	2925	3394						
其他流动资产	217	1661	1226	1592	1905						
非流动资产	6947	7173	6963	6594	6229						
长期投资	26	39	35	36	36						
固定资产	5297	5747	5609	5232	4758						
无形资产	506	805	971	1158	1337						
其他非流动资	1118	581	348	167	98						
资产总计	12373	15534	18989	22743	26727						
流动负债	7168	9409	11812	13895	15972						
短期借款	50	100	141	112	120						
应付账款	2357	2932	3897	4636	5411						
其他流动负债	4762	6377	7774	9147	10441						
非流动负债	773	632	632	645	686						
长期借款	576	340	372	374	419						
其他非流动负	196	292	260	271	268						
负债合计	7941	10042	12444	14540	16658						
少数股东权益	109	122	138	158	181						
股本	1289	1289	1289	1289	1289						
资本公积	1315	1329	1329	1329	1329						
留存收益	1719	2753	3790	5428	7270						
归属母公司股东	4323	5371	6408	8046	9888						
负债和股东权益	12373	15534	18989	22743	26727						

现金流量表						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E						
经营活动现金流	3357	1560	4011	3505	3924						
净利润	342	1176	1310	1658	1994						
折旧摊销	753	805	738	790	821						
财务费用	-4	-29	37	36	43						
投资损失	-3	-35	-8	-10	-12						
营运资金变动	2090	-525	1888	986	1035						
其他经营现金	179	166	46	44	44						
投资活动现金流	-624	-665	-387	-455	-480						
资本支出	672	416	233	175	194						
长期投资	-6	-328	-4	1	-0						
其他投资现金	41	-576	-158	-279	-286						
筹资活动现金流	-158	-399	-205	-69	-117						
短期借款	-398	50	41	-29	8						
长期借款	26	-236	32	2	45						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	-10	14	0	0	0						
其他筹资现金	223	-227	-278	-42	-169						
现金净增加额	2576	488	3419	2981	3328						

利润表						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E						
营业收入	20092	29704	37176	45154	52378						
营业成本	17179	25124	31544	38230	44346						
营业税金及附加	512	801	948	1151	1336						
营业费用	1169	1269	1673	2054	2331						
管理费用	622	1214	1450	1761	2017						
财务费用	-4	-29	37	36	43						
资产减值损失	237	104	50	45	40						
公允价值变动收	0	5	0	0	0						
投资净收益	3	35	8	10	12						
营业利润	380	1260	1482	1886	2278						
营业外收入	50	110	45	50	58						
营业外支出	6	7	7	8	9						
利润总额	424	1363	1520	1928	2326						
所得税	81	186	210	270	333						
净利润	342	1176	1310	1658	1994						
少数股东损益	6	14	16	20	23						
归属母公司净利	336	1163	1295	1638	1971						
EBITDA	1129	2036	2257	2712	3141						
EPS（元）	0.26	0.90	1.00	1.27	1.53						

主要财务比率					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	36.4%	47.8%	25.2%	21.5%	16.0%
营业利润	5713.5	231.0%	17.7%	27.2%	20.8%
归属于母公司净	482.4%	246.3%	11.4%	26.5%	20.3%
获利能力					
毛利率	14.5%	15.4%	15.2%	15.3%	15.3%
净利率	2.9%	1	3	3	3
ROE	7.8%	21.6%	20.2%	20.4%	19.9%
ROIC	16.8%	58.0%	-410.2	-96.4%	-62.9%
偿债能力					
资产负债率	64.2%	64.6%	65.5%	63.9%	62.3%
净负债比率	11.18%	6.47%	5.95%	4.87%	4.57%
流动比率	0.76	0.89	1.02	1.16	1.28
速动比率	0.58	0.67	0.81	0.95	1.07
营运能力					
总资产周转率	1.90	2.13	2.15	2.16	2.12
应收账款周转率	51	86	77	70	72
应付账款周转率	8.00	9.50	9.24	8.96	8.83
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	0.26	0.90	1.00	1.27	1.53
每股经营现金流	2.60	1.21	3.11	2.72	3.04
每股净资产(最新	3.35	4.17	4.97	6.24	7.67
估值比率					
P/E	42.04	12.14	10.90	8.61	7.16
P/B	3.26	2.63	2.20	1.75	1.43
EV/EBITDA	10	5	5	4	3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257