公司报告

年报点评

中国平安 PING AN 平安证券公司

汽车

2011 年 3 月 17 日

# 江淮汽车 (600418)

# 2010年乘商并进、2011年乘用车规模再上一台阶

**强烈推荐 (维持)**

**现价：13.27 元**

**主要数据**

| | |
|---|---|
| 行业 | - |
| 公司网址 | www.jac.com.cn |
| 大股东/持股 | 安徽江淮汽车集团/34.76% |
| 实际控制人/持股 | 安徽省国资委/27.19% |
| 总股本(百万股) | 1,289 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,073 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值(亿元) | 171.02 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 142.37 |
| 每股净资产(元) | 4.17 |
| 资产负债率(%) | 64.6 |

**行情走势图**

**相关研究报告**

**研究员**


王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn


## 投资要点

### ■ 事项

江淮汽车年报显示：2010 年实现营业收入 297 亿元，同比增长 47.8%，实现净利润 11.6 亿元，同比增长.5 倍。每股收益 0.9 元，每股净资产 4.17 元。拟每 10 股派发现金股利 2 元（含税）。

### ■ 平安观点

**1、2010 年商用车、乘用车两大业务齐头并进**。2010 年公司销售各类汽车及底盘 44 万辆，同比增长 42.5%。其中瑞风商务车 6.5 万辆，同比增长 40.5%；轻卡 19 万辆，同比增长 26 %；轿车 11.7 万辆，同比增长 77.6%；客车底盘 2.4 万辆，同比增长 20%；重卡 2.5 万辆，同比增长 89%，瑞鹰 SRV 1.89 万辆，同比增长 61%。

**2、轻卡、MPV 继续发挥利润支柱作用**。上述产品销量增幅居行业前列，在细分市场的地位更加稳固。轿车保持高速增长，增幅在行业名列前茅。发动机业务快速进步，产量翻番。公司加速布局全球市场，轻卡出口继续保持行业领先地位，乘用车出口取得显著成绩。对外合资合作实现突破，与世界 500 强企业签订重卡、发动机项目合资协议。

**3、盈利水平提升**。2010 年公司综合毛利率为 15.42%比上年提高 1 个百分点，费用率进一步降低。

**4、新产品研发增强发展动力**。公司研发的多功能商用车星锐、A0 级轿车悦悦、新能源纯电动车成功上市；乘用车产品完成了宾悦年度车型、瑞鹰 2.0AT 等项目的开发，完成出口巴西同悦及和悦等产品的开发并交付生产；N721 宽体完成产品研发、实现量产，4GB 小排量发动机高水平量产，完成 1.9LCTI 柴油机的试产，具备量产能力。

| | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 14,726.1 | 20,091.7 | 29,704.4 | 38922 | 46706.4 |
| YoY(%) | 3.2 | 36.4 | 47.8 | 31.03 | 20.00 |
| 净利润(百万元) | 57.6 | 335.7 | 1,162.6 | 1652.57 | 1944.57 |
| YoY(%) | -82.5 | 482.4 | 246.3 | 42.14 | 17.67 |
| 毛利率(%) | 12.1 | 14.5 | 15.4 | 16.08 | 16.10 |
| 净利率(%) | 0.4 | 1.7 | 3.9 | 4.25 | 4.16 |
| EPS(摊薄/元) | 0.0 | 0.3 | 0.9 | 1.28 | 1.51 |
| P/E(倍) | 296.7 | 50.9 | 14.7 | 10.35 | 8.79 |
| P/B(倍) | 4.3 | 4.0 | 3.2 | 3.18 | 2.65 |


本文为证券研究报告，请务必阅读正文后免责条款

**5、乘用车业务持续投入。**公司董事会审议通过了《关于公司申请公开增发人民币普通股（A 股）股票的议案》。拟公开发行数量不超过 15,000 万股普通股（A 股）股票，募集资金额不超过 28 亿元人民币（含发行费用）。本次募集资金计划投资于乘用车基地扩建项目和年产 20 万台高性能汽油发动机项目。

**6、盈利预测与投资评级**。我们预计公司 2011 年实现 MPV 销量 7.5 万辆，同比 21%，轿车销售 18.7 万辆，同比增 60%，重卡销售 3 万辆，同比增长 22%。预计公司 2011 年、2012 年每股收益分别为 1.28 元、1.51 元。估值水平有较大提升空间，维持“强烈推荐”评级。

**图表 1　江淮汽车分类型销量　　单位：辆、台**

| | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 同比 |
|---|---|---|---|---|
| 轿车 | 11683 | 65607 | 116497 | 77.6% |
| 商务车 | 36304 | 46033 | 64675 | 40.5% |
| SUV | 10250 | 11720 | 18859 | 60.9% |
| 中\轻卡 | 108051 | 154047 | 194050 | 26.0% |
| 重卡 | 10786 | 12921 | 24553 | 90.0% |
| 底盘 | 21442 | 19923 | 23913 | 20.0% |
| 汽车合计 | 198516 | 310251 | 442547 | 42.6% |
| 发动机 | 64900 | 81085 | 156939 | 93.5% |

*资料来源：公司公告*

**图表 2　江淮汽车乘用车分类型销量　　单位：辆**

| | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|---|---|---|---|---|
| 宾悦 | 460 | 8291 | 3560 | 2728 |
| 瑞风 MPV | 40049 | 36304 | 45701 | 64675 |
| 瑞鹰 SUV | 7605 | 10250 | 11591 | 18575 |
| 同悦 | 0 | 3392 | 57290 | 40321 |
| 和悦 | 0 | 0 | 4468 | 68362 |
| 悦悦 | 0 | 0 | 0 | 2654 |
| 合计 | 48114 | 58237 | 122610 | 197315 |

*资料来源：中汽协*

**图表 3 江淮汽车季度盈利情况 单位：万元**

| 金额 | 2010Q1 | 2010Q2 | 2010Q3 | 2010Q4 | 同比增长 | 环比增长 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 808,050 | 807,980 | 672,387 | 682,019 | 30.52% | 1.43% |
| 营业成本 | 668,921 | 677,639 | 572,204 | 593,682 | 32.30% | 3.75% |
| 销售费用 | 46,230 | 61,136 | 23,217 | -3,732 | | |
| 管理费用 | 37,899 | 21,138 | 19,185 | 43,193 | 521.96% | 125.14% |
| 财务费用 | -861 | 160 | -805 | -1,385 | | |
| 净利润 | 25,496 | 23,382 | 35,161 | 32,226 | 302.30% | -8.35% |
| EPS | 0.198 | 0.181 | 0.273 | 0.250 | 302.30% | -8.35% |
| **比率** | | | | | **同比增加百分点** | **环比增加百分点** |
| 毛利率 | 17.22% | 16.13% | 14.90% | 12.95% | -1.17 | -1.95 |
| 销售费用率 | 5.72% | 7.57% | 3.45% | -0.55% | -5.05 | -4.00 |
| 管理费用率 | 4.69% | 2.62% | 2.85% | 6.33% | 5.0 | 3.48 |
| 财务费用率 | -0.11% | 0.02% | -0.12% | -0.20% | 0.4 | -0.08 |
| 费用率合计 | 10.30% | 10.20% | 6.19% | 5.58% | 0.35 | -0.60 |
| 净利率 | 3.16% | 2.89% | 5.23% | 4.73% | 3.19 | -0.50 |

*资料来源：公司公告*

**图表 4 江淮汽车盈利预测 单位：万元**

| | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 一、营业总收入 | 1427382 | 1472464 | 2009171 | 2970436 | 3892200 | 4670640 |
| 二、营业总成本 | 1388663 | 1471817 | 1971451 | 2848381 | 3703150 | 4447443 |
| 营业成本 | 1219886 | 1295892 | 1717883 | 2512445 | 3266230 | 3918667 |
| 营业税金及附加 | 42323 | 38126 | 51172 | 80145 | 97305 | 126107 |
| 销售费用 | 66162 | 64983 | 116879 | 126851 | 175149 | 205508 |
| 管理费用 | 58148 | 66353 | 62180 | 121416 | 155688 | 186826 |
| 财务费用 | 1196 | 2551 | -374 | -2891 | 778 | 2335 |
| 资产减值损失 | 949 | 3911 | 23711 | 10416 | 8000 | 8000 |
| 三、其他经营收益 | | | | | | |
| 投资净收益 | 0 | -162 | 330 | 3450 | 800 | 1000 |
| 四、营业利润 | 38719 | 486 | 38050 | 125960 | 189850 | 224197 |
| 加：营业外收入 | 3287 | 2258 | 4956 | 10998 | 4500 | 5000 |
| 减：营业外支出 | 219 | 478 | 646 | 693 | 700 | 800 |
| 五、利润总额 | 41787 | 2267 | 42360 | 136265 | 193650 | 228397 |
| 减：所得税 | 8767 | -3742 | 8144 | 18628 | 26724 | 31976 |
| 六、净利润 | 33019 | 6009 | 34216 | 117638 | 166926 | 196421 |
| 减：少数股东损益 | 174 | 303 | 647 | 1373 | 1669 | 1964 |
| 母公司所有者净利润 | 32846 | 5705 | 33569 | 116265 | 165257 | 194457 |
| 七、每股收益(元) | 0.25 | 0.04 | 0.26 | 0.9 | 1.28 | 1.51 |

*资料来源：公司公告、平安证券综合研究所*

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±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±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：**

此报告旨为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 PING AN

**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