

江淮汽车

600418

增持/ 首次评级

士别三年，当刮目相看

股 价	2009/06/13
RMB5.86	

基础数据

总股本（百万股）	1289
流通 A 股（百万股）	881
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	5162

财务数据

市净率 (X)	1.92
TRACING P/E (X)*	-81.29
EPS (元)	-0.06
股息率 (%)	0.2

*最近四季盈利计算。

相关研究

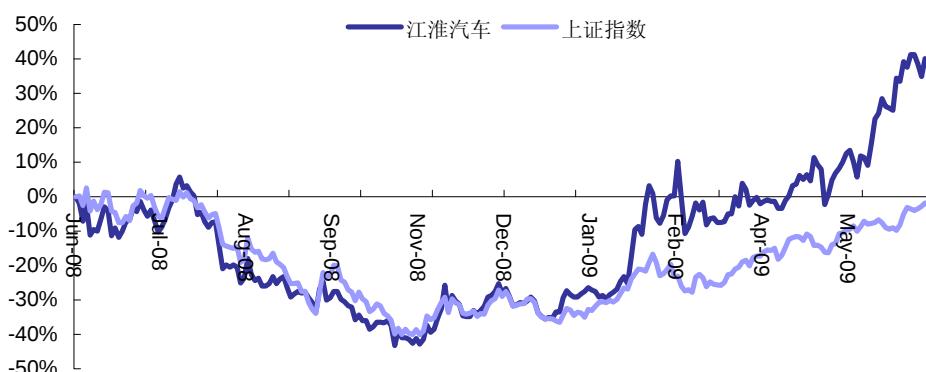
经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E
营业收入(百万元)	14724.6	3926.1	16677.4	19854.8
(+/-%)	3.2	-10.2	13.3	19.1
归属母公司净利润(百万元)	57.1	-73.1	338.9	451.8
(+/-%)	-82.6	-195.0	494.0	33.3
EPS(元)	0.04	-0.06	0.26	0.35
P/E(倍)	132.4	-103.4	22.3	16.7

■ 公司三大主业 MPV、轻卡和轿车目前都显示了良好的发展趋势：MPV 市场占有率不断提升，在瑞风 2 代的上市后，江淮将形成高、中、低档全面的产品布局，有望成为国内 MPV 领域的龙头企业；随着轻卡直补政策的出台，轻卡销量或将出现快速增长，而价格趋稳和成本下降使毛利率水平迅速回升，轻卡盈利复苏有望超预期；借行业第二次消费浪潮的东风，江淮轿车项目有望厚积薄发，在自主品牌轿车占据重要一席，有望在 2010 年实现扭亏为盈。种种迹象显示 2009 年有望成为公司业绩的拐点，而即使轿车项目发展不如预期，公司的并购价值仍将提供较高的安全边际。

■ 以目前市值不足 80 亿计算，仅需 28 亿即可收购江淮集团 34.76% 的持股，从而获得从 A00 级至 B 级完整的乘用车平台、20 万辆以上的轿车产能、0.8L~2.4L 完整的发动机和变速箱配套体系以及江淮优秀的技术、人员。而江淮建立自主品牌轿车生产体系仅研发和固定资产投入就超过了 50 亿元。并购江淮无疑是那些尚没有轿车生产资质或是完整的乘用车平台的企业企业的最佳选择。

■ 根据我们的预测，2009、2010 年 EPS 分别为 0.26、0.35，对应 PE 分别为 22.3 倍、16.7 倍。如果江淮自主品牌轿车发展顺利，则目前将会是其业绩拐点，而如果江淮发展受限，那么其被并购的可能性较大，其价值仍可能被重新评估，因此我们认为目前是较好的买入机会，给予“推荐”评级。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 姚宏光
 (0755) 8249 2723
 Yaohg@lhqz.com

黄未樵
 (0755) 8236 6964
 huangwq@lhqz.com

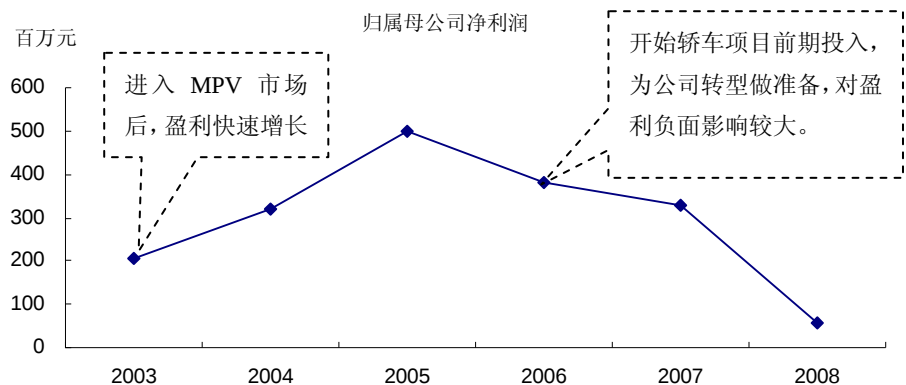
公司三大主业 MPV、轻卡和轿车目前都显示了良好的发展趋势：MPV 市场占有率不断提升，在瑞风 2 代的上市后，江淮将形成高、中、低档全面的产品布局，有望成为国内 MPV 领域的龙头企业；随着轻卡直补政策的出台，轻卡销量或将出现快速增长，而价格趋稳和成本下降使毛利率水平迅速回升，轻卡盈利复苏有望超预期；借行业第二次消费浪潮的东风，江淮轿车项目有望厚积薄发，在自主品牌轿车占据重要一席，有望在 2010 年实现扭亏为盈。

种种迹象显示 2009 年有望成为公司业绩的拐点，而即使轿车项目发展不如预期，公司的并购价值仍将提供较高的安全边际，因此给予“增持”评级。

厚积薄发

公司在 2002 年进入 MPV 领域后，依靠瑞风良好的盈利能力，2003~2005 年净利润复合增长率高达 33.89%。

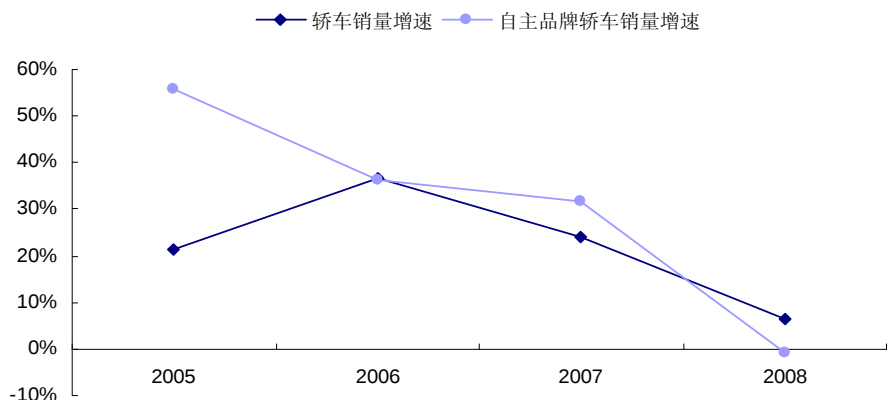
图 1 江淮汽车 2002~2008 年归属母公司净利润



数据来源：公司公告，联合证券研究所

在摆脱 04 年底至 05 年初短暂的低迷后，中国轿车市场在 2006~2008 年上半年仍实现了较快速度的发展。以奇瑞、比亚迪为代表的国内自主品牌凭借高性价比的小排量低端轿车增长迅猛，国内自主品牌销量复合增长率超过 40%。

图 2 2005~2008 轿车市场以及自主品牌销量增速



数据来源：CAAM，联合证券研究所

公司从 2006 年开始逐步谋求向轿车生产转型的方针，依靠在大排量车辆生产、研发上的积累，率先推出了瑞鹰 SUV 和 B 级车宾悦，用最短的时间实现了切入轿车领域。而公司仅用两年时间完成 A 级车和悦和 A0 级车同悦的研发和推出，速度快于行业平均水平和市场普遍预期，显示了公司在汽车研发、制造上的深厚底蕴。

尽管公司错过了上一轮自主品牌发展期，但三年时间公司在轿车的研发、生产、销售上也积累了丰富的经验，尤其是过去公司“重技术轻营销”的态度目前已发生重大转变，对营销投入明显加大。

借助中国轿车市场第二次销量浪潮的东风，我们认为凭借优秀的技术、制造能力，针对性较强的营销策略、良好的管理能力和逐步完善的乘用车产品体系，公司有望厚积薄发，在自主品牌轿车占据重要一席，2010 年扭亏为盈的希望较大。

即将拥有完善的乘用车平台及关键零部件体系

目前公司主要产品包括 MPV、SUV、轿车、轻卡、重卡及客车底盘（两者基本不盈利），发动机业务基本自配。

表 1 公司产品结构

大类	细分产品	
MPV	瑞风 1 代	客车底盘，未来定位中低端，目标市场为客运和物流市场。
	瑞风 2 代	2010 年上市，宾悦底盘，未来定位高端的商务车市场。
	悦悦	后续产品，A00 级车
轿车	同悦	A0 级车，未来重点。
	和悦	2009 年三季度上市，A 级车，未来重点。
	宾悦	B 级车
SUV	瑞鹰	向轿车领域转型的过渡产品。
轻卡	帅铃、好运等	中端轻卡为主，国内第二梯队。
重卡	格尔发	源自克莱斯勒换代车型，技术较先进但不适应中国市场。
客车底盘		

数据来源：联合证券研究所整理

全面布局 MPV

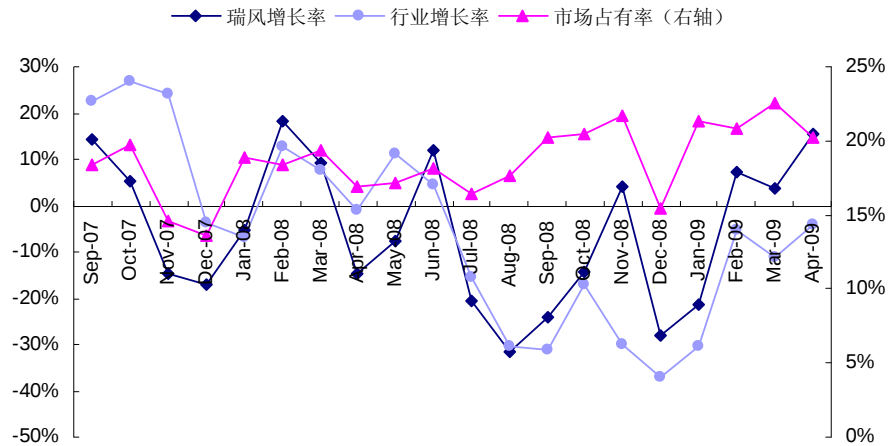
公司目前盈利大约 70% 来自于 MPV 业务，作为公司业绩和资金来源的“稳定器”，继续做大做强 MPV 仍将是公司重点。

在行业整体不景气的背景下，08 年 6 月起瑞风增长速度一直高于行业平均水平，市场占有率稳步提升，特别是 09 年 1~5 月仍逆势实现了一定增长，我们判断这主要得益于其独特的产品结构和客户结构。

同 GL8、奥德赛、阁瑞斯脱胎于轿车底盘不同，瑞风脱胎于客车底盘，尽管在舒适性上有一定的劣势，但其更适合客货两用，并有更加宽泛的路况适应性，更接近城乡结合部和农村市场的需求。目前细分车型中，“祥和”定位商务车，“彩色之旅”定位旅游客运，“城市穿梭”定位城市物流。在现阶段商务用车明显下滑的背景下，城市物流市场和农村市场成为了新的增长点。

在客户结构上，40% 的大客户结构（20% 政府机关）使其需求稳定性更高。

图3 江淮 MPV 销量增长率及市场占有率



数据来源：CAAM，联合证券研究所

明年基于宾悦轿车底盘的瑞风 2 代将正式上市，这也将弥补瑞风同其他轿车底盘 MPV 在竞争高端商务车中的缺陷。瑞风 2 代将定位于高端商务车市场，主要竞争对手仍是 GL8 等，我们预计其定位仍将略低于这些车型，定价区间可能在 15~18 万。而瑞风 1 代在立足目前优势细分市场的同时，在低端车型上可能会放弃一部分利润，从而从目前 9~10 万的价格区间进一步下移，接近轻客 7~8 万的区间，以争夺这部分市场。

随着瑞风 2 代的上市，江淮将形成高、中、低档全面的产品布局，有望成为国内 MPV 领域的龙头企业。

重点发展中低端轿车

作为未来企业发展的主要增长点，江淮将形成悦悦 (A00 级)、同悦 (A0 级)、和悦 (A 级)、宾悦 (B 级) 比较全面的轿车产品体系。

公司判断未来中国汽车市场的增长点在农村市场，今年“网络下沉”的销售策略变化也从侧面反映了这一判断。因此，结合品牌定位和盈利能力考虑，我们预计 A0 级的同悦和 A 级的和悦将会是未来发展的重点车型。同悦、宾悦、和悦、悦悦的单班产能布置计划分别为 10 万、5 万、6 万、5 万。

公司后续的车型研发设计仍将沿用目前的自主研发结合欧洲独立设计中心的方式，短期内尚无引进外资的计划。公司在汽车研发上的长期积累和过去几年同欧洲设计中心的合作都将是其在自主品牌轿车上产品技术继续领先的保证。

公司轿车项目的整体进度在 09 年将有质的突破，在 2009-2011 年中国汽车行业有望借二、三线省市轿车普及而出现第二次消费浪潮之际，2010 年起公司有望进入轿车的高速发展期，抓住这一次难得的发展机遇。

关键零部件实现自产

实现关键零部件自产是提高整车毛利率的重要手段，同时也是提高自身技术开发能力的必须途径。

目前公司自产瑞鹰 SUV 和宾悦的 2.0L 和 2.4L 汽油发动机,有能力生产 1.9L 轿车柴油发动机。09 年 3 季度 1.3L 和 1.5L 汽油机将正式下线(现已进入整车调试阶段),未来将进一步开发 0.8L 和 1.1L 汽油机,从而拥有完整的发动机体系。

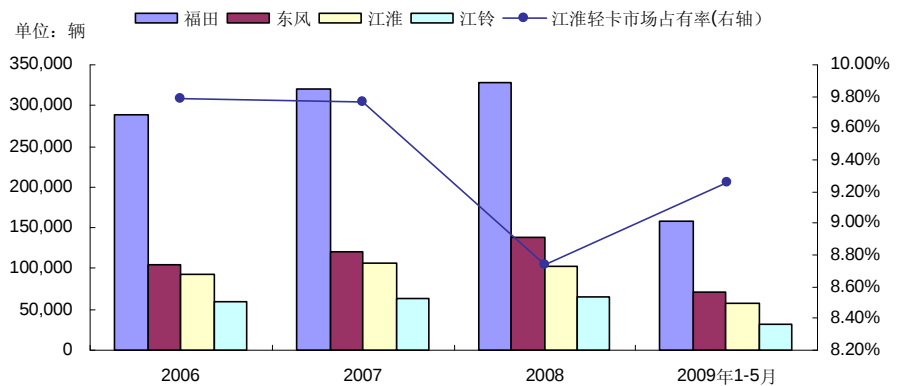
公司轿车发动机技术源自奥地利 AVL 公司,1.3 和 1.5L 发动机将会是全铝双 VVT 发动机,从性能上而言应优于东安三菱的铸钢发动机,但其技术成熟度和市场接受度仍有待检验。未来其技术仍将主要依靠和 AVL 的合作。

公司已实现自产配套 2.0L 和 2.4L 的手动变速箱,未来 1.6L 以下发动机实现自产后,也将同步开发和自产配套的手动变速箱,但自动变速箱仍将依赖进口。

其他

江淮的轻卡定位中档,高于福田低于江铃,销量较为稳定。细分市场中,好运系列主要针对农村低端市场;帅铃系列在 3.5 吨以下的主力车型 2.8L 和 3.0L 中有一定优势,同时公司较早开始准备国三切换,国三产品比较成熟。

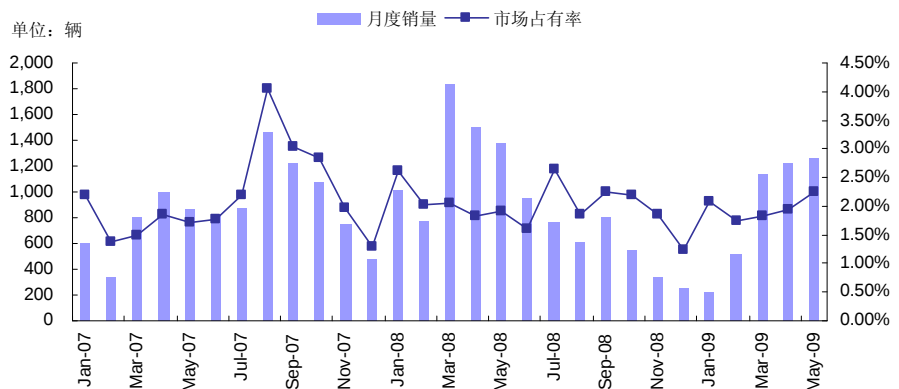
图 4 国内主要轻卡厂商销量及江淮市场占有率



数据来源: CAAM, 联合证券研究所

江淮重卡技术属克莱斯勒的换代产品,技术水平高于目前国内主流的斯太尔产品,但却不适应国内超载的现实使用条件,因此一直销量不畅。在未来的公司战略中重卡料难占据重要地位,我们预计剥离或分拆引入新的合作者更为可能。

图 5 江淮重卡月度销量及市场占有率



数据来源: CAAM, 联合证券研究所

瞄准农村市场，建立针对性的营销网络

目前 4S 店仍是国内厂家主要的营销网络，江淮目前已有 100 余家，但同其他主要厂家相比，规模仍然偏小。在确立重点突破农村市场的战略后，公司销售体系实施了“网络下沉”，建立针对性的营销网络，即在县级地区建立展示和营销中心，以县为核心带动区域销售。

建立县级营销中心的策略同发展 4S 店相比不仅成本低（由于客户结构类似，轻卡和轿车可使用同样的销售网络），同时更能够发挥江淮适合农村市场的车型系列齐全的优势，也有利于帮助农民取得政策补贴从而带动销售。目前首批 50 个县已经建立，09 年目标在 200 个县建立中心。我们预计未来有望覆盖全国 2500 个县级地区中的 20%，达到 500 家，从而全面打入农村市场。

尽管在销售政策的灵活度上公司同民营企业相比仍有一定差距，但随着重视程度的提高和在营销策略上的发掘，公司的销售队伍的完善和营销能力的提高都是可以期待的。结合江淮优秀的产品品质，我们认为公司销售局面有望实现突破。

09 年或是业绩拐点

外购件成本下降。原材料成本的大幅下降，令 MPV 和轻卡外购件成本在 09 年有望下降大约 10%。而随着轿车产量的大幅提升，采购规模的扩大使得零部件价格有望大幅下降，今年同零部件厂商的第二轮谈判已经启动，公司目标 09 年零部件价格降低 30%。

MPV 盈利小幅增长。尽管瑞风 09 年进行了一定的促销，但作为成熟车型，价格总体上比较稳定。由于今年 9-10 万的“城市穿梭”投放后增长较快，因此产品均价较过去有所下降。受益外购成本下降，我们预计 09 年 MPV 业务毛利率提升至 28% 左右。我们预计，2010 年 MPV 全线布局的完成，销量将有明显提升，但由于低端车型占比提升，我们预计毛利率和均价都将有所下降。

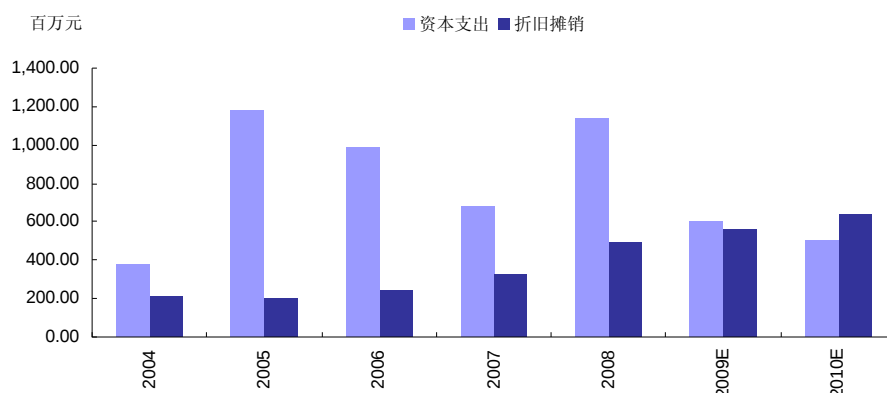
轻卡盈利复苏超预期。轻卡 1-5 月平均毛利率预计 18%，5 月单月毛利率超过 20%。尽管下半年存在切换国三标准的因素，但随着轻卡直补政策的出台，我们预计下半年轻卡销量或呈快速增长的态势。随着需求有望快速释放，行业下半年大幅降价的可能性也变得较小，考虑到下半年国三产品部分成本需厂家消化，我们预计全年毛利率在 15% 左右。

轿车亏损幅度有限。同悦目前的销售进度受东安三菱发动机供货数量限制，目前仅能保证月供 4500 台，因此同悦月销量仍有进一步上升的空间。随着 3 季度自主 1.3L 和 1.5L 发动机下线后，可能有部分将采用自产发动机，这一是有利于释放同悦销量，二是提高毛利率（我们预计若能采用自产发动机，其整车发动机成本将下降 3000 元左右，同时也有利于同东安的价格谈判），但仍需视消费者接受程度。

资本支出高峰已过。轿车项目前期共计投入固定资产 25 亿元，研发费用 15 亿元，09、10 年预计年固定资产投入在 6-7 亿元，研发投入 2-3 亿元。考虑到 SUV 和轿车为共线生产，我们预计盈亏平衡点应接近 10 万辆。因此，我们预计

2009 年仍将会有小幅亏损，2010 年起将实现盈利。

图 6 江淮资本支出和折旧摊销



数据来源：公司公告，联合证券研究所预测

2009 年公司将完成乘用车平台的搭建，2010 年起全面投放 MPV 和轿车的新产品，预计包括 MPV、轿车在内的汽车总销量 2009、2010 年分别为 243,202 辆、297,729 辆，盈利有望自 2009 年起进入迅速上升阶段。

表 2 江淮汽车销量预测

	2008	2009E	2010E
MPV	36,305	39,209	47,051
SUV	10,251	10,000	9,500
轿车	11,683	60,000	100,000
其中：宾悦	8,291	8,000	10,000
同悦	3,392	45,000	55,000
和悦	0	7,000	25,000
悦悦	0	0	10,000
轻卡	108,074	124,285	130,499
重卡	10,786	9,707	10,678
汽车合计	177,099	243,202	297,729
底盘	21,442	15,009	17,261
总计	198,541	258,211	314,990

数据来源：联合证券研究所预测

表 3 江淮汽车收入预测

	2008	2009E	2010E
MPV	3,739,880,449	3,837,117,340	4,422,820,320
SUV	963,769,231	940,000,000	883,500,000
轿车	938,948,718	3,333,000,000	5,557,500,000
其中：宾悦	779,495,726	752,000,000	930,000,000
同悦	159,452,991	2,070,000,000	2,502,500,000
和悦	0	511,000,000	1,825,000,000
悦悦	0	0	300,000,000
轻卡	4,618,547,009	5,576,895,513	5,676,721,943
重卡	1,935,948,718	1,747,332,000	1,922,065,200
汽车合计	12,197,094,124	15,434,344,853	18,462,607,463
底盘	1,249,301,418	870,545,200	1,001,126,980
其他	338,603,176	372,463,494	391,086,668
总计	13,784,998,718	16,677,353,547	19,854,821,111

数据来源：联合证券研究所预测

国内汽车行业重组的最佳并购对象

5月12日，安徽省公布了《安徽省汽车产业调整和振兴规划》，力推奇瑞、江淮、华菱、昌河、扬子、全柴等汽车企业按市场原则在省内进行联合重组，力争形成一个产能百万辆以上的汽车企业集团。

在目前的各个公司的发展境况下，我们预计江淮同奇瑞或其他公司进行实质性整合的可能性较小，更多的可能是资源共享（联合采购、研发等）或是局部业务调整（江淮剥离重卡）。

但根据《汽车产业振兴规划》，至2011年，包括江淮在内的产销规模占市场份额90%以上的汽车企业集团数量由目前的14家减少到10家以内。在调整之列的国有汽车企业集团包括一汽、上汽、东风、长安、北汽、广汽、福汽、重汽、哈飞、昌河、江淮、奇瑞等。

在具体规划上，鼓励一汽、东风、上汽、长安等大型汽车企业在全国范围内实施兼并重组，支持北汽、广汽、奇瑞、重汽等汽车企业实施区域性兼并重组。江淮并不在重点支持对象之列，可以预见江淮的轿车项目若在未来两年内不能取得重大突破，无疑将有较大可能被其他企业兼并重组。

以目前市值不足80亿计算，仅需28亿即可收购江淮集团34.76%的持股，从而获得从A00级至B级完整的乘用车平台、20万辆以上的轿车产能、0.8L~2.4L完整的发动机和变速箱配套体系以及江淮优秀的技术、人员。而江淮建立自主品牌轿车生产体系仅研发和固定资产投入就超过了50亿元。并购江淮无疑是那些尚没有轿车生产资质或是完整的乘用车平台的企业的最佳选择。

因此，虽然江淮的自主轿车前景仍然存在不确定性，但是即使轿车发展不那么顺利，考虑到其并购价值，同其他轿车上市公司相比目前市值仍有低估之嫌。

表4 轿车上市公司估值数据比较

	P/B	P/S	市值（亿元）
上海汽车	2.48	0.85	900.77
江淮汽车	2.00	0.51	75.52
海马股份	2.23	0.72	55.43
长安汽车	2.63	1.44	192.79
一汽轿车	3.51	1.13	228.66
一汽夏利	3.37	1.44	104.96

数据来源：WIND，联合证券研究所

盈利预测

根据我们的预测，2009、2010年EPS分别为0.26、0.35，对应PE分别为22.3倍、16.7倍。

如果江淮自主品牌轿车发展顺利，则目前将会是其业绩拐点，而如果江淮发展受限，那么其被并购的可能性较大，其价值仍可能被重新评估，因此我们认为目前是较好的买入机会，给予“推荐”评级。

图7 盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元	利润表			单位: 百万元
	2008	2009E	2010E		2008	2009E	2010E
流动资产	2386	2416	3471	营业收入	14725	16677	19855
现金	704	753	1466	营业成本	12959	14348	17062
应收账款	411	437	502	营业税金及附加	381	463	533
其他应收款	75	76	96	营业费用	650	750	893
预付账款	186	215	256	管理费用	664	684	814
存货	791	717	853	财务费用	26	46	38
其他流动资产	219	218	298	资产减值损失	39	0	0
非流动资产	6435	6428	6293	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	23	23	23	投资净收益	-2	0	0
固定资产	4711	5028	5089	营业利润	5	387	515
无形资产	370	345	320	营业外收入	23	22	26
其他非流动资产	1330	1032	861	营业外支出	5	3	3
资产总计	8821	8844	9764	利润总额	23	405	537
流动负债	4067	3763	4227	所得税	-37	61	81
短期借款	448	300	300	净利润	60	344	457
应付账款	1937	2074	2508	少数股东损益	3	3	4
其他流动负债	1682	1390	1419	归属于母公司净利润	57	339	452
非流动负债	675	675	675	EBITDA	523	993	1193
长期借款	550	550	550	EPS (元)	0.04	0.26	0.35
其他非流动负债	125	125	125				
负债合计	4742	4438	4902	主要财务比率			
少数股东权益	74	78	82		2008	2009E	2010E
股本	1289	1289	1289	成长能力			
资本公积	1325	1325	1325	营业收入	3.2%	13.3%	19.1%
留存收益	1392	1716	2168	营业利润	-98.7%	7852.6%	33.2%
归属母公司股东权益	4005	4329	4780	归属于母公司净利润	-82.6%	494.0%	33.3%
负债和股东权益	8821	8844	9764	获利能力			
				毛利率(N)	12.0%	14.0%	14.1%
现金流量表			单位: 百万元	净利率(N)	0.4%	2.0%	2.3%
	2008	2009E	2010E	ROE(%)	1.4%	7.8%	9.5%
经营活动现金流	567	824	1251	ROIC(%)	1.8%	8.1%	10.9%
净利润	457	0	0	偿债能力			
折旧摊销	492	561	640	资产负债率(N)	53.8%	50.2%	50.2%
财务费用	26	46	38	净负债比率(N)	21.05%	19.15%	17.34%
投资损失	2	0	0	流动比率	0.59	0.64	0.82
营运资金变动	-63	-127	116	速动比率	0.39	0.45	0.62
其他经营现金流	-346	344	457	营运能力			
投资活动现金流	-1086	-565	-500	总资产周转率	1.80	1.89	2.13
资本支出	1089	600	500	应收账款周转率	38	36	40
长期投资	-18	0	0	应付账款周转率	7.12	7.16	7.45
其他投资现金流	-15	35	0	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	502	-209	-38	每股收益(最新摊薄)	0.04	0.26	0.35
短期借款	441	-148	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.64	0.97
长期借款	400	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.36	3.71
普通股增加	0	0	0	估值比率			
资本公积增加	0	0	0	P/E	132.37	22.29	16.72
其他筹资现金流	-339	-61	-38	P/B	1.89	1.74	1.58
现金净增加额	-21	49	713	EV/EBITDA	15	8	7

数据来源: 联合证券研究所预测

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成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收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。