

# 江淮汽车 (600418) 调研报告

——战略清晰 成长可期

可选消费/汽车与零部件

**推荐**

维持评级

发布时间: 2010 年 11 月 4 日

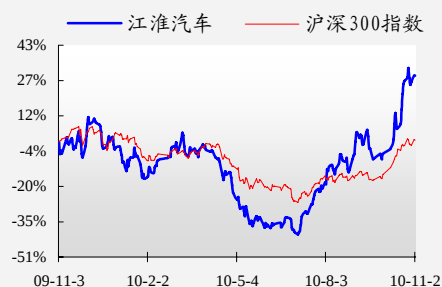
## 投资要点:

- 公司 A0 车型悦悦将于本月推向市场。至此公司乘用车 MPV 瑞风、SRV 瑞鹰、C 级车宾悦、B 级车和悦、A 级车同悦、A0 级车悦悦六大平台车型彻底完备。这标志着公司战略转型——成为一家综合性汽车制造企业的初步成功。
- 公司乘用车战略的密集投入期已过，业绩开始逐步释放。公司在 2009 年四季度计提了 2.12 亿元的轿车资产减值准备，预计 2010 年的第四季度出现大幅计提的可能性小，按季度均衡计提的可能性较大。
- 公司的“十二五规划”已经基本清晰：以 MPV、轻卡为核心业务，轿车为战略业务，实现战略突破，轿车业务成为公司新的利润增长点。另外，安徽省政府已经明确，左延安董事长聘期延后 5 年，这将保证公司按既定战略稳步前进。
- 9 月份，公司获得“2010 年全国质量奖”。全国总共评出 10 个“全国质量奖”，公司是汽车行业的唯一的一家，也是安徽省首家获得该项殊荣的企业。
- 公司出口形势比较乐观，“明年出口的轿车有望占轿车总销量的 20% 左右”。1-10 月，公司已累计出口 2 万辆（包括轿车、MPV、轻卡等），全年预计 2.2 万辆，超过 08 年全年 2 万辆的历史最好水平。
- 我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.88 元、1.31 元。目前 PE 分别为 15.28 倍、10.27 倍，我们维持公司“推荐”的投资评级，提醒短期涨幅过大的调整风险。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2009  | 2,009,200    | 36.44      | 33,500               | 482.04     | 0.26       |            | 51.7       |              |
| 2010E | 3,000,000    | 49.25      | 113,800              | 229.00     | 0.88       |            | 15.3       |              |
| 2011E | 4,000,000    | 33.33      | 165,100              | 48.59      | 1.31       |            | 10.3       |              |
| 2012E |              |            |                      |            |            |            |            |              |

走势图



## 市场数据

2010-11-4

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价:     | 13.45 元 |
| 52 周最高价: | 14.68 元 |
| 52 周最低价: | 6.01 元  |
| 平均持仓成本:  | 11.54 元 |

## 基本数据

2010Q3

|              |         |
|--------------|---------|
| 总股本 (万股):    | 128,874 |
| 流通 A 股 (万股): | 128,874 |
| 每股收益 (元):    | 0.65    |
| 每股净资产 (元):   | 3.91    |
| 每股经营现金流 (元): | 1.17    |
| 市净率:         | 3.43    |

分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550207100055

TEL: (8621)6336 7000 - 257

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

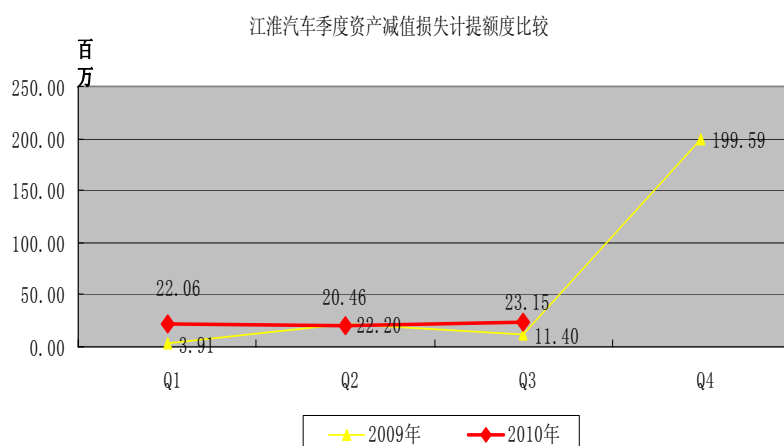
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

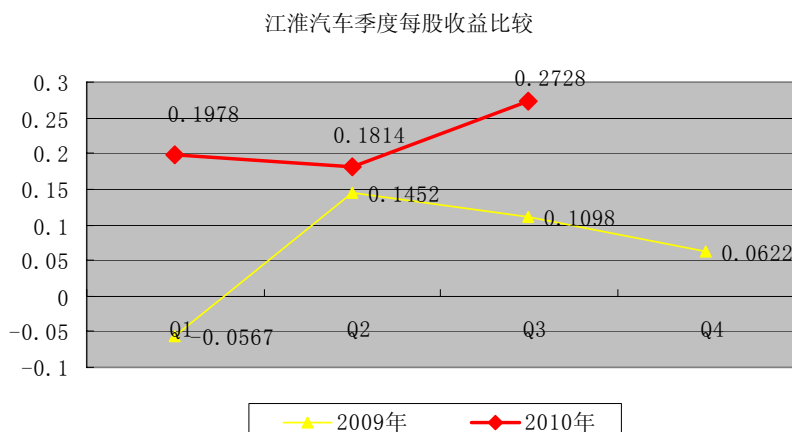
11月2日上午，公司召开股东大会。会后公司召开投资者交流会，公司董事长左延安、总裁安进、董秘王敏、上海交通大学校长助理、汽车工程研究院院长、公司独立董事许敏等回答了有关公司经营状况、出口形势、十二五规划、2011年汽车行业判断等相关问题。会议内容及我们的观点整理如下：

一、公司 A0 车型悦悦将于本月推向市场。至此公司乘用车 MPV 瑞风、SRV 瑞鹰、C 级车宾悦、B 级车和悦、A 级车同悦、A0 级车悦悦六大平台车型彻底完备。这标志着公司战略转型——成为一家综合性汽车制造企业的初步成功。

二、公司乘用车战略的密集投入期已过，业绩开始逐步释放。公司在 2009 年四季度计提了 2.12 亿元的轿车资产减值准备，导致公司季度业绩的大幅波动。预计 2010 年的第四季度出现大幅计提的可能性小，按季度均衡计提的可能性较大。根据公司年末工作重点放在销售回款上，以及各项费用的消化，我们预计公司第四季度业绩 0.23 元左右。全年业绩在 0.88 元左右。



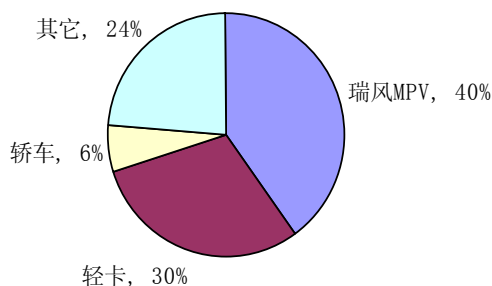
资料来源：Wind 资讯 东北证券整理



资料来源：Wind 资讯 东北证券整理

三、公司的“十二五规划”已经基本清晰：以 MPV、轻卡为核心业务，轿车为战略业务，实现战略突破。“十一五”期间，公司在商用车制造的基础上，向轿车战略转移，战略转型初步成功。“十二五”期间，公司志在实现大的战略突破，轿车业务成为公司新的利润增长点。另外，安徽省政府已经明确，左延安董事长聘期延后 5 年，这将保证公司按既定战略稳步前进。

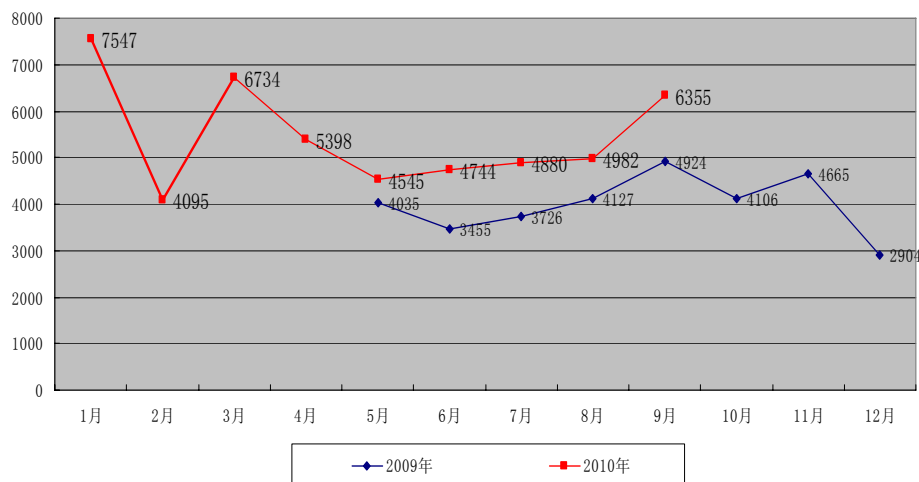
2010年江淮汽车毛利贡献分布



资料来源：公司财务资料 东北证券整理

目前，瑞风 MPV 的毛利率维持在 36% 左右。未来两年，公司计划将瑞风 MPV 的产能提升至 10 万辆，在瑞风二代、出口市场、专用车市场等诸方面取得突破，进一步增强瑞风 MPV 的第一品牌形象，保持公司第一利润源泉的重要地位。

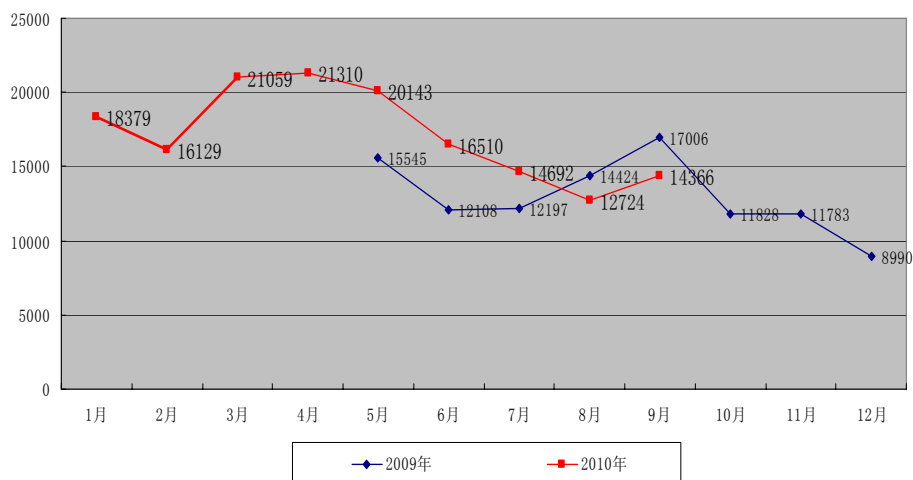
江淮汽车2009-2010年月度MPV销量统计(单位：辆)



资料来源：公司公告 东北证券整理

轻卡的毛利率维持在 18% 左右（返利前毛利）。公司在山东青州、越南等地有轻卡生产基地，仍将继续保持轻卡行业前三的地位，保持公司第二利润源泉的地位。

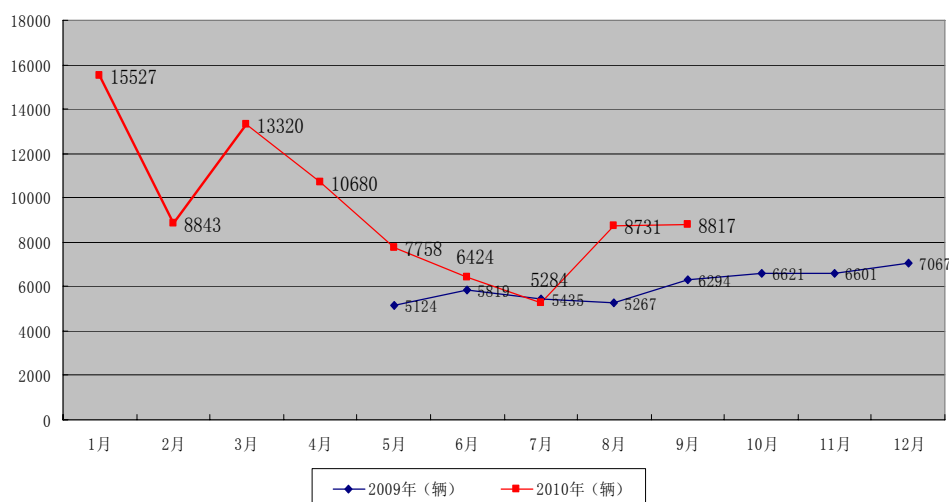
江淮汽车2009-2010年月度轻卡销量统计(单位: 辆)



资料来源: 公司公告 东北证券整理

2008-2009年, 是公司轿车业务的投入期, 消耗了公司的大量资源, 其中, 2009年销售轿车6万多辆, 毛利为负, 费用非常大。2010年前三季度公司销售轿车85384辆, 预计全年销量超过12万辆, 目前轿车业务毛利率在6%左右, 但由于费用率仍然较大, 目前仍处于亏损状态, 但亏损额大幅收窄, 随着费用支出趋于稳定, 销售规模的扩大, 预计明年公司轿车业务有望进入收获季节。

江淮汽车2009-2010年月度轿车销量统计(单位: 辆)



资料来源: 公司公告 东北证券整理

四、公司9月份获得“2010年全国质量奖”。该奖项是国家对实施卓越的质量管理并取得显著的质量、经济、社会效益的企业或组织授予的在质量方面的最高奖励。经过严格的程序, 全国总共评出10个“全国质量奖”, 公司是汽车行业的唯一的一家, 也是

安徽省首家获得该项殊荣的企业。这对公司品牌形象具有很大帮助。

公司自 2007 年至 2009 年，已经连续三年荣获“全国质量鼓励奖”。公司上下持续改进，让卓越绩效模式的核心内容成为企业每位员工的理念和行为准则。今年终于喜获全国质量奖。

五、公司出口形势比较乐观，“明年出口的轿车有望占轿车总销量的 20%左右”。1-10 月，公司已累计出口 2 万辆（包括轿车、MPV、轻卡等），全年预计 2.2 万辆，超过 08 年全年 2 万辆的历史最好水平。

8 月 30 日，公司公告，公司与巴西第一大汽车经销商 SHC 签署《独家经销协议》。协议项目以公司轿车及其他乘用车产品（包括 MPV 与 SUV）为主，同时涉及公司轻型商用车及轻型卡车产品。

根据双方协议的约定，2010 年 11 月份实现销售 500 辆（公司已收到首批 500 辆全额货款），12 月份实现销售 1500 辆，2011 年 1 月份开始达到月销量 3000 辆以上的目标。具体年度销售目标如下：

| 年份   | 数量（辆）  |
|------|--------|
| 2010 | 2000   |
| 2011 | 45750  |
| 2012 | 50325  |
| 2013 | 55000  |
| 2014 | 60000  |
| 2015 | 63000  |
| 2016 | 65000  |
| 2017 | 67000  |
| 2018 | 69000  |
| 2019 | 71000  |
| 2020 | 72000  |
| 合计   | 620075 |

资料来源：公司公告

六、盈利预测与投资建议。我们预计 2011 年汽车行业销量仍将有 10-15% 的增长，公司产品的销量增长有望在 25-30%。考虑到公司轿车产品毛利率的提升，费用趋稳，有望成为公司新的利润增长点。2011 年，公司利润增长有望在 50% 左右。我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.88 元、1.31 元。按 11 月 4 日收盘价 13.45 元计算，PE 分别为 15.28 倍、10.27 倍，我们维持公司“推荐”的投资评级，提醒短期涨幅过大的调整风险。

江淮汽车（600418）盈利预测

| 单位：百万元               | 2008A           | 2009         | 2010E        | 2011E        |
|----------------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>          | <b>14724.6</b>  | <b>20100</b> | <b>30000</b> | <b>40000</b> |
| 增长率（%）               | 3.16%           | 36.44%       | 49.25%       | 33.00%       |
| <b>营业成本</b>          | <b>12958.92</b> | <b>17300</b> | <b>25100</b> | <b>33500</b> |
| 综合毛利率（%）             | 11.99%          | 13.93%       | 16.33%       | 16.25%       |
| 营业税金及附加              | 381.26          | 500          | 810          | 1100         |
| 销售费用                 | 649.83          | 830          | 1560         | 1700         |
| 管理费用                 | 663.53          | 830          | 1100         | 1350         |
| 财务费用                 | 25.51           | 30           | 30           | 60           |
| 三项费用                 | 1338.87         | 1690         | 2690         | 3110         |
| 期间费用率（%）             | 9.09%           | 8.41%        | 8.97%        | 7.78%        |
| 资产减值损失               | 39.11           | 213.00       | 100.00       | 300.00       |
| 公允价值变动收益             | 0               | 0            | 10           | 0            |
| 投资收益                 | -1.62           | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>营业利润</b>          | <b>4.86</b>     | <b>397</b>   | <b>1310</b>  | <b>1990</b>  |
| 营业利润率（%）             | 0.03%           | 1.98%        | 4.37%        | 4.98%        |
| 营业外收入                | 22.58           | 25           | 60           | 45           |
| 营业外支出                | 4.78            | 4            | 7            | 4            |
| <b>利润总额</b>          | <b>22.66</b>    | <b>418</b>   | <b>1363</b>  | <b>2031</b>  |
| 利润率（%）               | 0.15%           | 2.08%        | 4.54%        | 5.08%        |
| 所得税                  | -37.42          | 63           | 195          | 300          |
| 实际税负比率（%）            | -165%           | 15%          | 14%          | 15%          |
| <b>净利润</b>           | <b>60.08</b>    | <b>355</b>   | <b>1168</b>  | <b>1731</b>  |
| 少数股东权益               | 3.03            | 20           | 30           | 40           |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>57.05</b>    | <b>335</b>   | <b>1138</b>  | <b>1691</b>  |
| 增长率（%）               | -82.63%         | 482.04%      | 229.00%      | 48.59%       |
| 总股本（百万股）             | 1288.74         | 1288.74      | 1288.74      | 1288.74      |
| <b>每股收益（元）</b>       | <b>0.04</b>     | <b>0.26</b>  | <b>0.88</b>  | <b>1.31</b>  |

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。