



江淮汽车 (600418) 调研简报

—MPV、轻卡盈利稳中有升, 轿车扭亏可期

市场数据 2011年2月25日	
当前价格(元)	12.43
52周价格区间(元)	9.93-13.2
总股本(万股)	128,874
流通股(万股)	107,287
近一月换手率	31.73%
第一大股东	江淮汽车集团
持股比例	21.63%

■ 投资要点:

财务数据摘要

单位: 百万	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20,092	33,139	45,106	54,771
同比(%)	36.00	64.94	36.11	21.43
净利润	335	1160	1804	2191
同比(%)	488.4	246.23	55.56	21.43
毛利率(%)	14.5	16.0	16.0	16.0
每股收益(元)	0.26	0.9	1.4	1.7
P/E	47.8	13.81	8.88	7.31

事件:

2月23日,我们对江淮汽车进行了实地调研,就公司2010年业绩、2011年业绩预测及经营计划、新产品研发情况、产能利用情况等方面与公司高管进行了交流。

投资要点:

- 公司战略清晰,轿车业务扭亏可期。“十二·五”期间公司以战略突破为主,优化结构,形成以瑞风、轻卡为核心,以轿车为战略业务的格局。
- 1月江淮汽车销售迎来开门红。2011年1月份江淮汽车共销售汽车5.6万辆,同比增长20.66%,产量为4.6万辆,同比增长了22.4%,超出市场预期。
- 自主轿车品牌逐步突出,实现盈利可期。2011年计划销售20万辆,未来目标是乘用车销量占公司总销量的三分之二,把主要精力放在提高产品档次和出口上,三年后轿车将推出二代产品,轿车业务需要规模效应。
- 盈利预测及投资评级: 预计公司2010年-2012年的EPS为0.9、1.4、1.7元,对应PE为13.81、8.88、7.31倍。考虑到公司在MPV及轻卡业务的行业地位和公司在轿车业务的提升空间,我们给予公司“推荐”的评级。

图: 汽车行业与江淮汽车走势比较



华龙证券研究中心

联系人: 王晓娟

研究员: 文育高

执业证书编号: S0230510120002

电话: 010-64401189

邮箱: xiaojuan.wang6@gmail.com

一、管理层交流 （江淮汽车董秘王敏、董事长左延安）

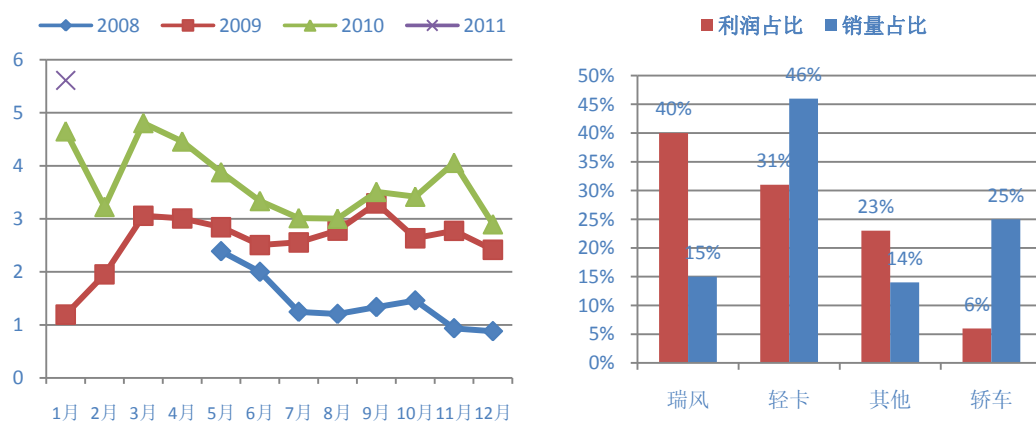
公司战略清晰，轿车业务扭亏可期。目前公司正在做“十二·五”期间的公司规划，并将“十二·五”定位为战略突破期。以战略突破为主，优化结构，形成以瑞风、轻卡为核心，以轿车为战略业务的格局。

2010 年江淮汽车销售汽车 44.25 万辆，其中，作为核心业务的商用车，销售 24 万辆，轿车销售 11.65 万辆。从利润贡献来看，瑞风贡献 40% 的利润，轻卡贡献 30% 的利润。

1 月江淮汽车销售迎来开门红。2011 年 1 月份江淮汽车共销售汽车 5.6 万辆，同比增长 20.66%，产量为 4.6 万辆，同比增长了 22.4%。其中轿车销量 1.9 万辆，同比增长 25.7%，MPV、SRV、轻卡、重卡及底盘销量分别是 8666 辆、2260 辆、2 万辆、2934 辆和 2866 辆，同比分别增长 14.8%、11.7%、10.2%、80%和 69%，超出市场预期。

图 1：江淮汽车月度销量（万辆）

图 2：各车型贡献利润及销量贡献对比



数据来源：公司公告、华龙证券研究中心

- MPV：核心业务保持良好增长态势。**2010 年瑞风销售 6.4 万辆，2011 年瑞风双班计划产能 10 万台，实现 8 万辆销售，争取 2012 年实现 10 万辆销售。在市场营销方面，公司寻求更好的政府采购，如军方和政府团购，因此未来还有增长空间，2010 年 1 月瑞风出口 1000 辆。
- 轻卡：努力实现“北扩西进”战略。**2010 年轻卡销售 19.4 万辆，计划 2011 年销售 19 万辆，增长 20% 左右，2012 年计划销售 20 万辆，未来两年内争做到年销量 25 万辆。目前轻卡产能只有 15 万辆，因此 2010 年在山东青州建设了双班 10 万辆产能的生产基地，未来计划在西北和东北寻找小规模的车企业合并合资，从而最终实现“北扩西进”战略，做一些产能储备。
- 轿车：自主轿车品牌逐步突出。**2011 年计划销售 20 万辆，未来目标是乘用车销量占公司总销量的三分之二，把主要精力放在提高产品档次和出口上，三年后轿车将推出二代产品，轿车业务需要规模效应。轿车业务 06 年投入，09 年开始产出，2010 年轿车销售 11.6 万辆，2011 年计划销售规模达到 20 万辆。目前公司的小排量发动机和自动变速箱都有自主产品，未来将逐步提高自配率，两年内，自主轿车品牌会逐步突出。
- 出口：海外市场初见成效。**公司与巴西的主力经销商 SHC 探索出了投入少，产出快的国际化道路，公司在海外市场的战略是先做市场再做资金的输出。

公司与巴西 SHC 经销商签署的有关协议提出,该经销商作为江淮汽车在巴西市场的独家代理进行网络布局并将会尽最大努力完成双方达成的销售预期,即 2010 年至 2020 年,累计销售各类汽车合计约 62 万台。

公司与巴西经销商的协议意味着公司海外业务的进展凸显成效。实际上,公司很早就开始着手拓展海外市场,并于 2005 年成立了进出口公司(后更名为国际公司),巴西仅仅是公司海外目标市场的一部分。

巴西 SHC 汽车经销集团,该集团总裁曾表示,这是江淮汽车首次进入巴西市场,首批汽车 2010 年年底开始在巴西销售,预计 2011 年可以销售 3.5 万辆,2012 年销售 5 万辆。江淮汽车在巴西市场的竞争对手包括哈飞、金杯、长安、奇瑞等。

5. **新能源汽车:实现终端销售 585 台。**公司有和悦的混合动力车和同悦的纯电动车,目前纯电动车实现终端销售 585 辆,主要由公司的员工和合作供应商消化。未来计划自主生产电控系统,电机和电池外购。
6. **其他业务:适当做减法业务。**除了以上加法业务以外,公司未来可能还要做做减法的业务,如重卡、柴油发动机等业务不排除做合资合作,其中重卡 2011 年上半年会实现盈利,重卡会进一步走上国际化道路。

二、投资者问答:

1. 公司的折旧方法一直比较保守,公司是否考虑改变折旧政策?

江淮的战略是品质优于规模,因此花费大量精力和金钱在模具上。模具费用方面,悦悦大概花了 1 亿元左右,和悦、同悦、宾悦都是 2 亿元以上的模具。从产品品质来说,2 亿元的模具跟 1 亿元的磨具差距还是很大,模具花费大,产品很有品质感,不单薄,深拉延效果明显,比较皮实耐用。折旧政策可以考虑调整,从五万台到 3 年的折旧摊销,增厚净利润。

2. 重卡销售情况?

重卡方面,公司结构调整以后,效果明显,轻卡自卸车和重卡牵引车销量提升都比较快。重卡方面,目前市场上的重卡产品地盘同质化,动力基本都是潍柴的,变速箱是法士特的,这种情况下,江淮的重卡注重车身设计突出舒适性,因此江淮的重卡在广东的市场份额仅次于一汽,江淮重卡的市场潜力会逐渐体现,毛利应该是 15%左右,目前主要销往发达地域。

3. 公司如何看待江淮的竞争品牌?

汽车行业“十二·五”期间是选拔赛,“十三·五”期间是淘汰赛。首先,合资品牌对自主品牌的压力比较大,对全行业有压力,由于江淮注重产品品质,因此抵抗力还比较强的。

从公司的核心业务来看,东风的轻卡和一汽的重卡都是不可忽视的,近年传统的老企业都在逐步爆发。民营企业以长城、奇瑞、比亚迪、吉利在乘用车自主品牌中的力量都是不可小视的,都会是江淮的竞争对手。

同悦是江淮的国际化车型,今年计划同悦在国内和国外的销量要同步,受国际消费习惯的影响,巴西的起步车型就是同悦两厢。从另外一个角度来看,巴西经销商 SHC 花 2 亿美元,建 46 家店是通过比较各种产品以后投入的,他们是看好江淮的产品,需要盈利,今年同悦的销量包括出口要达到 4000 辆/月。在智利,江淮的乘用车和商用车在 2010 年销量占比是最大的。

4. 如何看待 2011 年行业增速?

预计 2011 年行业增长在 10%-20%左右,商用车主要看 3 月份数据,3 月份数据要

是好的话，全年销量状况应该较好。重卡方面，中国土地幅员辽阔，中国的重复建设又是其他国家所不可比拟的，所以重卡还是有市场，重卡在高铁，水泥等方面的作用都是重头戏，同时，2万亿的水利建设都需要重卡，因此未来还是看好重卡在国内的销量。轻卡方面，主要看3月份的数据。乘用车方面，关键看4月份的数据，目前的不确定因素太多，不好评判全年。

5. 春节以后江淮的销售情况？

2010年2月，江淮的排产在3.6-3.7万，去年同期是3.2万辆，2月基本可以如期完成计划，2月几个周末还有加班，3月是商用车销售旺季，销售数据会比较好一些，目前大概排产5.6-5.7万辆，同比应该有增长。

6. 轿车未来的盈利能力如何？

轿车未来的盈利能力要达到行业平均水平，毛利率达到15-16%的水平，净利3%左右，就模具费用而讲，和悦还两厢没摊销完。

7. 比亚迪降价对公司的影响？

比亚迪降价目前对公司影响不大，自主品牌都比较理智，本来盈利水平就低，因此应该不会跟风降价。

今年一月份，除了江淮和江铃的轻卡增长以外，其他的轻卡销量都在下降。

轿车方面，公司瞄准的是现代的标准，技术引进现代的产品，因为现代是最具潜力的汽车厂商，设计理念全部欧化，制造过程精益化，目前已经成为全球销量第五大汽车厂商，现代汽车在1998年-2008年十年期间，品质有个一个大跃进。江淮的设计没有新伊兰特那么时尚，因为越是时尚的元素，生命周期越短，江淮力图打造经典车型，使得生命周期拉长。

8. 合肥市国资委减持的原因？

主要原因还是缺钱，目前没有新的减持的说法。

9. 销售网络建设如何？

乘用车目前公司有150-160家经销商，其中专卖和悦的经销商有50-60家，瑞风和瑞鹰有100家经销量。计划2011年从目前现有的300多家经销商里，新发展了60-70家乘用车销售经销商。目前公司的市场营销公司是专门为伊兰特做市场营销的公司。

10. 巴西的终端销售状况如何？

2010年，巴西销售2000辆，2011年一季度，巴西经销商有7000-8000辆的需求，他们对江淮的销量非常有信心，而且每个月都到江淮考察。巴西的经销商SHC是总独家代理，在出口产品的利润上，出口产品的净利润比内销车要高1个百分点左右，因为有出口退税的存在。

11. 发动机和变速箱的自配情况？

目前公司准备开始建设自动变速箱生产线，设计产能15万台，成本大概4000元左右。发动机设计产能是24万台，自动变速箱大概占轿车总销量的三分之一，预计1.5年-2年投产，2013年基本可以投产。投资额方面，变速箱总共要投入7亿元左右，投资回收期3-4年。

目前轿车发动机的自配率大概40%，轻卡20%，瑞风100%。2011年预计生产3万台发动机（去年1.4万台），未来争取把自配率提升到60%-70%，对于自配发动机，市场反应还不错，发动机产品销售毛利有20%左右。

12. 新产品推出情况？

大客车星锐，2011年上市；乘用车二代产品都在开发，正在评审，大概1-2年以后推出，预计二代产品总共投资15-16亿元，二期产品毛利率应该在20%以上，

由于巨额模具费的存在，2009 年销售 2 万台轿车的时候，每台轿车基本摊销 2 万元的折旧、人工和水电费用。

瑞风毛利高原因是零配件采购成本降低，商务返点逐年降低（3%-4%），经销商盈利基本可以由售后维系，净利润保持 3%左右，建店补偿为初始投资的 50-60%。

投资评级说明:

华龙证券公司投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上;

谨慎推荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上;

中 性:预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

华龙证券行业投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内行业指数上涨幅度超过大盘在 10%以上;

中 性:预期未来 6 个月内行业指数变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内行业指数下跌幅度超过大盘在 10%以上;

本报告是华龙证券研究中心的研究员通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表华龙证券研究中心的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券研究中心无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司及其研究中心所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and China-dragon Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.