

江淮汽车 (600418) 调研报告

——管理优势突出 轿车出口超预期

推荐

维持评级

可选消费/汽车

发布时间: 2011 年 4 月 14 日

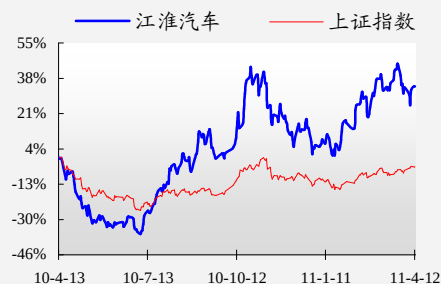
投资要点:

- “十一五”期间, 市场需求的高速增长弱化了企业之间的竞争, 特别是 2009-2010 年, 产品供不应求, 各企业忙于应对市场需求, 企业之间的竞争比较弱。我们判断, “十二五”期间, 汽车行业将进入平稳增长阶段, 汽车企业间的竞争将加剧, 江淮汽车拥有行业中最优秀的管理团队和企业文化, 竞争优势将凸显出来。我们认为, 公司未来五年将会“厚积薄发”, 稳健快速增长, 成为汽车股的绝对龙头之一。
- 公司的巴西出口项目有望超预期, 全年轿车出口有望达到 5-6 万辆。全年轿车总销量有望达到 20 万辆, 增长 70% 左右。同悦去年 12 月已经开始盈利, 和悦今年 3 月份也开始盈利, 如此, 推算, 轿车整体 2011 年实现盈利贡献没有问题。
- 公司领导明确: 日本地震肯定对公司经营没有影响。相反, 公司在密切关注对其它汽车企业的影响。
- 公司轻卡和重卡产品从 3 月份开始价格上调, 而且公司坚持盈利水平高的产品优先销售, 预计公司商用车毛利率会保持稳定。
- 我们维持公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 1.51 元、2.12 元的业绩预测。按昨日收盘价 13.28 元计算, PE 分别为 8.79 倍、6.26 倍, 维持公司“推荐”的投资评级, 考虑公司的成长性, 我们给予公司 2011 年 15-18 倍的合理市盈率, 目标价格区间为 22.65-27.18 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009A	20092	36.45	337	482	0.26		51.08	
2010A	29704	47.84	1163	246	0.90		14.76	
2011E	38000	27.95	1951	67	1.51		8.79	
2012E	48640	28.00	2731	40	2.12		6.26	

走势图



市场数据

2011-4-13

收盘价:	13.28 元
52 周最高价:	14.69 元
52 周最低价:	6.01 元
平均持仓成本:	

基本数据

2010Q4

总股本 (万股):	128,874
流通 A 股 (万股):	128,874
每股收益 (元):	0.90
每股净资产 (元):	4.17
每股经营现金流 (元):	1.21
市净率:	3.18

分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

4月12日，公司召开股东大会，审议公司公开增发等事宜，参会人员包括基金公司、券商、私募、个人投资者等约70多人，公司董事长左延安、商用车分公司总经理赵厚柱、乘用车分公司总经理戴茂方、财务部门人员等就公司发展战略、经营策略、财务状况等问题与投资者进行了广泛的交流。我们参加了会议交流。现将我们的一些新认识归纳如下：

一、公司的管理团队和企业文化决定了公司的经营非常稳健，是一家值得投资者持续关注的优秀的汽车企业。

“十一五”期间，市场需求的高速增长弱化了企业之间的竞争，特别是2009-2010年，产品供不应求，各企业忙于应对市场需求，企业之间的竞争比较弱。我们判断，“十二五”期间，汽车行业将进入平稳增长阶段，汽车企业间的竞争将加剧，江淮汽车拥有行业中最优秀的管理团队和管理文化，竞争优势将凸显出来。

公司董事长左延安说过的三句话让我们记忆深刻：一是：“**现在的竞争是心态的竞争**”。公司以平和的心态、克服重重困难完成了“**十一五**”期间“**布局、转型**”的战略目标。公司2001年上市时核心资产是客车底盘，此后陆续推出瑞风MPV、轻卡、瑞鹰SRV、宾悦轿车、同悦轿车、和悦轿车、悦悦轿车，同悦纯电动轿车、和悦增程电动车，目前是自主品牌中车型最全的综合型汽车企业，实属难得。进入“十二五”，公司以全新的姿态迎接新的机遇和新的挑战，“**十二五**”期间，公司的战略目标是“**调整、优化**”。经过了痛苦的转型期对公司管理团队和企业文化的考验，我们认为，“凤凰涅槃”，公司未来五年将会“厚积薄发”，稳健快速增长，成为汽车股的绝对龙头之一。

二是：“**对汽车企业来说，‘十二五’是选拔赛，‘十三五’是淘汰赛。**”我们认为，这是左延安董事长对汽车行业未来5-10年的竞争态势的高瞻远瞩的“精准”判断，是我们认同的最好的行业中长期竞争态势的判断。公司上下按照这样的认识制定发展战略、经营策略，无疑会对公司的发展具有巨大的无形支撑作用。

三是：“**从来没有真正的防御，真正有效的防御由一个个进攻构成的主动防御。**”深得兵家精髓！以此理念指导企业竞争，必将赢得胜利。

正确的心态+正确的理念=企业经营成功+业绩稳健快速增长。10-15%的行业平稳增长，对优秀企业是个机遇。“中国汽车市场的前景是光明的，但对不同细分市场和不同汽车企业，将在市场规律的作用下开始分化。”我们对江淮汽车未来5年的发展前景充满信心。

二、调研得知，公司的巴西出口有望超预期，全年轿车出口有望达到5-6万辆。全年轿车总销量有望达到20万辆，增长70%左右。

根据中汽协刚刚公布的汽车行业3月份销量信息，1-3月，出口前五名的整车制造企业分别为奇瑞、长安、长城、江淮和东风，出口量分别为2.86万辆、1.91万辆、1.60万辆、1.46万辆和1.35万辆，比上年同期分别增长71.93%、45.02%、31.80%、2.14倍和43.24%，前五家出口占出口总量的比重为58.00%。

进入2011年，江淮巴西出口形势较好。根据乘用车分公司总经理戴茂方的介绍，巴西经销商SHC每个月要货6000-7000辆，而公司仅供货同悦3000-4000辆，公司只能比较谨慎的满足对方的要求，毕竟公司轿车在国内推出的时间不长，而巴西出口今年3月18日才刚刚开始，公司销往巴西的车型需要一段时间的考验，眼前公司比较稳重和谨慎。我们认为，公司管理层采取这样的心态是非常正确的。

据了解，公司另一出口车型和悦正在紧张测试中，产能处于紧张状态，下半年将正

式启动和悦的出口工作。

我们认为，公司出口车型同悦经过 3 个月的磨合期，有望在下半年进一步放量，加上下半年和悦开始出口，全年累计出口轿车 5-6 万辆。公司 2010 年国内销售轿车 11.65 万辆，2011 年 1-3 月销量轿车（含出口）分别为 19143 辆、10600 辆、16832 辆，同比分别增长 25.72%、19.87%、26.37%，我们保守假设公司国内轿车销量增长为 20%，则 2011 年国内轿车销量为 14 万辆，假设轿车出口，全年累计销售轿车有望达到 20 万辆左右，同比有望增长 70%左右。

我们上述的判断也得到公司全年经营计划的佐证：公司全年计划生产乘用车 30 万辆，其中包括 MPV 瑞风 8 万辆、SUV 瑞鹰 2 万辆。

另外，公司一季度累计实际销售轿车 46575 辆，简单*4，全年轿车销量达到 18.63 万辆，也将支持我们全年轿车销量 20 万辆的预测。

根据调研，同悦去年 12 月已经开始盈利，和悦今年 3 月份也开始盈利，如此，推算，轿车整体 2011 年实现盈利贡献没有问题。

三、公司领导明确：日本地震肯定对公司经营没有影响。相反，公司在密切关注对其它汽车企业的影响。

媒体预测，日本地震将是全球汽车产量减少 30%，广汽集团负责人曾在 4 月初说：广汽丰田、广汽本田从日本进口的零部件存货可以用到 4 月中旬。

江汽领导明确表示，日本地震肯定对公司没有影响。公司二、三级供应商的少量部件从日本进口，目前正积极寻找替代。另外，公司也在积极的寻找替代。相反，公司在积极关注其它企业受到的影响。

四、公司领导明确，公司轻卡和重卡产品从 3 月份开始价格上调，而且公司坚持盈利水平高的产品优先销售。

一季度重卡子行业仅增长 8%，而公司重卡销售 8491 辆，同比增长 62%，增幅重卡子行业排第一。全年重卡销售目标为 3.5 万辆，增长 50%以上。

轻卡和重卡销售价格上调将有效的对冲掉原材料价格的上涨，保证公司商用车的毛利率的稳定。

江淮汽车（600418）盈利预测

单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	14724.6	20092	29704	38000	48640
增长率（%）	3.16%	36.45%	47.84%	27.95%	28.00%
营业成本	12958.92	17179	25124	31700	40600
综合毛利率（%）	11.99%	14.50%	15.42%	16.58%	16.53%
营业税金及附加	381.26	512	801	1100	1400
销售费用	649.83	1169	1269	1350	1550
管理费用	663.53	622	1214	1500	1800
财务费用	25.51	-4	-29	-10	-20
三项费用	1338.87	1787	2454	2840	3330
期间费用率（%）	9.09%	8.89%	8.26%	7.47%	6.85%
资产减值损失	39.11	237.00	104.00	150.00	150.00
公允价值变动收益	0	0	5	0	0

投资收益	-1.62	3.00	35.00	0.00	0.00
营业利润	4.86	380	1261	2210	3160
营业利润率 (%)	0.03%	1.89%	4.25%	5.82%	6.50%
营业外收入	22.58	50	110	80	45
营业外支出	4.78	6	7	4	4
利润总额	22.66	424	1364	2286	3201
利润率 (%)	0.15%	2.11%	4.59%	6.02%	6.58%
所得税	-37.42	81	186	320	450
实际税负比率 (%)	-165%	19%	14%	14%	14%
净利润	60.08	343	1178	1966	2751
少数股东权益	3.03	6	13	15	20
归属于母公司所有者的净利润	57.05	337	1165	1951	2731
增长率 (%)	-82.63%	482.04%	246.35%	67.47%	40.40%
总股本 (百万股)	1288.74	1288.74	1288.74	1288.74	1288.74
每股收益 (元)	0.04	0.26	0.90	1.51	2.12

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。