



业绩低于预期，轿车快速增长 增持维持

投资要点:

- 半年报业绩低于市场普遍预期;
- MPV 瑞风表现平平，轿车快速增长;
- 维持对江淮汽车的增持评级。

报告摘要:

- **半年报业绩低于市场普遍预期。**江淮汽车 2011 年上半年共实现归属于上市公司股东的净利润 5.00 亿元，同比仅增长 2.20%，实现基本每股收益 0.39 元，同比增长 2.63%，只略高于去年同期水平，业绩水平低于市场前期普遍预期;
- **盈利空间收窄。**公司 2011 年上半年毛利率水平为 13.32%，相对 2010 年底下降了 2.10 个百分点，三费率为 7.64%，相对 2010 年底下降了 0.62 个百分点，毛利率的下降速度要远快于费用率的改善程度，公司总体盈利空间收窄;
- **公司在轻卡市场占有率上升。**公司上半年轻卡销量同比仅增长 2.71%，但轻卡市场份额从 2010 年底的 9.03% 上升到 2011 年上半年的 10.83%，上升了 1.80 个百分点，公司在轻卡市场的竞争地位稳固;
- **MPV 表现平平。**瑞风主要受到自身细分市场萎缩的影响，在欧系轻客和商用 MPV 的双重挤压下，轻客类 MPV 的市场空间萎缩，市场份额相对下滑，受此拖累，瑞风上半年销量仅增长 1.52%，表现平平;
- **轿车快速增长。**轿车总体表现较好，其中 A0 级同悦增速更多的来自于 2010 年较低的基数，而 A 级家用和悦在竞争最激烈的细分市场表现出了较快的增速;
- **我们维持对江淮汽车的增持评级。**鉴于公司轿车业务快速增长并且逐渐成为公司收入和利润的重要来源，我们预计江淮汽车 2011-2013 年 EPS 分别为 0.81、0.99 和 1.22 元，维持原来的增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	20092	29704	32675	37576	43212
同比增速	36.45%	47.84%	10.00%	15.00%	15.00%
净利润(百万元)	336	1163	1044	1280	1571
同比增速	488.39%	246.35%	-10.22%	22.62%	22.75%
基本每股收益(元)	0.26	0.90	0.81	0.99	1.22

资料来源: 宏源证券, Wind 资讯

宏源汽车组

分析师:

祖广平 (S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

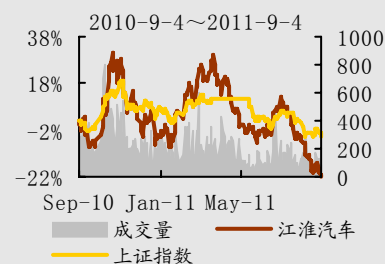
联系人:

于军华

电话: 010-88085257

Email: yujunhua@hysec.com

市场表现



相关研究

1《宏源证券*行业简评*7 月份汽车行业: 汽车市场小幅增长, 基本面偏淡**汽车行业*于军华》, 2011.8

2《宏源证券*中期策略报告*汽车行业: 三季度乘用车登场, 四季度商用车压轴**汽车行业*于军华》, 2011.6

3《宏源证券*行业简评*4 月份汽车行业: 狭义乘用车是 4 月份市场亮点**汽车行业*于军华》, 2011.5

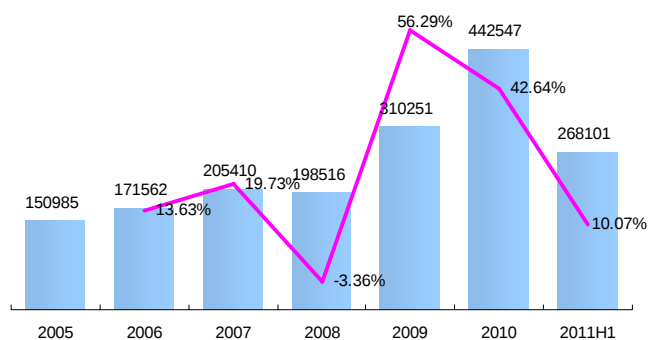
4《宏源证券*年报简评*江淮汽车: 轿车业务有望实现市场突破*600418*汽车行业*于军华》, 2011.3

一、收入小幅增长，盈利空间收窄

(一) 上半年收入增长 7.91%

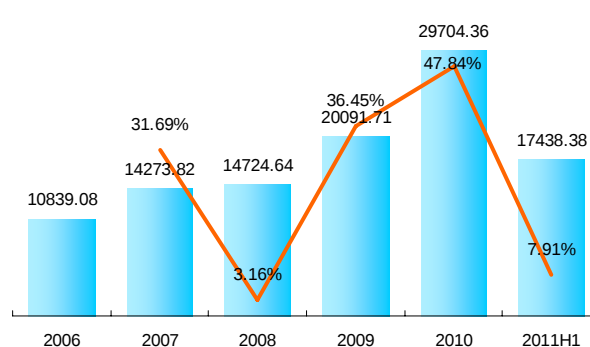
江淮汽车上半年共销售汽车整车及底盘 26.81 万辆，同比增长 10.07%，实现销售收入 174.38 亿元，同比增长 7.91%，收入增速与销量增速差别不大。

图 1: 江淮汽车分年度产品销量(辆)和同比增速



资料来源: 宏源证券, 江淮汽车

图 2: 江淮汽车分年度收入(百万元)及同比增速

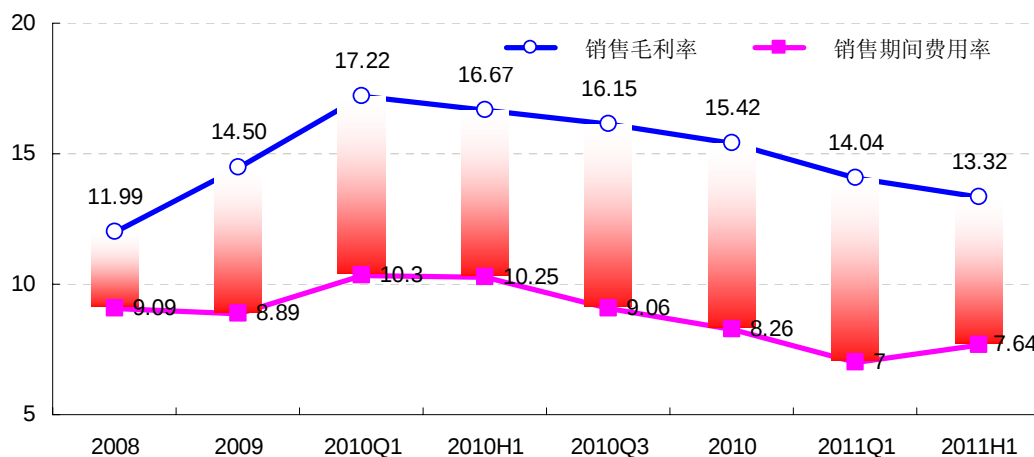


资料来源: 宏源证券, 江淮汽车

(二) 盈利空间收窄

江淮汽车 2011 年上半年毛利率水平为 13.32%，已经是连续下滑，相对 2010 年底下降了 2.10 个百分点，三费费率为 7.64%，相对 2010 年底总体下降了 0.62 个百分点，毛利率的下降速度要远快于费用率的改善程度，公司总体盈利空间收窄。

图 3: 江淮汽车分季度累计毛利率水平(%)及累计期间费用率(%)



资料来源: 宏源证券, 江淮汽车

二、轻卡份额上升，MPV 瑞风表现平平，轿车快速增长

根据江淮汽车发布的 2011 年 6 月份产销快报，公司的主要产品轿车上半年销量出现了快速增长，共销售 8.08 万辆，同比增长 29.79%，轻卡销售了 11.66 万辆，同比增长 2.71%，MPV 瑞风销售了 3.36 万辆，同比增长 1.52%，表现平平。

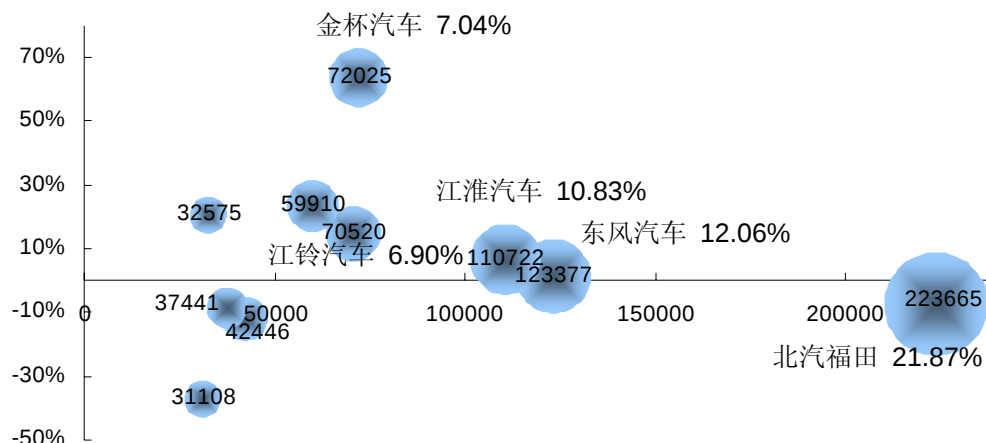
表 1: 2011H1 江淮汽车产销快报

六月份产销量明细		月度同比			年度同比		
		本月	去年同期	增减%	本年累计	去年累计	增减%
产量	轿车	11110	5652	96.57	82763	62605	32.20
	MPV	4154	4735	-12.27	33296	33109	0.56
	SRV	246	1408	-82.53	7670	10169	-24.57
	轻卡	10352	16890	-38.71	101195	105758	-4.31
	重卡	1160	2216	-47.65	15813	12062	31.10
	底盘	2419	2169	11.53	11618	11611	0.06
	合计	29441	33070	-10.97	252355	235314	7.24
	发动机	13330	8862	50.42	125320	68537	82.85
销量	轿车	10574	6424	64.60	80807	62259	29.79
	MPV	4360	4744	-8.09	33565	33063	1.52
	SRV	524	1260	-58.41	7456	9983	-25.31
	轻卡	13084	16510	-20.75	116610	113530	2.71
	重卡	2609	2368	10.18	17358	12945	34.09
	底盘	2300	2050	12.20	12305	11790	4.37
	合计	33451	33356	0.28	268101	243570	10.07
	其中：出口	7500	1321	467.75	35518	10006	254.97
	发动机（自配）	16212	8770	84.86	125557	71193	76.36

资料来源：宏源证券、江淮汽车

（一）公司轻卡市场份额稳定并且略有增长

江淮汽车 2011 年上半年占据了轻卡市场总体 10.83% 的市场份额，相对 2010 年底 9.03% 的市场占有率上升了 1.80 个百分点，公司在轻卡市场的份额稳定并且略有增长，竞争地位稳固。

图 4: 2011H1 中国轻卡销量 (辆), 同比增速及市场份额^①


资料来源: 宏源证券、CAAM

表 2: 2011H1 轻型卡车分厂商情况^②

厂商	销量	同比增速	2011H1 市场份额	2010 市场份额
北汽福田	223665	-7.54%	21.87%	22.83%
东风汽车	123377	1.15%	12.06%	11.81%
江淮汽车	110722	6.81%	10.83%	9.03%
金杯汽车	72025	63.64%	7.04%	4.16%
江西江铃	70520	14.67%	6.90%	6.32%
长城汽车	59910	23.38%	5.86%	5.26%
山东凯马	42446	-11.86%	4.15%	4.83%
南京汽车	37441	-8.89%	3.66%	3.70%
庆铃汽车	32575	20.50%	3.19%	2.35%
中国一汽	31108	-37.08%	3.04%	4.49%

资料来源: 宏源证券、CAAM

(二) MPV 增长缓慢, 轿车快速增长

江淮汽车的主要利润来源瑞风 2011 年上半年表现一般, 销量只略高于去年同期。相比之下, 轿车表现不错, 其中 A0 级小车江淮同悦上半年共销售了 3.73 万辆, 同比增长 47.40%, A 级车和悦销售了 4.11 万辆, 同比增长 17.61%。

^① 该处数据来自于汽车工业协会, 包括轻型卡车以及轻型卡车非完整车辆两部分, 其中纵轴为同比增速, 图内标注为市场份额;

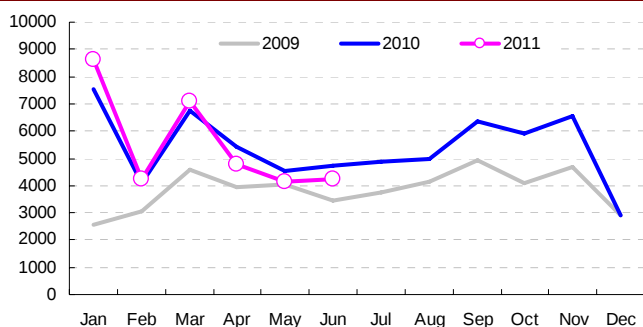
^② 该数据来自于汽车工业协会, 包括轻型卡车与轻型卡车非完整车辆, 与公司数据略有出入, 但差别不大;

表 3: 分年度江淮汽车乘用车分品牌销量 (辆) 及 2011H1 同比增速^③

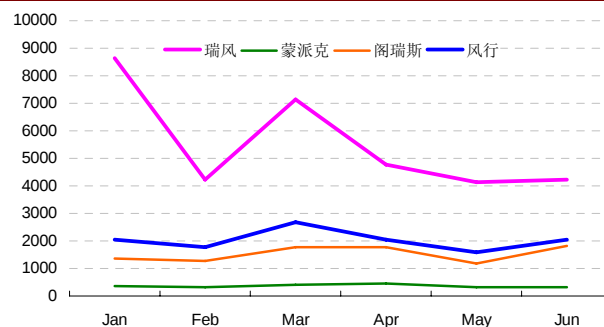
品牌	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	同比增速
瑞风	31516	34363	40049	36304	46033	64675	33160	0.29%
同悦				3392	57613	41451	37264	47.40%
和悦					4449	69331	41070	17.61%
瑞鹰			7605	10250	11720	18859	8957	-10.28%
宾悦			460	8291	3545	3067	414	-79.88%
悦悦						2648	2100	-
总计	31516	34363	48114	58237	123360	200031	122965	16.77%

资料来源: 宏源证券, CAAM

瑞风下滑主要来自于自身细分市场份额的下降。瑞风属于低端长轴轻客类 MPV, 该细分市场主要车型包括东风风行、阁瑞斯以及蒙派克等车型, 2011 年中国轻客市场在新车型导入加快和终端专业化需求提高的双重推动下, 欧系轻客销量快速提升, 而商用 MPV 市场也出现了快速增长, 在欧系轻客和商用 MPV 的双重挤压下, 轻客类 MPV 的市场空间萎缩, 市场份额相对下滑, 受此拖累, 瑞风的表现也平平。

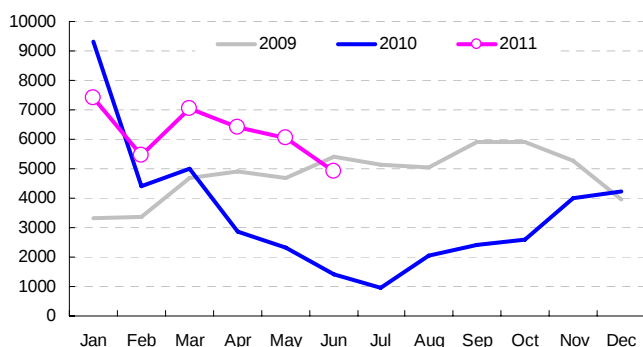
图 5: 瑞风分年度分月度产品销量 (辆)


资料来源: 宏源证券, CAAM

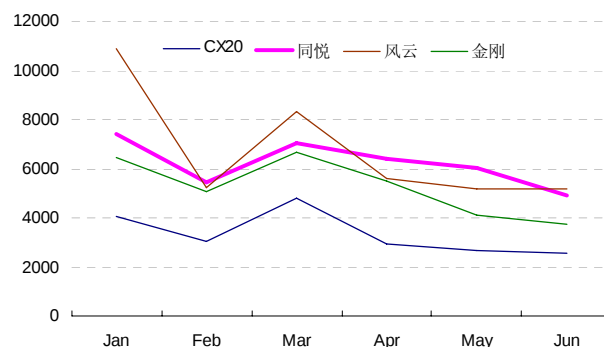
图 6: 瑞风与主要竞品 2011H1 分月度销量 (辆)


资料来源: 宏源证券, CAAM

作为典型的 A0 级小车, 同悦 2011 年上半年表现较好, 但增速更多的来自于 2010 年较低的基数, 目前销量已经基本恢复到 2009 年下半年的水平。

图 7: 同悦分年度分月度产品销量 (辆)


资料来源: 宏源证券, CAAM

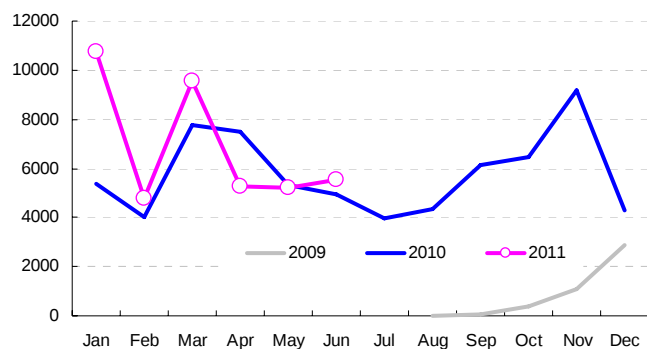
图 8: 同悦与主要竞品 2011H1 分月度销量 (辆)


资料来源: 宏源证券, CAAM

^③ 该数据来自于汽车工业协会, 与公司产销快报数据略有出入;

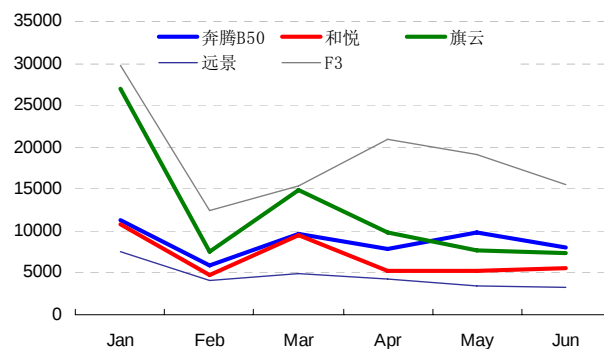
和悦担负着江淮在家用 A 级车市场冲量的重任，主要竞争车型包括同是自主品牌的奔腾 B50，奇瑞旗云、吉利远景、比亚迪 F3 等车型，和悦上半年表现良好，与主要竞争车型的销量对比也比较稳定。

图 9：和悦分年度分月度产品销量（辆）



资料来源：宏源证券，CAAM

图 10：和悦与主要竞品 2011H1 分月度销量（辆）



资料来源：宏源证券，CAAM

表 4: 江淮汽车预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3557	3911	8193	9437	营业收入	29704	32675	37576	43212
应收和预付款项	2242	2252	3020	3040	营业成本	25124	28231	32391	37163
存货	2001	1763	2556	2399	营业税金及附加	801	817	939	1080
其他流动资产	335	335	335	335	营业费用	1269	1503	1691	1901
长期股权投资	39	77	121	171	管理费用	1214	948	1127	1340
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	-29	-29	-79	-136
固定资产和在建工程	6060	5262	4387	3488	资产减值损失	104	47	55	63
无形资产和开发支出	873	760	646	533	投资收益	35	38	44	50
其他非流动资产	0	0	0	0	公允价值变动损益	5	0	0	0
资产总计	15108	14359	19258	19403	他经营损益	0	0	0	0
短期借款	100	0	0	0	营业利润	1260	1196	1496	1851
应付和预收款项	8682	7093	10839	9568	其他非经营损益	103	40	20	10
长期借款	340	340	340	340	利润总额	1363	1236	1516	1861
其他负债	493	493	493	493	所得税	186	180	221	272
负债合计	9615	7926	11672	10401	净利润	1176	1056	1295	1590
股本	1289	1289	1289	1289	少数股东损益	14	12	15	19
资本公积	1329	1329	1329	1329	归属母公司股东净利润	1163	1044	1280	1571
留存收益	2753	3681	4819	6216	EPS (元)®	0.90	0.81	0.99	1.22
归属母公司股东权益	5371	6299	7437	8834	主要财务比率				
少数股东权益	122	134	149	168	成长能力				
股东权益合计	5493	6433	7586	9002	销售收入增长率	47.84%	10.00%	15.00%	15.00%
负债和股东权益合计	15108	14359	19258	19403	净利润增长率	243.81%	-10.22%	22.62%	22.75%
现金流量表					获利能力				
经营活动现金流量净额	1568	673	4441	1381	毛利率	15.42%	13.60%	13.80%	14.00%
税后经营利润	1142	984	1234	1531	销售净利率	3.96%	3.23%	3.45%	3.68%
折旧与摊销	805	1064	1084	1099	ROE	21.65%	16.57%	17.21%	17.79%
资产减值损失	104	47	55	63	偿债能力				
利息费用	-32	-62	-117	-179	资产负债率	63.64%	55.20%	60.61%	53.61%
存货的减少	-723	238	-793	156	流动比率	0.90	1.13	1.28	1.56
经营性应收项目的减少	-1415	-10	-769	-19	速动比率	0.68	0.89	1.04	1.31
经营性应付项目的增加	1613	-1589	3746	-1271	营运能力				
投资活动现金流量净额	-665	-166	-133	-142	总资产周转率	1.97	2.28	1.95	2.23
筹资活动现金流量净额	-399	-154	-25	5	应收账款周转率	18.22	18.06	16.68	17.87
现金流量净额	496	353	4283	1244	存货周转率	12.56	16.01	12.67	15.49

资料来源: 宏源证券 (根据 Wind 模型调整)

® 以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算。

联系人简介:

于军华：宏源证券研究所汽车行业研究员，中国人民大学经济学硕士，CPA，CFA L3 Candidate，原国家信息中心汽车行业分析师，5 年汽车咨询行业从业经验。

主要研究覆盖公司：上海汽车、华域汽车、海马股份、中国重汽、潍柴动力、一汽轿车、长安汽车、宇通客车、福耀玻璃、江淮汽车等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。