



运输设备业/可选消费品

江淮汽车 (600418)

传统产品经历调整，轿车产品仍在蓄势

康凯
0755-23976023
kangkai@gtjas.com
编号 S0880511010009

本报告导读：

本报告对江淮汽车的基本情况做了系统性介绍

投资要点：

- 1999 年江淮汽车股份有限公司设立，2001 年江淮在上海交易所上市，上市当年公司总股本 2.3 亿股，总资产 13.7 亿股，净利润 8900 万元；2010 年公司总股本 12.9 亿股，总资产 155 亿元，净利润 11.6 亿元，9 年总资产增长 11 倍，净利润增长 13 倍。
- 江淮汽车的业务发展历程：底盘→轻卡→中重卡→MPV、SUV→轿车，每次都是在前一个发展情况较好的态势下介入下一项业务的发展。轻卡：2011 年 1-9 月，轻卡增速为 0.4%。中重卡：市场份额正在持续提升，2011 年 1-9 月江淮重卡的销量增速为 34%，相比行业 9.7% 的下滑情况，竞争力凸显。江淮重卡 1-9 月累计销量 2.6 万辆，8-9 月的销量都达到了 3000 辆以上。格尔发重卡将随国内生活水平的提高而凸显去舒适度安全性的竞争力。与 NC² 和纳威司达合作，提高公司竞争力。乘用车：瑞风 7-8 月停产使得销量降至约 2900 辆，9 月复产销量到 5890 辆。SUV 持续下滑。轿车 1-9 月增速 39%，但是由于促销力度加大，导致盈利情况仍不理想。
- 最新政策影响：节能补贴标准提高导致和悦不再享受补贴。巴西提高汽车进口平均关税 30%，可能对公司后续对巴西出口有一定负面影响，但今年已经出口巴西约 3 万辆，后续公司或将加速在巴西建厂。
- 盈利预测：公司自 08 年以来为拓展轿车业务推出了大量资本支持项目。今年经历成本上涨，毛利率下降，但原材料价格目前处于回落过程中，由于市场不够景气，今年销售费用或增大，我们预计江淮 11~13 年 EPS 分别为 0.63、0.73、0.83，增长率分别为-30%、16%、14%。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	20,092	29,704	29,782	34,058	38,397
(+/-)%	36%	48%	0%	14%	13%
经营利润 (EBIT)	611	1,296	883	1,057	1,190
(+/-)%	759%	112%	-32%	20%	13%
净利润	336	1,163	810	939	1,074
(+/-)%	488%	246%	-30%	16%	14%
每股净收益 (元)	0.26	0.90	0.63	0.73	0.83
每股股利 (元)	0.05	0.20	0.13	0.15	0.17

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	3.0%	4.4%	3.0%	3.1%	3.1%
净资产收益率(%)	7.8%	21.6%	13.5%	13.9%	14.1%
投入资本回报率(%)	9.2%	18.2%	10.6%	12.0%	12.3%
EV/EBITDA	6.0	3.5	5.1	3.8	2.8
市盈率	31.4	9.1	13.0	11.2	9.8
股息率 (%)	0.6%	2.4%	1.5%	1.8%	2.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：首次

目标价格：9.45

上次预测：首次

当前价格：8.19

2011.10.18

交易数据

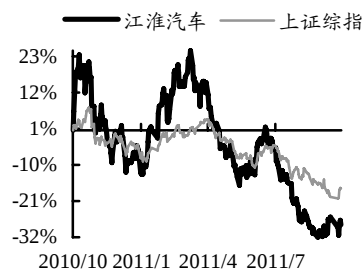
52 周内股价区间 (元)	7.58-14.69
总市值 (百万元)	10,555
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,289/1,073
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	83%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	107

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,605
每股净资产	4.35
市净率	1.9
净负债率	20%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.20	0.26
Q2	0.18	0.13
Q3	0.27	0.08
Q4	0.25	0.16
全年	0.90	0.63

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	-25%	-27%
相对指数	6%	-12%	-9%

相关报告

《轿车业务逐渐进入收获期》	2010.09.21
《受益政策刺激 业绩超出预期》	2009.08.18
《扬短避长 道路艰险》	2009.02.27
《MPV 和轻卡产销情况要好于轿车和...》	2008.11.02
《经营压力不小 做大做强不易》	2008.08.13

模型更新时间: 2011.10.17

股票研究

可选消费品
运输设备业

江淮汽车 (600418)

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.45

上次预测: 14.20

当前价格: 8.19

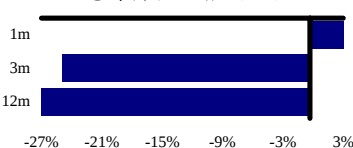
公司网址

www.jac.com.cn

公司简介

公司是国内规模最大的中、轻型客车专用底盘生产基地,在客车底盘市场的占有率已连续 10 年蝉联行业首位。公司主要产品有轻型载货汽车、瑞风多功能商务车、重型载货汽车以及即将推出的多功能运动型休闲车。公司主导产品在各细分市场均占据着重要的地位,其中客车专用底盘销量连续十几年保持全国第一;JAC 轻卡在同类产品中,市场占有率第二,连续多年实现出口量居全国第一。2007 年公司进入轿车市场,在轿车项目上投资了大约 20 亿元人民币。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

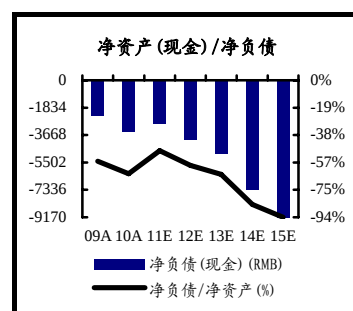
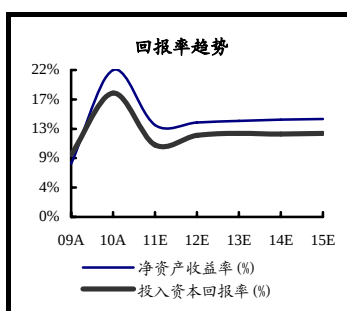
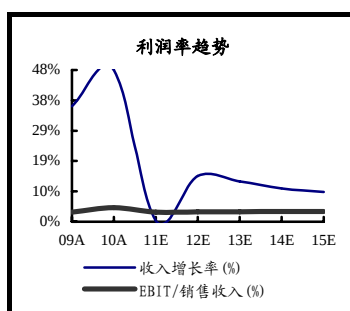
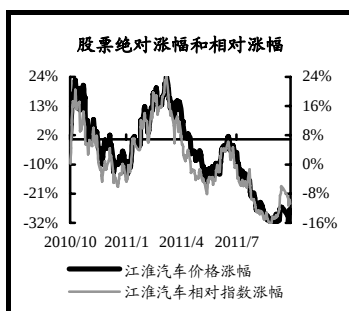
7.58-14.69

市值 (百万)

10,555

财务预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表							
营业总收入	20,092	29,704	29,782	34,058	38,397	42,423	46,420
营业成本	17,179	25,124	25,631	29,264	32,995	36,430	39,838
税金及附加	512	801	745	851	960	1,061	1,161
销售费用	1,169	1,269	1,272	1,454	1,640	1,812	1,982
管理费用	622	1,214	1,251	1,430	1,613	1,782	1,950
EBIT	611	1,296	883	1,057	1,190	1,339	1,489
公允价值变动收益	0	5	0	0	0	0	0
投资收益	3	35	27	4	4	4	5
财务费用	-4	-29	-36	-42	-73	-108	-153
营业利润	380	1,260	933	1,085	1,243	1,431	1,622
所得税	81	186	130	151	172	198	224
少数股东损益	6	14	10	11	13	15	17
净利润	336	1,163	810	939	1,074	1,235	1,398
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	3,294	4,104	3,917	4,625	5,498	8,021	9,698
其他流动资产	0	15	16	17	18	19	20
长期投资	26	39	41	41	41	41	41
固定资产合计	6,002	6,060	6,666	7,016	7,011	6,478	5,909
无形资产及其他资产	748	873	1,125	1,402	1,666	1,936	2,202
资产合计	12,373	15,534	16,934	18,913	20,790	23,622	25,711
流动负债	7,168	9,409	10,296	11,198	12,287	14,000	15,136
非流动负债	773	632	487	802	719	835	653
股东权益	4,323	5,371	6,019	6,770	7,629	8,617	9,735
投入资本(IC)	5,333	6,152	7,162	7,588	8,348	9,457	10,464
现金流量表							
NOPLAT	493	1,119	763	913	1,027	1,156	1,286
折旧与摊销	753	805	619	667	793	923	963
流动资金增量	2,787	119	-351	891	351	882	305
资本支出	-667	-416	-1,472	-1,292	-1,054	-656	-653
自由现金流	3,366	1,627	-442	1,178	1,118	2,305	1,902
经营现金流	3,357	1,560	1,099	2,550	2,264	3,082	2,710
投资现金流	-624	-665	-1,125	-1,288	-1,050	-652	-648
融资现金流	-158	-399	161	-554	-342	93	-385
现金流净增加额	2,574	496	135	708	873	2,523	1,677
财务指标							
成长性							
收入增长率	36.4%	47.8%	0.3%	14.4%	12.7%	10.5%	9.4%
EBIT 增长率	758.7%	112.2%	-31.8%	19.7%	12.5%	12.5%	11.2%
净利润增长率	488.4%	246.3%	-30.3%	16.0%	14.3%	15.0%	13.2%
利润率							
毛利率	14.5%	15.4%	13.9%	14.1%	14.1%	14.1%	14.2%
EBIT 率	3.0%	4.4%	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%
净利润率	1.7%	3.9%	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%
收益率							
净资产收益率(ROE)	7.8%	21.6%	13.5%	13.9%	14.1%	14.3%	14.4%
总资产收益率(ROA)	2.7%	7.5%	4.8%	5.0%	5.2%	5.2%	5.4%
投入资本回报率(ROIC)	9.2%	18.2%	10.6%	12.0%	12.3%	12.2%	12.3%
运营能力							
存货周转天数	22	24	28	26	26	26	26
应收账款周转天数	7	4	5	5	5	5	5
总资产周转天数	193	171	199	192	189	191	194
净利润现金含量	10.00	1.34	1.36	2.71	2.11	2.50	1.94
资本支出/收入	3%	1%	5%	4%	3%	2%	1%
偿债能力							
资产负债率	64.2%	64.6%	63.7%	63.4%	62.6%	62.8%	61.4%
净负债率	-55.7%	-64.3%	-48.4%	-58.5%	-64.8%	-85.4%	-94.2%
估值比率							
PE	31.4	9.1	13.0	11.2	9.8	8.5	7.6
PB	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.0	3.5	5.1	3.8	2.8	1.4	0.6
P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
股息率	0.6%	2.4%	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%	2.6%



目录

1. 股权结构与历史演变	5
1.1. 股权结构：安徽国资委下属企业	5
1.2. 历史演变：上市 9 年净利润增长 13 倍	5
2. 盈利模式：MPV、轻卡为主，谋求轿车发展	6
2.1. 底盘→轻卡→中重卡→乘用车	6
2.2. 轻卡：受经济衰退影响大，优于行业表现	6
2.3. 中重卡：中高端产品，今年销售情况较好	7
2.3.1. 格尔发市场份额提高，但量不大	7
2.3.2. 与 NC ² 和纳威司达合作，提高技术水平	8
2.4. 乘用车：MPV 仍为主力，轿车持续拖累	9
2.4.1. MPV 增长为负，指望换代产品提量	9
2.4.2. SUV 销量持续下滑	10
2.4.3. 1-9 月轿车增速 39%，但盈利压力仍很大	11
3. 最新政策影响	12
3.1. 节能补贴标准提高，和悦退出补贴	12
3.2. 巴西提高关税将加速江淮巴西建厂	13
4. 盈利预测与投资建议	13
4.1. 公司产能构建规模大	13
4.2. 盈利预测与投资建议	14
4.2.1. 盈利预测：11 年 EPS0.63 元	14
4.2.2. 投资建议：谨慎增持，目标价 9.45 元	15

图表目录

表 1：公司产能情况	6
表 2：江淮汽车与 NC2、纳威司达合作内容	8
表 3：江淮汽车乘用车 2011 年 1-9 月销售情况	11
表 4：江淮汽车模具折旧规则	12
表 5：江淮汽车补贴车型	12
表 6：江淮汽车与巴西经销商预定的销售目标	13
表 7：江淮汽车整车与零部件产能建设进度	13
表 8：江淮汽车增发项目情况	14
表 9：江淮汽车盈利预测	14
表 10：汽车板块盈利预测与 PE	15
图 1：江淮汽车股权结构	5
图 2：江淮汽车发展历史	6
图 3：江淮轻卡月度产量数据	7
图 4：江淮轻卡月度累计同比增速	7
图 5：江淮格尔发重卡中体车	8
图 6：江淮汽车重卡的市场份额	8
图 7：江淮重卡月度产量数据	8
图 8：江淮重卡月度累计同比增速	8
图 9：江淮 MPV 月度产量数据	9

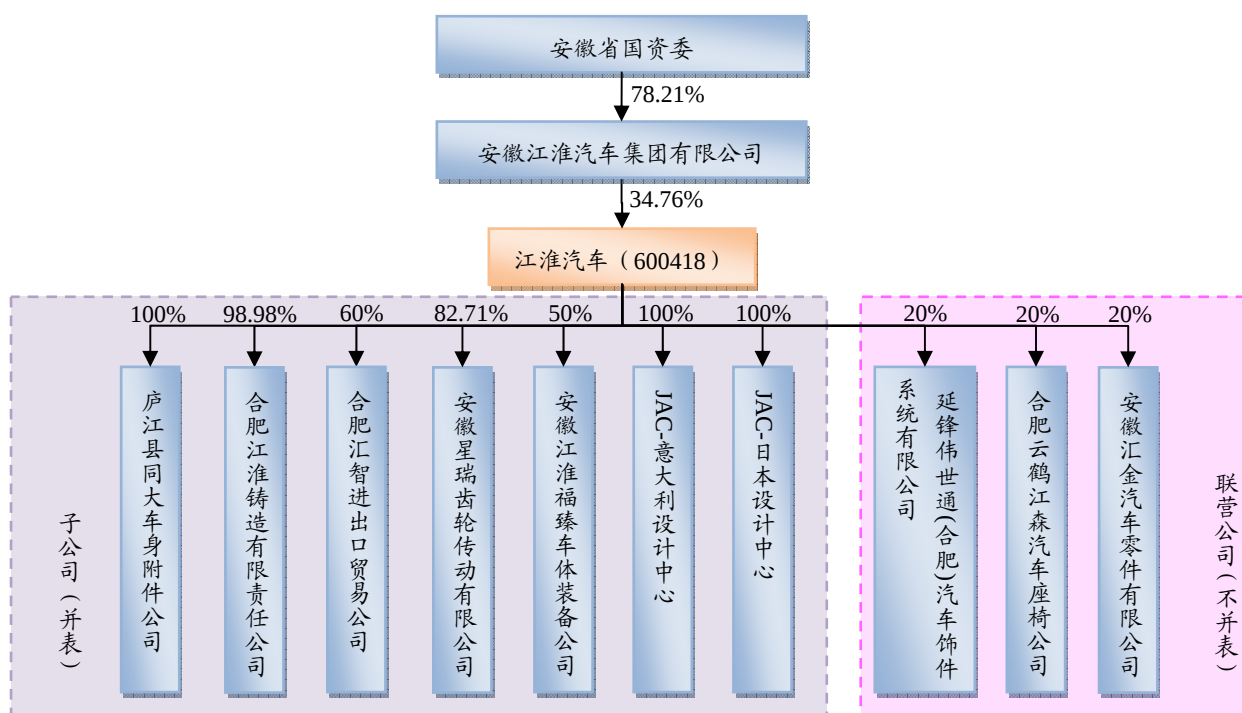
图 10: 江淮 MPV 月度累计同比增速	9
图 11: 江淮汽车 MPV 竞争力	10
图 12: 江淮 SUV 月度产量数据	10
图 13: 江淮 SUV 月度累计同比增速	10
图 14: 江淮瑞鹰 SUV	11
图 15: 江淮瑞鹰目前的市场份额逐步下滑	11
图 16: 江淮轿车销量数据	11
图 17: 江淮轿车月度累计同比增速	11

1. 股权结构与历史演变

1.1. 股权结构：安徽国资委下属企业

江淮汽车是一家集商用车、乘用车及动力总成研发、制造、销售和服务于一体的综合型汽车厂商。公司前身是创建于 1964 年的合肥江淮汽车制造厂，1999 年 9 月改制为股份制企业，隶属于安徽江淮汽车集团有限公司，2001 年在上海证券交易所挂牌上市。

图 1：江淮汽车股权结构



数据来源：江淮汽车、国泰君安证券研究

江淮汽车的现任董事长为左延安，他 1990 年进入江淮汽车，本应在 2009 年退休，当时安徽省国资委挽留，让左延安再任五年，至今已经 2 年多。江淮汽车的快速发展是在左延安的领导下完成的。

1.2. 历史演变：上市 9 年净利润增长 13 倍

江淮汽车的前身是合肥江淮汽车厂，1999 年设立江淮汽车股份有限公司，并以该主体于 2001 年在上海交易所上市，上市当年公司总股本 2.3 亿股，总资产 13.7 亿股，净利润 8900 万元；2010 年公司总股本 12.9 亿股，总资产 155 亿元，净利润 11.6 亿元，9 年总资产增长 11 倍，净利润增长 13 倍。

图 2: 江淮汽车发展历史

1964	1968	1990	1996	2001	2002	2003	2004	2008	2009	2010	2011
合肥江淮汽车厂成立	第一辆江淮货车试制成功	中国第一台客车专用底盘诞生	第一辆轻卡 HFC1061 下线	江淮汽车上市	3 月 18 日, MPV 瑞风下线	10 月 28 日 格尔发重卡下线	乘用车汽油柴油机开始批量生产	1 月宾悦批量下线, 10 月同悦全球上市	和悦上市	悦悦、星锐上市	轻卡帅铃 III、瑞风二代和畅上市, 登陆巴西

数据来源: 江淮汽车、国泰君安证券研究

2. 盈利模式: MPV、轻卡为主, 谋求轿车发展

2.1. 底盘→轻卡→中重卡→乘用车

江淮汽车的业务发展历程: 底盘→轻卡→中重卡→MPV、SUV→轿车, 每次都是在前一个发展情况较好的态势下介入下一项业务的发展。江淮汽车 2001 年与韩国现代合作, 引进 H1 生产线, 进入 MPV (瑞风) 生产, MPV 的成功使公司进入 SUV 生产。2008 年第一款轿车宾悦上市。

表 1: 公司产能情况

产品	产能 (万台)	2010 年销量 (万台)	2011 年 1-8 月销量	11 年 1-8 月产能利用率
轿车	21	11.7	9.7	69%
MPV	10	6.5	3.9	59%
SUV	3	1.9	0.9	46%
轻卡	20	19.4	14.2	107%
客车底盘	3	2.4	1.7	86%
重卡	4	2.5	2.3	86%
发动机	40	15.7	16.2	61%

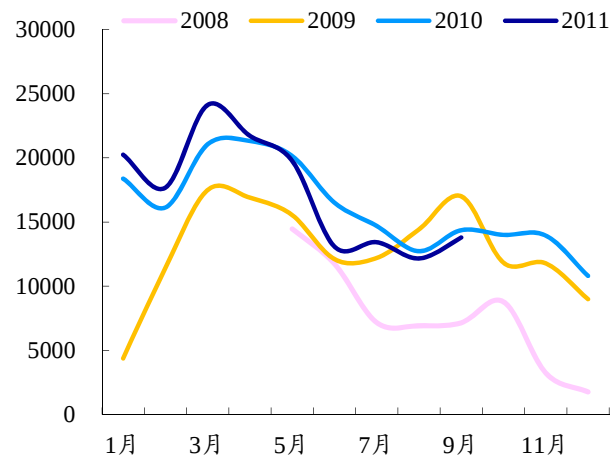
数据来源: 国泰君安证券研究

2.2. 轻卡: 受经济衰退影响大, 优于行业表现

一方面受到宏观经济不景气的影响, 另一方面由于 09 年-10 年对商用车的透支性消费, 导致今年 4 月以来商用货车的月度销量增速一直为负。

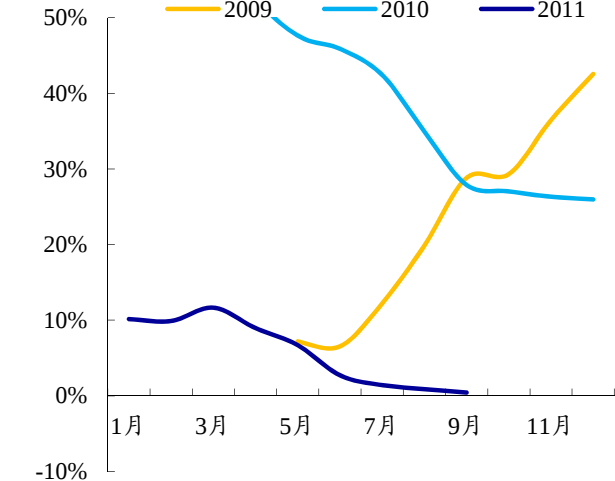
公司轻卡在本部的产能 20 万台左右, 山东的一个公司目前在小批量生产。越南工厂有 5 万辆 KD 产能。今年公司轻卡累计销量增速持续下滑, 2009 年的汽车下乡政策加速了轻卡和微客市场的发展, 也在一定程度上透支了需求, 因此在 11 年补贴政策推出与投资增速在 6 月开始下滑, 2011 年 1-9 月, 轻卡增速仅为 0.4%。

图 3: 江淮轻卡月度产量数据



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 江淮轻卡月度累计同比增速



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.3. 中重卡: 中高端产品, 今年销售情况较好

2.3.1. 格尔发市场份额提高, 但量不大

2003 年 10 月 28 日, 江海格尔发重卡下线。江淮的格尔发从现代引进, 其实是戴姆勒-克莱斯勒公司针对亚州市场开发设计的 HD 重卡。

格尔发的优势在于:

- 1) **舒适度高:** 适应长途运输的考虑, 配装有大储物箱, 上卧铺的空间更大, 按人机工程学原理设计的气囊减震座椅, 可以依据人体坐姿任意调整角度, 舒适性更强。
- 2) **稳定性强:** 格尔发重卡车架采用特种钢制造, 抗疲劳强度大大增强; 江淮格尔发的车架主副梁采用 6000 吨液压机一次冲压成型, 载荷分布均匀, 避免了因分段式冲压产生内应力集中从而造成车架易断裂的现象。
- 3) **节油性:** 格尔发重卡针对发动机整体性能以及车辆的总体匹配, 对底盘系统进行了优化设计, 使其油耗比同类产品低 5% 左右; 格尔发后桥采用专门设计的江淮 468 单极减速驱动后桥以及斯太尔加强型后桥, 并充分考虑与变速箱的匹配性, 提高效率, 更省油。

格尔发的这些优势将随着人民生活水平提高以后, 重卡司机开始追求工作环境的舒适度的情况下, 将有更大的市场空间。这与我国的消费升级, 国内收入水平不断是密切相关的。

格尔发的劣势在于:

- 1) **零部件的通用性不强:** 国内重卡主要是斯太尔平台, 如中国重汽、陕汽、福田等, 但是江淮格尔发有些零部件的更换需要等待 3-4 天, 维修便利性远远不如斯太尔系列, 这使得一些从事长途运输的客户不敢使用江淮重卡。
- 2) **价格高于斯太尔系列 5-8 万元:** 格尔发起步产品中高端, 各方面的性能处于领先地位, 价格上面则高于斯太尔系列。

2010 年 5 月江淮汽车重卡 5 万台规划确定启动中体车项目, 2011 年 9 月 6 日, 江淮重卡格尔发中体新品成功上市, 首款江淮格尔发重卡中体

高顶 8×4 载货车售价 24.56 万元。首批上市区域为市场容量大以及区域优势明显的省份：安徽、河南、江苏、山东、沪浙、闽赣，其他区域上市品牌活动将陆续举行。江淮格尔发中体车是江淮重卡持续增长的着力点。

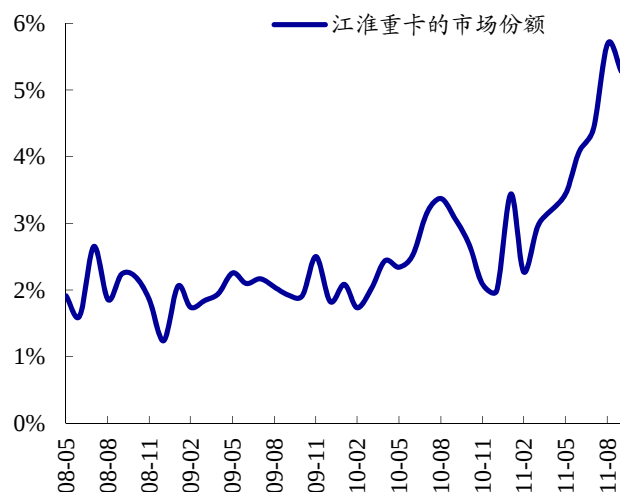
江淮重卡的市场份额正在持续提升，2011 年 1-9 月江淮重卡的销量增速为 34%，相比行业 9.7% 的下滑情况，竞争力凸显。江淮重卡 1-9 月累计销量 2.6 万辆，8-9 月的销量都达到了 3000 辆以上。

图 5：江淮格尔发重卡中体车



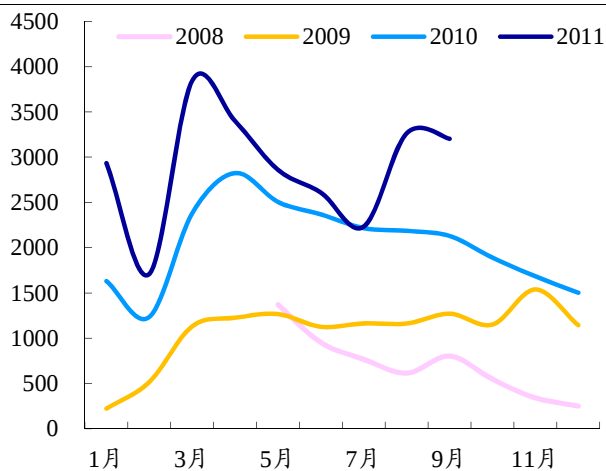
数据来源：公开资料、国泰君安证券研究

图 6：江淮汽车重卡的市场份额



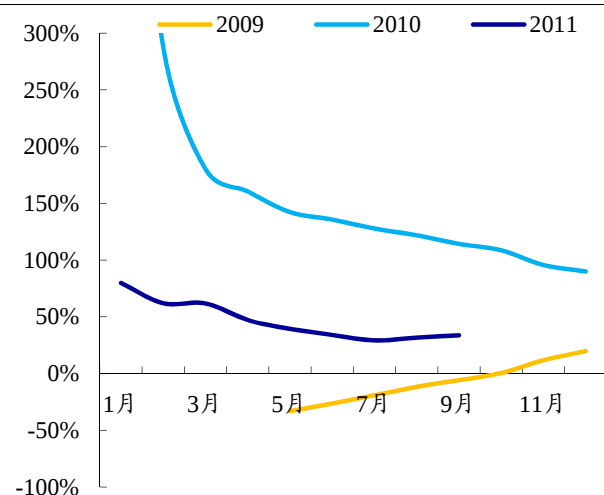
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7：江淮重卡月度产量数据



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 8：江淮重卡月度累计同比增速



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.3.2. 与 NC² 和纳威司达合作，提高技术水平

2010 年 9 月 16 日，江淮汽车与分别与 NC² Luxembourg Property S.a.r.l. (简称“NC²”)及万国卡车发动机投资公司 (简称“纳威司达”) 签署了关于中重卡的《合资经营合同》及发动机的《合资经营合同》。

表 2：江淮汽车与 NC²、纳威司达合作内容

投资总额 (亿元)	注册资本 (亿元)	江淮占比	江淮出资方式	产能
-----------	-----------	------	--------	----

中重卡	30	12	50%	以资产出资	8万台
发动机	18	6	50%	资产和现金	25万台

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

NC² 是纳威司达和卡特彼勒的合资公司，该公司主要利用纳威司达和卡特彼勒的产品技术和销售网络，在北美以外的全球市场上开发、生产和销售商用卡车。所以，江淮实质上是与纳威司达与其子公司达成协议。

该合资的优势在于：

- 1) 利用 NC² 的技术提高产品质量，利用其销售网络打开海外市场。
- 2) 发动机主要生产满足国四标准的产品，25 万台的产能可以满足部分轻卡的发动机配套，发动机作为关键零部件，公司一定程度上可以满足自给率提高。
- 3) 江淮主要以资产出资，占用现金少。

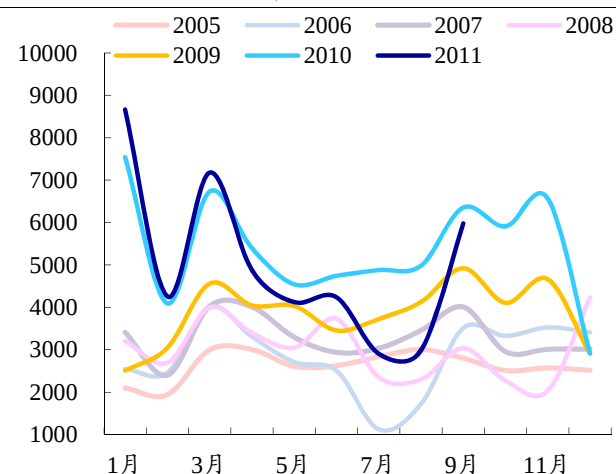
2.4. 乘用车：MPV 仍为主力，轿车持续拖累

2.4.1. MPV 增长为负，指望换代产品提量

公司的 MPV（瑞风）是从现代引进了 H1 的技术生产的。H1 是现代汽车公司 90 年代末开发的主力商用车，2001 年江淮采取了买断技术的方式引进 H1，采取这种方式主要是想争取更多的自主权，将技术完全消化转为已有，更进一步实现产品的自主开发。

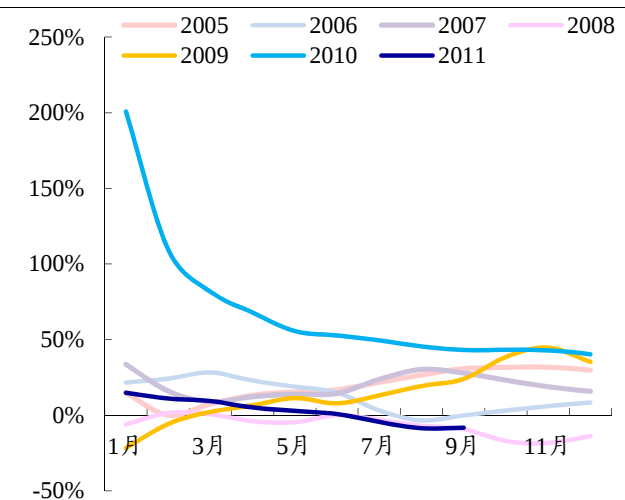
江淮的 MPV 是业绩贡献的主体，2011 年 1-9 月的累计销量为 4.52 万辆，同比下降 8.3%，其中 7-8 月两个月的销量仅为 2900 多辆，主要原因在于公司对 MPV 的生产线进行了停产改造，改造期间经销商消化了以前的库存。9 月恢复生产，产量 6365 辆，销量 5980 辆。2011 年 1-9 月，江淮汽车的瑞风在 MPV 中排名第三，市场份额 12%。

图 9：江淮 MPV 月度产量数据



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 10：江淮 MPV 月度累计同比增速

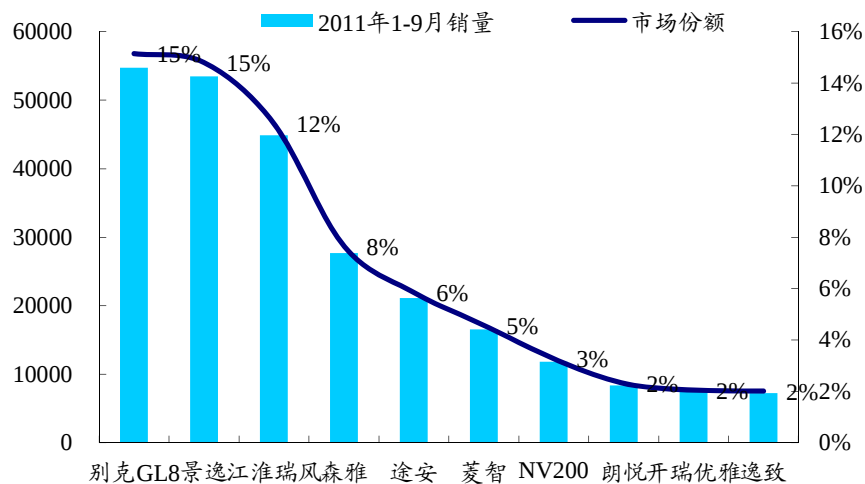


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

汽车的生命周期的规律为：某车型需要后续升级才能维持其生命力。今年通用 GL8 的销量表现好的原因就在于新 GL8 的推出，1-9 月新 GL8 的销量达 3.7 万辆。江淮瑞风从 01 年推出到现在已经进入到需要升级产

品推出的时候。江淮在 7-8 月进行停产改造就是为了满足瑞风二代产品的生产，目前江淮瑞风二代产品逐步上量，将是公司业绩的保障。

图 11: 江淮汽车 MPV 竞争力

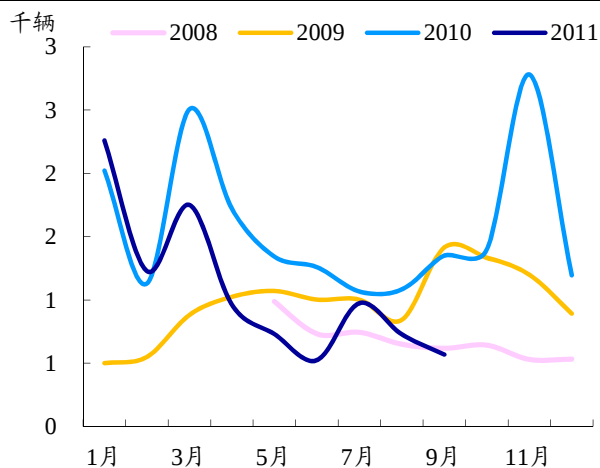


数据来源：江淮汽车、国泰君安证券研究

2.4.2. SUV 销量持续下滑

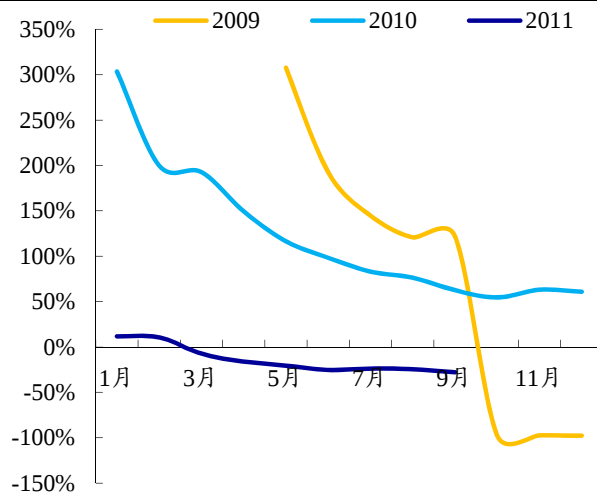
2010 年，江淮瑞鹰的总销量为 1.87 万辆，2011 年 1-9 月瑞鹰的销量为 9728 万辆，累计销量增速为 -22%，市场份额 1%，月销量计算的市占率出现下滑，9 月瑞鹰的市占率为 0.4%。江淮在 11 年推出 T 动版瑞鹰，但从销量数据看，并没有止住瑞鹰的下滑。

图 12: 江淮 SUV 月度产量数据



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 13: 江淮 SUV 月度累计同比增速



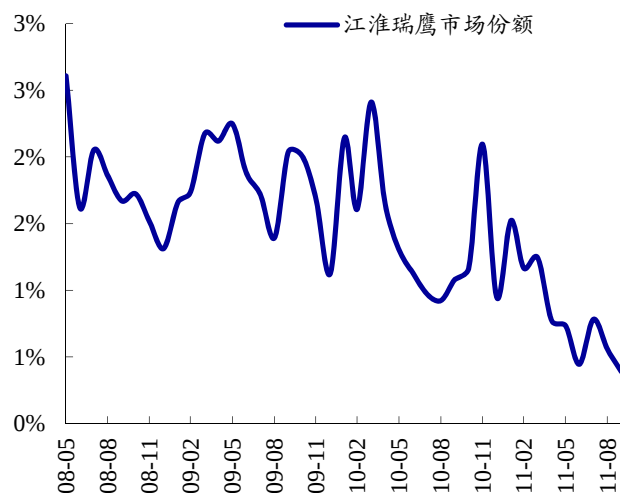
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 14: 江淮瑞鹰 SUV



数据来源: 国泰君安证券研究

图 15: 江淮瑞鹰目前的市场份额逐步下滑

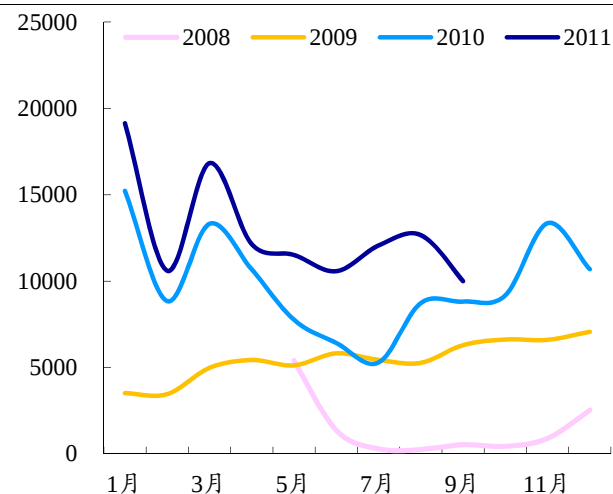


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.4.3. 1-9 月轿车增速 39%，但盈利压力仍很大

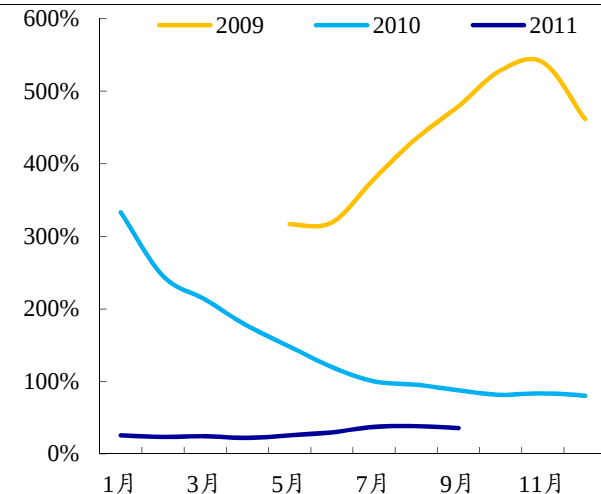
2011 年 9 月轿车销量 9998，同增 13%，1-9 月轿车累计销量 11.55 万辆，同比增速 39%。其中销售情况最好的是和悦 6.17 万辆，同增 25%，同悦 5.08 万辆，同增 65%。

图 16: 江淮轿车销量数据



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 17: 江淮轿车月度累计同比增速



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 3: 江淮汽车乘用车 2011 年 1-9 月销售情况

车型	价格档次	排量范围	级别	2011-9	9月同 比	9月环 比	2011 年 1-9 月	累计 同比	累计销量	
									截至 10 年底	截至 11 年 9 月
同悦	4-6 万	1.3-1.5L	A0	3,713	54%	-29%	51,896	69%	102,456	154,352
和悦	6-8 万	1.5L	A	7,084	15%	-1%	61,483	24%	73,780	135,263
悦悦	4 万以下	1.0L	A00	32	-41%	-79%	2,344	504%	2,648	4,992
宾悦	12-15 万	2.0-2.4L	B	107	-42%	-18%	758	-73%	15,363	16,121
轿车合计				10,936	24%	-14%	116,481	40%		
瑞风	12-15 万	1.8-2.4L	MPV	5,840	-8%	96%	44,887	-9%	221,424	336,367
瑞鹰	10-12 万	1.9-2.4L	SUV	621	-54%	-15%	9,780	-27%	48,434	58,214
乘用车合计				17,397	5%	6%	171,148	17%		

数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

介入轿车生产，江淮投入了巨大的资源：1) 轿车的固定资产投入很大，投入 30 个亿形成 20 万辆产能。2) 每个车型需要大量的模具，乘用车模具按 5 万辆工作量法摊销完毕，每台车摊销模具费用 4000-5000 元。3) 需要新建销售网络，目前江淮轿车的经销商 160-180 家，维护经销商网络也需要投入固定费用。

因此，轿车要做到月度销量 1.5 万辆，年度销量 15 万辆以上那么基本可以达到盈亏平衡。江淮轿车在 11 年 1 季度的时候出现了扭亏，但是 2 季度以后轿车销量又开始下滑，4 月开始加大促销力度，虽然轿车总体增速保持了 39%，但是盈利情况却仍然不容乐观。

表 4: 江淮汽车模具折旧规则

类别	工作量(辆)	残值率 (%)	每万辆年折旧率(%)
商用车专用模具	30000	3	32.33
乘用车专用模具	50000	3	19.4

数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

3. 最新政策影响

3.1. 节能补贴标准提高，和悦退出补贴

9 月公布的节能补贴标准提高中，江淮的 14 款可补贴车型中，有 4 款不能继续享受补贴，和悦的 3 款全部不能再享受，同悦中有 1 款不能继续享受补贴，悦悦仍然可以享受。和悦是江淮销售最好的车型，同悦其次，所以和悦不再享受补贴对江淮可能存在一定的影响。悦悦虽然都仍然可以享受补贴但是该车型的销售量非常小。

表 5: 江淮汽车补贴车型

通用名称	车辆型号	排量(mL)	额定载 客人数	变速器 型式	变速器挡 位数	整车整备 质量(kg)	综合燃料消 耗量 (L/100km)	新标准 下可否 补贴	批次
同悦 RS	HFC7130L1F	1332	5	MT	5	1060	6	不可	第一批
同悦 RS	HFC7130LTF	1299	5	AMT	5	1060	6	可补贴	第一批
同悦 RS	HFC7130LF	1299	5	MT	5	1100	6	可补贴	第一批
同悦	HFC7130AF	1299	5	MT	5	1100	6	可补贴	第一批
悦悦	HFC7110WT	1075	5	AMT	5	915	5	可补贴	第一批
悦悦	HFC7110WT	1075	5	AMT	5	915	5	可补贴	第一批
悦悦	HFC7100W	999	5	MT	5	915	5	可补贴	第一批
悦悦	HFC7100W	999	5	MT	5	915	5	可补贴	第一批
同悦	HFC7130ATF	1299	5	AMT	5	1100	6	可补贴	第一批
同悦	HFC7130A1F	1332	5	MT	5	1100	6	可补贴	第一批
和悦	HFC7150B	1488/1499	5	MT	5	1325	7.3, 7.2	不可	第五批
和悦 RS	HFC7150M	1499	5	MT	5	1435	7	不可	第六批
和悦 RS	HFC6460M1F	1499	5	MT	5	1435	7	不可	第六批
悦悦	HFC7100WF	999	5	MT	5	915	5	可补贴	第六批

数据来源: 工信部、国泰君安证券研究

3.2. 巴西提高关税将加速江淮巴西建厂

2010 年 8 月，江淮汽车公告与巴西 SHC 公司签署的《独家经销协议》，并指定了年度销售目标，2011 年指定的销售目标为 4.58 万辆，截至 8 月，对巴西的出口为 3 万多辆。

今年 9 月，巴西政府要求在巴西市场销售的汽车，其配件国产率必须达到 65% 以上；没有达到国产化指标的进口汽车，应缴纳的工业产品税 (IPI) 平均税率将提高 30 个百分点，达到 37%~55%。巴西对汽车提高关税或将促发江淮加紧在巴西筹备建厂的决策。

表 6: 江淮汽车与巴西经销商预定的销售目标

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

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 公司产能构建规模大

江淮汽车 08 年以来的资本投资很大，进行了大量产能的构建，最主要的是进入轿车生产领域。江淮汽车 11 年公布了申请公开 A 股议案，拟发行不超过 1.5 亿股，募集资金不超过 28 亿元，进行乘用车 B 平台车 24 万辆的产能建设与 20 万台高性能汽油发动机项目的建设。

目前看，公司已经采用自有资金进行乘用车基地扩建，根据目前的股价公司可能需要对增发方案进行适当调整。

表 7: 江淮汽车整车与零部件产能建设进度

项目	产能（万台）	拟投入金额 （亿元）	工程进度				
			2007	2008	2009	2010	1H11
整车							
轿车	5	4.49	39%	10%	100%		
经济性轿车	10	4.35		73%	80%	100%	
运动型多功能车	3	8.11		136%			

小型多功能乘用车	6	8.03	67%	100%			
		5.10		44%	50%	100%	
中重卡	4	8.37		23%	41%	56%	60%
轻型载货汽车	换型改造	2.00		10%			
轻型客货车	3	5.92			35%	68%	78%
乘用车基地扩建	24	17.86					10%
车体二期扩建		1.52					6%
零部件							
小排量发动机	20	7.65		27%	55%	100%	
自动变速箱	10	4.10		0.14%	0.14%		
乘用车变速器	26	4.28		12%	26%	45%	51%
商用车制动鼓铸件	2.5 万吨	1.46					20%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 8：江淮汽车增发项目情况

项目名称	投资金额 (亿元)	固定资产 (亿元)	车型/零部件	产能 (万台)	收入 (亿元)	利润总额 (亿元)
1 乘用车基地扩建项目	21.85	17.86	乘用车 B 平台	24	153.44	6.57
2 年产 20 万台高性能汽油发动机项目	6.64	6.02	高性能汽油发动机	20	24.50	3.06
合计	28.48	23.88			177.94	9.63

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4.2. 盈利预测与投资建议

4.2.1. 盈利预测：11 年 EPS0.63 元

今年上半年有色金属的价格持续上涨，成本上涨比较大，大宗原材料（钢板、油漆、轮胎）占卡车成本的 15~20%左右，今年轻卡重卡业务的毛利率有所下滑，但是目前有色金属的价格正在回调，有助于轻卡、重卡毛利率逐步回升。总体上今年的毛利率有所回调。

预计 2011~2013 年，公司的净利润分别为 8.1、9.39、1.74 亿元，不考虑增发，对应的 EPS 分别为 0.63、0.73、0.83，增长率分别为-30%、16%、14%。

表 9：江淮汽车盈利预测

百万元		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
整车	营业收入（百万元）	12,197	17,665	26,400	26,659	30,708	34,698
	增速	2%	45%	49%	1%	15%	13%
	营业成本（百万元）	10,691	15,111	22,207	22,873	26,338	29,752
	增速	7%	41%	47%	3%	15%	13%
	毛利	1,506	2,554	4,193	3,787	4,370	4,946
	毛利率	12.35%	14.46%	15.88%	14.20%	14.23%	14.26%
底盘	营业收入（百万元）	1,249	1,233	1,330	1,332	1,376	1,530
	增速	-7%	-1%	8%	0%	3%	11%
	销售均价（万元/辆）	5.83	6.19	5.56	7.72	5.58	6.00
	价格变动	17%	6%	-10%	39%	-28%	-100%
	销量（辆）	21,442	19,923	23,913	17,260	24,681	25,500

	增速	-21%	-7%	20%	-28%	43%	3%
	产量（辆）	20,983	19,920	24,734	16,454	24,681	25,500
	增速	-22%	-5%	24%	-33%	50%	3%
	产销率	102%	100%	97%	105%	100%	100%
	产能（辆）	30,000	30,000	30,000	20,000	30,000	30,000
	产能利用率	70%	66%	82%	82%	82%	85%
	营业成本（百万元）	1,153	1,075	1,175	1,199	1,225	1,346
	增速	-7%	-7%	9%	2%	2%	10%
	毛利	96	158	155	133	151	184
	毛利率	7.71%	12.83%	11.68%	10.00%	11.00%	12.00%
汽车配件	营业收入（百万元）	327.81	324.04	627.95	735	883	1,005
	增速	5%	-1%	94%	17%	20%	14%
	销售均价（万元/辆）	0.51	0.38	0.40	0.45	0.44	0.42
	价格变动						
	发动机销量（辆）	64,900	84,530	156,939	162,194	199,660	240,000
	增速						
	发动机产量（辆）	64,728	84,530	153,776	159,728	199,660	240,000
	增速	23%	31%	82%	4%	25%	20%
	产销率	100%	100%	102%	102%	100%	100%
	发动机产能（辆）	200,000	200,000	400,000	266,667	400,000	400,000
	产能利用率	32%	42%	38%	60%	50%	60%
	营业成本（百万元）	290	262	557	647	760	884
	增速	9%	-10%	113%	16%	17%	16%
	毛利	38	62	70	88	124	121
	毛利率	11.63%	19.17%	11.22%	12.00%	14.00%	12.00%
工程性作业	营业收入（百万元）	11	9	6	9	8	7
	增速	179%	-14%	-40%	54%	-9%	-6%
	营业成本（百万元）	9	12	7	8	8	7
	增速	145%	27%	-36%	13%	-9%	-8%
	毛利	2	(2)	(2)	0	0	0
	毛利率	15.38%	-25.57%	-34.54%	1.53%	1.55%	3.39%
其他	营业收入（百万元）	940	860	1,341	1,047	1,083	1,157
	增速	34%	-8%	56%	-22%	3%	7%
	营业成本（百万元）	816	720	1,177	904	934	1,005
	增速	25%	-12%	64%	-23%	3%	8%
	毛利	124	141	163	142	149	151
	毛利率	13.16%	16.34%	12.17%	13.61%	13.74%	13.10%

数据来源：国泰君安证券研究

4.2.2. 投资建议：谨慎增持，目标价 9.45 元

江淮汽车在过去 9 年经历了 10 倍多增长，其上市的发行价为 9.9 元，目前的复权价格为 45.9 元，股价为上市之初的 4.6 倍，远没有达到净利润 13 倍的增长情况。我们比较江淮汽车的市盈率，采用 Wind 一致性预测的情况下，江淮是汽车整车板块中最便宜的股票，目前的市盈率为 8 倍。

因此，我们给予江淮汽车谨慎增持评级，目标价 9.45 元，对应 PE15 倍。

表 10：汽车板块盈利预测与 PE

代码	公司	股价	EPS				PE				总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)
		10-16	10A	11	12	13	10	11	12	13		
600418.SH	江淮汽车*	8.19	0.90	0.63	0.73	0.83	12	13	11	10	106	88
600418.SH	江淮汽车	8.19	0.90	0.97	1.21	1.54	12	8	7	5	106	88
000550.SZ	江铃汽车	20.18	1.98	2.31	2.75	3.31	14	9	7	6	174	104
600166.SH	福田汽车	7.88	1.56	0.70	0.89	1.14	16	11	9	7	166	108
000951.SZ	中国重汽	17.02	1.60	1.24	1.58	1.72	17	14	11	10	71	71
000338.SZ	潍柴动力	37.73	4.07	4.10	4.81	5.48	13	9	8	7	629	261
600104.SH	上海汽车	15.93	1.49	1.86	2.20	2.59	10	9	7	6	1,472	1,357
601633.SH	长城汽车	12.55	2.47	1.11	1.38	1.69	-	11	9	7	382	31
000625.SZ	长安汽车	4.39	0.87	0.42	0.49	0.59	11	10	9	7	212	149
000800.SZ	一汽轿车	11.49	1.14	0.99	1.18	1.30	14	12	10	9	187	162
	平均值						12	11	9	7		
000927.SZ	一汽夏利	7.37	0.19	0.14	0.28	0.33	43	54	26	22	118	118
000572.SZ	海马汽车	4.72	0.23	0.23	0.27	0.30	26	20	18	16	78	49
002594.SZ	比亚迪	19.60	1.11	0.55	0.77	1.05	-	36	25	19	461	15
600991.SH	广汽长丰	15.77	0.30	0.71	0.85	1.86	47	22	18	8	82	82

注：*为国泰君安预测业绩，其余公司均为 Wind 一致性预测数据。

数据来源：wind、国泰君安证券研究

作者简介:**康凯:**

执业资格证书编号: S0880511010009

电话: 0755-23976023

邮箱: kangkai@gtjas.com

白晓兰（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110030026

电话: 021-38674660

邮箱: baixiaolan008216@gtjas.com

汽车研究员。复旦大学世界经济硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009-2011 年国泰君安证券建筑建材助理研究员。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		