

江淮汽车 (600418) 调研报告

——逆流而上 竞争优势持续增强

可选消费/汽车

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 11 月 25 日

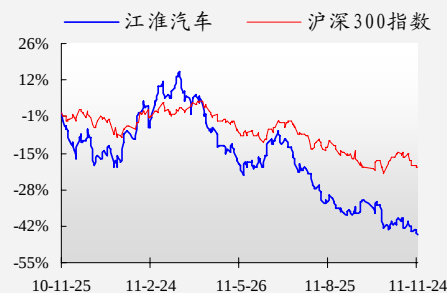
投资要点:

- 在宏观环境复杂、汽车行业低速增长、竞争日趋激烈的情况下，今年以来，公司各业务板块都取得了较大进步，市场占有率进一步提升，竞争优势进一步增强。
- 在瑞风和畅的带领下，瑞风销量仍将保持稳健增长，销售毛利率仍能维持在 35%以上，仍是公司未来发展的稳定的“现金牛”，成为其它各项业务发展的重要支撑；在国内、国际两个市场的带动下，江淮轿车 1-10 月销量增长 37.1%，相当出色。
- 今年以来，公司高端轻卡帅铃 3 表现出色，轻卡的市场份额进一步提升；重卡表现更是出色，1-9 月，国内重卡销量同比下降 9.07%，而江淮重卡销量为 2.6 万辆，同比增长 33.78%。
- 公司实施差异化战略，强调在“正确的时间做正确的事”。如多功能商用车、新能源汽车等诸多新的增长点初露端倪，公司未来发展潜力巨大。
- 从二季度至今，公司股价受一系列利空因素的打击，股价跌幅较大，目前总市值不足 90 亿元。作为国内自主品牌的典型代表，公司又是国内产品线最全的综合型汽车企业，股价已被严重低估。我们将公司 2011-2012 年的 EPS 调整为 0.55 元、0.75 元。由于公司发展处于特殊阶段，业绩弹性较多。预测公司业绩的难度较高，建议投资者更多的关注公司的长期发展，“莫为浮云遮望眼”。
- 公司的投资风险在于：1、公司业绩波动较大，投资节奏难以把握；2、若明年宏观经济继续不稳定，公司业绩仍难有起色。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	29,704	47.84	1,163	246	0.90		7.4	
2011E	32,500	9.42	710	-38.95	0.55		12.1	
2012E	40,600	25.00	987	39	0.75		8.9	
2013E								

走势图



市场数据

2011-11-25

收盘价:	6.68 元
52 周最高价:	14.49 元
52 周最低价:	6.65 元
平均持仓成本:	8.38 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	128,874
流通 A 股 (万股):	128,874
每股收益 (元):	0.42
每股净资产 (元):	4.38
每股经营现金流 (元):	0.49
市净率:	1.53

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

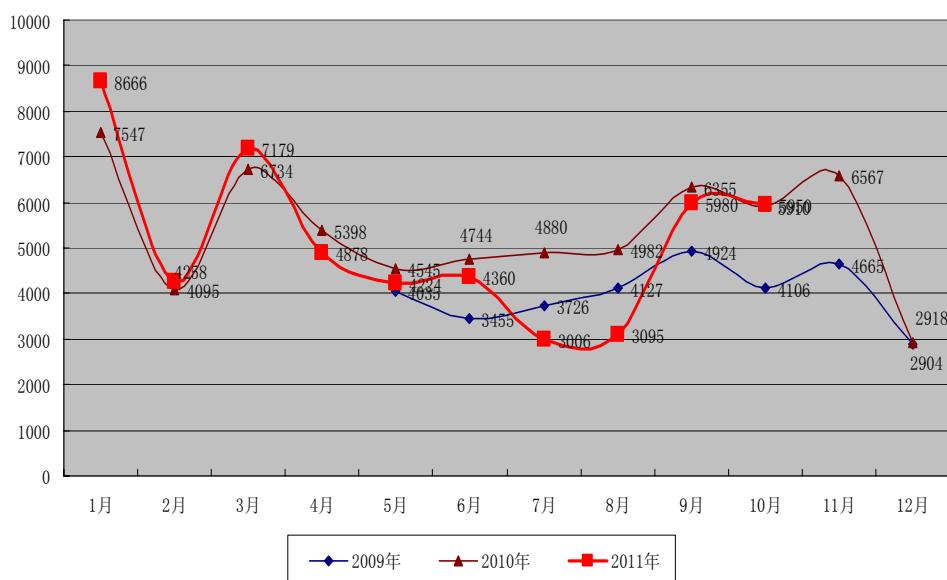
2011年11月21日，我们参加了江淮汽车年内第三次临时股东大会。与公司董事长、总裁、董秘作了深度交流。现将我们的所得所想归纳如下。

一、在宏观环境复杂、汽车行业低速增长、竞争日趋激烈的情况下，公司各业务板块都取得了较大进步，市场占有率进一步提升，竞争优势进一步增强。

(1) 瑞风 MPV

公司瑞风 MPV 客户主要为中小企业和政府机关，在不稳定的宏观环境下，前 10 个月销量为 51596 辆，同比下滑 6.50%。值得一提的是，公司在 7-8 月各有半个月进行生产线改造，影响了销量，9-10 月份反弹明显。预计全年公司 MPV 销量 62000 辆，同比下滑 5% 左右。

江淮汽车2009-2011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

公司高端车型瑞风和畅推向市场，5 月份至今，公司持续加大营销力度，将有力地促进老款瑞风的销量增长，而且如果瑞风和畅一旦放量，将有助于整体 MPV 产品的销量增长。

以韩国现代的 H-1 辉翼 MPV 为例，年度销量曾达到 12 万辆，韩国国内销量就达到 4 万辆。由此可见，作为“MPV 制造专家”，江淮的 MPV 的市场空间仍然很大。未来增长可期。

调研得知，前 10 个月，公司 MPV 产品的销售毛利率仍维持在 35% 以上，是相当难能可贵的。

(2) 轿车：

公司 2007 年 1 月 25 日拿到轿车“准生证”，至 2010 年底，四年时间完成包括瑞风、瑞鹰、宾悦、和悦、同悦、悦悦等六个品牌的布局工作。

今年 1-10 月，公司轿车累计销量为 126752 辆，同比增长 37.10%，在同期自主品牌负增长的情况下，江淮轿车这样的增速，相当可观。

从 2011 年 3 月 18 日始，公司轿车产品开始批量出口巴西，截止 10 月底，出口巴西

2 万多辆，超过国内所有其它厂商出口量的总和。值得关注的是，出口巴西的车辆被作为高端车销售，在我们国内销 5 万元左右的车到巴西买 15 万元左右。不能不对江淮表示佩服。

9 月中旬，巴西政府宣布对进口车从 9 月 16 日起的加征税 30%，对公司造成一定的负面影响。根据媒体消息，这项政策将延后 3 个月。今年对江淮产品出口影响不大。

11 月 19 日，公司发布公告称，与巴西经销商 SNS 公司签署了《巴西工厂框架协议》，双方有意在巴西建立合资公司。摘要如下：

(1) 双方共同决定在巴西建立合资公司，生产江淮汽车新一代乘用车产品，合资工厂产品品牌为江淮汽车；

(2) 合资公司总投资 6 亿美元，注册资本 1.2 亿美元，年产 10 万辆江淮汽车乘用车产品，江淮汽车持有该合资公司 20% 的股份（技术 10% 与现金 10%），SNS 持有该工厂 80% 的股份（以固定资产与现金入股），工厂包括冲压、焊装、涂装、组装四大生产工艺；

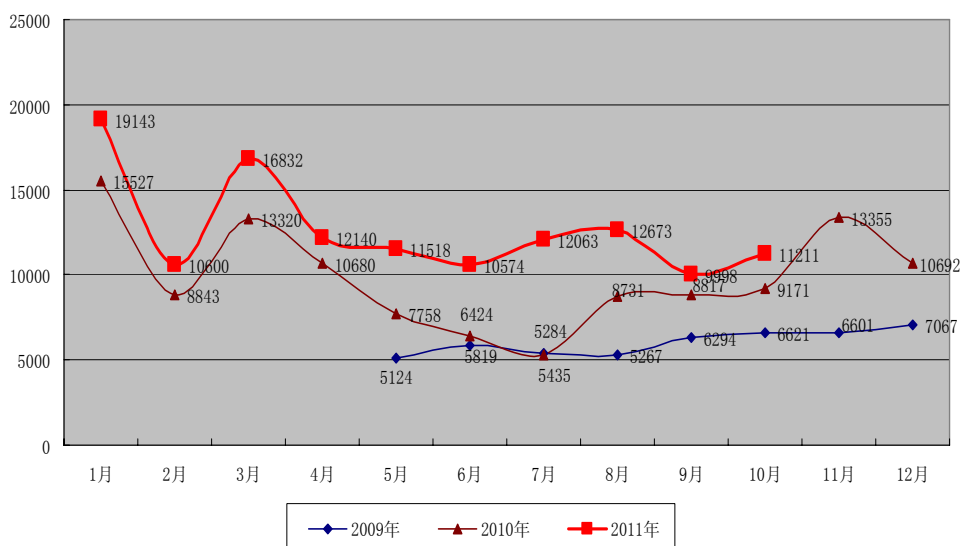
(3) 合资公司生产的车型由江淮汽车与 SNS 公司共同商议决定。双方确保合资工厂不用于生产任何非江淮汽车的产品或者江淮汽车授权之外的产品。未经江淮汽车书面同意，巴西工厂或 SNS 没有权利对产品的任意部分作出变更和改动；

(4) 合资公司生产产品的主要零部件必须从江淮汽车购买 CKD 散件，同时开发本土供应商以满足地产化比例要求。未经江淮汽车许可，组装产品只能在巴西本国销售；

(5) 双方在巴西工厂重大事项的决策方面有同等的决策权利，包括但不限于产品策略、品牌策略、投资和经营策略。

双方预计合资公司于 2014 年投产。我们与公司领导层沟通了合资公司投产之前的出口问题，公司领导表示，双方正在洽谈，争取将负面影响最小化。另外，公司领导还表示，公司在智利、秘鲁、阿根廷等其他南美市场都表现不错。

江淮汽车2009-2011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

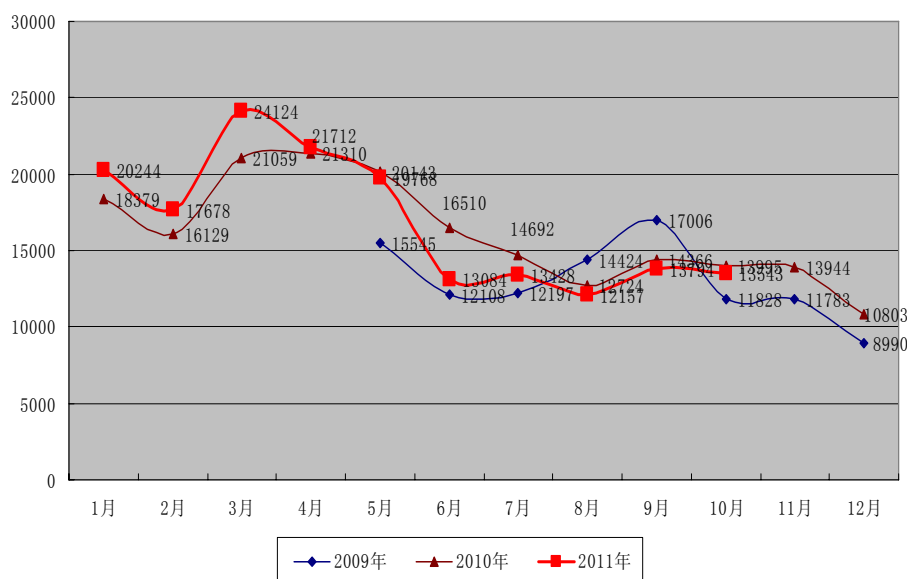
当然，前 10 个月，公司自主品牌轿车在国内的销售并不乐观，扣除出口巴西的数量，估计销售增幅并不大。根据近期媒体报道，公司在讨论公司事业部体制改革的问题，核心就是要着力解决公司 MPV 和国内轿车的销售问题，还是值得期待的。

(3) 轻卡

今年以来，公司轻卡业务有两大进步：一是公司高端轻卡帅铃 III 推出，带动公司高端轻卡的旺销。根据《中国汽车报》数据，1-8 月，国内高端轻卡厂家中，江铃销售 4.06 万辆（其中中端轻卡产品顺达 2.83 辆），庆铃 2.89 万辆，福田欧马可 7402 辆，东风凯普特 5666 辆。1-8 月，江淮高端轻卡帅铃累计销售 1.53 万辆，同比增长 35%，跻身高端轻卡销量前三。

二是公司上半年轻卡累计销量 110722 辆，排第三，同比增长 6.81%，市场份额 10.83%，继续提升（子行业下滑 4.31%，销量第一的北汽福田销量 223665 辆，下降 7.54%，第二的东风汽车销量 123377 辆，增长 1.15%）。

江淮汽车2009-2011年月度轻卡销量统计(单位:辆)



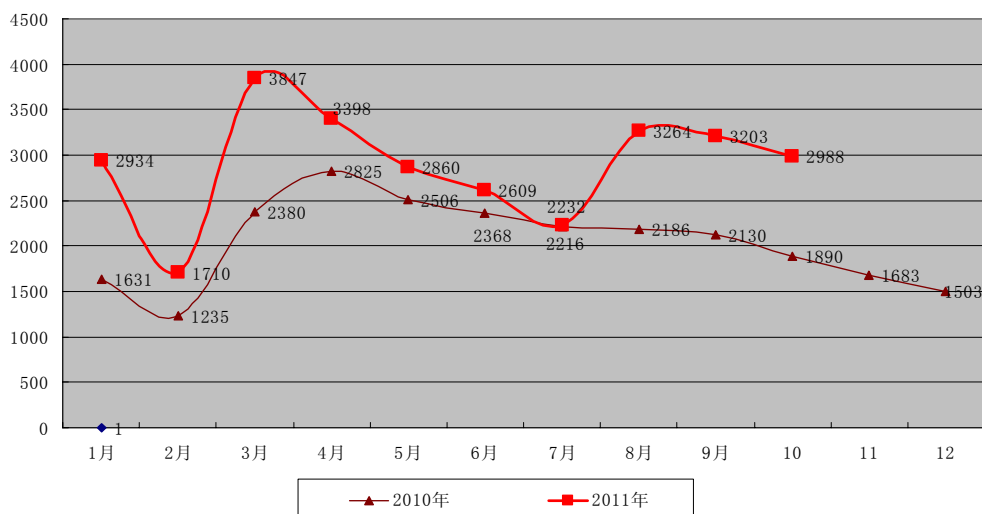
资料来源：公司公告 东北证券整理

(4) 重卡

今年以来，公司重卡业务表现相当出色。1-9 月，国内重卡销量同比下降 9.07%，而公司重卡销量为 2.6 万辆，增长 33.78%。我们分析原因有三：一是江淮格尔发重卡为引进车型，比国内大多数重卡更先进，江淮默默埋头国产化，彻底掌握了重卡技术，到了厚积薄发的时候；二是公司及时推出轻量化车型，减轻车辆自重，相比同样规格的重卡，就可以拉更多的货物，在国家 7 月 1 日开始的全国性、常态化的治理超载的有利环境下，公司重卡明显满足了市场的需求；三是销售创新，公司重卡销售渠道分成公路网和工程网，加强针对性，对促进公司产品销量有较大帮助。

预计今年江淮重卡销量达 3.5 万辆，明年计划冲击 5 万辆，随着钢材价格下跌、重卡行业回暖，重卡有望成为公司新的业绩增长点。另外，公司与美国纳威司达合作，仍在审批中。一旦双方正式展开合作，成长空间较大。

江淮汽车2010-2011年月度重卡销量统计(单位: 辆)



资料来源: 公司公告 东北证券整理

二、差异化战略的实施,体现了公司在“正确的时间做正确的事”方面的深刻洞察力。公司未来发展潜力巨大。

(1) **多功能商用车江淮星锐。**多年来,国内多功能商用车只有江铃全顺和南京依维柯两个竞争对手,竞争很不充分,销量毛利率都在40%左右。公司审时度势,抓住商机,成立专门的多功能商用车事业部,产品江淮星锐品牌与2011年正式导入市场,成为第一个自主品牌多功能商用车品牌。江铃全顺、南京依维柯都是合资产品,只能面对国内市场销售。而江淮星锐一开始就直接面对国际、国内两个市场。我们预期,经过一年的市场导入期,预计2012年将有较好的市场表现,成为公司新的利润增长点。



江淮星锐系列车型 资料来源: 互联网搜索

(2) **新能源汽车发展风生水起。**金融危机以来,国家把新能源汽车作为战略性新兴产业,推出多个政策,大力推动新能源汽车的发展。但由于技术路线之争、短期难见利

润等原因，大多数汽车厂家都处于观望状态。而江淮汽车经过缜密分析，精准定位公司新能源汽车发展的技术路线：发展纯电动汽车和增程式电动车。2011 年初，公司面向私人定向销售 585 辆江淮同悦纯电动车，成为国内汽车厂家一次性投放市场纯电动车最大数量。最近公司宣布，年底前，再次一次性投放市场 1000 多辆新能源汽车，其中包括 500 辆同悦纯电动出租车和少量和悦增程式电动车。

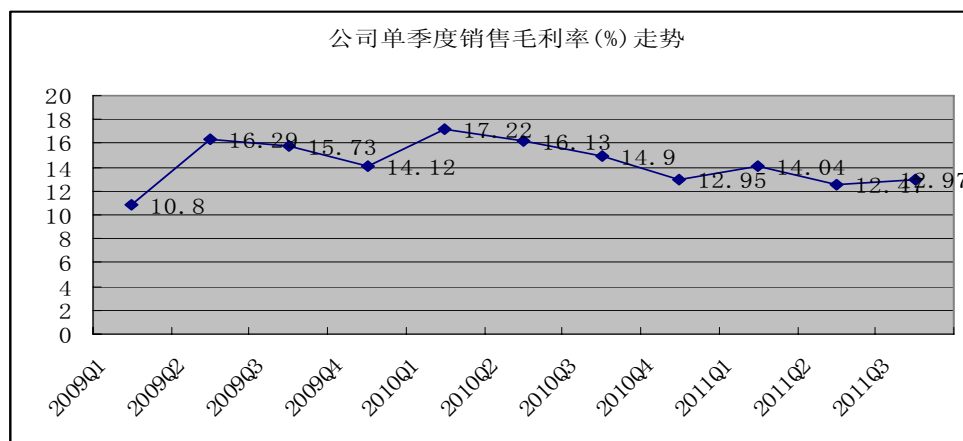
根据合肥市政府计划，2012 年底，合肥市将累计投放市场 2.25 万辆新能源汽车。可以预计，江淮的新能源汽车投放市场的新能源汽车的量将是相对可观的。

公司领导表示，年底前投放市场的 1000 辆新能源汽车就可以做到不亏了，可以预计，2012 年江淮的新能源汽车将成为新的利润增长点。更为重要的意义在于，制造轿车仅 4 年的江淮汽车有望实现“弯道超越”，成为新能源汽车的领导者。

三、我们预计，随着钢铁、橡胶等原材料价格的逐步回落，公司产品的销售毛利率将逐步回升，业绩将走出低谷。

今年前三季度，公司销售毛利率仅为 13.22%，相比去年全年 15.42% 的销售毛利率，下降了 2.2 个百分点，吞食掉公司前三季度 6.6 亿元的营业利润，导致公司业绩大幅下滑。我们预计公司第二季度 12.47% 的销售毛利率为全年最低点，未来几个季度毛利率将持续回升。

因此，不考虑公司费用计提情况，公司四季度的营业利润将明显好于第三季度。第三季度的业绩或许就是未来几个季度的低点。



资料来源：Wind 资讯 东北证券整理

四、总体判断与投资评级。

总体来看，公司生产经营一切正常。从二季度至今，公司股价受一系列利空因素的打击，股价跌幅较大，目前总市值不足 90 亿元。作为国内自主品牌的典型代表，公司又是国内产品线最全的综合型汽车企业，未来的成长性较大。我们认为，公司短期发展遇到挫折，不改公司长期向好的发展趋势。

我们将公司 2011-2012 年的 EPS 调整为 0.55 元、0.75 元。由于公司发展处于特殊阶段，业绩弹性较大。预测公司业绩的难度较高，建议投资者更多的关注公司的长期发展，“莫为浮云遮望眼”。

公司的投资风险在于：1、公司业绩波动较大，投资节奏难以把握；2、若明年宏观经济继续不稳定，公司业绩仍难有起色。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。