

江淮汽车 (600418)

汽车整车/交运设备

发布时间: 2012-10-24

报告类型 / 公司深度报告

推荐

上次评级: 推荐

江淮汽车: 系统思考 特立独行

——江淮汽车 (600418) 深度研究报告

报告摘要:

- **收购两家公司股权:** 10月12日, 公司董事会公告, 收购江汽集团所持江淮安驰100%的股权和扬州江淮轻型汽车67%的股权。至此, 除客车和专用车外, 江汽集团的所有整车资产全部进入公司。
- **系统的产业布局:** 2001年上市时, 公司只是生产客车底盘的汽车零部件企业, 经过10年时间, 紧紧抓住中国汽车行业快速发展的黄金机遇期, 如今已经转型为中国产品谱系最全、最具生命活力的综合型汽车厂商。
- **独特的管理模式:** 主客观两方面的原因, 使得公司成为产品型谱最全的综合型汽车厂商。公司吸取日本京瓷和青岛海尔的经验, 独创了一个适应公司产品多元化的管理模式——MCU管理。
- **稳健的成长潜力:** 从2013年开始, 公司所有产品板块都开始赚钱; 更重要的是, 公司各产品板块持续创新, 都已积累了足够的成长潜力, 公司价值长期稳健成长是必然的。
- **恰当的投资时机:** 产业布局完成, 管理调整结束, 股价下跌严重, 经营环境有望改善, 公司股票的投资时机已经成熟。
- **给予公司推荐评级:** 系统的产业布局+独特的管理模式+稳健的成长潜力+恰当的投资时机。预测公司2012-2014年EPS分别为0.51元、0.77元、1.05元。PE分别为10.66倍、7.08倍、5.18倍, PB分别为1.13倍、1.01倍、0.88倍。
- **投资风险在于:** 宏观经济继续下行、汽车企业间竞争过于激烈、公司经营发生较大失误等。

股票数据

2012-10-22

收盘价(元)	5.45
12个月股价区间(元)	4.30~7.97
总市值(百万元)	6,830
总股本(百万股)	1,289
A股(百万股)	1,289
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	13

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	11%	10%	-24%
相对收益	6%	12%	-16%

相关报告

- 《江淮汽车调研报告》
2012-5-04
- 《江淮汽车调研报告: 管理优势突出 轿车出口超预期》
2011-4-14
- 《江淮汽车3月份销售数据点评: 股价调整难掩基本面持续向好-20110407》
2011-4-07
- 《江淮汽车年报点评: “十一五”完美收官 “十二五”腾飞在望》
2011-3-18

证券分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007
(021)20361162 liulx@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	29704	30471	28800	35000	40000
(+/-)%	47.84%	2.58%	-5.48%	21.53%	14.29%
归属母公司净利润	1163	618	659	992	1357
(+/-)%	246.35%	-46.61%	6.19%	50.48%	36.77%
每股收益(元)	0.90	0.48	0.51	0.77	1.05
市盈率	6.04	11.37	10.66	7.08	5.18
市净率	1.31	1.23	1.13	1.01	0.88
净资产收益率(%)	21.65%	10.79%	10.65%	14.33%	16.91%
股息收益率(%)	1.88%	2.52%	2.75%	3.67%	3.67%
总股本(百万股)	1289	1289	1289	1289	1289

一、收购两家公司股权：10月12日，公司董事会公告，收购集团子公司所持江淮安驰 100%的股权和扬州江淮轻型汽车 67%的股权。
至此，除客车和专用车外，江汽集团的所有整车资产全部进入公司，进一步完善了公司的产业布局。

1、收购江淮安驰 100%股权。

2010年9月，作为安徽江淮汽车集团公司（以下简称江汽集团）的全资子公司，安徽江淮安驰汽车有限公司（以下简称江淮安驰）成立，注册资本 11000 万元。江淮安驰承接安徽安驰汽车工业有限公司的全部资产。公司目前占地面积 260 亩，建筑面积 7.26 万平方米。拥有包括焊装、涂装、总装三大工艺流水线，共有 SUV/皮卡、微货和微轿电动车三大平台四大系列产品，具备年产 3 万辆的生产能力。

截止 2011 年 12 月 31 日，江淮安驰资产总额 20717.65 万元，负债总额为 11202.46 万元，所有者权益为 9515.19 万元，资产负债率为 54.07%，2011 年度实现营业收入 30017.22 万元，净利润 56.85 万元。

我们注意到，截止 2012 年 8 月 31 日，江淮安驰的总资产账面 30280 万元，本次注入资产已将停用、盘亏和待报废资产剔除掉，累计减值 9563 万元。

收购价格为 13,232.85 万元。从减少关联交易、增加一个新生产基地等角度看，收购价格非常合理。

图 1：公司收购江淮安驰 100%股权



资料来源：江淮安驰网站（<http://www.jacanchi.com/>） 东北证券整理

表 1：江淮安驰的发展历程

序号	时间
1	1970 年安徽安驰汽车工业有限公司成立，企业性质为国有企业。产品以生产大型播种机为主。
2	1988 年进入汽车行业，一九九四年开始生产销售安驰牌 MC6330 微型汽车，一九九五年、一九九六年有十二种车型列入国

家《汽车产品目录》，是从事微型汽车及零部件科研开发、制造、销售的专业厂家。

- | | |
|---|---|
| 3 | 2007 年 3 月浙江中能工业集团收购安驰，实施资产重组。 |
| 4 | 2007 年 11 月-2009 年安徽安驰汽车工业有限公司在蒙城经济开发区建厂，正式投产使用。2009 年 3 月安驰 SUV、皮卡生产线建成投产，安驰 SUV、皮卡成功下线。 |
| 5 | 2010 年 9 月，安徽江淮安驰汽车有限公司成立，作为安徽江淮汽车集团公司的全资子公司，承接安徽安驰汽车工业有限公司的全部资产。 |
| 6 | 2012 年 10 月，公司收购江淮安驰全部 100%股权，定位为公司的微车基地。江淮安驰 2011 年度实现营业收入 30017.22 万元，净利润 56.85 万元。 |

数据来源：江淮安驰网站（<http://www.jacanchi.com/>） 东北证券整理

根据江淮安驰公司网站（www.jacanchi.com）的资料，江淮安驰公司战略定位为公司的微车基地。2011 年 11 月，举行年产 15 万台微车项目的奠基仪式。微车新项目主要包括冲压、焊装、涂装、总装四大工艺。预计主体工程将于 2013 年 6 月全面竣工。该项目投资 13.6 亿元，建成后将形成 15 万辆微型货车和微型客车的生产能力。

图 2：江淮安驰定位为公司的微车生产基地



资料来源：江淮安驰网站（<http://www.jacanchi.com/>） 东北证券整理

2、收购扬州江淮 67%股权。

扬州江淮轻型汽车有限公司（以下简称扬州江淮）成立于 2004 年，由江汽集团（出资 1500 万元，40%）、扬州宏运车业有限公司（33%）、扬州市洪泉实业有限公司（27%）合资成立，公司注册资本 3750 万元。扬州江淮作为江汽集团发展战略的一部分，是江汽集团首次在合肥以外的地方建设的主机厂。近年来企业投入技改资金 3400 万元成功建成了焊装、涂装、总装三条生产线以及检测线、污水处理站等基础设施，其中焊装有窄体焊装线、微卡焊装线、附件焊装线、驾驶室调整线；涂装有前处理电泳生产线、打胶中涂生产线、面漆生产线；总装有驾驶室内饰线、底盘生产线、装厢生产线。公司现有微卡、窄体、皮卡三种系列的 64 个品种。

经会计师审计，截止 2011 年 12 月 31 日，扬州江淮资产总额为 16184.61 万元，负债总额为 11566.63 万元，所有者权益为 4617.98 万元，资产负债率为 71.47%，2011 年度

实现营业收入 32388.35 万元，净利润 928.51 万元。

本次公司以现金方式收购江汽集团和扬州洪泉实业分别持有的扬州江淮 40%和 27%的股权，收购价格为 3120 万元，折合市净率为 1.0083 倍，市盈率为 5.015 倍，考虑到收购后将减少关联交易，并增加一个生产基地，收购价格比较合理。

根据扬州江淮网站 (www.yzjac.com.cn) 的资料，扬州江淮战略定位为公司的皮卡基地。2012 年 4 月，江淮汽车年产 10 万台皮卡及 SUV 项目奠基仪式在扬州市江都区举行。根据公司网站介绍，公司第一代皮卡（江淮瑞铃）产品多品种系列的布局已形成，二代皮卡研发正在按计划推进；皮卡经销商遍布全国所有省市，市场排名已进入前十位；2011 年销售皮卡 5000 辆以上，2012 年一季度累计销售 1929 辆，同比增长 55.31%。

图 3：江淮安驰的定位



数据来源：扬州江淮网站 (www.yzjac.com.cn) 东北证券整理

二、系统的产业布局：2001 年上市时，公司只是生产客车底盘的汽车零部件企业，经过 10 年时间，紧紧抓住中国汽车行业快速发展的黄金机遇期，如今已经转型为中国产品谱系最全、最具生命活力的综合型汽车厂商。

回顾江淮汽车的发展历史，公司是从一穷二白的状况下艰苦创业走过来的。在《JAC 宪章》里，公司明确地提出“创新发展自主品牌，振兴民族汽车工业，成为世界一流的汽车厂商”的历史使命。而指引公司奋进的就是所谓“新红军精神”：自强不息，树立必胜信念；艰苦奋斗，保持创业激情；令行禁止，建立严明纪律；学习创新，持续追求卓越的。

1、90 年代，做客车底盘，赚取“第一桶金”。公司在极端困难的情况下，抓住客车底盘的市场机会，赚得公司未来发展的“第一桶金”。不要忘记，公司 2001 年上市时全称是：

安徽江淮汽车底盘股份有限公司，主营业务仅有底盘一项。江淮汽车一步步走到今天，可以用“令人震撼”或者“不可思议”来形容。

2、2001 年 10 月，布局瑞风商务车项目。公司 IPO 不久，公司领导层，眼光独到（抑或是公司 IPO 之前已有筹划），通过变更募集资金投向的方式，投资近 2 亿元到今天人们耳熟能详的瑞风商用车项目上，成为国内自主 MPV 的第一品牌，至今瑞风商务车仍是公司第一利润源。2002 年 12 月，公司名称变更为现在的名称。

图 4：江淮瑞风 2002 年上市以来销量统计



数据来源：江淮汽车历年公告 东北证券整理

3、2003 年 3 月，公司向大股东江汽集团收购轻卡资产。至今，江淮轻卡年销量已稳居国内行业前三位。2012 年上半年，国内轻卡销量前三的依次是福田、江淮和东风，销量分别为 21.13 万辆、11.40 万辆、9.91 万辆。从口碑、质量、价格、出口等综合指标考虑，江淮轻卡无愧为中国轻卡的第一品牌，江浙沪市场占有率高达 30%以上。

4、2004 年 11 月，公司向大股东江汽集团收购重卡资产。标志着江淮商用车布局基本完成。经过多年的培育，2011 年公司重卡逆势旺销，当年销量增长 39.75%（行业增速下降 13.40%），行业销量排名第七，2012 年上半年继续保持这一排名。

图 5：2011 年中国重卡（含牵引、货车、底盘）销售总量排名

序号	生产企业	销量	占有率	序号	生产企业	销量	占有率
1	东风	185977	21.1%	6	北奔	40022	4.5%
2	一汽	158186	18.0%	7	江淮	33883	3.8%
3	重汽	142611	16.2%	8	上依红	31500	3.6%
4	福田	107202	12.2%	9	华菱	25895	2.9%
5	陕汽	104227	11.8%	10	大运	13604	1.5%
2011 年中国重卡（含牵引、货车、底盘）销售总量：880641 台							

数据来源：互联网搜索（百度文库） 东北证券整理

图 6: 江淮商用车系列 (客车底盘、轻卡、重卡)



数据来源: 江汽集团网站 东北证券整理

5、2006 年，布局江淮瑞鹰 SUV 项目。2006 年，公司通过非公开增发募资筹划乘用车项目，由于乘用车牌照未获批准，公司首先投入 SUV 项目，就是后面人们熟悉的瑞鹰 SRV，但由于公司着力于转型和产业布局，这款产品未能持续开发，市场销量一直未能提上来。

6、2007-2010 年，江淮轿车全面布局。2007 年 1 月，公司拿到进入轿车市场的“准生证”。当年就推出高端轿车宾悦，2008 年下半年推出 A 级轿车同悦，2009 年赶上国家鼓励汽车消费政策，同悦逐步上量到 5000 辆左右。2009 年 10 月，公司又推出 B 级轿车和悦，成为 2010 年及至以后的主导车型。2010 年底，公司又推出了 A0 级轿车悦悦。至此，江淮 MPV、SUV、宾悦、和悦、同悦、悦悦等六大乘用车平台建成，转型基本成功。

图 7: 江淮乘用车六大平台



数据来源: 江汽集团网站 东北证券整理

图 8: 自主品牌乘用车销量排名 (左为 2010 年, 右为 2011 年)



数据来源: 盖世汽车网 东北证券

7、2010 年, 布局欧系多功能商用车。2010 年四季度, 江淮欧系多功能商用车有限公司挂牌成立, 江淮星锐开始对外销售, 成为打破江铃全顺、南京依维柯两个合资品牌在这一细分领域垄断地位的第一个自主品牌。公司预计 2012 年江淮星锐可以实现盈亏平衡。2013 年将进入收获季节。

图 9: 江淮欧系多功能商用车部分产品



数据来源: 互联网搜索 东北证券整理

8、2012 年 10 月, 公司收购扬州江淮 67% 股权, 进入皮卡领域。根据公司公告, 扬州

江淮定位为公司的皮卡基地。2012 年 4 月年产 10 万辆皮卡（SUV）项目奠基仪式在扬州江都区举行。2011 年公司销售皮卡 5000 辆以上，实现净利润近 1000 万元。2012 年一季度累计销售 1929 辆，同比增长 55.31%。

图 10: 江淮瑞玲皮卡产品



数据来源：江淮汽车网站 东北证券

9、2012 年 10 月，公司收购江淮安驰 100%股权，进入微车领域。2011 年 10 月年产 15 万辆微车项目奠基仪式在安徽亳州蒙城经济开发区举行。2011 年，江淮安驰公司已经扭亏为盈。

10、2010-2012 年，连续三代纯电动轿车推向市场，“第一电动乘用车”行业地位初步确立。经过长时间的探索，2009 年，公司明确提出“纯电动驱动”为主攻方向。从此进入新能源汽车研发投入的快车道。2010 年、2011 年，连续两年创造行业内纯电动轿车示范运行的最大规模，累计推广纯电动轿车 1585 辆，里程累计超过 1000 万公里，单车行使里程超过 6 万公里，“第一电动乘用车”行业地位初步确立。2012 年 9 月，国家 11 个部委进行纯电动汽车的示范运营，江淮和比亚迪两家公司入选。同时，公司投放市场 500 辆第三代爱意为纯电动轿车，其中 220 辆交付成都市政府。根据我们调研了解，四季度还将有至少 1500 辆第三代纯电动轿车投放市场。2012 年，公司新能源汽车可以实现盈亏平衡。

图 11: 江淮爱意为纯电动轿车和增程式电动轿车



数据来源：江淮汽车网站 东北证券

三、独特的管理模式：主客观两方面的原因，使得公司成为产品型谱最全的综合型汽车厂商。公司吸取日本京瓷和青岛海尔的经验，独创了一个适应公司产品多元化的管理模式——MCU 管理。

1、公司是国内最早打造学习型组织的汽车企业。独特的企业文化，让既缺乏资金又缺乏人才的、偏居一隅的地方国企，不断地发展壮大，保持持久旺盛的生命力。

1996 年，江淮汽车就开始创建学习型组织。到现在已经整整走过了 16 年。从“开始推行时员工抵触与不理解”到“现在主动学习、把学习成为习惯”，历程艰辛但收获很多。16 年的努力，让“倡导向一切可以学习的人和事学习；学习是大福利；学习是一项回报颇丰的投资；学习的最重要任务之一是学会学习”等 JAC 学习观，深入到每一个江淮员工的内心。

据介绍，江淮汽车有两条生产线：汽车产品生产线和员工教育生产线。企业把提高员工素质放到与生产产品同等重要的位置。从 20 世纪 90 年代初至今，JAC 与合肥工业大学联合成立汽车技术研究院和硕士研究生工作站、建立了自己的博士后工作站，全员参与的“40+4”培训制度，规定每个员工每周除了要工作 40 小时，还要利用业余时间或节假日集中听课 4 小时，长此以往，不但造就了鲜明的培训特色，而且给企业带来了生生不息的向上活力。

江淮汽车的发展使命是“创新发展自主品牌，振兴民族汽车工业。”江淮汽车的精神是“自强不息，坚定必胜信念”的新红军精神。

总之，公司独特的企业文化，让这样一个既缺乏资金又缺乏人才的、偏居一隅的地方国企不断地发展壮大，保持持久旺盛的生命力。

2、公司眼光独到，长期以来，一直谋划战略转型。如今已成为一家集商用车、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。

根据发达国家汽车工业所走过的发展道路，纯粹做商用车的企业，做到一定程度就会遇到发展瓶颈，成长空间受限。道理很简单：a、国家发展到一定程度，包括房地产等基础设施建设就会处于减速或停滞状态，这时的商用车需求就会减速或大幅减少，处于上升阶段发展起来的商用车企业就会面临生存危机；b、根据发达国家的经验，商用车只占不到 25% 的比例，而且整体来说商用车的科技含量普遍较低，由于重视性能，对最新技术的使用远远落后于乘用车。

江淮汽车高层很早就认识到以上两点。2001 年，公司 IPO 时，还只是一个专做客车底盘的汽车零部件企业。那时，公司高层就在考虑这些问题，这才有了江淮 10 年的转型之路，彻底转型成为一个综合型的汽车企业，使得公司发展进入“柳暗花明又一村”的境地。

再看看其它一些商用车上市企业：一部分企业由于所处子行业处在快速发展阶段，获益丰厚，领导层目光短浅，在国家宏观经济结构调整，商用车销量大幅下降之时，尽管开始意识到发展面临的问题，但大势已去，谋求转型为时已晚；一部分企业尽管早已意识到要转型，但由于掣肘因素太多、执行力不足等原因，也无力转型。

3、经过坚持不懈的努力，2010 年公司获得代表着中国质量管理的最高荣誉的“全国质量奖”。自 2001 年设立以来，整车企业获得该奖的只有两家，一家是 2001 年获奖的上海大众，一家是 2010 年获奖的江淮汽车。

全国质量奖是在借鉴美国的国家质量奖标准“波多里奇卓越绩效评价准则”的基础上，于 2001 年设立的，代表着中国质量管理的最高荣誉。为了树立追求卓越的典范企业，激励和引导我国广大企业提高产品、服务质量和经营管理水平，为顾客、企业及其他相关方创造价值，实现卓越绩效，提升企业乃至国家的国际竞争能力，从 2001 年开始，中国质量协会根据《中华人民共和国产品质量法》的有关规定启动了全国质量奖的评审工作，评审依据是《卓越绩效评价准则》国家标准（GB/T 19580-2004）。

至今，经注册的中国企业有三千多万家，其中大多数存活不了五年。现在仍然活跃在市场上的不过几百万家。能够在 2001 年以来获得“全国质量奖”的不过一百家左右。

公司自 2007 年至 2009 年，已经连续三年荣获“全国质量鼓励奖”。2010 年，全国总共评出 10 个“全国质量奖”，公司是汽车行业的唯一的一家，也是安徽省首家获得该项殊荣的企业。公司上下持续改进，让卓越绩效模式的核心内容成为企业每位员工的理念和行为准则。2010 年终于获得全国质量奖。

4、为了适应公司产品多元化业务的管理需求，发挥产品的协同效应，应对激烈的外部市场竞争，自 2009 年开始，公司就大力推行独创的 MCU 管理：构筑高品质、低成本和高效益的长期竞争优势；为制造业打造一种新型的管理模式。

众所周知，中国汽车市场复杂多变，竞争日趋激烈，处在一个极为不确定的环境中。对于处于持续转型过程中的江淮汽车来说，遭到许多行业分析师的诟病，说什么“江淮铺的摊子太大”、“什么都做，什么都不精”、“做的产品很多，什么都做不好”，“应该像某某企业一样，做几个重点产品”等。我们不这么认为。每一个企业都有自己的实际情况，无

法简单的模仿其他企业的做法。比如说，江淮在 2006 年以前，也与某某企业类似，只生产瑞风 MPV、轻卡和客车底盘三个系列的产品。如果一直做下去，以江淮的能力，现在的市值也绝对不只是 60 多亿，但是从长远看，企业是没有出路的。善于长远谋划的公司管理层，未雨绸缪，大力转型。根据前面的分析，公司已经在未来的发展征途中，争取到主动权。在一些商用车企业仍处在发展困境中的时候，江淮汽车已经到了“柳暗花明又一村”的境地了。

应该说，江淮汽车转型为一家集商用车、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，主客观原因都有。客观原因是：作为一个只生产 MPV、轻卡和客车底盘的商用车企业，长期来看是没有发展出路的，必须做乘用车，必须转型为一个综合性的汽车厂商，“命该如此，别无选择”。主观原因是：公司的管理能力和企业文化决定了公司是个不安于现状、志存高远的公司。

不管怎样，既以选择了成为一个综合型汽车厂商，就做一个彻底的综合型汽车厂商好了，道理很简单：**最大化的发挥产品的协同效应**。以公司进入欧系多功能商用车领域为例。发动机可以和轻卡共享，底盘恰是江淮的最大优势，内饰可以和瑞风和畅互相借鉴……，所以江淮欧系多功能商用车的总投资额不超过 8 亿元，但上汽、东风等大集团进入这一领域的时候，初始投资都在 20-30 亿元。

再比如，刚刚购买 67%股权的扬州江淮轻型汽车有限公司，主营业务定位为生产皮卡——江淮瑞铃。许多资源都可以和瑞风 MPV、轻卡、江淮星锐等产品共享。相比来说投入也是非常少的。

当然，产品的协同效应，大的汽车企业都会有，差别在于如何发挥这种优势？有产品协同效应，不等于成为现实，这就需要极强的管理能力，这恰是江淮的竞争优势。

为了适应公司产品的多元化、发挥产品的协同效应、应对外部市场的激烈竞争，自 2009 年开始，公司就大力推行 MCU 管理。**MCU 管理是公司领导层综合稻盛和夫创建的日本京瓷公司的 MMC 经营和国内海尔集团的 SBU 经营，取其精华去其糟粕，结合公司已有的管理经验和企业经营实际，独创的一套经营管理模式。**

MCU 是 Mini Cost Unit 英文缩写，即微型经营(成本)单元。按公司定义，MCU 管理是一种以学习实验室来解决“系统性”经营绩效和成本问题的管理模式。MCU 以全面预算管理为“主线”，在公司内部依据生产经营的价值链来设定“经营(成本)单元”，将公司目标分解为“经营单元”的目标，通过运用学习型组织的方式和工具来达成目标的管理模式。简单地说，就是让每一条生产线、每一个专业厂、每一个销售片区都要挣钱。以一个旁观者看，MCU 不就是适应江淮汽车产品相关多元化、发挥产品协同效应、应对外部市场激烈竞争的管理模式吗？！

图 12: 江淮 MCU 管理的愿景



数据来源：公司网络资料 东北证券

再看看公司推行 MCU 的愿景：

- (1) 构筑高品质、低成本和高效益的长期竞争优势；
- (2) 为员工谋幸福，为社会做贡献；
- (3) 为制造业打造一种新型的管理模式。

看到这样的愿景，作为实际股东或潜在股东，你还会恐惧或诟病江淮的产品多元化问题吗？难道不感到兴奋和欣慰吗？

四、稳健的成长潜力：从 2013 年开始，公司所有产品板块都开始赚钱；更重要的是，公司各产品板块持续创新，都已积累了足够的成长潜力，公司价值长期稳健成长是必然的。

前面讨论了公司具有独特的管理能力和企业文化，还讨论了适合公司发展壮大的 MCU 管理模式。前面还说过，MCU 管理就是要让公司每一个产品板块都要赚钱。“战略基于设想，不是基于事实。”下面我们专节讨论公司各板块的成长潜力。

1、江淮卡车（含轻卡、中重卡）：

过去两年，江淮轻卡实施高端化战略，2011 年推出高端轻卡帅铃 III 宽体版，2012 年推出高端轻卡帅铃 III 窄体版，成为所有轻卡生产厂家轻卡高端化最成功的企业。根据调研，公司认为，经过两左右时间的“播种”与“培育”，江淮高端轻卡将进入收获的季节。1-9 月，公司是高端轻卡唯一实现正增长的企业，2013 年将增长更快。

随着江淮中重卡技术积累的成熟，以及政府治理重卡超载政策的落实，江淮重卡发展势头较好，2011 年在国内重卡销量下滑 13.40% 的情况下，江淮重卡销量增长 39.75%。一跃而为行业销量排名第七，2012 年上半年继续保持这一排名。根据调研，江淮重卡一季度实

现净利 3000 万元，难能可贵。

2013 年 7 月 1 日，国家将强制推行商用车国 IV 排放标准。可以说，江淮已经为此做好了准备，抢得了先机。2012 年 8 月，安徽江淮纳威司达柴油发动机有限公司在北京正式揭牌成立。江淮汽车与美国纳威司达公司双方各出资 50%，成立合资公司，生产柴油发动机。合资公司将引入纳威司达已获得欧盟欧 V 排放认证的迈斯福 3.2L、4.8、7.2L 柴油发动机，必将加速实现江淮商用车的纵向一体化进程，有效解决轻卡、中卡及重卡核心零部件的技术升级问题，打造出性价比更高、品质更卓越、具有国际竞争力的全系列卡车。双方还将合资合作延伸到重型卡车项目、校车项目、南美和北美卡车制造与营销等领域，目前，合资公司厂房已经开工建设，计划 2013 年 9 月试生产，年底实现量产。

图 13：江淮纳威司达柴油发动机有限公司 2012 年 8 月在京成立



数据来源：江淮汽车公司网站 东北证券

2、瑞风 MPV:

我们知道，公司瑞风 MPV 定位为政府部门和中小企业商务使用。受宏观经济下滑及房地产调控影响，各地方政府和中小企业的财务状况不佳，影响了公司 MPV 的销量。但我们可以审视一下公司在这一板块所做的产品创新：

a、2011 年上海车展期间，公司推出瑞风 II，经过了一年半时间培育，瑞风 II 代月销量已达到 500 辆左右，如果说，瑞风 I 代是借鉴韩国现代的产品的的话，瑞风 II 代则是纯粹的自主品牌，体现的是江淮自己的研发能力和造车能力。

b、随着 2012 年 8 月瑞风 II 自动挡的上市，公司已成为国内“品类第一”的 MPV 生产企业，意味着江淮争夺中高端 MPV 市场的战争已全面拉开。所谓“品类第一”是指“品种第一”，30 余款车型的强大 MPV 阵容成为了产品线最全的自主 MPV 品牌；“品质第一”，在“品质的 JAC”战略的指导下，在核心技术上取得了累累硕果，同时以五大品质保障联盟严格品质把关；“品牌第一”，十年历程，瑞风已成为当之无愧的“MPV 制造专家”，自主第一 MPV。

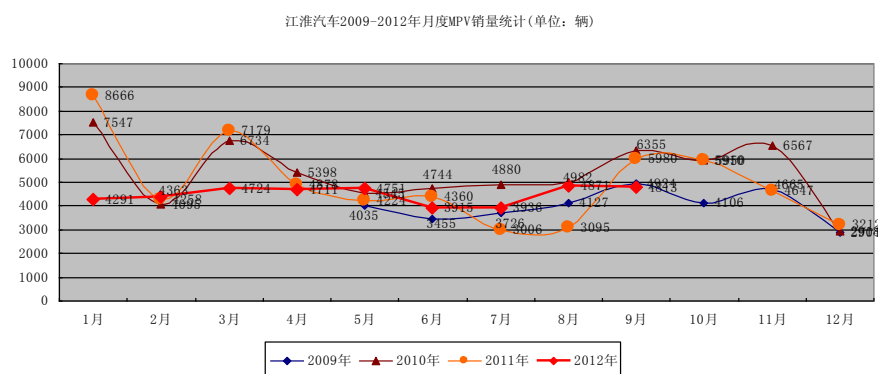
综上所述，公司在 MPV 上持续创新，积累了丰富的竞争优势，未来成长空间巨大。

图 14: 瑞风 II 代自动挡上市并实施“品类第一”工程



数据来源：公司网站 东北证券整理

图 15: 公司 2009-2012 年月度 MPV 销量统计 (单位: 辆)



数据来源：公司公告 东北证券整理

3、瑞鹰 SUV:

作为公司旗下首款 SUV 车型,江淮瑞鹰 2007 年推出,最大月度销量为 3000 辆左右,2012 年月度平均销量在 700 辆左右。由于公司着眼于产业布局,没有在 SUV 持续开发上下功夫,并没有抓住自主 SUV 热销的黄金时期。

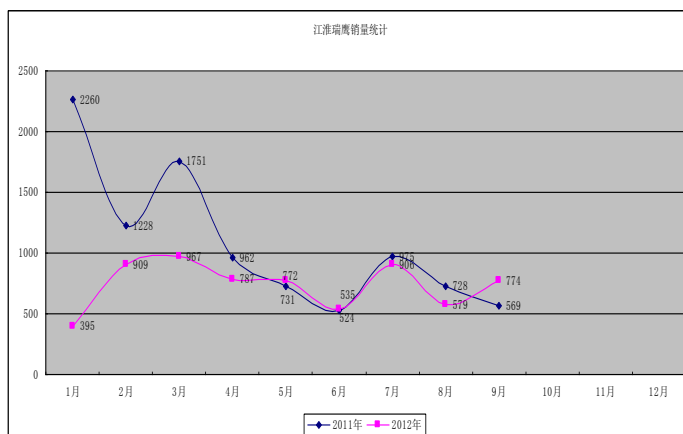
在 2012 年 4 月北京车展上,公司展出了江淮城市 SUV 高端车型瑞鹰 II。该车型具备时尚大气的外形、精致的内饰、宽大的空间,整车尺寸为 4430*1857*1660mm,轴距达到 2640mm。在动力总成的匹配上,瑞鹰 II 有 1.9CTI 柴油发动机、2.0TCI 汽油发动机两款发动机以及 6 速手动变速器、6 速 DCT 双离合自动变速器两种变速箱互相搭配的 4 种动力组合可供选择,动力澎湃,实现了动力性与经济性的完美统一。

图 16: 江淮瑞鹰



数据来源: 互联网搜索

图 17: 江淮瑞鹰



数据来源: 公司公告 东北证券

根据公司规划, 2012 年底将正式向市场销售瑞鹰 II——城市 SUV。该款车型被公司寄予厚望, 也被市场寄予厚望。用董事长安进的话说“以后江淮 SUV 的开发就有连续性了。”由此也可以看出, 江淮汽车拥有不屈不挠的持续创新精神。

图 18: 江淮瑞鹰 II 代



数据来源: 互联网搜索 东北证券整理

4、江淮轿车宾悦、和悦、同悦、悦悦:

公司 2007 年 2 月才拿到国家发改委的轿车“准生证”。应该说江淮是国内开始制造轿车最晚的自主品牌企业之一。2008 年推出排量 2.0L、2.4L 的宾悦轿车, 2009 年推出排量 1.3L、1.5L 的同悦轿车, 2010 年推出排量 1.5L、1.8L 的和悦轿车, 2010 年推出 1.0L、1.3L 排量的悦悦轿车。产业布局可谓“快马加鞭”。

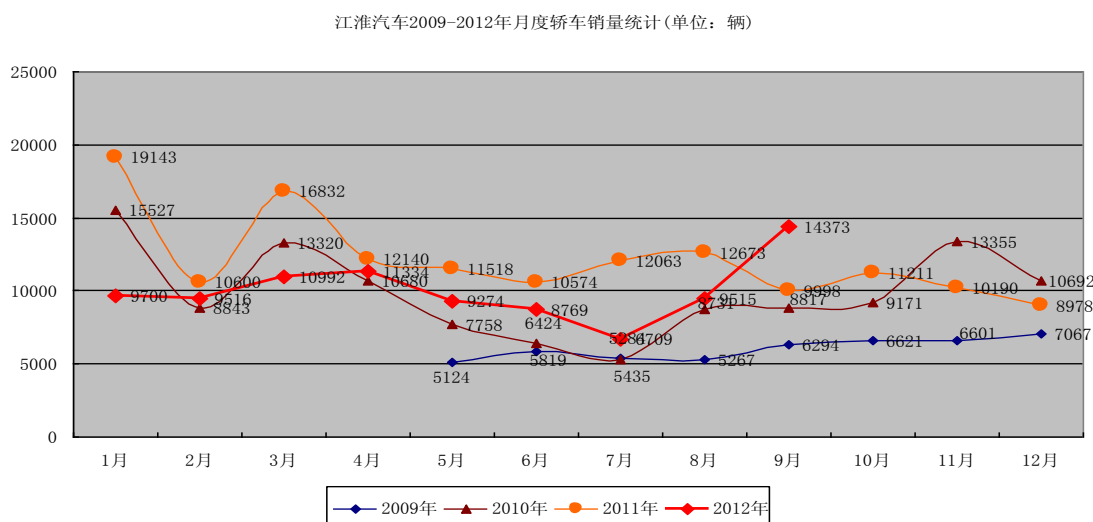
回望江淮发展轿车的短暂历史, 最值得骄傲的是江淮轿车出口巴西项目, 2009 年, 巴西最大的汽车销售商 SHC 公司来中国寻求合作, 希望将中国的自主品牌引入巴西。SHC 公司转了一圈, 最终选择了江淮汽车作为合作伙伴。要知道江淮生产轿车仅仅 2 年的时间。这

是巴西人对公司企业文化、管理能力、造车能力的最大认同。

2009 年 12 月，公司正式启动的“桑巴项目”，以酒精燃料汽车为产品，在未来十年内向巴西市场出口 62 万辆汽车。

经过一年时间的准备，2010 年 12 月，公司出口巴西 62 万辆整车的首发仪式正式启动，首批 500 辆同悦轿车在上海港正式装船发运。2011 年全年，公司累计出口巴西轿车 35000 辆左右，成为当年中国自主品牌出口巴西数量最多的企业。让世人看到江淮汽车的造车能力不可小觑，也为自主品牌轿车在国际上争得了巨大的荣誉，美国《华盛顿邮报》头版大篇幅报道，让通用、福特、大众、菲亚特等国际著名的大牌汽车公司无不嫉妒。

图 19: 江淮轿车 2009-2012 年月度销量统计 (单位: 辆)



数据来源: 公司公告 东北证券

江淮出口巴西项目启动已经两年了。在这两年里，江淮轿车又作了大量技术储备，为未来积累了巨大的发展动力：

a、公司自主研发的 1.5T GDI 高性能汽油发动机匹配 HFC DTF630 双离合器自动变速箱的动力组合黄金搭档，将成为“十二五”中国自主品牌汽车具有世界先进水平的“白金”传动系统，匹配多款乘用车上市车型，将有效提升公司的产品技术含量和品牌价值。

b、江淮轿车的二代车型都在开发中，从 2013 年开始，江淮轿车匹配最新动力的二代车型将陆续推出。

5、欧系多功能商用车——江淮星锐:

2010 年 10 月，江淮多功能商用车公司挂牌成立。2010 年 11 月 29 日，江淮星锐正式下线。2011 年为江淮星锐的市场导入年。在只有长轴单一产品的情况下，2011 年累计销售为 1200 辆左右。2012 年 1-9 月累计销量为 2178 辆，全年销量将达到 3000 辆左右，基本实现盈亏平衡。

2012 年公司定位为产品完善年。9 月，江淮星锐的中轴产品推向市场，到年底，江淮

星锐的短轴产品将推出。可以冀望,2013 年将是江淮星锐的市场营销年。销量有望达到 10000 辆左右。将为公司贡献利润。

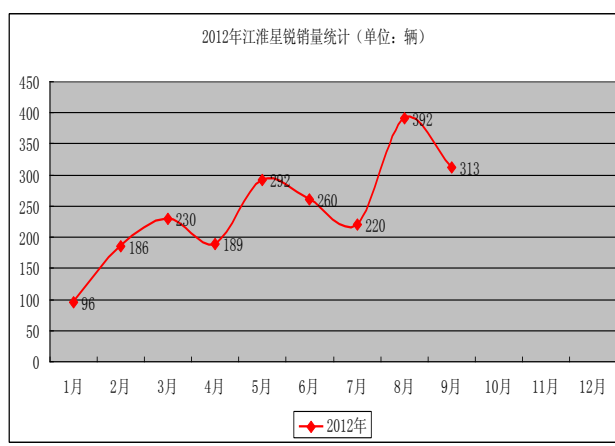
根据公司网站报道,2012 年 8 月 2 日获得苏宁电器 121 辆的订单,2012 年 8 月 29 日获得河南中智通讯 100 辆的订单,可以窥见江淮星锐的竞争实力。江淮星锐产品系列进入的是竞争相对不太激烈的蓝海市场,有望成为贡献公司利润增长的一匹黑马。

图 20: 2012 年 9 月江淮星锐中轴产品投放市场



数据来源: 公司网站

图 21: 2012 年 1-9 月江淮星锐销量



数据来源: 公司公告 东北证券整理

6、江淮纯电动轿车和增程式电动轿车:

经过长时间的探索,2009 年,公司明确提出以“纯电动驱动”为主攻方向,从此进入新能源汽车研发投入的快车道。2010 年、2011 年,连续两年创造行业内纯电动轿车示范运行的最大规模,累计推广纯电动轿车 1585 辆,里程累计超过 1000 万公里,单车行使里程超过 6 万公里,“第一电动乘用车”行业地位初步确立。

2012 年 9 月,国家 11 个部委进行纯电动汽车的示范运营,比亚迪和江淮两家公司入选(其中比亚迪提供 12 辆 e6,江淮提供 10 辆第三代爱意为纯电动轿车)。与此同时,江淮还投放市场 500 辆第三代爱意为纯电动轿车,其中 220 辆交付成都市政府。根据我们调研了解,公司 2012 年将累计投放纯电动轿车 2000-4000 辆,该项业务基本可以实现盈亏平衡。

新能源汽车是国家确立的七个战略性新兴产业之一。目前,中国 55%以上的石油消耗依靠进口。随着汽车保有量的持续增长,中国石油对外依存度将持续提高。这是不可持续的。发展以纯电动汽车为主的新能源汽车是中国未来的必然选择。

2012 年,政府换届,新能源汽车发展政策处于真空期。相信“十八大”以后,国家必将大力推进新能源汽车的发展。技术日趋成熟的江淮新能源汽车必将迎来重大的发展机遇,成为公司未来新的利润增长点。

7、江淮瑞福德汽车金融公司和江淮担保公司:

2012 年 4 月,公司公告,收到中国银监会批文,批准筹建瑞福德汽车金融有限公司,并要求公司 6 个月完成筹建公司。根据调研,瑞福德汽车金融公司的第一届董事会已经开过,预计年底或明年初将开始运行。这是公司产业战略布局的又一棋子,有利于建立、健

全汽车金融服务体系，促进公司汽车产业的持续发展。

根据公司 2011 年 12 月的公告，瑞福德汽车金融公司由江淮汽车和西班牙桑坦德消费金融公司合资成立。双方各出资 2.5 亿元人民币，分别占合资公司股比 50%，双方均以现金方式出资。经营范围包括 1) 接受公司境外股东及其所在集团在华全资子公司和境内股东 3 个月（含）以上定期存款；2) 接受汽车经销商采购车辆贷款保证金和承租人汽车租赁保证金；3) 经批准，发行金融债券；4) 从事同业拆借；5) 向金融机构借款；6) 提供购车贷款业务；7) 提供汽车经销商采购车辆贷款和营运设备贷款，包括展示厅建设贷款和零配件贷款以及维修设备贷款等；8) 提供汽车融资租赁业务（售后回租业务除外）；9) 向金融机构出售或回购汽车贷款应收款和汽车融资租赁应收款业务；10) 办理租赁汽车残值变卖及处理业务；11) 从事与购车融资活动相关的咨询、代理业务；12) 经批准，从事与汽车金融业务相关的金融机构股权投资业务；13) 经银监会批准的其他业务。

另据公司 2012 年 8 月公告，目前公司还持有合肥江淮汽车融资担保有限公司 85% 股权（另外 15% 股权由大股东江汽集团持有）。江淮担保公司主要为公司整个产业链提供低成本的融资服务，能有效提升经销商营销能力，促进公司产品的市场发展。

五、恰当的投资时机：产业布局完成，管理调整结束，股价下跌严重，经营环境有望改善，公司股票的投资时机已经成熟。

9 月 13 日晚间，公司公告《江淮汽车回购股份报告书》，公司拟投入 3 亿元资金，以每股不超过 5.20 元的价格回购公司股份，成为继宝钢股份之后的又一家回购公司股份的 A 股上市公司，也是第一家回购 A 股股份的汽车整车类上市公司。彰显了公司股东和管理层对公司未来发展的信心。本节讨论公司股票的投资时机问题。

1、经过漫长而持续的转型期，公司的产业布局已经完成，并已开始对各产品板块进行优化升级，投资时机已经成熟。

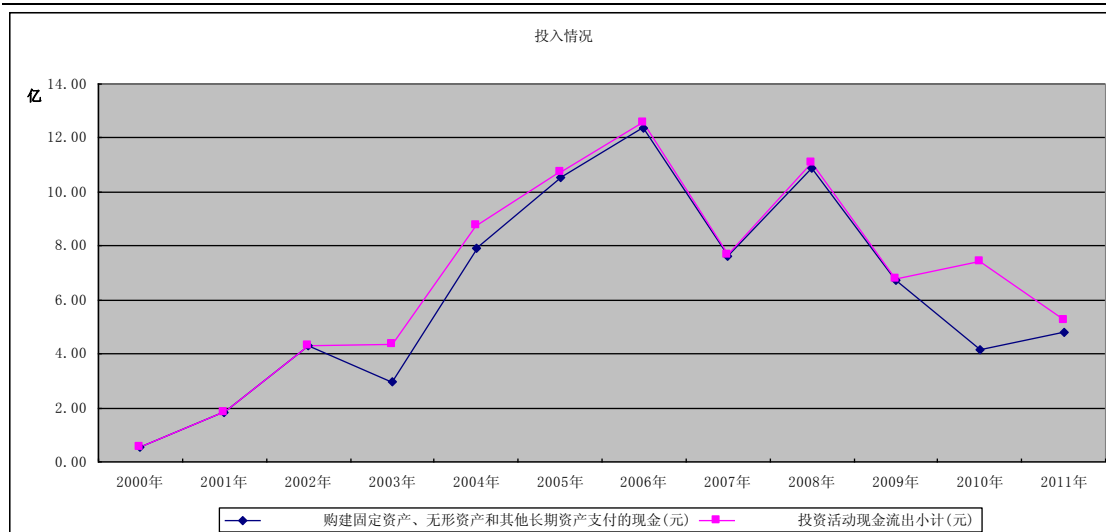
10 月 12 日，公司董事会发布两项收购公告：（1）收购江淮安驰 100% 的股权，定位微车基地，包括微货和微客；（2）收购扬州江淮 67% 的股权，定位皮卡基地，生产江淮瑞玲皮卡。至此，公司已成为一家集商用车、乘用车及动力总成研发、制造、销售和服务于一体的综合型汽车厂商。

前期我们在报告中判断：截止 2011 年年底，公司产业布局已经完成。现在收购的两块资产，早已在集团公司手中布局。现在只是放入上市公司中，减少关联交易而已。

近两年来，自主品牌车企发展面临复杂而激烈的竞争环境。尽管如此，截止 2012 年底，公司所有板块都已获得了盈利，最差也是盈亏平衡。

从下图可以看出，公司的高投入阶段已经过去，到了收获的季节，江淮股票的投资时机已经成熟。

图 22: 公司高投入阶段已经过去, 到了收获的季节



数据来源: Wind 资讯 东北证券

2、1990 年-2011 年, 左延安执掌江淮, 企业从小到大, 从弱到强, 产业布局持续进行并完成, 建立并完善了独特的江淮企业文化。2012 年年初, 江淮帅印交到安进手中。如果说 2012 年江淮定位为调整年的话, 那么 2013 年呢, 我们认为应该是发展年。从此意义上说, 江淮股票的投资时机已经成熟。

截止 2011 年底, 经过漫长而持续的转型期, 江淮汽车的产业布局已经完成。2011 年 4 月, 公司完全自主开发的瑞风 II 代高端 MPV 推向市场。我们认为, 以此为标志, 江淮汽车的发展就已进入产业优化的阶段。

2012 月 10 月, 公司股东大会通过决议回购公司股份, 公司董事会决议收购大股东旗下两家公司股权。以此为标志, 江淮汽车从 2011 年 4 月至 2012 年 10 月, 一年半时间的管理调整期基本结束。江淮进入自身发展的新一轮快速成长期, 业绩有望持续稳健增长。

我们归纳, 在一年半的管理调整期内, 公司进行了以下几个方面的管理调整:

(1) 江淮帅印交到安进手中, 新的董事会成立, 领导班子顺利完成过渡。

1990 年-2011 年, 左延安执掌江淮, 企业从小到大, 从弱到强, 产业布局持续进行并完成, 建立并完善了独特的江淮企业文化。左延安可谓“功成名就”。正当 2011 年 4 月瑞风 II 代推出, 江淮进入新的发展阶段的时候, 市场传言左延安退休的消息, 直到 2012 年 1 月, 安徽省委组织部和安徽省国资委才明确左延安退休, 新董事长由安进接任, 2012 年 2 月, 公司新一届的董事会成立, 领导班子顺利完成过渡。至 2012 年 10 月, 新的董事会已经运作了 9 个月时间。所以我们认为, 公司领导班子顺利完成过渡。

(2) 产品销量统计由传统的批发销售数据调整为终端销售数据, 让市场压力传递到公司的每个角落, 而不仅是营销人员。这是公司推进 MCU 管理模式变革、充分激发组织活力的重要举措之一。

2012 年, 新的董事会上任, 全面推进机制变革, 通过 MCU 管理模式创新, 把“人人都是经营者”的思想落到实处, 充分激发内生性动力。团队激励、个人职业发展等, 都将与

MCU 经营体的绩效强挂钩，**创新激励模式**，对各级经营层超预算部分给予一定奖励，充分体现贡献的差异性，营造良性的竞争文化。

其中最重要的变革就是产品销量统计由传统的批发销售数据调整为终端销售数据，让市场压力传递到公司的每个角落，而不仅是营销人员。在传统统计方式下，只要厂家把车辆发给了经销商，就视为产品已经销售出去。但实际上，会有相当一部分车辆以库存的形式积压在经销商处，从而成为销量数据中的“水分”。为了“挤干”销量数据中的这些“水分”，更加真实地掌握产品在终端市场的实际销售状况，江淮从今年起改变了传统统计方法，全部采用终端销售数字。根据我们了解，目前只有长城汽车和江淮汽车两家公司采用的是终端销售数据。这种做法好处很多，包括低库存、以销定产、市场压力及时传递到公司内部每个角落、经销商资金压力减轻等等，但对公司经营能力的要求非常高。

我们认为，这种变革并不是简单的统计数据口径问题，也不是简单模仿别人，而是公司推行 MCU 管理模式创新的必然要求，也说明了管理层低调务实的工作作风。

例如，2011 年一季度公司销量为 15 万辆，由于销量数据为批发数据，公司经营有激进的成分，对经销商压库，增加了 3 万辆库存，以至于后三个季度经营比较被动，不断地考虑消化库存的问题。从 2012 年开始，销量以实销开票为准，做到经营和账面一致，真正做到“市场传递压力”。扣除 2011 年一季度销量虚高的因素，公司 2012 年一季度销量只下降了 5% 左右，而对外披露数据为销量下滑 22.75%，也导致了市场恐慌性的杀跌公司股价。

再比如，从报表上看，江淮轻卡 1-8 月的销量下降 2.9%，而根据公司主管商用车的副总经理赵厚柱透露，实际的情况是：销量在去年同期的基础上增加了 8000 辆，远超越行业平均水平（1-8 月国内轻卡销量为 121.18 万辆，同比下滑 5.54%，而根据各公司报表，福田轻卡下滑 2.3%，江铃轻卡下滑 4.8%，东风轻卡下滑 15.44%）。之所以会出现数据“内外倒挂”的现象，是因为江淮从今年开始改变了销量统计口径。这种改变，虽然使江淮轻卡的销量数据短期内出现小幅下滑，但却帮助经销商消化了库存，极大地缓解他们的资金压力。原来的统计方式和向经销商“压库”的做法，虽然能让厂家的报表数据看起来漂亮一些，但却将风险转嫁给了经销商。这种做法无异于杀鸡取卵。2011 年以来，面对市场的低迷，不少的经销商日子本就很难过。如果这时候，厂家还盲目追求销量，只会伤了经销商的心，这对企业的长期发展并没有益处。江淮一直以来都倡导“用户第一、经销商第二、生产商第三”的经营理念，因而在市场不景气的时候，公司并不将销量数字摆在首位，而是希望和经销商携手，共渡时艰。

（3）新的董事会上任后，加大各产品板块的组织结构调整力度，成为公司推进 MCU 管理模式创新的又一重要举措之一。

首先，2 月，乘用车营销公司一分为二，瑞风、瑞鹰、宾悦由多功能车营销公司销售；和悦、同悦、悦悦由轿车营销公司销售。由于瑞风、瑞鹰和宾悦的产品属性，更多的适用政府和企业使用，而和悦、同悦和悦悦产品属性，主要是由私人购买，所以 2011 年公司内部就开始讨论这个问题，但由于领导班子的调整，一直拖延到 2012 年。

其次，6 月，公司把重型商用车业务从商用车公司剥离出来，成立重型商用车公司；原商用车公司更名为轻型商用车公司。公司称，此举是为了适应公司战略发展需要，进一步强化重型商用车业务专业化运作能力，推动战略目标实现。

再次，8 月，江淮轻卡营销公司一分为三：江淮帅铃营销公司、江淮铃营销公司和江淮好运营销公司。这是一项酝酿、准备了近两年的战略性部署。主要针对国内轻卡的消费群体呈现出多样化的特点。江淮将国内轻卡的消费群体划分为了三类：一类属于初次购车用

户，他们希望用较低的价格购买一款可靠的产品，因此更倾向于选择经济型轻卡；另一类则是经过多年积累，已拥有一定经济实力的用户，他们在对车辆进行更新升级的时候，更看重车辆的配置以及舒适性等；还有一类，则是一些成规模的企业和有影响力的物流公司。相对于前两者，这些高端用户更加注重车辆的品牌形象是否与企业自身的品牌相匹配。在了解了不同用户群体的需求特点后，公司就开始思考在“江淮轻卡”这个统一的母品牌下，形成三个系列品牌，有针对性地满足这三类消费群体的不同需求。于是，由三大系列产品对应的江淮帅铃、江淮铃、江淮好运三个系列品牌应运而生。而为了对三大系列品牌进行专业化的管理，就需要有三个营销公司来分别对应不同的销售服务网络。

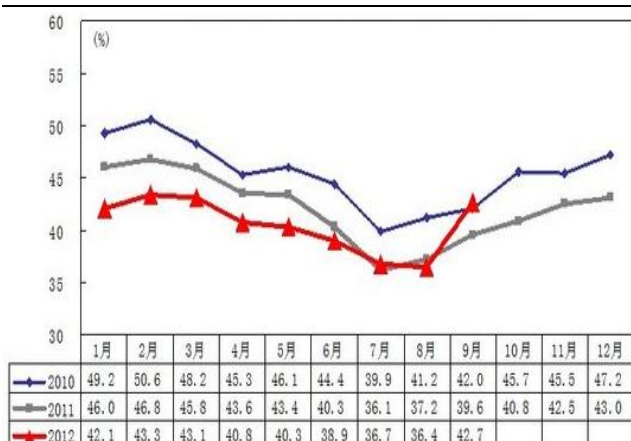
3、从年初开始，国家就酝酿出台政策支持自主品牌汽车企业发展，作为产品型谱最全的综合型纯粹自主品牌汽车厂商，江淮汽车将是受惠最大的汽车企业。如果“十八”大后政策出台，那么现在就是江淮股票的投资良机。

2009年3月，国家出台《汽车产业调整与振兴规划（2009-2011）》（下称《规划》），规划目标明确，到2011年，“自主品牌汽车市场比例扩大。自主品牌乘用车国内市场份额超过40%，其中轿车超过30%。”

而根据《“十二五”汽车产业发展规划》，“到2015年，中国自主品牌乘用车将达到国内汽车市场50%的份额，其中自主品牌轿车约占国内汽车市场40%”。残酷的现实是，自主品牌的发展状况严重背离了汽车产业的发展规划目标。

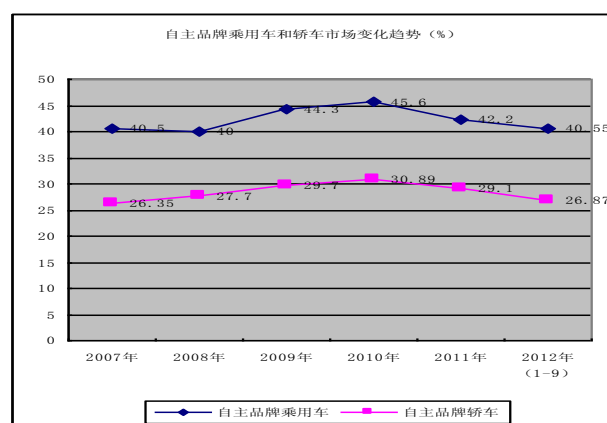
2009-2010年，在诸多鼓励汽车消费政策的刺激下，消费需求急剧增长，2009年汽车销量增长46%，2010年再增长32%，两年汽车销量实现翻番，中国一举成为全球汽车消费第一大国。在连续两年需求大于供给的情况下，自主品牌乘用车销量占比快速提升到45.6%，超过《规划》目标5.6个百分点，自主品牌轿车占比30.89%，超过《规划》目标0.89个百分点。汽车产业经过了连续两年的高增长，自主品牌和合资品牌的产能都迅速跟上市场需求，进口车也虎视眈眈这个大市场。

图 23: 乘用车自主品牌市场份额变化趋势



数据来源：腾讯汽车 东北证券整理

图 24: 自主品牌乘用车和轿车市场份额变化趋势



数据来源：中汽协 东北证券

2011年，在购置税优惠政策退出、部分城市限购、节能补贴标准的提升等不利因素影响下，汽车市场迅速由热转冷，自主品牌乘用车的市场地位急转直下，自主品牌乘用车国内市场份额下滑至42.2%，下滑3.4个百分点，距《规划》目标仅剩2.2个百分点，2012

年 1-9 月，自主品牌乘用车市场份额为 40.55%（如果扣除 9 月份自主品牌市场份额环比大幅提升 6.27 个百分点，该比例应在 40%以下），轿车为 26.87%，继续大幅下滑，基本回到 2007 年是的状况。

2011 年以来，中国自主品牌汽车企业存在的问题暴露出来：首先，中国自主品牌汽车企业总体力量还不强，产品品质有待提升，品牌力仍显弱势，向上突破存在巨大的挑战。制约瓶颈关键在于核心技术的差距，在发动机、变速箱、底盘等方面，自主品牌与国外技术有着较大的差距，从而使得消费者对自主品牌难以真正信任。

其次，自主品牌汽车企业受到外资品牌的猛烈夹击。近年来，跨国汽车企业携强大的技术和品牌实力，投入巨大的人力物力抢占中国汽车市场，并进行本土化的精耕细作，在研发和营销各个环节全力比拼。有的合资企业甚至专门下探到 6 万元左右的中低端市场，这更挤压了以经济型轿车为主力车型的自主品牌车的生存空间。

在内外双重因素的夹击下，中国自主品牌汽车正在经历近年来最严峻的寒冬。奇瑞、江淮、吉利等基本被挤出全国车市销量前十。有识之士纷纷建言，国家和地方应出台政策鼓励购买产品质量过硬的自主品牌汽车，尤其应规定在公务车采购中优先选用自主品牌，鼓励国家公务员、企业家、知名人士带头选用自主品牌车，促使我国自主品牌车的发展。

因此，**国家出台政策鼓励自主品牌的发展势在必行，而且刻不容缓。**的确，自主品牌面临的困境也得到主管部门和政府高层的高度重视。2012 年 2 月 24 日，工信部在其官方网站发布了《2012 年度党政机关公务用车选用车型目录（征求意见稿）》，意见征求截止日期 3 月 9 日。目录最大的特点是公务用车全部采购自主品牌。当时我们的判断是：**公务用车全部采购自主品牌是对本土汽车企业的根本支持，自主品牌汽车企业发展迎来实质性拐点。**可惜不知什么原因，这项政策不了了之。我们判断，大概是政府换届的缘故吧？！

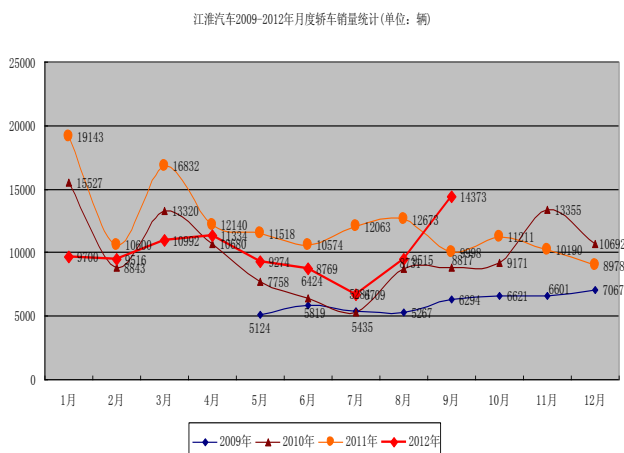
根据我们的调研，市场普遍预计，“十八大”以后，政府将会出台鼓励自主品牌发展的政策。届时，自主品牌汽车企业面临的市场竞争环境将发生实质性的好转，江淮汽车将迎来非常好的投资机会。

4、日本政府非法购买钓鱼岛的事件，极大地激发了国人的爱国热情，引发国民重新认识自主品牌乘用车。9 月份，自主品牌乘用车市场份额环比大幅提升 6.27 个百分点，为历年罕见，绝非偶然。

9 月份乘用车销售的一个重要特点是，自主品牌乘用车销量环比和同比均出现大幅增长。9 月，乘用车自主品牌共销售 56.19 万辆，销量略低于 3 月，为今年前 9 月以来第二高，环比增长 26.55%，同比增长 7.51%，占乘用车销售总量的 42.72%，比上年同期增长 3.11 个百分点。

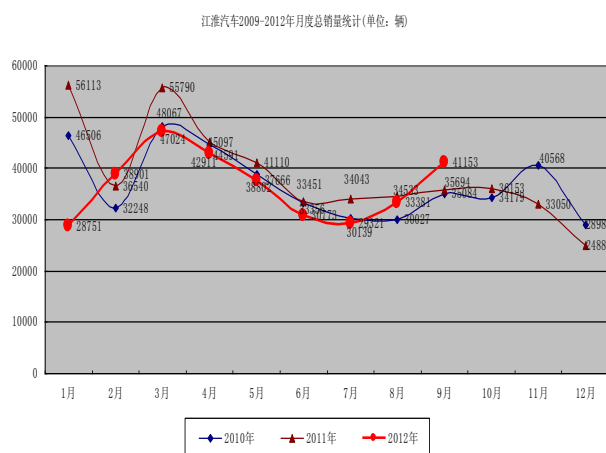
值得注意的是，9 月份乘用车自主品牌市场占有率比 8 月份大幅增长 6.29 个百分点，为历年罕见。或许原因在于：钓鱼岛事件激发国民爱国情结。腾讯汽车这样评述：“从历史数据来看，自主品牌乘用车市场份额 8 月份比 7 月份略有下降，而今年 9 月出现大幅提升状态，自主品牌乘用车企业生产经营的发展机会已然到来。”你认同吗？

图 25: 江淮汽车 2009-2012 年轿车销量统计



数据来源: 公司公告 东北证券

图 26: 江淮汽车 2010-2012 年月度销量统计



数据来源: 公司公告 东北证券

5、发展新能源汽车是国家的战略性选择。出台更具体深入的扶持政策是“十八大”后新一届政府的必然选择。已经抢得先机的江淮汽车必将迎来重大的发展机遇。

六、给予公司推荐评级: 系统的产业布局+独特的管理模式+稳健的成长潜力+恰当的投资时机。

1、根据前面的分析, 系统的产业布局+独特的管理模式+稳健的成长潜力+恰当的投资时机, 我们给予公司推荐的投资评级。

2、从 2011 年开始, 中国汽车工业发展进入低速增长阶段, 汽车企业间的竞争日趋加剧, 很快将进入一个优胜劣汰的过程。君不见, 目前已有不少整车类上市公司, 已处在苦苦挣扎的边缘。参考德国、美国、日本等发达国家汽车工业的发展历史, 我们判断, 未来中国将有 3-5 家综合型汽车厂商、5-10 家专业型汽车厂商存活下来, 而且成为国际知名的汽车厂商。群雄逐鹿, 谁主沉浮? 根据我们的长期观察, 江淮最具有成为国际著名的综合型汽车厂商的潜质。这里抛砖引玉, 提供给读者一个思考视角。希望在汽车股中选择类似家电行业中格力电器、海信电器的价值投资者, 或许会有帮助。

3、我们深信, 随着公司各项管理措施执行到位, 公司业绩将逐步改善。给予公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.51 元、0.77 元、1.05 元的业绩预测。动态 PE 分别为 10.66 倍、7.08 倍、5.18 倍, 动态 PB 分别为 1.13 倍、1.01 倍、0.88 倍。我们维持公司“推荐”的投资评级。

4、投资风险在于: 宏观经济继续下行、国家汽车产业政策发生变化、汽车企业间竞争过于激烈、公司经营发生较大失误等。这些因素都会导致公司业绩波动, 进而导致股价大幅波动。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	3184	3549	4831	6249	净利润	625	668	1005	1375
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	28	50	50	50
应收款项	277	275	335	382	折旧及摊销	796	793	769	748
存货	1444	1601	1936	2204	公允价值变动损失	5	0	0	0
其他流动资产	162	100	100	100	财务费用	-90	0	0	0
流动资产合计	6799	7150	9174	11188	投资损失	-39	-39	-39	-39
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-2049	-394	711	562
长期投资净额	44	-6	-56	-106	其他	147	-10	0	0
固定资产	5722	5697	5672	5647	经营活动净现金流量	-728	1179	2376	2546
无形资产	804	673	563	471	投资活动净现金流量	-34	-421	-401	-371
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	148	-393	-693	-758
非流动资产合计	7937	7446	7187	6948	企业自由现金流	-352	530	1937	2137
资产总计	14736	14596	16361	18136					
短期借款	418	500	500	500	财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
应付款项	2575	2557	3094	3521	每股指标				
预收款项	686	648	788	900	每股收益 (元)	0.48	0.51	0.77	1.05
一年内到期的非流动负债	170	200	200	200	每股净资产 (元)	4.44	4.80	5.37	6.22
流动负债合计	7915	7807	9325	10482	每股经营性现金流量 (元)	-0.57	0.91	1.84	1.98
长期借款	500	1000	600	500	成长性指标				
其他长期负债	430	430	430	430	营业收入增长率	2.58%	-5.48%	21.53%	14.29%
长期负债合计	937	1430	1030	930	净利润增长率	-46.61%	6.19%	50.48%	36.77%
负债合计	8853	9237	10355	11412	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	5723	6189	6923	8022	毛利率	13.23%	14.76%	15.14%	15.50%
少数股东权益	161	170	183	202	净利率	2.04%	2.29%	2.83%	3.39%
负债和股东权益总计	14736	15596	17461	19636	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	3.49	3.49	3.49	3.49
					存货周转率 (次)	23.78	23.80	23.79	23.80
					偿债能力指标				
					资产负债率	60.08%	59.23%	59.30%	58.12%
					流动比率	0.86	0.92	0.98	1.07
					速动比率	0.64	0.68	0.75	0.83
					费用率指标				
					销售费用率	4.74%	4.90%	4.80%	4.70%
					管理费用率	4.62%	4.90%	4.80%	4.70%
					财务费用率	-0.28%	0.00%	0.00%	0.00%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	2.52%	2.75%	3.67%	3.67%
					估值指标				
					P/E (倍)	11.37	10.66	7.08	5.18
					P/B (倍)	1.23	1.13	1.01	0.88
					P/S (倍)	0.23	0.24	0.20	0.18
					净资产收益率	10.79%	10.65%	14.33%	16.91%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760