

证券研究报告

汽车

推荐 (维持)

证券分析师

王德安

S1060511010006
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵

S1060511010004
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

江淮汽车 (600418)

MPV、轻卡销量下滑，轿车出口增幅高

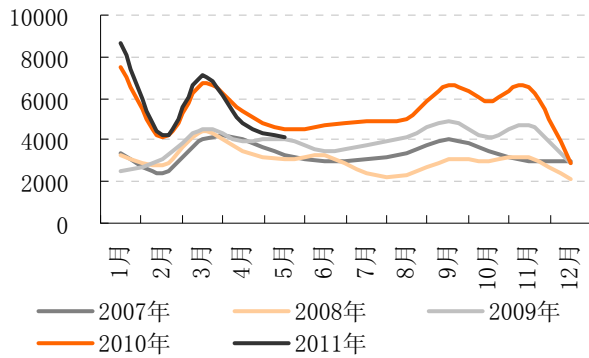
事项：由于公司部分产品近几月销量不佳，我们下调了公司的盈利预测。

平安观点：

公司产品涵盖轿车、MPV、SUV、中轻卡、重卡、底盘、发动机等。其中，毛利贡献最大的产品为MPV、轻卡，估计2010年毛利润占比各为30%，发动机、客车底盘业务毛利占比约15%—20%。

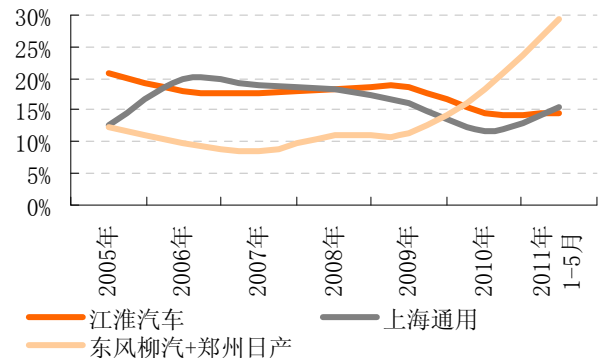
- **主要产品有所下滑：**2011年1—6月公司MPV销量3.36万辆，同比累计增长1.5%，从单月看，4月、5月、6月销量同比为负；上半年SUV产品销量7456辆，同比下降25%；上半年轻卡销量11.66万辆，同比增长2.7%，6月单月同比下滑21%。相对表现较好的为重卡产品，半年累计增幅34%；轿车产品由于出口大幅增长，1—6月累计销售8.08万辆，同比增长30%。
- **出口增幅高：**2011年公司出口大幅增长，1—6月出口3.55万辆，同比增长2.55倍。上半年公司出口销量占其汽车总销量比例为13.2%。我们预计公司汽车产品出口利润率与内销基本持平。
- **轿车发动机、变速箱自配率提高：**2011年公司发动机销量增长76%，我们估计公司轿车发动机自配率达到50%左右，变速箱自配率在70%—80%。
- **MPV产品竞争日趋激烈，瑞风市占率下滑：**2005年初江淮瑞风曾经占据了全市场30%以上的市场份额。其后随着上海通用GL8、广本奥德赛等产品的出现，瑞风市占率出现下滑。2011年1—5月，江淮瑞风MPV市场份额降至14.6%，同期别克GL8、东风景逸等产品市占率提高，我们注意到，GL8部分产品市场价已经探入瑞风价格区间，对瑞风的市场占有率造成威胁。
- **我们对公司各块业务的判断：**我们判断，2011年公司整体毛利率水平将同比下降。其中，MPV、轻卡的毛利润可能同比略有下滑。我们测算2010年公司轿车业务亏损额约5亿元，由于出口的大幅增长和产销规模的提升，其轿车业务2011年将有望实现盈利。
- **盈利预测与投资建议：**由于公司最主要的利润来源MPV、轻卡盈利水平的下滑，我们预计公司2011年利润将受到较大拖累，但同时公司出口增幅高、轿车产销规模上升且其自配比例提高。综合测算，我们下调公司2011年、2012年每股收益分别为1元、1.27元。目前动态PE为11倍，显示市场对公司业绩波动有所预期。我们维持对其“推荐”评级。

图表 1 江淮汽车 MPV 月度销量 单位：辆



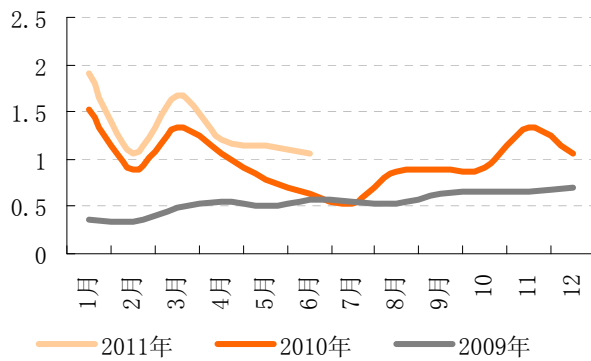
资料来源：中汽协

图表 2 主要 MPV 厂商产品市占率



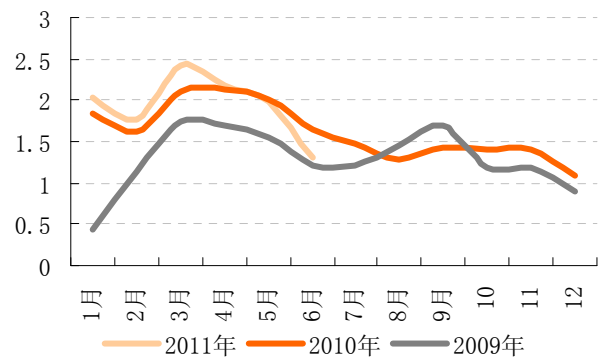
资料来源：中汽协

图表 3 江淮汽车轿车月度销量 单位：万辆



资料来源：中汽协

图表 4 江淮汽车轻卡月度销量 单位：万辆



资料来源：中汽协

图表 5 主要 MPV 产品价格区间 单位：万元

	别克 GL8	江淮瑞风	东风景逸	东风风行
指导价	22.8—38.8	9.99—20.08	5.99—14.58	9.48—17.58
市场价	17.8—38.8	9.69—21.98	5.89—14.58	9.48—18.98

资料来源：网上车市

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257