

分析师：曹鹤  
执业证书编号：S0050510120002  
Tel：010-59355901  
Email：caoh@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

### 交运设备

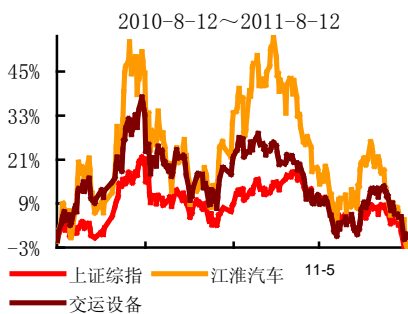
### 投资评级

本次评级：	中性
跟踪评级：	调高
目标价格：	10

### 市场数据

市价(元)	8.93
上市的流通 A 股(亿股)	10.73
总股本(亿股)	12.89
52 周股价最高最低(元)	8.67-14.69
上证指数/深证成指	2581.51/11627.49
2010 年股息率	0.17%

### 52 周相对市场表现



### 相关研究

《行业大滑坡 重组是亮点——2011 年汽车行业投资策略报告》2010. 11. 19  
《再融资项目存风险——江淮汽车 2010 年报点评》2011. 3. 21  
《汽车板块下一波反弹或在 9 月下旬——2011 年下半年汽车行业投资策略报告》2011. 7. 25

## 江淮汽车 (600418. SH)

### 净利仅增 2.2% 轿车、重卡是亮点

#### 投资要点

● 公司 2011 年 1-6 月销售汽车 26.81 万辆，同比增长 10.07%，其中，轿车销售 80807 辆，同比增长 29.79%；重卡销售 17358 辆，同比增长 34.09%。轿车、重卡同比增幅远高于细分行业平均增幅，成为上半年细分车型的两大亮点。

● 2011 年 1-6 月公司实现主营业务 174.38 亿元，同比增长 7.91%；实现净利润 49953 万元，同比仅增长 2.2%。实现每股收益 0.39 元，加权平均净资产收益率 9.10%，每股净资产 4.35 元，每股经营活动产生的现金流量净额 0.82 元。基本财务指标和公司整个生产经营相适应，整体运营和汽车行业运行状况一致。

● 预计公司 2011 年全年业绩将出现 20%左右的下降，2011 年、2012 年每股收益分别为 0.71 元、0.81 元，对应 8 月 12 日收盘价动态市盈率分别为 12.61 倍、11.05 倍。公司 7 月 4 日最高价 11.75 元，随后股价几无像样的反抗，至 8 月 11 日收盘，累计跌幅 24%。我们把公司评级由中期行业策略报告中的“减持”调高为“中性”评级。

● 结合整个汽车行业走势以及汽车板块运行特点，汽车板块下一波反弹可能从 9 月下旬酝酿。今后一段时间，公司股价预计仍会震荡向下，随后跟随汽车板块的反弹起舞，略高于板块涨幅。

#### 公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	29704.36	30328.15	33664.25	38713.89
增长率(%)	47.84	2.10	11.0	15.0
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1162.65	917.21	1046.35	1253.01
增长率(%)	246.34	-21.11	14.08	19.75
毛利率(%)	15.41	12.21	13.47	14.45
净资产收益率(%)	21.65	18.21	20.04	21.78
EPS(元)	0.90	0.71	0.81	0.97
P/E(倍)	9.90	12.61	11.05	9.22
P/B(倍)	2.15	1.98	2.20	2.56

来源：公司年报、民族证券

## 一、公司2011年1-6月净利润同比仅增长2.2%

公司2011年1-6月销售各类汽车及底盘268101辆，同比增长10.07%，高于汽车行业平均增长水平。其中轿车销售80807辆，增长29.79%；重卡销售17358辆，增长34.09%；瑞鹰SRV销售7456辆，同比大幅下降25.31%；瑞风商务车销售33565辆，微幅增长1.52%；轻卡销售116610辆，微幅增长2.71%；客车底盘销售12305辆，增长4.37%。

表1：江淮汽车2010年汽车销售与细分行业比较

单位：辆	销售量	同比增长(%)	比重(%)	行业增长率(%)
<b>公司乘用车</b>				
其中：轿车	80807	29.79	30.14	8.02
MPV	33565	1.52	12.52	13.89
SRV	7456	-25.31	2.78	20.58
<b>公司商用车</b>				
其中：重卡	17358	34.09	6.47	0.76
轻卡	116610	2.71	43.49	-3.88
客车底盘	12305	4.37	4.59	-1.19
<b>总计</b>	<b>268101</b>	<b>10.07</b>	<b>100</b>	<b>3.35</b>

资料来源：公司年报 民族证券 重卡同比增长数据包括半挂牵引车、重卡底盘

2011年1-6月公司实现主营业务174.38亿元，同比增长7.91%；实现净利润49953万元，同比仅增长2.2%。实现每股收益0.39元，加权平均净资产收益率9.10%，每股净资产4.35元，每股经营活动产生的现金流量净额0.82元。基本财务指标和公司整个生产经营相适应，整体运营和汽车行业运行状况一致。

从细分车型分析，江淮汽车2011年上半年轿车、重卡是两大亮点，轿车、重卡销售同比分别增长29.79%、34.09%，均远高于细分行业平均增长水平，公司轿车战略继续取得成功；轻卡业务、客车底盘业务在细分行业下降的情况下，仍取得小幅增长；公司近年来传统的MPV业务出现下滑趋势，同比增幅大大低于行业平均增长水平，公司的MPV产品换型不足、因不断有新产品进入导致公司的产品竞争力下降；前两年上市的SRV也度过了投入期，SUV市场竞争度更大，导致公司的SRV在SUV市场在上半年在细分车型中增幅最大的情况下，出现大幅度下降，SRV成为公司的短板。

## 二、公司2011年上半年财务指标分析

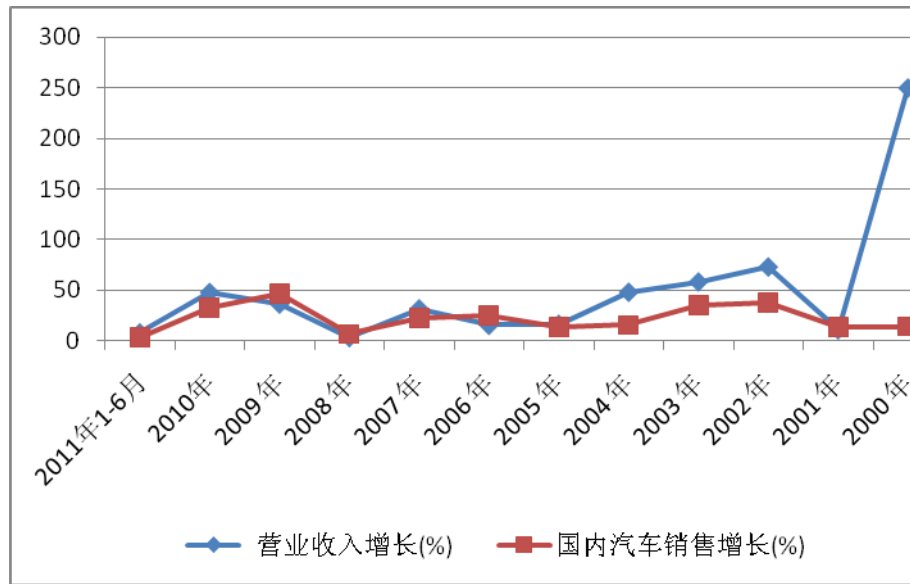
### 1、轿车、重卡是两大亮点

公司自09年开始，借助09、10年乘用车市场的高歌猛进，公司轿车业务高速增长，在上半年轿车细分行业增长放缓的情况下，公司轿车继续保持近30%的增长。重卡业务经过几年的投入，进入到较快的成长期。但从上半年公司综合竞争力分析，SUV、MPV发展战略遇到阻碍，结合产品的更新换代状况分析，成长性不足。轻卡业务保持高于行业平均增长水平，但近年来轻卡市场的竞争决定了处于市场前几位的企业很难能够拉开很大的差距。

从图1江淮汽车2000年以来主营收入的增长和整个行业的汽车销售量增长比较看，成长性基本和行业保持同步，大多数年份高于行业销售量增长，从中也能够看出，公司整体经营保持稳定。2011年上半年，各细分车型没有都保持高于细分行业的平均增长水平，且主营业

务收入 7.91%的同比增幅也低于 17 家重点汽车企业（集团）主营收入 8.98%的平均增幅，说明轿车、重卡的良好增长被其他细分市场所稀释。今后，MPV、SRV 业务应该有一个调整提高的过程。

**图 1: 江淮汽车 2000-2011 年 1-6 月主营收入增长与国内汽车销售增长比较**



数据来源：公司年报 民族证券

## 2、轿车、重卡盈利增长弥补其他车型不足

上半年公司各细分业务增长不均，轿车、重卡业务盈利增长弥补其他车型不足，净利润同比仅增长 2.2%，盈利能力有所下降。

公司 2011 年上半年销售毛利率 13.32%，营业利润率 3.36%，净利润 2.86%，相比 2010 年末均有所下降。净资产收益率 9.10%，较 2010 年同期也有所下降。

## 3、短期公司偿债能力稍弱

公司生产经营规模特别是轿车业务的迅速扩大，导致短期偿债能力稍稍变弱。公司 2011 年 1-6 月每股收益 0.39 元，每股经营活动产生的净现金流 0.83 元，资产负债率 65.6%，流动比率 0.89，速动比率 0.76，短期偿债能力存在一定压力。从各类应收应付款项分析，公司应收账款 7.57 亿元，相对较少，公司营销策略稳健。但存货 12.91 亿元，应付账款 23.55 亿元，预收账款 9.53 亿元，短期借款仅 5.53 亿元，说明公司负债结构更多的是延续整车企业的一贯做法，上游厂商、下游经销商欠款占比较大。虽然短期偿债能力稍弱，但货币资金充足以及经营稳定性能够得到保障。

## 4、利润构成较合理

公司 2011 年 1-6 月利润总额 5.96 亿元，利润构成中，主营利润占 94.52%，投资收益占 3.94%；营业外收支净额占 1.54%。财务利息收入、投资收益、营业外收支净额均对公司利润总额构成正向增长。

## 5、出口业务较快增长

公司 2011 年 1-6 月公司出口业务快速增长，出口收入 18.89 亿元，占主营收入的比例达到 10.83%，其中轿车、重卡出口保持较快速增长，弥补了国内市场的不足。

### 三、公司增发方案存风险

公司 2011 年 4 月 13 日股东大会通过的拟公开发行不超过 1.5 亿股、募集资金不超过 28 亿元的议案，用于江淮乘用车基地扩建以及公司年产 20 万台高性能汽油发动机两大项目。我们认为：公司乘用车已经取得阶段性的成功，乘用车产能扩建也符合公司的战略要求，但今后两、三年的乘用车市场处在缓和期，各汽车企业产能扩张有可能演变成全行业的危机，竞争较之以往更加激烈，形势并不乐观。

按照我们对汽车板块今后走势的分析，我们认为这项议案存在一定的风险，最好推迟到 2012 年进行。

### 四、公司 2011 年业绩下降 21%

预计 2011 年国内汽车销售同比增长 5%，行业利润总额同比下降 30%。预计公司 2011 年全年业绩将出现 20%左右的下降，2011 年、2012 年每股收益分别为 0.71 元、0.81 元，对应 8 月 12 日收盘价动态市盈率分别为 12.61 倍、11.05 倍。公司 7 月 4 日最高价 11.75 元，随后股价几无像样的反抗，至 8 月 11 日收盘，累计跌幅 24%。考虑到公司存在估值修复的可能，我们把公司评级由中期行业策略报告中的“减持”调高为“中性”评级。

结合整个汽车行业走势以及汽车板块运行特点，汽车板块下一波反弹可能从 9 月下旬酝酿。公司股价今后一段时间，预计还会震荡向下，随后会跟随汽车板块的反弹起舞，略高于板块涨幅。

## 分析师简介

曹鹤:首席汽车行业分析师,1965年11月出生 汉族 1992年9月-1995年7月,中国人民大学外经所企业管理专业毕业,获经济学硕士学位,论文题目《“入关”对汽车行业的机遇与挑战》。之后进入中国汽车工业总公司工作,先后任总经理秘书、二级公司副总经理。1998年9月-2001年7月,中国人民大学工商管理学院投资专业毕业,获经济学博士学位,论文题目《中国汽车产业投资论》。2000年9月进入中国民族国际信托投资公司,供职于研究发展中心。现职务为副总经理。先后在《中国证券报》、《经济观察报》、《证券市场周刊》、《证券导刊》等主要报刊杂志发表文章30余篇,20余万字。经常接受专业媒体专访、采访。对汽车行业及公司具有深厚的研究和准确的把握。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料,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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或转载,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn

姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn
-----	--------------	-------------	---------------------