

商用载货车

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12个月目标价: 7.50元

当前股价: 6.14元

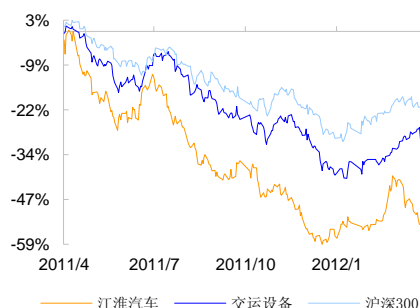
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2262.79
总股本(百万)	1288
流通股本(百万)	1072
流通市值(亿)	65
EPS	0.48
每股净资产(元)	4.44
资产负债率	60.08%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
江淮汽车	-20.37	10.75	-18.04
交运设备	-11.09	5.33	-12.46
沪深300指数	-7.80	6.21	-5.15



相关报告

江淮汽车

600418

推荐

全方位布局已完成, 静候景气准时回归

近期跟踪公司近况, 我们认为公司是MPV和轻卡市场的领跑者, 处于盈利和估值的双重低谷, 未来业绩改善空间广阔, 中长期价值明显, 1.5-2.0倍市净率是目前合理估值区间; 短期公务用车自主化有望推动短期盈利回升, 目标价7.50元, 给予推荐评级。

投资要点:

- 景气回落和竞争加剧导致公司经营压力加大, 瑞风销量下滑, 轿车未能扭亏, 盈利进入低谷。2011年汽车行业增速下滑(+3%)和产能释放, 公司盈利主体MPV竞争加剧, 销量出现下滑, 轿车仍未实现盈利, 导致整体毛利率下滑2个百分点, 业绩低于预期; 预计上半年扭转的机会较小, 但2013年公司业绩改善空间巨大。
- 13年汽车景气高峰将再现, 12年行业增速明显回升。我国02-03年、06-07年、09-10年景气高峰来自于新车需求和换车需求(4年一换)的叠加释放, 预计2012年汽车增速回升, 2013年景气高峰将再现, 公司中长期投资价值开始显现。
- 业绩估值双重底部, 等待行业景气回归, 13年或是公司业绩弹性释放大年。目前公司形成各类车型共约52万产能, 11-12年产能释放而需求处于低谷, 导致进入明显的盈利低谷, 预计12年需求将缓慢回升, 产能利用率陆续提升, 公司13年业绩改善机遇大。
- MPV是公司盈利主体, 细分市场空间广阔, 期待竞争力巩固和份额回升。在成熟汽车市场, MPV的乘用车市场占比20%-30%, 我国占比不足3.5%, 市场空间巨大; 公司瑞风系列是08-10年MPV销量冠军, 11年竞争加剧和新品表现平淡, 导致销量和份额下滑, 但, 公务用车自主化, 短期有望迎来份额和盈利回升。
- 投资建议: 我们预计公司12-14年实现收入319、370和385亿元, 归属于母公司的净利润为6、11、11亿元, 实现每股EPS为0.48元、0.75元和0.83元, 对应12-14年PE为13.2、8.4、7.6倍。公司是MPV和轻卡市场的领跑者, 业绩估值双重底部, 中长期价值明显; 我们建议按照市净率来衡量公司价值, 我们认为1.5-2.0倍市净率是公司目前的合理价值区间, 短期目标价7.5元, 给予推荐评级。

风险提示: 经济硬着陆将严重影响商用车需求, 竞争引发价格战等将导致盈利不达预期

主要财务指标

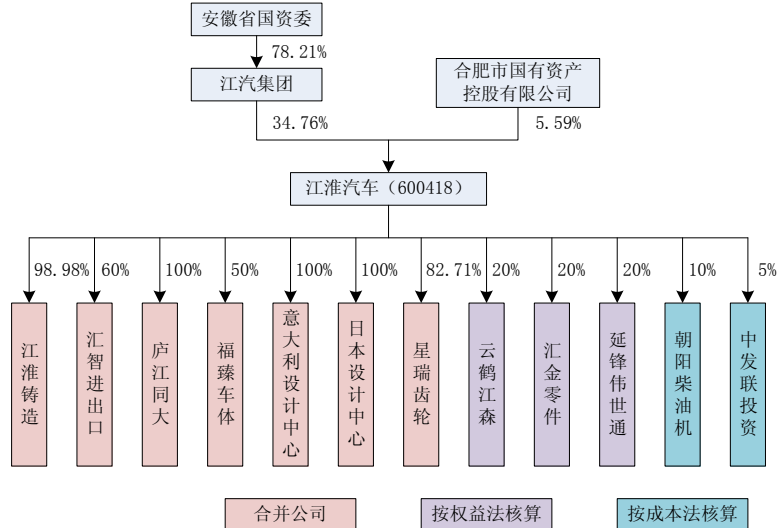
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30471	31896	36775	38244
收入同比(%)	3%	5%	15%	4%
归属母公司净利润	618	613	963	1068
净利润同比(%)	-47%	-1%	57%	11%
毛利率(%)	13.2%	13.4%	14.1%	14.4%
ROE(%)	10.8%	9.7%	16.0%	18.5%
每股收益(元)	0.48	0.48	0.75	0.83
P/E	13.12	13.22	8.42	7.59
P/B	1.42	1.28	1.35	1.40
EV/EBITDA	5	4	3	3

资料来源: 中投证券研究所

## 一、江淮汽车：MPV 和轻卡市场的领跑者

安徽江淮汽车股份有限公司是集商用车、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。轻型卡车出口量连续 10 年居全国第一；瑞风 MPV 连续多年荣获“年度最佳 MPV”并稳居销量冠军。

图 1 公司股权结构及主要控股子公司



资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司 2011 年销售各类汽车及底盘 46.65 万辆，同比增长 5.4%。其中，瑞风商务车 5.82 万辆，同比-9.98%；轻卡 19 万辆，同比-2.06%；轿车 14.59 万辆，同比+25.25%；客车底盘 2.56 万辆，同比+6.93%；重卡 3.43 万辆，同比+39.75%，瑞鹰 SRV1.12 万辆，同比-40.84%；多功能商用车销售 1228 辆。此外，国际化战略取得突破性进展，全年出口整车 6.63 万辆，同比+207.19%。

图 2 公司主要产品



资料来源：公司公告，中投证券研究所

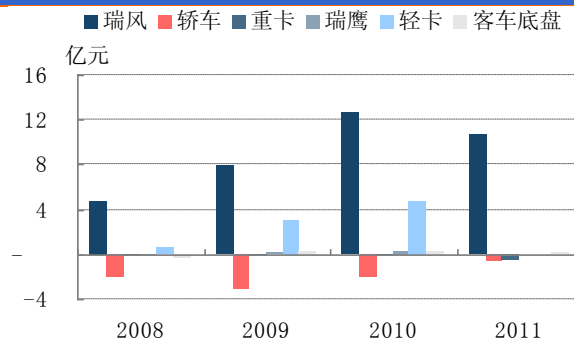
## 二、全方位布局已完成，静候收获期准时来临

**13 年汽车景气高峰将再现，12 年行业增速明显回升。**我国 02-03 年、06-07 年、09-10 年景气高峰来自于新车需求和换车需求（4 年一换）的叠加释放，预计 2012 年汽车增速回升，2013 年景气高峰将再现，公司中长期投资价值开始显现。

**13 年是公司的业绩弹性释放大年。**经过几年的发展，目前公司形成各车型共约 52 万辆产能，从产能释放和需求低谷来看，11 年是公司明显的盈利低谷，12 年是需求回升，产能利用率陆续提升的过程，我们预计公司 13 年的投资机遇较大。

**MPV 市场仍是公司盈利主体，竞争力有待巩固和份额回升，轻卡和轿车等待行业景气度回归。**分产品来看，公司 MPV 市场前景广阔（物流、商务、家居旅行），产品竞争实力较强，是公司多年的盈利主体，但 11 年面临竞争挑战，包括其他 MPV 车型和轻客产品，盈利能力有所下降；轻卡和轿车所处行业竞争格局较为激烈，仍需等待经济复苏后的需求回暖。

图 3 公司净利构成



资料来源：公司资料，中投证券研究所

### 2.1 MPV 市场广阔，把握细分市场领先优势

MPV，即多用途汽车 (multi-Purpose Vehicles)，是从旅行轿车逐渐演变而来的，集旅行车宽大乘员空间、轿车的舒适性、和厢式货车的功能于一身，既可以用于公司商务办公，又可以用于家庭上班旅行，因此日渐成为人们的新宠。

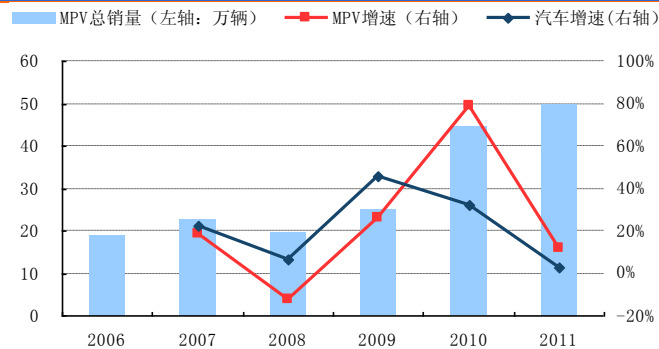
图 4 MPV 车型特征



资料来源：网络资料，中投证券研究所

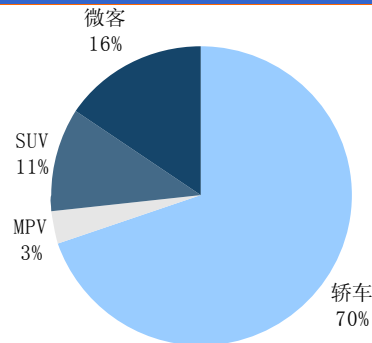
**MPV 比例低，市场空间广阔。**在美日等成熟市场，MPV 占乘用车的市场比例在 20%-30%。我国目前 MPV 占乘用车比例不足 3.5%，还有很大市场空间，行业增速有望保持快速增长。

图 5 MPV 销量及增速 (2006-2011)



资料来源: CAAM、中投证券研究所

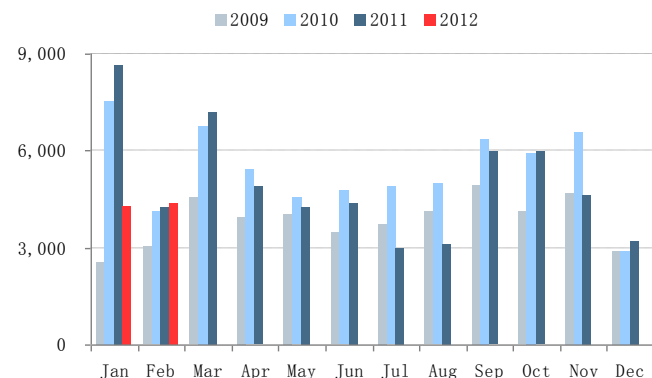
图 6 2011 年各类型乘用车销量占比



资料来源: CAAM、中投证券研究所

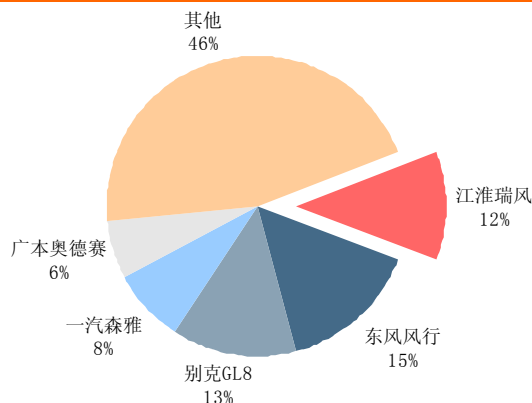
瑞风 MPV 自 02 年上市以来, 销量除 08 年受金融危机影响略有下滑外, 其余年份均稳步增长, 08-10 年 MPV 市场排名第一, 市场占有率稳定在 15%, 11 年竞争加剧和新品表现平淡, 导致销量和份额下滑至 12%; 但, 随着公务用车采购自主化, 我们预计有望迎来份额和盈利快速回升机遇

图 7 瑞风月销量



资料来源: 公司产销快讯, 中投证券研究所

图 8 瑞风市场占有率

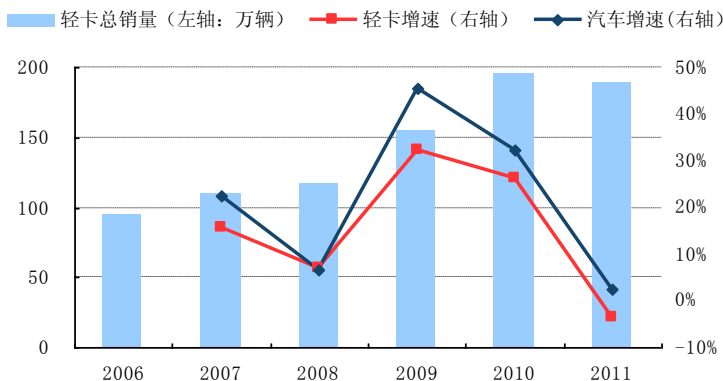


资料来源: CAAM, 中投证券研究所

## 2.2 轻卡和轿车等待景气回升

农用车替代和物流发展开启轻卡广阔市场。等级公路里程稳定增长, 农村用车向高速、舒适方向升级, 加上政策引导, 轻卡替代农用车速度明显加快; 随着我国农村城镇化进程的加快, 临近城市之间、市区内部、卫星城与主城之间以及农村与城市之间的物流市场迅猛发展, 成为轻卡增长的重要动力。

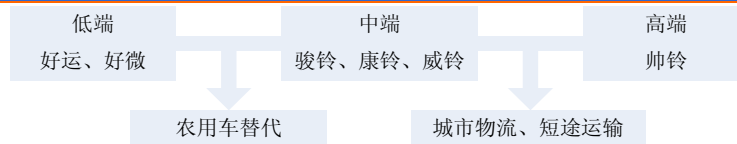
图 9 轻卡年度销量及同比 (2006-2011)



资料来源: 网络资料, 中投证券研究所

**轻卡高端化趋势，有利于发挥公司竞争力。**随着计重收费推广和排放法规的趋严，市场需求使得大吨位、低排放的高端轻卡成为未来轻卡发展的流行方向。公司高中低端轻卡产品齐全：高端帅铃系列，顺应轻卡升级浪潮；中端包括骏铃、康铃、威铃，是当前公司轻卡主要销售产品；低端好运、好微系列，主要面向农村市场；2011年公司销售轻卡19.0万辆（-2.06%），好于行业跌幅（-3.7%）。

**图 10 公司轻卡产品线及市场定位**



资料来源：公司资料，中投证券研究所

**表 1 我国汽车排放标准升级时间表**

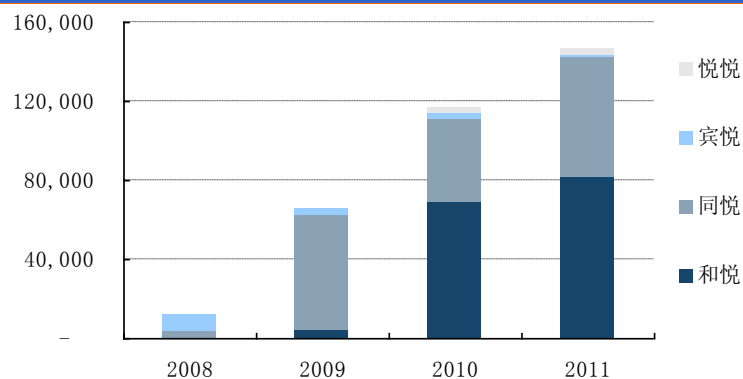
地区	北京	上海	珠三角地区	南京	全国		
车型	除轻型柴油车	除货车	所有车型	除轻型柴油车	汽油车	柴油车	轻型柴油车
国 IV	2008.3	2009.9	2010.6	2011. 1	2011.1	2013.7	2013.7
国 V	2012.1						

资料来源：国家环保部，中投证券研究所

**车型上量和出口给力，有望加快轿车业务贡献盈利。**06年开始进军轿车领域，先后推出宾悦、同悦、和悦、悦悦四个系列，主打三线需求和出口市场，销量持续高速增长；公司产品在1.0L~1.6L经济型乘用车中有很高的性价比，同时对比国外同档产品具有比较优势，充分挖掘三线需求和出口市场。

**联手巴西第一大汽车经销商，开拓国际第四大汽车消费市场。**目前，我国汽车出口不足产量的5%，十二五规划我国汽车出口量达到产量的10%，推算2015年出口量300万辆，汽车出口复合增速将高达40%；巴西是世界第四大汽车市场，汽车销量超过350万辆，与SHC的合作将拓展销量空间和树立产品形象；11年公司全年出口轿车6.63万辆，同比+207.19%，未来将成为重要的增量来源。

**图 11 公司轿车销量分车型**



资料来源：公司资料，中投证券研究所

**表 2 公司巴西出口项目年销售目标（单位：辆）**

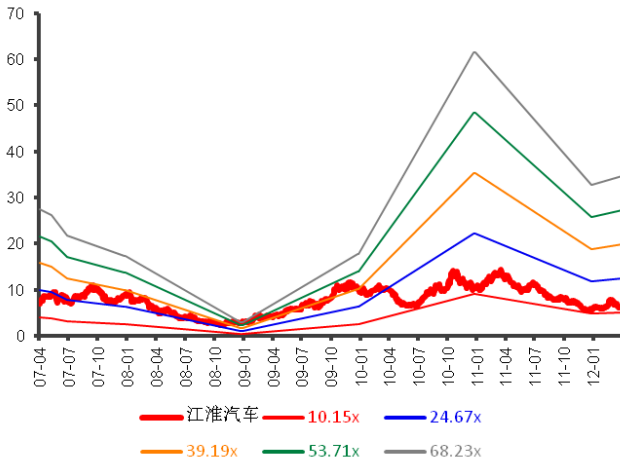
	2011	2012	2013	2013	2015	2016	2017	2018	2019	2020
出口数	45,750	50,325	55,000	60,000	63,000	65,000	67,000	69,000	71,000	72,000

资料来源：公司资料，中投证券研究所

### 三、盈利预测及投资建议

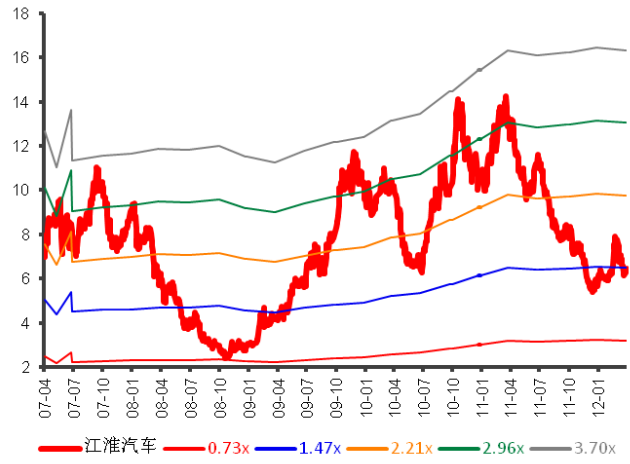
我们预计公司 12-14 年实现收入 319、370 和 385 亿元，归属于母公司的净利润为 6、11、11 亿元，实现每股 EPS 为 0.48 元、0.75 元和 0.83 元，对应 12-14 年 PE 为 13.2、8.4、7.6 倍。公司是 MPV 和轻卡市场的领跑者，业绩估值双重底部，中长期价值明显；我们建议按照市净率来衡量公司价值，我们认为 1.5—2.0 倍市净率是公司目前的合理价值区间；短期公务用车自主化有望推动短期盈利回升，短期目标价 7.5 元，给予推荐评级

图 12 江淮汽车近五年 PE



资料来源：wind、中投证券研究所

图 13 江淮汽车近五年 PB



资料来源：wind、中投证券研究所

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	6799	9148	10724	11974	<b>营业收入</b>	30471	31896	36775	38244
现金	3184	5180	6147	7282	营业成本	26438	27609	31576	32750
应收账款	277	332	366	381	营业税金及附加	725	759	875	910
其他应收款	87	85	100	104	营业费用	1445	1512	1744	1813
预付账款	253	374	386	415	管理费用	1407	1473	1698	1766
存货	1444	1828	2040	2079	财务费用	-86	-32	-59	-72
其他流动资产	1554	1348	1685	1712	资产减值损失	28	66	47	57
<b>非流动资产</b>	7937	7077	6166	5244	公允价值变动收益	-5	-5	-5	-5
长期投资	44	39	41	41	投资净收益	39	65	65	65
固定资产	5722	5432	4858	4160	<b>营业利润</b>	545	569	955	1081
无形资产	804	697	579	467	营业外收入	167	139	153	146
其他非流动资产	1368	910	688	576	营业外支出	6	6	6	6
<b>资产总计</b>	14736	16225	16890	17217	<b>利润总额</b>	706	701	1101	1221
<b>流动负债</b>	7915	9044	9868	10248	所得税	81	81	127	140
短期借款	418	250	281	294	<b>净利润</b>	625	620	974	1080
应付账款	2575	3021	3383	3505	少数股东损益	7	7	11	12
其他流动负债	4922	5773	6204	6450	<b>归属母公司净利润</b>	618	613	963	1068
<b>非流动负债</b>	937	681	841	1001	EBITDA	1255	1415	1826	1955
长期借款	500	660	820	980	EPS (元)	0.48	0.48	0.75	0.83
其他非流动负债	437	21	21	21					
<b>负债合计</b>	8853	9725	10709	11250	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	161	168	179	192	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	1289	1289	1289	1289	<b>成长能力</b>				
资本公积	1322	1322	1322	1322	营业收入	2.6%	4.7%	15.3%	4.0%
留存收益	3113	3726	3401	3180	营业利润	-56.7%	4.4%	67.8%	13.2%
归属母公司股东权益	5723	6332	6001	5776	归属于母公司净利润	-46.9%	-0.7%	57.1%	10.8%
<b>负债和股东权益</b>	14736	16225	16890	17217	<b>获利能力</b>				
					毛利率	13.2%	13.4%	14.1%	14.4%
					净利率	2.0%	1.9%	2.6%	2.8%
					ROE	10.8%	9.7%	16.0%	18.5%
					ROIC	11.0%	24.6%	94.1%	-318.7
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	60.1%	59.9%	63.4%	65.3%
					净负债比率	12.29	11.09%	11.79	13.05%
					流动比率	0.86	1.01	1.09	1.17
					速动比率	0.67	0.81	0.88	0.96
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.01	2.06	2.22	2.24
					应收账款周转率	91	91	92	89
					应付账款周转率	9.60	9.87	9.86	9.51
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.48	0.75	0.83
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.57	1.48	1.51	1.62
					每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.91	4.66	4.48
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.12	13.22	8.42	7.59
					P/B	1.42	1.28	1.35	1.40
					EV/EBITDA	5	4	3	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
**推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
**回避:** 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
**看淡:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学, 清华大学汽车工程系硕士、学士, 参与多项汽车产业部委研究课题, 2010 年加盟中投证券研究所

邢卫军, 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434