

## 江淮汽车 (600418.SH) 货车行业

评级: 增持

上调评级

业绩点评

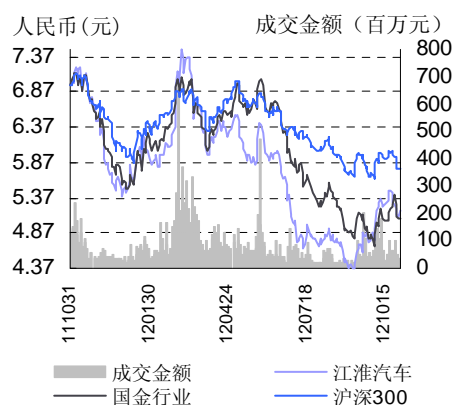
市价 (人民币): 5.20 元

## 前三季度业绩表现平淡, 明年或有较大弹性

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,072.87
总市值(百万元)	67.01
年内股价最高最低(元)	7.47/4.37
沪深 300 指数	2239.88
上证指数	2062.35



## 公司基本情况 (人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.902	0.482	0.431	0.564	0.699
每股净资产(元)	4.17	4.44	4.74	5.18	5.74
每股经营性现金流(元)	1.21	-0.56	1.75	1.15	1.88
市盈率(倍)	5.76	10.80	12.06	9.23	7.44
行业优化市盈率(倍)	39.62	10.50	7.39	7.39	7.39
净利润增长率(%)	246.35%	-46.61%	-10.51%	30.74%	24.02%
净资产收益率(%)	21.65%	10.85%	9.09%	10.89%	12.17%
总股本(百万股)	1,288.74	1,288.74	1,288.74	1,288.74	1,288.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 前三季度, 公司实现营收 211.44 亿元, 同比累计下滑 13.0%; 实现归属母公司股东净利润 4.04 亿元, 同比累计下滑 25.9%, 对应 EPS 为 0.31 元; 第三季度, 公司营收同比下滑 2.0%, 归属母公司股东净利润同比增长 95.1%, 当季 EPS 为 0.07 元。

## 经营分析

- **MPV 销量逐步企稳:** 第三季度, 公司 MPV 销量达 13,620 辆, 环比增长 1.8%, 同比增长 12.7%, 在经历 5 个季度的同比下滑后重现增长; 公司当季 MPV 份额达 11.4%, 环比提升 0.7 个点, 前三季度 MPV 份额达 11.0%, 企稳迹象明显。与此同时, 2011 年 10 月上市的瑞风 II (又名和畅) 已逐步上量, MPV 业务将有新增长点。MPV 为公司利润主要来源, 其销量企稳将对公司业绩有积极影响。
- **轿车销量略超预期, 若出台汽车下乡则有望受益:** 第三季度, 公司轿车销量为 3.08 万辆, 同比下滑 11.2%, 降幅已连续两个季度收窄; 9 月份, 公司轿车销量达 1.44 万辆, 创 2011 年 3 月以来的新高, 同比大幅增长 43.7%。分车型看, 和悦第三季度销量同比仍下滑 10.2%, 但环比增长 10.4%; 悦悦当前销量规模较小, 当季环比增长 14.7%, 若出台小排量汽车下乡政策, 公司将可受益。
- **SUV 延续低迷态势, 瑞鹰 II 值得期待:** 江淮瑞鹰自 2007 年 3 月上市至今, 已有 4 年半的历史, 期间虽有改款, 但亦难以改变其车型老化、竞争力下降的事实, 2011 年以来其月销量已不足百辆。2012 年 1-9 月, 瑞鹰累计销量仅 7,117 辆, 同比下滑 26.8%, 已远远落后同档次竞品。2013 年, 公司全新的瑞鹰二代有望上市, 从目前已知的信息来看, 瑞鹰二代较好的竞争力, 若能成功上量则将给公司 2013 年业绩带来可观增量。
- **出口销量有望逐渐企稳:** 前三季度, 公司出口销量为 4.43 万辆, 同比累计下滑 21.7%, 较上半年 11.9% 的降幅继续扩大; 第三季度, 公司出口汽车 1.30 万辆, 同比下滑 38.3%, 较第二季度的降幅显著扩大。但从月度销量看, 公司 8-9 月销量均约为 5,000 辆。在 2012 年第四季度受到巴西进口车税收政策冲击后, 公司已成功开拓其他市场, 未来出口有望逐步企稳。我们预计公司 2012 年出口约为 6 万辆, 同比降幅在 10% 左右。

厉叶淼 联系人  
(8621)61038244  
liym@gjzq.com.cn

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)61038231  
wuwx@gjzq.com.cn

- **商用车销量受行业影响较大，表现较为正常：**轻卡方面，公司前三季度销量为 15.73 万辆，同比累计增长 0.9%，略好于行业整体表现；公司累计轻卡市场份额为 11.5%，较去年同期提升 0.7 个百分点。重卡方面，江淮前三季度销量 1.91 万辆，同比累计下滑 26.6%，亦略好于行业近 30% 的降幅；公司累计市场份额为 3.9%，同比亦微增 0.2 个百分点。此外，公司 2012 年推出的星锐系列多功能商用车，前三季度累计销量为 2,178 辆，当前月均销量约 3,00 辆，对业绩尚难形成明显贡献。
- **毛利率环比略降，费率提升致净利率环比下滑：**第三季度，公司毛利率为 14.85%，同比虽提升 1.9 个百分点，但环比略降 0.3 个点；当季度，公司各项费率提升较为明显，三项费率同比与环比分别提升 1.3 与 1.6 个百分点，是业绩环比下滑的主要原因。第三季度，公司净利率为 1.35%，同比虽提升 0.7 个点，但环比下滑 1.6 个百分点。
- **公司 2013 年业绩具有较大弹性、值得关注：**公司今年业绩表现差强人意，但展望明年，公司具有较多亮点，业绩也具备较大弹性。首先，MPV 方面，主打高端市场的瑞风二代将逐步上量，主打低端市场的瑞风时光也有望贡献一定增量，由此公司 MPV 业务将重回增长轨道；SUV 领域，即将推出的瑞鹰二代若能合理定价且成功上量，公司业绩也将获得新的增长点；轿车方面，2013 年和悦也将全新换代，凭借和悦已经取得的较好销量和口碑，有理由相信在新和悦的带动下，公司轿车销量将再上新台阶；此外，从目前情况判断，明年整体宏观经济形势将好于今年，公司商用车业务也将有一定增长，由此公司整体业绩有可能实现较大增长，我们将密切关注公司各项业务进展。

#### 盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 实现净利润 5.56、7.26、9.01 亿元，同比分别为下滑 10.51%、增长 30.74%、增长 24.02%，对应的 EPS 分别为 0.43、0.56、0.70 元。

#### 投资建议

- 公司当前股价为 5.2 元，对应 2012 年 PE 为 12.1，鉴于公司明年业绩具有较大弹性，公司当前估值存在上升空间，我们将公司评级由“持有”上调至“增持”。

图表1：江淮汽车近年分车型销量统计（辆）

	4Q2010	1Q2011	2Q2011	3Q2011	4Q2011	1Q2012	2Q2012	3Q2012
底盘	-8.2%	30.9%	-12.4%	14.6%	4.0%	1.8%	2.7%	-1.4%
轻卡	18.8%	11.7%	-5.9%	-5.8%	-12.1%	-9.7%	0.5%	17.9%
重卡	32.4%	61.9%	15.2%	33.2%	62.7%	-16.5%	-24.8%	-38.2%
MPV	31.9%	9.4%	-8.3%	-25.5%	-10.3%	-33.5%	-0.6%	12.7%
SUV	56.8%	-7.4%	-48.7%	-35.1%	-73.4%	-56.7%	-5.5%	21.1%
轿车	63.7%	23.6%	37.7%	65.2%	-8.5%	-35.1%	-14.2%	-11.2%

来源：CAAM，国金证券研究所

**图表2：江淮汽车分项收入及预测**

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>整车</b>						
轻型卡车销量（辆）	154,047	194,054	190,042	190,042	205,245	221,665
增长率（YOY）	42.57%	25.97%	-2.07%	0.00%	8.00%	8.00%
格尔发重卡销量（辆）	12,921	24,553	34,314	25,736	29,596	33,147
增长率（YOY）	19.79%	90.02%	39.75%	-25.00%	15.00%	12.00%
多功能商用车（辆）	0	0	0	3,100	6,200	7,750
增长率（YOY）					100.00%	25.00%
瑞风MPV销量（辆）	46,033	64,675	59,455	55,293	60,822	66,905
增长率（YOY）	26.80%	40.50%	-8.07%	-7.00%	10.00%	10.00%
轿车（辆）	65,607	116,797	145,920	121,114	127,169	133,528
增长率（YOY）	461.56%	78.03%	24.93%	-17.00%	5.0%	5.0%
瑞鹰SRV（辆）	11,720	18,859	11,157	9,818	30,000	37,500
增长率（YOY）	14.34%	60.91%	-40.84%	-12.00%	205.56%	25.00%
整车合计销量（辆）	290,328	418,938	440,888	405,102	459,033	500,495
增长率（YOY）	63.96%	44.30%	5.24%	-8.12%	13.31%	9.03%
整车平均售价（万元/辆）	6.08	6.30	6.12	5.96	6.20	6.30
销售收入（百万元）	17,665	26,400	26,978	24,144	28,460	31,531
增长率（YOY）	44.83%	49.45%	2.19%	-10.50%	17.88%	10.79%
毛利率	14.46%	15.88%	13.50%	15.50%	15.80%	16.00%
<b>客车底盘</b>						
平均售价（万元/辆）	6.19	5.56	5.30	5.14	5.04	4.99
增长率（YOY）	6.26%	-10.14%	-4.74%	-3.00%	-2.00%	-1.00%
销售数量（辆）	19,923	23,913	25,571	25,571	27,617	29,826
增长率（YOY）	-7.08%	20.03%	6.93%	0.00%	8.00%	8.00%
销售收入（百万元）	1,233	1,330	1,355	1,315	1,391	1,488
增长率（YOY）	-1.27%	7.86%	1.87%	-3.00%	5.84%	6.92%
毛利率	12.83%	11.68%	10.10%	9.50%	9.50%	9.50%
<b>汽配业务</b>						
销售收入（百万元）	324	628	634	666	699	734
增长率（YOY）	-1.15%	93.79%	1.03%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	19.17%	11.22%	11.04%	11.00%	11.00%	11.00%
<b>其他业务</b>						
销售收入（百万元）	869	1,346	1,504	1,654	1,819	2,001
增长率（YOY）	-8.54%	54.84%	11.69%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	15.90%	11.98%	12.25%	12.50%	12.50%	12.50%
销售总收入（百万元）	20091.71	29704.36	30470.83	27778.79	32370.20	35754.52
销售总成本（百万元）	17178.83	25124.45	26438.09	23631.54	27436.97	30237.26
毛利（百万元）	2912.88	4579.91	4032.75	4147.24	4933.22	5517.26
平均毛利率	14.50%	15.42%	13.23%	14.93%	15.24%	15.43%

来源：公司资料、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	3	4	5
买入	0	0	12	21	24
持有	0	0	0	3	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	1.00	1.00	1.71	1.87	1.94
评分	2.00	2.00	1.83	1.80	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金  
融中心 34B