

风格之变酿成功之道

——江淮汽车（600418）深度报告

2012年12月26日

江淮汽车/上调

江淮汽车

深度报告

报告摘要:

- **换帅调整促使公司经历多重有利转变，风格趋于务实。**公司新董事长上任后经历了一个多层面重构的调整年。这些让公司变得更加务实的调整包括：①以终端实际销量为考量标准；②力捧明星车型，突出重点车型的带动作用；③销售体系重整，以客户特征为导向将乘用车销售公司一分为二、轻卡销售公司一分为三；④产品体系结构不再讲求大而全，重心逐渐向盈利能力强的产品倾斜；⑤重构品牌体系，乘用车转型为“瑞风+和悦”双大品牌战略。
- **二代产品即将上马，有望显著提升轿车、SUV 盈利。**江淮的轿车、SUV 二代产品是调整后风格转变的最初载体。二代产品较一代产品理念发生根本转变：①从设计开始即以锁定未来利润空间为导向；②充分迎合汽车行业的平台化和零部件通用化两大趋势，力图消减生产成本；③明年公司 DCT 自动变速器产能投产，自动款产品成本及售价将显著下降。公司轿车、SUV 盈利差的状况有望发生根本转变。
- **多产品分支均具成长潜力。**①轻卡谱系健全，占比持续提升，受益行业高端化及对农用车的替代；②重卡定位高端，针对物流市场，物流市场的巨大潜力将拉动江淮重卡长期成长；③MPV 作为开始推进高端和多样化，迎合市场变化，有望结束市占率下滑势头；④星锐多功能商用车布局迅速替代日系轻客的欧系轻客市场，该市场竞争度较低，且江淮已经开始切入其内部占比最大的短轴细分领域（市场规模为公司早期进入的长轴领域的5倍），将成为盈利新亮点。
- **盈利预测及投资评级：**预计公司2012年-2014年EPS为0.43元、0.57元、0.65元，对应当前股价PE为12倍、9倍和8倍。综合相对估值和绝对估值结果我们认为公司合理价格应该为8.5-8.9元，给予公司强烈推荐的投资评级。

财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	29,704	30,473	27,621	32,789	37,255
增长率（%）	47.8%	2.6%	-9.4%	18.7%	13.6%
净利润（百万元）	1,163	618	554	735	838
增长率（%）	246.4%	-46.9%	-10.3%	32.6%	14.0%
每股收益(元)	0.9	0.48	0.43	0.57	0.65
净资产收益率（%）	24.1%	11.2%	8.8%	10.9%	11.5%
PE	7	14	15	12	10

苏杨

执业证书编号：S1480512090002

汽车行业分析师

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

资产负债表数据

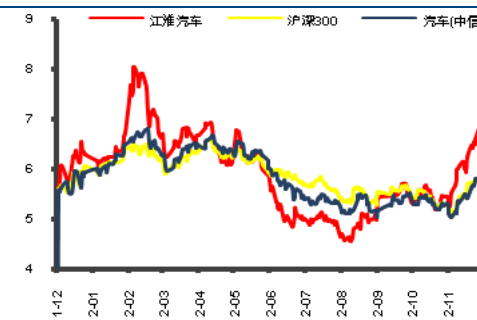
(9.30)

总资产（百万元）	15230.11
股东权益（百万元）	6089.82
每股净资产（元）	4.6
市净率（X）	1.41
负债率（%）	68.33

交易数据

52周股价区间（元）	4.3~7.97
总市值（万元）	849277.44
流通市值（万元）	707020.27
总股本/流通A股	0.83
52周日均换手率	1.29%

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1.《江淮汽车（600418）11月销量数据点评：销量增长全面开花 V型反转机会已现》 2012.12.12
- 2.《江淮汽车（600418）调研简报：调整期即将结束 期待二代车型带来反转》 2012.11.19
- 3.《江淮汽车（600418）2012年中报点评：单季度业绩显著改善》 2012.08.15

目 录

1. 公司简介.....	4
1.1 商用车起家，成功涉足乘用车	4
1.2 江淮是地方国资委控股的企业	4
2 MPV、卡车是主要利润来源，星锐有望成盈利新利器	5
2.1 产品谱系全面，盈利点集中于 MPV 和卡车	5
2.2 MPV 推进高端化和多样化	5
2.3 轻卡谱系健全，受益行业哑铃式增长	8
2.4 重卡：受益物流发展大趋势	10
2.5 星锐将成公司盈利新亮点	12
3 轿车、SUV 二次起航 期待大反转	14
3.1 GreenJet 动力组合将为江淮带来“芯”动力	14
3.2 换帅调整年，企业大转身	15
3.3 理念转变，二代轿车产品向利润蓝海进发	16
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1 相对估值	17
4.2 绝对估值	18
5. 风险提示	19

表格目录

表 1：江淮汽车成长历程	4
表 2：江淮重卡中体卡实现优化	11
表 3：乘用车行业估值表	17
表 4：商用车行业估值表	18
表 5：绝对估值假设表	18
表 6：绝对估值表	18
表 7：绝对估值敏感性分析表	19

插图目录

图 1：公司股权关系	4
图 2：江淮各产品销量情况	5
图 3：江淮 MPV 月度销量	6

图 4: 瑞风 1 代.....	6
图 5: 瑞风二代和畅.....	6
图 6: 兼用 MPV 尤其是自主兼用在 2011 占比显著提升.....	7
图 7: 江淮瑞风在自主商用 MPV 中占比超过 30%.....	7
图 8: 在自主兼用 MPV 中还没有江淮的踪影.....	7
图 9: 江淮分为三大体系九大品牌.....	8
图 10: 江淮帅铃高端轻卡.....	9
图 11: 江淮轻卡历年月销量.....	9
图 12: 江淮轻卡销量占比持续加速提升.....	10
图 13: 欧系轻客销量结构.....	10
图 14: 重卡行业销量下滑后, 江淮重卡占比开始迅速提升.....	12
图 15: 江淮星锐多功能商用车.....	12
图 16: 星锐月销量 (辆).....	12
图 17: 欧系轻客呈现出对日系轻客的替代趋势.....	13
图 18: 欧系轻客市场被依维柯、全顺垄断, 竞争程度不高.....	13
图 19: 欧系轻客市场销量结构.....	14
图 20: 江淮 Greenjet 系列发动机.....	14
图 21: 星锐月销量 (辆).....	14
图 22: 乘用车自动挡替代手动档趋势明显.....	15

1. 公司简介

1.1 商用车起家，成功涉足乘用车

江淮汽车股份有限公司 1999 年 9 月 30 日成立，前身为合肥江淮汽车制造厂，始建于 1964 年。从做客车底盘起家，是国内少数从商用车起家并成功转型乘用车的企业。多年来公司一直坚持在汽车行业不断横向扩张。江淮 1990 年开发出的客车专用底盘改写了中国客车由货车底盘改装的历史，填补国内空白。从 1996 年开始，公司开始不断进入新的领域，经历了连续 15 年实现销售收入年均 50% 以上的增长。1996 年进入轻卡领域，公司第一辆轻卡 HFC1061 下线；2002 年进入 MPV 领域，瑞风商务车正式下线；2003 年进入重卡领域，格尔发重卡下线；2004 年，开始批量生产汽油发动机；2006 年，首款 SUV 瑞鹰下线；2008 年，首款轿车宾悦下线；目前公司已经覆盖了除客车以外的几乎所有汽车类别，是国内车企中谱系最齐全的。

表 1：江淮汽车成长历程

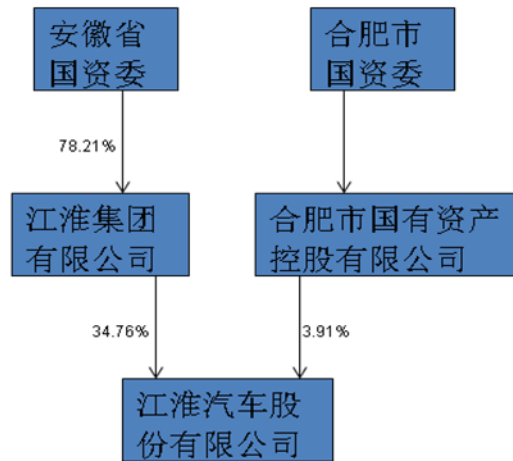
年份	事件
1964	合肥江淮汽车制造厂成立
1968	第一辆江淮牌载货汽车试制成功，填补了安徽汽车工业的空白
1990	中国第一台真正的客车专用底盘在江淮诞生
1996	代表当时中国最时尚、高品位的第一辆轻卡 HFC1061 下线
2001	江淮汽车股份在上交所上市
2002	瑞风商务车正式下线，进入乘用车领域
2003	开始涉足重卡，格尔发下线
2004	开始批量生产乘用车汽油发动机
2006	涉足越野性 SUV，瑞鹰下线
2008	首款轿车宾悦下线，同悦轿车全球同步上市
2009	和悦、和悦 RS 全球上市
2010	微车悦悦上市；星锐上市，进入多功能商用车领域
2011	进入巴西市场；第四代高端轻卡帅铃 III、瑞风二代和畅上市
2012	新董事长安进上任；星锐 4 系、5 系上市，进入短轴市场；收购江淮安驰和扬州江淮，并入集团的皮卡和微客业务

资料来源：上市公司官网，东兴证券研究所整理

1.2 江淮是地方国资委控股的企业

公司是一家典型的地方国企。第一大股东是江淮汽车集团有限公司，第二大股东是合肥市国有资产控股有限公司。安徽省国资委间接持有江淮汽车 27.2% 的股份（持有江汽集团 78.21% 的股份），为实际控制人。

图 1：公司股权关系



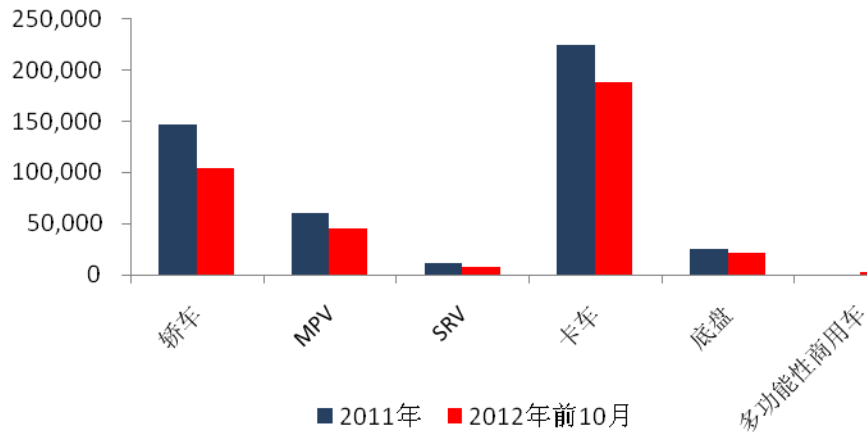
资料来源：上市公司公告，东兴证券

2 MPV、卡车是主要利润来源，星锐有望成盈利新利器

2.1 产品谱系全面，盈利点集中于 MPV 和卡车

江淮产品谱系非常全面，覆盖了除了客车以外的几乎所有汽车行业类别。目前的主导产品有：6-12 米客车底盘、0.5-50 吨重、中、轻、微卡车、6-12 座瑞风商务车（MPV）、两驱和四驱瑞鹰越野车（SRV）、C 级轿车宾悦、B 级轿车和悦及和悦 RS、A 级轿车同悦及同悦 RS、A0 级轿车悦悦、发动机产品。

图 2：江淮各产品销量情况



资料来源：上市公司公告，东兴证券

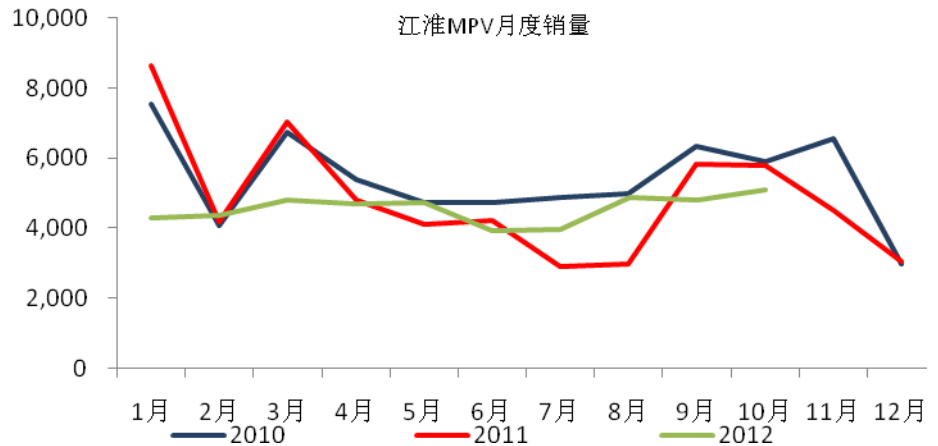
总体来看，公司产品多而全，但盈利能力强的不多，盈利点集中。其中，各产品对公司的利润贡献为：①MPV 约 40%；②轻卡占到 20%；③重卡超过 15%；④其他基本在盈亏平衡线上。各产品的毛利率水平由高到低依次为：①瑞风 MPV（30-35%）> ②星锐多功能商用车 > ③轻卡（10-15%）> ④轿车。MPV+卡车占据了江淮的绝大部分利润。

2.2MPV 推进高端化和多样化

江淮的瑞风 MPV 是公司扬名立万的明星车型，也是公司最大利润来源。目前公司的 MPV 产品以 13% 左右的销量占比，创造了公司近一半的利润。体现了瑞风突出的盈利能力和举足轻重的地位。

江淮 2002 年看准竞争程度较低的 MPV 市场（当时市场主要被别克 GL8 和东风本田占据），引进当时已经在全球风靡的现代 H1 车型，按照中国的路况进行了一些优化，上市之后很快就取得了巨大成功。公司第一代瑞风已经形成穿梭、一家亲、祥和、彩色之旅等多个子系列。

图 3：江淮 MPV 月度销量



资料来源：东兴证券研究所整理

虽然取得了巨大成功，但面对 MPV 行业日益激烈的竞争和快速的结构变化，江淮瑞风想保持优势地位变得困难重重。不过，江淮现在应对 MPV 市场变化所推进的高端化和多样化战略仍然给我们带来了无限期待。公司有望借助顺应市场变化做出的调整改变目前在 MPV 领域市占率有所下滑的颓势。

(1) 高端化：瑞风二代 M5（即原来的和畅）在 2011 年推向市场，广泛采用涡轮增压等更高端的配置，脱离一代的 9-16 万价格区间向 15-18 的价格区间进军。

图 4：瑞风 1 代



图 5：瑞风二代和畅

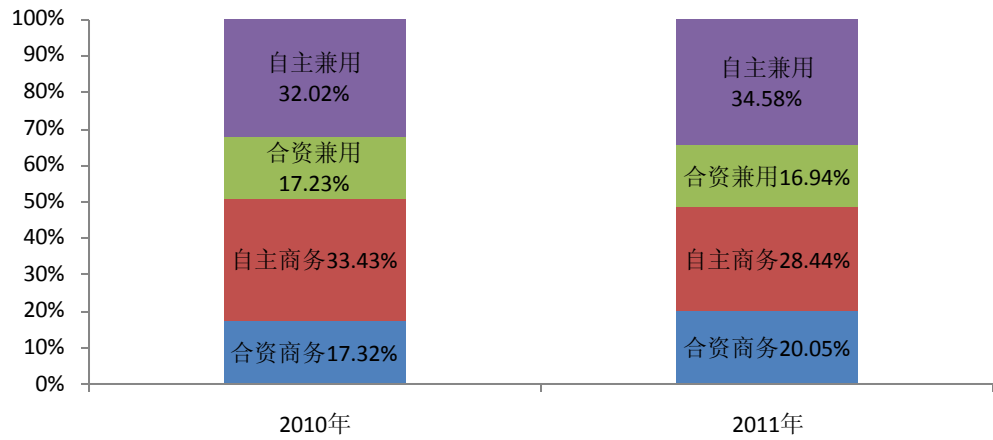


数据来源：东兴证券研究所

数据来源：公司官网，东兴证券研究所

（2）多样化。MPV 按照用途可分为商务型、家用型和宜商宜家型（兼用型）。国内的 MPV 传统市场是商务领域。但这一行业特征正在迅速发生变化。非商用尤其是兼用型 MPV 占比正在快速提升，目前兼用型 MPV 的市场规模已经与商务 MPV 市场相当，MPV 市场呈现出多样化的趋势。这也导致了江淮等通过商务 MPV 建立优势的企业销量占比出现下滑。

图 6：兼用 MPV 尤其是自主兼用在 2011 占比显著提升



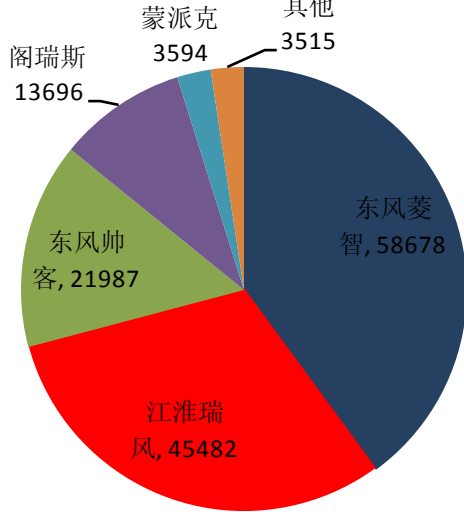
数据来源：东兴证券研究所

而现在公司已经洞悉这一趋势，主动顺应 MPV 多样化潮流，将目光投向了家用和宜商宜家市场，有望借力多样化实现 MPV 占比的反弹。江淮在广州车展上发布的售价仅 8 万左右的瑞风穿梭时光版，其超低的价位和短轴的设计即公司向非商用领域拓展的尝试。但时光也仅是 MPV 多样化的过渡产品，未来真正意义上的兼用 MPV 将依托安驰子公司来生产。借助在商务 MPV 领域的丰富经验，相信江淮在兼用领域实现突破应不是难事。

图 7：江淮瑞风在自主商用 MPV 中占比超过 30%

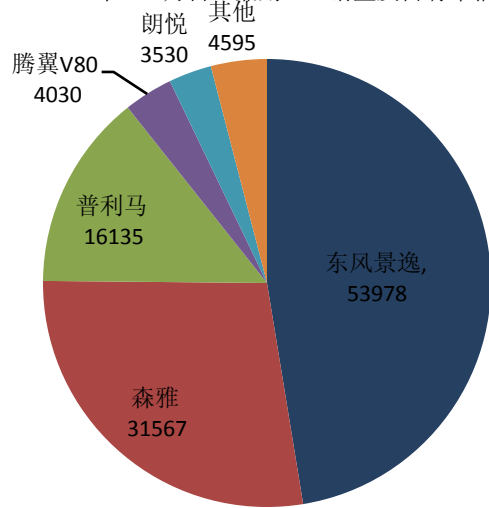
图 8：在自主兼用 MPV 中还没有江淮的踪影

2012年1-10月自主商务MPV销量及占有率情况



数据来源：东兴证券研究所

2012年1-10月自主兼用MPV销量及占有率情况



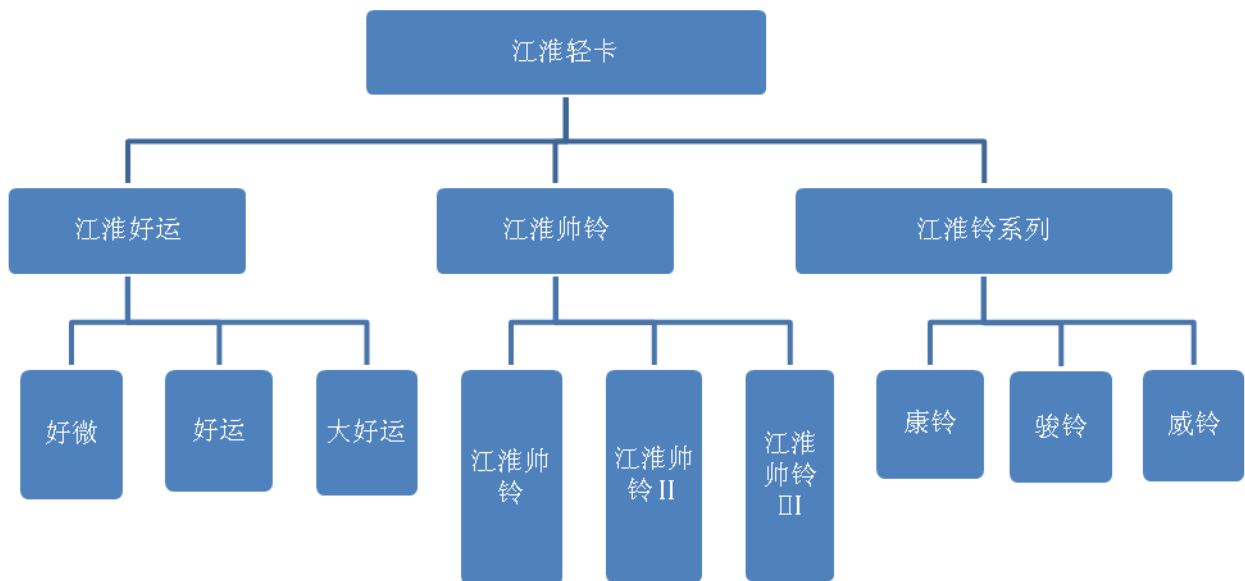
数据来源：东兴证券研究所

2.3 轻卡谱系健全，受益行业哑铃式增长

江淮轻卡是公司商用车中最具竞争力的部分，具有深厚的历史积淀。从1968年第一辆江淮2.5吨载重汽车诞生以来，江淮轻卡经历了40多年的发展，几乎每一代江淮轻卡都代表了国内轻卡发展的最新方向。

江淮轻卡分为三大体系，体系极为健全。三大体系分别为高端的江淮帅铃，中端的江淮铃以及低端的江淮好运。其中，江淮帅铃分为帅铃、帅铃II、帅铃III；江淮铃分为康铃、骏铃、威铃；江淮好运分为好微、好运、大好运，共计9大子品牌。

图9：江淮分为三大体系九大品牌



资料来源：公司官网，东兴证券

公司轻卡的最大特点在于极高的性价比（对于商用车来说，性价比才是王道），相比轻卡行业的领跑者价格优势明显，相对于同等价位的轻卡则具有性能出众。

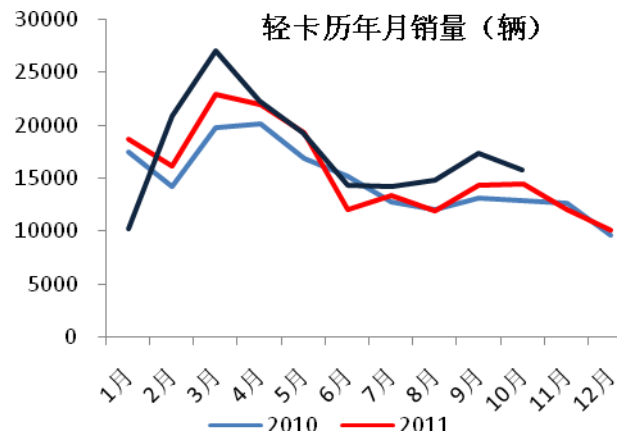
不同与国内众多企业标榜的五十铃血统，江淮最新的高端轻卡帅铃III是整合全球资源在全新平台上打造的。采用德国 Bosch 电控高压共轨、低噪声齿轮等多项先进柴油机技术，性能全面超越 4JB1，不仅全面满足国 IV 标准，而且具备低油耗，低排放、低速高扭的特点。

图 10：江淮帅铃高端轻卡



数据来源：东兴证券研究所

图 11：江淮轻卡历年月销量



数据来源：公司官网，东兴证券研究所

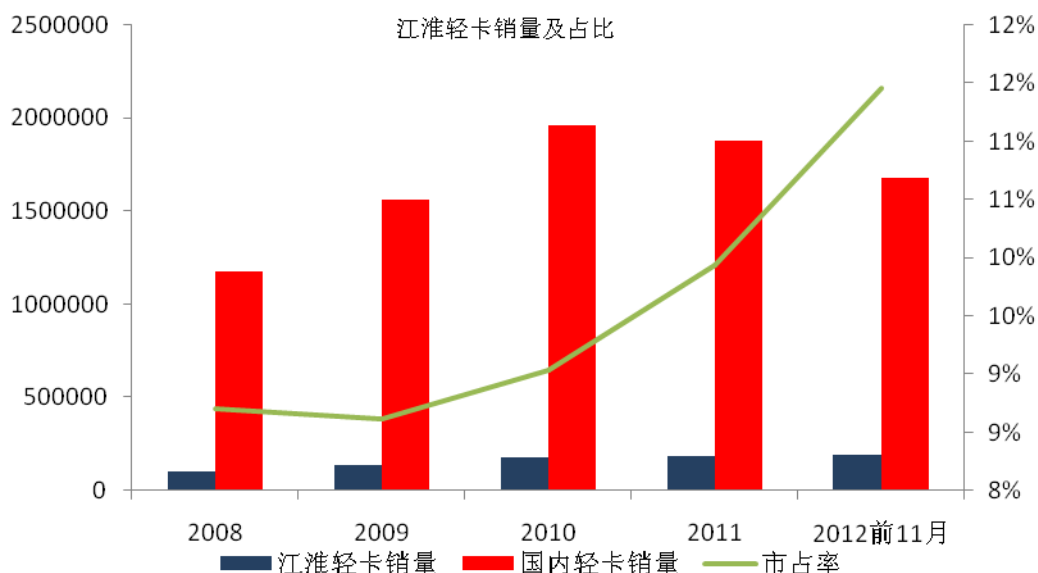
江淮轻卡极为全面的产品谱系将受益轻卡行业哑铃式发展态势。哑铃的两端分别是城市物流需求对高端轻卡的拉动及低端轻卡对农村地区农用车和面包车的替代。

城市物流需求带动轻卡高端化趋势。随着对环境和运输条件各方面要求的提高，城市物流呈现快速发展的态势，物流客户的高端需求日益增加，尤其是特殊货物和经济发达的地区，对运输车辆的要求逐步提高，这也是高端轻卡的销量增长的主要驱动因素。

与纳威司达合作为高端路线扫清障碍。纳威司达是北美商用车及发动机生产巨头。目前公司开始与纳威司达合资建设发动机厂。该发动机厂主要就是瞄准轻卡发动机领域。达产之后，江淮轻卡发动机性能将会有大幅度提升，而价格并不会上升太多，这将为公司未来高端轻卡的品质提升肃清障碍，进一步提升帅铃系列高端轻卡的性价比。

低端轻卡正逐渐成为常规农用车和短途运输面包车的替代品。市场之前普遍预期了行业的高端化趋势，对低端轻卡并无太多关注，而今年轻卡行业的主要增长动力却恰恰是低端轻卡。主要有两种原因：①轻卡通常是柴油汽车，在动力性上强于汽油车，在运输时效性上强于面包车、农用车；②轻卡的承载能力要比面包车强。在考虑同等价位的情况下，从事短途运输的车主更倾向于选择轻卡。国内大片的农村地区都是依靠农用车来进行运输，在城镇化趋势和道路交通水平提升的推动下低端轻卡的前景依然值得看好。

图 12：江淮轻卡销量占比持续加速提升

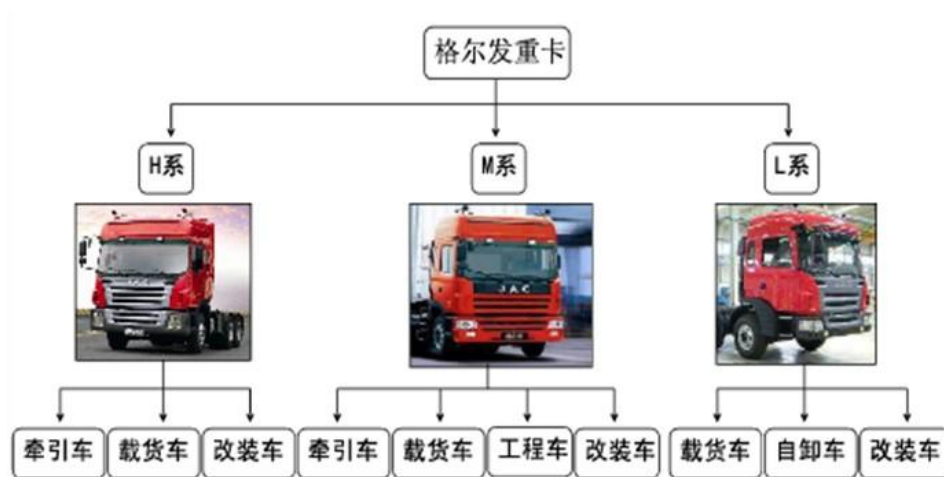


数据来源：中国汽车工业协会，东兴证券研究所整理

2.4 重卡：受益物流发展大趋势

江淮重卡是基于欧洲戴姆勒-克莱斯勒与韩国现代专门针对亚洲市场联合打造的新一代重卡技术平台的产品。江淮通过对此技术的引进、消化、吸收，在自身优越的底盘技术基础上，并结合国内重卡使用环境的特点，实现了戴姆勒-克莱斯勒重卡技术的中国化，研发出的新一代中高档重卡格尔发系列。

图 13：欧系轻客销量结构



资料来源：上市公司官网，东兴证券整理

“格尔发重卡”旗下子品牌包括格尔发 H 系、格尔发 M 系和格尔发 L 系，并且已经形成宽体车 2490mm、窄体车 2200mm 以及中体车 2350mm 三大车身布局，宽、中、窄三款不同的驾驶室搭配不同的动力总成、不同的驱动形式，两大体系构成了江淮重卡的立体化布局。

江淮格尔发属于重卡市场的后期之秀，定位高端，专长于物流。目前国内重卡行业主流的平台是 80 年代引入的斯太尔平台。而江淮格尔发的戴姆勒-克莱斯勒平台相比斯太尔平台明显高端，具有舒适安全、节油高效、高可靠性的特点，当然价格也比斯太尔平台的高 6-7 万。其销量绝大部分来自于对车辆要求较高的物流市场。

公司 2011 年上市的格尔发中体重卡，针对物流市场做了精准定位与改进。在融入了轻量化、节能化、舒适化等新理念的江淮第四代重卡平台上打造。相比宽体车和窄体车，结构优势完美兼顾大功率、节能高效和舒适性的需求，同时，新产品对发动机、底盘、车身进行多项变革，以优于竞品的多项升级，打造高效物流新标杆。新车型经过轻量化体系节油、中体车结构节油、物流运输定向设计匹配节油等多项措施，可全面降低油耗 10%，每年燃油消耗方面可为用户节约近 30000 元。

全新打造的中体驾驶室，安全舒适，匹配国内优秀成熟动力及全优化传动系统，满足用户更高效、更节能、更舒适、更省心、更安全的五大核心诉求。

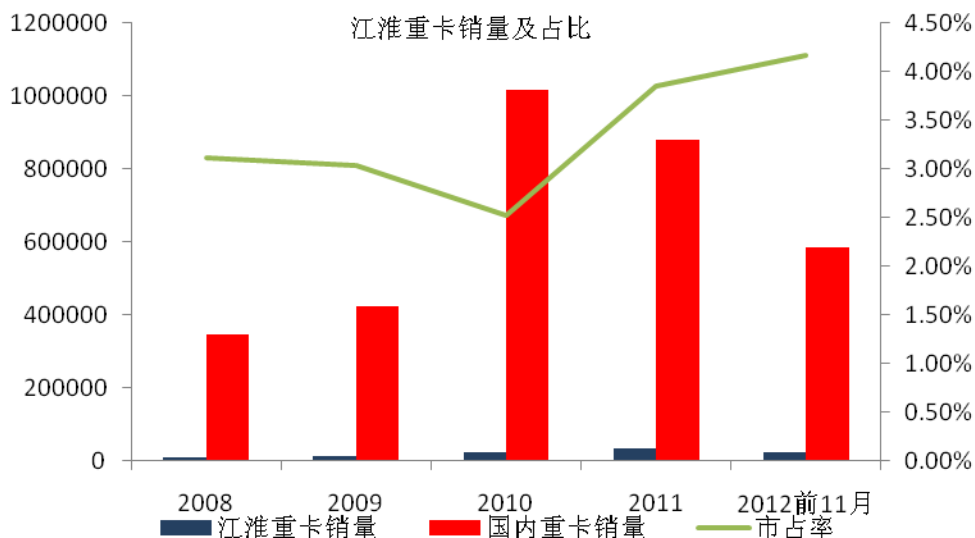
表 2：江淮重卡中体卡实现优化

中体车重卡的结构改变	实现优化
对底盘进行重点加强	满足城际物流对车辆高可靠性、高承载、高质量的需求
动力总成与传动系统专为物流用户定向设计匹配	更强劲、更快速、更节油
采用车身优化、单层高强度车架、铝合金构件等轻量化设计和配置	底盘自重最低可降至 9 吨，标载下可多拉货，轻、快又省油，大幅度减少用户单次运营成本，增加运输收益
对驾驶室进行了多项全新的创新升级	符合空气动力学原理，迎风面积和迎风阻力的减少，进一步有效降低运输过程中的燃油消耗；安全性更高、密封性更好，用户在驾驶过程中能够享受到舒适、静谧的空间氛围

资料来源：中国汽车消费网，东兴证券研究所整理

物流长期大发展趋势将拉动江淮重卡成长。国内市场发展情况来看，国内的投资类需求减速态势明显，而物流市场将有长期增长前景。公司产品专注于物流类市场的特点将充分受益物流市场增长态势。而另一方面，由于国内对于超载治理的日历严格，在不能超载的前提下，高节油性带来的经济性将充分显现。预计公司在限制超载和物流发展两大趋势的推动下，将实现显著快于行业的长期增长。

图 14：重卡行业销量下滑后，江淮重卡占比开始迅速提升



数据来源：中国汽车工业协会，东兴证券研究所整理

2.5 星锐将成公司盈利新亮点

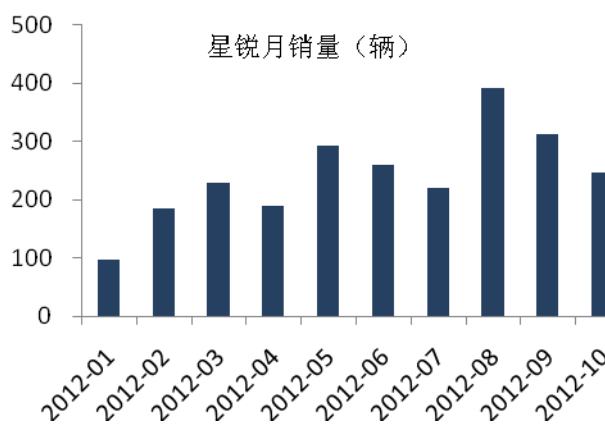
多功能商用车，即欧系轻客是江淮最后进入的品类。江淮的星锐多功能商用车起步高端，对标欧洲先进产品、面向国内国际两个市场同时开发。借助轻客行业的结构化调整，星锐有望在短期内成为公司盈利的亮点。

图 15：江淮星锐多功能商用车



数据来源：公司官网，东兴证券研究所

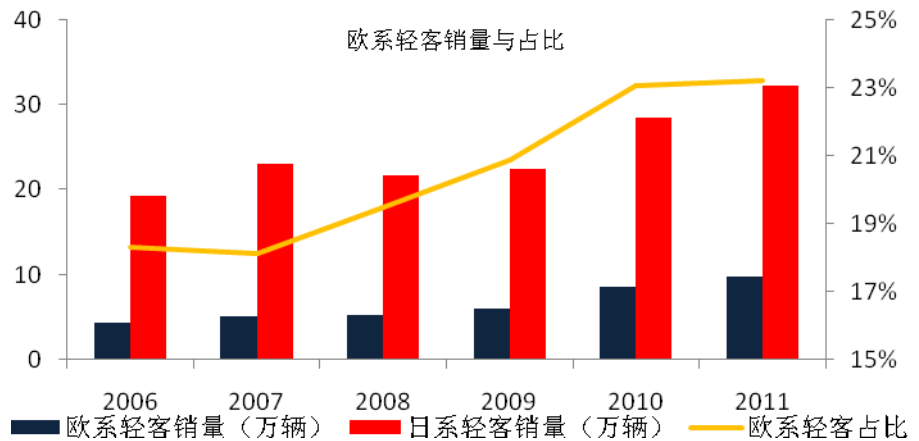
图 16：星锐月销量（辆）



数据来源：上市公司公告，东兴证券研究所

受益欧系轻客对日系轻客的替代趋势。目前轻客市场有两大分支，分别为以金杯海狮为代表的日系轻客和以全顺、依维柯为代表的欧系轻客。日系轻客相对低端，在国内起步较早，目前仍然占据了四分之三以上的轻客市场。国内日系轻客主要为 90 年代引入，技术已经老化且厂商众多，竞争激烈。而欧系轻客则定位更为高端，乘坐舒适。近年来，城市物流用车高端、专业、智能化发展的大趋势，使得欧系轻客市场前景“海阔天空”，欧系轻客在国内尤其是长三角等发达区域持续热销，在轻客中的占比也在不断提升，迅速替代日系轻客。预计未来几年仍将维持 15% 以上的平均增速。

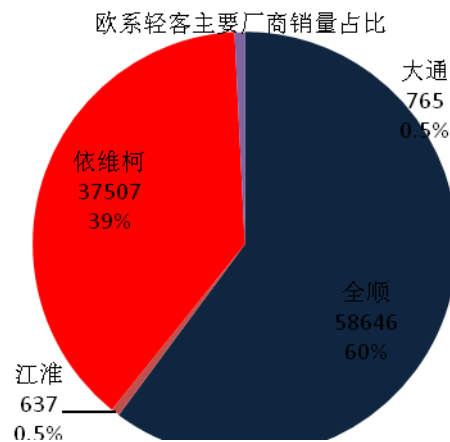
图 17：欧系轻客呈现出对日系轻客的替代趋势



资料来源：东兴证券研究所整理

受益欧系轻客内部的低竞争度态势。国内欧系轻客目前品类较少，主要被依维柯和全顺垄断，目前两者合计占比超过 95%。新进入者也仅有江淮、大通、东风几家。竞争程度较低，维持了很高的利润水平。

图 18：欧系轻客市场被依维柯、全顺垄断，竞争程度不高



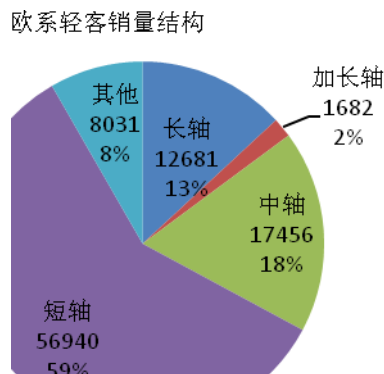
资料来源：东兴证券整理

星锐 4 系短轴车型发布，开拓更广阔的短轴市场。江淮在广州车展上刚刚发布了星锐 4 系短轴车型。这样公司的多功能商用车就覆盖了短轴、长轴、长轴短悬 3 大系列。目前星锐已经拥有高柔性现代化生产线，全系主力车型都实现了共线生产，生产效率和产品一致性都有显著提升。

欧系轻客市场主要有短轴、长轴、长轴短悬（即中轴）、厢货等品类。江淮 2011 年 3 月从长轴款的星锐 6 系起步，2012 年 9 月涉足长轴短悬（星锐 5 系），而在 11 月的广州车展中刚刚推出了短轴产品（星锐 4 系）。从目前欧系轻客的市场格局来看，江淮进入时间较长的长轴领域仅为全市场的 15% 左右，而长轴短悬和短轴市场占比合计占比近 70%。公司在仅有长轴产品的情况下完成了 2000 多辆的销量，我们认为在刚刚上市的星锐 4 系和 5 系的拉动下，公司多功能商用车明年有望突破 1 万辆。

目前星锐毛利率超过 20%，盈亏平衡点约在 5000 辆左右。

图 19：欧系轻客市场销量结构



资料来源：东兴证券整理

3 轿车、SUV 二次起航 期待大反转

3.1 GreenJet 动力组合将为江淮带来“芯”动力

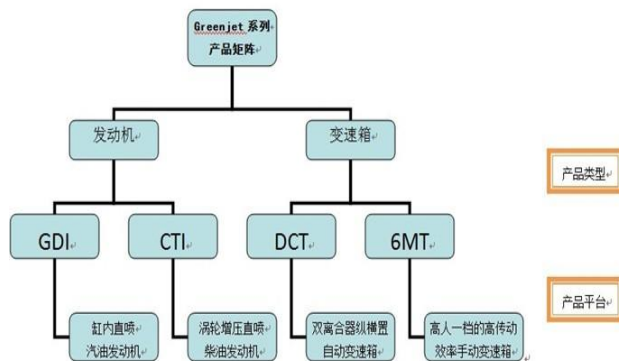
江淮 2012 年 4 月 23 日在第十二届北京车展正式发布了动力品牌 GreenJet。Greenjet 是一项全新的绿色动力技术。意在突出采用更节能的发动机技术、更高效的变速箱技术、更清洁的燃料及润滑技术、更环保的尾气处理技术，以及 START-STOP 启停系统的五大国际前沿核心技术，达到比普通汽车动力总成更优异的综合性能、更低的燃油消耗、更低的噪音及更好的排放。

图 20：江淮 Greenjet 系列发动机



1 资料来源：东兴证券整理

图 21：星锐月销量（辆）

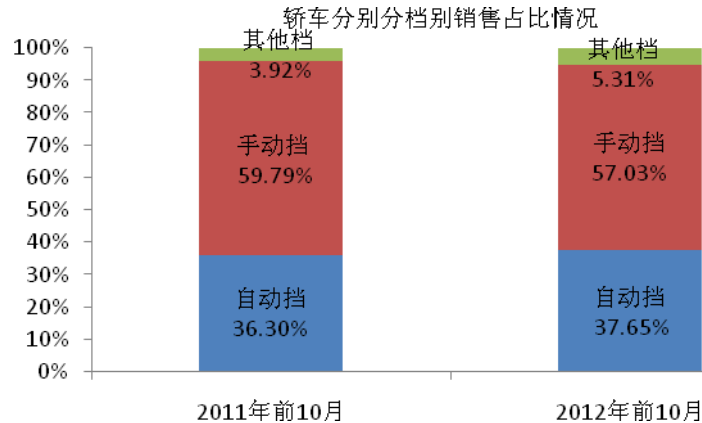


数据来源：上市公司公告，东兴证券研究所

Greenjet 动力组合未来将主要搭载在江淮乘用车的二代产品和部分一代产品和悦的改款车型和部分商用车车型上。公司未来的新车型将有更好的动力保障。尤其是作为价位较低的自主品牌，大量使用昂贵的外购变速箱根本不现实。而乘

用车发展趋势来看，自动挡正在快速替代手动挡，自动挡不能自制也成为公司一大硬伤。自产 DCT 变速箱将彻底改变这一局面，使得江淮乘用车可以充分迎合国内自动挡占比快速提升的趋势。

图 22：乘用车自动挡替代手动挡趋势明显



资料来源：公司公告，东兴证券

3.2 换帅调整年，企业大转身

老帅左延安执掌江淮十几年，为公司带来了多年的高速增长，但最近两年公司的成长陷入了瓶颈期。今年 2 月以来新董事长安进走马上任，为江淮注入了新的活力。两位董事长风格有明显差异：左延安注重全面；安进更重点的突破，更加务实。江淮成长的十几年是国内汽车高速增长的十几年，在这个阶段的国内市场，疯狂扩张才是硬道理。江淮的全面铺开也使其更好的分享了行业增长的盛宴。而在当前汽车行业已经进入稳定增长期，盈利点的培养变得格外重要。

安进在上任之初，就把 2012 年定义成了江淮的调整年。新董事长所带来的种种调整，使得整个企业的风格变得更加务实，进行了多项以市场为导向的调整。

- （1）**以终端实际销量为标准。**汽车行业的惯例向来是公布批发销量，即给经销商的批发量。这种以批发量为主要参考指标的方式虽然便于企业统计，但是却造成车企对实际销售状况掌握不及时、不能适时做出生产、销售方面的调整。另一方面，由于追求批发量，导致车企盲目向经销商压库存，本身也是对销售网络的伤害。以终端销量为标准，将使得公司更快的了解产品销售情况和市场动向，及时做出调整应对。
- （2）**力捧明星车型。**公司车型众多，各车型加总起来总量也很可观，但是单个乘用车中却没有一个月销量能破万的。车企的成功往往来自与几款明星车型的长期热销，热销车型对乘用车品牌力的提升有强劲作用。公司目前更加关注单个热销车型的培养，这种转变已经开始收到回报，江淮和悦销量在连续三个月快速提升，终于在 11 月实现破万。体现了江淮作为轿车领域的后进入者在轿车这条路上已经开始摸到门径。

- (3) **销售体系：以客户特征为导向重整。**公司的销售体系经历了多层面的调整。
①原有的乘用车营销公司一分为二变成轿车销售公司（覆盖和悦、同悦、悦悦等轿车）和商务车营销公司（覆盖偏商务类型的如瑞风 MPV、瑞鹰 SUV、宾悦）；②原有的轻卡销售公司一分为三变成江淮帅铃销售公司、江淮铃销售公司和江淮好运销售公司。新的销售体系完全以客户特征为导向，精准定位，江淮的营销提升的内涵式动力正在积聚。
- (4) **产品体系：结构不再讲求大而全，重心逐渐向盈利能力强的产品倾斜，把一些盈利能力差的量少的产品逐渐淘汰掉。**追求量和规模，是很多国企不可避免的作风，但这也导致对盈利能力的关注不够。以盈利能力对产品结构做调整将更加符合资本市场的口味。
- (5) **品牌体系：乘用车转型“瑞风+和悦”双品牌战略。**公司原有乘用车品牌众多，在广州车展上，正式对原有品牌体系进行了改编。未来江淮乘用车旗下新品将按目标客户的不同分别归入“瑞风”与“和悦”两大品牌之下，统一采用“品牌+字母+数字”的命名方式。瑞风和和悦是公司原有车型中最热销两大车型的品牌，其中瑞风是国内 MPV 的明星品牌，和悦则是公司唯一一个月销量达到万辆的明星车型。两大品牌均具有不错的市场影响力。公司此举无疑是想依托这大成功品牌的影响力带动整个乘用车体系的增长。两大品牌以公私两大消费群体目标。其中，全新“瑞风”品牌主要针对公商务及城市个性化市场，为客户提供 MPV、中型 SUV 和公商务轿车为主导的产品，A、S、M 系列分别对应轿车、SUV 和 MPV。“和悦”品牌则主要针对大众化和家庭消费市场，为个人及家庭用户提供家用轿车、紧凑型 SUV、小型 MPV 等系列化产品，充分满足大众化用车市场的需求。旗下产品将分别按 A 系列（轿车）、B 系列（轿车）、S 系列（SUV）命名，成为全系列的主流汽车品牌。全新品牌体系改变了以车型进行品牌划分方式，以终端消费者的特征为导向。

3.3 理念转变，二代轿车产品向利润蓝海进发

目前江淮乘用车涵盖了 MPV、SUV 及 C、B、A、A0 级轿车六大产品平台。并全面跟踪全球最新技术，配套打造了 GA、GB、DA、DB 四大发动机平台。

轿车和 SUV 作为公司销量最大的支柱，收入也占了公司半壁江山，但利润贡献却寥寥，利润水平偏低。目前在售的 SUV 和轿车产品均为一代产品，而明年多款 SUV 和轿车的二代产品将集中上市，有望改善目前盈利状况，带动公司进入利润蓝海。

江淮 2007 年才拿到轿车的准生证，到目前尚不足 5 年，仍处于起步和摸索阶段。因此，公司对一代产品的盈利能力严重缺乏控制力，更多的是在追求造出车、造更多种类的车。

设计理念转变：从设计车到设计能挣钱的车。原材料的采购都是在设计阶段就决定的，但是一代产品阶段设计人员并不会去考虑产品的盈利能力，只要能设计出市场满意的车。二代产品将以盈利为导向，从设计的时候就将考虑盈利能力，按照与其他公司车型对标后可以实现 20%左右的毛利率来进行设计。

追赶行业潮流，推进平台化和通用化。①二代产品将普遍共平台生产。平台化就是在同一平台上配置多款车型，等于就是同样的底子上配不同的壳，相对与单平台单产品可以大幅减少开发的风险，节约成本。而乘用车的一代车型（除了同悦呵同悦 RS）都是单平台单车型，所以一旦不能迎合市场口味，将会有巨大的开发损失。而二代产品将大举实现平台化，多款车型将共享平台。②二代产品将力求零部件通用化。通用化是对使得单一零部件更多适应多款车型的开发。这将使得零部件的生产和采购充分实现规模化效应，也会缩减成本。

4. 盈利预测与投资建议

在经历 2012 一整年的深度调整后，江淮汽车的内部风格正在变得务实，生产理念上也开始以市场为导向。这种内涵式的变革将带来长期的外延式增长。而在这种风格和理念下打造的二代轿车、SUV 产品有望迅速拉升公司的销量和盈利水平。预计公司从 2013 年开始将进入调整后的持续反弹期。

综合相对估值和绝对估值，我们认为公司合理估值应在 8.5-8.9 元，给予强烈推荐的投资评级。

4.1 相对估值

我们对公司未来业务的发展采取了以下假设：

（1）由于公司的轿车、SUV 二代产品将以利润为导向，在设计时就设定了一定的利润空间，我们假设公司对二代产品的这种以设定的利润空间的进行设计生产的方式行之有效，二代产品达到预期的利润水平。

（2）公司 DCT 自动变速器产能如期达产。

预计公司 2012 年-2014 年 EPS 为 0.43 元、0.57 元、0.65 元，对应当前股价 PE 为 15 倍、11 倍和 10 倍。

由于公司同时涉足商用车和乘用车领域，我们综合参考了商用车和乘用车整车上市公司的估值水平，公司 2013 合理相对估值应该为 15，对应股价为 8.5 元。

表 3：乘用车行业估值表

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
600104.SH	上汽集团	1.83	1.96	2.11	2.30	7.81	7.29	6.78	6.23
601633.SH	长城汽车	1.13	1.71	2.06	2.43	16.37	10.75	8.94	7.60
600418.SH	江淮汽车	0.48	0.44	0.56	0.67	11.62	12.53	9.92	8.33
601238.SH	广汽集团	0.69	0.43	0.57	0.73	8.35	12.97	9.66	7.58
000625.SZ	长安汽车	0.20	0.24	0.48	0.66	25.48	22.00	11.09	8.01
000927.SZ	一汽夏利	0.07	0.11	0.18	0.22	54.98	35.47	21.29	16.87
000572.SZ	海马汽车	0.20	0.07	0.10	0.18	13.49	38.41	27.72	15.45

002594.SZ 比亚迪 0.59 0.07 0.26 0.38 26.20 213.14 59.38 40.51

资料来源：WIND，东兴证券研究所

表 4：商用车行业估值表

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
600166.SH	福田汽车	0.55	0.81	0.70	0.67	14.07	7.10	8.30	8.65
000550.SZ	江铃汽车	2.17	1.84	2.04	2.32	6.76	7.98	7.20	6.30
600066.SH	宇通客车	2.27	2.02	2.30	2.70	12.25	10.18	8.92	7.61
600686.SH	金龙汽车	0.59	0.48	0.55	0.63	9.57	11.70	10.17	8.94
601965.SH	中国汽研	0.45	0.41	0.49	0.57	20.59	15.87	13.23	11.24
600375.SH	华菱星马	1.24	0.47	0.76	0.90	6.22	16.40	10.24	8.61
000868.SZ	安凯客车	0.28	0.17	0.20	0.28	29.20	23.40	20.39	14.32
000951.SZ	中国重汽	0.86	0.18	0.52	0.95	10.97	52.03	18.34	9.99
600006.SH	东风汽车	0.23	0.02	0.12	0.17	11.85	114.11	23.65	15.83

4.2 绝对估值

我们采取三阶段现金流折现模型估算公司绝对价值。主要假设条件如下：

表 5：绝对估值假设表

假设	数值	假设	数值
第二阶段 (2010-2017) 年数	8	Ke	10.57%
第二阶段增长率	8.00%	税率	14.56%
长期增长率	1.50%	Kd	5.98%
无风险利率 Rf	3.80%	Ve	7,719.53
β	1.01	Vd	1,462.00
Rm	10.50%	WACC	9.84%

资料来源：东兴证券研究所

DCF 模型显示，在永续增长率为 1% 的条件下，公司的绝对价值为 8.9 元/股。

表 6：绝对估值表

FCFF 估值	现金流折现值 (百万 元)	价值百分比
第一阶段	3,574.69	52.84%
第二阶段	1,310.78	19.38%
第三阶段 (终值)	1,879.11	27.78%
企业价值 AEV	6,764.59	100.00%
+ 非核心资产价值	6,334.69	93.64%
- 少数股东权益	168.68	-2.49%

- 净债务	1,462.00	-21.61%
总股本价值	11,468.60	169.54%
股本（百万股）	1,288.74	
每股价值（元）	8.90	

资料来源：东兴证券研究所

表 7：绝对估值敏感性分析表

敏感性测试结果	长期增长率 (g)								
	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
WACC									
7.34%	9.71	9.86	10.02	10.22	10.45	10.72	11.05	11.46	11.96
7.84%	9.43	9.55	9.69	9.85	10.04	10.26	10.52	10.83	11.21
8.34%	9.18	9.29	9.40	9.54	9.69	9.87	10.07	10.32	10.62
8.84%	8.96	9.05	9.15	9.26	9.39	9.53	9.70	9.90	10.13
9.34%	8.77	8.84	8.93	9.02	9.13	9.25	9.39	9.55	9.73
9.84%	8.59	8.66	8.73	8.81	8.90	9.00	9.11	9.25	9.40
10.34%	8.44	8.49	8.55	8.62	8.70	8.78	8.88	8.99	9.11
10.84%	8.29	8.34	8.39	8.45	8.52	8.59	8.67	8.76	8.87
11.34%	8.16	8.21	8.25	8.30	8.36	8.42	8.49	8.57	8.65
11.84%	8.04	8.08	8.12	8.17	8.21	8.27	8.33	8.39	8.46
12.34%	7.94	7.97	8.00	8.04	8.08	8.13	8.18	8.24	8.30

资料来源：东兴证券研究所

5.风险提示

- 1.由于交通压力日益严重，中央和地方政府有出台进一步限制汽车消费政策的可能。
- 2.由于目前公司出口巴西等多个国家，汇率的波动和当地政府对本国汽车产业的保护可能令公司遭受损失。

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	29704.36	30473.79	27621.44	-9.36%	32789.42	18.71%	37255.33	13.62%
营业成本	25124.45	26438.09	23475.96	-11.20%	27807.11	18.45%	31687.00	13.95%
营业费用	1268.51	1444.66	1563.37	8.22%	1836.21	17.45%	2049.04	11.59%
管理费用	1214.16	1407.06	1386.60	-1.45%	1642.75	18.47%	1825.51	11.13%
财务费用	-28.91	-86.45	-15.68	N/A	-21.75	N/A	-13.34	N/A
投资收益	34.50	38.55	20.00	-48.12%	21.00	5.00%	17.00	-19.05%
营业利润	1259.60	545.06	490.65	-9.98%	663.37	35.20%	754.73	13.77%
利润总额	1362.65	706.19	644.65	-8.71%	816.57	26.67%	895.63	9.68%

所得税	186.28	81.25	93.86	15.52%	118.89	26.67%	130.40	9.68%
净利润	1176.38	624.94	550.79	-11.86%	697.68	26.67%	765.23	9.68%
归属母公司所有者的净利润	1162.65	617.64	542.79	-12.12%	688.68	26.88%	758.23	10.10%
NOPLAT	1062.45	405.85	405.82	-0.01%	548.20	35.08%	633.45	15.55%
资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	3781.97	3183.98	6286.69	97.45%	7438.40	18.32%	7615.65	2.38%
交易性金融资产	321.88	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	305.31	277.30	1135.13	309.36%	316.22	-72.14%	359.28	13.62%
预付款项	541.86	252.67	252.67	0.00%	252.67	0.00%	252.67	0.00%
存货	2001.09	1443.50	1571.28	8.85%	1861.17	18.45%	2120.86	13.95%
流动资产合计	8361.51	6798.56	12135.30	78.50%	11471.56	-5.47%	12147.80	5.89%
非流动资产	7172.71	7937.48	9136.94	15.11%	9275.18	1.51%	9545.20	2.91%
资产总计	15534.22	14736.04	21272.25	44.36%	20746.74	-2.47%	21692.99	4.56%
短期借款	100.00	417.64	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	2932.27	2575.22	4823.83	87.32%	4190.11	-13.14%	4340.68	3.59%
预收款项	1283.44	685.80	685.80	0.00%	685.80	0.00%	685.80	0.00%
流动负债合计	9409.09	7915.29	13161.64	66.28%	11645.06	-11.52%	11933.55	2.48%
非流动负债	632.43	937.49	1838.74	96.13%	2338.74	27.19%	2458.74	5.13%
少数股东权益	122.01	160.68	168.68	4.98%	177.68	5.34%	184.68	3.94%
母公司股东权益	5370.69	5722.58	6103.19	6.65%	6585.26	7.90%	7116.02	8.06%
净营运资本	-1047.59	-1116.72	-1026.34	N/A	-173.49	N/A	214.25	N/A
投入资本 IC	1990.85	3737.92	1399.18	-62.57%	1264.54	-9.62%	1842.05	45.67%
现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	1176.38	624.94	550.79	-11.86%	697.68	26.67%	765.23	9.68%
折旧摊销	805.35	795.96	0.00	N/A	1111.82	N/A	1201.04	8.02%
净营运资金增加	694.32	-69.13	90.39	N/A	852.84	843.57%	387.74	-54.54%
经营活动产生现金流	1560.12	-728.44	4936.02	N/A	2028.56	-58.90%	1698.38	-16.28%
投资活动产生现金流	-665.02	-34.08	-2053.23	N/A	-1222.00	N/A	-1472.00	N/A
融资活动产生现金流	-399.42	148.14	219.93	48.46%	345.15	56.94%	-49.13	N/A
现金净增（减）	495.68	-614.38	3102.72	N/A	1151.71	-62.88%	177.25	-84.61%

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。