



## 江淮汽车（600418）：战略转型进行时，轿车业绩可期

### 近半年该股与沪深300指数走势



### 基础数据

总股本（百万股）	1288.74
实际流通A股（百万股）	1072.87
实际流通A股市值（亿元）	105.42

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 刘洋

电话 025-83367888-3305

邮箱 liuyang200029@163.com

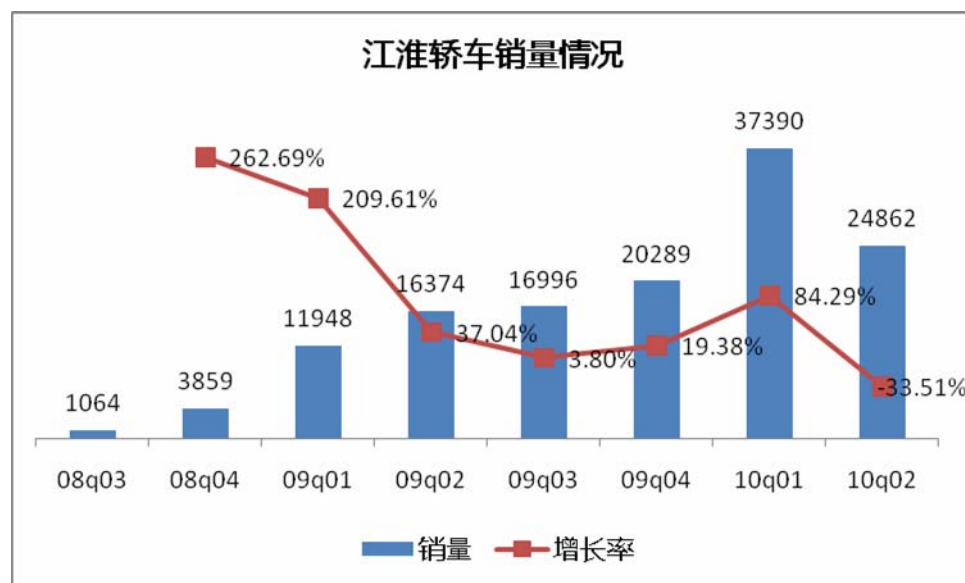
### ● 内容提要

公司评级： 推荐

- **轿车战略初见成效，四个平台全部上马，业绩稳步提升。**江淮汽车07年涉足轿车领域，09年同悦月销售量达到5000辆，标志着公司向轿车行业的战略转型初步成功。公司轿车品种丰富，蕴含了宾悦B级、和悦A级、同悦A0级和悦悦A00级四个平台的产品。同时轿车销量同比增长高达123.05%，远远高于行业的平均水平。
- **两大支柱产品利润贡献稳步增加。**瑞风MPV和轻卡是公司的两大王牌产品。2010年上半年瑞风MPV和轻卡的两大支柱产品业绩持续高速增长，瑞风MPV同比增长51.93%，轻卡同比增长45.89%。
- **电动汽车牛刀小试，把新能源娶回家。**公司在08年涉足纯电动汽车的研发工作，公司自主开发的电控系统搭配外购的电池、电机已经成功的应用在同悦轿车上。
- **投资建议：**2010年在瑞风MPV和轻卡盈利的支持下，公司大力发展轿车产品。公司主推和悦和同悦两款轿车。我们预测全年轿车略微亏损，2011年轿车业绩将会集中爆发。我们给予江淮汽车16倍的PE，江淮汽车10年、11年EPS分别为0.65元和0.93元。10年的目标价为10.4元。因此我们给与推荐的评级。
- **风险提示：**公司在轿车领域技术积累还有待进一步提高；公司轿车议价能力较弱，产品毛利率比较低，容易受到原材料波动的影响。

## 一、轿车战略，初见成效。

1、公司自从2006年涉足轿车以来，陆续推出了宾悦，同悦，和悦和悦悦四款主打产品。轿车产品丰富，B级、A级、A0级和A00级四个平台全部推齐，公司的轿车战略是技术领先，品牌至上，价格低廉。目前公司轿车主要瞄准中低端品牌，以其高端的配置，低廉的价格进入轿车市场，提升自己的轿车品牌。目前公司资金投入的三分之二都用于轿车的研发和销售上。公司在推进轿车战略上稳扎稳打，在产品质量上精益求精，“以时间换取客户对江淮轿车品质的认可”。



数据来源 公司公告 南京证券研究所整理

宾悦是公司推出的第一款轿车，以高性价比逐步被市场所接受，慢慢建立起了江淮的轿车品牌。同时公司在合肥市专门申请了一个由宾悦组成的高级别的出租车队伍，进行江淮轿车品牌的推广。公司2010年在轿车领域重点推广同悦和和悦轿车。

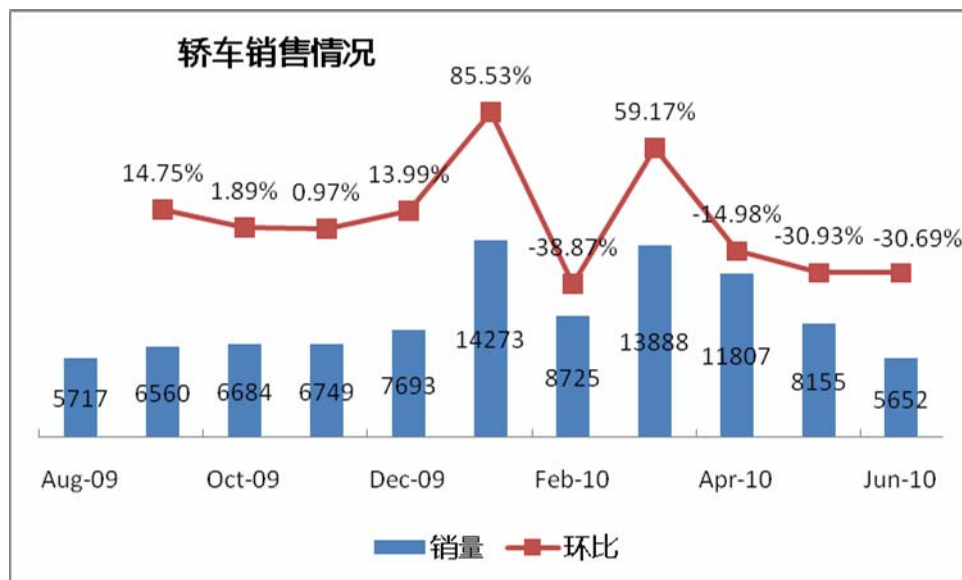
同悦轿车是公司2008年下半年推出的一款A0级轿车，该车主销车型是1.3L，其高性价比在市场上赢得了好评。该车目前销售月平均稳定在5000台左右，现在毛利已经转正，大概在5%左右，但现在还处于亏损阶段，尽管磨具费用已经摊薄完成，但其他费用还未摊薄结束。同悦系列汽车官方指导价在4.98万-6.68万之间，我们预测2010年销售7.5万辆左右。

和悦汽车是公司2009年底推出的A级轿车。和悦RS以1.8L为主，售价在6.98-8.88万。和悦三厢6.58-8.48万，和悦这两款车月平均销售量能够保持

在5000台左右，全年销售预计达到7万辆左右，由于它们没有共用同一磨具，所以只有销量达到10万台时，才能完成磨具的摊薄费用。

悦悦轿车今年上半年已经在北京车展上亮相，该车以1.0L为主目，预计在8月或9月择机推出，将会向微车的领头羊F0发起冲击，但是由于微车的毛利率水平较低，我们对悦悦的销售业绩不抱太高的期望。

2、节能汽车补贴，助推江淮轿车更上一层楼。江淮轿车旗下有8款车型进入第一批节能汽车推广目录，同悦有6款，其中同悦RS和同悦各有三款。悦悦有2款入围。国家3000元的补贴对于悦悦3万-4万德售价来说，将有7.5%-10%的降幅，对于同悦也有4.5%-6%的降幅。在加上购置税按7.5%征收，其整体补贴力度要大于去年5%购置税的优惠，所以我们认为节能补贴的出台将会进一步推动同悦和悦悦的销量。



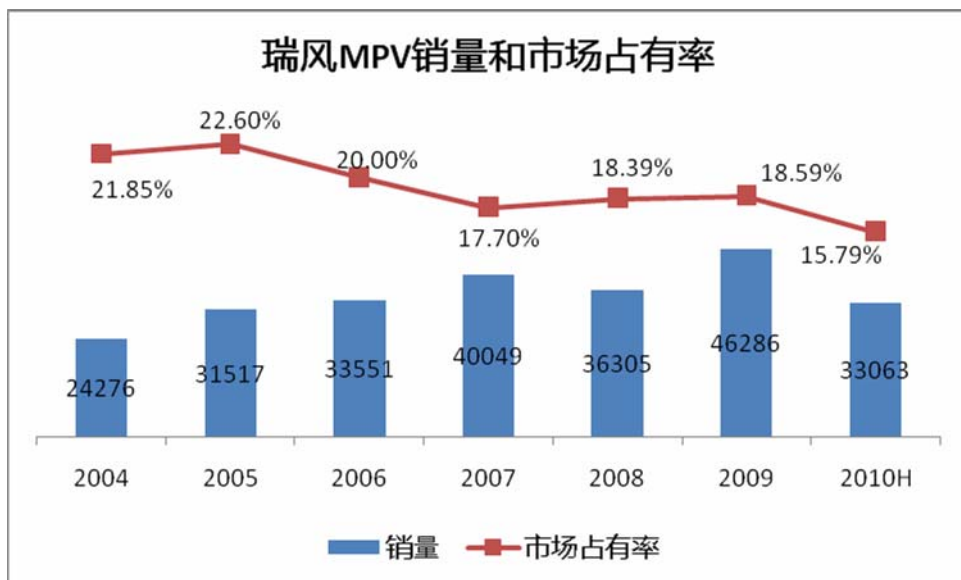
数据来源 公司公告 南京证券研究所整理

公司上半年轿车销量达到62500辆，比去年同期增长123.05%，远高于行业的平均水平。但主要原因是公司在09年上半年汽车销量基数较低。轿车销量在10年第一季度达到顶峰，随着宏观调控的加大以及缺少后续利好政策的刺激，轿车销量趋于下降。但我们认为节能补贴政策的出台和第四季度消费旺季的到来，轿车销量将维持在一个较高的水平，我们预测下半年江淮汽车销量将在14-16万辆左右。由于同悦销量净利率仍为负，和悦摊薄费用未完成。所以我们认为10年轿车仍然处于亏损的状态，预计2011年上半年轿车将实现全面盈利，毛利率也高达20%左右。

3、配备自产发动机，轿车成本有所降低。2008年公司投资建设的20万台小排量发动机项目现在已经开始量产，主要供应1.5L的和悦和1.3L的同悦轿车。现在发动机月产量已经达到4000-5000台，其余轿车发动机仍需外购东安动力的三菱发动机，配备自产发动机比外购的成本可降低20%左右，这将使公司更加游刃有余的在低端轿车市场上进行拼杀。公司目前发动机只是内销，暂时没有外销计划。

## 二、瑞风 MPV 王者地位难以撼动，高盈利水平延续，瑞风和畅蓄势待发。

瑞风 MPV 系列是公司在 2003 年引进韩国生产技术，然后进行多次自主技术开发的多功能商务车。该车立足国内 MPV 低端市场，售价在 9-16 万之间，以高性价比和舒适性赢得了市场的认可。2010 年上半年销售 33109 辆，同比增长 51.93%，再次蝉联 MPV 车型的全国销售冠军。



数据来源 公司公告 南京证券研究所整理

瑞风作为公司最主要的盈利产品，它的毛利率高达 30%以上，其盈利水平占公司总盈利水平的 50%左右，是公司盈利的主要来源。



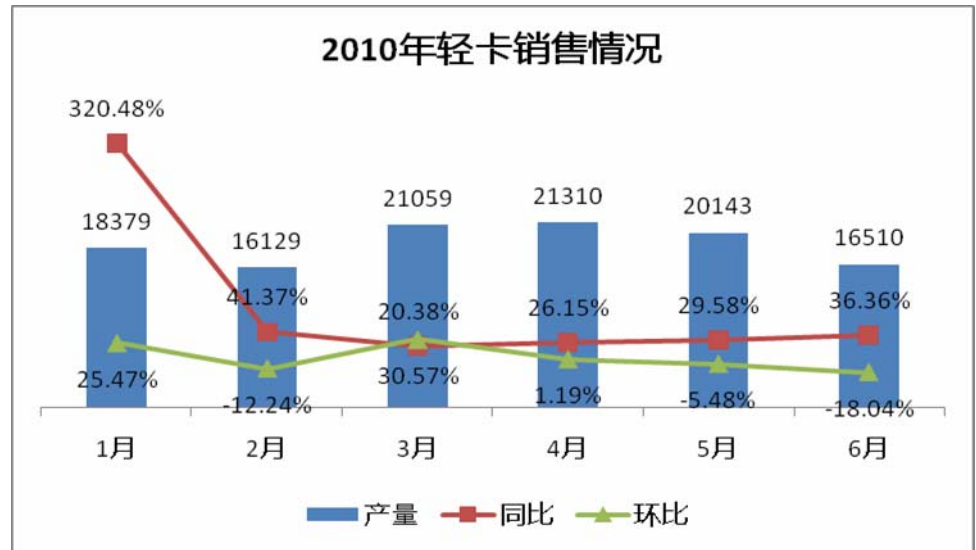
数据来源 公司公告 南京证券研究所整理

公司在2010年下半年将延长瑞风MPV系列的产品线，分别向高端和低端延伸。低端产品将进一步抢占市场份额，但毛利率较低。在高端产品上，公司依托瑞风MPV良好的口碑和用户基础在2010年下半年将推出瑞风二代和畅系列。该产品售价在15-16万之间，由于和瑞风一代产品共用同一磨具，所以该产品成本较低，同时其售价比一代高，所以毛利率也比一代有所提升。同时该产品与一代瑞风MPV相比，无论是外观还是内在配置上都有较大的改进，且是自主开发的产品，摆脱了对韩国技术的依赖，所以瑞风和畅有望进入国际市场。该产品使瑞风系列向上突破，不仅丰富了MPV系列的产品，而且在继续保持销量冠军和MPV王者地位的同时，撼动别克GL8在高端市场上龙头老大的地位，使MPV高端市场一枝独秀的局面向两强争霸转变，从而实现品牌从量到质的第二次跨越。

### 三、轻卡销售稳定增长，利润保持稳定。

轻卡作为公司的传统强项业务，其利润占总利润的30%-40%，毛利率在15%左右。目前形成高端轻卡帅铃、中高端江淮铃、经济型江淮好运三大产品线。目前高端轻卡占总轻卡的比例低于1/3。中端在1/3左右，低端高于1/3。2010年上半年销量达到113530，同比增长45.89%，主要受益于汽车下乡，以旧换新政策的延续。同时公司在保持原中端轻卡优势的情况下向下延伸，为农村市场量身打造了一款“好运”轻卡系列。其产品价格2.7万-8.6万之间。另外公司“汽车超市”的营销策略也使得轻卡成为最为受益的产品。目前在全国150县级地区设有江淮汽车“汽车超市”，进行汽车的展销活动。据统计参加展销的地区比未参加展销地区

得销量提高了100%，预计公司2010年将把“汽车超市”扩大到200家。2010年全年轻卡的销量在20万辆。



数据来源 公司公告 南京证券研究所整理

#### 四、电动汽车牛刀小试，把新能源娶回家。

公司在08年就开始了新能源汽车的研发工作，现在纯电动汽车实验已经成功，公司依靠自己的科技研发实力，成功研制成功了电控系统。电池和电机均采用外购方式，同时还对电机、电控的布局进行了优化。目前以同悦为载体的纯电动汽车一次充电可以行使100-150公里，最高时速在100KM/H左右，电池容量在15KWH，是一款定位于上班族的纯电动汽车。公司重点在与如何使自己研发的电控系统优化整合电池和电机，使之工作更加协调有效。同时不断优化底盘的构造使之更加适合于纯电动汽车。

#### 五、投资建议

10年上半年公司的瑞风MPV，轻卡系列持续稳定的高增长，为公司轿车战略的实施提供了有力支持，尽管轿车整体今年亏损的概率较大，但是亏损额度较小，预计2011年上半年轿车将实现全面盈利。鉴于目前汽车整车行业的估值水平，以及汽车行业周期性的特点，我们给与江淮汽车16倍的PE，江淮汽车10年、11年EPS分别为0.65元和0.93元。10年的目标价为10.4元。因此我们给与推荐的评级。

#### 六、风险提示

公司近几年才涉足轿车行业，技术积累还不够充分。公司的轿车大多定位

于低端市场，面临的竞争比较激烈。同时轿车生产规模较小，所以公司对上游厂商和下游客户的议价能力都比较低。另外由于低端轿车的毛利率较低，比较容易受到原材料价格波动的影响。

<b>财务和估值数据摘要</b>					
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	14273.82	14724.64	20091.71	28256.98	34298.32
增长率(%)	31.69%	3.16%	36.45%	40.64%	21.38%
归属母公司股东净利润	328.46	57.05	335.69	833.47	1199.37
增长率(%)	-15.06%	-82.63%	488.39%	148.29%	43.90%
每股收益(EPS)	0.25	0.04	0.26	0.65	0.93
每股股利(DPS)	0.13	0.08	0.00	0.50	0.71
每股经营现金流	0.61	0.45	2.61	2.85	2.28
销售毛利率	0.15	0.12	0.14	0.14	0.15
销售净利率	0.02	0.00	0.02	0.03	0.04
净资产收益率(ROE)	0.08	0.01	0.08	0.18	0.25
投入资本回报率(ROIC)	0.10	0.02	0.08	0.09	0.21
市盈率(P/E)	32.37	186.36	31.67	12.76	8.86
市净率(P/B)	2.62	2.65	2.46	2.35	2.22
股息率(分红/股价)	0.02	0.01	0.00	0.06	0.09
<b>报表预测</b>					
<b>利润表</b>	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	14273.82	14724.64	20091.71	28256.98	34298.32
减: 营业成本	12198.86	12958.92	17178.83	24371.65	29132.99
营业税金及附加	423.23	381.26	511.72	719.68	873.55
营业费用	661.62	649.83	1168.79	1607.82	1622.31
管理费用	581.48	663.53	621.80	867.49	1049.53
财务费用	11.96	25.51	-3.74	-59.88	-86.12
资产减值损失	9.49	39.11	237.11	175.48	123.47
加: 投资收益	0.00	-1.62	3.30	2.50	2.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	387.19	4.86	380.50	577.24	1585.09
加: 其他非经营损益	30.68	17.81	43.10	554.66	44.08
利润总额	417.87	22.67	423.60	1131.90	1629.18
减: 所得税	87.67	-37.42	81.44	282.35	406.67
净利润	330.19	60.09	342.16	849.55	1222.51
减: 少数股东损益	1.74	3.03	6.47	16.08	23.13
归属母公司股东净利润	328.46	57.05	335.69	833.47	1199.37

<b>资产负债表</b>	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	579.81	682.90	3235.41	5651.40	6859.66
应收和预付款项	816.49	891.25	852.60	983.76	992.58
存货	857.85	791.08	1279.85	1134.69	1076.54
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6.89	23.20	26.50	29.00	31.50
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4576.33	5716.45	6001.92	5822.34	5697.92
无形资产和开发支出	511.29	634.29	747.85	1012.96	1251.37
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	7348.65	8739.18	12144.13	14634.15	15909.58
短期借款	7.00	448.11	50.00	181.56	575.55
应付和预收款项	2889.21	3593.05	6640.46	8787.69	9365.18
长期借款	150.00	550.00	576.39	576.39	576.39
其他负债	212.30	68.91	445.20	445.20	445.20
负债合计	3258.51	4660.06	7712.05	9990.84	10962.31
股本	1288.74	1288.74	1288.74	1288.74	1288.74
资本公积	1324.70	1324.70	1314.97	1314.97	1314.97
留存收益	1438.53	1391.30	1719.41	1914.56	2195.38
归属母公司股东权益	4051.98	4004.74	4323.11	4518.26	4799.09
少数股东权益	38.17	74.37	108.97	125.04	148.18
股东权益合计	4090.14	4079.11	4432.08	4643.31	4947.26
负债和股东权益合计	7348.65	8739.18	12144.13	14634.15	15909.58
<b>现金流量表</b>	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	780.27	578.63	3358.15	3670.01	2935.06
投资性现金净流量	-754.67	-1086.01	-624.33	-807.90	-1289.67
筹资性现金净流量	280.32	502.00	-157.97	-446.13	-437.12
现金流量净额	304.75	-9.60	2577.39	2415.98	1208.27



**南京证券上市公司投资评级标准:**

- 强烈推荐: 六个月内预计涨幅大于 30%;
- 推荐: 六个月内预计涨幅为 10%-30%之间;
- 中性: 六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间;
- 回避: 六个月内预计涨幅为-10%及以下。