

# MPV及轻卡多点发力,国内外市场 双地丰收

——江淮汽车（600418）

2011年2月15日

强烈推荐/维持

江淮汽车

事件点评

银国宏

策略分析师

执业证书编号：S1480207120048

后立尧(联系人)

机械行业分析师

010-66557343

[hoully@dxzq.net.cn](mailto:hoully@dxzq.net.cn)

## 事件：

2月15日,我们对江淮汽车进行了实地调研,就公司2010年业绩、2011年业绩预测及经营计划、新产品研发情况、产能利用情况等方面与公司董事长、董秘及证代进行了交流。

## 观点：

### 1. 1月销量同比增长20.66%，超出预期

江淮汽车2011年1月份共销售汽车5.6万辆,同比增长20.66%,产量为4.6万辆,同比增长了22.4%,取得了开门红。其中轿车销量1.9万辆,同比增长25.7%,MPV、SRV、轻卡、重卡及底盘销量分别是8666辆、2260辆、2万辆、2934辆和2866辆,同比分别增长14.8%、11.7%、10.2%、80%和69%,超出市场预期。

表1:江淮汽车2011年1月产销量表

	销量(万辆)	销量同比增速	产量(万辆)	产量同比增速
轿车	1.9	25.7%	2.0	41.1%
MPV	0.86	14.8%	0.84	13.9%
SRV	0.22	11.7%	0.26	46.3%
轻卡	2.0	10.2%	2.1	3.8%
重卡	0.29	80%	0.3	105%
客车底盘	0.28	69%	0.22	26.7%
<b>合计</b>	<b>5.6</b>	<b>20.66%</b>	<b>5.7</b>	<b>22.4%</b>
发动机	2.9	109%	3.2	152%

资料:东兴证券研究所

### 2. 2011年出口业务或很给力,未来向巴西出口62万辆

公司今年计划继续加大海外出口力度,争取取得国内国外双丰收。南美地区,仅在巴西,公司未来两年年均销量预计会超过5万辆,在中东和东亚地区,公司也正在积极拓展市场,2011年江淮的出口业务或很给力。据公司公告,2011年1月份江淮共出口销售各类汽车5018台,同比增长319.6%,公司一次性获巴西经销商第一季度7000台轿车的大单,截至目前,已生产2700台轿车发运巴西。据公司介绍,此次出口巴西的轿车车型为同悦,出口价格较国内稍高一些,除去改造费、国际销售费用之后总体毛利率略高于国内销售。和悦预计3月份开始出口巴西。以上出口都是江淮“出口巴西62万辆的桑巴项目”中的一部分。“桑巴项目”开始于2009年12月,江淮与巴西SHC公司签署的《独家经销协议》,江淮在未来若干年内将向巴西市场出口62万辆汽车,2011年计划出口4.5万辆,订单有持续性。

### 3. MPV 市场稳居龙头,轻重卡业务继续发力,轿车业务今年开始盈利

江淮汽车 2010 年全年实现销售 44.2 万台,同比增长 42.6%。其中乘用车销量超过 20 万辆,同比增幅达到 62%。商用车(重卡和轻卡)销量总计 21.8 万辆,同比增长 31%。其中 MPV 及轻卡业务贡献了约 70%的毛利润,其中销量只占到公司总销量 15%的瑞风 MPV 贡献了公司毛利的 40%,这得益于瑞风的高毛利率,08-10 年瑞风的毛利率分别高达 21%、35%和 38.8%。

图 1:江淮汽车 2010 年各产品销量及同比增速

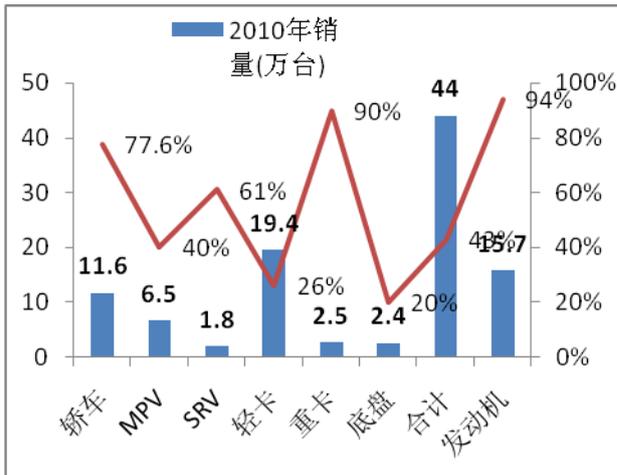
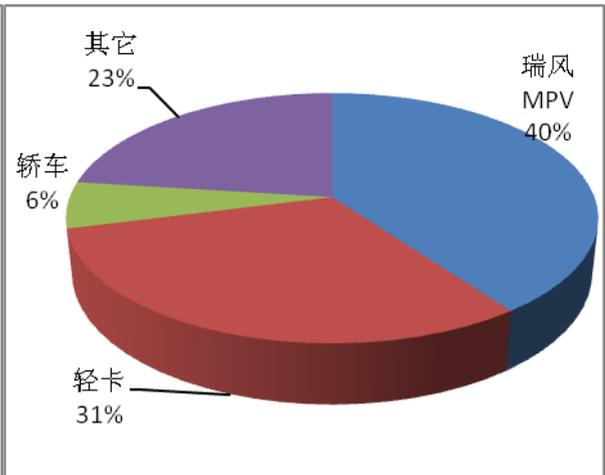


图 2:江淮汽车目前毛利贡献比例



资料:东兴证券研究所

**MPV 市场方面:**2010 年,江淮汽车共售出瑞风 MPV 6.4 万辆,连续 3 年稳居 MPV 行业第一,目前 MPV 市场占有率接近 18%。公司预计 2011 年瑞风的销量会在 8 万辆左右,而公司董事会通过扩产计划,准备将未来 2 年瑞风的产销规模都可以上升到 10 万辆左右。

表 2:国内 MPV 市场销量排名

排名	车型	2010 年销量(万)	2009 年销量(万)	2008 年销量(万)
1	江淮瑞风	6.4	4.6	3.6
2	东风风行	5.5	2.6	2.2
3	别克 GL8	5.2	4.0	3.6
4	一汽森雅	4.8	0.8	0.5
5	本田奥德赛	4.5	2.8	2.8
6	海马普力马	2.8	0.3	0.7
7	大众途安	2.2	1.8	1.2
8	凯瑞优雅	1.9	/	/
9	东风帅客	1.9	/	/
10	金杯阁瑞斯	1.8	1.3	1.2

资料:东兴证券研究所

公司目前有三种档次的 MPV 对应高中低三种市场,其中瑞风 II 准备进军高端市场,预计 2011 年初上市,BMPV 兼备商务和家用等多功能特点,重点拓展私营等中小企业市场。

**轻卡业务方面:**公司轻卡销售采取了分网营销策略,将轻卡分“帅铃(高端物流用车)”、“江淮铃”、“江淮好运”三类,比例分别是 20%、35%和 45%。公司为各类轻卡建立了专卖店,提供 2s 或 3s 服务,以上策略的实施使得公司轻卡销量从 08 年的 8 万台增加到 2010 年的 19.4 万台,增加了 2 倍多,预计 2011 年销量还会继续增加到 25 万台。

**重卡市场方面:**公司目前有 2 款重卡产品--“格尔发”和“亮剑者”。另外,江淮 10 年与美国纳威司达公司、美国卡特彼勒公司签署两项合资公司综合协议,双方将共同生产与销售中重型卡车和柴油发动机(投资总额人民币 18 亿元,注册资本人民币 6 亿元,双方持股比为 50%: 50%,年产初步规划为 18 万台轻型柴油发动机、7 万台中重型柴油发动机。虽然房地产市场开工面积减少对重卡业务有所影响,但在实际市场上,2011 年铁路 8500 亿投资及 2 万亿水利建设大大的拉动了重卡需求,无论是修铁路还是新建水利水电工程都需要重卡,这样就抵消了房地产市场的影响。2010 年,公司同销售重卡 2.5 万辆,今年的目标是 3.5 万辆,公司对此满怀信心。

**轿车业务方面:**公司目前有 A 级别车悦悦及同悦,B 级别车和悦,C 级车宾悦等。2010 年公司轿车销量为 11.6 万辆,同比增长了 77.6%,2011 年 1 月份销售轿车 1.9 万辆,同比增长 25.7%,公司的轿车业务经过前 2 年的磨合预热,预计 2011 年开始为公司贡献利润,根据“桑巴项目”,公司今年至少出口巴西 3.6 万辆汽车(轿车、MPV 与 SUV 为主),再加上国内的轿车销售,保守估计 2011 年公司轿车的销量约为 18 万辆。

#### 4. 十一五完成汽车平台搭建,十二五将实现战略突破

十一五期间,江淮汽车以战略布局为主,实施以商用车为基础,巩固细分市场领先地位,成功拓展乘用车,成为了综合性汽车企业,随着 06-09 年期间公司销量的不断增加,到 2010 年达到拐点,乘用车和商用车平台搭建成功。

十二五期间,公司将以战略突破为主,强调优化结构,形成以瑞风 MPV、轻卡为核心业务(目前占毛利的 70%),以轿车为战略业务的格局。十二五期间公司的销售目标是 160 万辆,下一步投资研发重点是突破核心零部件,包括 1.5L 及以下排量小排量高效发动机的研发,特别是 1.2L 涡轮增压发动机技术研发,公司还将加强传动系统的研发及 DCT 双离合自动变速箱的研发。技术方面,公司整体技术装备水平不次于合资公司,工厂大部分设备是德国的较新设备,而且公司采取了只采购核心设备,非核心设备自己配套等方式降低了设备投资成本。

产能方面:公司目前具备 50 万辆整车、40 万台发动机的生产能力。近期,江淮乘用车基地扩建项目正式启动。总投资额预计在 21.9 亿元,2011 年计划完成投资 7.7 亿元,首条生产线预计最快于今年下半年投入使用。整个项目预计在 2012 年底全部竣工投产,全部达产后预计可实现年产值 153.4 亿元。公司计划,如果 2011 年轿车卖到 20 万辆以上,公司则考虑扩建 2 期生产基地,该基地将以专业化生产轿车平台为主。

**表 3: 江淮汽车产能情况**

主要产品	产能(万辆)
轿车	20
MPV	4
SUV	3
轻卡	15
客车底盘	3
重卡	4
发动机	40

资料:东兴证券研究所

## 5. 新能源汽车精准定位,领跑市场

公司对新能源汽车的参与没有盲目扩张,追逐其它厂商的脚步,而是精准判断,专心于纯电动车及插电式电动车的研发,目前有同悦电动车及和悦插电式混合动力车。目前公司已经售出 500 多辆纯电动车(比亚迪售出 200 多辆),30 多辆纯电动客车,后续还将有 150 辆纯电动客车售出,远远超出其它品牌的新能源汽车销量。

### 结论:

此次调研坚定了我们看好江淮汽车的判断,公司盈利主动力---MPV 及轻卡业务增长稳定,出口业务大放异彩,轿车业务开始盈利,1 月份国内外销量数据靓丽,公司经营者有清晰的发展思路,成熟稳健,步步为营,对市场的判断和定位非常精准。我们看好公司今后的成长性、享受的优厚政策优势、在 MPV 及新能源汽车领域的先发优势、以及公司积极拓展的出口业务,基于以上判断,我们上调公司 10-12 年 EPS 分别至 0.91 元、1.30 元和 1.67 元,当前股价对应 10-12 年 PE 分别为 13.9 倍、9.7 倍和 7.6 倍。我们给出公司的目标价为 16 元,维持“强烈推荐”的评级。

**表 4: 江淮汽车盈利预测表**

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	14,724.64	20,091.71	32,000.00	39,000.00	47,000.00
主营收入增长率	3.16%	36.45%	59.27%	21.88%	20.51%
EBITDA(百万元)	522.65	1,129.38	1,914.81	2,567.20	3,128.20
EBITDA 增长率	-26.90%	116.09%	69.54%	34.07%	21.85%
净利润(百万元)	57.05	335.69	1,170.39	1,687.36	2,156.56
净利润增长率	-82.63%	488.39%	248.65%	44.17%	27.81%
ROE	1.42%	7.76%	21.80%	24.55%	24.51%
EPS(元)	0.040	0.260	0.908	1.309	1.673
P/E	317.00	48.77	13.96	9.68	7.58
P/B	4.08	3.78	3.04	2.38	1.86
EV/EBITDA	31.83	12.34	5.22	3.24	2.07

资料来源:东兴证券研究所

**表 5: 江淮汽车资产负债表**

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	703.77	3,293.85	7,277.46	120.94%	9,448.23	29.83%	11,847.53	25.39%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	411.14	305.22	701.37	129.79%	854.79	21.88%	1,030.14	20.51%
预付款项	186.07	297.52	680.56	128.74%	1,147.39	68.60%	1,709.98	49.03%
存货	791.08	1,279.85	1,649.10	28.85%	2,009.84	21.88%	2,422.11	20.51%
流动资产合计	2,386.10	5,426.29	10,623.25	95.77%	13,843.86	30.32%	17,472.06	26.21%
非流动资产	6,434.82	6,946.86	6,537.99	-5.89%	5,717.86	-12.54%	5,302.96	-7.26%
资产总计	8,820.93	12,373.16	17,161.24	38.70%	19,561.72	13.99%	22,775.02	16.43%
短期借款	448.11	50.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	1,936.82	2,356.66	2,998.36	27.23%	2,740.68	-8.59%	2,201.92	-19.66%

预收款项	233.48	1,000.99	1,032.99	3.20%	1,071.99	3.78%	1,118.99	4.38%
流动负债合计	4,067.23	7,168.20	10,551.72	47.20%	11,159.47	5.76%	11,697.05	4.82%
非流动负债	674.58	772.88	1,131.98	46.46%	1,631.98	44.17%	2,181.98	33.70%
少数股东权益	74.37	108.97	109.97	0.92%	110.97	0.91%	111.97	0.90%
母公司股东权益	4,004.74	4,323.11	5,367.58	24.16%	6,873.54	28.06%	8,798.27	28.00%
净营运资本	(1,681.13)	(1,741.91)	71.53	N/A	2,684.39	3652.75%	5,775.02	115.13%
投入资本 IC	4,343.45	1,996.22	(863.52)	N/A	(1,027.33)	N/A	(950.90)	N/A

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 后立尧

清华大学工科学士，韩国 POSTECH 大学管理学硕士，2007 年起从事行业研究员工作，2010 年加盟东兴证券研究所，从事交运设备行业（军工/高铁/船舶/汽车等）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，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。

## 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。