

## 江淮汽车 (600418.SH) 货车行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

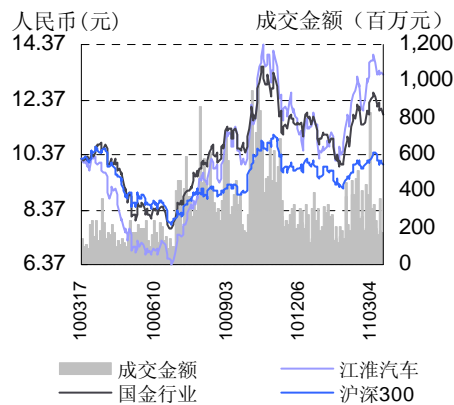
市价(人民币): 13.27元

## 轿车业务盈利在望, 拟公开增发扩充产能

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)	17,101.54
年内股价最高最低(元)	14.38/6.37
沪深300指数	3197.10
上证指数	2897.30



## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.260	0.902	1.366	1.640	1.960
每股净资产(元)	3.35	4.17	5.32	6.70	8.36
每股经营性现金流(元)	2.60	1.21	2.81	3.34	4.01
市盈率(倍)	50.94	14.71	9.72	8.09	6.77
行业优化市盈率(倍)	16.76	16.76	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	463.96%	243.81%	50.78%	19.92%	19.38%
净资产收益率(%)	8.09%	23.93%	27.07%	25.55%	24.29%
总股本(百万股)	1288.74	1288.74	1288.74	1288.74	1288.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- **业绩符合预期。**江淮汽车 10 年实现销售收入 297.04 亿元, 同比增长 47.84%; 归属母公司股东净利 11.63 亿元, 对应 EPS 为 0.90 元, 同比增长 246.35%, 符合我们之前预期。

## 经营分析

- **轿车业务带动整体销量大增和盈利回升。**2010 年江淮汽车总销量 442,547 辆, 同比增长 42.5%, 其中轿车 116,497 辆, 增速高达 78%, 成为带动公司销量增长的主力。除此之外, 受益于轿车业务放量, 公司盈利能力也有大幅提升, 2010 年公司毛利率为 15.42%, 较 09 年提高 1 个百分点, 净利率 3.91%, 大幅提高 2.2 个百分点。
- **轻卡地位稳定, MPV 市场份额有所下降。**公司 10 年轻卡销售 194,050 辆, 同比增长 26.0%, 与行业增速同步, 市场占有率维持在 10.5%。而公司 MPV 业务份额则在 10 年有所下滑, 瑞风全年销售 64,575 辆, 增长 40.5%, 低于行业 79% 的增速。我们认为, MPV 份额下降主要同众多竞争对手竞相进入这一细分市场有关, 公司份额有所下降在所难免, 预计随着今年公司新一代瑞风的上市, 公司 MPV 份额有望有所回升。
- **和悦将成江淮轿车标杆车型, 月销过万可期待。**09 年底上市的和悦已成为市场畅销品牌, 10 年销售 69,331, 占公司轿车总量的 60%。公司积极将和悦打造成江淮轿车的代表之作, 且和悦已于今年 2 月入选了节能车目录, 我们预测 2011 年和悦月均销量有望过万, 同时江淮轿车总销量也有望突破 18 万辆且实现盈利。
- **出口将成 2011 年新亮点。**公司去年与巴西经销商 SHC 签订出口协议, 按计划 11 年江淮将往巴西出口 45,750 辆, 占公司 10 年销量的 10.3%。而今年 1-2 月公司已累计出口 8,755 辆, 同比增速高达 297%, 由此可见公司巴西出口项目正顺利实施中, 出口也有望成为江淮的新亮点。
- **拟公开增发投向乘用车扩能项目。**公司同时公告拟公开增发不超过 1.5 亿股, 募集资金不超过 28 亿元, 用于建设乘用车生产基地及年产 20 万台高性能汽油发动机项目。公司当前乘用车产能为 24 万台, 而 2010 年乘用车销量已突破 20 万台, 扩充产能确实势在必行, 而增发的完成也将有利于公司乘用车业务的继续快速发展。

吴文利 分析师 SAC 执业编号: s0630511010003  
(8621)61038231  
wuwz@gjzq.com.cn

### 盈利预测

- 暂不考虑增发影响，我们维持公司盈利预测，预测公司 2011-2013 年可实现归属母公司净利润分别为 17.56、21.22、25.44 亿元，对应 EPS 分别为 1.37、1.64、1.96 元。

### 投资建议

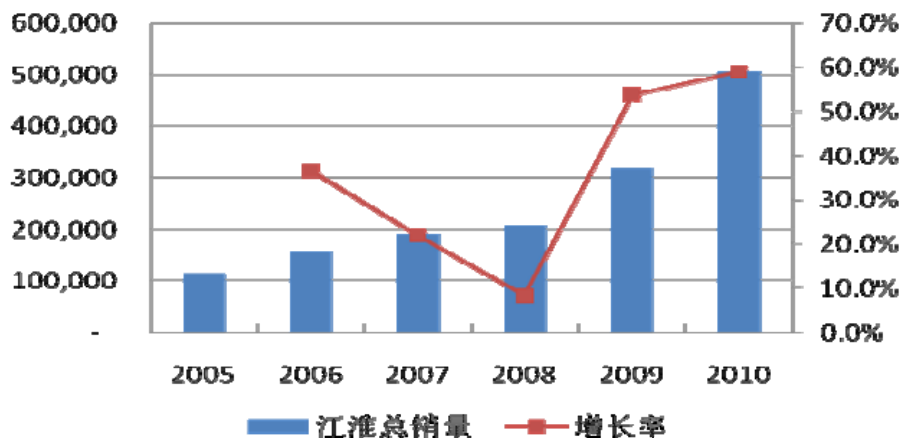
- 公司的轿车业务在成功实现量的突破后，今年将迎来实质性的扭亏为盈，由此公司今年业绩实现大幅增长也具有很高的确定性。公司当前股价对应 2011 年仅为 10 倍 PE，考虑增发 1.5 亿股影响也仍仅为 11 倍 PE，估值优势极为明显，维持“买入”评级。

图表1: 江淮汽车分车型销量统计

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011年1-2月	2010年增速	2011年1-2月增速
MPV	瑞风	-	31,813	36,712	36,304	46,033	64,675	12,886	40.5%	10.7%
轿车	宾悦	-	-	4,185	8,291	3,545	3,067	275	-13.5%	-70.3%
	同悦	-	-	-	3,392	57,613	41,451	12,869	-28.1%	192.7%
	和悦	-	-	-	-	4,449	69,331	15,500	1458.4%	64.6%
	悦悦	-	-	-	-	-	2,648	1,099	NA	NA
	轿车小计	-	-	4,185	11,683	65,607	116,497	29,743	77.6%	101.8%
SUV	瑞鹰SRV	-	-	7,383	10,250	12,618	18,859	3,488	49.5%	10.7%
商用车	轻卡	96,250	100,820	111,282	114,057	161,722	204,995	37,963	26.8%	4.5%
	重卡	555	3,003	9,679	13,071	12,752	25,633	6,748	101.0%	135.5%
	客车底盘	18,390	21,661	22,331	21,987	20,394	22,343	3,015	9.6%	-3.8%
总计		115,195	157,297	191,572	207,352	319,126	453,002	93,843	42.0%	30.6%

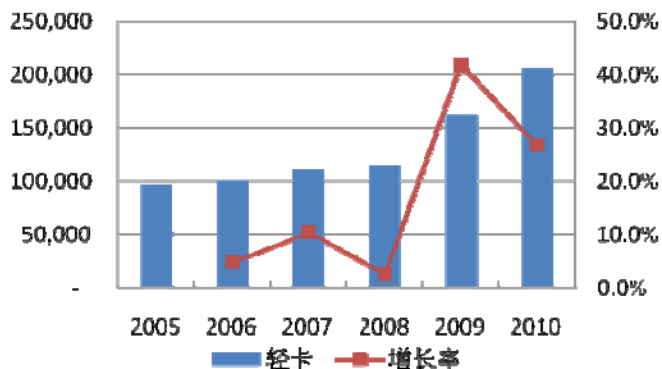
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表2: 江淮汽车近年总销量及增速



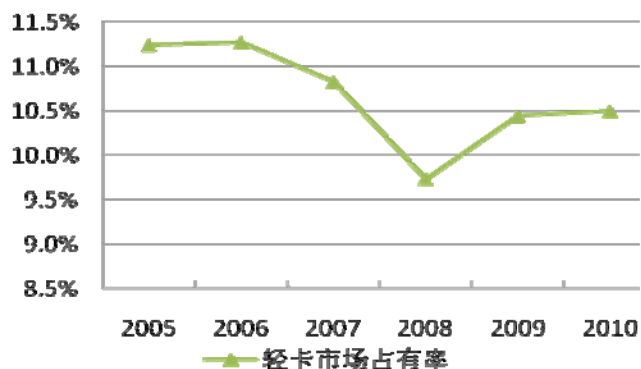
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 江淮轻卡销量及增速



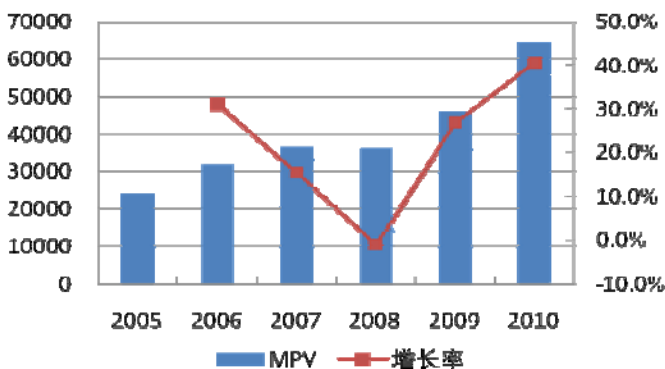
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表4: 江淮轻卡市场占有率



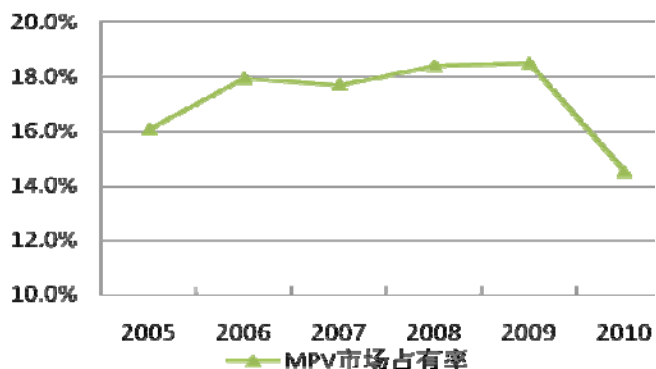
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表5: 江淮瑞风 MPV 销量及增速



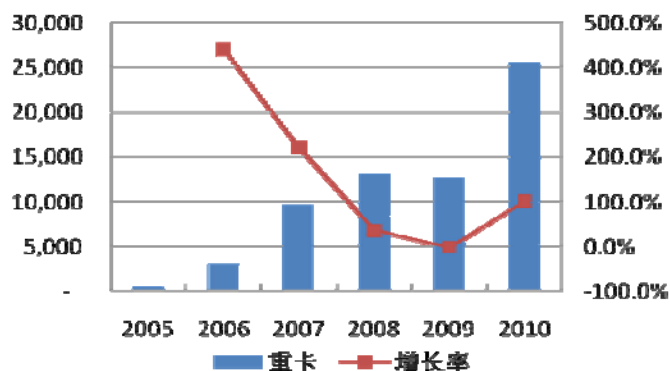
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表6: 江淮瑞风 MPV 市场占有率



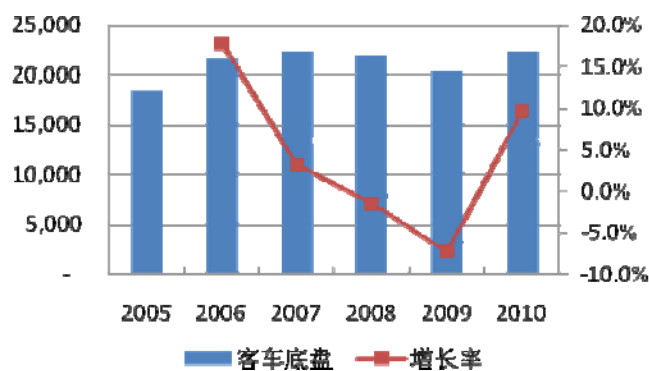
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表7: 江淮重卡销量及增速



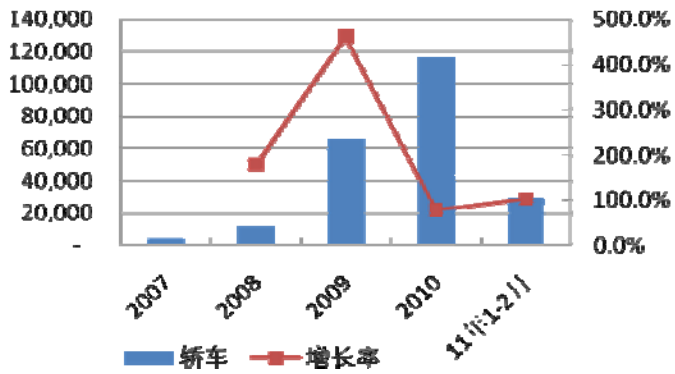
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表8: 客车底盘近年销量及增速



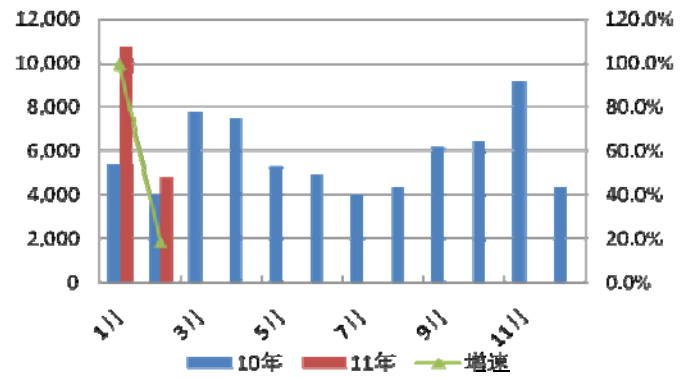
来源: CAAM, 国金证券研究所

图表9: 江淮轿车销量及增速



来源: CAAM, 国金证券研究所

图表10: 江淮和悦月度销量及增速



来源: CAAM, 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	4	6	7	17
买入	0	1	2	3	20
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.21	1.25	1.43

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)-61356534

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: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

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: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室