

江淮汽车 (600418.sh)

践行自主品牌 谋求品质发展

汤俊 汽车行业 研究员

电话: 020-87555888-628

eMail: tj5@gf.com.cn

建设自主品牌, 拓展国内外市场

公司立足于整合全球资源, 以品质建立自主品牌。在多年底盘技术积累的基础上, 自主创新, 同时推进国内外两个市场的发展。

各项业务系列化渐进延伸

公司在产品路线上采取逐步延伸的策略。目前各项业务占细分市场的份额分别为: 中轻型客车底盘 28%, 轻卡占 11%、中重卡 11%、MPV18%、SUV2%。

“宾悦”上市, 等待市场的考验

2007 年 11 月 18 日“宾悦”正式上市, 10.77 万元到 13.17 万元的售价低于市场预期。产品将以沿海地区的二线城市为主体, 在一定程度上能够降低品牌知名度不够所带来的市场压力。

项目投入造成盈利能力下滑

在产业链的外延式发展中大量的项目投入以及重卡和 SUV 产品还未实现规模化, 公司盈利能力出现下滑。但是随着轿车业务的展开以及重卡与 SUV 的系列化发展, 2008 年有望成为公司业绩的拐点。

盈利预测与投资评级

预计公司未来三年的每股收益分别为 0.31 元、0.42 元和 0.53 元。按照 2008 年 23 倍的市盈率, 公司一年内的合理价值是 9.69 元。考虑到公司轿车项目存在一定的市场导入风险, 因此我们给予公司“持有”的评级。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	9,394.66	10,291.18	14407.65	17289.18	20747.01
EBITDA(百万元)	767.97	703.16	1840.16	2394.16	3055.99
净利润(百万元)	497.75	411.76	402.19	542.74	684.08
净利润增长率	54.85%	-17.28%	-2.34%	34.95%	26.04%
每股收益 (元)	0.550	0.450	0.31	0.42	0.53
市盈率	6.27	10.93	31.04	23.00	18.25
市净率	1.13	1.48	2.95	2.66	2.33
EV/EBITDA	5.23	8.50	6.78	5.21	4.08
每股红利(元)	0.18	0.15	0.09	0.09	0.09
股息率(%)	5.22	3.05	0.96%	0.96%	0.96%

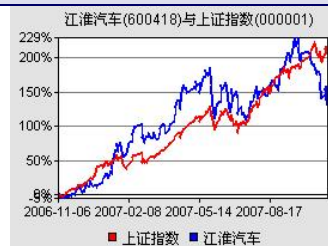
来源: 安徽江淮汽车股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	7.98
目标价格(元)	9.69
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-24.70%	-6.92%	138.64%
上证综指	4.06%	26.68%	209.58%

股票数据

总股本(万股)	128,873.6
	6
流通 A 股(万股)	85,608.19
主要股东:	
	安徽江淮汽车集团有限公司
主要股东持股比例	28.90%
流通 A 股比例	66.43%

财务比率

ROE	13.56%
ROA	6.77%
资产负债率	49.48%
每股净资产(元)	3.32

2006 年报数据

目录索引

一、公司简介	4
(一) 公司发展历程	4
(二) 主营业务	4
二、行业背景	5
(一) 汽车行业进入快速成长阶段	5
(二) 高经济增长支撑行业的持续增长	6
(三) 自主品牌建设受到国家政策的扶持	6
三、竞争优势：建设自主品牌，拓展国内外市场	7
(一) 品牌建设：着力于高品质的自主品牌建设	7
(二) 产品技术：动力总成自主研发	8
(三) 产品市场：国内外市场双向驱动	8
四、主营业务：系列化渐进延伸	9
(一) 专用底盘：系列化发展的根基，自产化趋势明显	9
(二) 轻卡系列：向高端化发展，是公司出口的主力产品	10
(三) 瑞风系列：以商务用车诉求定位，创造公司主要利润来源	11
(四) 格尔发重卡：增长迅速，有待规模化扩张	12
(五) 瑞鹰 SRV：获得市场认可，产品缺乏系列化	13
五、轿车业务：“宾悦”上市，等待市场的考验	15
六、风险评估	16
(一) 战略转型期，盈利能力下滑、营运能力下降	16
(二) 新项目的折旧与费用将构成后期的财务压力	17
(三) 中高端轿车市场的竞争激烈程度将会增加	17
七、盈利预测与投资建议	18
(一) 盈利预测假设	18
(二) 盈利预测	19
八、估值分析	20

图表索引

图 1: 2004 年-2007 年 1-9 月主营业务增长情况	4
图 2: 2004 年-2007 年 1-9 月净利润增长情况	4
图 3: 2007 年中期主营业务产品构成	5
图 4: 2007 年中期主营业务按地区分类	5
图 5: 1979 年-2006 年我国汽车产量 单位: 辆	5
图 6: 公司出口收入增长情况 单位: 百万元	9
图 7: 公司底盘各季度产量 单位: 辆	9
图 8: 公司底盘各季度销量 单位: 辆	9
图 9: 国内轻卡市场与江淮轻卡的销量情况 单位: 辆	10
图 10: 5T 以下载货汽车产品出口情况	10
图 11: 国内主要轻卡厂商的市场份额	10
图 12: 瑞风上市以来的销量 单位: 辆	11
图 13: 江淮重卡各季度销量 单位: 辆	13
图 14: SUV 各月销售情况	13
图 15: 2007 年 1-9 月 SUV 市场的产品结构	13
图 16: 2007 年 1-9 月份瑞鹰系列的销量 单位: 辆	14
图 17: 江淮汽车的业务发展思路	15
图 18: 江淮汽车与同类上市公司平均毛利率的变化	16
图 19: 江淮汽车与同类上市公司应收账款周转率的变化	17
图 20: 2007 年 1-10 月乘用车市场产品结构	18
图 21: 2007 年 1-10 轿车市场产品结构图	18
表 1: 江淮汽车股份有限公司发展历程	4
表 2: 宏观政策对自主品牌建设的扶持	6
表 3: 我国汽车出口主要国家的统计数据	7
表 4: 江淮汽车各项业务的进展	8
表 5: 中轻型客车产品产销增长情况 单位: 辆	10
表 6: 主要竞争对手的型号与价格区间	12
表 7: 商务 MPV 市场主要品牌的销量与增长情况 单位: 辆	12
表 8: 2007 年 1-9 月 10-15 万之间主要自主品牌 SUV 的销量	14
表 9: 江淮“宾悦”的市场价格	15
表 10: 公司各车型销量与毛利率预测 单位: 辆	18
表 11: 盈利预测	19
表 12: 主要财务指标	20
表 13: 国内 A 股市场主要汽车制造企业的估值预测	21
表 14: 载货汽车类上市公司的估值预测	21
表 15: 乘用车类上市公司的估值预测	22

一、公司简介

(一) 公司发展历程

表 1: 江淮汽车股份有限公司发展历程

1964年	合肥江淮汽车制造厂成立
1968年	第一辆2.5吨的载重汽车试制成功
1996年	整体接收合肥客车公司，进军客车整车领域
1997年	安徽江淮汽车集团有限公司成立
1999年	安徽江淮汽车底盘股份有限公司成立，主要生产客车专用底盘和轻型货车底盘
2000年	同韩国现代集团合作开发HFC6500商务车项目
2001年	“江汽股份”在上海证券交易所上市交易
2002年	引进韩国现代汽车公司技术生产的“瑞风”商务车正式下线
2002年	公司更名为“安徽江淮汽车股份有限公司”，股票简称改为“江淮汽车”
2003年	在货车底盘的制造基础上收购集团轻卡经营资产
2004年	收购集团重卡资产正式进入重卡生产领域
2005年	江淮格尔发重卡正式上市
2006年	江淮瑞鹰SRV2.4L四驱上市
2007年	江淮瑞鹰SRV2.0L两驱上市
2007年	公司投资20亿人民币进军轿车市场，C级车“宾悦”于2007年11月18日正式上市

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

(二) 主营业务

公司目前产能 20 万辆，产品涵盖轻卡、MPV、SUV 和中轻型客车底盘。2007 年 1-9 月份累计销售整车产品 16.65 万辆，同比增长 23.50%；实现销售收入 108.91 亿元，同比增长 44.47%；净利润 3.01 亿元，同比增长-15.20%。

图 1: 2004 年-2007 年 1-9 月主营业务增长情况

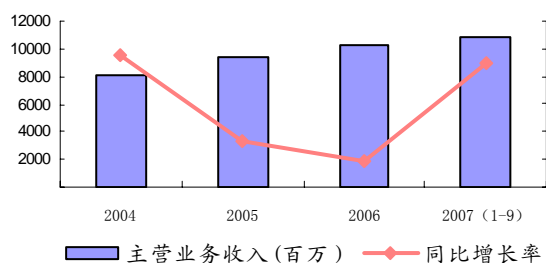
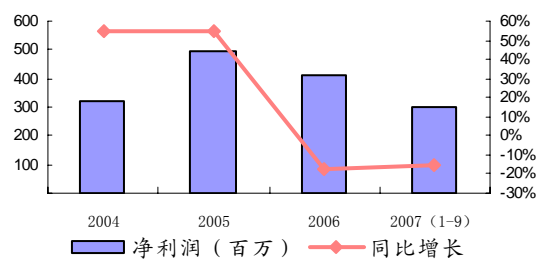


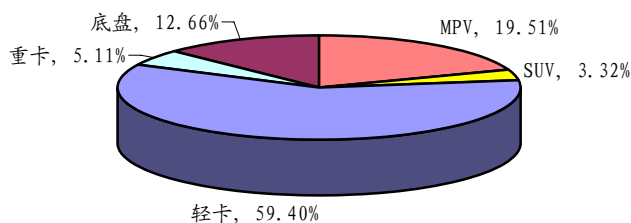
图 2: 2004 年-2007 年 1-9 月净利润增长情况



数据来源：公司报表

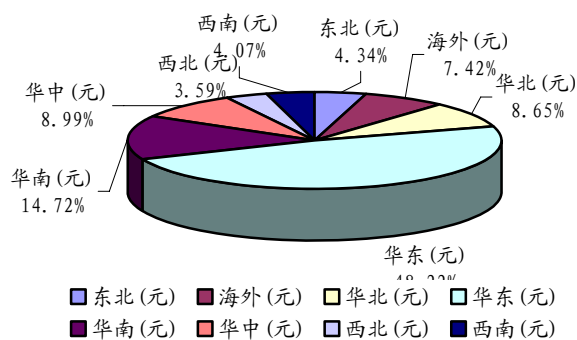
主营产品构成中轻卡占 59.40%，是公司产销量最大的业务。公司产品主要销往华东地区，占 48.22%，海外市场表现突出，2007 年中期实现出口 4.91 亿元，同比增长 218.25%。

图 3: 2007 年中期主营业务产品构成



数据来源：公司公告数据整理

图 4: 2007 年中期主营业务按地区分类

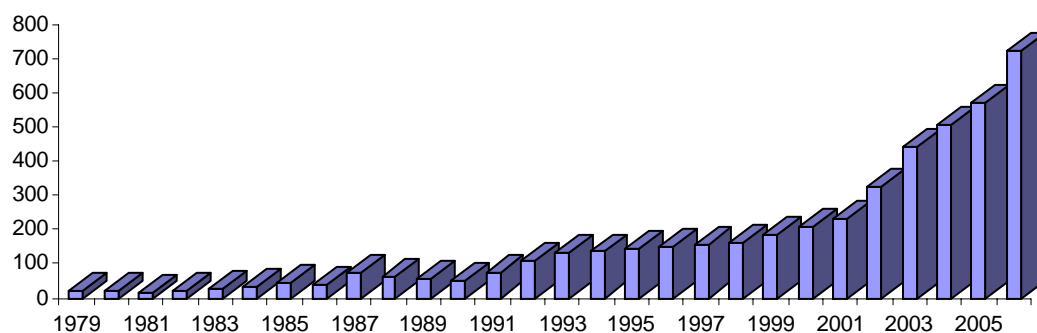


数据来源：wind

二、行业背景

(一) 汽车行业进入快速成长阶段

图 5: 1979 年-2006 年我国汽车产量 单位：辆



数据来源：中国汽车工业年鉴、汽车工业信息网

我国的汽车行业的产量从 1979 年 18.5 万辆增长到 2006 年的 728 万辆，产量逐年提升。尤其是在 2002 年以后，汽车产量增速明显加快，2002 年 -2006 年平均增长速度达到 25.94%。借鉴日本汽车行业发展的经验，日本汽车行业起步于 20 世纪 50 年代初，产量增长缓慢；20 世纪 60 年代开始的成长阶段，产量出现快速增长，并持续了大约 30 年的时间，此阶段平均增长率达到了 24.38%；20 世纪 90 年代后的成熟稳定期，产量趋于平稳。那么，我们可以初步判断，我国的汽车行业已经进入快速成长阶段。在一段时间内我国的汽车行业将保持高速的增长。

（二）高经济增长支撑行业的持续增长

截止到 2006 年底，我国汽车市场保有量达到 3586 万辆，按照全国 13 亿人口计算，我国的汽车保有量仅 27.6 辆/千人，相对国外的成熟汽车市场：美国 769 辆/千人，日本（526），德国（526），韩国（256）相差很大。可见，我国的汽车市场没有饱和。那么，国内经济的高增长将一方面在推动城市化进程不断深入的过程中，使得乘用车市场享受层级式消费能力释放所带来的需求增长，另一方面在加快基础设施建设等的进程中，使得商用车市场尤其是大型专业化的商用车市场充分受益。

因此，我们结合发达国家的经验以及自身发展的特点，认为在国内汽车市场没有饱和的背景下，经济高增长将保持汽车在成长阶段保持 20% 左右的增长速度。

（三）自主品牌建设受到国家政策的扶持

表 2：宏观政策对自主品牌建设的扶持

时间	名称	主要内容与目的
2007年5月	《中国汽车工业“十一五”发展规划》	到 2010 年，汽车工业自主创新取得实质性成果；提高自主品牌乘用车产品的国内市场占有率，力争自主品牌轿车市场占有率到 50%。
2006年12月	《关于汽车工业结构调整意见的通知》	推进汽车生产企业联合重组；严格控制产能，打造本土品牌。
2006年12月	《国家自主创新产品认定管理办法(试行)》	提升自主创新产品在政府采购中的地位。
2006年6月	《关于实施促进自主创新政府采购政策的若干意见》	提升自主创新产品在政府采购中的地位。

数据来源：广发证券发展研究中心

目前国内汽车板块中自主品牌最具竞争力的行业集中在中重型载货汽车以及大中型客车。如解放、东风、中国重汽、宇通、金龙等都是商用车板块的知名品牌。在这些板块中，自主品牌几乎垄断了全国市场，并且在海外取得了良好的成绩。而在轻型商用车和乘用车领域，外资品牌则占有较高的市场份额。其中，轻型载货汽车领域主要是日本的五十铃品牌，乘用车领域则是日、韩、欧美等合资品牌。合资品牌在国内的迅速发展，

不仅加剧了行业的竞争激烈程度,也在一定程度上限制了国内汽车产业的国际化发展。因此,我国的汽车行业要做强做大,自主品牌建设是根本。根据近期颁布的汽车行业相关政策,我们可以看出,国家对自主品牌建设的扶持力度已经加大。

(四) 品质是自主品牌建设的根本

建设自主品牌是行业发展的基础,高品质则是自主品牌建设的发展方向,目前我国的自主品牌的虽然在数量上增长很快,但是在品质上与合资品牌、国际品牌存在着很大差距。品质的不足严重影响了我国自主品牌在国际市场上的竞争力。

首先,品质的不足体现在出口市场的局限性。主流的汽车发达国家市场对汽车品质的高要求使得我国汽车出口的市场集中在亚洲、非洲、南美洲等国家。

表 3: 我国汽车出口主要国家的统计数据

序号	国家	出口量(辆)	占总出口量的比重
1	俄罗斯联邦	77692	16.58%
2	叙利亚	46147	9.85%
3	乌克兰	35399	7.56%
4	南非	30391	6.49%
5	阿尔及利亚	27552	5.88%
6	越南	24173	5.16%
7	伊朗	20816	4.44%
8	委内瑞拉	19731	4.21%
9	英国	15545	3.32%
10	哈萨克斯坦	13996	2.99%
11	埃及	11809	2.52%
12	哥伦比亚	10218	2.18%

数据来源: 中国汽车工业信息网

其次,品质的不足体现在技术的差距。技术的差距使得我国的自主品牌汽车企业在进行海外投资时遇到阻碍。例如前不久俄罗斯对我国自主品牌在俄建厂的政策限制。

因此,品质建设是我国自主品牌建设的根本,是我国自主品牌提升核心竞争力的关键。

三、竞争优势: 建设自主品牌, 拓展国内外市场

(一) 品牌建设: 着力于高品质的自主品牌建设

江淮汽车在品牌建设上走的是引进技术、消化吸收、再创新，形成独立自主品牌的道路。旗下轻卡、中重卡、MPV、SUV 等产品均属于自主品牌，拥有完全的自主知识产权。在刚刚结束的第六届“车坛奥斯卡”颁奖中，公司新上市的“宾悦”获得了“年度自主品牌中级车”大奖。

在自主品牌建设的过程中，江淮汽车始终贯彻以品质树立品牌的思想，定位国际化发展。公司通过了 ISO9000(2000 版)认证，在公司内部持续推进 TQM 活动，逐步导入“6 西格玛管理法”，实施了 CIMS 示范工程，全面实现从产品开发到经营管理的信息化，形成了快速设计及制造体系。据公司介绍，江淮汽车的产品要走向国门，至少要经过 7 道质量检验关。

因此，我们认为在推动汽车行业健康发展的背景下，江淮汽车的自主品牌建设将得到国家的有力扶持，而江淮汽车以品质建立自主品牌的文化将推动江淮汽车的国际化发展。

（二）产品技术：动力总成自主研发

发动机是关系到汽车动力性能的核心零部件。江淮汽车立足于整合全球资源，建立了多层次的研发体系，以支撑动力总成以及相关产品的技术研发。

多层次的研发体系包括：（1）国内综合研究机构；（2）国外的研发机构；（3）国内的产学研合作；（4）与国外先进企业、国内研究机构的合作。其中，国内综合研究机构在整个体系中统筹协调、全程主导，国外研发机构有效整合国际化资源。

目前，依托国际化的研发平台，江淮汽车已经在动力总成方面自主研发和制造了 2.4CBR（可控燃烧速率）发动机和 2.0T 发动机。据悉，新产品在节能及动力提升方面获得重大技术突破，处于国内领先、世界同步水平。目前，两款发动机已经开始量产。此次江淮汽车 2.4CBR 发动机的量产标志着公司核心零部件品牌化、系列化的提升。

（三）产品市场：国内外市场双向驱动

产品的销量与品质往往互为影响。公司的产品的品质已经得到了国内外市场的认可。从公司各项产品上市以后的市场表现来看，底盘、轻卡、重卡、MPV 在国内各细分市场均处于领先地位。同时，2007 年上半年实现海外收入 4.91 亿元，同比增长 218.25%。

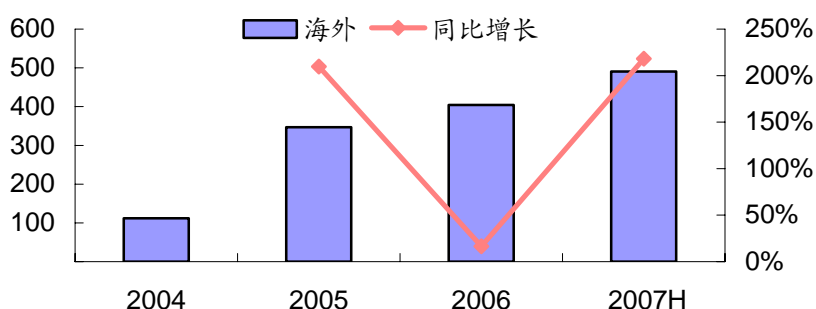
表 4：江淮汽车各项业务的进展

产品系列		业务开展	2007 年 1-9 月销量	同比增长	细分市场份额	市场排名
商用车	底盘	1999 年	19811 辆	5.16%	28%	2
	轻卡	2003 年	92950 辆	13.37%	11%	2
	重卡	2005 年	7991 辆	306.46%	11%	3
乘用车	MPV	2002 年	30535 辆	27.75%	18%	2
	SUV	2007 年	5188 辆	--	2%	--

数据来源：公司公告、汽车工业信息网

在江淮的出口市场中,最先出口的是轻卡产品,出口地区已经覆盖东南亚、中东、非洲以及南美洲等 50 多个国家及地区。凭借着产品高品质的保证,目前公司的重卡、SUV 产品都已经加入到了出口的行列,2007 年 1-8 月份公司出口 1.3 万辆,预计全年出口将达到 1.5 万辆。并且随着明年公司与现代合作到期,公司的主要盈利产品瑞风系列也将加入到出口的行列,公司的海外拓展速度有望进一步加快。

图 6: 公司出口收入增长情况 单位: 百万元



数据来源: 公司报表

四、主营业务: 系列化渐进延伸

(一) 专用底盘: 系列化发展的根基, 自产化趋势明显

江淮汽车的底盘包括主营 6-12 米的客车底盘, 系列覆盖普通客车底盘、公交客车底盘、旅游客车底盘以及国 III 标准系列和天然气底盘。同时, 公司在专业底盘领域 40 多年的积累, 为公司其他产品提供有力的技术支持与品质保证。目前, 公司其他产品的底盘基本由公司内部配套生产。

图 7: 公司底盘各季度产量 单位: 辆

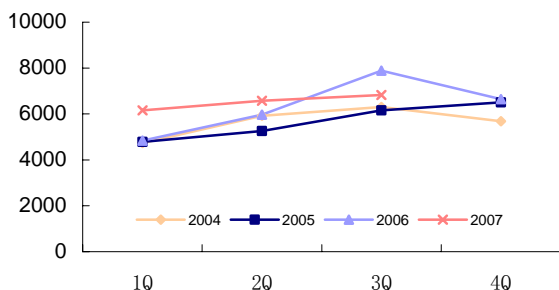
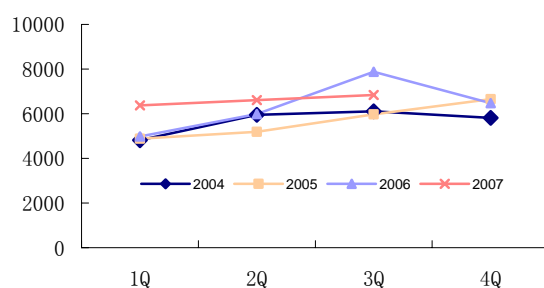


图 8: 公司底盘各季度销量 单位: 辆



数据来源: 公司公告

从公司底盘的产销量来看, 2007 年前 3 季度产销 19554 辆、19811 辆, 在中轻型客车底盘市场占有 27.85% 的份额, 预计公司全年销售 25000 辆, 与 2006 年产销基本持平。公司 2007 年中期报表显示, 底盘业务毛

利率为 8.06%，比 2006 年全年底盘业务的毛利率高了 2.04 个百分点，但是根据该细分市场的发展情况，预计毛利率将维持在 6%-7% 的水平。整体业务应该对公司盈利贡献不大。

从市场上中轻型客车底盘与整车的销量增长情况看，全国中轻型客车底盘 2007 年 1-9 月份销售 70566 辆，同比增长 7.15%，远低于相应客车整车 21.12% 的增长水平。可见，出于成本控制的考虑，在技术水平提高的前提下，国内整车厂家逐渐开始了底盘业务的内部配套，专用底盘业务的市场空间相对萎缩。基于公司其他各项业务的开展，以及产能的扩展，底盘业务自产化趋势明显。

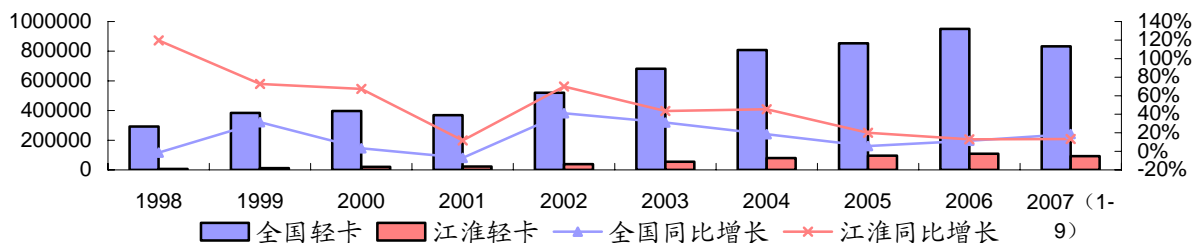
表 5：中轻型客车产品产销增长情况 单位：辆

	2006 年				2007 年 1-9 月			
	产量	同比增长	销量	同比增长	产量	同比增长	销量	同比增长
中轻型客车	174265	10.97%	169963	7.08%	154298	18.39%	154995	21.12%
中轻型客车底盘	87832	7.42%	87227	7.10%	70223	5.71%	70566	7.15%

数据来源：中国汽车工业信息网，广发证券发展研究中心

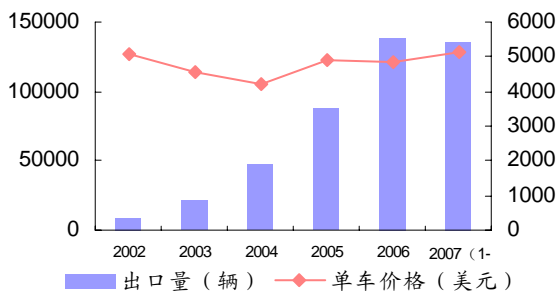
（二）轻卡系列：向高端化发展，是公司出口的主力产品

图 9：国内轻卡市场与江淮轻卡的销量情况 单位：辆



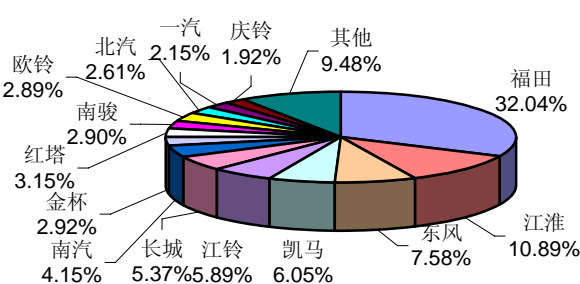
数据来源：中国汽车工业信息网，公司公告（图中行业的数据统计包括轻卡和轻卡非完整）

图 10：5T 以下载货汽车产品出口情况



数据来源：公司公告

图 11：国内主要轻卡厂商的市场份额



数据来源：汽车工业信息网

从轻卡行业产品的销量来看，行业增长率从 2002 年的 41% 一路回落

到 2005 年的 5.64%。2006 年开始，由于国外市场的拓展，轻卡市场出现了复苏性增长，2007 年 1-9 月，累计销售 83.32 万辆，同比增长 18.17%。

从轻卡市场的分布来看，市场竞争相对激烈，除福田轻卡占有较高的市场份额外，其他市场份额相对分散。正是由于市场竞争的激烈，中低档轻卡的毛利率已经很低。市场竞争的热点已经由价格向技术与服务转移，主流轻卡厂家已经开始对产品进行升级换代。与此同时，传统轻卡在驾驶空间、承载能力与动力性能方面已经不能满足现代物流的运输需求，产品显现出向宽体、高吨位发展的中型化趋势。

基于轻卡行业的发展背景，江淮汽车的 JAC 轻卡进行了产品结构化升级。目前公司的产品谱系包括：高端轻卡——帅铃（I、II）、宽体——威铃（I、II）、中体——骏铃（I、II）、窄体——康铃（I、II）、微卡——小微。

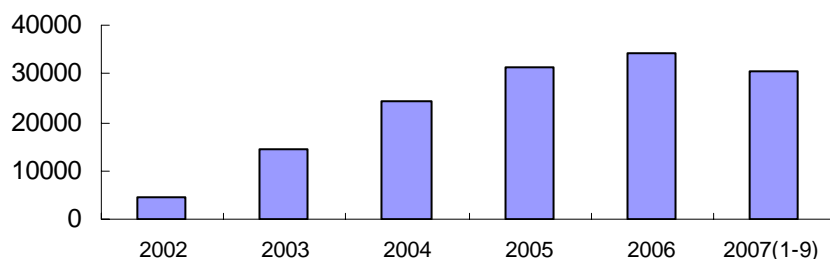
根据目前 JAC 轻卡的销售情况分析，2007 年 1-9 月份累计销售 92950 辆，同比增长 13.37%，占公司总销量的 59.40%，是公司出口的主力产品。JAC 轻卡以整车和 KD 组装的形式出口到东南亚、中东、非洲以及南美洲等 50 多个国家和地区，出口量占公司轻卡总销量的 15% 左右，占公司出口产品中 85%-90% 的份额。据公司介绍，今年轻卡销量增长的动力主要来自于出口的拓展，国内市场增量不大。

因此，根据公司目前的销售情况，我们预计公司 2007 年全年轻卡销售在 12 万辆左右。并且根据行业出口的趋势，以及 JAC 的品牌效应，公司在国内销量将保持稳定，国外市场将进一步打开。预计 2008 年，2009 年均能保持 10% 左右的销量增长。

（三）瑞风系列：以商务用车诉求定位，创造公司主要利润来源

江淮瑞风系列是在与韩国现代汽车合作开发，以现代的成熟车型“H1”为原形，定位于商务、政务的 MPV 产品。2002 年上市以来，销量增长稳定。2007 年 1-9 月份，瑞风系列累计销售 30536 辆，同比增长 27.75%，在 MPV 细分市场占有 25.68% 的份额。

图 12：瑞风上市以来的销量 单位：辆



数据来源：公司报表

目前商务 MPV 市场的主流车型包括别克 GL8、奥德赛、江淮瑞风、东风风行和金杯阁瑞斯。其中，GL8 与奥德赛属于合资品牌，基于轿车底盘的生产平台，以舒适型定位高端的 MPV 市场，市场价格基本在 20 万

元以上；江淮瑞风、东风风行和金杯阁瑞斯属于自主品牌，基于客车底盘，价格在 10-20 万区间。从各品牌车型的产品结构来看，与瑞风系列形成全线竞争的是东风风行系列；从细分市场份额分析，瑞风系列的市场份额要高于东风风行与金杯阁瑞斯，与奥德赛和 GL8 的市场份额相当。

表 6：主要竞争对手的型号与价格区间

品牌	排量 (L)	价格区间 (万元)	品牌	排量 (L)	价格区间 (万元)
瑞风	2.4	11.98-19.98	风行	2.0	9.60-13.38
	2.5 (柴油)	19.8		2.4	14.78-16.88
	祥和 2.4	14.98-16.98		景逸 1.8	9.98
	穿梭 2.0	9.99		菱智 2.0	12.18-15.89
奥德赛	2.4	20.68-27.48	阁瑞斯	菱智 2.4	14.78-18.26
GL8	3.0	25.70-37.80		2.7	15.28-25.98
	2.5	19.68-24.30		2.4	11.98-13.68

数据来源：太平洋汽车网、广发证券发展研究中心

表 7：商务 MPV 市场主要品牌的销量与增长情况 单位：辆

	2004 年		2005 年		2006 年		2007 年	
	销量	同比增长	销量	同比增长	销量	同比增长	销量	同比增长
奥德赛	16475	13.85%	27544	23.16%	35777	30.08%	32223	27.09%
别克	29086	24.46%	26271	22.09%	38030	31.98%	30105	25.31%
瑞风	24277	20.41%	31516	26.50%	34165	28.73%	30536	25.68%
东风风行	16589	13.95%	18800	15.81%	18818	15.82%	14076	11.84%
格瑞斯	864	0.73%	5056	4.25%	10060	8.46%	7159	6.02%

数据来源：汽车工业信息网

目前，瑞风系列是公司利润的主要来源，销量占公司总销量的 20% 不到，但贡献了公司 70% 的利润。主要原因在于瑞风系列已经实现了动力总成等核心零部件的自产化，加上在配套成本的控制和部分相关资产折旧摊销到期，产品系列毛利率达到 25%-30%。

结合目前市场上现代商务政务用车在满足出行要求的同时，开始追求舒适性与美观性的趋势，商务 MPV 对传统的轻客产品存在一定的替代性，商务 MPV 将保持一个稳定的内需市场。因此，根据 2007 年前 3 个季度销量的增长，我们认为今年全年的销量增长应该在 20% 左右，达到 4 万辆。并且随着明年瑞风项目与现代的合作到期，瑞风有望走向国门，因此，我们预计公司 2008 年、2009 年瑞风系列将稳定在 20% 的增长水平。

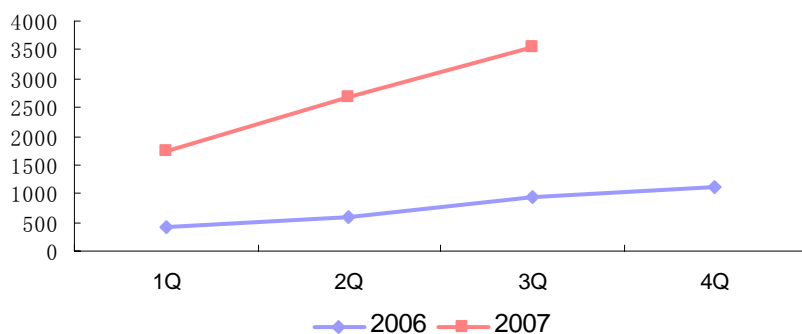
(四) 格尔发重卡：增长迅速，有待规模化扩张

2007 年由于固定资产投资的拉动以及计重收费的实施，国内重卡市场呈现出爆发性增长。2007 年 1-9 月份全国销售重卡 54508 辆，同比增长 71.54%。在此背景下，江淮格尔发重卡 2007 年 1-9 月，累计销售 7991 辆，同比增长 306.46%。

格尔发重卡是江淮汽车通过引进戴—克与韩国现代公司联合开发的

重卡技术，进行消化、吸收，结合国内路况研发出来定位中高档市场的重卡产品。上市以来，市场占有率从 2005 年的 0.84%，增长到 2007 年 9 月底的 11.42%。

图 13: 江淮重卡各季度销量 单位: 辆



数据来源: 公司公告

从格尔发的各季度的产销情况来看，表明产品仍处于市场的开发阶段，规模效应还没有充分展现出来。并且格尔发重卡在市场上还没有形成像斯太尔系列重卡的品牌知名度，产品的销售方式更多的采取的是借助 JAC 轻卡形成的知名度带动重卡销售的以需定产的方式，格尔发重卡还未参与市场的全面竞争。

目前，公司针对市场定位与目标客户的差异性，已经开始搭建重卡业务专门的分销渠道，一旦重卡自身的销售渠道建立完备，再结合轻卡品牌的溢出效应，我们预计格尔发重卡 2007 年销量在 10000 辆左右；2008 年可以达产，到 15000 辆左右；2009 年格尔发重卡在形成一定品牌知名度以后，海外业务将展开，销量达到 20000 辆左右。

(五) 瑞鹰SRV: 获得市场认可，产品缺乏系列化

图 14: SUV 各月销售情况

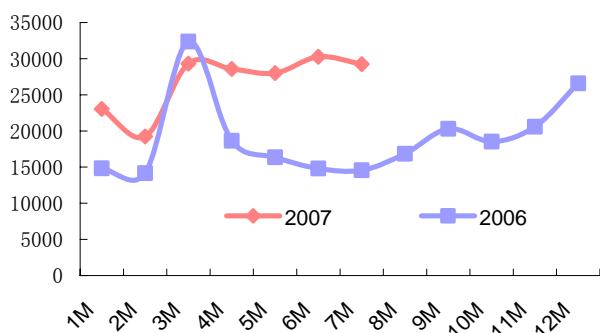
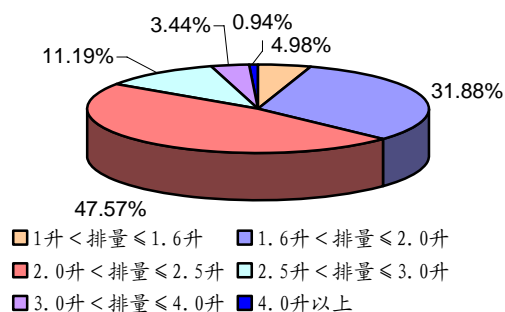


图 15: 2007 年 1-9 月 SUV 市场的产品结构

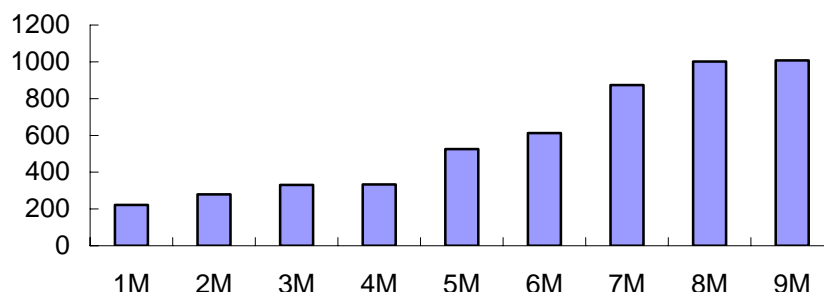


数据来源: 汽车工业信息网

目前国内的 SUV 市场是乘用车市场中增长最快的市场，2007 年 1-9 月份，SUV 累计销售 25.18 万辆，同比增长 54.55%。其增长主要得益于 SUV 城市功能的定位以及消费者消费理念的更新。随着年轻一代消费需

求的释放，2008 年行业有望维持 50%左右的增长。从 SUV 产品的市场结构来看，2.0-2.5L 排量的产品占 47.57%，是市场的主流。

图 16: 2007 年 1-9 月份瑞鹰系列的销量 单位: 辆



数据来源: 中国汽车工业信息网

瑞鹰 SRV2.4L 四驱手动 2006 年底上市，2.0L 两驱手动 2007 年 6 月上市。两款均是汽油机型，价格分别为 13.98 万元和 11.98 万元。产品主打华南市场，是一款定位城市运动的 SUV 产品。截止到 2007 年 9 月份，瑞鹰产销量实现 5432 辆、5188 辆。

根据 2007 年各月份的销量来看，瑞鹰 SRV 的单月销量在 8 月突破 1000 辆，9 月稳定在这一水平。而 SUV 市场一款有着日产“帕拉丁”血统的自主品牌“奥丁”在 9 月上市，我们预计会对瑞鹰产生一定的影响，导致瑞鹰 10 月-12 月的销量不会出现大幅增长，维持在单月 1000 辆的水平，全年的销量应该在 8000 辆左右。

从国内 SUV 市场的竞争情况来看，价格在 10-15 区间的 SUV 品牌包括长城哈弗、陆风 X6、奇瑞瑞虎、东风奥丁以及江淮瑞鹰，均属于自主品牌。从 2007 年 1-9 月的累计销量来看，哈弗与瑞虎是该价格区间中份额最大的品牌。从增长率来看，哈弗与瑞虎的增长也高于行业的平均水平。从两个品牌的产品系列来看，哈弗包括 2.4—2.8L 8 个不同配置的手动车型；瑞虎则包括手动与自动挡车型。

表 8: 2007 年 1-9 月 10-15 万之间主要自主品牌 SUV 的销量 单位: 辆

	哈弗	瑞虎	陆风 X6	奥丁	瑞鹰
销量	41170	39276	6957	1654	5188
同比	74.88%	81.16%	-4.45%	--	--

数据来源: 中国汽车工业信息网，汽车之家

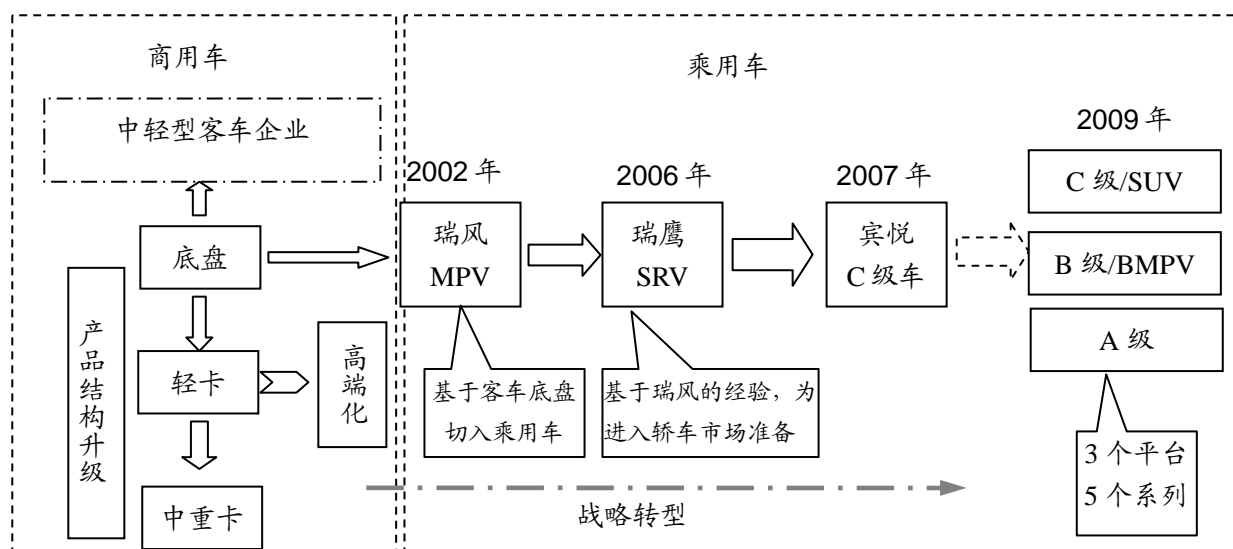
因此，根据瑞鹰的销售情况，以及市场的竞争格局，我们认为瑞鹰 SRV 还没有实现规模效应，并且产品系列单一，远不能满足国内市场多样化的需求。据了解公司计划明年会陆续推出自动挡、柴油机型以及带涡轮增压的系列化产品。那么，如果瑞鹰在品质上能被市场认可，2008 年销量增长应该能保持与行业的增长同步。目前瑞鹰 SRV 的毛利率仅在 10%左右，还没有为公司带来赢利能力，预计产品系列化推进实现产品规模化生产以后，瑞鹰的毛利率能够达到 15%。

五、轿车业务：“宾悦”上市，等待市场的考验

从江淮汽车的业务系列化推进的过程，我们可以发现，公司未来会立足于商用车发展，进一步深化乘用车事业的发展，尤其是轿车业务的开展。

江淮汽车轿车项目筹备从 2004 年 11 月开始，历经三年的时间，首期投资为 20 亿元，研发中心投资 6 亿元。公司的轿车基地位于合肥经济技术开发区，占地 3500 亩，具备汽车生产 4 大工艺（冲压、焊接、涂装和总装）生产线，规划产能达 20 万辆。2007 年以 C 级车导入；2008 年推出 A 级车；2008 年年底或 2009 年初推出 B 级车，届时，江淮汽车将形成 3 个平台 5 个系列的轿车生产线。

图 17：江淮汽车的业务发展思路



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

“宾悦”作为江淮汽车的第一款轿车产品，已于 2007 年 11 月 18 日正式上市，以 2.0L、2.4L 两个排量投放市场。车身外形是意大利研发中心联合宾夕法尼亚公司共同设计，功能定位于政务与商务办公，目标客户锁定在改革开放背景下成长起来的成功人士。

表 9：江淮“宾悦”的市场价格

车型	价格	车型	价格
2.0L 手动舒适型	10.77 万	2.4L 手动舒适型	11.77 万
2.0L 手动豪华型	11.67 万	2.4L 手动豪华型	12.67 万
2.0L 手动顶级型	12.17 万	2.4L 手动顶级型	13.17 万

数据来源：公司公告

江淮的轿车业务从筹备到“宾悦”上市历时三年。“宾悦”的成败关系到江淮能否树立良好的品牌形象，进而关系到后续轿车系列化的展开。

因此，江淮汽车在轿车业务推进的过程中，采取的是谨慎的态度。从公司了解到，宾悦从设计、生产到经销商的选择都在品质上严格把关。

从此次“宾悦”上市的定价来看，要低于上市前公司公布的“宾悦”预售价，但是跟市场中自主品牌的定价相当。因此，按照“宾悦”目前的售价，我们认为“宾悦”得到能否得到市场的认可取决于市场对“宾悦”品质的认定与品牌的认知。

据了解，“宾悦”的主要市场将放在东南沿海二线城市，以政府与中小型企业用车为消费主体，然后再向一级市场渗透和三线市场延伸。随着我国一线城市汽车市场逐渐饱和，东南沿海的二线城市的消费需求开始释放，并且二线城市市场对品牌的敏感程度要远小于一线城市，那么，“宾悦”的这种市场定位将在一定程度上避开激烈的竞争，并缓解品牌知名度不足带来的市场压力。“宾悦”的品质如果能保证，将能保证市场的需求。参考公司的产品瑞鹰的销量，我们估计 2008 年“宾悦”单一品牌实现 10000 辆的销售，2008 年实现 20000 辆。

六、风险评估

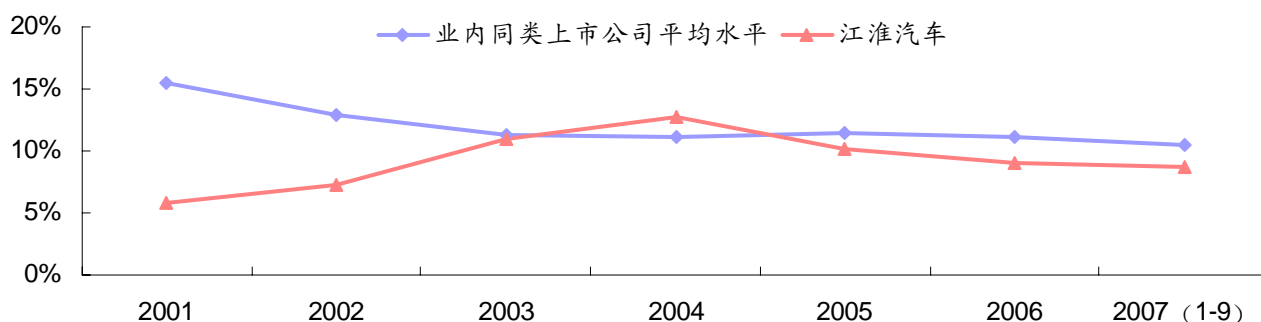
（一）战略转型期，盈利能力下滑、营运能力下降

从江淮汽车上市以后的毛利率变化情况来看，2002 年公司推出瑞风系列以后，毛利率大幅增长，2004 年达到 19.78%，2005 年公司战略转型，毛利率开始下滑，到 2007 年 1-9 月份毛利率为 15.24%。

目前公司各项业务中，毛利率较高的是瑞风系列，能达到 30%，但是随着市场的竞争加剧，国内市场产品的价格将出现下滑的趋势，那么瑞鹰的毛利率可能会有小幅度的下滑；轻卡业务的毛利率基本维持在行业的平均水平在 8% 左右，伴随着 JAC 轻卡的出口拓展，毛利率水平应该基本稳定在 8% 的水平；重卡业务由于没有实现动力总成的自产，毛利率应该不会超过 8%；底盘业务的毛利率将维持在 6% 左右。目前瑞鹰 SRV 由于规模效应还没有实现，毛利率只有 10% 左右，轿车业务刚刚展开。

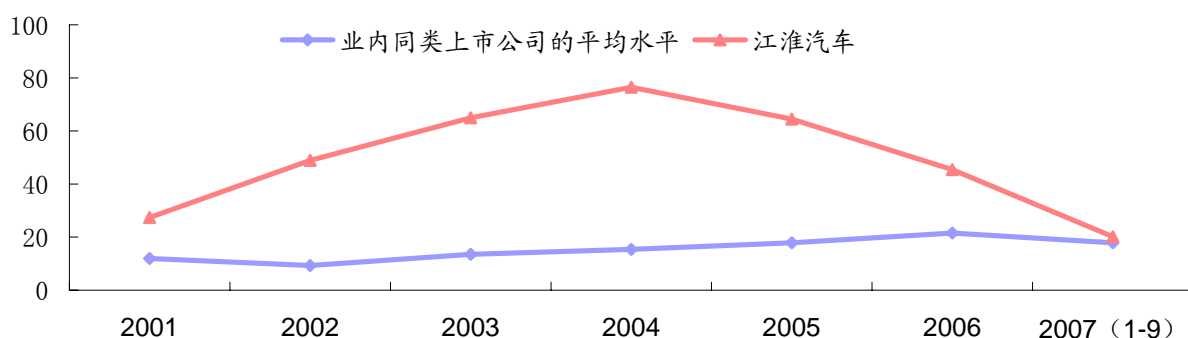
因此，公司未来毛利率的增长应该是依靠瑞鹰 SRV 与轿车业务。战略转型的成功与否将决定公司未来的盈利能力。

图 18：江淮汽车与同类上市公司平均毛利率的变化



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 19: 江淮汽车与同类上市公司应收账款周转率的变化



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

同时,由于公司在新产品的投入市场以及为新产品搭建营销渠道所形成的应收账款急剧增加,造成了应收账款周转率自 2004 年后急剧下滑,从 76.45 次到 2007 年 9 月底为 20.16 次,仅略高于行业的平均水平 17.83 次。根据目前公司的战略布局,未来两年公司将继续推出新产品,但是重型卡车与轿车的营销渠道已经基本搭建完毕,因此应收账款周转率应该会有所回升,营运能力将会得到改善。

(二) 新项目的折旧与费用将构成后期的财务压力

公司自 2005 年开始战略调整,产业链不断延伸。由最初的底盘业务到轻卡产品,然后不断上马重卡项目、运动型多功能车瑞鹰项目、轿车项目。公司在建工程净额不断增加,截止到 2007 年 9 月底,公司在建工程净额达到 19.53 亿元,同比增长了 47.06%。因此,公司的在建工程项目一旦转为固定资产,后期的折旧费用将构成公司的财务压力。

同时,新项目的大量研发投入以及渠道建设投入使得公司的营业费用与管理费用增长显著,2007 年 1-9 月,公司营业费用 5.09 亿,同比增长 75.42%;管理费用 4.25 亿,同比增长 29.97%。预计公司后续新产品的推出力度不会减弱,营业费用与管理费用将继续保持一个稳定的增长。

(三) 中高端轿车市场的竞争激烈程度将会增加

轿车销量占整个乘用车市场的 75.32%,是乘用车市场的主导,也是竞争最为激烈的板块。从轿车市场的产品结构来看,1-1.6L 的经济型轿车占 52.53%,是轿车市场的主体,但是伴随着经济型车市场竞争加剧,利润相对微薄,市场的竞争热点会逐步向利润稳定的中高端轿车市场转移。统计数据显示,2007 年 1-10 月轿车市场中 1.6L-2.0L 以及 2.0L-2.5L 排量所占的比重分别为 29.93%和 11.52%,而 2006 年这两个板块的比重为 25.31%和 10.43%,可见轿车市场竞争有向中高端转移的趋势。

目前,中高端市场的主力无疑是凭借外资技术以及品牌效应获得市场认可的合资品牌。同时,近年来凭借成本优势以及经验积累的自主品牌也

开始崛起，市面上已有的中高端的自主品牌包括奇瑞的东方之子、一汽的奔腾、上汽的荣威 750、中华等等，比亚迪也即将推出 F6。

那么面对合资品牌的高知名度、已有自主品牌的低成本以及相关市场经验，江淮汽车在没有任何品牌积累和轿车市场运作经验的情况下，能否开拓出一片市场还需要时间的检验。

图 20: 2007 年 1-10 月乘用车市场产品结构

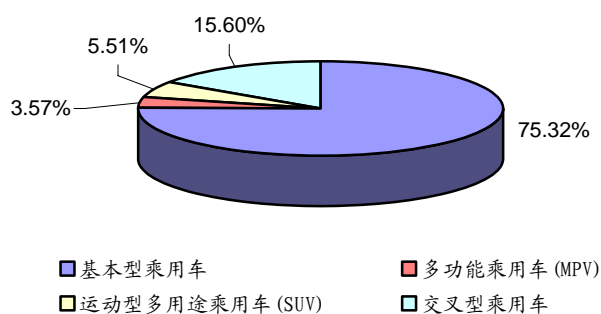
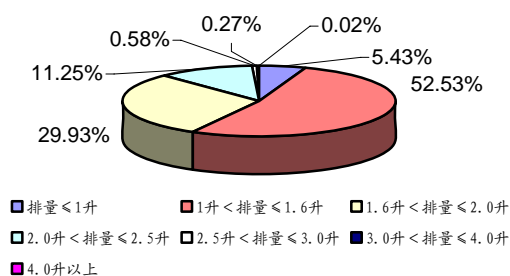


图 21: 2007 年 1-10 轿车市场产品结构图



数据来源: 汽车工业信息网

数据来源: 汽车工业信息网

七、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测假设

- 1 在经济稳定增长的背景下，公司产销量保持与行业同步增长。
- 2 汽车市场竞争在逐步向高端化转移，企业通过不断的结构升级来维持产品价格的稳定。
- 3 根据公司的目前各业务的产能，部分业务还未实现规模化，因此假设公司未来两年内毛利率略有上升的趋势。
- 4 公司 A 级与 B 级车推出的时间还没有确定轿车业务中，因此仅假设了 C 级车的销售情况。
- 5 由于未来 2-3 年，公司轿车系列产品的投入使公司营业费用和管理费用维持在较高的水平。

表 10: 公司各车型销量与毛利率预测 单位: 辆

	2006A	2007E	2008E	2009E
底盘	25310	25000	25000	25000
毛利率	6.04%	7%	6%	6%
轻卡	108821	122968	137724	151496
毛利率	8%	8%	8%	8%
瑞风	33648	40378	48453	58144
毛利率	30%	30%	28%	25%
重卡	3072	10000	15000	20000
毛利率		7%	8%	8%
瑞鹰		8000	12000	14000

毛利率		10%	12%	13%
轿车			10000	20000
毛利率			13%	15%
整车收入（百万）	8,959	1,3172	1,6053	1,9511
底盘收入（百万）	1,236	1,236	1,236	1,236

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）盈利预测

表 11：盈利预测

利润表 单位：百万元

	2006A	2007E	2008E	2009E
一、主营业务收入	10291	14408	17289	20747
主营业务成本	8688	12212	14609	17531
主营业务税金及附加	327	432	519	622
二、主营业务利润	1276	1763	2161	2593
其他业务利润	93			
存货跌价损失				
营业费用	470	674	778	892
管理费用	443	576	692	830
财务费用	14	14	17	21
三、营业利润	442	499	674	851
投资收益				
补贴收入	8	6	8	9
营业外收入	2	6	7	8
营业外支出	3	1	2	2
营业外收支净额	-1	4	5	6
四、利润总额	450	509	687	866
所得税	39	107	144	182
少数股东损益	-1			
五、净利润	412	402	543	684

资产负债表 单位：百万元

	2006A	2007E	2008E	2009E
流动资产合计	2113	3417	4034	4607
货币资金	429	485	692	830
应收款项	890	1821	2015	2190
存货	782	1099	1315	1578
其他流动资产				
非流动资产合计	3970	4892	5888	7106
长期投资	2	4	2	1
固定资产	3894	4746	5747	6969
无形资产及其他资产	74	121	111	101
资产合计	6083	8309	9921	11713

流动负债合计	2641	3715	4858	5957
短期借款	302		957	1878
应付款项	2307	3700	3883	4058
其他流动负债	32	15	18	22
长期负债	369	356	375	395
长期银行贷款	360	350	368	386
其他长期负债	9	6	8	9
负债合计	3010	4071	5233	6352
少数股东权益	38	38	38	38
股本净额	914	1289	1289	1289
资本公积金	897	1325	1325	1325
盈余公积金	352	433	461	570
未分配利润	872	1154	1577	2140
股东权益合计	3036	4238	4689	5361
负债及股东权益合计	6083	8309	9921	11713

现金流量表 单位: 百万元

	2006A	2007E	2008E	2009E
经营活动产生的现金流量合计	899	493	234	426
投资活动的现金流量合计	-1213	-922	-995	-1218
融资活动产生的现金流量合计	230	485	968	931
现金净变动	-85	56	206	138

数据来源: 公司报表, wind, 广发证券发展研究中心

表 12: 主要财务指标

	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务增长率	9.54%	40.00%	20.00%	20.00%
净利润增长率	-17.28%	-2.32%	34.95%	26.04%
总资产增长率	1.89	2.00	1.90	1.92
毛利率	15.57%	15.24%	15.50%	15.50%
净资产收益率	14.17%	11.06%	12.16%	13.61%
总资产收益率	7.55%	5.59%	5.95%	6.32%
应收账款周转率	45.39	22.26	16.90	20.00
存货周转率	11.72	12.99	12.10	12.12
资产负债率	49.48%	48.99%	52.72%	54.23%

数据来源: 公司报表, wind, 广发证券发展研究中心

基于我们的假设, 我们预测公司 2007 年-2009 年实现主营业务收入实现 114.08 亿元、172.89 亿元、207.47 亿元, 实现净利润 4.02 亿元、5.42 亿元、6.84 亿元。按照目前的总股本 12.89 亿股计算, 公司未来三年的每股收益分别为 0.31 元、0.42 元和 0.53 元。

八、估值分析

根据业内主要汽车整车制造上市公司的估值预测情况分析，行业 2008 年的相对估值 PE 的平均值在 27.64，中值在 23.50；载货汽车类上市公司的 2008 年相对估值 PE 的平均值与中值为 21.7；乘用车类上市公司的相对估值 PE 的平均值为 29.20，中值是 24.88。从估值预测情况，我们可以看出，乘用车类汽车企业相对载货汽车类享有较高的估值水平。

表 13: 国内 A 股市场主要汽车制造企业的估值预测

	2007PE	2008PE	2009PE
江铃汽车	25.76	22.11	18.47
海马股份	22.31	20.27	17.26
长安汽车	36.00	22.33	17.64
一汽轿车	62.85	54.37	57.73
安凯客车	76.68	56.94	42.23
一汽夏利	51.71	29.70	24.37
中国重汽	31.86	23.96	19.43
中通客车	178.75	--	--
东风汽车	27.25	21.37	15.66
宇通客车	37.72	28.27	23.21
上海汽车	30.09	24.70	19.99
福田汽车	24.66	19.38	15.16
曙光股份	23.06	18.89	16.85
ST 金杯	86.39	34.06	20.60
金龙汽车	28.45	23.03	17.66
长丰汽车	32.38	25.06	--
平均	47.10	27.64	22.64
中值	31.86	23.50	18.47

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 14: 载货汽车类上市公司的估值预测

	2007PE	2008PE	2009PE
江铃汽车	25.76	22.11	18.47
中国重汽	31.86	23.96	19.43
东风汽车	27.25	21.37	15.66
福田汽车	24.66	19.38	15.16
平均	27.38	21.71	17.18
中值	27.25	21.74	16.82

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

江淮汽车目前的产品系列包括中轻型客车底盘、轻卡、中重卡、MPV、SUV，其中卡车系列销售占到 64.51%，是公司的主导产品，但是从公司的发展战略来看，公司产品在逐步向乘用车系列发展，目前 MPV 瑞风系列已成为公司的主要盈利产品，SUV 瑞鹰系列已经得到市场的认可，并

且公司的轿车业务即将展开。

表 15: 乘用车类上市公司的估值预测

	2007PE	2008PE	2009PE
海马股份	22.31	20.27	17.26
一汽轿车	62.85	54.37	57.73
一汽夏利	51.71	29.70	24.37
上海汽车	30.09	24.70	19.99
长安汽车	36.00	22.33	17.64
长丰汽车	32.38	25.06	--
平均	39.22	29.20	27.40
中值	34.19	24.88	19.99

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

因此综合考虑相关汽车企业的估值情况,我们认为江淮汽车应该享有高于载货汽车类汽车企业的平均估值水平,2008 年的合理估值水平应该在 22-25 倍之间,按照 2008 年 23 倍的市盈率计算,公司一年内的合理价值是 9.69 元。我们认为公司轿车项目存在一定的市场导入风险,因此给予公司“持有”的评级。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。