

江淮汽车(600418)调研报告

——战略转型已经成功 未来成长可期

推荐

提升评级

可选消费/汽车

2009年9月21日

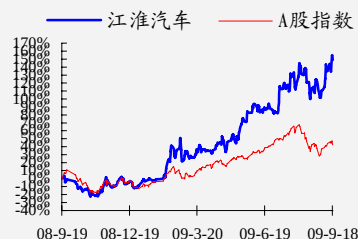
投资要点:

- 公司传统优势业务 MPV 和轻卡的市场地位继续巩固, 强有力地支撑公司战略转型。MPV 全年预计销售 4.5 万辆左右, 同比增长 24% 左右, 轻卡全年预计销售 15 万辆左右, 再考虑两款产品毛利率的大幅提升, 利润增长均在 30-50%。
- 公司轿车产品销售持续向好, 年底有望盈亏平衡, 2010 年开始贡献利润。进入 09 年, 在国家经济型轿车购置税减半政策和刚性需求的拉动下, 江淮同悦销售持续向好, 二季度以来, 月销量一直在 5000 辆以上。
- 未来半年, 公司将推出多款新车。到明年一季度末, 公司包括瑞鹰 SRV、C 级 (宾悦轿车)、B 级 (和悦轿车及和悦 MPV)、A 级 (同悦轿车)、A0 级 (悦悦轿车) 等全系列乘用车产品全部推向市场。
- 公司 “大投入大困难的时候已经过去, 目前是公司最有活力的时候。” 公司二季度单季实现净利润 1.87 亿元, 创出自 2006 年以来的季度净利润新高。我们判断, 不考虑财务处理因素, 公司三季度的净利润仍将超过市场普遍预期。
- 根据公司目前的发展态势, 以及我们对未来汽车行业的整体判断, 我们把公司 2009-2011 年的每股收益预测修正为 0.36 元、0.56 元、0.65 元, 以 9 月 18 日收盘价 7.95 元计算, 2009-2011 年市盈率分别为 22 倍、14 倍、12 倍, 我们给予公司 “推荐” 的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	1,472,464	3.16	5,705	(82.63)	0.04		176.5	
2009E	1,800,000	22	46,800	720	0.36		22	
2010E	2,160,000	20	72,200	54.27	0.56		14	
2011E	2,592,000	20	83,700	15.93	0.65		12	

走势图



市场数据 2009-9-18

收盘价:	7.95 元
52 周最高价:	8.36 元
52 周最低价:	2.40 元
平均持仓成本:	7.23 元

基本数据 2009Q2

总股本 (万股):	128,874
流通 A 股 (万股):	128,874
每股收益 (元):	0.09
每股净资产 (元):	3.18
每股经营现金流 (元):	3.31
市净率:	2.50

分析师: 刘立喜

TEL: (8621)6336 7000-257

FAX: (8621)6337 3209

Email: llx365@vip.sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

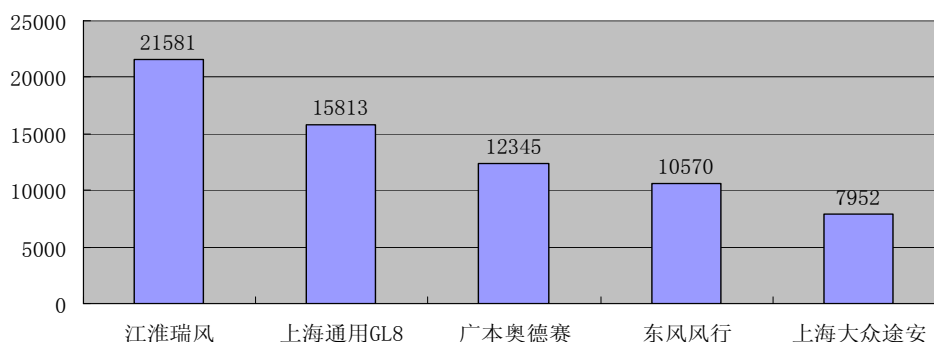
(邮编 200002)

近日，我们走访了江淮汽车公司，希望直观了解公司战略转型的实际情况。根据调研所得信息，我们认为公司战略转型已经成功。在经济复苏持续向好的情况下，公司未来的发展前景值得持续看好。预测公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.36 元、0.56 元、0.65 元，提升投资评级为“推荐”。

一、公司传统优势业务MPV和轻卡的市场地位继续巩固，有力地支持公司乘用车业务快速推进。

08 年全年，公司 MPV 销售 36304 辆，09 年上半年累计销售 21581 辆，保持市场占有率 20%以上，稳居行业第一。由于公司 MPV 的用户主要为中小企业，进入下半年，随着中小企业的持续复苏，7 月销售 3726 辆，8 月销售 4127 辆，呈持续增长态势，全年预计销售 4.5 万辆左右，同比增长 24%左右，加上毛利率的大幅提升，该项业务利润增长应在 30-40%，贡献公司利润 60-70%，强有力地支撑公司发展和战略转型。

上半年MPV销量排名（单位：辆）



资料来源：中国汽车工业协会 东北证券金融与产业研究所整理

公司的另一优势产品轻卡也继续保持优势地位，市场占有率 10%以上，稳居行业第二。08 年全年，公司轻卡销售 108051 辆。进入 09 年，国家推出“汽车下乡”、“以旧换新”的惠农政策，对公司轻卡销售非常有利。1-8 月累计轻卡销售为 104440 辆，公司预计全年销售达到 15 万辆左右，同比增长 40%左右，再考虑轻卡产品的毛利率的大幅提升，利润增长也将在 50%以上。

二、公司轿车产品销售持续向好，年底有望盈亏平衡，2010年开始贡献利润。

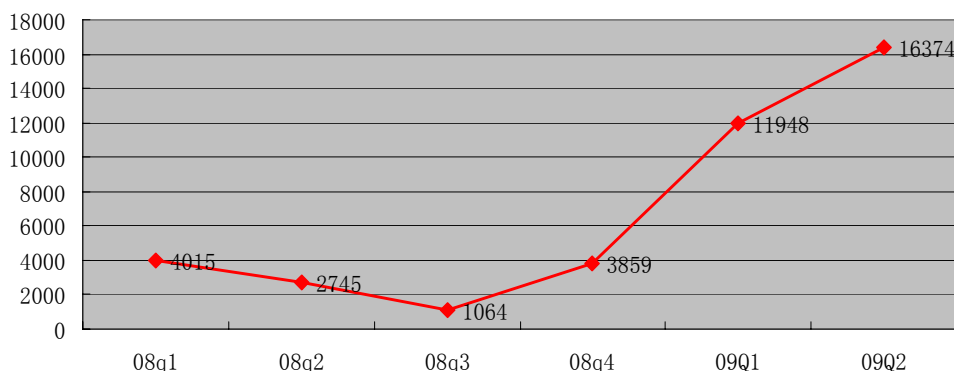
2007 年四季度，公司推出 C 级轿车宾悦，由于定位为中小企业主和二三级城市公务用车，适逢全球金融危机，使该产品销售受阻，08 年全年仅销售 8291 辆。今年以来，国家推出经济型轿车的购置税减半政策，对该产品销售产生不利影响。

2008 年四季度，公司推出 A 级轿车同悦 1.3L 和 1.5L 两款产品，得到市场的认可，当年销售 3392 辆。进入 09 年，在国家经济型轿车购置税减半政策和刚性需

求的拉动下，江淮同悦销售持续向好，二季度以来，月销量一直在 5000 辆以上。

我们判断：到今年底，公司轿车产品可基本实现盈亏平衡，2010 年就可贡献利润。

公司季度轿车销量数据（单位：辆）



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所整理

三、公司乘用车新产品将陆续推出，2010年一季度江淮全系列乘用车产品全部推向市场。

未来半年，公司将推出多款新车。一是B级车和悦，10月面向市场销售；二是BMPV和悦也将尽快推出，不同于瑞风主要针对商务的定位，BMPV和悦主要针对家用；三是A0级轿车悦悦也将于明年一季度推出。

到明年一季度末，公司包括瑞鹰SRV、C级（宾悦轿车）、B级（和悦轿车及和悦MPV）、A级（同悦轿车）、A0级（悦悦轿车）等全系列乘用车产品全部推向市场。



资料来源：江淮和悦 MPV，转自网上图片

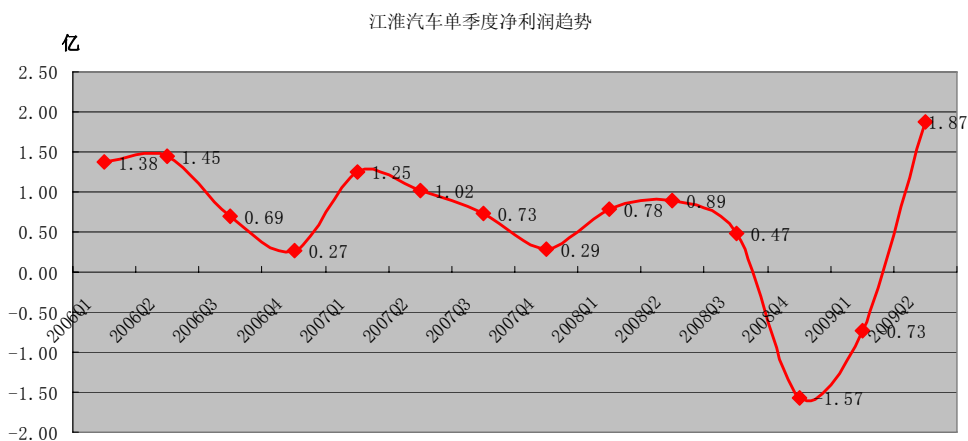
随着公司 20 万辆小排量乘用车发动机实现量产自配，轿车产品车型不断完善，规模效益将逐步显现，公司产品成本持续下降，毛利率逐步回升，新的利润增长点正在稳步形成。

四、公司针对市场环境变化，及时调整产品结构，未来将持续强化乘用车业务的市场地位，继续巩固 MPV 和轻卡业务的市场地位，中重卡业务积极寻求与外资合作。

五、未来三年，公司财务状况将会持续大幅改善，彻底改变过去三年转型痛苦被动的经营困境。

在公司战略转型的关键时期，又遇到严酷的国际金融危机的挑战，公司在 2008 年第四季度和 2009 年第一季度出现连续两个季度经营亏损的状况，这在公司的发展历史上是没有过的。

根据公司中报，从二季度开始，公司经营已回归到正常状态，并且超出市场的普遍预期。公司“大投入大困难的时候已经过去，目前是公司最有活力的时候。”公司二季度单季实现净利润 1.87 亿元，创出自 2006 年以来的季度净利润新高。我们判断，不考虑财务处理因素，公司下半年的净利润仍将超过市场普遍预期。



资料来源：Wind 资讯 东北证券金融与产业研究所整理

六、我们将公司评级由“谨慎推荐”提升为“推荐”，第一目标区间 10-12 元。

根据公司目前的发展态势，以及我们对未来汽车行业的整体判断，我们把公司 2009-2011 年的每股收益预测修正为 0.36 元、0.56 元、0.65 元，以 9 月 18 日收盘价 7.95 元计算，2009-2011 年市盈率分别为 22 倍、14 倍、12 倍，我们给予公司“推荐”的投资评级。

江淮汽车（600418）盈利预测

单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	14724.6	18000	21600	25920
增长率（%）	3.16%	22.25%	20.00%	20.00%
营业成本	12958.92	15500	18550	22225
综合毛利率（%）	11.99%	13.89%	14.12%	14.26%
营业税金及附加	381.26	400	450	600
销售费用	649.83	750	850	950
管理费用	663.53	750	850	1100
财务费用	25.51	30	35	40
三项费用	1338.87	1530	1735	2090
期间费用率（%）	9.09%	8.50%	8.03%	8.06%
资产减值损失	39.11	40.00	40.00	40.00
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-1.62	0.00	0.00	0.00
营业利润	4.86	530	825	965
营业利润率（%）	0.03%	2.94%	3.82%	3.72%
营业外收入	22.58	25	30	30
营业外支出	4.78	4	4	4
利润总额	22.66	551	851	991
利润率（%）	0.15%	3.06%	3.94%	3.82%
所得税	-37.42	80	125	150
实际税负比率（%）	-165%	15%	15%	15%
净利润	60.08	471	726	841
少数股东权益	3.03	3	4	4
归属于母公司所有者的净利润	57.05	468	722	837
增长率（%）	-82.63%	720.00%	54.27%	15.93%
总股本（百万股）	1288.74	1288.74	1288.74	1288.74
每股收益（元）	0.04	0.36	0.56	0.65

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209