

江淮汽车 (600418)

——江淮和悦隆重登场 期待四季度销量大增

推荐

维持评级

可选消费/汽车

2009 年 10 月 21 日

投资要点:

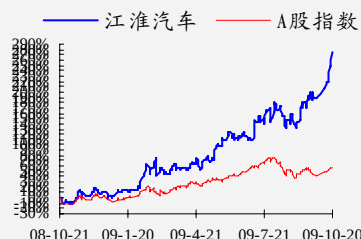
- 公司二股东豪登公司减持公司股份，原因可能有多种，但无关江淮汽车的发展前景。经过我们测算，豪登公司已经在江淮汽车股权上获得近 100 倍的投资收益，此时退出，无可厚非，无关公司前景。
- 豪登公司持有的近三分之二的股权，计 4136 万股，通过大宗交易进行，我们推断大宗交易的时间应在 10 月 13 日，当日收盘价为 8.87 元。大宗交易的价格应在每股 8.00 元-8.50 元之间。豪登公司仍持有公司 0.95% 的股份。
- 面对国内重卡产能严重过剩的局面，公司重卡业务引入合作伙伴，抽出资金投资到公司优势产品和战略业务上去，是明智的战略选择，有利于公司的长远发展。
- 10 月 18 日，江淮和悦三厢轿车和江淮和悦 RS 两厢轿车全面推向市场。公司希望和悦轿车成为一款年销量突破 10 万辆的明星车型以及江淮汽车乘用车战略转型的标志车型。我们有理由相信，四季度，江淮汽车轿车的销量将会大幅增长，带动公司业绩的提升和公司股价的上涨。
- 9 月 21 日，我们推出《战略转型已经成功，未来成长可期——江淮汽车调研报告》，给予公司“推荐”的投资评级，至今不足一个月，股价上涨超过 30%。尽管如此，考虑到公司发展的前景，我们仍维持对公司的盈利预测，并维持“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		261	
2009E	1,800,000	22	46,800	720	0.36		29	
2010E	2,160,000	20	72,200	54.27	0.56		19	
2011E	2,592,000	20	83,700	15.93	0.65		16	

请参考 9 月 21 日《江淮汽车调研报告》

走势图



市场数据 2009-10-20

收盘价:	10.42 元
52 周最高价:	10.59 元
52 周最低价:	2.40 元
平均持仓成本:	7.96 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:	3.28

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)

9月21日,我们推出《战略转型已经成功 未来成长可期——江淮汽车调研报告》,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”。截止10月20日收盘,公司股价累计涨幅为30.69%。本报告旨在综述近期公司公开信息,暂维持先前的盈利预测,并维持公司“推荐”的投资评级。

一、公司二股东减持公司股份,原因可能有多种,但无关江淮汽车的发展前景。

我们查阅公司08年年报,公司法人股东情况列表如下:

	股东性质	持股比例
安徽江淮汽车集团有限公司	国有法人	34.76%
新加坡豪登投资公司	外资法人	6.16%
合肥市国有资产控股有限公司	国有法人	5.59%
安徽省科技产业投资有限公司	国有法人	0.78%

资料来源:公司2008年报 东北证券金融与产业研究所整理

2001年7月,公司IPO上市时,公司二股东为马来西亚安卡莎机械有限公司,2003年4月30日签署协议,将股权转让给**关联公司**新加坡豪登投资公司(以下简称豪登公司)。随着公司多次的融资,豪登公司的持股比例下降为6.16%。而随着公司多次的股权送转,每股的持股成本已经不足0.10元。

根据股改承诺,2007年12月14日,豪登公司的7938万股股权全部解禁,当时股价在8元以上,豪登公司并没有减持股份。金融危机爆发,公司股价一路下跌最低至每股2.40元。2008年12月31日,公司股票收盘价格为每股2.91元,豪登公司的持股比例仍为6.16%。根据公司2009年半年报,2009年6月30日,公司股票收盘价格为每股5.85元,豪登公司持股比例未变。

根据公司公告,豪登公司减持公司股份过程如下:

2009年8月4日至2009年9月9日,通过二级市场出售其所持有的本公司无限售条件流通股累计1288.8275万股,占公司总股本的1%,期间每股成交价在7.50元左右。本次减持后,豪登投资持有本公司股份6649.1725股,占公司总股本的5.16%。

2009年9月15日,通过二级市场出售其所持有的本公司无限售条件流通股累计1199.9066万股,占公司总股本的0.94%,当日收盘价为7.65元。本次减持后,豪登公司持有本公司股份5449.2659万股,占公司总股本的4.23%,低于公司总股本的5%。

以上两次公告,豪登公司累计通过二级市场减持2488.7341万股。

我们注意到,公司10月16日披露的信息为:

2009年8月4日至2009年10月13日,豪登公司通过二级市场陆续卖出江淮汽车A股共计2577.5641万股。通过大宗交易陆续卖出江淮汽车A股共计4136.1359万股。本次变动后,豪登公司持有股份仅占其已发行股份总数的0.95%。

我们推断大宗交易的时间应在 10 月 13 日，当日收盘价为 8.87 元。因此我们推断，大宗交易的每股价格应在每股 8.00 元-8.50 元之间。

以上啰嗦的数据堆积和推测，对有心的投资者，应该有一定帮助。

根据《上海证券报》记者对公司董秘的采访，受金融危机影响，豪登公司母公司在东南亚钢铁、橡胶等业务受到严重影响，急需资金。我们认为，豪登公司已经在此项交易中获得近 100 倍的收益，此时退出，无可厚非，无关公司前景。

二、面对国内重卡产能严重过剩的局面，公司重卡业务引入合作伙伴，抽出资金投资到公司优势产品和战略业务上去，是明智的战略选择，有利于公司的长远发展。

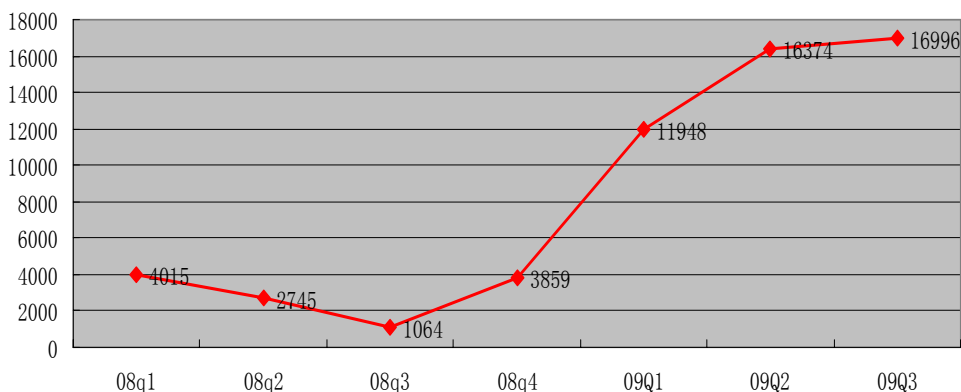
江淮重卡业务于 2003 年起步，引进国外先进的重卡制造技术，起点较高，但由于诸多原因，经过几年经营，销量始终难有重大突破。面对国内重卡产能可能出现严重过剩的局面以及合作伙伴美国 NC2 的优势地位，为了集中精力发展自己的优势产品（MPV、轻卡）和战略业务（轿车），公司“以退为进”，将非优势的重卡业务与外资合资，是非常明智的选择。

三、公司既有产品销售较为乐观和新产品的持续推出，强力支撑公司业绩持续环比增长。

1、公司轿车业务持续向好，和悦轿车和和悦 RS 的推出对公司四季度的销售应有较大贡献。

凭借 A 级车同悦以及 C 级车宾悦，公司轿车销量持续大幅增长。10 月 18 日，公司江淮和悦三厢轿车和江淮和悦 RS 两厢轿车全面推向市场。经过瑞风、瑞鹰、宾悦、同悦四款车型的试水，江淮在乘用车市场已经摸出点门道，此次上市的和悦，江淮汽车公司希望成为一款年销量突破 10 万辆的明星车型以及江淮汽车乘用车战略转型的标志车型。因此，我们有理由相信，四季度，江淮汽车轿车的销量将会大幅增长，带动公司业绩的提升和公司股价的上涨。

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

2、公司传统优势产品 MPV 和轻卡销售状况良好，强力支撑公司的利润增长。

前三季度，公司 MPV 的累计销售 34358 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，9 月销售 4924 辆，呈持续增长态势，全年预计销售 4.5 万辆以上，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。

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。前三季度，公司轻卡销售 121446 辆，同比增长 28.82%，超过去年全年销量 12.40%。我们预计，在“汽车下乡”、“以旧换新”等惠农政策的刺激下，公司轻卡全年销售达到 16 万辆左右，同比增长 50%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 60%以上。

四、9 月 21 日，我们推出《江淮汽车调研报告——战略转型已经成功，未来成长可期》，给予公司“推荐”的投资评级，至今不足一个月，股价上涨超过 30%。尽管如此，考虑到公司发展的前景，我们仍维持公司“推荐”的投资评级。

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，我们维持公司 2009-2011 年的每股收益预测为 0.36 元、0.56 元、0.65 元，以 10 月 20 日收盘价 10.42 元计算，2009-2011 年市盈率分别为 29 倍、19 倍、16 倍，我们维持公司“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