

大战略背后必有大动力

——江淮汽车（600418）

2009 年 11 月 23 日

强烈推荐/维持

江淮汽车

事件点评

于特	汽车及配件行业分析师	MSN:yute6@hotmail.com
	yute@dxzq.net.cn 010-66507314	13439996560

事件：

11 月 22 日，江淮乘用车公司在广州举行大乘用车战略进程新闻发布会，江淮汽车总经理安进宣布：江淮乘用车已提前完成年初制定的 10 万辆产销目标，并预计全年产销将突破 12 万辆；2010 年江淮汽车产销目标锁定 50 万辆，其中乘用车 30 万辆。

观点：

1. 制定大战略，背后必有大动力。

公司宣布 2010 年乘用车产销目标 30 万辆，超出市场普遍的预期。公司采取目前这种大踏步、快发展的战略背后定有强大的发展意愿支撑，我们认为发展意愿的动力来源于对安徽省汽车产业重组的预期。

从 2009 年 3 月开始，从政策层面，就有江淮集团和奇瑞公司重组的相关消息(如图表 1)，两家公司领导也在不同场合表示不排斥重组。我们认为，两家公司都是安徽省国有企业，未来在安徽省政府主导下进行重组的可能性较大。对于江淮集团和奇瑞公司来讲，目前最重要的事情恐怕就是不断对自身进行发展壮大，以谋求在未来重组过程中占据有利地位。同时，江淮汽车管理层及员工持有江淮汽车集团 30% 股权，也加强了江淮汽车管理层壮大公司实力的意愿。目前，从各方面实力的对比情况看，江淮集团还略占下风，2010 年有望迎头赶上（如图表 2），因此公司力图快速发展而制定一个超出市场预期的发展战略也是情理之中。

在重组模式上，我们认为最为理想的状况就是渐进式重组，可以先选取有互补性的领域进行整合，比如奇瑞公司在发动机研发方面实力较强，而江淮集团发动机刚刚起步，两家公司可在这一领域进行合作；也可以考虑共同建立研发、营销、采购平台等来降低成本。经过一段时间合作磨合后，再进行进一步的重组可能会更有利于两家公司的发展。如果单纯采取“合二而一”的方式进行重组，对于两家公司来讲都可能是一个坏消息。

图表 1 有关江淮集团和奇瑞公司重组的官方信息

时间	事件	单位或个人	具体内容
2009年3月8日	两会期间谈重组	左延安	“重组问题很敏感，应该提合作重组”；重组有三个方式，解决资源配置和效率最大化的问题，要遵循市场规律。首先是资源共享，比如核心总成和关键配套件互通有无，市场贸易的框架下，两个合作者不必重复浪费资源；第二个是，企业之间的强、弱业务整合，比如江淮轻卡业务不错，可以收购一些做得不好的轻卡业务，实现做强做大的目标，这种重组也很简单，没有谁是老子谁是儿子的问题；第三种重组方式就是彻底的整合，这是其不赞成的重组方式。
2009年3月21日	《汽车产业调整和振兴规划》	国务院	明确提出支持包括奇瑞公司在内的“四小”汽车企业进行区域内的兼并重组；
2009年5月12日	《关于印发安徽省汽车产业调整和振兴规划的通知》	安徽省政府	提出通过兼并重组促进安徽汽车产业发展壮大，安徽省国资委将按照市场化原则推动联合重组；

资料来源：东兴证券整理

图表 2 奇瑞公司和江淮集团实力对比情况

奇瑞汽车股份有限公司		安徽江淮汽车集团
上级主管单位	芜湖市国资委	安徽省国资委
2007年销量(万辆)	38	21
2008年销量(万辆)	36	21
2009年 1-10月销量(万辆)	38	27
2009年1-10月销量排名	第七名	第十名
2008年产值	196.5亿元	201.1亿元
2008年净利润估计	5亿元	8000多万元 (868:2403万 ;418:5705万)
2009年净利润估计	7亿元	5亿元
2010年净利润估计	8亿元	8亿元
市值	145亿元(2009年向华融、渤海产业投资基金、深圳中科创、融德资产管理公司和鼎晖股权投资管理(天津)公司29亿元出售20%股权。)	
	173.92亿元(600418 141.68亿元, 以11元股价计算; 000868 32.24亿, 按照股价10.5元, 总股本3.07亿元计算)	

资料来源: 东兴证券整理与预测

图表 3 奇瑞公司与江淮集团可能重组方式预测

模式	股权	内容	优点	缺点	各方倾向	个人领导	对上市公司影响
"日产-雷诺"模式	渐进式	成立共同研发、采购、销售平台; 共享核心总成、关键零部件; 进而进行业务上的整合;	尊重各方利益、遵从效率原则; 重组风险最小; 在强势人物左延安任期间, 这可能是最好的办法;	谈判成本较高, 合作进程缓慢;	江淮、奇瑞公司倾向该方案, 尚不知安徽省意见;	左延安、尹同耀平行领导;	通过共同研发平台、采购、渠道等降低5-6亿元成本费用, 折合每股收益 0.39-0.47元;
"大安汽"模式	成立控股公司	整合奇瑞、江淮以及安徽省其他整车、零部件企业;	规模快速扩张, 产生规模效应;	存在企业文化整合冲突的可能;	江淮、奇瑞公司在其中影响力不易确定; 规模的扩大是安徽省政府所愿意看到的;	尹同耀时代;	奇瑞IPO失败即有注入上市公司可能; 产值增加 1倍左右; 净利润增加 1倍左右
合二为一	合并	奇瑞和江淮完全整合为一家公司, 由新公司主导两家公司资源整合;	规模快速扩张, 产生规模效应;	存在文化冲突, 整合具有风险;	江淮、奇瑞各自争夺领导权; 安徽省可能也不愿看到整合风险;	尹同耀时代;	奇瑞IPO失败即有注入上市公司可能; 产值增加 1倍左右; 净利润增加

资料来源: 东兴证券预测

2. 公司受惠于小排量汽车消费刺激政策。

公司商用车产品主要有轻卡、重卡、客车底盘, 乘用车产品有瑞风 MPV、瑞鹰 SRV、宾悦、和悦、同悦, 2010 年初还将推出悦悦, 届时公司产品将覆盖 MPV、SRV 及 C、B、A、A0 级轿车 6 大乘用车平台系列。我们认为, 2010 年公司商用车将保持相对稳定, 很难有大幅增长, 未来公司主要的增长点在于轿车, 尤其是小排量轿车和悦、同悦和悦悦。

2009 年小排量汽车受益于购置税减半等消费刺激政策, 1-10 月乘用车中 1 升 < 排量 ≤ 1.6 升占 58%, 同比增长 61%; 排量 ≤ 1 升占乘用车 13%, 同比增长 73%。而公司的主力车型和悦为 1.5 升和 1.3 升, 同悦为 1.5 升和 1.3 升, 悦悦为 1.0 升和 1.1 升, 均处于受惠政策排量区间。

目前, 宏观经济复苏尚未完全企稳, 未来经济的持续复苏将更多依赖于国内消费。而汽车与房地产是国内消费两个较大的行业, 相对于房地产行业来讲, 汽车消费负面影响较小, 继续保持 2009 年汽车消费相关的刺激政策将更加有利于整个宏观经济的发展, 因此我们认为汽车相关刺激政策延续的可能性比较大。从最近行业协会及相关政府官员的谈话中, 我们也可以证实这一点。

图表 4 乘用车各个排量级别销量增长情况(单位: 辆)

	10月完成	比同期增长, %	1-10月止累计	比同期累计增长, %
排量≤1升	115,312	114.18%	1,047,620	72.94%
1升<排量≤1.6升	538,988	85.77%	4,656,803	61.02%
1.6升<排量≤2.0升	174,612	48.52%	1,489,375	11.48%
2.0升<排量≤2.5升	78,429	42.28%	697,442	16.83%
2.5升<排量≤3.0升	14,351	63.25%	101,596	25.36%
3.0升<排量≤4.0升	1,260	145.14%	7,839	-31.83%
4.0升以上	1	-93.33%	19	-97.50%

资料来源: 中国汽车工业信息网

3. 和悦、悦悦的推出有望推动公司业绩超预期增长。

公司近期推出和悦轿车, 该车从价格、配置、质量等各个方面都不输比亚迪 F3, 而 10 月份比亚迪 F3 月销达到 3 万辆, 我们预计经过几个月的市场导入, 和悦轿车有冲击月销万辆的可能 (详见 10 月 19 日发出的报告: 和悦 ● 轿车业务扭转乾坤之作-江淮汽车(600418)点评报告)。

公司 2010 年初将推出 A0 级新车悦悦, 该车平台源于标志 107, 与比亚迪 F0、吉利熊猫属同平台, 从该车的配置情况来看, 未来有望与 QQ、F0 形成正面竞争 (详见 10 月 19 日发出的报告: 和悦 ● 轿车业务扭转乾坤之作-江淮汽车(600418)点评报告)。

我们预计公司 2010 年销售汽车 45 万辆, 其中商用车销售 20 万辆, 乘用车销售 25 万辆。商用车销量预测与公司销售目标基本相同, 乘用车销量预测低于公司 30 万辆这一销售目标。目前, 我们较为看好公司和悦轿车的未来市场表现, 但汽车市场不确定性因素较多, 尤其是对一款新车来说, 因此我们保守预测和悦 2010 年销量为 9.6 万辆。和悦上市后 3-5 个月市场表现会基本明朗, 届时我们再做相应预测调整。

图表 5 公司汽车销量预测

产品	2005年	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E
瑞风MPV	31,516	33,551	40,049	36,304	47,464	52,210
轻卡	96,228	108,823	119,998	108,051	163,274	163,274
底盘	22,686	25,311	27,002	21,442	17,789	18,678
重卡			10,296	10,786	12,438	13,682
瑞鹰SRV	-		7,605	10,250	12,027	14,400
宾悦	-	-	460	8,291	3,695	3,600
同悦	-	-	-	3,392	59,370	66,000
和悦	-	-	-	-	10,000	96,000
悦悦	-	-	-	-	-	24,000
合计	150,985	171,562	205,410	198,516	326,057	451,845
同比增长%		13.63%	19.73%	-3.36%	64.25%	38.58%

资料来源: 公司公告 东兴证券预测

4. 盈利预测与投资评级。

我们预计公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.36 元和 0.84 元，考虑到公司目前战略转型已有成功迹象，以及公司面对兼并重组压力有较强的业绩释放动力，我们继续给予“强烈推荐”评级，目标价 16.8 元，对应 2009 年、2010 年 PE 为 46 倍和 20 倍。

风险提示：小排量轿车消费政策变动风险；原材料价格变动风险；安徽省汽车产业重组差于预期风险等。

分析师简介

于特

北京大学金融学专业硕士，汽车行业研究员，3 年行业内上市公司工作经验，3 年汽车行业研究经验，2003 年进入证券行业。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。