

增 持 维持
江淮汽车(600418)
2009 年 12 月 02 日

最具盈利弹性的汽车股

汽车行业分析师: 赵晨曦
zhaocx@htsec.com
021-23219473

轻卡和 MPV 业务表现卓越，为公司持续供血。从销量上看，受国家经济刺激政策影响，2009 年前 10 个月公司轻卡销售 13.33 万辆，同比增长 29.32%，MPV 销售 3.85 万辆，同比增长 24.03%。从盈利能力上看，由于直接采购钢材的成本约占到轻卡生产成本的 15%-20%，因此受钢价下跌影响，公司轻卡产品毛利率同比提升了 3 个百分点以上，我们预计公司现有轻卡产品毛利率在 15%-18% 之间；瑞风 MPV 受折旧摊销费用下降和钢材成本降低影响，产品毛利率也恢复到 30% 以上，接近历史最好水平。由于轻卡和 MPV 业务的优越表现，公司经营状况得到极大好转，截止 2009 年 3 季度，公司长、短期借款已较 2008 年底减少 3.43 亿元。

2009 年轿车业务仍然出现巨亏。公司投资约 20 亿元的乘用车生产线已于 2008 年投入使用，这为公司每年带来约 2 亿元的折旧费用，同时由于公司现有产品同悦的定价较低，导致公司陷入生产越多亏损越多的窘境。我们预计 2009 年公司轿车业务亏损在 5 亿-6 亿元。

表 1 公司折旧费用统计 (亿元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E
固定资产	23.41	33.19	47.11	51.00	53.00
在建工程	15.53	12.57	10.05	6.00	5.00
折旧费用	2.27	3.04	4.59	4.96	5.16
折旧率	9.69%	9.16%	9.73%	9.73%	9.73%

资料来源：海通证券研究所

和悦是公司未来最大的变数。今年 10 月 18 号，公司给予厚望的和悦上市，该车售价为 6.58-8.88 万元，与同悦相比该车的平均售价提升了 1.6 万元，由于和悦与同悦是共线生产，因此和悦的上市大大提高了轿车产品的盈利能力。除了新品上市外，公司自主研发的小排量发动机生产线也开始投产，目前月产量在 1000 台左右，公司表示由于自主品牌发动机刚开始量产，其产品可靠度还需要时间的检验，因此公司有意控制了自主品牌发动机的供应量，我们预计随着公司加工工艺的完善，明年下半年自主品牌发动机可能会大批量投产。随着发动机自给率的提高，轿车业务的毛利率也将出现提升。我们预计当和悦年销量达到 8 万辆后，该车型的毛利率水平将达到 15% 左右。

灵活的销售策略有助于公司实现 2010 年 40 万辆的销售目标。公司 2010 年的销售目标是确保 40 万辆，力争 50 万辆。为实现这一目标公司采取的销售策略是“一区一策，一品一策，渠道革命，网络下沉”，我们认为该策略的核心是网络下沉，充分做好县、乡级市场的销售工作。公司针对我国农村地区的销售特点，尝试把轻卡和轿车的销售平台进行整合，构筑一种全新的类似超市的销售模式。从公司目前的实验效果看，在乡村地区汽车超市的销售模式，要远好于 4S 店模式，我们认为这种全新的销售模式将有助于公司产品的推广。

盈利预测和投资建议。展望 2010 年，我们认为公司轻卡和 MPV 业务将持续为公司营运发展提供资金支持，但盈利能力受钢价上涨的影响将会有所下降。我们预计和悦将在明年 2 季度开始放量，和悦销量的增长将使得公司轿车业务出现减亏甚至扭亏的可能，预计 2009、2010 年公司分别实现 EPS0.30 元和 0.61 元，维持对公司“增持”的评级。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

赵晨曦：汽车行业

重点研究上市公司：上海汽车、一汽轿车、威孚高科、中国重汽、潍柴动力、江铃汽车。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。