

传统业务快速增长，轿车业务成功放量

江淮汽车 (600418) 评级: 买入 (维持)

股价: 10.71 元

目标价位: 14 元

年报点评

2009 年 3 月 30 日 星期二

吴文钊
021-50586660-8617
allan021@126.com
汽车行业

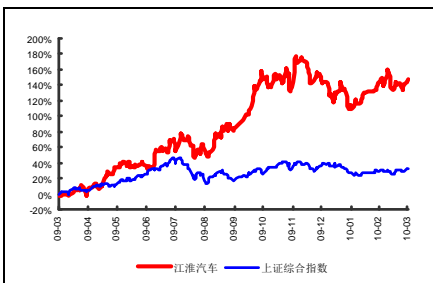
牛纪刚
010-66216231-8636
njg@longone.com.cn
机械行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

| 重要数据 | |
|----------|--------|
| 总股本(亿股) | 12.9 |
| 流通股本(亿股) | 8.81 |
| 总市值(亿元) | 138.16 |
| 流通市值(亿元) | 94.36 |

| 市场表现 | | |
|------|----------|----------|
| | 绝对涨幅 (%) | 相对涨幅 (%) |
| 1 个月 | 2.16 | 0.01 |
| 3 个月 | 1.02 | 3.95 |
| 6 个月 | 35.07 | 21.89 |

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 2009 年业绩稍好于预期。2009 年公司实现营业收入 200.91 亿元，同比增长 36.44%，归属于母公司所有者的净利润为 3.35 亿元，同比增长 482.42%，每股收益为 0.26 元。这一业绩稍高于我们之前预测的 0.24 元，原因在于公司四季度管理费用出现了大幅下降。经与公司沟通，管理费用大幅下降是由于公司 09 年的研发费用已在前三季度基本列支完毕所致。
- 轻卡业务可继续快速增长。轻卡是公司的传统优势业务之一，2009 年公司轻卡销量为 15.4 万辆，同比增长 43%，市场份额位居行业第三。我们认为，由于“汽车下乡”的继续实行，尤其是“以旧换新”补贴额度的大幅提高，今年轻卡增速将高于汽车全行业整体增速，预测轻卡行业增速可达 20% 以上。江淮作为行业三巨头之一，增速也将在 20% 以上。
- 今年以来 MPV 已成行业增速最高的细分市场，公司将继续领先。MPV 是公司目前最主要的利润来源，2009 年公司 MPV 销量为 4.6 万辆，同比增长 26.8%，继续位居行业第一。今年以来，MPV 已成为汽车行业增速最快的细分市场，1-2 月 MPV 行业销量为 6.4 万辆，增速为 143%，远高于汽车全行业增速 84%，这反映出随着我国宏观经济的复苏，大量中小企业经营效益已有实质改善。我们认为，MPV 增速将继续领先行业，全年增速至少可达 20%，江淮作为行业龙头自然也不例外。此外，今年公司还将推出全新的“瑞风二代”，这将有助于巩固公司在 MPV 市场的龙头地位。
- 2010 年轿车销量有望突破 15 万辆。公司轿车业务已在 09 年实现量的突破，全年轿车销量为 6.6 万辆，同比增长 462%。公司去年已放量的“同悦”轿车今年销量将继续增长，预测销量将为 7-8 万辆，去年底上市的“和悦”也已迅速获得市场认可，今年 1-2 月合计销量已达 9400 辆，预测全年销量将至少为 5 万辆，今年二季度，公司即将推出新车型“悦悦”，我们预

测其全年销量保守也将为 3 万辆左右，由此预测公司全年轿车销量将突破 15 万辆，这一规模意味着公司轿车业务已有望盈利。

- **费用支出高峰已过，盈利能力将有明显提升。**公司近年来一直致力于拓展轿车业务，各方面开支巨大，影响了公司整体盈利能力。如今，公司在轿车领域布局已基本完毕，完整的乘用车体系已经形成，轿车销售也已成功放量。公司研发费用已稳定在每年 3 亿元左右，轿车销售网络建设已基本完成。另外，公司自产的轿车发动机已可量产配套，“同悦”轿车的模具费用则已摊销完毕。公司盈利能力将获得明显提升。我们预测，公司 2010 年毛利率由于通胀影响难以明显提升，但公司期间费率将有一定的下降空间，这将推动公司全年业绩的大幅增长。
- **盈利预测与评级。**预测公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.73、0.99 元，目前股价分别对应 10 年、11 年 14 倍、11 倍 PE，估值明显偏低，同时公司仍存在一定的重组预期，我们维持其“买入”评级。

表 1 江淮汽车分车型历年销量及预测 (辆)

| 类别 | 2005A | 2006 A | 2007 A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 底盘 | 22686 | 25311 | 27002 | 21442 | 19923 | 18927 | 17981 |
| 轻卡 | 96228 | 108823 | 119998 | 108051 | 154047 | 184856 | 221828 |
| 重卡 | 555 | 3065 | 10296 | 10786 | 12921 | 14959 | 17088 |
| MPV | 31516 | 33551 | 40049 | 36304 | 46033 | 55240 | 63526 |
| SUV | | | 7605 | 10250 | 11720 | 13478 | 16174 |
| 轿车合计 | | | 460 | 11683 | 65607 | 178000 | 248000 |
| 总量合计 | 150985 | 170750 | 205410 | 198516 | 310251 | 465460 | 584597 |

资料来源: CAAM, 东海证券研究所

表 2 江淮汽车主要财务指标

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (万元) | 1427382 | 1472464 | 2009171 | 2975723 | 3658259 |
| 营业收入增长率 (%) | 31.69% | 3.16% | 36.45% | 48.11% | 22.94% |
| 净利润 (万元) | 32846 | 5705 | 33569 | 94516 | 127617 |
| 净利润增长率 (%) | -13.49% | -82.63% | 488.41% | 181.56% | 35.02% |
| 每股收益 (元) | 0.27 | 0.04 | 0.26 | 0.73 | 0.99 |
| PE (X) | 40 | 268 | 41 | 15 | 11 |

资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

吴文钊，汽车行业分析师，江苏大学经济学硕士毕业。1年汽车制造企业工作经验，2年证券公司汽车行业研究经验，2010年3月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 长安汽车、江淮汽车、福田汽车、中国重汽、潍柴动力、宇通客车、星马汽车、万向钱潮、亚太股份。

一、行业评级

| | | |
|----|-------------|-----------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数 |
| 中性 | In-Line: | 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平 |
| 回避 | Cautious: | 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数 |

二、股票评级

| | | |
|----|-------------|------------------------------|
| 买入 | Buy: | 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$ |
| 增持 | Outperform: | 预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$ |
| 中性 | Neutral: | 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell: | 预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$ |

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122