

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

江淮汽车 (600418)

推荐 (维持)

设立合资企业提升重卡技术水平

2009年09月29日

余兵	汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing@pasc.com.cn
王德安	汽车行业研究员	86-21-62078709	wangdean@pasc.com.cn

事项

江淮汽车(600418)与NC² Global LLC(下称“NC²”)签署中重卡合资合作框架协议,拟商讨在安徽合肥设立中外合资公司,主要负责生产、制造和销售中重型卡车和卡车零部件等业务。

主要观点

一、合资项目概况

NC² Global LLC由美国Navistar International Corporation(下称“纳威司达”,系纽约证交所上市公司,主要生产International®品牌的商用、军用卡车和MaxxForce®品牌柴油发动机等产品)和美国Caterpillar Inc(下称“卡特彼勒”,系纽约证交所上市公司,是全球最大的工程机械、矿产设备、柴油和天然气涡轮制造商)按照50%:50%的比例设立。

注册资本和投资总额:江淮汽车与NC²计划成立的合资公司的投资总额将不少于人民币20亿元。合资公司的注册资本将不少于人民币8亿元。

股权比例和出资方式:双方在合资公司中的股权比例为50%:50%。初始投入中,江淮汽车将其几乎全部的中型卡车和重型卡车的资产和业务作为出资投入合资公司,包括研发设施、生产基地、销售网络等,具体价值以评估值确定,NC²将以现金出资,并为合资公司提供某些工业产权。

管理层组成:董事会由8名董事构成,其中本公司4人,NC²4人。

研究与开发:合资公司将利用江淮汽车现有的部分研发设施在合肥设立专门的中重卡研发中心,利用合资双方的管理专长和技术资源,并通过NC²与卡特彼勒和纳威司达的全球技术人员网络协作进行产品设计和研发,以开发适合国内外市场的新产品。

预计合资公司初期会提高江淮汽车的现有中重型卡车产量3倍,未来产量将逐步增长。同时合资公司会有相关的发动机战略去支持合资公司中重型卡车的发展。

据了解,中国汽车市场广阔的发展空间和江淮汽车良好的经营管理水平吸引了纳威司达和卡特彼勒的投资热情。而中外双方在技术、资源和市场方面的互补性是合资的基础。

二、合资项目对江淮汽车的影响

江淮汽车于2004年进入重卡行业，由于公司在该领域技术和品牌力量都较为薄弱，加上公司近年在轿车市场投入较大，经营精力有所分散，因而重卡产销规模未能有效提升，投资回报率不高。2008年其重卡销售10786辆，今年前8月销售7743辆，市场占有率保持在2%。

本次合资伙伴为NC²，而NC²的股东之一为美国卡车龙头企业纳威司达，另一股东卡特彼勒是全球最大的工程机械、矿产设备制造商。上述企业分别在重卡和发动机领域具有较强技术实力。

本次合资合作事项是江淮汽车产品和投资结构调整的重要举措之一，不仅可以获得中重卡领域内国际一流的产品、技术、管理等业务支持，而且对公司长期战略的实现和价值提升都有积极的作用。预计该合资公司的设立、投产和产生效益时间过程较长，对公司短期业绩影响较小。

三、盈利预测与投资建议

◆公司发展战略清晰、管理能力强，历史上曾屡次成功转型。产品线逐年丰富，目前瑞风MPV为主要利润来源。

◆第二款轿车产品同悦的外形、配置与制造质量明显改善，上市以来销量逐月攀升，月销量近5000辆。预计轿车业务09年有望达到盈亏平衡点，后期将成长为企业新的利润增长点。

◆09年公司受益于多项中央及地方汽车业振兴规划政策扶持。安徽省汽车工业联合重组计划及对外合资计划对公司发展影响积极。

◆保守估计2009、2010年EPS在0.35元、0.49元。对应09年8月28日收盘价，公司动态市盈率分别为23倍、16倍，市净率为2.5倍。鉴于公司轿车业务初现曙光，后期成长空间大，维持投资评级为“推荐”。

图表1 销量预测表

单位：辆

销量	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
底盘	27002	21442	22000	23000	23500
商务车	40049	36304	39000	42000	45000
轻卡	119998	108051	126000	125000	128000
重卡	10296	10786	11500	13000	18000
SUV	7605	10250	11000	12000	14000
轿车	460	11683	61000	113000	139000
合计	205410	198516	270500	328000	367500

资料来源：平安证券研究所

图表2 盈利预测表

单位：万元

	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1083908	1427382	1472464	1828300	2209100	2532400
二、营业总成本	1038643	1388663	1471817	1779203	2140662	2449159
营业成本	916941	1219886	1295892	1555565	1885115	2155433
营业税金及附加	32710	42323	38126	45708	55228	63310
销售费用	43156	66162	64983	84102	99410	113958
管理费用	44647	58148	66353	84102	94991	108893
财务费用	1274	1196	2551	8227	4418	5065
资产减值损失	-85	949	3911	1500	1500	2500
三、其他经营收益	0	0	-162	-100	50	100
公允价值变动净收益						
投资净收益		0	-162	-100	50	100
汇兑净收益						
四、营业利润	45266	38719	486	48997	68489	83341
加：营业外收入	1068	3287	2258	3000	5000	4000
减：营业外支出	317	219	478	1500	2000	3000
五、利润总额	46017	41787	2267	50497	71489	84341
减：所得税	7421	8767	-3742	5050	7149	8434
六、净利润	38597	33019	6009	45447	64340	75907
减：少数股东损益	-75	174	303	500	700	800
归属于母公司所有者净利润	37970	32846	5705	44947	63640	75107
七、每股收益(元)	0.29	0.25	0.04	0.35	0.49	0.58

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

江淮汽车2009中报点评——发展前景日趋明朗（2009年8月18日）

江淮汽车调研简报——轻卡与轿车业务盈利水平明显改善（2009年6月29日）

江淮汽车动态跟踪报告——隐形的翅膀总能逆风飞扬（2009年5月26日）

江淮汽车调研快报——传统产品经营稳定，轿车业务初见曙光（2009年4月10日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，5年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900 传真：（0755）82449257