

2011年8月10日

# 江淮汽车

## 上半年盈利同比增长 2.2%

A
持有 (买入)

600418.SS - 人民币 9.12  
目标价格: 人民币 9.60 (↑15.60)

江淮汽车上半年录得每股收益 0.39 元, 同比小幅增长 2.2%。我们认为 2 季度公司的 MPV 和轻卡销量随着商用车的不景气而下滑, 产品销售结构下移导致毛利率降低。我们预计 3 季度商用车板块难以迅速扭转颓势, 乘用车板块开始价格竞争, 行业环境难以迅速改善。我们将公司 2011-2012 年每股收益预测分别调整为 0.79 元和 1.00 元, 短期内目标价格下调为 9.60 元, 评级下调至持有。

**王玉笙**

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

### 中报要点

- 江淮汽车上半年销售收入同比增长 7.9% 至 174.4 亿元, 略低于总销量增长, 净利润同比增长 2.2% 至 5 亿元, 每股收益 0.39 元, 低于市场预期。2 季度单季度收入同比基本持平, 环比 1 季度下降 15.9%, 盈利呈现较大幅度下降。
- 产品结构下移及原材料成本维持高位导致公司 2 季度毛利率同比下滑 3.7 个百分点, 环比下滑 1.6 个百分点至 12.45%。
- 2 季度销售费用和管理费用环比 1 季度有所提升; 预计今年上半年预提销售费用的幅度有限, 下半年冲回余地小。
- 风险: 商用车 3 季度持续不景气; 轿车面临降价风险; 节能惠民补贴取消或补贴标准提升。

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(14)	(17)	(18)	(6)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(4)	(6)	(7)	4

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数 (百万)	1,289
流通股 (%)	65
流通股市值 (人民币 百万)	7,641
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	133
净负债比率 (%) (2011E)	净现金
主要股东 (%)	
安徽江淮汽车集团	35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

**中银国际证券有限责任公司**  
 具备证券投资咨询业务资格

### 估值

- 我们预计公司将于年底左右获得增发批文, 短期内股价缺乏催化剂, 其股价仍有可能受到 3 季报盈利的负面影响, 我们暂时将评级下调为持有, 将 2011-2012 年每股收益预测分别下调为 0.79 元和 1.00 元, 目前估值略高于 10 倍。我们将目标价格由 15.60 元下调至 9.60 元。我们认为由于商用车企业盈利弹性较大, 如果 4 季度或之后商用车销量逐步回升, 盈利也有望实现较快恢复。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	20,092	29,704	33,149	37,734	43,133
变动 (%)	36	48	12	14	14
净利润 (人民币 百万)	336	1,163	1,019	1,294	1,616
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.260	0.902	0.790	1.004	1.254
变动 (%)	488.4	246.3	(12.4)	27.0	24.9
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.228	1.647	-
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	1.149	1.501	-
调整幅度 (%)	-	-	(31.2)	(33.6)	N/A
全面摊薄市盈率 (倍)	37.0	10.7	12.2	9.6	7.7
每股现金流量 (人民币)	2.60	1.21	1.90	2.29	2.70
价格/每股现金流量 (倍)	3.7	8.0	5.1	4.2	3.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.0	4.7	4.0	2.5	1.4
每股股息 (人民币)	0.100	0.200	0.221	0.301	0.376
股息率 (%)	1.0	2.1	2.3	3.1	3.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 上半年净利润同比增长 2.2%

江淮汽车上半年销售收入同比增长 7.9%至 174.4 亿元，略低于总销量增长，净利润同比增长 2.2%至 5 亿元，每股收益 0.39 元，低于市场预期。2 季度单季度收入同比基本持平，环比 1 季度下降 15.9%，盈利呈现较大幅度下降。

我们认为公司主要盈利产品为 MPV 及轻卡，具有商用车性质，2 季度开始销量面临严峻考验。从 2 季度的销售结构上看，毛利率高的 MPV 产品销量比重大幅降低；另一盈利贡献较大的产品轻卡销售遇冷；而盈利能力较低的轿车比重提升，导致了销售结构的下滑；同时，原材料成本维持高位，导致公司 2 季度毛利率同比下滑 3.7 个百分点，环比下滑 1.6 个百分点至 12.45%。费用方面，我们认为公司 2 季度销售费用和管理费用环比 1 季度有所提升；去年同期由于为下半年预提较多销售费用，故销售费用较大，预计今年上半年预提销售费用的幅度有限。

图表 2.江淮汽车半年报数据

(人民币, 百万)	10 年 上半年	11 年 上半年	同比增长 (%)	10 年 2 季度	11 年 2 季度	同比增长 (%)	11 年 1 季度	11 年 2 季度	环比增长 (%)
营业收入	16,160	17,438	7.9	8,080	7,964	(1.4)	9,474	7,964	(15.9)
营业成本	13,466	15,117	12.3	6,776	6,973	2.9	8,144	6,973	(14.4)
营业税金及附加	430	399	(7.4)	187	146	(21.9)	253	146	(42.4)
主营业务利润	2,264	1,923	(15.1)	1,117	846	(24.3)	1,077	846	(21.5)
销售费用	1,074	810	(24.5)	611	411	(32.8)	400	411	2.8
管理费用	590	542	(8.2)	211	272	28.5	270	272	0.5
财务费用	(7)	(20)	187.7	2	(14)	(951.4)	(7)	(14)	106.8
资产减值损失	43	24	(44.2)	20	(14)	(166.2)	37	(14)	(136.3)
公允价值变动	0	(5)	-	0	(5)	-	1	(5)	(932.7)
营业利润	565	563	(0.3)	272	186	(31.7)	377	186	(50.7)
投资收益	4	23	550.1	4	7	96.9	16	7	(56.6)
营业外收入	18	12	(31.3)	11	7	(34.2)	5	7	57.3
营业外支出	5	3	(42.9)	5	3	(47.2)	0	3	922.0
利润总额	581	596	2.6	282	198	(29.9)	398	198	(50.3)
所得税	85	86	0.9	45	31	(31.6)	56	31	(44.5)
少数股东损益	7	10	49.5	3	3	8.9	7	3	(49.6)
净利润	489	500	2.2	234	164	(30.0)	336	164	(51.3)

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 销量情况

江淮汽车上半年合计销量 26.8 万台，同比增长 10.1%，其中轿车累计同比增长 29.8% 至 8.1 万台，符合预期；但盈利的重要部分——MPV 瑞风和轻卡累计销量分别同比微增 1.5% 和 2.7%，低于预期。

从季度同比数据看，公司 2 季度销量同比小幅增长 2.5%，主要是由于轿车和重卡分别同比增长 37.7% 和 15.2%；但 MPV 瑞风和轻卡 2 季度销量分别同比下滑 8.3% 和 5.9%。

从季度环比数据看，2 季度除重卡销量环比 1 季度小幅增长 4.4% 外，其他车型均呈现环比下滑态势，其中 MPV、轿车和轻卡 2 季度分别环比下滑 33%、26.5% 和 12.1%，整体销量环比下降 19.4%。

今年公司轿车由于出口拉动，销量表现出色，预计上半年个别月份实现扭亏，基本符合预期。但公司原有的两块业务 MPV 和轻卡，具有商用车特质，自 4 月以来跟随商用车板块下滑呈现负增长，预计难以达到全年的销量和盈利目标。预计 3 季度难以大幅扭转颓势。

图表 3.江淮汽车 6 月销量

(台)	11 年上半年 累计同比 (%)		11 年 2 季度 同比 (%)	11 年 2 季度 环比 (%)
MPV 瑞风	33,565	1.5	(8.3)	(33.0)
SRV 瑞鹰	7,456	(25.3)	(48.7)	(57.7)
轿车	80,807	29.8	37.7	(26.5)
重卡	17,358	34.1	15.2	4.4
轻卡	116,610	2.7	(5.9)	(12.1)
底盘(中客+轻客)	12,305	4.4	(12.4)	5.5
<b>合计</b>	<b>268,101</b>	<b>10.1</b>	<b>2.5</b>	<b>(19.4)</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 估值及风险

我们认为公司商用车 3 季度销量将与行业类似维持低迷，乘用车方面淡季的降价可能使公司的轿车面临销量和盈利难以兼得的局面，另外弱势中费用难以大幅节省。我们预计公司将于年底左右获得增发批文，短期内股价缺乏催化剂，其股价仍有可能受到 3 季报盈利的负面因素影响，我们暂时将评级下调为**持有**，将 2011-2012 年每股收益预测分别下调为 0.79 元和 1.00 元，目前估值略高于 10 倍。我们将目标价格下调至 9.60 元。我们认为由于商用车企业盈利弹性较大，如果 4 季度或之后商用车销量逐步回升，盈利也有望实现较快恢复。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	20,092	29,704	33,149	37,734	43,133
销售成本	(17,691)	(25,926)	(29,532)	(33,315)	(37,809)
经营费用	(1,275)	(1,777)	(1,620)	(2,018)	(2,495)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>1,126</b>	<b>2,002</b>	<b>1,998</b>	<b>2,401</b>	<b>2,829</b>
折旧及摊销	(753)	(805)	(920)	(1,008)	(1,107)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>373</b>	<b>1,196</b>	<b>1,078</b>	<b>1,393</b>	<b>1,722</b>
净利息收入(费用)	4	29	80	127	184
其他收益/(损失)	46	138	54	34	34
<b>税前利润</b>	<b>424</b>	<b>1,363</b>	<b>1,212</b>	<b>1,553</b>	<b>1,940</b>
所得税	(81)	(186)	(171)	(231)	(290)
少数股东权益	(6)	(14)	(22)	(28)	(35)
<b>净利润</b>	<b>336</b>	<b>1,163</b>	<b>1,019</b>	<b>1,294</b>	<b>1,616</b>
<b>核心净利润</b>	<b>344</b>	<b>1,177</b>	<b>1,022</b>	<b>1,297</b>	<b>1,619</b>
每股收益(人民币)	0.260	0.902	0.790	1.004	1.254
核心每股收益(人民币)	0.267	0.913	0.793	1.007	1.256
每股股息(人民币)	0.100	0.200	0.221	0.301	0.376
收入增长(%)	36	48	12	14	14
息税前利润增长(%)	1,067	220	(10)	29	24
息税折旧前利润增长(%)	115	78	0	20	18
每股收益增长(%)	488	246	(12)	27	25
核心每股收益增长(%)	503	242	(13)	27	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3,294	4,117	5,531	7,477	9,658
应收帐款	338	375	559	636	727
库存	1,280	2,001	2,277	2,571	2,921
其他流动资产	515	1,868	1,802	1,902	2,002
<b>流动资产总计</b>	<b>5,426</b>	<b>8,362</b>	<b>10,168</b>	<b>12,585</b>	<b>15,308</b>
固定资产	6,002	6,060	5,759	5,414	5,265
无形资产	918	1,074	1,255	1,451	1,596
其他长期资产	26	39	39	39	39
<b>长期资产总计</b>	<b>6,947</b>	<b>7,173</b>	<b>7,053</b>	<b>6,903</b>	<b>6,900</b>
<b>总资产</b>	<b>12,373</b>	<b>15,534</b>	<b>17,221</b>	<b>19,489</b>	<b>22,208</b>
应付帐款	6,354	8,514	9,591	10,817	12,274
短期债务	312	310	315	320	320
其他流动负债	503	585	500	500	500
<b>流动负债总计</b>	<b>7,168</b>	<b>9,409</b>	<b>10,406</b>	<b>11,637</b>	<b>13,094</b>
长期借款	576	340	340	340	340
其他长期负债	196	292	200	200	200
股本	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289
储备	3,034	4,082	4,843	5,851	7,079
<b>股东权益</b>	<b>4,323</b>	<b>5,371</b>	<b>6,132</b>	<b>7,140</b>	<b>8,368</b>
少数股东权益	109	122	144	172	207
<b>总负债及权益</b>	<b>12,373</b>	<b>15,534</b>	<b>17,221</b>	<b>19,489</b>	<b>22,208</b>
每股帐面价值(人民币)	3.35	4.17	4.76	5.54	6.49
每股有形资产(人民币)	2.64	3.33	3.78	4.41	5.25
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.87)	(2.43)	(3.53)	(5.03)	(6.72)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	424	1,363	1,212	1,553	1,940
折旧与摊销	753	805	920	1,008	1,107
净利息费用	(4)	(29)	(80)	(127)	(184)
运营资本变动	2,564	198	930	1,036	1,251
税金	(81)	(186)	(171)	(231)	(290)
其他经营现金流	(298)	(591)	(359)	(292)	(345)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>3,357</b>	<b>1,560</b>	<b>2,452</b>	<b>2,947</b>	<b>3,479</b>
购买固定资产净值	(672)	(416)	(800)	(858)	(1,104)
投资减少/增加	(5)	(307)	30	10	10
其他投资现金流	53	58	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(624)</b>	<b>(665)</b>	<b>(770)</b>	<b>(848)</b>	<b>(1,094)</b>
净增权益	12	0	0	0	0
净增债务	(132)	(238)	5	5	0
支付股息	(15)	(129)	(258)	(285)	(388)
其他融资现金流	(22)	(40)	(12)	127	184
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(156)</b>	<b>(407)</b>	<b>(265)</b>	<b>(153)</b>	<b>(204)</b>
现金变动	2,576	488	1,417	1,946	2,182
期初现金	718	3,294	3,782	5,199	7,145
公司自由现金流	2,732	895	1,682	2,099	2,385
权益自由现金流	2,604	686	1,767	2,231	2,570

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.6	6.7	6.0	6.4	6.6
息税前利润率(%)	1.9	4.0	3.3	3.7	4.0
税前利润率(%)	2.1	4.6	3.7	4.1	4.5
净利率(%)	1.7	3.9	3.1	3.4	3.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
利息覆盖倍数(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	37.0	10.7	12.2	9.6	7.7
核心业务市盈率	36.1	10.5	12.1	9.6	7.7
目标价对应核心业务市盈率	84.3	24.6	28.4	22.4	17.9
市净率	2.9	2.3	2.0	1.7	1.5
价格/现金流	3.7	8.0	5.1	4.2	3.6
企业价值/息税折旧前利润	9.0	4.7	4.0	2.5	1.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	21.4	23.1	26.4	26.6	23.2
应收帐款周转天数	7.5	4.4	5.1	5.8	5.8
应付帐款周转天数	88.0	91.3	99.7	98.7	97.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	38.4	22.2	28.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	8.1	24.0	17.7	19.5	20.8
资产收益率(%)	2.8	7.4	5.7	6.5	7.0
已运用资本收益率(%)	7.2	20.9	16.5	18.7	20.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371