



持有

6% ↑

目标价格: 人民币7.00

600418.SS

价格: 人民币 6.57

目标价格基础: 12倍12年市盈率

板块评级: 中立

江淮汽车

2011 年报点评

江淮汽车 2011 年录得每股收益 0.48 元, 符合盈利预警。公司全年实现销售收入 305 亿元, 同比小幅增长 2.6%, 略低于 5.4% 的销量增幅。由于原材料价格的上涨以及产品销售结构的下移, 全年综合毛利率明显下滑, 同时低迷市场环境中费用率呈现上升, 导致归属母公司净利润同比下滑 46.9% 至 6.2 亿元。考虑到去年 1 季度公司业绩基数较高, 我们预计今年 1 季度公司销量和盈利同比数据可能不乐观。但另一方面, 去年 4 季度起原材料价格的明显回落有助于轻卡等产品毛利率的回升。我们预计公司 2012 年每股收益 0.55 元, 目前维持持有评级。

支撑评级的要点

- 4 季度, 公司销量和收入环比均下滑 10% 左右, 虽毛利率环比有改善, 但因计提较多管理费用等, 导致盈利较低; 由于同时由于确认较多政府补助等, 4 季度每股收益 0.06 元, 环比有所提升。
- 2011 年公司总销量同比增长 5.4% 至 46.6 万台, 其中出口大幅攀升 2.1 倍。全年轿车在出口拉动下同比增长 25.3%; 但往年两大盈利主力 MPV 和轻卡随商用车市场的景气下滑销量呈现负增长。
- 2011 年公司综合毛利率 13.2%, 同比下滑 2.2 个百分点, 主要由于原材料价格维持高位负面影响了轻卡等商用车产品的毛利率; 同时毛利结构有所下移。
- 费用方面, 我们认为由于市场不景气, 公司加大对经销商等扶持力度以及广告促销等费用的投入, 导致全年销售费用率小幅攀升; 管理费用率的上升估计与人员工资和研发费用支出增加有关。

评级面临的主要风险

- 商用车市场持续不景气; 乘用车市场竞争加剧; 原材料成本波动。

估值

- 从今年 1-2 月情况来看, 公司累计销量同比下滑 27%, 各板块销量表现不够理想。全年来看, 我们预计公司总销量 48 万台左右, 同比小幅增长 4%; 伴随原材料价格的回落, 预计 1 季度毛利率同比有所回升。我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.55 元和 0.64 元, 当前股价对应 2012 年市盈率 12 倍左右, 估值适中, 维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	29,704	30,474	31,440	34,301	37,977
变动(%)	48	3	3	9	11
净利润(人民币 百万)	1,163	618	711	823	948
完全摊薄每股收益(人民币)	0.902	0.479	0.551	0.638	0.736
变动(%)	246.3	(46.9)	15.1	15.8	15.3
市场预期每股收益(人民币)	-	0.753	0.925	1.197	1.670
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.524	0.602	-
调整幅度(%)	-	-	5.23	6.04	-
全面摊薄市盈率(倍)	7.3	13.7	11.9	10.3	8.9
核心市盈率(倍)	7.2	13.3	11.6	10.1	8.8
每股现金流量(人民币)	1.21	1.15	1.30	1.75	2.04
价格/每股现金流量(倍)	5.4	5.7	5.1	3.8	3.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.7	3.7	2.7	1.8	1.0
每股股息(人民币)	0.200	0.150	0.165	0.192	0.221
股息收益率(%)	3.0	2.3	2.5	2.9	3.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15	(10)	20	(55)
相对新华富时 A50 指数	7	(5)	12	(37)

发行股数(百万)	1,289
流通股(%)	65
流通股市值(人民币 百万)	5,524
3个月日均交易额(人民币 百万)	131
净负债比率(%) (2012E)	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
以 2012 年 3 月 27 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

业绩符合预期

业绩：江淮汽车 2011 年实现销售收入 305 亿元，同比小幅增长 2.6%，略低于销量增幅；实现归属母公司净利润 6.2 亿元，同比下滑 46.9%，折合每股收益 0.48 元，符合盈利预警。公司 4 季度销量和收入环比 3 季度均下滑 10% 左右，虽然毛利率环比小幅提升，但由于计提较多管理费用等，导致盈利较低。同时，由于 4 季度确认较多政府补助，4 季度每股收益 0.06 元，环比小幅提升。公司 2011 年利润分配方案为每 10 股派送现金 1.5 元（含税）。

销量：2011 年公司销售各类整车及底盘 46.6 万台，同比增长 5.4%，其中海外市场取得突破性进展，全年出口销量同比大幅增长 2.1 倍至 6.6 万台。但由于宏观紧缩调控等政策导致商用车市场景气下滑，公司往年两大盈利产品 MPV 和轻卡销量均呈现负增长，其中瑞风系列同比下滑 8.1%；轻卡小幅下滑 2.1%；轿车方面，在巴西出口拉动下，全年销量 14.6 万台，同比增长 25.3%；而国内部分受政策退出、合资品牌下探挤占市场等因素的影响，销量有所萎缩。

毛利率及费用率：2011 年公司综合毛利率 13.2%，同比下滑 2.2 个百分点，主要由于原材料价格前 3 季度高位运行负面影响了轻卡等商用车产品的毛利率；同时盈利能力较强的 MPV 销售占比下滑，而毛利率较低的轿车比重上升导致公司的毛利结构下移。费用方面，我们认为由于市场不景气，公司加大对经销商等扶持力度以及广告促销等费用的投入，导致全年销售费用率同比上升 0.4 个百分点至 4.7%；管理费用率同比上升 0.5 个百分点至 4.6%，估计与人员工资提升和研发费用支出等增加有关。

图表 1.江淮汽车 2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变动 (%)	10 年 4 季度	11 年 4 季度	同比变动 (%)	11 年 3 季度	11 年 4 季度	环比变动 (%)
营业收入	29,704	30,474	2.6	6,820	6,171	(9.5)	6,865	6,171	(10.1)
营业成本	25,124	26,444	5.3	5,937	5,352	(9.9)	5,976	5,352	(10.4)
营业税金及附加	801	725	(9.5)	191	173	(9.2)	153	173	13.0
主营业务利润	3,778	3,305	(12.5)	693	646	(6.8)	736	646	(12.3)
销售费用	1,269	1,445	13.9	(37)	262	(803.3)	372	262	(29.5)
管理费用	1,214	1,407	15.9	432	514	19.1	351	514	46.6
财务费用	(29)	(86)	199.0	(14)	(36)	161.3	(30)	(36)	20.4
资产减值损失	104	28	(72.8)	38	(19)	(149.6)	24	(19)	(180.4)
公允价值变动净收益	5	(5)	(200.0)	(3)	(0)	(99.0)	0	(0)	-
营业利润	1,225	507	(58.7)	271	(76)	(128.1)	19	(76)	(490.8)
投资收益	35	39	11.7	31	12	(61.7)	3	12	264.3
营业外收入	110	167	51.9	67	125	87.6	30	125	314.4
营业外支出	7	6	(14.2)	1	1	(52.4)	2	1	(70.3)
利润总额	1,363	706	(48.2)	367	60	(83.6)	50	60	19.1
所得税	186	81	(56.4)	41	(11)	(126.9)	6	(11)	(284.0)
少数股东损益	14	7	(46.8)	3	(1)	(145.2)	(1)	(1)	49.8
净利润	1,163	618	(46.9)	322	73	(77.5)	45	73	59.8
每股收益(元)	0.902	0.479	(46.9)	0.250	0.056	(77.5)	0.035	0.056	59.8

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 2.江淮汽车 2011 年销量数据

销量 (台)	2011	累计同比 (%)	2011 年 4 季度	季度同比	季度环比 (%)
MPV 瑞风	59,455	(8.1)	13,809	(10.3)	14.3
SRV 瑞鹰	11,157	(40.8)	1,428	(73.4)	(37.1)
轿车	145,920	25.3	30,378	(8.6)	(12.5)
重卡	34,314	39.8	8,256	62.6	(5.1)
轻卡	190,042	(2.1)	34,053	(12.1)	(13.5)
底盘(中客+轻客)	25,571	6.9	6,162	4.0	(13.3)
合计	466,459	5.4	94,089	(9.3)	(9.8)
出口小计	66,258	207.2	13,809	(10.3)	14.3

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

从今年 1-2 月情况来看, 公司累计销量同比下滑 27%, 各板块销量表现不理想。考虑到去年 1 季度公司业绩基数较高, 预计今年 1 季度公司销量和盈利同比数据不乐观。但另一方面, 自去年 4 季度起原材料价格明显回落有助于轻卡等产品毛利率的回升。全年来看, 我们预计公司总销量 48 万台左右, 同比增长 4%; 预计 2012 年每股收益 0.55 元, 维持**持有**评级。

图表 3.江淮汽车 2 月销量

(台)	2012 年 2 月	同比 (%)	环比 (%)	累计销量	累计同比 (%)
MPV 瑞风	4,363	2.5	1.7	8,654	(33.0)
SRV 瑞鹰	909	(26.0)	130.1	1,304	(62.6)
轿车	9,516	(10.2)	(1.9)	19,216	(35.4)
卡车	22,377	15.4	88.7	34,234	(19.6)
底盘(中客+轻客)	1,550	45.4	(35.7)	3,962	0.8
多功能商用车	186	-	-	282	-
合计	38,901	6.5	35.3	67,652	(27.0)
出口小计	4,318	15.5	61.2	6,996	(20.1)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	29,704	30,474	31,440	34,301	37,977
销售成本	(25,926)	(27,169)	(27,928)	(30,415)	(33,632)
经营费用	(1,777)	(1,965)	(1,947)	(2,117)	(2,356)
息税折旧前利润	2,002	1,340	1,565	1,769	1,990
折旧及摊销	(805)	(920)	(1,008)	(1,107)	(1,214)
经营利润(息税前利润)	1,196	420	557	662	776
净利息收入/(费用)	29	86	83	109	141
其他收益/(损失)	138	200	180	180	180
税前利润	1,363	706	820	951	1,097
所得税	(186)	(81)	(101)	(118)	(137)
少数股东权益	(14)	(7)	(8)	(10)	(11)
净利润	1,163	618	711	823	948
核心净利润	1,177	636	728	840	966
每股收益(人民币)	0.902	0.479	0.551	0.638	0.736
每股收益(人民币)	0.913	0.494	0.565	0.652	0.750
每股股息(人民币)	0.200	0.150	0.165	0.192	0.221
收入增长(%)	48	3	3	9	11
息税前利润增长(%)	220	(65)	33	19	17
息税折旧前利润增长(%)	78	(33)	17	13	13
每股收益增长(%)	246	(47)	15	16	15
核心每股收益增长(%)	242	(46)	14	15	15

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,363	706	820	951	1,097
折旧与摊销	805	920	1,008	1,107	1,214
净利息费用	(29)	(86)	(83)	(109)	(141)
运营资本变动	198	207	124	650	871
税金	(186)	(81)	(101)	(118)	(137)
其他经营现金流	(591)	(188)	(96)	(226)	(280)
经营活动产生的现金流	1,560	1,477	1,672	2,255	2,623
购买固定资产净值	(416)	(800)	(858)	(1,104)	(1,349)
投资减少/增加	(307)	39	40	40	40
其他投资现金流	58	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(665)	(761)	(818)	(1,064)	(1,309)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(238)	5	5	0	0
支付股息	(129)	(258)	(193)	(213)	(247)
其他融资现金流	(40)	(6)	83	109	141
融资活动产生的现金流	(407)	(259)	(105)	(105)	(106)
现金变动	488	457	749	1,087	1,208
期初现金	3,294	3,782	4,239	4,987	6,074
公司自由现金流	895	715	854	1,191	1,314
权益自由现金流	686	807	942	1,300	1,455

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	4,117	4,570	5,319	6,406	7,614
应收帐款	375	514	530	578	640
库存	2,001	2,091	2,149	2,342	2,593
其他流动资产	1,868	1,802	1,902	2,002	2,102
流动资产总计	8,362	8,976	9,900	11,328	12,948
固定资产	6,060	5,759	5,414	5,265	5,306
无形资产	1,074	1,255	1,451	1,596	1,690
其他长期资产	39	39	39	39	39
长期资产总计	7,173	7,053	6,903	6,900	7,035
总资产	15,534	16,030	16,803	18,228	19,984
应付帐款	8,514	8,815	9,058	9,864	10,907
短期债务	310	315	320	320	320
其他流动负债	585	500	500	500	500
流动负债总计	9,409	9,630	9,878	10,684	11,727
长期借款	340	340	340	340	340
其他长期负债	292	200	200	200	200
股本	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289
储备	4,082	4,442	4,959	5,569	6,270
股东权益	5,371	5,731	6,248	6,857	7,559
少数股东权益	122	129	138	147	158
总负债及权益	15,534	16,030	16,803	18,228	19,984
每股帐面价值(人民币)	4.17	4.45	4.85	5.32	5.87
每股有形资产(人民币)	3.33	3.47	3.72	4.08	4.55
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.43)	(2.78)	(3.36)	(4.20)	(5.14)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.7	4.4	5.0	5.2	5.2
息税前利润率(%)	4.0	1.4	1.8	1.9	2.0
税前利润率(%)	4.6	2.3	2.6	2.8	2.9
净利率(%)	3.9	2.0	2.3	2.4	2.5
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
利息覆盖率(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)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	7.3	13.7	11.9	10.3	8.9
核心业务市盈率	7.2	13.3	11.6	10.1	8.8
目标价对应核心业务市盈率	24.6	45.6	39.8	34.5	30.0
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	5.4	5.7	5.1	3.8	3.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.7	3.7	2.7	1.8	1.0
周转率					
存货周转天数	23.1	27.5	27.7	26.9	26.8
应收帐款周转天数	4.4	5.3	6.1	5.9	5.9
应付帐款周转天数	91.3	103.8	103.7	100.7	99.8
回报率					
股息支付率(%)	22.2	31.3	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	24.0	11.1	11.9	12.6	13.2
资产收益率(%)	7.4	2.4	3.0	3.3	3.6
已运用资本收益率(%)	20.9	6.6	8.2	9.0	9.7

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