



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

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041
(8621) 2032 8523
yusheng.wang@bocigroup.com

*楼佳为本报告重要贡献者

江淮汽车 1 季报点评

业绩: 江淮汽车(600418.SS/人民币 6.54, 持有)2012年1季度实现销售收入 72.6 亿元, 同比下降 23.3%, 与销量下降幅度相近; 实现归属母公司净利润 1.03 亿元, 同比下滑 69.4%, 折合每股收益 0.08 元, 基本符合我们的预期。12年1季度销量和收入环比去年4季度分别提升 21.9%和 17.7%, 主营业务利润环比提升了 40.4%, 经常性收益有了较大幅度的环比改善。

销量: 2012年1季度, 公司销量同比下滑 22.7%, 其中 MPV 和卡车分别下滑 33.5%和 11.8%, 轿车同比下滑 35.1%。从环比数据看, 公司1季度销量环比去年4季度同比提升 21.9%, 其中 MPV 下滑 3.1%, 轿车下滑 0.6%, 但卡车销量环比大幅提升 47.0%。2011年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; 轿车方面, 在巴西出口拉动下, 全年销量同比增长 25%, 但 2011年底开始又受到巴西进口关税提升的负面影响。总体而言, 我们认为1季度销量的同比大幅下降有去年同期高基数的影响, 环比则呈现了一定程度的恢复性提升。

图表 1. 江淮汽车 1 季度月均销量及比较

(台)	11年 1季度	12年 1季度	同比 变动(%)	11年 4季度	12年 1季度	环比 变动 (%)
MPV 瑞风	6,701	4,459	(33.5)	4,603	4,459	(3.1)
SRV 瑞鹰	1,746	757	(56.6)	476	757	59.0
轿车	15,525	10,069	(35.1)	10,126	10,069	(0.6)
卡车	23,512	20,736	(11.8)	14,103	20,736	47.0
底盘(中容+轻容)	1,996	2,033	1.9	2,054	2,033	(1.0)
多功能商用车		171	-		171	-
合计	49,481	38,225	(22.7)	31,363	38,225	21.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

毛利率及费用率: 2012年1季度公司综合毛利率 14.9%, 同比提升 0.9 个百分点, 我们认为主要由于去年4季度开始, 原材料价格有较为明显的下滑, 1季度公司轻卡等商用车产品的毛利率得到改善。1季度公司销售费用率及管理费用率分别比去年同期提升了 2.1 和 1.7 个百分点, 由于费用率的较大幅度提升, 净利率相比去年同期下降了 2.1 个百分点, 从而造成了盈利相对销量的更大幅度的下滑。

图表 2. 江淮汽车 2012 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年 1 季度	12 年 1 季度	同比变动 (%)	11 年 4 季度	12 年 1 季度	环比变动 (%)
营业收入	9,474	7,262	(23.3)	6,171	7,262	17.7
营业成本	8,144	6,180	(24.1)	5,352	6,180	15.5
营业税金及附加	253	175	(30.6)	173	175	1.3
主营业务利润	1,077	907	(15.8)	646	907	40.4
销售费用	400	461	15.3	262	461	75.4
管理费用	270	329	21.6	514	329	(36.1)
财务费用	(7)	(17)	157.4	(36)	(17)	(53.3)
资产减值损失	37	28	(26.2)	(19)	28	(244.2)
公允价值变动净收益	1	0	(100.0)	(0)	0	(100.0)
营业利润	377	107	(71.7)	(76)	107	(240.5)
投资收益	16	1	(92.7)	12	1	(90.0)
营业外收入	5	12	158.4	125	12	(90.3)
营业外支出	0	3	1086.6	1	3	338.5
利润总额	398	117	(70.6)	60	117	94.6
所得税	56	13	(77.3)	(11)	13	(214.4)
少数股东损益	7	2	(76.8)	(1)	2	(201.3)
净利润	336	103	(69.4)	73	103	41.6
每股收益(元)	0.261	0.080		0.056	0.080	

资料来源: 公司数据及中银国际研究

小结

今年 1 季度公司业绩呈现较大幅度的同比下降, 主要由于去年同期销量及盈利处于较高水平, 同时公司费率较去年同期有所提升。但另一方面, 轻卡等卡车产品销量环比呈现较大程度增长, 尤其由于原材料成本的走低, 带来了轻卡等商用车产品的毛利率提升, 1 季度经常性业绩环比得到明显改善。全年来看, 我们预计公司总销量 48 万台左右, 同比增长 4%; 目前暂时维持 2012 年每股收益 0.55 元的预测和**持有**评级。

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