



持有

0% ↑

目标价格: 人民币5.20

600418.CH

价格: 人民币 5.20

目标价格基础: 10倍13年市盈率

板块评级: 中立

江淮汽车

3季度净利润同比增长 95.1%

2012年前3季度,江淮汽车实现销售收入211.4亿元,同比下滑13%,实现归属于母公司净利润4.04亿元,同比下滑25.9%,折合每股收益0.31元。其中,3季度实现每股收益0.07元,同比增长95.1%,环比下滑58.2%。3季度业绩大幅增长主要是由于公司销量下滑幅度收窄,MPV和轻卡销量同比实现增长,同时受益于原材料价格回落,公司毛利率大幅改善。我们预计4季度公司销量环比有望继续改善。我们将公司2012年每股收益下调至0.44元,公司估值适中,维持持有评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9)	0	10	(30)
相对新华富时A50指数	(6)	2	14	(15)

发行股数(百万)	1,289
流通股(%)	65
流通股市值(人民币 百万)	6,315
3个月日均交易额(人民币 百万)	84
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10月30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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

胡文洲,CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

*宋佳佳为本报告重要贡献者

支撑评级的要点

- 2012年前3季度,公司销售各类整车及底盘33万台,同比下滑11.4%。其中出口4.4万台,同比下滑21.7%;国内销量下滑9.6%,降幅有所收窄,主要是由于瑞风和卡车销量同比下滑幅度收窄。3季度单季度,公司汽车销量为10.4万台,同比小幅下滑0.4%,其中两大盈利产品MPV和卡车销量分别出现12.7%和2.8%的同比增长,但3季度公司出口同比下滑38.3%。
- 3季度,公司营业收入同比和环比分别下滑2%和6%,收入下滑幅度略高于销量下滑幅度。由于原材料价格明显回落,3季度单季度毛利率为14.8%,较去年同期提升1.8个百分点。3季度公司业绩同比大幅增长主要是受益于原材料价格下降及公司产品结构改善。
- 费用方面,销售费用较去年同期小幅提升1.3%,受销售规模缩减影响,销售费用率较去年同期提升0.8个百分点,公司管理费用率较去年同期提升1.4个百分点,主要是由于研究发展费用大幅攀升。总体而言,公司期间费用率较去年同期提升2.3个百分点,其中,3季度单季度期间费用率较去年同期提升1.2个百分点。

主要风险

- 商用车市场持续不景气;
- 乘用车市场竞争加剧;

估值

- 我们将公司2012-13年每股收益由0.52元、0.64元下调至0.44元、0.52元,维持持有评级和目标价人民币5.20元,目标价相当于10倍2013年市盈率。

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	27,852	30,819	34,650
变动(%)	48	3	(9)	11	12
净利润(人民币 百万)	1,163	624	569	669	782
完全摊薄每股收益(人民币)	0.902	0.484	0.441	0.519	0.607
变动(%)	246.3	(46.4)	(8.8)	17.6	16.8
先前预测每股收益(人民币)			0.521	0.642	0.787
调整幅度(%)			(15.3)	(19.1)	(22.9)
全面摊薄市盈率(倍)	5.8	10.7	11.8	10.0	8.6
每股现金流量(人民币)	1.21	(0.57)	1.53	1.72	2.03
价格/每股现金流量(倍)	4.3	(9.2)	3.4	3.0	2.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.8	3.9	2.6	1.8	1.0
每股股息(人民币)	0.200	0.150	0.132	0.156	0.182
股息率(%)	3.8	2.9	2.5	3.0	3.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩符合预期

业绩：2012年前3季度，江淮汽车实现销售收入211.4亿元，同比下滑13%，实现归属于母公司净利润4.04亿元，同比下滑25.9%，折合每股收益0.31元。从3季度的情况看，公司销售收入同比下滑2%，环比下滑6%，实现归属于母公司净利润0.89亿元，同比增长95.1%，环比下滑58.2%，折合每股收益0.07元，3季度公司业绩同比大幅增长主要是受益于原材料价格下降及公司产品结构改善，公司业绩基本符合预期。

销量：2012年前3季度，公司销售各类整车及底盘33万台，同比下滑11.4%。其中出口4.4万台，同比下滑21.7%；国内销量下滑9.6%，降幅有所收窄，主要是由于瑞风和卡车销量同比下滑幅度收窄。3季度单季度，公司汽车销量为10.4万台，同比小幅下滑0.4%，其中两大盈利产品MPV和卡车销量分别出现12.7%和2.8%的同比增长。3季度，公司出口同比下滑38.3%，主要是由于轿车出口市场继续恶化，但由于国内需求9月份有所转暖，3季度公司轿车总体销量同比降幅收窄至11.9%，环比2季度有所改善。

毛利率及费用率：2012年前3季度，公司综合毛利率15%，较去年同期提升1.7个百分点，3季度单季度毛利率为14.8%，较去年同期提升1.8个百分点。我们认为，毛利率改善主要是由于原材料价格明显回落。费用方面，销售费用较去年同期小幅提升1.3%，由于今年公司销售规模缩减，销售费用率较去年同期提升0.8个百分点；受研究发展费用大幅攀升影响，公司管理费用率较去年同期提升1.4个百分点；由于长期借款规模大幅增加，公司利息支出大幅增加，财务费用率由去年同期的-0.2%提升至-0.1%。总体而言，公司期间费用率较去年同期提升2.3个百分点，对公司业绩造成一定的拖累。3季度单季度公司销售费用保持平稳，但管理费用和财务费用同比上升较快，期间费用率较同期提升1.2个百分点。

小结

我们认为，受国内宏观经济紧缩影响，前3季度公司主要盈利产品MPV及轻卡销量出现下滑，导致公司业绩下滑幅度较大。3季度以来，公司销量下滑幅度收窄，MPV和轻卡销量同比实现增长，同时受益于原材料价格回落，公司毛利率大幅改善。我们预计4季度公司销量环比有望继续改善。我们将公司2012-13年每股收益由0.52元、0.64元下调至0.44元、0.52元，维持**持有**评级和目标价人民币5.20元。

图表 1. 江淮汽车 3 季报情况

(人民币, 百万)	2011 年 1-3 季度	2012 年 1-3 季度	同比增长 (%)	2012 年 3 季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	24,303	21,144	(13.0)	6,726	(2.0)	(6.0)
营业成本	21,092	17,981	(14.8)	5,731	(4.1)	(5.6)
营业税金及附加	552	477	(13.5)	160	4.2	12.2
主营业务利润	2,659	2,685	1.0	836	13.6	(11.4)
销售费用	1,182	1,198	1.3	366	(1.5)	(1.2)
管理费用	893	1,062	19.0	390	11.2	13.6
财务费用	(50)	(16)	(68.5)	1	(104.0)	(1111.6)
资产减值损失	47	55	16.0	14	(42.7)	(2.7)
营业利润	(5)	0-		0-		
投资收益	582	386	(33.7)	64	232.0	(70.0)
营业外收入	27	16	(40.3)	13	286.3	477.2
营业外支出	42	63	48.9	22	(28.1)	(25.5)
利润总额	5	4	(27.3)	0	(94.6)	(79.7)
所得税	646	461	(28.6)	99	95.4	(59.9)
少数股东损益	92	51	(44.3)	7	24.0	(76.3)
净利润	9	6	(30.6)	2	(347.5)	16.0
每股收益(元)	545	404	(25.9)	89	95.1	(58.2)
营业收入	0.42	0.31		0.07		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 江淮汽车 1-9 月销量情况

(台)	2011 年 1-9 月	2012 年 1-9 月	同比 (%)	2012 年 3 季度	同比 (%)	环比 (%)
MPV 瑞风	45,646	40,375	(11.5)	13,620	12.7	1.8
SRV 瑞鹰	9,728	6,624	(31.9)	2,259	(0.6)	7.9
轿车	115,541	90,182	(21.9)	30,597	(11.9)	4.2
卡车	182,046	170,927	(6.1)	49,447	2.8	(16.6)
底盘 (中容+轻客)	19,410	19,595	1.0	7,007	(1.4)	8.0
多功能商用车	-	2,178	-	925	-	-
合计	372,371	329,881	(11.4)	103,855	(0.4)	(6.7)
其中: 出口	56,586	44,293	(21.7)	13,008	(38.3)	(27.1)

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	27,852	30,819	34,650
销售成本	(25,926)	(27,163)	(24,335)	(26,877)	(30,195)
经营费用	(1,777)	(2,089)	(1,970)	(2,205)	(2,474)
息税折旧前利润	2,002	1,222	1,546	1,738	1,981
折旧及摊销	(805)	(796)	(1,010)	(1,108)	(1,216)
经营利润(息税前利润)	1,196	426	537	630	765
净利息收入/(费用)	29	86	19	25	20
其他收益/(损失)	138	200	99	115	115
税前利润	1,363	712	654	770	900
所得税	(186)	(81)	(79)	(93)	(109)
少数股东权益	(14)	(7)	(7)	(8)	(9)
净利润	1,163	624	569	669	782
核心净利润	1,177	642	578	680	793
每股收益(人民币)	0.902	0.484	0.441	0.519	0.607
每股收益(人民币)	0.913	0.498	0.448	0.528	0.615
每股股息(人民币)	0.200	0.150	0.132	0.156	0.182
收入增长(%)	48	3	(9)	11	12
息税前利润增长(%)	220	(64)	26	17	21
息税折旧前利润增长(%)	78	(39)	27	12	14
每股收益增长(%)	246	(46)	(9)	18	17
核心每股收益增长(%)	242	(45)	(10)	18	17

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	712	654	770	900
折旧与摊销	805	796	1,010	1,108	1,216
净利息费用	(29)	(86)	(19)	(25)	(20)
运营资本变动	198	(2,758)	969	666	896
税金	(186)	(81)	(79)	(93)	(109)
其他经营现金流	(591)	689	(566)	(215)	(271)
经营活动产生的现金流	1,560	(728)	1,969	2,212	2,611
购买固定资产净值	(416)	(481)	(858)	(1,104)	(1,349)
投资减少/增加	(290)	(11)	24	25	25
其他投资现金流	41	458	0	0	0
投资活动产生的现金流	(665)	(34)	(834)	(1,079)	(1,324)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(238)	450	(268)	0	0
支付股息	(129)	(258)	(193)	(171)	(201)
其他融资现金流	(40)	(28)	(219)	25	20
融资活动产生的现金流	(407)	165	(680)	(145)	(180)
现金变动	488	(598)	455	988	1,106
期初现金	3,294	3,782	3,184	3,639	4,627
公司自由现金流	895	(763)	1,135	1,133	1,286
权益自由现金流	686	(226)	886	1,158	1,307

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	3,346	3,649	4,637	5,743
应收帐款	375	364	470	520	584
库存	2,001	1,444	1,871	2,068	2,325
其他流动资产	1,868	1,645	1,900	2,000	2,100
流动资产总计	8,362	6,799	7,889	9,225	10,752
固定资产	6,060	6,621	6,277	6,116	6,145
无形资产	1,074	1,273	1,480	1,635	1,741
其他长期资产	39	44	44	44	44
长期资产总计	7,173	7,937	7,800	7,795	7,929
总资产	15,534	14,736	15,690	17,020	18,681
应付帐款	8,514	6,542	7,898	8,723	9,793
短期债务	310	588	320	320	320
其他流动负债	585	785	506	506	506
流动负债总计	9,409	7,915	8,724	9,549	10,620
长期借款	340	500	500	500	500
其他长期负债	292	437	200	200	200
股本	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289
储备	4,082	4,434	4,809	5,308	5,889
股东权益	5,371	5,723	6,098	6,596	7,178
少数股东权益	122	161	167	175	184
总负债及权益	15,534	14,736	15,690	17,020	18,681
每股帐面价值(人民币)	4.17	4.44	4.73	5.12	5.57
每股有形资产(人民币)	3.33	3.45	3.58	3.85	4.22
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.43)	(1.63)	(2.19)	(2.95)	(3.81)

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	4.0	5.6	5.6	5.7
息税前利润率(%)	4.0	1.4	1.9	2.0	2.2
税前利润率(%)	4.6	2.3	2.3	2.5	2.6
净利率(%)	3.9	2.0	2.0	2.2	2.3
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
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	0.7	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	5.8	10.7	11.8	10.0	8.6
核心业务市盈率	5.7	10.4	11.6	9.9	8.5
目标价对应核心业务市盈率	5.7	10.4	11.6	9.9	8.5
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	4.3	(9.2)	3.4	3.0	2.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.8	3.9	2.6	1.8	1.0
周转率					
存货周转天数	23.1	23.1	24.9	26.7	26.6
应收帐款周转天数	4.4	4.4	5.5	5.9	5.8
应付帐款周转天数	91.3	90.2	94.6	98.4	97.5
回报率					
股息支付率(%)	22.2	31.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	24.0	11.2	9.6	10.5	11.4
资产收益率(%)	7.4	2.5	3.1	3.4	3.8
已运用资本收益率(%)	20.9	6.5	7.6	8.6	9.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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