

# 江淮汽车 (600418.SH) 货车行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

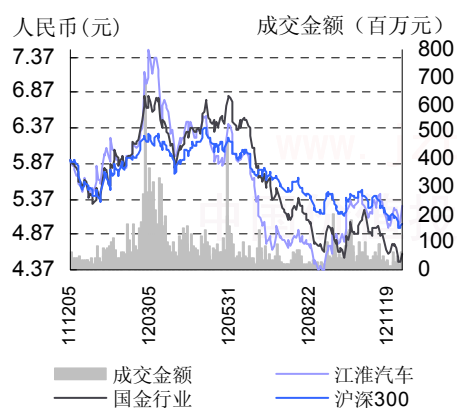
市价(人民币): 5.28元

## 业绩改善在即, 且具备较大向上弹性

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,072.87
总市值(百万元)	68.05
年内股价最高最低(元)	7.47/4.37
沪深 300 指数	2139.66
上证指数	1980.12



### 相关报告

1. 《前三季业绩表现平淡, 明年或有较大弹性》, 2012.10.31

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)61038231  
wuwz@gjzq.com.cn

厉叶淼 联系人  
(8621)61038244  
liym@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.902	0.482	0.396	0.638	0.846
每股净资产(元)	4.17	4.44	4.71	5.21	5.93
每股经营性现金流(元)	1.21	-0.56	1.51	1.89	2.22
市盈率(倍)	11.78	12.37	13.17	8.19	6.17
行业优化市盈率(倍)	39.62	10.50	6.99	6.99	6.99
净利润增长率(%)	246.35%	-46.61%	-17.72%	60.90%	32.69%
净资产收益率(%)	21.65%	10.85%	8.42%	12.23%	14.27%
总股本(百万股)	1,288.74	1,288.74	1,288.74	1,288.74	1,288.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **全新 SUV 车型推出有望带来显著增量:** 2013 年公司全新 SUV 车型瑞风 S5 将上市销售, 依托 SUV 行业继续快速增长, 且该车型在外观、动力性能等方面都具备较强的竞争力, 预计该车型全年可实现 3 万辆以上销量。公司要求未来新车型毛利率至少达 20% 左右, S5 若达到销量目标将可贡献显著业绩增量。
- **MPV 和轿车业务将可平稳增长:** MPV 是公司最主要的利润来源, 公司高端车型和畅正逐步上量, 近期又推出了低端车型穿梭时光版, 产品线延伸将带动其销量平稳增长。公司轿车业务已初具规模, 尤其和悦已具有较高知名度, 明年将推出全新和悦 A30, 轿车业务也有望规模提升、效益改善。
- **轻卡重卡市场份额均提升, 明年有望平稳增长:** 公司轻卡业务市场份额近年提升明显, 目前已居于行业第二位, 销量结构也在改善, 预计明年有望继续平稳增长。公司重卡业务尽管规模不大但能实现盈利, 且市场份额也一样呈提升趋势, 预计明年有望随行业复苏实现一定增长。
- **管理向重效益转变, 业绩具备较大向上弹性:** 公司新管理层提出了以效益为中心的指导思想, 诸多方面的积极变革也已展开, 未来经营效益有望明显提升。公司收入规模大但当前盈利水平明显处于非正常水平, 股本规模也较小, 业绩具备较大的向上弹性。

### 盈利预测

- 预测公司 2012-2014 年归属母公司净利润分别为 5.11、8.22、10.9 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.40、0.64、0.85 元。

### 投资建议

- 我们认为江淮属于典型的拐点型公司, 明年起业绩有望大幅增长, 而且具备较大的向上弹性。此外, 公司当前股价具有较高的安全边际, 我们将其投资评级上调至“买入”, 给予公司 6.4 元目标价, 相当于 2013 年 10 倍 PE。

### 风险

- 宏观经济严重衰退风险、SUV 销量不达预期风险、乘用车市场价格战风险、原材料价格大幅上涨风险。

## 内容目录

公司概况：乘商并举，轿车业务已初具规模.....	4
乘用车：全新 SUV 可带来显著增量，MPV 与轿车也有望改善.....	4
MPV：产品线拓展有望使瑞风销量平稳回升.....	4
SUV：全新瑞风 S5 有望贡献显著增量.....	7
轿车：和悦已打出知名度，规模提升将带来效益改善.....	12
商用车：轻卡重卡市场份额均提升，明年有望平稳增长.....	14
轻卡：市场份额明显提升，明年有望平稳增长.....	14
重卡：规模不大但可盈利，明年有望随行业实现一定增长.....	14
管理向重效益转变，业绩具备较大向上弹性.....	15
新管理层强调以效益为中心，多方面变革已经展开.....	15
收入规模大、当前盈利水平低且股本较小，业绩向上弹性大.....	16
盈利预测与投资评级.....	17
盈利预测.....	17
估值与投资建议.....	17
风险提示.....	18
宏观经济严重衰退风险.....	18
SUV 销量不达预期风险.....	18
乘用车市场价格战风险.....	18
原材料价格大幅上涨风险.....	18
附录：三张报表预测摘要.....	20

## 图表目录

图表 1：公司各项业务收入占比（2011E）.....	4
图表 2：公司各项业务毛利占比（2011E）.....	4
图表 3：江淮 MPV 月度销量与增速（辆）.....	5
图表 4：江淮 MPV 月度市场份额.....	5
图表 5：纯商务型 MPV 占比逐年走低.....	5
图表 6：主流商务型 MPV 车型近年销量情况（辆）.....	6
图表 7：部分家用或宜商宜家型 MPV 近年销量（辆）.....	6
图表 8：老瑞风（彩色之旅）外观图.....	7
图表 9：瑞风 II（和畅）外观图.....	7
图表 10：江淮瑞风主要产品系列情况.....	7
图表 11：SUV 增速往往大幅超越乘用车整体水平.....	8
图表 12：SUV 占乘用车比例逐步提高.....	8
图表 13：我国近年二次购车比例变化.....	8

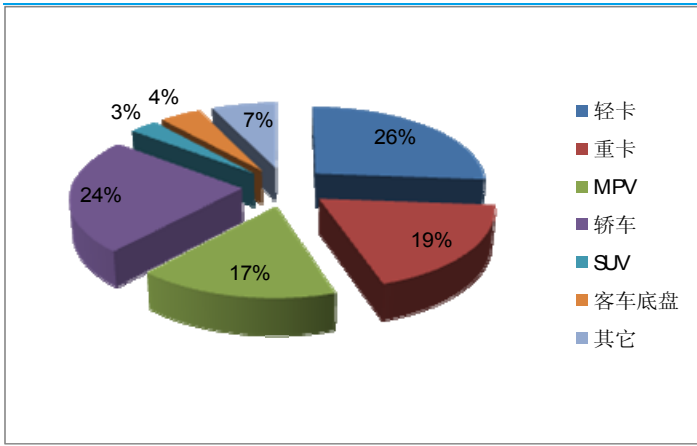
图表 14: 二次购车者中已有近 6 成选择 SUV .....	8
图表 15: 现有瑞鹰 SUV 月度销量走势 .....	9
图表 16: 现款瑞鹰外观图 .....	10
图表 17: 瑞鹰 II 外观图 (车展图) .....	10
图表 18: 瑞鹰 II 与主流经济型 SUV 主要性能比较 .....	11
图表 19: 中华 V5 月度销量 (辆) .....	11
图表 20: 吉利 GX7 月度销量 (辆) .....	11
图表 21: 广汽传祺 GS5 月度销量 (辆) .....	12
图表 22: 比亚迪 S6 月度销量 (辆) .....	12
图表 23: 江淮汽车轿车车型概况 .....	12
图表 24: 公司轿车销量结构 (2012 年 1-10 月) .....	12
图表 25: 江淮和悦上市以来月度销量 (辆) .....	13
图表 26: 和悦与其主要竞争车型销量对比 (1-10 月) .....	13
图表 27: 江淮同悦上市以来月度销量 (辆) .....	13
图表 28: 同悦与其主要竞争车型销量对比 (1-10 月) .....	13
图表 29: 江淮轻卡近年销量及增速 (辆) .....	14
图表 30: 江淮轻卡近年市场份额 .....	14
图表 31: 江淮重卡近年销量及增速 (辆) .....	15
图表 32: 江淮重卡近年市场份额 .....	15
图表 33: 江淮近年来销售毛利率和净利率 .....	16
图表 34: 福田等可比公司近年净利率水平 (%) .....	16
图表 35: 江淮近年分车型销量及未来预测 (辆) .....	17
图表 36: 公司分业务收入及毛利预测 .....	19

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

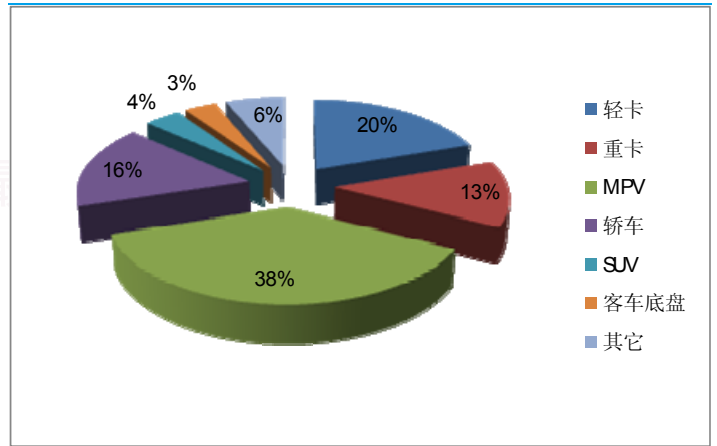
### 公司概况：乘商并举，轿车业务已初具规模

- 尽管江淮 2002 年就已进入 MPV 市场，但公司一直被视为传统的商用车企业。2007 年起，公司开始大力进军轿车市场，谋求向乘用车市场的战略转型。由于轿车业务投入大、回报迟，公司近两年业绩均出现了明显下滑。所幸的是，公司轿车业务已规模初具，距离收获期也已渐行渐近。2011 年公司轿车销量达到 14.6 万辆，轿车业务收入占比已达 24% 左右，毛利占比也有 16% 左右。据了解，公司轿车业务若不考虑未来研发已基本实现盈亏平衡，随着规模的进一步增长，公司轿车业务将开始为公司业绩贡献“正能量”。
- 如今的江淮已成为一家综合型汽车整车企业，公司产品已经覆盖除交叉型乘用车、大中型客车整车外的所有汽车类别。从公司业务结构来看，轻卡、重卡、MPV 和轿车是公司目前最为主要的业务单元，这四类产品占公司收入、毛利都在 85% 以上。其中，MPV 是公司盈利能力最强的业务，也一直是公司最为主要的利润来源。

图表1：公司各项业务收入占比（2011E）



图表2：公司各项业务毛利占比（2011E）



来源：CAAM、国金证券研究所

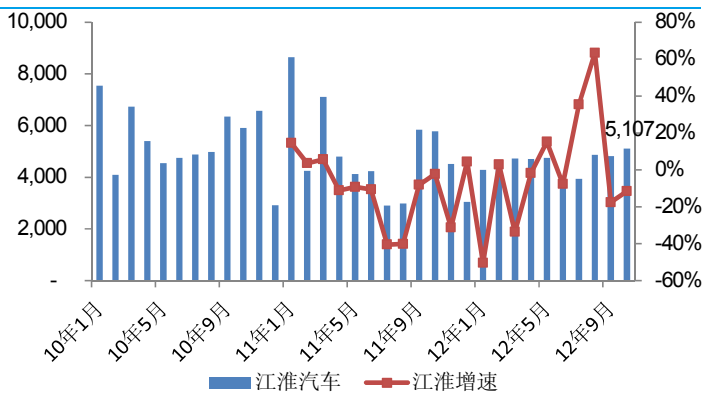
### 乘用车：全新 SUV 可带来显著增量，MPV 与轿车也有望改善

#### MPV：产品线拓展有望使瑞风销量平稳回升

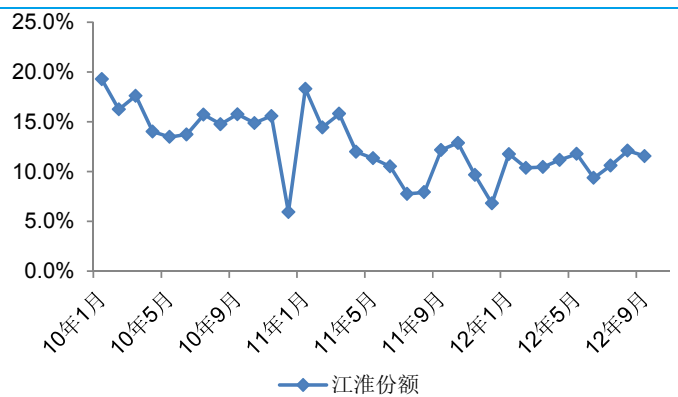
- 行业结构变化与车型老化使瑞风市场份额有所下滑。MPV 业务是公司最为主要的利润来源，2010 年之前瑞风 MPV 也一直处于行业龙头地位，占有 20% 以上的市场份额。但近两年来，瑞风销量有所下滑，对应的市场份额下滑则更为明显。2011 年公司瑞风销量为 58227 辆，市场份额为 11.7%，今年 1-10 月，瑞风销量则为 45482 辆，同比下滑 11.85%，市场份额则进一步下滑至 11.11%。我们分析，瑞风销量和市场份额的下滑主要是 MPV 行业发展的结构性变化所致，另一方面瑞风车型已稍显老化也是原因之一。

中国价值投资网  
www.jztzw.net

图表3: 江淮MPV月度销量与增速(辆)



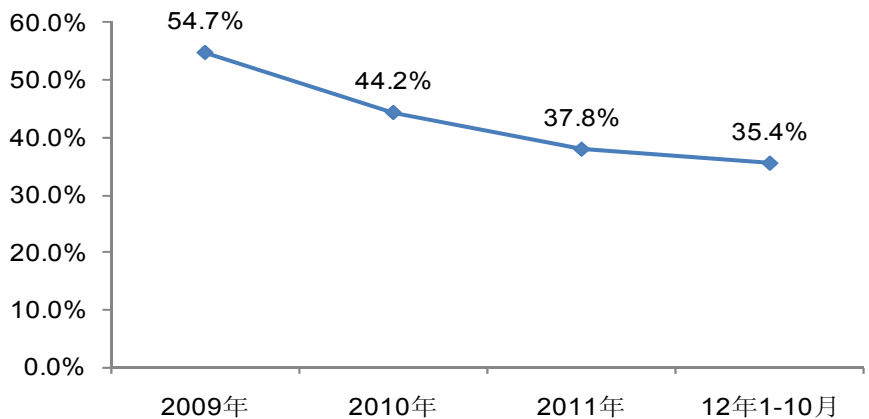
图表4: 江淮MPV月度市场份额



来源: CAAM、国金证券研究所

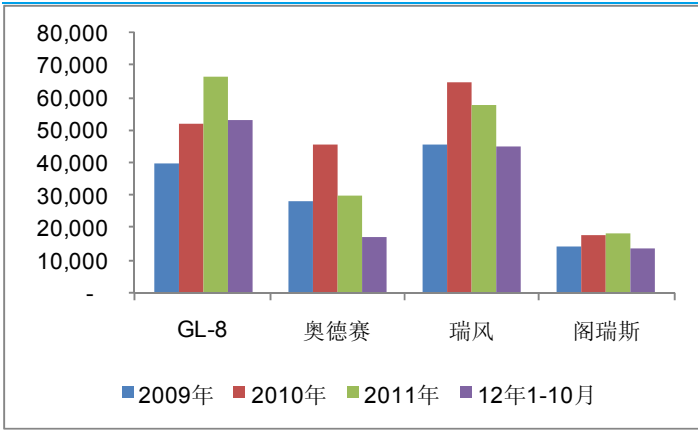
- **商用型MPV市场份额持续下降:** MPV本义为多功能车,传统上一直偏商务用途,公司的瑞风、上海通用的别克GL8一直是这一细分市场车型的典型代表,这类车型主要面向企事业单位、政府机关或者个体私营业主用于公务、商务接待。但随着我国汽车消费市场的逐渐成熟,消费者需求的多样化特征也逐渐明显,近两年来主要面向私人消费者的家用MPV以及宜家宜商型的MPV需求开始迸发,相关车型销量增长更为迅速(东风的菱智最为突出,图表7)。相反的,传统偏商用型的MPV由于实体经济不甚景气而需求增长疲弱,由此也就造成了商用型MPV整体市场份额的持续下滑,这也是公司瑞风近两年销量下滑的根本原因,其实不仅瑞风如此,奥德赛、阁瑞斯等主流商务型MPV近两年销量增长也都不大理想,仅上海通用由于2011年推出了全新一代GL8并且新老两代并行销售才获得了较快增长。

图表5: 纯商务型MPV占比逐年走低

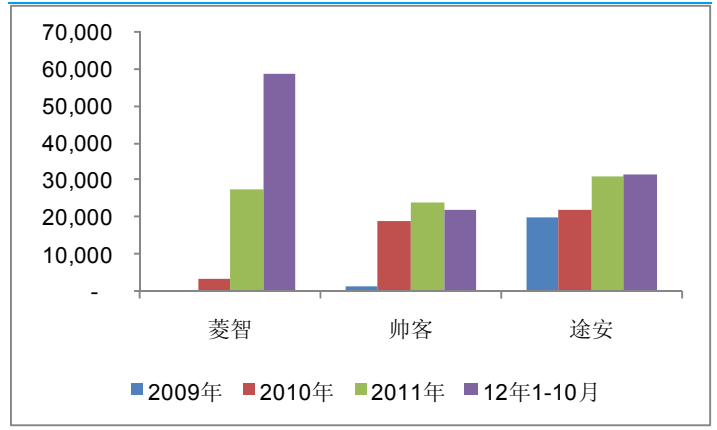


来源: CAAM、国金证券研究所

图表6: 主流商务型 MPV 车型近年销量情况 (辆)



图表7: 部分家用或宜商宜家型 MPV 近年销量 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

- **瑞风车型老化也是原因之一:** 瑞风在 2002 年 3 月上市, 至今已有 10 年历史。10 年来, 尽管瑞风的车型配置越来越丰富, 外观、内饰也常有一些小修小改, 但大的改动几乎没有。在市场竞争愈加激烈, 消费者愈加挑剔的背景下, 部分客户亦难免对瑞风产生“审美疲劳”。
- **产品线延升有望推动瑞风销量平稳增长:** 为了应对市场结构的变化, 保持瑞风的生命力, 公司的策略是“上顶下压” 延长产品线。目前, 公司高端车型和畅正逐步上量, 近期推出的低端产品穿梭时光版则有望抢占一部分宜商宜家型产品以及高端微客的市场份额。总体来看, 我们认为公司 MPV 业务有望实现平稳增长, 我们预测其 2013 年销量增速为 5%。
- **高端车型瑞风 II 和畅正逐步上量:** 和畅是公司去年 4 月推出的全新 MPV 车型, 定价为 16-19 万元, 主打高端商务市场。今年以来, 和畅销量已逐渐爬升, 目前单月销量已达到 600 台以上。根据公司规划, 未来和畅月销有望达 1000 台左右, 由此和畅将比较确定地可为公司 MPV 业务带来一定增量。
- **新近推出的时光穿梭版将在低端市场抢占一定份额:** 原有的瑞风车型价位区间为 10-16 万元, 主流价位则为 12-13 万元, 主要面向中档市场。今年 8 月, 公司正式推出了瑞风的低端产品——穿梭时光版, 价格为 8.5 万元。目前, 10 万元以下的低端市场正是 MPV 行业中增长较为迅速的细分领域之一, 依托瑞风早已建立的良好品牌和口碑, 公司在低端市场分一杯羹难度不大, 这一系列产品也可为公司 MPV 业务贡献一定增量。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表8: 老瑞风 (彩色之旅) 外观图



来源: 汽车之家、国金证券研究所

图表9: 瑞风 II (和畅) 外观图



图表10: 江淮瑞风主要产品系列情况

	车型	售价(万元)	发动机排量	长宽高(mm)	轴距(mm)
高端产品	瑞风II(和畅)	16.0-19.4	1.9T (柴油)、2.0T	5100×1840×1970	3080
中端	一家亲	12.0-13.9	2.0L、2.4L	4695×1820×1880	2810
	彩色之旅	12.0-13.1	2.4L	5035×1820×1970	3080
	祥和	13.1-16.4	2.4L、2.0T	5035×1820×1970	3080
中低端	穿梭-标准	10.0-12.9	1.8L、1.9T(柴油) 2.0L、2.8L (柴油)	5035×1820×1970	3080
低端	穿梭-时光	8.5	1.8L、2.0L	4695×1820×1880	2810

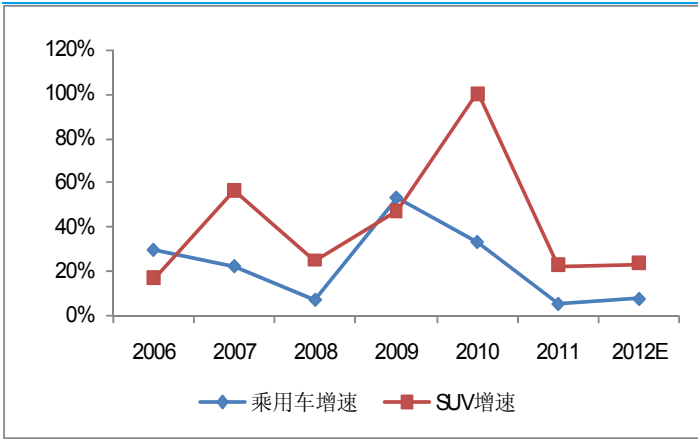
来源: 国金证券研究所

### SUV: 全新瑞风 S5 有望贡献显著增量

- **SUV 行业将继续保持快速增长。**近几年来，SUV 始终保持了远快于乘用车行业整体的增速，我们也一直强调这种趋势是可以持续的。首先，二次购车人群的扩大将继续带动 SUV 需求的快速增长，有调查显示目前二次购车者中已有近 60%的消费者首选 SUV，而我国汽车消费者中二次购车比例正逐年增多；其次，随着 SUV 车型的小型化、个性化，首次购车人群中选择 SUV 的比例也原来越高，有调查显示这一比例已接近 30%，与首次选择轿车的比例差距正逐渐缩小；此外，当前我国 SUV 占乘用车比例仍仅不足 13%，与美国的近 30%、日韩的 20%也仍有相当差距。可以说，SUV 热已成为我国汽车消费市场的一大风潮，方兴未艾。

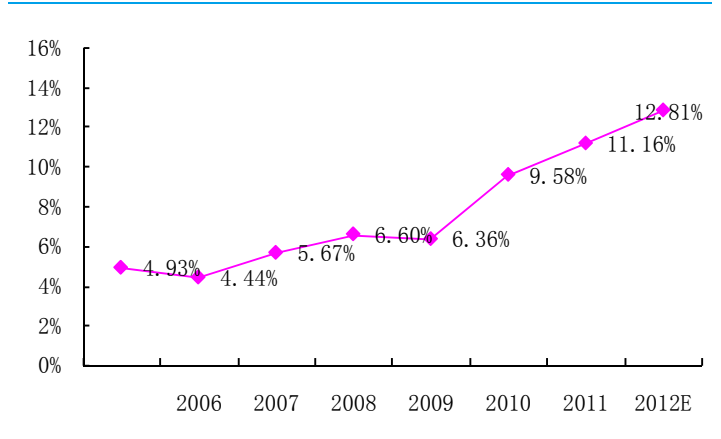
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表11: SUV 增速往往大幅超越乘用车整体水平

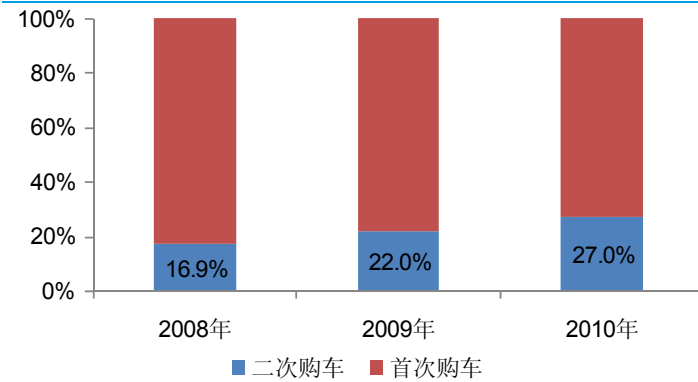


来源: CAAM、国金证券研究所

图表12: SUV 占乘用车比例逐步提高



图表13: 我国近年二次购车比例变化



来源: 麦威咨询、新华信、国金证券研究所

图表14: 二次购车者中已有近6成选择SUV

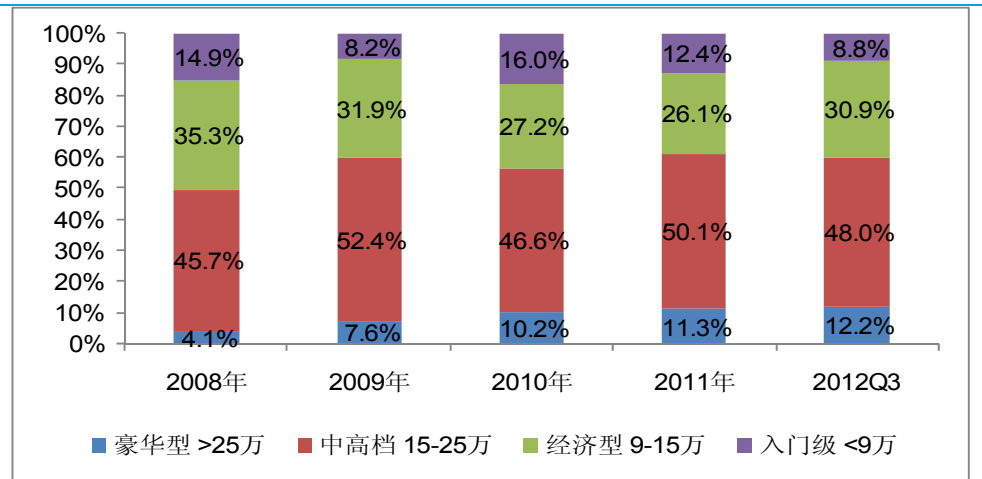


- **经济型 SUV 有足够的市场空间。**从近几年我国 SUV 产品结构的变化来看,豪华型 SUV 占比逐年提高,入门级占比逐年缩小,占据市场主体的中高档和经济型 SUV 占比则基本稳定。此外,中高档 SUV 市场基本被合资企业占据,而经济型 SUV 则主要为自主品牌的天下。截止今年前三季度,经济型 SUV 占有 30.9% 的市场份额,比前两年都有所扩大。由此也可看出,经济型 SUV 具有足够的市场空间,定位于此的 SUV 车型有望取得较好的成长前景。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



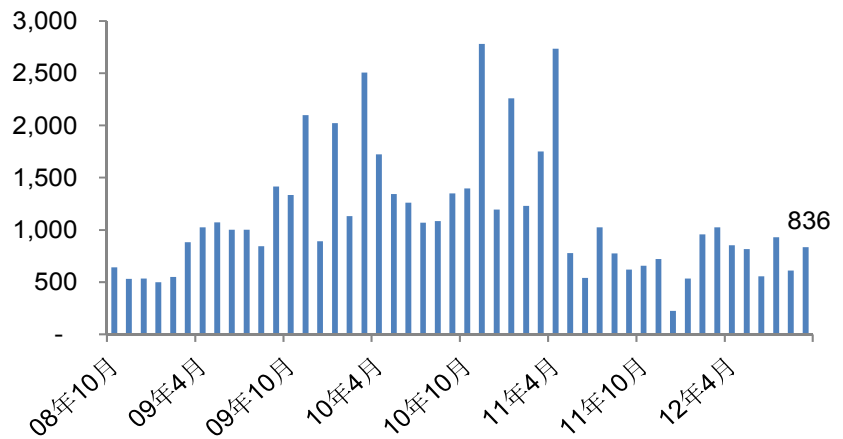
图表 9: 近年来 SUV 行业销量结构变化情况



来源: CAAM、国金证券研究所

- 江淮现有 SUV——瑞鹰产品老化、重视不足是销量较低的主要原因: 公司现有的瑞鹰 SUV 是 2006 年上市的, 尽管外观大气、配置也算丰富, 但这毕竟是公司自主研发的首款 SUV 产品, 拼凑痕迹明显, 品质不够精良。更为重要的, 公司当时起业务重心已转为进军轿车市场, 此后几年都忙于推出轿车产品 (宾悦、同悦、和悦、悦悦), SUV 业务几乎无暇顾及。也正因此, 近 6 年来瑞鹰几乎没有大的改变, 销售也一直不温不火。随着这一车型的老化, 近两年其月销量更已不足 1000 辆。可以说, 瑞鹰是江淮在特定历史背景下的产物, 它的不成功并不能说明公司在 SUV 领域不具备竞争潜力。

图表 15: 现有瑞鹰 SUV 月度销量走势



来源: 公司资料、国金证券研究所

- 公司全新 SUV——瑞风 S5 与瑞鹰不可同日而语, 具备较强竞争力: 公司即将推出的全新 SUV 已在近期的广州车展发布, 并定名为“瑞风 S5”。S5 是公司集中力量打造并将在未来重点推广的战略车型, 受重视程度与当年的瑞鹰不可同日而语。S5 也是一款经济型 SUV, 与长城 H6、吉利 GX7 等当前市场主流车型属同一类别。根据已有信息对比, 我们发现 S5 在外观、动力、配置等方面都有不俗亮点, 我们判断 S5 将具备较强的市场竞争力。

图表16: 现款瑞鹰外观图



来源: 汽车之家、国金证券研究所

图表17: 瑞鹰II外观图(车展图)



- **外观亮丽、空间尚可:** S5 的外观明显与北京现代的 IX35 较为相近, 整体风格非常运动、时尚, 从 IX35 的热销来看, 这一外观是能得到大多数消费者认可的。从空间方面来看, S5 明显小于比亚迪 S6 与广汽 GS5, 略小于哈弗 H6 与吉利 GX7, 但较中华 V5 和奇瑞瑞虎等略大。总体来看, S5 的空间表现并不突出但也处于中档水平, 能够满足对空间并不过于看重的消费者需求。
- **动力总成技术水平明显领先:** S5 将搭载 2.0T 发动机(经核实, 媒体报导的 1.6T、1.8T 有误), S5 的变速箱除有传统的手动挡外则还有双离合可选。从同类车型来看, 配装涡轮增压发动机 的仅有长城 H6 和中华 V5, 而且均为 1.5T, 配装双离合变速器的同类车型更是没有。由此可见, S5 的动力性能以及燃油经济性能均可能远超同类竞争车型, 颇为先进的动力总成组合也可能是 S5 最为突出的卖点。
- **舒适性、安全性配置上也有诸多亮点。** 作为后来者, S5 可以参考竞争车型, 比较方便地增加一些配置, 从而形成自己的优势。例如, 在安全性配置上, 除一般的 ABS+EBD 外, S5 还有 TCS 和 ESP, 在智能化配置方面, S5 有无钥匙启动甚至包括电子手刹, 这些都是同类车型普遍没有的配置, 有助于增强 S5 对消费者的吸引力。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

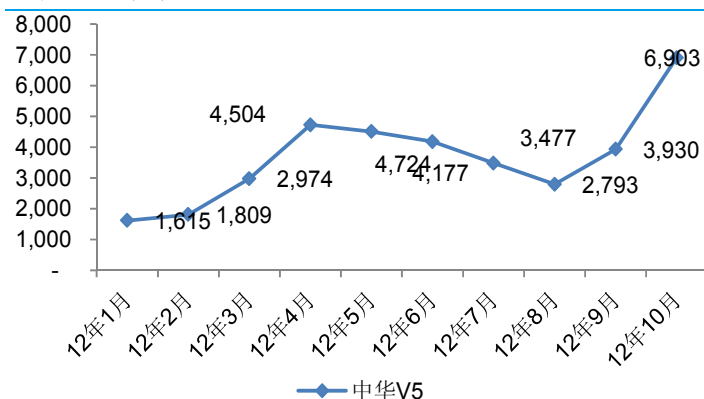
图表18: 瑞鹰 II 与主流经济型 SUV 主要性能比较

车企	江淮汽车 瑞风S5	长城汽车 哈弗H6	比亚迪 比亚迪 S6	中华汽车 中华V5	吉利汽车 全球鹰GX7	广汽集团 传祺GS5	奇瑞汽车 奇瑞瑞虎
排量	2.0T	2.0L与2.0T(T为柴油)	2.0L与2.4L	1.6L与1.5T	1.8L与2.0L	2.0L	1.6L、1.8L与2.0L
车型款式	n/a	6款	3款	4款	6款	8款	5款以上
售价(万元)	预计9-15万	2.0L为9.58-11.58 2.0T为12.18-14.18	2.0L为8.99-11.39 2.4L为11.68-13.69	1.6L为10.98-14.58 1.5T为11.98-16.58	1.8为9.29-10.59 2.0L为10.29-11.19 2.4L为11.99-12.99	12.38-15.68	1.6L为8.68-9.78 1.8L为9.38-10.98 2.0L为9.88-11.58
轴距(mm)	2645	2680	2720	2630	2661	2710	2510
长-宽-高(mm)	4430×1840×1660	4640×1825×1690	4810×1855×1680	4405×1800×1627	4541×1833×1700	4732×1854×1680	4390×1765×1705
最大功率(kw)	130	2.0L为98, 2.0T为110	2.0L为103, 2.4L为118	1.6L为87, 1.5T为100	1.8L为102, 2.0L为104, 2.4L为119	108	87.5/97/110
最大扭矩(N.M)	250	2.0L为186, 2.0T为310	2.0L为186, 2.4L为215	1.6L为151, 1.5T为200	1.8L为172, 2.0L为178, 2.4L为220	187	147/170/205
变速箱	6挡手动/6挡双离合	5/6挡手动	5挡手动/4档手自一体	5挡手动/手自一体	5挡手动/6档手自一体	5挡手动/手自一体	5挡手动/4档手自一体
离地间隙	210	190	190	n/a	171	180	190
驱动形式	前置两驱	前置两驱	前置两驱	前置两驱	前置两驱	两驱/四驱	前置两驱
工信部油耗(L/100Km)	n/a	2.0L为8.7, 2.0T为7.4	2.0L为8.6, 2.4L为10.6	1.6L为6.9-7.2, 1.5T为7.3-7.6	n/a	8.8-9.4	1.6L为7.3, 1.8L为8.0
保修	n/a	3年/10万公里	2年/5万公里	3年/6万公里	3年/10万公里	3年/10万公里	2年/6万公里
智能配置	无钥匙启动、电子手刹、倒车影像+GPS导航	倒车影像, 定速巡航, GPS, 大灯自动点亮, 亮灯寻车	GPS导航、车载电视、倒车影像, 右前轮盲区可视	行车电脑+泊车辅助	行车电脑+泊车辅助+GPS	行车电脑+泊车辅助	行车电脑+泊车辅助
安全配置	胎压监测, ABS+EBD+ESP+TCS	胎压监测, ABS+EBD+BAS, 高强度吸能车身	ABS+EBD, 防撞钢梁, 高强度吸能车身	ABS+EBD, BAS+ASR	ABS+EBD	ABS+EBD	ABS+EBD

来源: 汽车之家、国金证券研究所

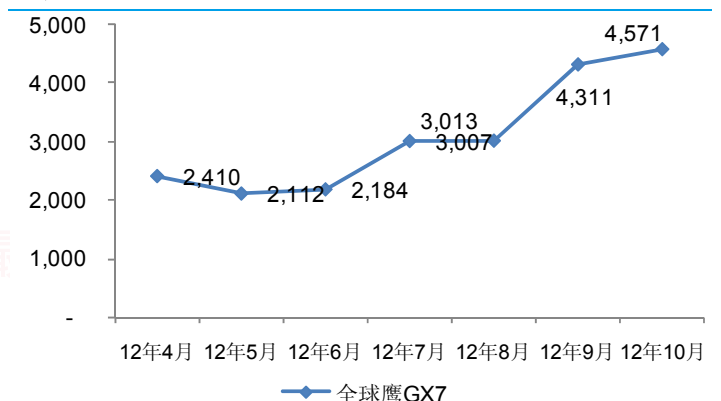
- 预计 S5 明年销量有望达 3 万辆以上: S5 的售价区间预计为 9-15 万元, 根据公司计划, 瑞风 S5 将于 2013 年 2-3 月开始批量销售。考察 S5 同类车型的销量, 我们发现今年或去年新上市的经济型 SUV 销量都不至于太低。且不论长城 H6 和奇瑞瑞虎两款月均销量已可达万辆乃至以上的明星车型, 比亚迪 S6 尽管波动较大, 近半月均销量仍在 6000 辆以上; 吉利 GX7 上市之后经过短暂的爬坡, 目前销量已在 4000 辆以上; 广汽 GS5 算是表现最差的车型了(主要原因为价格偏高, 品牌知名度低), 目前月销量也已接近 3000 台。综合考虑, 我们认为 S5 销量短期内可能难以达到 GX7、S6 等车型的水平, 但 2013 年最低实现 3 万辆的难度并不大, 按实际销售 10 个月计算, 月均销量仅为 3000 台, 考虑今年以来表现最差的 GS5 月销也已接近 3000 台, 这一预测绝不激进。

图表19: 中华 V5 月度销量 (辆)

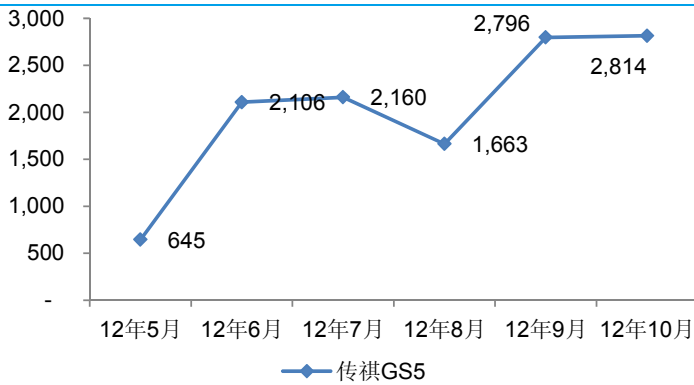


来源: CAAM、国金证券研究所

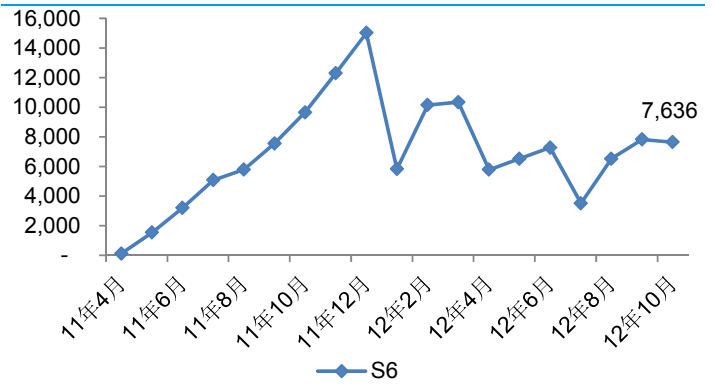
图表20: 吉利 GX7 月度销量 (辆)



图表21: 广汽传祺GS5月度销量(辆)



图表22: 比亚迪S6月度销量(辆)



来源: 中汽协、国金证券研究所

轿车: 和悦已打出知名度, 规模提升将带来效益改善

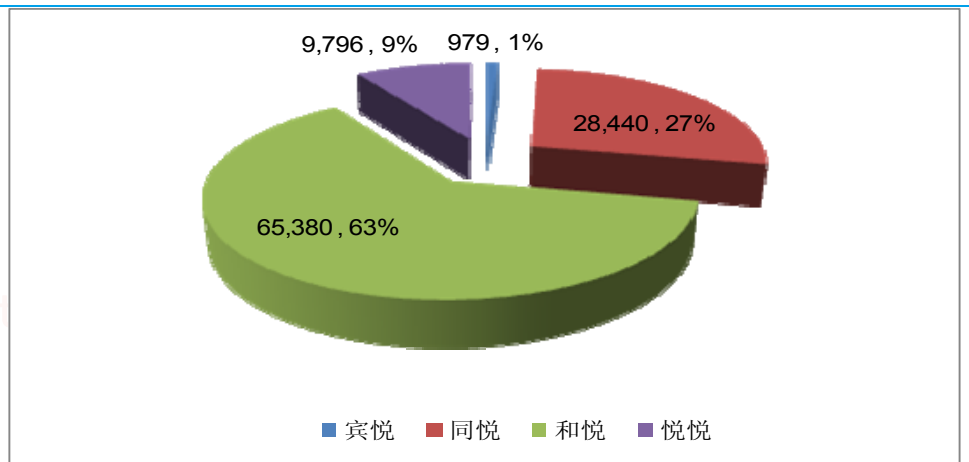
- 公司已建立较为齐全的轿车产品系列: 公司自从 2007 年开始推出宾悦轿车, 随后又陆续推出了同悦(2008)、和悦(2009)、悦悦(2010), 至此公司已建立了较为完整的轿车产品系列。在这四款产品中, 宾悦定位最高也最先推出, 主要起到树立较高端自主品牌形象的作用, 销量则较为次要; 最后推出的悦悦是 A00 级车, 定位较低, 市场空间虽然较大但这一细分市场普遍盈利能力很差, 公司也并未将这一车型作为推动销量的主力; 和悦、同悦定位较为适中, 面向市场容量最大也是自主品牌较有优势的 A、A0 级市场, 是公司轿车的主打产品。在公司当前的销量结构中, 和悦、同悦合计已占 90%, 其中和悦 63%, 同悦 27%。

图表23: 江淮汽车轿车车型概况

车型	定位	排量	售价(万元)	轴距(mm)	长-宽-高(mm)
悦悦	A00级车	1.0、1.3L	3.8-4.6	2390	3535*1640*1475
同悦	A0级车	1.3L	4.9-5.7	2400	4155*1650*1445
和悦	A级车	1.5、1.8L	6.2-9.0	2710	4590*1765*1465
宾悦	B级车	1.8、2.0L	9.2-13.3	2790	4865*1805*1450

来源: CAAM、国金证券研究所

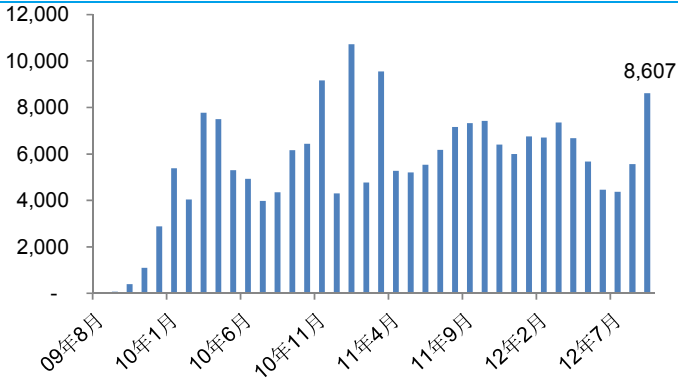
图表24: 公司轿车销量结构(2012年1-10月)



来源: CAAM、国金证券研究所

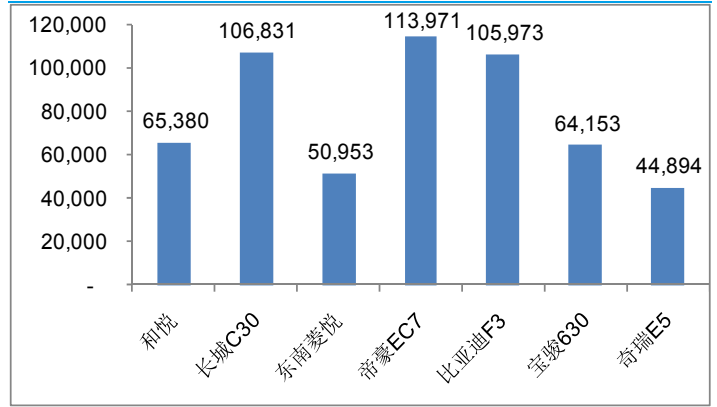
- **和悦销量表现良好，已具有较好的知名度：**公司的主打车型中，凭借漂亮的外观和极高的性价比，和悦已经取得较好的市场表现，今年 1-10 月其销量已达 65380 辆，在同类竞争车型中仅次于 C30、EC7 和 F3 等少数几款明星车型。不仅如此，近期和悦销量还在持续爬升，根据公司目标，和悦未来月销辆将达到万辆以上。同悦在 09-10 年间也有过很好的销量表现，但由于其性价比远没和悦那么突出，和悦上量后其销量即开始明显回落，目前其月销量通常在 3000-4000 之间，也属差强人意。

图表25：江淮和悦上市以来月度销量（辆）

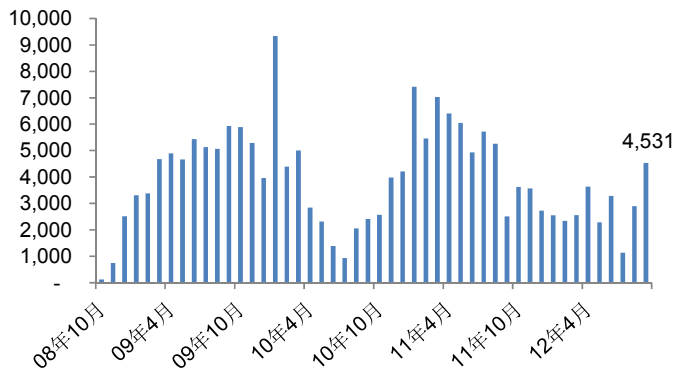


来源：CAAM、国金证券研究所

图表26：和悦与其主要竞争车型销量对比（1-10月）

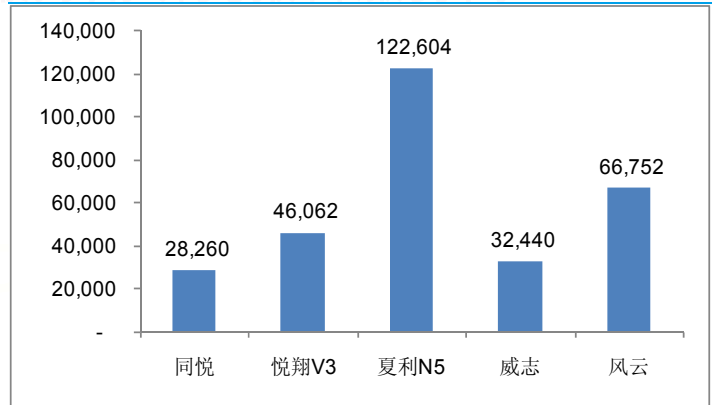


图表27：江淮同悦上市以来月度销量（辆）



来源：CAAM、国金证券研究所

图表28：同悦与其主要竞争车型销量对比（1-10月）



- **渠道下沉和新车型推出将带动轿车销量规模再上台阶：**我们预计公司 2012 年的轿车销量约为 13.5 万辆，比去年减少约 1 万辆，考虑到去年轿车有近 4 万辆出口，今年不足 3 万辆，公司国内轿车销量仍实现了一定增长。公司当前正在推动渠道下沉，明年下半年公司还将推出全新的和悦 A30，我们预计公司明年轿车销量可实现较快增长，我们预测的销量为 15.2 万辆，同比增长 12.8%。

- 公司目前共有 4S 店约 400 家，已基本覆盖全国主要大中型城市。目前，公司 4S 店总数已不再大幅增加，但公司正在大力推进渠道下沉。根据了解，公司已要求经销商大力在其所属区域的县级市场建设营销网点，目前每月增加的此类网点数都在 10-20 家左右。由于三、四线城市一直是自主品牌消费的主导地区，也是近几年来国内汽车消费增长较快的区域，公司推进渠道下沉自然也将有利于其轿车销量的规模提升。

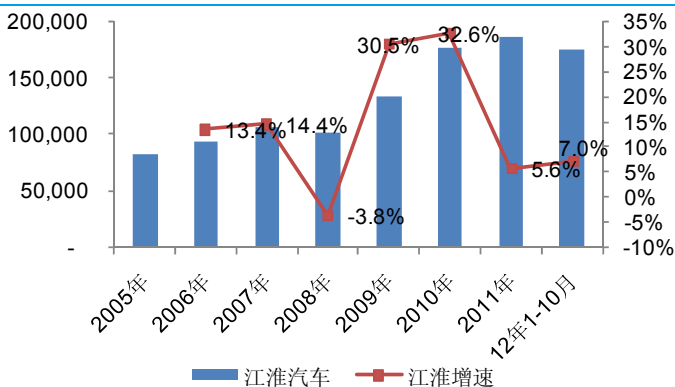
- 公司已发布了“瑞风+和悦”的乘用车双品牌战略，未来公司的轿车车型均将以和悦冠名。由于和悦已具有较好的品牌效应，此举对于公司后续车型的推广无疑是有利的。明年下半年，公司将推出全新的和悦A30轿车，该车型定位于现有的和悦与同悦之间，初一亮相已获得诸多好评，我们预计该车型可以取得至少好于同悦的市场表现。
- **规模提升、结构改善有望带来轿车业务效益改善：**轿车业务的高投入以及慢回报一直是拖累公司近几年业绩的主要因素。随着公司轿车销售规模的逐渐提升以及结构的持续改善，公司轿车业务离收获期已经不远。**2012年，公司轿车销量约为13.5万辆，毛利率约为13%，而2011年轿车毛利率不足10%。**我们预计**2013年**公司轿车销量将达到约**15.2万辆**，且盈利能力较强的和悦仍将是增量的主力，销量结构将继续改善，由此公司明年轿车业务效益改善也是确定的。

### 商用车：轻卡重卡市场份额均提升，明年有望平稳增长

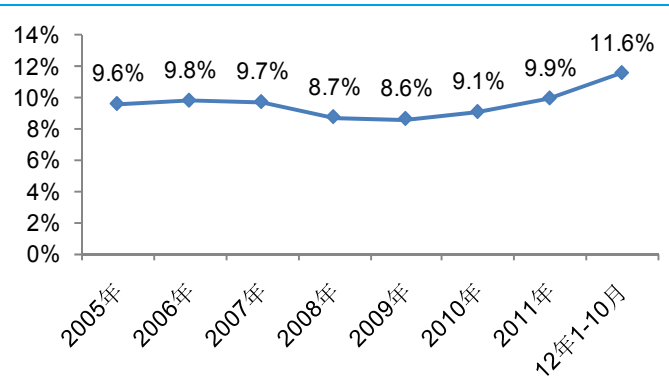
#### 轻卡：市场份额明显提升，明年有望平稳增长

- 公司一直是国内轻卡行业领先企业之一，05-11年间市场份额均处于行业第三。2010年以来，公司轻卡业务市场份额持续提升。今年1-10月，公司轻卡销量达到17.62万辆，同比增长6.97%，而同期轻卡行业总销量则同比下滑4.12%，公司市场份额提升至11.6%，已超过东风汽车位居行业第二。我们预计公司2012年轻卡销量可达20.4万辆，同比增长7.5%。
- 轻卡行业近两年都无正增长但也没出现大幅下滑，整体波动幅度较小。2011年行业销量增速为下滑3.7%，我们预计2012年则基本为零增长。展望明年，我们认为经过两年盘整之后，轻卡行业有望实现小幅增长。作为行业领先企业之一，公司轻卡销量也至少可以实现平稳增长。我们预测的公司2013年轻卡销量为22万辆，同比增长8%。
- 公司轻卡业务的另一亮点是产品结构的逐渐提升。今年开始，公司轻卡营销部门按照产品高中低档重新划分为三个营销公司，独立设置的帅铃营销公司可对“帅铃”这一高端品牌进行更大力度、更有针对性的推广，此举也带动了公司产品结构的明显提升。目前，公司“帅铃”系列已占轻卡销量的11%左右。我们预计，公司轻卡产品结构有望获得进一步优化，盈利能力也有望得以提高。

图表29：江淮轻卡近年销量及增速（辆）



图表30：江淮轻卡近年市场份额



来源：国金证券研究所

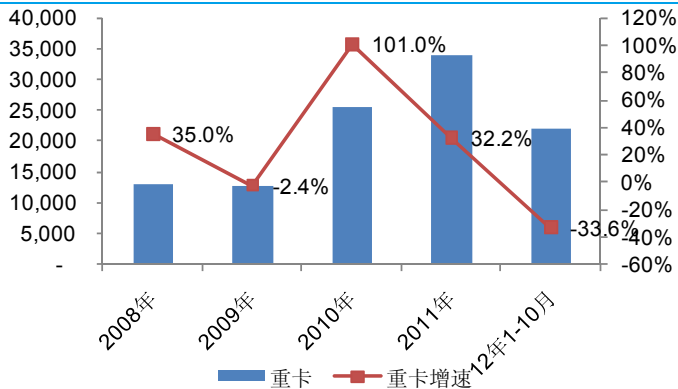
#### 重卡：规模不大但可盈利，明年有望随行业实现一定增长

- 公司重卡业务规模不大，市场份额一直处于行业第六或者第七。2010年以来，公司重卡业务增速水平始终好于行业整体水平，市场份额也有明显提高。今年1-10月，公司重卡销量为22079辆，同比下滑33.6%，公司市

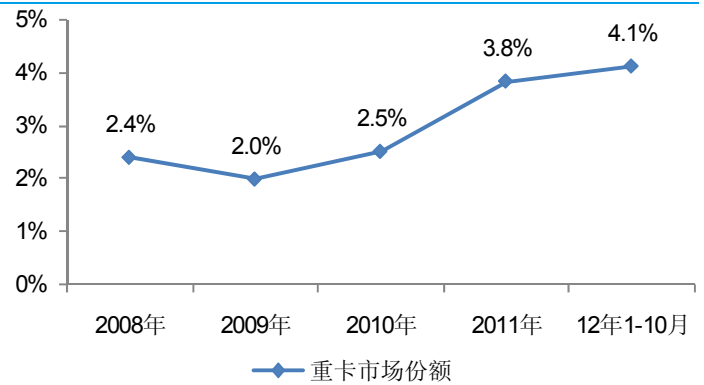
市场份额则已升值 3.9%，位居行业第六。我们预计公司 2012 年重卡销量将约为 25700 辆，同比下滑约 25%。

- 值得特别说明的是，公司重卡业务尽管规模不大，但盈利能力尚可。2011 年以来，重卡企业销量普遍大幅下滑，部分公司濒临亏损，但公司重卡业务仍有一定盈利。目前公司重卡业务毛利率约为 9%，与去年同期相比并无显著下降。究其原因，公司重卡业务设计总产能仅为 4 万辆，近几年均未扩产，目前的产销规模产能利用率也还不算太低。
- 展望明年，我们认为重卡行业在经过连续两年大幅下滑后将有一定增长。尤其今年下半年以来，我国基建投资增速已经持续提升，当前重卡行业销量也已基本企稳。我们预测的 2013 年江淮重卡销量约为 2.9 万辆，同比增长 12%，增速与行业整体增速持平。

图表31：江淮重卡近年销量及增速（辆）



图表32：江淮重卡近年市场份额



来源：国金证券研究所

### 管理向重效益转变，业绩具备较大向上弹性

#### 新管理层强调以效益为中心，多方面变革已经展开

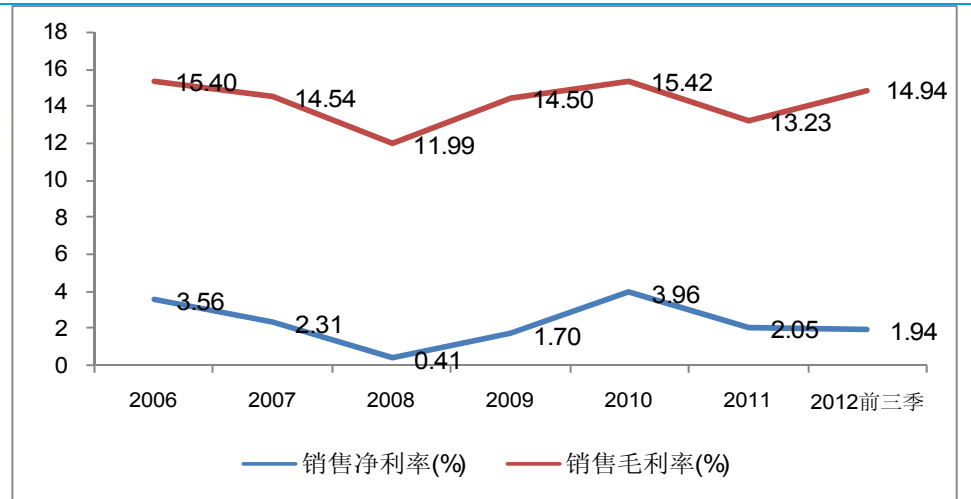
- 今年初，公司原董事长左延安正式退休，原总经理安进升任公司董事长。新管理层上任后，特别提出了“以效益为中心、以战略为导向、以发展为主线、以变革为动力”的指导思想。公司要求，未来新上的每一款新车型都要能盈利，新车型的初始毛利率都至少要在 20% 左右。这也意味着公司发展轿车业务实现“乘商并举”的战略转型已渡过了健全产品系列、追求规模的初始阶段，公司今后将着重追求效益的提升，这无疑是有利于公司未来业绩增长的重大战略性转变。
- 新管理层上任迄今，公司在诸多方面已作出了重大调整，我们发现这些变革都颇为积极，非常有利于公司未来的效益提升。比较重要的几个方面罗列如下：
  - 在研发方面，公司已改过往的产品研发为平台化研发。公司明年即将推出和悦 A30 就将是平台化的成果之一，未来在此平台上还可衍生出更多产品。此举是国内外领先企业如大众、长城研发的普遍做法，有利于控制研发成本和风险，尽可能地提高研发效益。
  - 在营销方面，公司乘用车营销部门已拆分为瑞风 MPV、宾悦营销公司，以及专门针对和悦、同悦等其它轿车产品的营销公司。由于瑞风主要面对政府、中小企业及私营业主，宾悦定位高目前也主要为政府采购，其客户群体自然与和悦等轿车主要面向个人消费者不同，由此拆分有利于增强营销的针对性和有效性，同时也能充分调动各自营销团队的积极性。此外，公司的轻卡营销部门已按产品档次换分为三个营销公司，轿车营销网络也在大力推进下沉，这些之前已有提及，不再赘述。

- 在成本控制上，公司也比以往更加严格。为了实现“以效益为中心”的转变，公司强调实行“从紧的财务政策”，在公司内部的考核体系中，成本已经作为核心指标加以控制。

### 收入规模大、当前盈利水平低且股本较小，业绩向上弹性大

- 从 08 年以来，公司发展轿车业务带来的大量投入侵蚀了公司大量利润，除 2010 年由于行业整体高度景气加上同悦上量外，公司近几年盈利均较为薄弱。公司当前的净利率 2% 不到，明显属于非正常水平。参考可比公司的相关数据，轻卡、重卡等商用车业务正常净利率水平在 2-3%，而相对成熟一些的自主品牌轿车业务净利率则为 4-5%，公司的 MPV 业务净利率为 8% 左右，结合公司收入结构测算，我们认为公司正常的净利率水平应在 3.4% 以上，这也意味着公司当前的净利率水平至少仍有 75% 左右的上升空间。
- 在资本开支方面，公司未来几年内还难以减少但也不会再有大幅增长。在重大工程投资方面，公司轿车基地二期将于明年建成投产，除此之外未来几年暂无大的产能建设项目。在研发支出方面，公司近两年研发支出均为 10 亿元左右，其中费用化的约占一半。公司已开始采取平台化研发策略，我们了解到未来研发费用一样也不会再大幅增长。
- 综合我们以上的分析来看，公司明年起各项业务的改善趋势都是较为确定的。特别值得说明的是，公司具有收入规模大、当前盈利能力差而且股本较小的特点，由此公司也具备极大的业绩向上弹性。公司 2012 年收入规模将达近 290 亿元，预计 2013 年将达到约 350 亿元，公司净利率若提高 1 个百分点便意味着 3.5 亿元的净利润增加，而公司总股本仅为 12.89 亿股，对应 EPS 则为 0.27 元，约为公司 2012 年 EPS 的 68%。从前述第一点分析来看，公司净利率提高 1 个百分点并非难以想象，实际上公司 2006、2010 年的净利率水平还都在 3.5% 以上。

图表33：江淮近年来销售毛利率和净利率



来源：wind、国金证券研究所

图表34：福田等可比公司近年净利率水平 (%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012 前三季	平均值
福田汽车	1.39	1.15	2.31	3.08	2.23	4.69	2.48
东风汽车	4.35	3.34	2.55	3.05	2.60	0.59	2.75
海马汽车				4.93	4.91	3.74	4.53
力帆股份	8.77	4.33	5.51	4.75	3.59	2.30	4.88

来源：wind、国金证券研究所



## 盈利预测与投资评级

### 盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 年销量分别为 43.3、50.2 与 57.7 万辆，同比分别增长-1.73%、15.9%与 15.0%；销售收入分别为 292.0、348.1、398.1 亿元，分别增长-4.2%、19.2%、14.4%；归属母公司净利润分别为 5.11、8.22、10.9 亿元，分别增长-17.7%、60.9%、32.7%，对应的 EPS 分别为 0.40、0.64、0.85 元。

图表35：江淮近年分车型销量及未来预测（辆）

	2009年	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
轻卡销量	154,047	194,054	190,042	204,295	220,639	238,290
增速	42.6%	26.0%	-2.1%	7.50%	8.00%	8.00%
重卡销量	12,921	24,553	34,314	25,736	28,824	31,706
增速	19.8%	90.0%	39.8%	-25.00%	12.00%	10.00%
MPV销量	46,033	64,675	59,455	55,293	58,058	61,541
增速	26.8%	40.5%	-8.1%	-7.00%	5.00%	6.00%
SUV销量	11,720	18,859	11,157	9,818	32,000	41,600
增速	14.3%	60.9%	-40.8%	-12.00%	225.93%	30.00%
多功能商用车				3,100	10,230	13,299
增速					230.00%	30.00%
<b>轿车销量</b>	<b>65,607</b>	<b>116,797</b>	<b>145,920</b>	<b>135,006</b>	<b>152,238</b>	<b>190,942</b>
增速	461.6%	78.0%	24.9%	-7.48%	12.76%	25.42%
宾悦销量	3,545	3,067	889	1,022	1,022	1,022
增速	-57.2%	-13.5%	-71.0%	15.00%	0.00%	0.00%
同悦销量	57,613	41,451	60,663	35,791	30,422	41,070
增速	1598.5%	-28.1%	46.3%	-41.00%	-15.00%	35.00%
和悦销量	4,449	69,331	81,540	85,209	106,512	133,140
增速		1458.4%	17.6%	4.50%	25.00%	25.00%
悦悦销量	-	2,648	2,885	12,983	14,282	15,710
增速			9.0%	350.00%	10.00%	10.00%
<b>整车销量(辆)</b>	<b>290,328</b>	<b>418,938</b>	<b>440,888</b>	<b>433,248</b>	<b>501,988</b>	<b>577,378</b>
增速	63.96%	44.30%	5.24%	-1.73%	15.87%	15.02%

来源：CAAM、国金证券研究所

### ■ 关键假设如下：

- 明年轻卡和重卡行业实现平稳增长，公司轻卡业务继续受出口带动增速略快于行业整体水平，重卡增速与行业整体水平持平；
- 公司 MPV 业务在产品线延伸带动下实现平稳增长，我们预测的增速为 5%；
- 公司全新的 SUV 瑞风 S5 如期在明年一季度开始批量销售并实现全年约 30000 辆销量；
- 公司新车型能够达到 20% 的毛利目标，其它各项业务毛利率与今年持平，但由于销量结构变化，公司综合毛利率将有所提升，我们预测的公司 2012-2014 年综合毛利率分别为 14.84%、15.15%、15.21%。

### 估值与投资建议

- 综合全文分析，我们认为公司是较为典型的拐点型公司，明年起公司业绩有望实现大幅增长。公司当前股价为 5.28 元，对应 2012-2014 年分别为 13.2、8.25、6.21 倍 PE。参考当前行业整体估值情况，我们认为公司可按 2013 年 10 倍 PE 估值，目标价为 6.4 元，我们将其投资评级上调至“买入”。
- 公司业务结构较为复杂，A 股其余整车公司均与公司差异较大，A 股汽车板块当前估值分化也较为明显。但如长安汽车等拐点型公司，当前股价对应 2013 年 PE 也差不多为 10 倍 PE。此外，我们统计的主流

整车企业 2013 年平均估值水平为 11 倍 PE，我们按明年 10 倍 PE 给公司定目标价是合理的。

- 特别值得指出的是，公司当前仅为 5.28 元的股价具有较高的安全边际。公司当前 PB 仅为 1.15 倍，明显低于行业平均的 1.5 倍。此外，公司 11 月公布了不超过 5.2 元，总金额不超过 3 亿元的回购计划，当前价格显然离回购价格也相差无几。

## 风险提示

### 宏观经济严重衰退风险

- 汽车行业是典型的周期性行业，任何一家企业的业绩增长都离不开良好的经济环境支持。当前我国仍存在较大的经济下行压力，若 2013 年我国经济出现大幅下滑，公司销量和业绩增长有可能达不到预期。

### SUV 销量不达预期风险

- 我们预测的公司 2013 年业绩中增量较大的一块来自 SUV，若公司全新的瑞风 S5 上市时间晚于预期或上市之后由于各种原因销量难以实现突破，公司全年业绩将难以达到预期。

### 乘用车市场价格战风险

- 2013 年乘用车行业产能增加仍较快，若行业需求增长缓慢，供需矛盾将再次凸显，价格战可能卷土重来。尽管公司开始强调“以效益为中心”，主观上没有打价格战的动力，且和悦轿车也已建立较好的品牌形象，并非以低价促销，但若发生恶性价格战，公司轿车业务盈利仍难免被拖累。

### 原材料价格大幅上涨风险

- 公司轻卡、重卡业务盈利能力与原材料价格密切相关，一旦钢材等原材料价格大幅上涨，公司该类业务盈利能力可能明显下滑。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表36: 公司分业务收入及毛利预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>整车</b>					
轻型卡车销量 (辆)	194,054	190,042	204,295	220,639	238,290
增长率 (YOY)	25.97%	-2.07%	7.50%	8.00%	8.00%
重卡销量 (辆)	24,553	34,314	25,736	28,824	31,706
增长率 (YOY)	90.02%	39.75%	-25.00%	12.00%	10.00%
多功能商用车 (辆)	0	0	3,100	10,230	13,299
增长率 (YOY)				230.00%	30.00%
瑞风MPV销量 (辆)	64,675	59,455	55,293	58,058	61,541
增长率 (YOY)	40.50%	-8.07%	-7.00%	5.00%	6.00%
轿车 (辆)	116,797	145,920	135,006	152,238	190,942
增长率 (YOY)	78.03%	24.93%	-7.48%	12.76%	25.42%
SUV (辆)	18,859	11,157	9,818	32,000	41,600
增长率 (YOY)	60.91%	-40.84%	-12.00%	225.93%	30.00%
整车合计销量 (辆)	418,938	440,888	433,248	501,988	577,378
增长率 (YOY)	44.30%	5.24%	-1.73%	15.87%	15.02%
整车平均售价 (万元/辆)	6.30	6.12	5.93	6.19	6.20
销售收入 (百万元)	26,400	26,978	25,709	31,077	35,820
增长率 (YOY)	49.45%	2.19%	-4.70%	20.88%	15.26%
毛利率	15.88%	13.50%	15.35%	15.64%	15.67%
毛利 (百万元)	4,193	3,642	3,947	4,859	5,612
<b>客车底盘</b>					
平均售价 (万元/辆)	5.56	5.30	5.00	5.00	5.00
销售数量 (辆)	23,913	25,571	25,571	26,850	28,192
增长率 (YOY)	20.03%	6.93%	0.00%	5.00%	5.00%
销售收入 (百万元)	1,330	1,355	1,279	1,342	1,410
增长率 (YOY)	7.86%	1.87%	-5.66%	5.00%	5.00%
毛利率	11.68%	10.10%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	155.33	136.88	127.86	134.25	140.96
<b>汽配业务</b>					
销售收入 (百万元)	628	634	634	730	839
增长率 (YOY)	93.79%	1.03%	0.00%	15.00%	15.00%
毛利率	11.22%	11.04%	11.00%	11.00%	11.00%
毛利 (百万元)	70.46	70.02	69.78	80.25	92.29
<b>其他业务</b>					
销售收入 (百万元)	1,346	1,504	1,579	1,658	1,741
增长率 (YOY)	54.84%	11.69%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	11.98%	12.25%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利 (百万元)	161.29	184.21	189.45	198.93	208.87
销售总收入 (百万元)	29704.36	30470.83	29200.56	34806.60	39809.38
销售总成本 (百万元)	25124.45	26438.09	24866.28	29533.74	33755.66
毛利 (百万元)	4579.91	4032.75	4334.28	5272.86	6053.72
平均毛利率	15.42%	13.23%	14.84%	15.15%	15.21%

来源: 聚源、国金证券研究所

www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	20,092	29,704	30,471	29,201	34,807	39,809	货币资金	3,294	3,782	3,184	3,000	4,363	7,145
增长率		47.8%	2.6%	-4.2%	19.2%	14.4%	应收款项	555	1,700	1,756	1,714	2,127	2,424
主营业务成本	-17,179	-25,124	-26,438	-24,866	-29,534	-33,756	存货	1,280	2,001	1,444	1,686	1,903	2,153
%销售收入	85.5%	84.6%	86.8%	85.2%	84.9%	84.8%	其他流动资产	298	878	415	585	664	736
毛利	2,913	4,580	4,033	4,334	5,273	6,054	流动资产	5,426	8,362	6,799	6,985	9,057	12,458
%销售收入	14.5%	15.4%	13.2%	14.8%	15.1%	15.2%	%总资产	43.8%	53.8%	46.1%	43.7%	51.9%	63.0%
营业税金及附加	-512	-801	-725	-686	-818	-936	长期投资	26	39	44	44	44	44
%销售收入	2.5%	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	固定资产	6,002	6,060	6,621	6,924	6,283	5,133
营业费用	-1,169	-1,269	-1,445	-1,548	-1,810	-2,030	%总资产	48.5%	39.0%	44.9%	43.3%	36.0%	26.0%
%销售收入	5.8%	4.3%	4.7%	5.3%	5.2%	5.1%	无形资产	748	873	1,065	1,807	1,862	1,923
管理费用	-622	-1,214	-1,407	-1,577	-1,810	-1,990	非流动资产	6,960	7,182	7,945	8,990	8,404	7,315
%销售收入	3.1%	4.1%	4.6%	5.4%	5.2%	5.0%	%总资产	56.2%	46.2%	53.9%	56.3%	48.1%	37.0%
息税前利润 (EBIT)	611	1,296	456	524	835	1,097	<b>资产总计</b>	<b>12,386</b>	<b>15,544</b>	<b>14,744</b>	<b>15,976</b>	<b>17,461</b>	<b>19,773</b>
%销售收入	3.0%	4.4%	1.5%	1.8%	2.4%	2.8%	短期借款	312	310	588	740	170	170
财务费用	4	29	86	12	43	74	应付款项	6,640	8,682	6,915	7,962	9,298	10,626
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.2%	其他流动负债	216	417	412	538	594	645
资产减值损失	-237	-104	-28	-66	-64	-61	流动负债	7,168	9,409	7,915	9,241	10,062	11,441
公允价值变动收益	0	5	-5	0	0	0	长期贷款	576	340	500	500	500	501
投资收益	3	35	39	20	20	20	其他长期负债	209	302	445	0	0	0
%税前利润	0.8%	2.5%	5.4%	3.4%	2.1%	1.6%	<b>负债</b>	<b>7,954</b>	<b>10,051</b>	<b>8,861</b>	<b>9,741</b>	<b>10,562</b>	<b>11,942</b>
营业利润	380	1,260	548	489	834	1,130	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,323</b>	<b>5,371</b>	<b>5,723</b>	<b>6,066</b>	<b>6,721</b>	<b>7,644</b>
营业利润率	1.9%	4.2%	1.8%	1.7%	2.4%	2.8%	少数股东权益	109	122	161	169	178	188
营业外收支	43	103	161	100	110	120	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,386</b>	<b>15,544</b>	<b>14,744</b>	<b>15,976</b>	<b>17,461</b>	<b>19,773</b>
税前利润	424	1,363	709	589	944	1,250	<b>比率分析</b>						
利润率	2.1%	4.6%	2.3%	2.0%	2.7%	3.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-81	-186	-81	-71	-113	-150	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.2%	13.7%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.260	0.902	0.482	0.396	0.638	0.846
净利润	342	1,176	628	519	831	1,100	每股净资产	3.355	4.167	4.440	4.707	5.215	5.931
少数股东损益	6	14	7	8	9	10	每股经营现金净流	2.638	1.213	-0.564	1.505	1.888	2.222
归属于母公司的净利润	336	1,163	621	511	822	1,090	每股股利	0.100	0.200	0.150	0.130	0.130	0.130
净利率	1.7%	3.9%	2.0%	1.7%	2.4%	2.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	7.76%	21.65%	10.85%	8.42%	12.23%	14.27%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	2.71%	7.48%	4.21%	3.20%	4.71%	5.51%
净利润	342	1,176	625	519	831	1,100	投入资本收益率	9.23%	18.16%	5.78%	6.16%	9.71%	11.36%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	990	910	824	882	1,033	1,149	主营业务收入增长率	36.45%	47.84%	2.58%	-4.17%	19.20%	14.37%
非经营收益	-137	-97	-127	-68	-77	-105	EBIT增长率	758.73%	112.23%	-64.80%	14.80%	59.47%	31.43%
营运资金变动	2,205	-425	-2,049	608	646	719	净利润增长率	488.39%	246.35%	-46.61%	-17.72%	60.90%	32.69%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,399</b>	<b>1,564</b>	<b>-727</b>	<b>1,940</b>	<b>2,434</b>	<b>2,863</b>	总资产增长率	39.54%	25.49%	-5.15%	8.36%	9.29%	13.24%
资本开支	-667	-416	-464	-1,794	-300	100	<b>资产管理能力</b>						
投资	-6	-328	265	0	0	0	应收账款周转天数	6.5	3.8	3.5	4.0	5.0	5.0
其他	48	79	165	20	20	20	存货周转天数	22.0	23.8	23.8	25.0	24.0	24.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-624</b>	<b>-665</b>	<b>-34</b>	<b>-1,774</b>	<b>-280</b>	<b>120</b>	应付账款周转天数	45.6	38.4	38.0	40.0	38.0	38.0
股权募资	12	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	96.2	70.6	68.5	65.7	61.3	46.0
债权募资	-132	-238	450	-277	-570	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-37	-169	-286	-73	-221	-202	净负债/股东权益	-54.28%	-62.88%	-35.63%	-28.23%	-53.53%	-82.67%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-156</b>	<b>-407</b>	<b>165</b>	<b>-350</b>	<b>-791</b>	<b>-201</b>	EBIT利息保障倍数	-163.1	-44.8	-5.3	-44.0	-19.5	-14.7
<b>现金净流量</b>	<b>2,619</b>	<b>492</b>	<b>-596</b>	<b>-184</b>	<b>1,363</b>	<b>2,782</b>	资产负债率	64.22%	64.66%	60.10%	60.97%	60.49%	60.39%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-04-07	买入	12.59	N/A
2 2008-04-28	买入	11.06	N/A
3 2008-08-25	买入	10.04	N/A
4 2008-10-29	买入	7.00	N/A
5 2009-03-29	买入	9.10	N/A
6 2009-08-20	买入	12.81	N/A
7 2009-10-30	买入	11.59	N/A
8 2009-12-14	买入	13.70	N/A

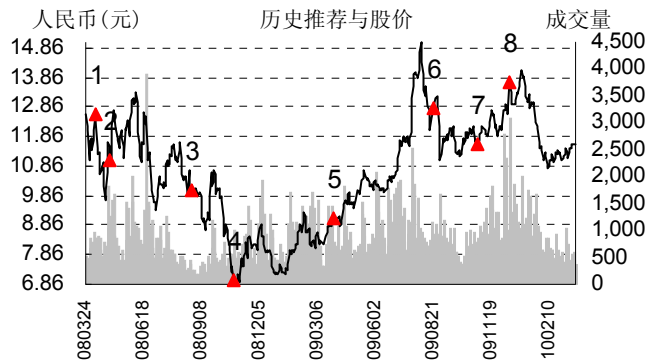
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net