

江淮汽车 (600418.SH) 货车行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

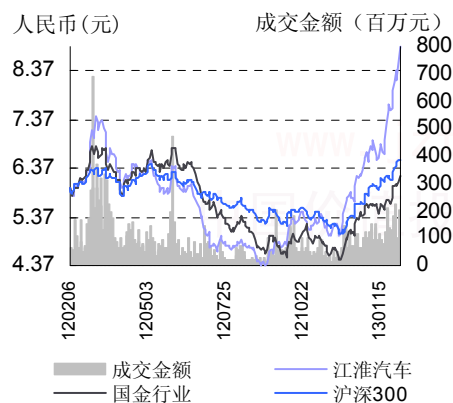
市价(人民币): 8.88元

和悦销量劲升, 上调盈利预测及目标价

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)	114.44
年内股价最高最低(元)	8.88/4.37
沪深300指数	2748.03
上证指数	2428.15



相关报告

- 《业绩改善在即,且具备较大向上弹性》, 2012.12.3
- 《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)	0.905	0.482	0.433	0.704	1.116
每股净资产(元)	4.17	4.44	4.74	5.31	6.30
每股经营性现金流(元)	1.21	-0.56	1.43	2.14	2.68
市盈率(倍)	-	-	20.51	12.61	7.96
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%	-10.45%	62.67%	58.52%
净资产收益率(%)	21.65%	10.85%	9.10%	13.20%	17.67%
总股本(百万股)	1,288.74	1,288.74	1,284.91	1,284.91	1,284.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **瑞风 S5 竞争力较强, 有望实现较大销量:** 3 月份公司全新 SUV 车型瑞风 S5 将开始批量销售, 依托 SUV 行业继续快速增长, 且该车型在外观、动力组合、安全性配置等多方面都具备较强的竞争力。参考同类车型的销量情况, 预计该车型全年可实现 4 万辆以上销量。
- **和悦销量劲升, 2013 年轿车业务有望盈利:** 和悦是公司最为重要的轿车车型且已具有较高知名度, 近几个月销量已达 12000 辆左右。今年下半年, 全新的和悦 A30 也有望逐步上量。我们预计公司全年轿车销量有望达 18 万辆以上, 其中和悦销量可达 12 万辆以上。由于和悦盈利能力较强且占比提高, 公司今年轿车业务有望首度实现盈利。
- **卡车业务市场份额提升, 有望随行业实现较快增长:** 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, 高端产品占比也在提升, 预计今年有望较快增长。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, 预计今年将随行业复苏实现一定增长。
- **巴西合资协议签订, 未来出口有望重现大幅增长:** 公司已公告同巴西 SNS 签订了合资协议, 双方将在巴西建立合资工厂。按照巴西政府规定, 公司未来出口巴西的产品(限定车型及规模)有望享受优惠关税, 公司出口量有望重现大幅增长, 这也是公司未来业绩有望超预期的因素之一。

盈利预测

- 我们上调了公司盈利预测, 预测公司 2012-2014 年归属母公司净利润分别为 5.56、9.04、14.34 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.43、0.70、1.12 元。

投资建议

- 我们一直强调江淮属于典型的拐点型公司, 业绩改善趋势明确且向上弹性极大。只要公司业绩改善趋势延续, 公司估值就有继续提升的空间, 值得中长期坚定看好。我们将公司目标价进一步上调至 11 元, 相当于 13 年 15 倍或者 14 年 10 倍 PE, 并维持公司“买入”评级。

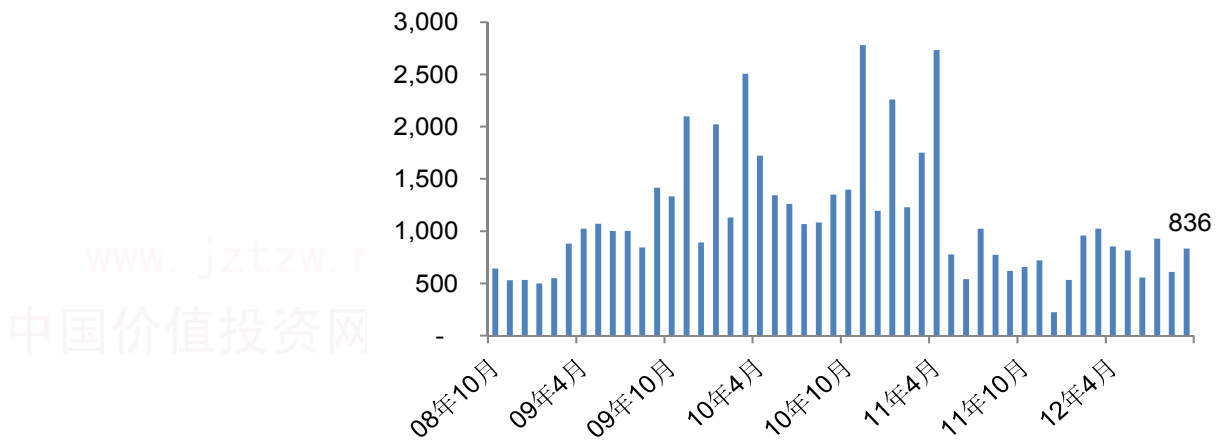
风险

- 宏观经济重现衰退风险、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。

SUV: 全新瑞风 S5 竞争力较强, 有望取得较好销量

- **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1: 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 已在去年的广州车展发布, 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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表2: 现款瑞鹰外观图



来源: 汽车之家、国金证券研究所

图表3: 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 1.8T 发动机, 后期公司还将推出配备 1.5TGDI 以及 2.0L 发动机的车型, 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过同类竞争车型, 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, 在转向系统上, S5 采用了电动助力系统, 较一般的液压助力系统先进得多; 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。

图4: 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	1.8T后续还有2.0L、1.5TGDI	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)	120	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)	235	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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

- **预计 S5 明年销量有望达 4 万辆以上:** S5 的售价区间预计为 10-14 万元, 根据计划, 瑞风 S5 将于今年 3 月开始批量销售。考察 S5 同类车型的销量, 我们发现近两年来新上市的经济型 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, 近半年月均销量仍在 6000 辆以上; 吉利 GX7 上市之后经过短暂的爬坡, 目前销量已接近 5000; 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), 去年 11 月份之前销量始终未突破 3000 台, 但最近的 12 月其销量已迅速攀升至 6000 台。综合考虑, 我们认为 S5 尽管销量可能难以达到 H6、S6 等车型的水平, 但实现月均 3000-5000 台的销量并不难, 取中值 4000 并按实际销售 10 个月计算, 我们预计其 2013 年销量约为 4 万辆。

轿车: 和悦销量劲升, 今年有望首度实现盈利

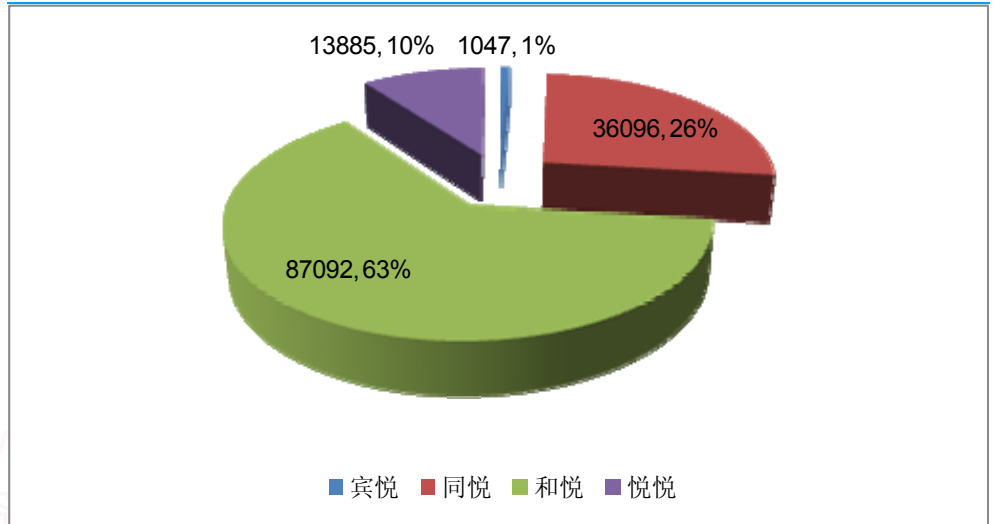
- **公司已建立较为齐全的轿车产品系列:** 公司自从 2007 年开始推出宾悦轿车, 随后又陆续推出了同悦(2008)、和悦(2009)、悦悦(2010), 至此公司已建立了较为完整的轿车产品系列。在这四款产品中, 宾悦定位最高也最先推出, 主要起到树立较高端自主品牌形象的作用, 销量则较为次要; 最后推出的悦悦是 A00 级车, 定位较低, 市场空间虽然较大但这一细分市场普遍盈利能力很差, 公司也并未将这一车型作为推动销量的主力; 和悦、同悦定位较为适中, 面向市场容量最大也是自主品牌较有优势的 A、A0 级市场, 是公司轿车的主打产品。在公司当前的销量结构中, 和悦、同悦合计已占 89%, 其中和悦 63%, 同悦 26%。

图表5: 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

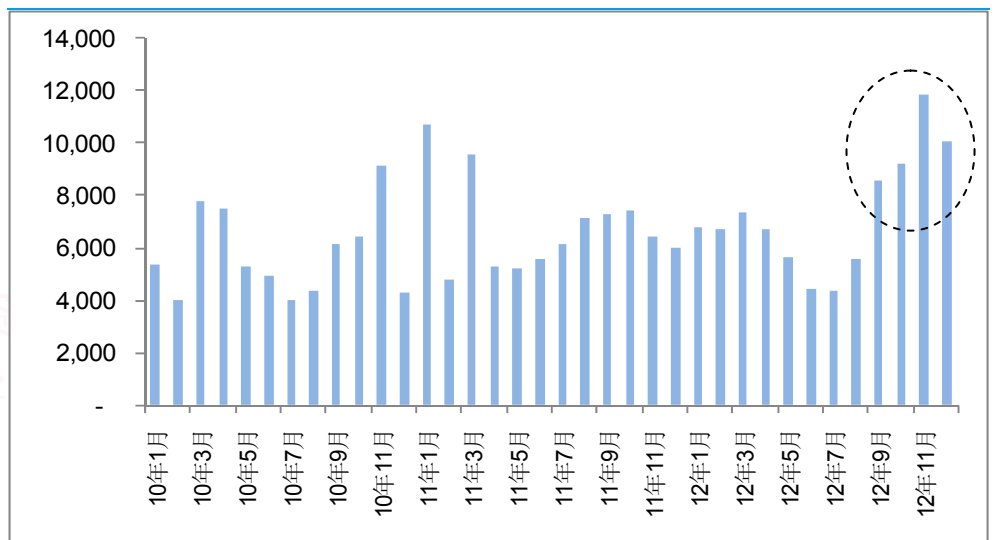
图表6: 公司轿车销量结构 (2012年)



来源: CAAM、国金证券研究所

- **和悦销量表现良好, 目前月销已在万辆以上:** 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, 2012年其销量已达87092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。尤其值得说明的是, 近几个月和悦销量已在万辆以上, 今年1月份甚至有望达13000辆, 我们预计和悦未来平均月销量可达万辆左右, 2013年其销量有望达12万辆以上。

图表7: 和悦2010年以来月度销量(辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

- **渠道下沉和新车型推出将带动轿车销量规模再上台阶：**公司 2012 年的轿车销量约为 13.8 万辆，比去年减少约 8000 辆，考虑到 2011 年轿车有近 4 万辆出口，2012 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，今年上半年公司还将推出全新的和悦 A30，下半年有望逐渐上量，我们预计公司今年轿车销量可实现快速增长，我们预测的销量为 18.2 万辆，同比增长 32%。
- 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。2013 年，公司还将推出全新的和悦 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 13.8 万辆，毛利率预计约为 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 18.2 万辆，且盈利能力较强的和悦占比将提升至 72%左右，公司今年轿车业务有望首次实现盈利。

上调盈利预测，维持“买入”评级

- 根据最新了解的信息，我们上调公司盈利预测。我们预测公司 2012-2014 年实现营业收入分别为 287.30 亿元、365.84 亿元、442.24 亿元，分别增长-5.7%、27.3%、20.9%，可实现归属母公司股东净利润分别为 5.56 亿元、9.04 亿元、14.34 亿元，同比分别增长-10.5%、62.7%、58.5%，对应 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.43、0.70、1.12 元。
- 我们一直强调，公司属于业绩改善趋势确定且向上弹性极大的拐点型公司。从我们之前的分析中也可以看出，公司今年将凭借轿车业务扭亏为盈以及卡车等传统业务实现业绩的快速增长，2014 年起瑞风 S5 及和悦 A30 则将贡献显著增量，公司未来 2-3 年内的快速增长是较为确定的，公司理应享受较高估值。我们将公司目标价进一步上调至 11 元，相当于 13 年 15 倍或者 14 年 10 倍 PE，并维持公司“买入”评级。

图表8: 公司分业务收入及毛利预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
整车					
轻型卡车销量 (辆)	194,054	190,042	192,426	211,669	228,602
增长率 (YOY)	25.97%	-2.07%	1.25%	10.00%	8.00%
重卡销量 (辆)	24,553	34,314	26,067	29,977	33,574
增长率 (YOY)	90.02%	39.75%	-24.03%	15.00%	12.00%
多功能商用车 (辆)	0	0	2,911	9,024	11,731
增长率 (YOY)				210.00%	30.00%
瑞风MPV销量 (辆)	64,675	59,455	53,989	56,688	60,090
增长率 (YOY)	40.50%	-8.07%	-9.19%	5.00%	6.00%
轿车 (辆)	116,797	145,920	138,120	182,360	238,954
增长率 (YOY)	78.03%	24.93%	-5.35%	32.03%	31.03%
SUV (辆)	18,859	11,157	9,058	40,000	68,000
增长率 (YOY)	60.91%	-40.84%	-18.81%	341.60%	70.00%
整车合计销量 (辆)	418,938	440,888	422,571	529,718	640,951
增长率 (YOY)	44.30%	5.24%	-4.15%	25.36%	21.00%
整车平均售价 (万元/辆)	6.30	6.12	5.97	6.21	6.29
销售收入 (百万元)	26,400	26,978	25,212	32,890	40,345
增长率 (YOY)	49.45%	2.19%	-6.54%	30.46%	22.67%
毛利率	15.88%	13.50%	15.29%	15.49%	15.98%
毛利 (百万元)	4,193	3,642	3,855	5,095	6,446
客车底盘					
平均售价 (万元/辆)	5.56	5.30	5.00	5.00	5.00
增长率 (YOY)	-10.14%	-4.74%	-5.66%	0.00%	0.00%
销售数量 (辆)	23,913	25,571	26,098	27,403	28,773
增长率 (YOY)	20.03%	6.93%	2.06%	5.00%	5.00%
销售收入 (百万元)	1,330	1,355	1,305	1,370	1,439
增长率 (YOY)	7.86%	1.87%	-3.72%	5.00%	5.00%
毛利率	11.68%	10.10%	10.00%	10.00%	10.00%
汽配业务					
销售收入 (百万元)	628	634	634	666	699
增长率 (YOY)	93.79%	1.03%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	11.22%	11.04%	11.00%	11.00%	11.00%
销售成本 (百万元)	557.49	564.38	564.62	592.85	622.49
增长率 (YOY)	112.84%	1.24%	0.04%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	70.46	70.02	69.78	73.27	76.94
增长率 (YOY)	13.44%	-0.62%	-0.34%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	2.11%	2.08%	2.21%	1.82%	1.58%
占主营业务利润比重	1.54%	1.74%	1.64%	1.33%	1.12%
其他业务					
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%
销售成本 (百万元)	1,184.89	1,319.39	1,389.32	1,458.79	1,531.73
增长率 (YOY)	62.05%	11.35%	5.30%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	161.29	184.21	189.45	198.93	208.87
增长率 (YOY)	16.70%	14.21%	2.85%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	4.53%	4.93%	5.50%	4.53%	3.94%
占主营业务利润比重	3.52%	4.57%	4.46%	3.61%	3.04%
销售总收入 (百万元)	29704.36	30470.83	28729.99	36584.26	44223.76
销售总成本 (百万元)	25124.45	26438.09	24485.58	31080.17	37347.67
毛利 (百万元)	4579.91	4032.75	4244.41	5504.09	6876.09
平均毛利率	15.42%	13.23%	14.77%	15.04%	15.55%

来源: 聚源、国金证券研究所

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	28,730	36,584	44,224	货币资金	3,294	3,782	3,184	3,000	4,759	8,238
增长率	47.8%	2.6%	-5.7%	27.3%	20.9%		应收款项	555	1,700	1,756	1,686	2,235	2,693
主营业务成本	-17,179	-25,124	-26,438	-24,486	-31,080	-37,348	存货	1,280	2,001	1,444	1,660	2,003	2,382
%销售收入	85.5%	84.6%	86.8%	85.2%	85.0%	84.5%	其他流动资产	298	878	415	579	691	797
毛利	2,913	4,580	4,033	4,244	5,504	6,876	流动资产	5,426	8,362	6,799	6,925	9,688	14,110
%销售收入	14.5%	15.4%	13.2%	14.8%	15.0%	15.5%	%总资产	43.8%	53.8%	46.1%	43.5%	53.5%	65.9%
营业税金及附加	-512	-801	-725	-675	-860	-1,039	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	-1,523	-1,902	-2,255	%总资产	48.5%	39.0%	44.9%	43.5%	34.7%	24.0%
%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	-1,551	-1,902	-2,211	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%	56.5%	46.5%	34.1%
息税前利润 (EBIT)	611	1,296	456	495	840	1,370	资产总计	12,386	15,544	14,744	15,916	18,092	21,425
%销售收入	3.0%	4.4%	1.5%	1.7%	2.3%	3.1%	短期借款	312	310	588	762	170	170
财务费用	4	29	86	11	46	90	应付款项	6,640	8,682	6,915	7,839	9,783	11,764
%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	534	613	688
资产减值损失	-237	-104	-28	-66	-68	-70	流动负债	7,168	9,409	7,915	9,136	10,566	12,622
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%	3.1%	1.9%	1.2%	负债	7,954	10,051	8,861	9,636	11,066	13,123
营业利润	380	1,260	548	461	838	1,410	普通股股东权益	4,323	5,371	5,723	6,112	6,848	8,114
营业利润率	1.9%	4.2%	1.8%	1.6%	2.3%	3.2%	少数股东权益	109	122	161	169	178	188
营业外收支	43	103	161	180	200	230	负债股东权益合计	12,386	15,544	14,744	15,916	18,092	21,425
税前利润	424	1,363	709	641	1,038	1,640	比率分析						
利润率	2.1%	4.6%	2.3%	2.2%	2.8%	3.7%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-81	-186	-81	-77	-125	-197	每股指标						
所得税率	19.2%	13.7%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.261	0.905	0.482	0.433	0.704	1.116
净利润	342	1,176	628	564	913	1,444	每股净资产	3.355	4.167	4.440	4.742	5.314	6.296
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	1.426	2.144	2.677
归属于母公司的净利润	336	1,163	621	556	904	1,434	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%	1.9%	2.5%	3.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.76%	21.65%	10.85%	9.10%	13.20%	17.67%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	2.71%	7.48%	4.21%	3.49%	5.00%	6.69%
净利润	342	1,176	625	564	913	1,444	投入资本收益率	9.23%	18.16%	5.78%	5.78%	9.60%	13.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	990	910	824	881	1,037	1,158	主营业务收入增长率	36.45%	47.84%	2.58%	-5.71%	27.34%	20.88%
非经营收益	-137	-97	-127	-148	-166	-215	EBIT增长率	758.73%	112.23%	-64.80%	8.56%	69.57%	63.20%
营运资金变动	2,205	-425	-2,049	541	979	1,064	净利润增长率	488.39%	246.35%	-46.61%	-10.45%	62.67%	58.52%
经营活动现金净流	3,399	1,564	-727	1,838	2,763	3,450	总资产增长率	39.54%	25.49%	-5.15%	7.95%	13.67%	18.42%
资本开支	-667	-416	-464	-1,714	-210	210	资产管理能力						
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
投资活动现金净流	-624	-665	-34	-1,694	-190	230	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	66.8	58.3	41.4
债权募资	-132	-238	450	-255	-592	1	偿债能力						
其他	-37	-169	-286	-73	-222	-202	净负债/股东权益	-54.28%	-62.88%	-35.63%	-27.67%	-58.20%	-91.15%
筹资活动现金净流	-156	-407	165	-328	-814	-201	EBIT利息保障倍数	-163.1	-44.8	-5.3	-44.3	-18.2	-15.3
现金净流量	2,619	492	-596	-184	1,759	3,479	资产负债率	64.22%	64.66%	60.10%	60.54%	61.16%	61.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	6	15	19	23
增持	3	4	7	18	46
中性	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	1	1
评分	1.60	1.47	1.38	1.47	1.62

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 2011-03-18	增持	12.08	N/A
2 2011-04-24	增持	10.89	N/A
3 2011-08-09	增持	8.49	N/A
4 2012-10-31	增持	5.17	N/A
5 2012-12-03	增持	5.43	6.40

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



www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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为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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net