

# 江淮汽车 (600418.SH) 货车行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

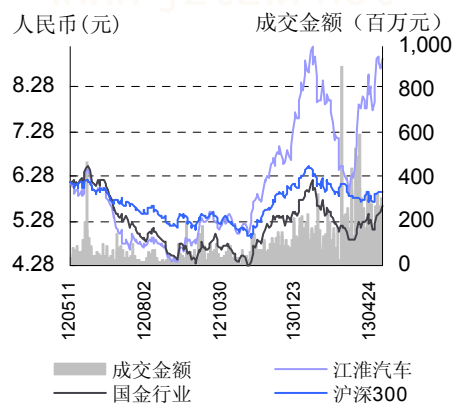
市价(人民币): 8.90元

## 电动汽车商业化领先, 估值有望加快提升

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)	1,069.04
总市值(百万元)	114.36
年内股价最高最低(元)	9.17/4.37
沪深 300 指数	2540.84
上证指数	2246.83



### 相关报告

- 《盈利能力显著改善, 向上弹性开始体现》, 2013.4.30
- 《同悦召回影响可承受, 重新具备买入价值》, 2013.3.31
- 《和悦销量劲升, 上调盈利预测及目标价》, 2013.2.5

### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.482	0.381	0.698	1.095	1.295
每股净资产(元)	4.44	4.66	5.23	5.48	6.65
每股经营性现金流(元)	-0.56	2.31	0.36	2.42	2.75
市盈率(倍)	12.37	17.95	8.36	5.33	4.51
行业优化市盈率(倍)	-	23.42	12.75	8.13	6.87
净利润增长率(%)	-46.61%	-21.00%	83.54%	56.82%	18.27%
净资产收益率(%)	10.85%	8.16%	13.35%	19.99%	19.49%
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

- **Tesla 成功将加快新能源汽车商业化进程, 低端电动车一样有广阔空间:** tesla 成功的意义不仅限于高端电动车领域, 它将大大提高消费者对于普遍电动汽车的接受度从而也加快其商业化进程。类似于智能手机产业, 占领高端者将引领行业潮流、加快行业发展, 与此同时容量更大的中低端市场及其参与者也将充分受益。在美国, 电动汽车领域的成功企业也呈两极化发展, 高端的有 tesla, 定位中低端的 GTA 一样颇为成功。
- **江淮在电动车领域有较强实力, 产品价廉物美、成熟可靠:** 公司从 02 年开始研究新能源汽车, 08 年推出首款纯电动茶农, 尤其是公司已连续三年保持国内纯电动汽车示范运行的最大规模, 产品成熟性和可靠性得到了较为充分检验。公司主打的“爱意为”纯电动轿车性能适中、成熟可靠, 而且售价远低于同类产品, 当前售价高仍然是阻碍普通消费者购买电动汽车的主要障碍之一, 公司产品价廉物美的特征将成为其显著的比较优势。
- **电动汽车商业化已国内领先再加批量出口美国市场, 未来空间广阔:** 公司 3 年已累计销售电动汽车 4070 辆, 规模位列行业第一。我国新能源汽车补贴新政有望出台, 加上 tesla 的示范意义, 新能源汽车商业化进程将加快, 公司有望充分受益。此外, 公司已同 GTA 公司签订 2000 台电动汽车出口美国协议, 电动汽车批量出口美国市场也已开创行业先河, 公司由此还将充分受益蓬勃发展的国际市场需求, 发展空间非常广阔。

### 盈利预测

- 我们维持此前盈利预测, 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

- 我们看好江淮的核心逻辑仍然是基于公司传统汽车业务改善、管理效益提示带来的“业绩改善趋势确定, 且具备极大向上弹性”。但公司在电动汽车领域的比较优势也可成为其股价上涨的有力催化剂, 公司估值有望得以明显提高。加上公司传统业务本已确立改善趋势并且具备良好的业绩支撑, 我们认为公司是 A 股最为稳妥的新能源汽车投资标的, 我们将其目标价上调至 11-14 元, 对应 2013 年 15-20 倍 PE, 维持其“买入”评级。

### 风险

- 新能源补贴政策不达预期、电动汽车出口美国销量不达预期;

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

## Tesla 加快新能源车商业化进程，低端电动车也会有春天

- 近一段时间以来，tesla 可谓炙手可热，它的成功也可谓是全球新能源汽车发展历程中新的里程碑，它的成功说明锂电池驱动的纯电动汽车不仅技术上可行，而且具有良好的商业化前景。更为重要的是，我们认为 tesla 成功的意义绝不仅限于高端电动汽车领域，作为纯电动豪华跑车的 tesla 能够成功，它无疑也将大大提高消费者对于普通电动汽车的接受度，从而可以有效促进新能源汽车商业化进程的加快。
- 值得说明的是，纵使在美国，新能源汽车成功的企业也呈两极化发展。目前，美国最为成功的电动汽车企业除 tesla 外，剩余的可能是非 GTA 莫属（该公司也是江淮电动汽车出口美国的合作伙伴）。根据相关报导，与 tesla 瞄准高端车用户不同，GTA 走的则是物美价廉的小车路线，该公司已经成为美国年产能最大的新兴电动车公司，GTA 生产的 MyCar 不仅在北美地区销售理想，而且已打入欧盟、中东市场。如今，GTA 每年能生产 1.6 万辆纯电动 MyCar，目前已经把未来三年四万多辆车的产能全部销售一空，不仅如此，GTA 还做到了 22% 的税前利润率，远高于一般汽车公司的盈利水平。
- 我们也认为，tesla 颇似 IT 业的 apple，而且新能源汽车与智能手机产业也有相似之处。苹果推出的 iphone 无疑引领了智能手机市场发展的潮流，苹果在高端市场的地位也颇为稳固。不容忽视的是，iphone 出现的更大意义还在于大大加快了智能手机的普及，一大批中低端品牌甚至“山寨机”得以崛起。以我国智能手机市场为例，苹果份额仅占 12.8%，高中低档通吃的三星才市场份额最大（22.5%），我国本土偏中低端的“中华酷联”合计份额也高达约 30%。由此可见，占领高端者尽管可以引领潮流、风光无限，但容量更大的还是中低端市场，行业发展盛宴的受益者也不会仅限于少数顶尖的舞者。换一句粗俗的话说，“高富帅”（如 tesla，国内如比亚迪？）固然风光，但“屌丝”（如 GTA，国内如江淮？）一样也会有春天！

图表1：电动汽车里的“高富帅”——tesla model s



来源：互联网、国金证券研究所

图表2：电动汽车里的“屌丝”-GTA mycar



## 江淮在电动汽车领域有较强实力，“爱意为”价廉物美

- 公司在 02 年就已开始研究新能源汽车，起步较早。05 年则开始研究混合动力系统，08 年公司推出了第一款纯电动汽车，09 年则确定了“纯电驱动”为主攻方向。如今公司的纯电动轿车已经发展至第三代，而且公司已经连续三年保持国内纯电动汽车示范运行的最大规模（3 年累计 4000 台），产品的成熟性和可靠性已得到较为充分检验。可以认为，公司在新

能源汽车领域尤其是纯电动乘用车领域已具备较强实力。按照公司网站的表述，公司“第一电动乘用车”行业地位已经初步确立。

- 公司目前主打的纯电动轿车基于同悦平台打造，最新的第三代产品命名为“爱意为 3”（IEV3）。爱意为采用磷酸铁锂电池，市区工况续航里程达 180 公里，完全可以满足日常代步需要，而且扣除补贴后其售价仅为 7.5 万元，远低于同类车型。此外，爱意为已经过了行业内最大规模的示范运行，成熟性、可靠性上也明显强于一般产品。由此可见，**爱意为的突出特点可概括为：物美价廉、成熟可靠，而这两者显然也是普通消费者对于电动车最为关注的因素，爱意为的比较优势可谓显著。**
  - 毋庸置疑，价格仍然是阻碍普通消费者购买电动汽车的关键因素，尤其对于我国消费者。我国当前乘用车平均售价仅约为 10 万元，消费者也更为关心购车的一次成本，对于后续的使用成本以及环保意识则相对淡薄。**我们认为，过于强调性能优势以及后续节能可带来的成本节约对于我国普通消费者的吸引力可能并不强烈，如若购置成本太高必然会阻碍大部分消费者购买，相反地物美价廉才是更为重要的比较优势。**
  - 与外观时尚的荣威 E50 比较，爱意为车身尺寸更为宽大，而且两者续航里程基本一致，很明显爱意为更为实用。不仅如此，爱意为的价格也便宜得多，性价比显然更为突出。
  - 与比亚迪 E6 比较，爱意为的性能参数明显处于下风，但 E6 纵使扣除补贴后仍高达 25 万的价格显然也是普通消费者较难接受的。
- 根据公司网站信息，今年 4 月 19 日公司与美国 GTA 公司签订协议，公司将出口 2000 辆爱意为至美国市场，这已开创了行业先河。如前所述，GTA 是一家美国领先的中低端电动车公司，GTA 同江淮合作也就是看中了公司爱意为电动车的物美价廉和成熟可靠，这也是江淮电动汽车比较优势突出的有力佐证。

图表3：国内较为知名的几款电动汽车对比

生产企业	车型名称	类别	尺寸 (mm)	电池容量	续航里程	售价
江淮	爱意为3	纯电动汽车	4150/1650/1445	19kwh	130km (市区工况)、 180km (匀速工况)	成本价约16万，扣除补贴后售价为7.5万元 (国家补贴4.5万，安徽及合肥市补贴约4万)
上汽集团	荣威E50	纯电动汽车	3569/1551/1540	18kwh	180km (匀速工况)	23.49万元，扣除补贴后售价约12.7万元 (国家可补5.4万，上海可补5.4万)
比亚迪	E6	纯电动汽车	4560/1822/1630	60kwh	300km (综合工况)	指导价36.98万元，扣除补贴后售价约25万，(国家补6万，深圳补6万)
比亚迪	F3DM	插电式混合动力	4553/1705/1520	16kwh	60km (综合工况，EV模式)	指导价16.98万元，扣除补贴后售价约9万，(国家补5万，深圳补3万)

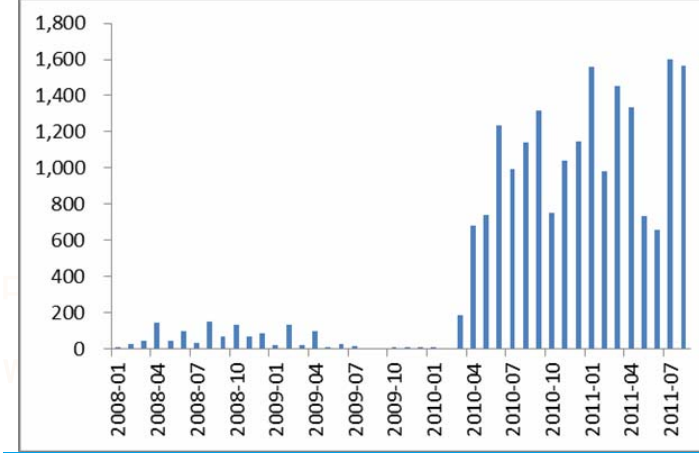
来源：公司网站、国金证券研究所

### 电动汽车推广已行业领先，国内外市场均有广阔前景

- 2008 年末，我国开始实施“十城千辆”工程，在公共服务领域推广新能源汽车示范运营，2010 年我国又开始在 6 个试点城市（北京、上海、合肥、深圳、长春、杭州）开始私人购买新能源汽车的示范推广。也就从 2010 年之后，我国新能源乘用车销量开始有显著增长。据统计，2012 年我国销售各类新能源汽车共计 1.2 万辆，而自 09 年以来示范推广总数则为 2.74 万辆，其中公共服务类 2.3 万辆，私人购买类 0.44 万辆。
- 前文已经提到，江淮在新能源汽车商业化方面走在行业前列，尤其公司的纯电动汽车运行规模已连续三年位居行业第一。公司纯电动轿车已累计销

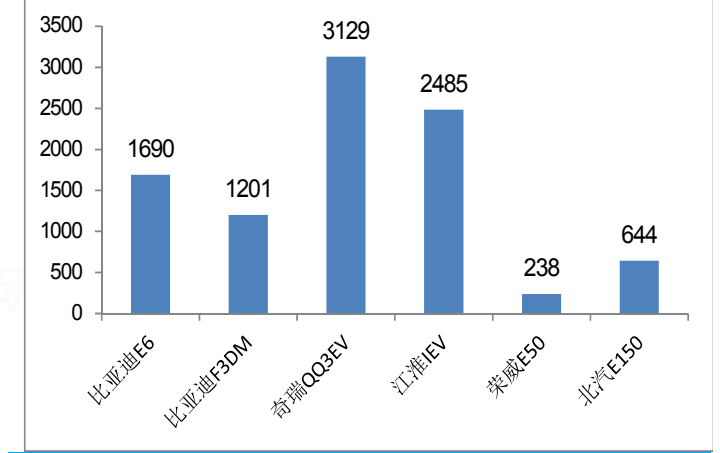
售 4070 辆，其中 2010-2011 年为 1585 辆，累计行驶里程超过 1000 万公里，单车行驶里程超过 6 万公里。2012 年公司爱意为销量则为 2485 辆，仅次于奇瑞的 QQ3EV（该车使用铅酸电池，实属低速电动车，不受国家政策扶持，也无法获得政府补贴），而明显高于知名度更高的比亚迪 E6 和 F3DM。

图表4: 08 年以来我国新能源乘用车月度销量 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

图表5: 2012 年国内主流电动汽车销量 (辆)



- 未来国内市场将充分受益补贴政策的升级。新能源汽车是我国的战略性新兴产业之一，近年来一直受到政策大力扶持。目前，我国新能源汽车补贴政策将延续并将做进一步完善也已得以确定。我们认为，在此前已有 3 年示范推广的基础上，增加试点城市数量并逐步向全国推广、“分级靠档”细化并适当增加补贴额度将是未来政策的主要方向。一旦政策出台，加上 tesla 树立的示范意义，我国新能源汽车的商业化进程也将明显加快。而作为本土国有企业、物美价廉型电动汽车的领先者，江淮必将充分受益。
- 值得说明的是，我们认为明显的地方保护仍然是限制我国新能源汽车发展的主要障碍之一。所幸的是，政府相关部门已明显意识到这一问题，未来这一顽疾有望逐步破除。如果地方保护主义得以破除，江淮爱意为即可充分参与全国市场竞争，其物美价廉的优势也必将得以充分体现。
- 国外市场将受益与 GTA 的合作，前景一样广阔。公司同 GTA 已签署的协议为年内出口 2000 辆电动轿车至美国，据了解上半年将先完成其中的 200 辆。我们认为，基于美国正蓬勃发展的电动车市场需求以及 GTA 已经取得的领先地位，公司与其合作取得成功的概率较大，这也将为公司电动汽车开拓出更为广阔的国际市场空间。
- 综合考虑，我们预测公司今年电动汽车的销量有望达 2000-4000 辆，其中国内 1500-2000 辆，国外 500-2000 辆。根据了解，这一产销规模虽然不足以为公司贡献显著业绩，但也至少可以盈亏平衡。更为重要的是，实现这一规模公司将巩固纯电动汽车领域领先的行业地位，并将为公司开发更为先进、可靠的电动汽车、实现更大规模商业化提供基础。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

电动车商业化领先有望明显提升公司估值，上调目标价至 11-14 元

- 特别提示，我们看好江淮的核心逻辑仍然是基于公司传统汽车业务改善、管理效益提示带来的“业绩改善趋势确定，且具备极大向上弹性”，短期内公司电动汽车也难以贡献显著盈利，也因此我们并不调整此前的盈利预测。我们预测的公司 2013-2015 EPS 分别为 0.70、1.10、1.30 元。
- 在当前 tesla 异军突起、新能源汽车商业化进程有望加快，而且国内新能源汽车补贴新政也有望出台的背景下，我们认为公司在电动汽车商业化领

域的领先地位有望成为其股价上涨强有力的催化剂，公司估值也有望得以明显提高。加上公司传统业务本已确立改善趋势并且具备良好的业绩支撑，我们认为公司是 A 股最为稳妥的新能源汽车投资标的，我们将公司目标价上调至 11-14 元，对应 2013 年 15-20 倍 PE，维持其“买入”评级。

附录 1: 有关公司与 GTA 的合作信息，包括 GTA 的背景介绍可参阅以下网页信息:

<http://www.jac.com.cn/step-in-jac/news-and-announcements/news/20130428.html>

[http://www.cnautonews.com/gdft/201304/t20130408\\_187902.htm](http://www.cnautonews.com/gdft/201304/t20130408_187902.htm)

[http://www.cnautonews.com/xw/201207/t20120722\\_161007.htm](http://www.cnautonews.com/xw/201207/t20120722_161007.htm)

附录 2: 爱意为主要性能参数及图片如下

图表6: 江淮“爱意为”3 主要性能参数

整车参数	尺寸参数	外形尺寸(长×款×高)(mm)	4155×1650×1445
		轴距(mm)	2400
	质量参数	整备质量(kg)	1260
		承载人数(人)	4
		动力电池	电池类型
	总能量(kWh)		19
	充电时间(h)		8
电池寿命(次)	≥2000		
性能参数	最高车速(km/h)	100	
	最大爬坡度(%)	25	
	续驶里程(km, 60km/m)	180	
	续驶里程(km, 城市工况)	130	
	百公里耗电量(kWh, 城市工况)	14	

来源: 公司网站、国金证券研究所

图表7: 江淮“爱意为”3 外观



来源: 汽车江湖网、国金证券研究所

图表8: 江淮“爱意为”3 中控台



图表9: 江淮“爱意为”3使用磷酸铁锂电池



来源: 汽车江湖网、国金证券研究所

图表10: 江淮“爱意为”3可使用普通家用插座充电



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>29,704</b>	<b>30,471</b>	<b>29,117</b>	<b>34,831</b>	<b>40,855</b>	<b>46,383</b>	货币资金	3,782	3,184	4,832	4,895	6,491	9,845
增长率		2.6%	-4.4%	19.6%	17.3%	13.5%	应收款项	1,700	1,756	2,660	2,375	2,779	3,148
<b>主营业务成本</b>	<b>-25,124</b>	<b>-26,438</b>	<b>-24,802</b>	<b>-29,318</b>	<b>-34,145</b>	<b>-38,788</b>	存货	2,001	1,444	1,108	1,749	2,017	2,268
%销售收入	84.6%	86.8%	85.2%	84.2%	83.6%	83.6%	其他流动资产	878	415	1,095	1,232	1,314	1,393
<b>毛利</b>	<b>4,580</b>	<b>4,033</b>	<b>4,314</b>	<b>5,513</b>	<b>6,710</b>	<b>7,595</b>	流动资产	8,362	6,799	9,696	10,251	12,600	16,653
%销售收入	15.4%	13.2%	14.8%	15.8%	16.4%	16.4%	%总资产	53.8%	46.1%	49.4%	54.2%	60.7%	69.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-801</b>	<b>-725</b>	<b>-663</b>	<b>-801</b>	<b>-940</b>	<b>-1,067</b>	长期投资	39	44	466	466	466	466
%销售收入	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	固定资产	6,057	6,619	7,642	6,989	6,446	5,462
<b>营业费用</b>	<b>-1,269</b>	<b>-1,445</b>	<b>-1,784</b>	<b>-2,055</b>	<b>-2,329</b>	<b>-2,644</b>	%总资产	39.0%	44.9%	39.0%	37.0%	31.1%	22.9%
%销售收入	4.3%	4.7%	6.1%	5.9%	5.7%	5.7%	无形资产	873	1,065	1,511	896	928	967
<b>管理费用</b>	<b>-1,214</b>	<b>-1,407</b>	<b>-1,560</b>	<b>-1,846</b>	<b>-2,084</b>	<b>-2,273</b>	非流动资产	7,182	7,945	9,923	8,655	8,144	7,198
%销售收入	4.1%	4.6%	5.4%	5.3%	5.1%	4.9%	%总资产	46.2%	53.9%	50.6%	45.8%	39.3%	30.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,296</b>	<b>456</b>	<b>308</b>	<b>811</b>	<b>1,358</b>	<b>1,612</b>	<b>资产总计</b>	<b>15,544</b>	<b>14,744</b>	<b>19,618</b>	<b>18,906</b>	<b>20,744</b>	<b>23,851</b>
%销售收入	4.4%	1.5%	1.1%	2.3%	3.3%	3.5%	短期借款	310	588	517	380	380	380
<b>财务费用</b>	<b>29</b>	<b>86</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>66</b>	<b>88</b>	应付款项	8,682	6,915	10,750	9,826	11,263	12,791
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	417	412	420	759	829	896
<b>资产减值损失</b>	<b>-104</b>	<b>-28</b>	<b>-77</b>	<b>-69</b>	<b>-60</b>	<b>-61</b>	流动负债	9,409	7,915	11,687	10,966	12,473	14,067
<b>公允价值变动收益</b>	<b>5</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	340	500	1,030	1,030	1,030	1,031
<b>投资收益</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	其他长期负债	302	445	733	0	0	0
%税前利润	2.5%	5.4%	3.6%	1.9%	1.2%	1.0%	<b>负债</b>	<b>10,051</b>	<b>8,861</b>	<b>13,450</b>	<b>11,996</b>	<b>13,503</b>	<b>15,098</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,260</b>	<b>548</b>	<b>297</b>	<b>802</b>	<b>1,384</b>	<b>1,658</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,371</b>	<b>5,723</b>	<b>6,007</b>	<b>6,740</b>	<b>7,062</b>	<b>8,564</b>
营业利润率	4.2%	1.8%	1.0%	2.3%	3.4%	3.6%	少数股东权益	122	161	162	170	179	189
<b>营业外收支</b>	<b>103</b>	<b>161</b>	<b>250</b>	<b>230</b>	<b>230</b>	<b>250</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,544</b>	<b>14,744</b>	<b>19,618</b>	<b>18,906</b>	<b>20,744</b>	<b>23,851</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,363</b>	<b>709</b>	<b>547</b>	<b>1,032</b>	<b>1,614</b>	<b>1,908</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	4.6%	2.3%	1.9%	3.0%	4.0%	4.1%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>所得税</b>	<b>-186</b>	<b>-81</b>	<b>-47</b>	<b>-124</b>	<b>-194</b>	<b>-229</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.7%	11.5%	8.5%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.902	0.482	0.381	0.698	1.095	1.295
<b>净利润</b>	<b>1,176</b>	<b>628</b>	<b>500</b>	<b>908</b>	<b>1,420</b>	<b>1,679</b>	每股净资产	4.167	4.440	4.661	5.230	5.480	6.645
少数股东损益	14	7	10	8	9	10	每股经营现金净流	1.213	-0.564	2.307	0.356	2.418	2.748
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,163</b>	<b>621</b>	<b>490</b>	<b>900</b>	<b>1,411</b>	<b>1,669</b>	每股股利	0.100	0.200	0.150	0.130	0.130	0.130
净利率	3.9%	2.0%	1.7%	2.6%	3.5%	3.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	21.65%	10.85%	8.16%	13.35%	19.99%	19.49%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	7.48%	4.21%	2.50%	4.76%	6.80%	7.00%
<b>净利润</b>	<b>1,176</b>	<b>625</b>	<b>505</b>	<b>908</b>	<b>1,420</b>	<b>1,679</b>	投入资本收益率	18.16%	5.78%	3.62%	8.58%	13.81%	13.95%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>910</b>	<b>824</b>	<b>934</b>	<b>1,064</b>	<b>1,154</b>	<b>1,205</b>	主营业务收入增长率	47.84%	2.58%	-4.44%	19.63%	17.29%	13.53%
<b>非经营收益</b>	<b>-97</b>	<b>-127</b>	<b>-156</b>	<b>-233</b>	<b>-179</b>	<b>-199</b>	EBIT增长率	112.23%	-64.80%	-32.56%	163.61%	67.43%	18.70%
<b>营运资金变动</b>	<b>-425</b>	<b>-2,049</b>	<b>1,690</b>	<b>-1,280</b>	<b>720</b>	<b>856</b>	净利润增长率	246.35%	-46.61%	-21.00%	83.54%	56.82%	18.27%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,564</b>	<b>-727</b>	<b>2,973</b>	<b>459</b>	<b>3,116</b>	<b>3,542</b>	总资产增长率	25.49%	-5.15%	33.06%	-3.63%	9.73%	14.98%
<b>资本开支</b>	<b>-416</b>	<b>-464</b>	<b>-619</b>	<b>470</b>	<b>-380</b>	<b>30</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-328</b>	<b>265</b>	<b>-1,172</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	3.8	3.5	3.7	3.8	3.8	3.8
<b>其他</b>	<b>79</b>	<b>165</b>	<b>126</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	存货周转天数	23.8	23.8	18.8	22.0	22.0	22.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-665</b>	<b>-34</b>	<b>-1,665</b>	<b>490</b>	<b>-360</b>	<b>50</b>	应付账款周转天数	38.4	38.0	47.0	40.0	38.0	38.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>21</b>	<b>0</b>	<b>-921</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	70.6	68.5	84.9	67.6	51.3	39.9
<b>债权募资</b>	<b>-238</b>	<b>450</b>	<b>456</b>	<b>-811</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-169</b>	<b>-286</b>	<b>-284</b>	<b>-75</b>	<b>-239</b>	<b>-239</b>	净负债/股东权益	-62.88%	-35.63%	-53.26%	-50.44%	-70.16%	-96.35%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-407</b>	<b>165</b>	<b>193</b>	<b>-886</b>	<b>-1,160</b>	<b>-238</b>	EBIT利息保障倍数	-44.8	-5.3	-6.6	-20.4	-20.4	-18.4
<b>现金净流量</b>	<b>492</b>	<b>-596</b>	<b>1,501</b>	<b>63</b>	<b>1,596</b>	<b>3,354</b>	资产负债率	64.66%	60.10%	68.56%	63.45%	65.09%	63.30%

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	1	11	24	27	51
增持	1	3	12	15	35
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	1
评分	1.50	1.25	1.31	1.33	1.38

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 2011-08-09	增持	8.49	N/A
2 2012-10-31	增持	5.17	N/A
3 2012-12-03	增持	5.43	6.40
4 2013-02-05	买入	8.63	8.40 ~ 11.00
5 2013-03-31	买入	5.84	N/A
6 2013-04-30	买入	7.74	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



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。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

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