

2010年8月10日

江淮汽车

半年报点评

A
买入

600418.SS - 人民币 9.71

目标价格: 人民币 13.50 (▼15.00)

王玉笙

(8621) 6860 4866 分机 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(9)	34	26	31
相对新华富时A50指数(%)	14	28	25	56

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,289
流通股(%)	65
流通股市值(人民币 百万)	8,164
3个月日均交易额(人民币 百万)	223
净负债比率(%) (2010E)	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

中银国际证券有限责任公司

江淮汽车半年报录得每股收益 0.38 元, 符合预期。公司上半年销量及销售收入分别同比大幅提升 67.2% 和 73.3%, 得益于毛利率提升, 净利润同比大幅攀升 328.4%。我们维持对公司 2010-2011 年每股收益 0.75 元和 1.09 元的预测, 综合考虑汽车行业整体估值水平变化, 以及公司未来发展节能及新能源汽车及关键动力总成带来的增长潜力, 给予公司 2010 年 18 倍市盈率, 目标价格下调至 13.50 元, 维持**买入**评级。

中报要点

- 公司上半年销量及销售收入分别同比大幅提升 67.2% 和 73.3%。得益于毛利率提升, 净利润同比大幅攀升 328.4%。
- 2 季度相比 1 季度, 毛利水平小幅下滑, 销售费用的提升主要源于返点的增加和为下半年新车上市预提费用。
- 我们认为公司 2-3 季度主动减产消减库存, 但预计 9-12 月随着旺季到来将提升排产, 力争完成轿车 15 万台的销量目标。
- 公司的节能车型已开始获得政府补贴, 未来, 公司在新能源汽车及动力总成业务发展方面也将更具潜力。

估值

- 我们维持对公司 2010 年和 2011 年每股收益 0.75 元和 1.09 元的盈利预测。我们认为公司在新能源汽车方面的开发进展以及产业布局将可能给未来发展带来较大提升空间, 基于 18 倍 2010 年市盈率, 我们将公司的目标价格下调至 13.50 元, 维持对公司的**买入**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	14,725	20,092	29,167	33,555	37,853
变动(%)	3	36	45	15	13
净利润(人民币 百万)	83	332	968	1,404	1,802
全面摊薄每股收益(人民币)	0.044	0.260	0.751	1.089	1.399
变动(%)	(82.6)	488.4	188.4	45.0	28.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.648	0.863	1.012
全面摊薄市盈率(倍)	219.3	37.3	12.9	8.9	6.9
每股现金流量(人民币)	0.44	2.60	0.22	2.10	2.35
价格/每股现金流量(倍)	22.1	3.7	44.5	4.6	4.1
企业价值息税折旧前利润(倍)	21.5	7.6	5.3	3.3	2.1
每股股息(人民币)	0.012	0.100	0.203	0.294	0.378
股息率(%)	0.1	1.0	2.1	3.0	3.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

2 季度每股收益 0.18 元

江淮汽车 1 季度每股收益录得 0.20 元，2 季度每股收益 0.18 元，符合市场预计。2010 年上半年，公司总销量同比增长 67.2%，销售收入相应增长 73.3%，净利润由去年同期的 1.14 亿元增长至今年的 4.89 亿元，同比增长 328.4%。我们认为盈利的大幅提升主要由于公司综合毛利水平由去年同期的 14% 提升至 16.7%。我们认为毛利的提升主要由瑞风、轻卡成本进一步下降所致，另外，SUV 过 5 万台之后，毛利水平大幅攀升，轿车中和悦销量占比的增加对毛利也起到拉升作用。

2 季度与 1 季度相比，公司销量下滑 7.9%，但由于售价较高的重卡销量环比大幅增长，两个季度销售收入相差不大。毛利率从 1 季度的 17.2% 小幅下滑至 2 季度的 16.1%。2 季度公司的销售费用率环比上升近 2 个百分点，我们认为主要由于给经销商返点的增加，以及公司为下半年即将上市的新车预提销售费用。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 1 季度	10 年 2 季度	环比变动 (%)	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变动 (%)
主营业务收入	8,080	8,080	(0.0)	9,324	16,160	73.3
主营业务成本	6,689	6,776	1.3	8,021	13,466	67.9
主营业务税金及附加	244	187	(23.5)	226	430	90.6
主营业务利润	1,147	1,117	(2.7)	1,077	2,264	110.2
销售费用	462	611	32.2	648	1,074	65.6
管理费用	379	211	(44.2)	311	590	90.0
财务费用	(9)	2	(118.6)	21	(7)	(134.1)
资产减值损失	22	20	(7.3)	26	43	62.8
营业利润	293	272	(7.1)	71	565	690.6
投资收益		4	--	1	4	219.0
营业外收入	6	11	76.5	20	18	(11.5)
营业外支出	0	5	-	1	5	250.1
利润总额	299	282	(5.7)	91	581	538.4
所得税	40	45	11.1	(24)	85	(458.6)
少数股东损益	4	3	(14.7)	1	7	789.1
净利润	255	234	(8.3)	114	489	328.4

资料来源：公司资料

销量数据

江淮汽车上半年销量同比大幅增长 67.2%，公司各板块产品都有大幅增长，其中轿车与重卡的销量增长都超过 100%。但从 2 季度来看 MPV、瑞鹰和轿车板块环比都有不同程度的下降，虽然重卡和客车底盘销量出现较大提升，但该两块业务盈利贡献不显著。

我们认为公司年初预计 3-5 月销量可能旺盛, 1 季度排产计划较高, 但由于终端实际销量从 2 月份始有所下滑, 经销商库存上升, 公司不得不在 2 季度降低排产。我们认为 2 季度同悦等车型零售终端的实际销量应高于出厂数。我们认为到 8 月中下旬, 公司轿车的库存达到合理水平, 预计 9 月开始排产计划将有显著上升。我们预计悦悦将在 8-9 月上市, 预计公司将力争完成轿车 15 万台的目标。

图表 3. 江淮汽车各车型销量 (辆)

	2009 年 上半年	2010 年 上半年	同比变动 (%)	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	环比变动 (%)
MPV 瑞风	21,581	33,063	53.2	18,376	14,687	(20.1)
SRV 瑞鹰	5,032	9,983	98.4	5,659	4,324	(23.6)
轿车	28,322	62,259	119.8	37,390	24,869	(33.5)
重卡	5,490	12,945	135.8	5,246	7,699	46.8
轻卡	77,819	113,530	45.9	55,567	57,963	4.3
底盘(中客+轻客)	7,421	11,790	58.9	4,576	7,214	57.6
合计	145,665	243,570	67.2	126,814	116,756	(7.9)
乘用车合计	54,935	105,305	91.7	61,425	43,880	(28.6)
商用车合计	90,730	138,265	52.4	65,389	72,876	11.4

资料来源: 中国汽车工业产销快讯, 中银国际研究

节能汽车补贴政策

公司的同悦 1.3L 产品符合国家对节能车型的补贴标准, 消费者在购买环节将一次性获得 3,000 元人民币的补贴, 我们认为这一补贴将在未来提振同悦的售价和销量。我们认为公司已从 7 月开始对经销商培训, 采取公司直接补贴 1,500 元、经销商垫付 1,500 元、月底结算的策略推广节能车型的销售。

新能源汽车

合肥市预计今年年底前要建成 4 个充电站, 预计江淮有望销售 600-1,000 台新能源车作为出租车示范运营。江淮目前的新能源车型主要有同悦的纯电动和悦的插电式混合动力, 公司掌握整车集成技术, 关键零部件电池及电机控制系统需要外购。

8月3日，公司与天津正道股权投资管理有限公司签署了《关于节能环保新能源汽车项目合资合作意向书》，双方有意在节能环保新能源汽车及其动力总成等产品方面开展合资合作。公告称，第一期注册资本7亿元人民币，投资总额不低于人民币20亿元，股权比例为50：50，双方各自出资3.5亿元人民币，合资公司后期融资方案由双方另行协商。长期来看，项目总投资约300亿元人民币，产能规划目标为未来8年内实现整车100万台、动力总成100万台套及1,200万KWH锂离子动力电池；项目将按整体规划、分步投入、分期实施的原则进行策划与组织实施。我们认为公司的新能源汽车产业化布局的规划日渐明朗，有助于公司新能源汽车的长远发展和提升公司的成长潜力，从而应享有更高估值水平。

估值

我们维持对公司2010年和2011年每股收益0.75元和1.09元的盈利预测。我们认为公司在新能源汽车的开发进展以及产业布局将可能给未来发展带来较大提升空间，我们认为公司可有高于行业平均的市盈率水平，基于18倍2010年市盈率，我们将公司的目标价格下调至13.50元，维持对公司的买入评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	14,725	20,092	29,167	33,555	37,853
销售成本	(13,340)	(17,691)	(24,520)	(28,199)	(31,483)
经营费用	(784)	(1,061)	(2,615)	(2,672)	(3,070)
息税折旧前利润	600	1,340	2,032	2,684	3,301
折旧及摊销	(568)	(966)	(885)	(952)	(1,018)
经营利润 (息税前利润)	32	373	1,147	1,732	2,282
净利息收入/(费用)	0	0	30	50	103
其他收益/(损失)	16	46	21	21	21
税前利润	48	420	1,199	1,803	2,407
所得税	37	(81)	(227)	(396)	(601)
少数股东权益	(3)	(6)	(3)	(3)	(3)
净利润	83	332	968	1,404	1,802
核心净利润	65	297	953	1,389	1,788
每股收益(人民币)	0.064	0.258	0.751	1.089	1.399
核心每股收益(人民币)	0.050	0.231	0.739	1.078	1.388
每股股息(人民币)	0.012	0.100	0.203	0.294	0.378
收入增长(%)	3	36	45	15	13
息税前利润增长(%)	(92)	1,067	207	51	32
息税折旧前利润增长(%)	(24)	123	52	32	23
每股收益增长(%)	(75)	302	192	45	28
核心每股收益增长(%)	(79)	359	221	46	29

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	704	3,294	2,680	4,541	6,652
应收帐款	487	338	688	792	893
库存	791	1,280	1,782	2,053	2,294
其他流动资产	405	515	450	450	450
流动资产总计	2,386	5,426	5,600	7,835	10,289
固定资产	5,716	6,002	5,939	5,698	5,416
无形资产	695	918	1,011	1,092	1,161
其他长期资产	23	26	26	26	26
长期资产总计	6,435	6,947	6,976	6,816	6,604
总资产	8,821	12,373	12,576	14,651	16,893
应付帐款	3,339	6,354	6,100	7,015	7,830
短期债务	448	312	210	220	221
其他流动负债	279	503	265	270	270
流动负债总计	4,066	7,168	6,575	7,505	8,321
长期借款	550	576	576	576	576
其他长期负债	125	197	150	150	150
股本	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289
储备	2,717	3,034	3,874	5,016	6,439
股东权益	4,006	4,323	5,162	6,305	7,728
少数股东权益	74	109	112	115	118
总负债及权益	8,821	12,373	12,576	14,652	16,893
每股帐面价值(人民币)	3.11	3.35	4.01	4.89	6.00
每股有形资产(人民币)	2.57	2.64	3.22	4.05	5.10
每股净负债/(现金)(人民币)	0.23	(1.87)	(1.47)	(2.91)	(4.54)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	48	420	1,199	1,803	2,407
折旧与摊销	568	966	885	952	1,018
净利息费用	0	0	(30)	(50)	(103)
运营资本变动	(138)	2,564	(590)	797	698
税金	12	(78)	(227)	(396)	(601)
其他经营现金流	77	(515)	(955)	(394)	(384)
经营活动产生的现金流	567	3,357	281	2,711	3,035
购买固定资产净值	(1,089)	(672)	(650)	(650)	(650)
投资减少/增加	(16)	(6)	2	2	2
其他投资现金流	19	53	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,086)	(624)	(649)	(649)	(649)
净增权益	0	12	0	0	0
净增债务	643	(132)	(102)	10	1
支付股息	(103)	(15)	(129)	(261)	(379)
其他融资现金流	(42)	(7)	(16)	50	103
融资活动产生的现金流	498	(142)	(247)	(201)	(275)
现金变动	(21)	2,590	(614)	1,861	2,111
期初现金	725	704	3,294	2,680	4,541
公司自由现金流	(519)	2,732	(368)	2,062	2,386
权益自由现金流	124	2,600	(469)	2,072	2,387

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.1	6.7	7.0	8.0	8.7
息税前利润率(%)	0.2	1.9	3.9	5.2	6.0
税前利润率(%)	0.3	2.1	4.1	5.4	6.4
净利率(%)	0.6	1.7	3.3	4.2	4.8
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.8	0.9	1.0	1.2
利息覆盖倍数(倍)	n.a.	n.a.	22.8	36.5	47.7
净权益负债率(%)	7.2	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.6	0.6	0.8	1.0
估值(倍)					
市盈率	151.6	37.7	12.9	8.9	6.9
核心业务市盈率	193.2	42.1	13.1	9.0	7.0
目标价对应核心业务市盈率	224.3	48.9	15.2	10.5	8.1
市净率	3.1	2.9	2.4	2.0	1.6
价格/现金流	22.1	3.7	44.5	4.6	4.1
企业价值/息税折旧前利润	21.5	7.6	5.3	3.3	2.1
周转率					
存货周转天数	22.6	21.4	22.8	24.8	25.2
应收帐款周转天数	10.5	7.5	6.4	8.0	8.1
应付帐款周转天数	75.1	88.0	77.9	71.3	71.6
回报率					
股息支付率(%)	18.7	38.8	27.0	27.0	27.0
净资产收益率(%)	2.0	8.0	20.4	24.5	25.7
资产收益率(%)	0.4	2.8	7.5	9.9	10.9
已运用资本收益率(%)	0.7	7.2	21.6	27.6	30.7

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 2010 年 8 月 6 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，豁免批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、材料或内容只提供给閣下作参考之用，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。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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 2010 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