

2010年9月1日

江淮汽车

稳步迈入上升通道

买入
A
600418.SS - 人民币 10.17
目标价格: 人民币 15.60 (↑13.50)

江淮汽车的盈利主要来自瑞风 MPV、轻卡两大业务，该两块业务的稳健增长将公司每股收益从 09 年的 0.26 元提升至今年的 0.78 元（预计），轿车板块估算去年负面影响净利 6.7 亿元，今年只实现小幅改善。我们认为巴西的订单公告将帮助公司未来轿车年销量迅速突破 20 万台，和悦车型毛利在累计销量达 10 万台后将实现跨越式提升，带动轿车板块整体扭亏。基于与巴西的合作销售协议，我们提高 2011 年对轿车销量的基本假设至 20 万台，轿车板块整体毛利水平至 8%，我们上调 2010-2011 年每股收益预测至 0.78 元和 1.30 元，将目标价提升至 15.60 元，维持对公司的买入评级。

王玉玺

(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(%)	(5)	19	46	54
相对新华富时A50指数(%)	20	21	45	59

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)	8,521
3个月日均交易额(人民币 百万)	271
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

支持评级的要点

- 预计今年每股收益 0.78 元，轿车负面影响 0.4-0.5 元，假设其他业务明年不增长，仅轿车实现扭亏，明年的每股收益容易达到 1.2-1.3 元。
- 预计巴西海外订单保底销量 3.6 万台，计划达到 4.5 万台，轿车明年销量将容易达到 20-23 万台，产能利用率较高。
- 预计轿车经销商目前库存较低，公司 9-12 月轿车排产计划将有显著提升，4 季度销量等基本显著改善。
- 公司 MPV 推出高端新车、轻卡山东工厂投产、重卡合作业务展开，公司各板块业务稳步迈入上升通道。

评级面临的主要风险

- 出口订单销量低于预期，国内轿车市场增长低于预期。
- 近期排产计划高带来年底的存货风险、价格战风险。

估值

- 我们认为公司积极的销售态度和巴西出口订单的达成将加速推进轿车业务销量的增长和盈利的提升。我们将公司 2010-2011 年每股收益分别上调至 0.78 元和 1.30 元，并基于 12 倍行业平均 2011 年市盈率，将目标价由 13.50 元上调至 15.60 元，维持买入评级。

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	30,547	37,810	45,337
变动(%)	3	36	52	24	20
净利润(人民币 百万)	83	332	1,000	1,680	2,294
全面摊薄每股收益(人民币)	0.044	0.260	0.776	1.304	1.780
变动(%)	(82.6)	488.4	198.0	68.0	36.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.648	0.863	1.012
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.751	1.089	1.399
调整幅度(%)	-	-	3.3	19.7	27.3
全面摊薄市盈率(倍)	229.7	39.0	13.1	7.8	5.7
每股现金流量(人民币)	0.44	2.60	0.42	2.52	3.01
价格/每股现金流量(倍)	23.1	3.9	24.2	4.0	3.4
企业价值息税折旧前利润(倍)	22.4	8.1	5.3	2.8	1.5
每股股息(人民币)	0.012	0.100	0.210	0.352	0.481
股息率(%)	0.1	1.0	2.1	3.5	4.7

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

巴西出口项目公告

日前公司公告，根据公司与巴西第一大汽车经销商 SHC 公司签署的《独家经销协议》和《价格协议》，计划 2010-2020 年累计销售公司各类汽车（短期以轿车为主）合计约 62 万台。目前公司已收到 SHC 公司首批 500 辆全额货款。

图表 2.巴西出口项目具体年度销售目标

年份	计划销量（辆）
2010	2,000
2011	45,750
2012	50,325
2013	55,000
2014	60,000
2015	63,000
2016	65,000
2017	67,000
2018	69,000
2019	71,000
2020	72,000
合计	620,075

资料来源：公司公告

巴西作为全球第四大汽车消费国，是江淮汽车实施全球化战略的重要市场之一，根据公告，2011 年公司出口巴西的乘用车销量目标将在 4.57 万台左右，未来几年将逐步提升至每年 7 万台。我们认为由于签订的是排他性协议，如果年销量低于一定数额（例如每月低于 3,000 台），公司则有权同时再寻觅别家经销商，对江淮较为有利。

提升轿车销量预测

今年上半年江淮轿车销量仅 6.2 万台，预计下半年排产冲击 8-9 万台，全年力争达到 14-15 万台的目标。从 2011 年来看，江淮国内轿车销量冲击 18 万台，加上出口 4.5 万台（保底 3.6 万台），则容易达到 20-23 万台。由于江淮汽车轿车产能（共线）20 万台（下半年技改可能逐步达到 30 万台），按照明年销量来看，江淮轿车的产能利用率将达到较高水平，轿车整体毛利水平有可能达到 8-10%，从而实现扭亏或大幅减亏。

轿车毛利分析

具体分析江淮各款轿车毛利水平，我们认为江淮汽车宾悦目前毛利率达到 15%以上（模夹具去年已计提减值准备）；同悦达到 10%以上（4 月份整体实现盈利，但由于 5 月每车降价，目前估算每车亏损数百元，所幸同悦大部分销量为 1.3L 排量，且该款 1.3L 车型上节能补贴目录，每车可获得补贴 3,000 元）；和悦两款车，每款车附带 2 亿多元模具费用，合计 4 亿多元，我们根据公司提取模夹具的会计方法，预计和悦在 10 万台销量之后，毛利率水平将从目前水平显著提升至 15%左右。

我们认为目前公司大部分车型的毛利水平为正，但由于和悦两款车仍未过单款车 5 万台的期间，单车仍负担较高的模具等费用，所以轿车整体微薄的毛利仍无法负担全部 20 万台产能的费用，以及轿车板块整体的销售、返点等费用。但我们认为，在和悦单款车 5 万台销量之后，毛利水平将跳跃式上升。我们认为江淮的轿车正处于上升通道，在销量快速释放之后，尤其是和悦的毛利水平将提升至新台阶。费用方面，由于共线生产，销量越大，单车分摊固定费用越低。在 2011 年，轿车销量超过 20 万台后，江淮将有望获得轿车板块的扭亏，或大幅减亏。

江淮产业布局分析

江淮汽车的盈利主要来自瑞风 MPV、轻卡两大业务，该两块业务的稳健增长将公司每股收益从 09 年的 0.26 元提升至今年的 0.78 元（预计），轿车板块估算去年负面影响净利 6-7 亿元，今年只实现小幅改善。我们认为 MPV 和轻卡未来仍将实现稳健增长，除去轿车板块，江淮汽车实际是类似于江铃汽车的优质商用车企业。

MPV 瑞风和 SUV 瑞鹰方面，1-7 月销量分别达到 3.8 万和 1.1 万台左右，同比增长 50%和 83%。预计全年 MPV、SUV 销量分别达到 6 万台和 1.7 万台。MPV 及 SUV 今年都属于高增长的行业，我们认为明年仍有望保持 20%以上的增幅。江淮瑞风 II 年底上市后，将促进明年瑞风销量进一步提升。

轻卡方面，我们认为随着江淮山东基地的逐步投产，销量将辐射北方地区，预计明年仍可实现 20%左右增长，高于行业平均。重卡方面，鉴于与外方的合资，未来三年销量将迅速从目前的 2 万台左右提升至 4 万台，达到产能的满负荷运行。下一步，不排除与外方进一步洽商产能扩张与技术合作事宜的可能。

图表 3.江淮汽车各车型历年销量及预计

(辆)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
MPV 瑞风	40,049	36,305	46,033	60,443	77,532	93,038
SRV 瑞鹰	7,605	10,251	11,720	16,950	20,340	24,408
轿车	460	11,683	65,607	145,000	202,750	269,163
重卡	10,296	10,786	12,963	21,161	23,277	26,769
轻卡	119,998	108,074	153,983	193,568	228,410	262,672
底盘(中轻客)	27,002	21,442	19,921	23,650	24,833	26,074
合计	205,410	198,541	310,227	460,772	577,141	702,123

资料来源：公司数据，中银国际研究

我们认为公司将各个子板块都予以妥善考虑，有明确的规划与发展方向，并且，从目前来看以及可预见的未来，我们认为江淮的各项业务都处于稳健的上升通道，我们认为轿车的多年亏损掩盖了公司原有业务的光芒，但轿车板块的逐步发展将使得板块扭亏越行越近。

图表 4.江淮汽车各车型毛利润占比测算

(%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
MPV 瑞风	68.8	55.2	39.7	37.7	36.0
SRV 瑞鹰	6.6	4.4	8.7	7.3	7.0
轿车	(26.8)	(27.1)	5.6	15.2	21.3
重卡	4.3	6.0	6.8	6.9	6.3
轻卡	28.5	46.9	31.9	27.5	25.1
整车小计	81.4	85.2	92.7	94.6	95.6
底盘(中客+轻客)	6.8	6.5	3.4	2.6	2.2
汽车配件	2.7	2.6	1.0	0.8	0.6
工业性作业	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
合计	91.0	94.1	97.2	97.9	98.4
其他业务	9.0	5.9	2.8	2.1	1.6
总计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：中银国际研究

根据我们的模型测算，我们估算 MPV 板块 2010 年仍将贡献毛利润的 40%左右，轿车板块仅小幅贡献正毛利，加上费用后，整体今年预计仍将亏损 5-6 亿元。估算轻卡板块贡献 32%左右的毛利，是第二大盈利板块。未来，随着轿车板块整体毛利的提升，毛利占比将逐渐显著，并能覆盖费用，逐步实现板块的整体扭亏。

盈利预测及估值

我们预计今年公司每股收益将达到 0.78 元，我们认为公司积极的销售态度及巴西的订单，将加速推进轿车板块销量的提升和毛利的提升，迅速达到 20 万台的销量，让明年轿车板块的扭亏或者大幅减亏成为极大可能。保守估计，即使原有业务不增长，明年轿车板块不亏损也不盈利，2011 年每股收益将容易达到 1.20-1.30 元。我们将公司 2011 年每股收益上调至 1.30 元，基于 2011 年 12 倍行业平均市盈率，上调目标价至 15.60 元，维持**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	30,547	37,810	45,337
销售成本	(13,340)	(17,691)	(25,958)	(31,540)	(37,420)
经营费用	(784)	(1,061)	(2,501)	(3,216)	(3,952)
息税折旧前利润	600	1,340	2,088	3,054	3,965
折旧及摊销	(568)	(966)	(890)	(966)	(1,044)
经营利润 (息税前利润)	32	373	1,198	2,087	2,921
净利息收入/(费用)	0	0	34	64	136
其他收益/(损失)	16	46	21	21	21
税前利润	48	420	1,253	2,173	3,078
所得税	37	(81)	(238)	(478)	(769)
少数股东权益	(3)	(6)	(15)	(15)	(15)
净利润	83	332	1,000	1,680	2,294
核心净利润	65	297	985	1,665	2,280
每股收益(人民币)	0.044	0.260	0.776	1.304	1.780
核心每股收益(人民币)	0.050	0.231	0.764	1.292	1.769
每股股息(人民币)	0.012	0.100	0.210	0.352	0.481
收入增长(%)	3	36	52	24	20
息税前利润增长(%)	(92)	1,067	221	74	40
息税折旧前利润增长(%)	(24)	123	56	46	30
每股收益增长(%)	(83)	488	198	68	37
核心每股收益增长(%)	(79)	359	231	69	37

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	2,945	5,348	8,267
应收帐款	487	338	721	892	1,070
库存	791	1,280	1,889	2,298	2,730
其他流动资产	405	515	450	450	450
流动资产总计	2,386	5,426	6,004	8,989	12,516
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	12,980	15,805	19,121
应付帐款	3,339	6,354	6,460	7,845	9,304
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	6,935	8,335	9,795
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	3,906	5,316	7,156
股东权益	4,006	4,323	5,194	6,605	8,445
少数股东权益	74	109	124	139	154
总负债及权益	8,821	12,373	12,980	15,805	19,121
每股帐面价值(人民币)	3.11	3.35	4.03	5.12	6.55
每股有形资产(人民币)	2.57	2.64	3.25	4.28	5.65
每股净负债/(现金)(人民币)	0.23	(1.87)	(1.67)	(3.53)	(5.80)

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	1,253	2,173	3,078
折旧与摊销	568	966	890	966	1,044
净利息费用	0	0	(34)	(64)	(136)
运营资本变动	(138)	2,564	(267)	1,188	1,256
税金	12	(78)	(238)	(478)	(769)
其他经营现金流	77	(515)	(1,062)	(538)	(590)
经营活动产生的现金流	567	3,357	542	3,248	3,884
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)	(270)	(454)
其他融资现金流	(42)	(7)	(13)	64	136
融资活动产生的现金流	498	(142)	(243)	(196)	(317)
现金变动	(21)	2,590	(349)	2,404	2,918
期初现金	725	704	3,294	2,945	5,348
公司自由现金流	(519)	2,732	(106)	2,599	3,235
权益自由现金流	124	2,600	(208)	2,609	3,236

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	6.8	8.1	8.7
息税前利润率(%)	0.2	1.9	3.9	5.5	6.4
税前利润率(%)	0.3	2.1	4.1	5.7	6.8
净利率(%)	0.6	1.7	3.3	4.4	5.1
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3
利息覆盖倍数(倍)	n.a.	n.a.	23.9	44.0	61.1
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	229.7	39.0	13.1	7.8	5.7
核心业务市盈率	202.4	44.1	13.3	7.9	5.7
目标价对应核心业务市盈率	272.2	59.3	17.9	10.6	7.7
市净率	3.3	3.0	2.5	2.0	1.6
价格/现金流	23.1	3.9	24.2	4.0	3.4
企业价值/息税折旧前利润	22.4	8.1	5.3	2.8	1.5
周转率					
存货周转天数	22.6	21.4	22.3	24.2	24.5
应收帐款周转天数	10.5	7.5	6.3	7.8	7.9
应付帐款周转天数	75.1	88.0	76.6	69.0	69.0
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	21.0	28.5	30.5
资产收益率(%)	0.4	2.8	7.7	11.3	12.5
已运用资本收益率(%)	0.7	7.2	22.4	32.2	36.7

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。中银国际集团在过去 12 个月内与农业银行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 30 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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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。除非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。

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、会计或税务建议或任何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