

2011年3月15日

# 江淮汽车

从“十二五”规划看江淮

**A**
**买入**  
 600418.SS - 人民币 13.26

目标价格: 人民币 22.50 (↑18.80)

**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

**胡文洲, CFA**

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

## 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(%)	24.7	5.6	21.8	23.8
相对新华富时A50指数(%)	21.1	2.6	21.0	35.5

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)	11,149
3个月日均交易额(人民币 百万)	257
净负债比率(%)	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

\*楼佳为本文重大贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
 具备证券投资咨询业务资格

我们预计江淮轿车板块 2011 年将实现毛利率和销量的大幅提升, 有望整体扭亏为盈; MPV 和轻卡稳定增长; 盈利可能超越市场预期。“十二五”期间, 自主品牌有望获得新政支持, 同时海外市场的拓展将使得江淮轿车超越国内行业 15% 增长的瓶颈。另外, 合肥市将支持江淮整合全球资源发展新能源及传统汽车关键零部件, 我们中长期看好公司的战略发展, 建议给予公司 2011 年 15 倍市盈率, 建议 6 个月目标价 22.5 元, 维持买入评级。

## 支撑评级的要点

- 经过 3 年投入, 轿车业务初具规模, 预计今年毛利率将达到 13-15%; 由于出口拉动, 预计销量将达 18-20 万台, 同比增长 60% 以上, 显著超越国内行业平均。
- 预计 MPV 瑞风及轻卡业务, 未来 3-5 年将能够维持 15-20% 的年均复合增长。新品将陆续上市。
- 江淮 2010 年是新能源乘用车销量最大的公司之一。合肥市 1 号议案明确, “十二五”期间将支持江淮等整合全球资源, 新能源整车累计实现产销 10 万台。
- 预计“十二五”期间安徽省汽车类企业有望实现整合, 形成大型企业集团, 优化配置资源, 增强话语权。江淮有望从中受益。

## 评级面临的主要风险

- 国内外销量低于预期。
- 国内汽车行业不景气引起价格战。

## 估值

- 我们预计 2011 年公司整体销售收入增长 23%, 毛利率提升 1 个百分点, 综合费用率下降 1 个百分点, 我们将每股收益由 1.40 元上调至 1.50 元, 建议给予公司 2011 年 15 倍市盈率, 建议 6 个月目标价 22.5 元。

## 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	29,750	36,710	43,851
变动(%)	3	36	48	23	19
净利润(人民币 百万)	108	328	1,134	1,936	2,640
全面摊薄每股收益(人民币)	0.044	0.260	0.880	1.502	2.049
变动(%)	(82.6)	488.4	237.8	70.7	36.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.864	1.213	1.618
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.904	1.405	1.946
变动(%)	-	-	(2.7)	7.0	5.3
市盈率(倍)	303.1	51.5	15.2	8.9	6.5
每股现金流量(人民币)	0.44	2.60	0.47	2.72	3.24
价格/每股现金流量(倍)	30.5	5.2	28.4	4.9	4.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.4	11.2	6.8	3.8	2.3
每股股息(人民币)	0.012	0.100	0.238	0.406	0.553
股息率(%)	0.1	0.7	1.8	3.0	4.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

# 目录

受益于“十二五”规划.....	3
盈利预测及估值.....	4
公司概况.....	6
MPV 瑞风业务.....	9
轻卡业务.....	12
轿车业务.....	14
重卡合资合作.....	16
新能源汽车业务.....	17

## 受益于“十二五”规划

江淮汽车目前已是主营 MPV、轻卡和轿车业务的综合性汽车企业。十年来，公司销量年均复合增长 26%至 2010 年的 44 万台；营业收入年均复合增长 30%至 300 亿元左右。“十一五”期间，公司以商用车为基础，成功拓展了乘用车业务。

“十二五”期间，公司将形成以瑞风、轻卡为核心业务，以轿车为战略业务的格局。我们预计公司的 MPV 瑞风及轻卡业务，未来 3-5 年将能够维持 15-20%的年均复合增长；而饱受质疑的自主品牌轿车业务，有望在 2011 年扭亏，并在“十二五”获得突破性进展。

“十二五”期间，中国的汽车行业将由做大转变为做强，我们预计这将引导：1. 自主品牌轿车占有率提升 10 个点，至 40%的市占率；2. 鼓励 2015 年自主品牌汽车出口占产销量比超过 10%；3. 新能源汽车核心部件自配，传统关键部件掌握核心技术；4. 鼓励汽车企业强强联合，实现共赢的兼并整合。

我们认为江淮汽车的“十二五”战略与我国汽车工业的“十二五”规划契合，自主品牌的做大做强，必须抓核心部件自配、抓住出口机遇、新能源汽车应提早布局：

1. 轿车发动机自配，未来通过投资技改打造缸内直喷和涡轮增压的新型发动机，提升自配率、提升综合竞争力。
2. 出口巴西项目进展顺利，今年有望如期完成 4.5 万台左右的乘用车出口计划。未来公司全球出口量有望超过国内，突破国内行业年均增长 15%的瓶颈。
3. 江淮 2010 年是新能源乘用车全国销量最大的公司。合肥市 1 号议案明确，“十二五”期间，将支持江淮、安凯整合全球资源，新能源汽车整车实现累计产销量 10 万台。
4. 我们认为“十二五”期间，安徽省的汽车类企业有望实现整合，形成大型企业集团，发挥协同效应令资源优化配置，增强企业话语权。江淮将从中受益。

我们认为，公司的战略布局合理，为中长期的稳健发展打下基础；短期来看，我们预计 2011 年公司的 MPV 和轻卡业务稳定增长；轿车销量在出口拉动下实现高增长，毛利率由于各项摊销完毕将获大幅提升，费率下降，有望整体扭亏为盈；预计 2011 年公司盈利实现大幅提升。

## 盈利预测及估值

江淮汽车销量近三年来年均复合增长率近 30%，2009 年和 2010 年的同比增长率分别达到 56.3%和 42.7%，主要由于 MPV 行业销量的迅速提升，以及公司的轻卡销量高于行业平均的增长。2011 年，我们预计公司整体销量同比增长 28.8%至 57 万台，其中 MPV、轻卡和轿车板块的增速分别为 20%、18%和 62%，分别达到 7.8 万台、22.9 万台和 18.9 万台，其中轿车销量预计含有巴西出口项目约 4.5 万台。

图表 2. 各车型历年销量及预测

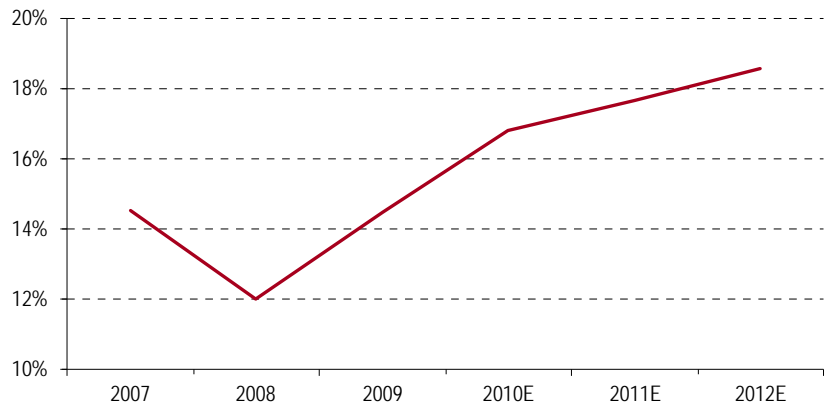
(台)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
MPV 瑞风	40,049	36,305	46,033	64,675	80,050	96,060
SRV 瑞鹰	7,605	10,251	11,720	18,859	22,631	27,157
轿车	460	11,683	65,607	116,497	188,500	233,500
重卡	10,296	10,786	12,963	24,553	27,008	31,060
轻卡	119,998	108,074	153,983	194,054	228,984	270,201
底盘	27,002	21,442	19,921	23,913	25,826	27,892
<b>合计</b>	<b>205,410</b>	<b>198,541</b>	<b>310,227</b>	<b>442,551</b>	<b>572,999</b>	<b>685,869</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究估计

我们认为公司的 MPV 业务近两年的毛利率已达到 30%以上，轻卡毛利率 2010 年亦超过 15%，销售收入占比超过 20%的轿车业务由于毛利率过低，拉低了公司整体毛利率。我们认为在模具等费用摊销完毕后，近两年轿车业务毛利率将迅速提升，预计 2011 年，轿车业务毛利将达到 13-15%，预计公司的整体毛利率将提升一个百分点左右至 17.7%。

我们预计 2011 年公司整体销售收入增长 23.5%，毛利率提升 1 个百分点，综合费用率下降 1 个百分点，预计每股收益 1.50 元人民币，目前动态市盈率低于 10 倍。得益于出口对销量的拉动，我们认为公司的轿车业务近两年将录得显著高于国内行业增速的增长，带动盈利大幅提升，建议给予公司 2011 年 15 倍市盈率，建议 6 个月目标价 22.5 元。

图表 3. 江淮汽车历年毛利率及预测



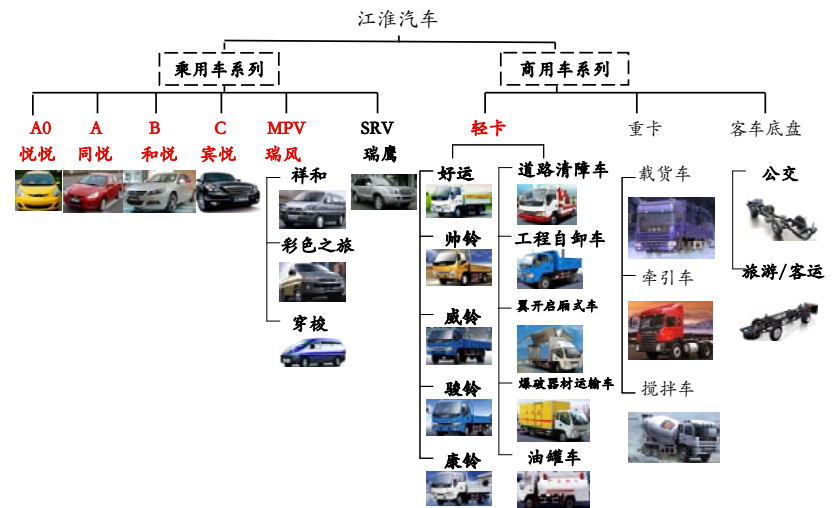
资料来源：公司数据，中银国际研究预测

## 公司概述

### 销量及盈利分布

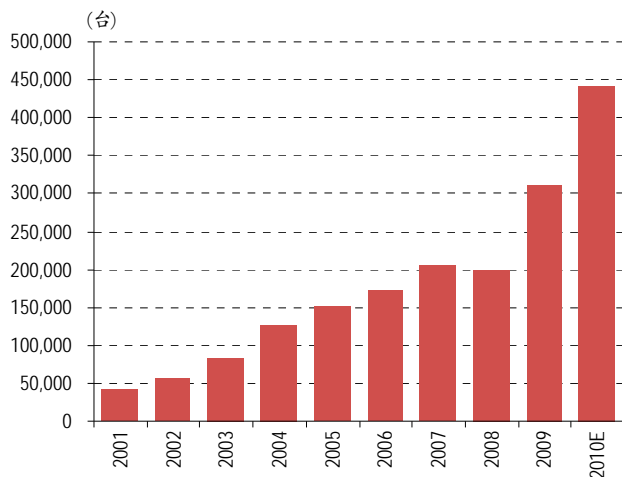
江淮汽车产品覆盖 MPV、轻卡、轿车、SUV、重卡、客车底盘及发动机配套系列。自 2001 年上市以来，公司业务规模逐步壮大，从单一的客车底盘制造商逐步发展成为商用车和乘用车齐头并进的综合性汽车企业，汽车销量从 2001 年 4 万台增长至 2010 年的 44 万，年均复合增速 25.6%；伴随销量的增长，公司营业收入从上市当年不到 20 亿元发展到 2010 年的 300 亿元左右，复合增长率高达 30.3%。

图表 4. 江淮汽车产品图谱



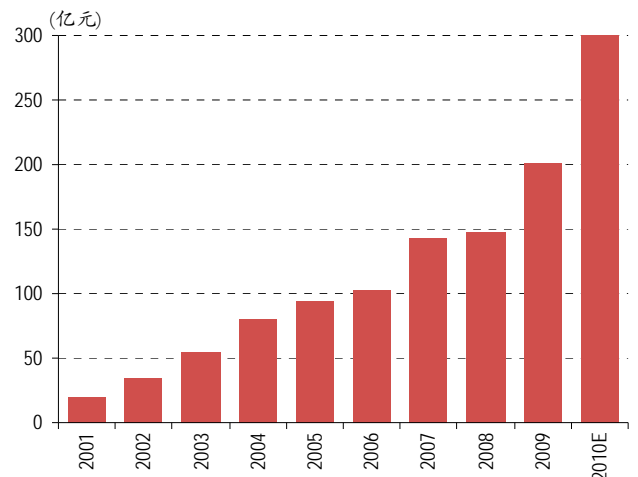
资料来源：公司资料

图表 5. 江淮汽车历年汽车销量



资料来源：公司数据

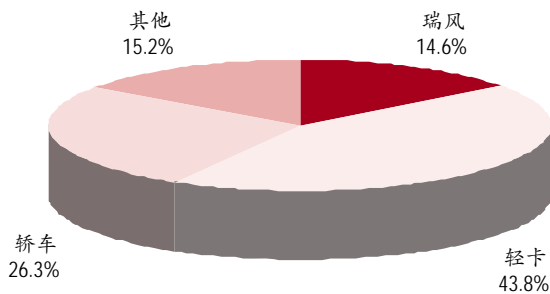
图表 6. 江淮汽车历年销售收入



资料来源：公司数据

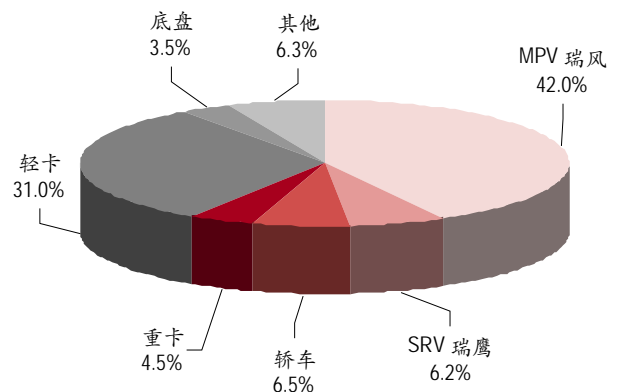
公司现有盈利主要来自于 MPV 和轻卡两大业务，我们估算毛利贡献占比分别达到 42%和 31%；估计轿车业务目前贡献毛利占比仅为 6-7%，其他业务(SUV、重卡及底盘)合计毛利贡献在 14%-15%左右。我们认为 MPV 和轻卡未来仍将实现稳健增长，除去轿车板块，江淮汽车实际是类似于江铃汽车的优质商用车企业。

图表 7. 江淮汽车 2010 年销量分布



资料来源：公司数据

图表 8. 2010 年毛利贡献预测



资料来源：中银国际研究估计

## 产能及规划

公司目前具备 50 万台整车、40 万台发动机的生产能力。乘用车方面，轿车产能 20 万；MPV 产能 4-5 万；SUV 瑞鹰产能 3 万。商用车方面，轻卡、重卡、客车底盘产能分别为 15 万、4 万、3 万台。

发动机方面，柴油机 10 万产能，可供部分轻卡自用；2.0L/2.4L 的汽油发动机 10 万台产能，供给 MPV、SUV 和宾悦自用；1.0L/1.3L/1.5L 的发动机 20 万台产能初步建成，将逐步自配同悦、和悦、悦悦等车型。

2011 年，轿车和 MPV 产能通过技改已最大可达到 30 万台和 10 万台；预计 2013-14 年轿车将建立专业化的第二工厂；轻卡增建青州工厂 5-10 万台产能。小排量发动机工厂 20 万台产能初步投产，2010 年的利用率约为 20%，预计 2011 年能达到约 50%。未来，将通过投资技改生产缸内直喷和涡轮增压的新型发动机，以 1.3T、1.5T 的发动机满足目前 1.5L、1.8L 发动机的需求。

图表 9. 江淮汽车产能情况

		产能	产品系列
乘用车	轿车	20-30 万	悦悦、同悦、和悦、宾悦
	MPV	8-10 万	瑞风、祥和、彩色之旅、穿梭
	SUV	3 万	瑞鹰
商用车	轻卡	20-25 万	好运、帅铃、威铃、骏铃、康铃
	重卡	4 万	载货车、牵引车、搅拌车等
	客车底盘	3 万	公交、旅游、客运
	发动机	40 万	汽油机、柴油机

资料来源：中银国际研究

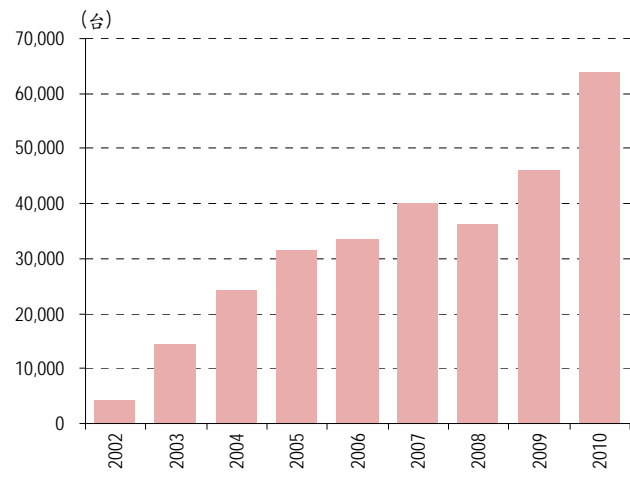


## MPV 瑞风业务

### 连续 3 年稳居细分市场第一

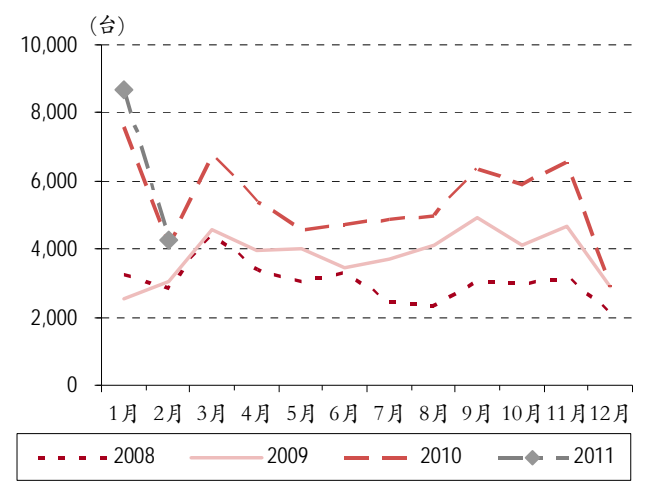
瑞风 MPV 是近年来公司盈利的主要支柱，估计贡献毛利占比达到 40% 以上。瑞风自 2002 年上市以来销量表现强劲，保持逐年递增的趋势，仅 2008 年受金融危机影响，销量有所下滑。在上市 9 年时间里，瑞风累计实现销量近 30 万台，市场占有率连续三年稳居细分市场第一。

图表 10. 江淮 MPV 瑞风历年销量列示



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 11. 江淮 MPV 瑞风近 3 年月度销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

从产销快讯统计的口径看，江淮、GL8 以及奥德赛等商务用稍大型 MPV 的市场占有率近年有下降趋势，但我们认为市场占有率提升较快的一汽、柳汽、日产等车型实际偏向家用或小型 MPV，客户端及需求与传统商务型 MPV 有较大差异。与 GL8 及奥德赛相比，江淮的销量及增速仍位于前列，有较强的竞争力。

**图表 12. MPV 前十车型市场份额列示**

(%)	2006	2007	2008	2009	2010
江淮瑞风	18.0	17.7	18.4	18.5	14.5
别克 GL8	19.9	18.8	18.4	16.1	11.7
一汽森雅	0.0	0.9	2.6	3.6	10.9
奥德赛	18.7	20.3	14.6	11.4	10.3
柳汽景逸	0.0	0.0	3.0	2.9	5.9
大众途安	4.5	4.7	6.1	8.1	4.9
柳汽风行	9.8	8.1	7.1	6.8	4.5
开瑞优雅	0.0	0.8	1.0	6.7	4.4
日产帅客	0.0	0.0	0.0	0.7	4.3
华晨阁瑞斯	5.3	5.3	6.1	7.3	3.3
<b>合计</b>	<b>76.2</b>	<b>76.7</b>	<b>77.3</b>	<b>81.9</b>	<b>74.8</b>

资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

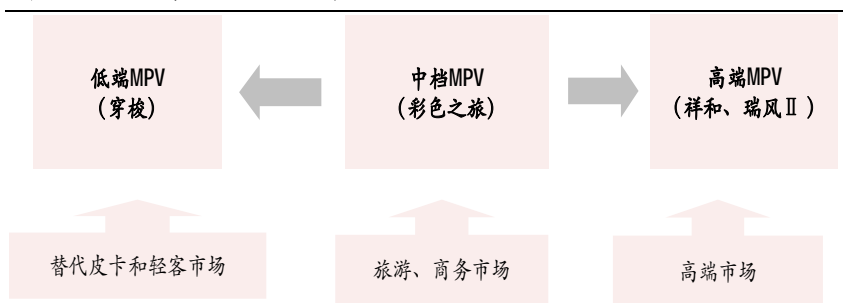
**图表 13. MPV 前十车型销量增速列示**

增速 (%)	2006	2007	2008	2009	2010
江淮瑞风	9.0	16.5	(9.4)	26.8	40.5
别克 GL8	44.8	11.8	(14.7)	10.5	30.1
一汽森雅	-	-	137.9	75.3	447.0
奥德赛	29.9	28.1	(37.0)	(1.7)	61.4
柳汽景逸	-	-	-	21.3	270.0
大众途安	61.8	24.4	13.6	67.0	9.7
柳汽风行	0.1	(2.2)	(23.3)	19.5	19.2
开瑞优雅	-	-	4.9	771.2	17.5
日产帅客	-	-	-	-	1,029.8
华晨阁瑞斯	99.0	18.3	1.5	50.0	(19.0)
MPV 行业	22.6	18.1	(12.6)	26.1	78.9

资料来源：中国汽车工业产销快讯，中银国际研究

## 新产品及规划

公司未来对 MPV 新产品的规划是，瑞风 II 进军高端市场，预计 2011 年初正式上市；BMPV 兼具商务、家用等多功能特点，重点拓展私营等中小企业市场。公司未来将发展形成高端(祥和、瑞风 II)、中档(彩虹之旅)、低端(穿梭)全面的 MPV 产品线，产品线逐渐健全，向上抢占高端 MPV，向下延伸抢占轻客甚至微客的市场份额。

**图表 14. MPV 产品及目标市场**


资料来源：中银国际研究

作为替代产品，容量庞大的轻客市场以及皮卡市场是瑞风作为升级替代品的主战场，尤其原先以轻客为主的如公安、医疗等公务系统及企事业单位用车的更新升级更是瑞风的强项。出口方面，国际市场是瑞风未来重点拓展市场之一，公司2010年获得出口乌克兰的订单，预计未来会亮点不断。

2010年MPV瑞风销售64,675台，同比增长40.5%。我们认为今年MPV市场仍将保持较高景气度，预计江淮瑞风MPV仍有望实现15-20%的增长，预计未来2年瑞风产销规模可达8-10万台。

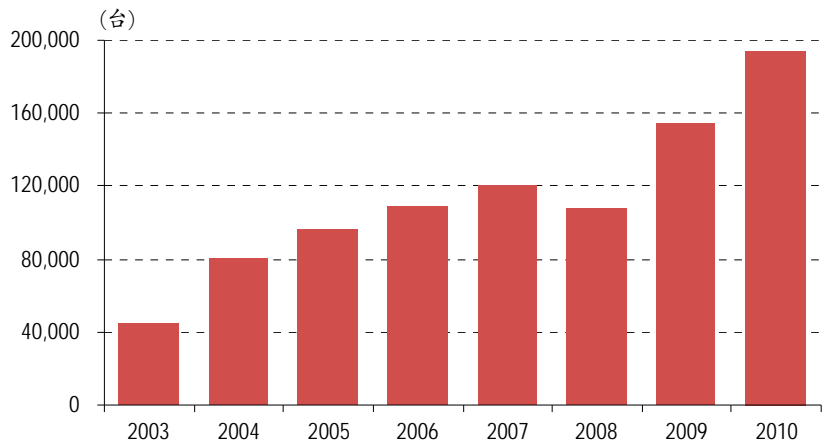
由于瑞风上市时间较早，至今研发、模具、固定资产等费用摊销额逐步降低，相应配套供应商也存在固定成本大幅下降的优势。作为公司盈利的主要来源，我们估算瑞风毛利率已从2008年的25%以上逐步提升至2010年35%以上。2011年考虑成本变动、新车上市等因素，我们预计2011年MPV板块毛利率仍能维持在35%以上的较高水平。

## 轻卡业务

### 稳居细分市场前三

轻卡业务是江淮商用车板块的主体，也是公司仅次于MPV业务的盈利板块。自2003年以来，公司的轻卡销量一直保持比较明显的增长趋势，仅2008年受金融危机的影响销量出现下滑，2010年轻卡销售194,044台，同比增长26.0%，高于轻卡行业平均增速，市场占有率位居行业第三。

图表 15. 江淮轻卡历年销量列示



资料来源：公司数据

### 产品及规划

江淮现有轻卡产品分为高、中、低三个系列：高端是帅铃和即将上市的N721；中端是传统轻卡，包含威铃/骏铃和康铃，占据江淮轻卡2/3的销量；低端是好运系列，2008年上市，主要面向农村市场。

图表 16. 轻卡产品及定位



资料来源：中银国际研究

未来，轻卡替代农用车的趋势不变，在短途物流中也体现主要作用，我国广阔的农用车市场和城市物流运输的快速发展为江淮轻卡业务的增长提供广阔的空间。产品方面，借助N721产品上市，公司将进一步树立高端品牌形象，抢占并巩固城市物流和短途运输市场。地域布局方面，青州工厂的建成及投产，将通过“销地产”有效降低物流等成本，同时抢占山东、华北等周边市场。出口方面，公司轻卡出口已多年保持全国第一，目前在海外多地已经或准备建立组装工厂，未来出口增长潜力不可低估。我们预计2011年江淮轻卡销量规模同比增长18%左右，未来2-3年轻卡产销规模可达30万辆左右。

### 盈利大幅提升

近年来，江淮轻卡业务盈利能力大幅改善，估算轻卡毛利率从2008年的不足10%提升至2010年的16%以上。我们认为这主要得益于配件采购、固定资产折旧等成本的下降以及轻卡产品结构的改善。自2009年以来，江淮抓住沿海经济复苏有利时机，高端轻卡帅铃产品的销售规模和比例得到快速提升，同时公司还通过装配自产发动机，进一步提升轻卡的附加值。考虑到今年以来原材料成本上升的压力，我们目前预计2011年轻卡全年毛利率水平为16%，略低于2010年。

## 轿车业务

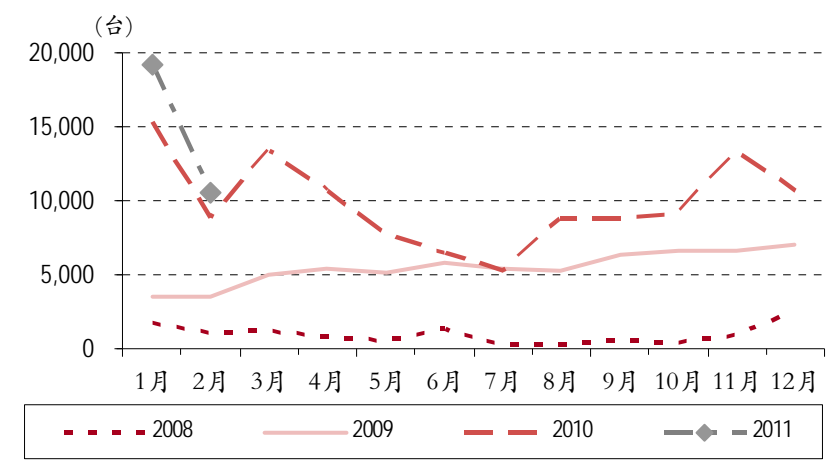
### 销量渐成规模

江淮于 06 年进军轿车领域，经过三年的集中投入期(研发投入、生产基地建设、销售渠道建立等)，目前已建立起 C、B、A、A0 四大轿车制造平台，产品包括宾悦、同悦、和悦、悦悦四大系列。在产品推出节奏上江淮把握到位，在 2008 年首款宾悦轿车投放市场后不到一年，即推出同悦轿车；于 2009 年 10 月推出重量级产品和悦系列；2010 年下半年推出 A0 级车悦悦。销量方面，08、09、10 年轿车合计销售分别为 1.2 万、6.6 万、11.6 万台，呈逐年大幅攀升态势。

### 出口带动销量高于行业平均

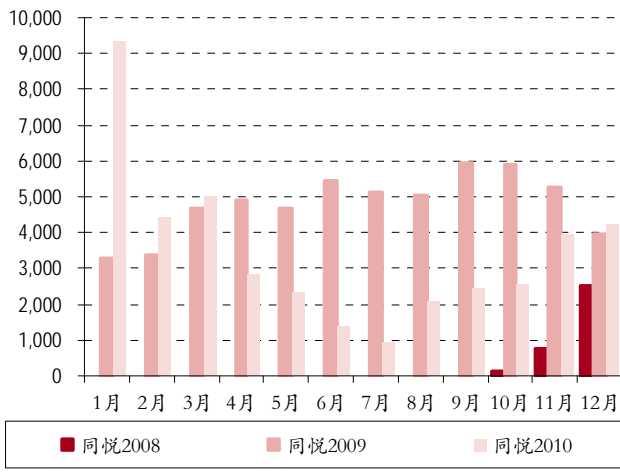
2010 年公司轿车销量共计 11.6 万台，同比大幅增长 78%，其中同悦、和悦分别销售 4.1 万和 6.9 万，成为主打产品。预计 2011 年公司将逐渐把和悦车型打造成月销量近 1 万台的国民车型，加上同悦及悦悦的销量，预计国内销量达到 13-15 万台。国际市场方面，巴西出口项目预计 2011 年实现 4.5 万台左右。我们预计公司轿车 2011 年销量 18-20 万台，由于出口的拉动，实现显著高于国内行业平均的增长。

图表 17. 江淮轿车合计销量月度走势



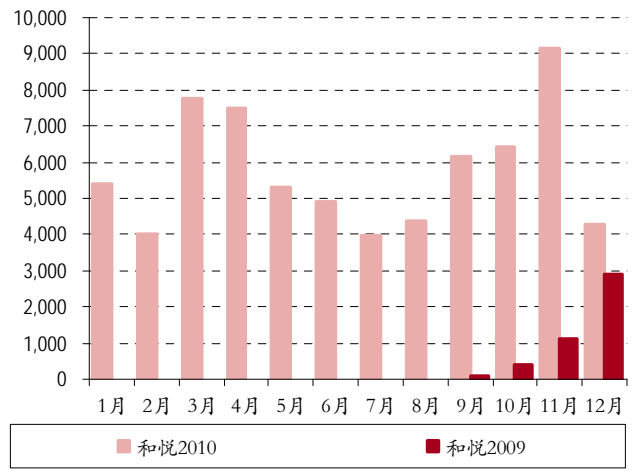
资料来源：公司数据

图表 18. 江淮同悦 08-10 年销量分月度列示



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 19. 江淮和悦 09-10 年销量分月度列示



资料来源：公司数据，中银国际研究

### 盈利前景

我们认为江淮汽车宾悦目前毛利率达到 15% 以上(模夹具 2009 年已计提减值准备); 同悦达到 10% 以上, 2010 年 4 月份整体实现盈利; 和悦 2 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, 毛利水平将从目前水平显著提升 15% 左右, 预计在 2011 年 1 季度末可以达成。我们目前预计 2011 年公司轿车板块的毛利率将可达到 13-15%。

费用方面, 我们认为前两年, 由于公司轿车业务刚起步, 社会保有量偏低, 故在新车销售方面, 公司给予经销商较高的返点及建店补贴。预计销售费用率等方面, 未来 3 年将较大的下降空间。我们预计, 随着轿车业务的改善, 2011 年公司的整体毛利率有望提升 1 个百分点, 而三大费用率有望下降 1 个百分点, 实现利润率的较大幅度提升。

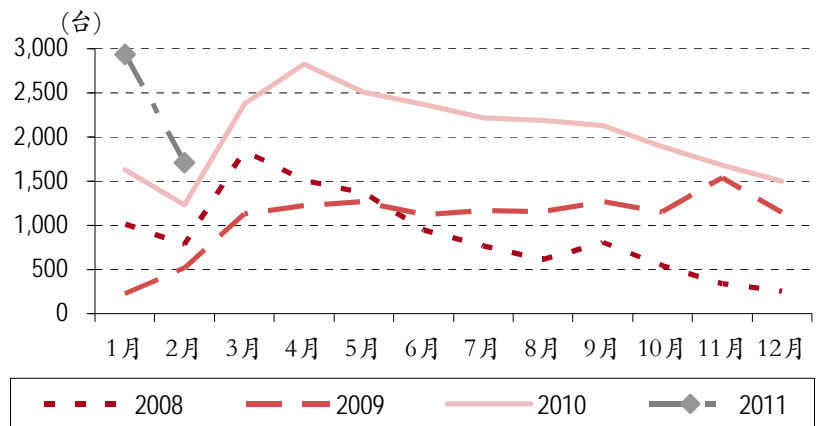
## 重卡合资合作

中重卡方面，公司已与卡特彼勒和纳威司达两家世界 500 强公司的合资公司 NC2 Global LLC 达成协议，成立中重卡合资公司，将利用外方的产品技术和销售网络，未来在北美以外的全球市场上开发、生产和销售商用卡车，江淮以中重卡资产出资，将成为其国内生产基地。

自 2003 年江淮开始重卡的组装和制造，但重卡销量表现一直不佳，即使 2010 年攀升至 2.4 万台，但仍然低于 4 万台的产能规模，因此重卡业务处于微利状态。我们认为此项合作将使江淮以最小代价将重卡业务做强。

成立合资公司后，公司利用外方海外销售网络，在除北美市场以外贴牌销售，预计未来两年销量将迅速达到 3-4 万台，为公司贡献可观的投资收益。此外，合资方卡特彼勒擅长做上装，易于协助江淮进入改装车、专用车等细分市场，国产化后，有望达到 20% 以上的毛利率水平，显著高于国内普通重卡毛利水平。

图表 20. 江淮重卡销量月度走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

柴油发动机方面，江淮将与纳威司达成立发动机合资公司。我们认为纳威司达拥有全系列的商用车发动机，双方的逐步合作将为公司未来轻卡、重卡应对排放升级及时提供解决方案，同时有效保障公司商用车柴油机的产品性能和品质以及价格优势等，从而提升江淮整车产品的市场竞争力。



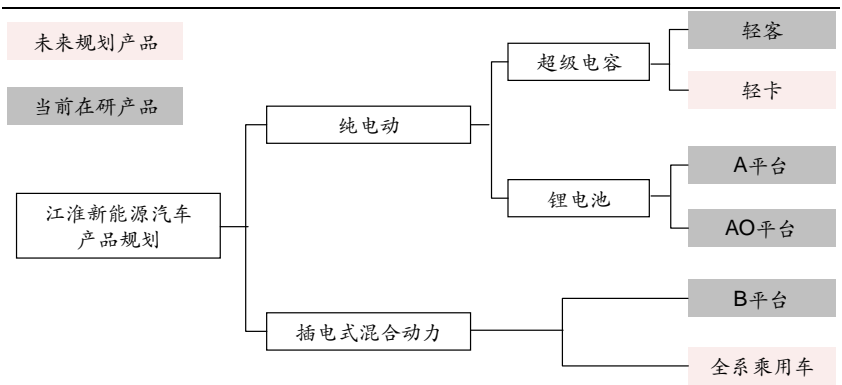
## 新能源汽车业务

公司于2006年开始研发新能源汽车，在“十一五”期间，积极探索并结合自身优势，确定了增程型插电式混合动力和纯电动技术路线。目前公司已成功研发出同悦纯电动、和悦插电式混合动力车型，并开始小规模量产。

同悦纯电动车是江淮新能源汽车研发团队基于同悦轿车平台开发的第一代纯电动轿车产品，它的续驶里程可达150km，在已上公告的纯电动车产品中处于前列，而对应的电池组能量为15KWH，相比其他产品电池组能量密度和整车经济性高，电池组成本相对较低，整车性价比高。

2010年，公司已与合肥市政府签约并交付585台新能源汽车，预计2011年订单数量将进一步扩大，全面满足合肥地区的新能源车需求。公司2010年是全国新能源乘用车销量最大的企业。由于目前国内新能源电池的战略路线尚不明朗，我们预计江淮近年将重点研发新能源汽车的整车电控、电机等核心零部件，并力争于“十二五”末实现10万台新能源汽车的产能目标。

图表 21. 江淮新能源汽车产品发展规划



资料来源：公司资料，中银国际研究

**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	29,750	36,710	43,851
销售成本	(13,340)	(17,691)	(25,502)	(31,134)	(36,733)
经营费用	(784)	(1,061)	(1,999)	(2,286)	(2,951)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>600</b>	<b>1,340</b>	<b>2,250</b>	<b>3,289</b>	<b>4,166</b>
折旧及摊销	(568)	(966)	(887)	(962)	(1,039)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>32</b>	<b>373</b>	<b>1,362</b>	<b>2,327</b>	<b>3,127</b>
净利息收入(费用)	26	(4)	35	69	147
其他收益/(损失)	16	46	23	23	23
<b>税前利润</b>	<b>74</b>	<b>416</b>	<b>1,420</b>	<b>2,419</b>	<b>3,298</b>
所得税	37	(81)	(276)	(471)	(642)
少数股东权益	(3)	(6)	(10)	(12)	(15)
<b>净利润</b>	<b>108</b>	<b>328</b>	<b>1,134</b>	<b>1,936</b>	<b>2,640</b>
<b>核心净利润</b>	<b>90</b>	<b>294</b>	<b>1,119</b>	<b>1,921</b>	<b>2,625</b>
每股收益(人民币)	0.084	0.255	0.880	1.502	2.049
核心每股收益(人民币)	0.070	0.228	0.868	1.491	2.037
每股股息(人民币)	0.012	0.100	0.238	0.406	0.553
收入增长(%)	3	36	48	23	19
息税前利润增长(%)	(92)	1,067	265	71	34
息税折旧前利润增长(%)	(24)	123	68	46	27
每股收益增长(%)	(68)	204	246	71	36
核心每股收益增长(%)	(71)	225	281	72	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	3,013	5,651	8,807
应收帐款	487	338	702	866	1,035
库存	791	1,280	1,855	2,270	2,681
其他流动资产	405	515	450	450	450
<b>流动资产总计</b>	<b>2,386</b>	<b>5,426</b>	<b>6,021</b>	<b>9,237</b>	<b>12,973</b>
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
<b>长期资产总计</b>	<b>6,435</b>	<b>6,947</b>	<b>6,976</b>	<b>6,816</b>	<b>6,604</b>
<b>总资产</b>	<b>8,821</b>	<b>12,373</b>	<b>12,997</b>	<b>16,053</b>	<b>19,577</b>
应付帐款	3,339	6,354	6,348	7,748	9,138
短期债务	448	312	210	220	221
其他流动负债	279	503	265	270	270
<b>流动负债总计</b>	<b>4,066</b>	<b>7,168</b>	<b>6,823</b>	<b>8,238</b>	<b>9,629</b>
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	4,039	5,669	7,787
<b>股东权益</b>	<b>4,006</b>	<b>4,323</b>	<b>5,328</b>	<b>6,958</b>	<b>9,076</b>
少数股东权益	74	109	119	131	146
<b>总负债及权益</b>	<b>8,821</b>	<b>12,373</b>	<b>12,997</b>	<b>16,053</b>	<b>19,577</b>
每股帐面价值(人民币)	3.11	3.35	4.13	5.40	7.04
每股有形资产(人民币)	2.57	2.64	3.35	4.55	6.14
每股净负债/(现金)(人民币)	0.23	(1.87)	(1.73)	(3.77)	(6.22)

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	74	416	1,420	2,419	3,298
折旧与摊销	568	966	887	962	1,039
净利息费用	(26)	4	(35)	(69)	(147)
运营资本变动	(138)	2,564	(358)	1,211	1,197
税金	(14)	(74)	(276)	(471)	(642)
其他经营现金流	103	(519)	(1,030)	(541)	(567)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>567</b>	<b>3,357</b>	<b>609</b>	<b>3,512</b>	<b>4,177</b>
购买固定资产净值	(1,089)	(672)	(650)	(650)	(650)
投资减少/增加	(16)	(6)	3	3	3
其他投资现金流	19	53	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,086)</b>	<b>(624)</b>	<b>(647)</b>	<b>(647)</b>	<b>(647)</b>
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)	(306)	(523)
其他融资现金流	(42)	(7)	(12)	69	147
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>498</b>	<b>(142)</b>	<b>(242)</b>	<b>(227)</b>	<b>(374)</b>
现金变动	(21)	2,590	(280)	2,638	3,156
期初现金	725	704	3,294	3,013	5,651
公司自由现金流	(519)	2,732	(38)	2,865	3,530
权益自由现金流	124	2,600	(140)	2,875	3,531

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	4.1	6.7	7.6	9.0	9.5
息税前利润率(%)	0.2	1.9	4.6	6.3	7.1
税前利润率(%)	0.5	2.1	4.8	6.6	7.5
净利率(%)	0.7	1.6	3.8	5.3	6.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3
利息覆盖率(倍)	NA	NA	27.1	49.0	65.4
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	1.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	160.0	52.7	15.2	8.9	6.5
核心业务市盈率(倍)	191.6	58.9	15.5	9.0	6.6
目标价对应核心业务	321.2	98.8	25.9	15.1	11.0
市盈率(倍)					
市净率(倍)	4.3	4.0	3.2	2.5	1.9
价格/现金流(倍)	30.5	5.2	28.4	4.9	4.1
企业价值/息税折旧前	29.4	11.2	6.8	3.8	2.3
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	22.6	21.4	22.4	24.2	24.6
应收帐款周转天数	10.5	7.5	6.4	7.8	7.9
应付帐款周转天数	75.1	88.0	77.9	70.1	70.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	14.3	39.3	27.0	27.0	27.0
净资产收益率(%)	2.7	7.9	23.5	31.5	32.9
资产收益率(%)	0.4	2.8	8.7	12.9	14.1
已运用资本收益率(%)	1.2	7.1	25.1	34.6	37.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 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**

英国伦敦嘉嘉街 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