

商用载货车

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 21.51元

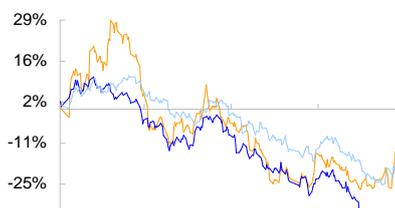
评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2268.08
总股本(百万)	519
流通股本(百万)	516
流通市值(亿)	111
EPS	1.98
每股净资产(元)	7.10
资产负债率	44.45%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
江铃汽车	13.66	1.89	-8.68
交运设备	4.57	-13.96	-27.67
沪深300指数	5.05	-9.03	-17.09



相关报告

江铃汽车

000550

推荐

春节放大销量下滑, 需求反映经济仍处谷底——1月产销快讯点评

公司3日公告1月产销快讯, 销售整车12,045辆(环比-31.2%, 同比-42.5%)。其中, 轻客环比-41.8%, 同比-45.1%, 轻卡环比-41.2%, 同比-64.8%, 皮卡与SUV环比-15.6%, 同比-14.4%。考虑春节因素, 销量跌幅略显稍大, 体现经济活力相对较弱, 尚需观察2月中小企业开工后的需求恢复。

但是, 我们认为在政府鼓励城市物流和中小企业快速发展的大背景下, 轻型商用车需求处于周期低点, 公司专用细分市场竞争优势将确保公司稳定增长, 给予“推荐”评级。

投资要点:

- **轻客轻卡需求反映经济活力不足, 皮卡SUV表现尚可。** 单日销量, 轻卡与轻客环比下滑约10%, 皮卡与SUV环比增长约30%: 轻卡与轻客属于生产工具, 反映经济活力不足, 观望气氛浓重; 皮卡SUV属于消费品, 年前为销售旺季, 虽然由于工作日少而总量下滑, 但日均销量仍维持在高位
- **轻型商用车或将重回上升通道, 中高端产品增长稳定。** 城市物流的快速发展使轻型商用车需求持续增长, 政府税改使中小企业经营改善后对轻型商用车的需求将再次释放。随着居民收入增长, 财富效应显现, 中高端产品份额将稳步提升。
- **公司管理体系先进, 盈利能力突出。** 公司与福特合作, 大量引进其先进管理经验, 产品定位于中高端市场、成本控制严格、核心零部件配套体系完善, 综合毛利率维持在25%左右, 远高于行业平均水平。
- **小蓝基地即将投产, 加速公司发展步伐。** 设计产能双班20万辆(最高30万辆)的小蓝生产基地预计于12年投产, 使公司产能瓶颈得以解决。新生产基地的投产将保障现有产品销量上升及福特新产品引入, 为公司13-14年销量快速增长奠定基础。
- **投资建议:** 我们预计公司11-13年实现收入174.6亿、195.7亿和215.2亿元, 归属母公司净利润18.71亿、21.45亿和23.99亿元, 每股EPS分别为2.17元、2.49元和2.78元, 对应PE为10、9、8倍。我们看好公司产品的长期竞争力及产能释放后的成长空间。给予公司12年10倍的估值, 未来6-12个月目标价25元, “推荐”评级。

风险提示: 宏观经济放缓压制商用车需求, 原材料价格上涨侵蚀公司利润

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	15768	17408	19469	21401
收入同比(%)	51%	10%	12%	10%
归属母公司净利润	1712	1872	2126	2412
净利润同比(%)	62%	9%	14%	13%
毛利率(%)	25.8%	25.0%	25.1%	25.3%
ROE(%)	27.9%	25.6%	22.5%	20.3%
每股收益(元)	1.98	2.17	2.46	2.79
P/E	11.05	10.10	8.89	7.84
P/B	3.09	2.58	2.00	1.60
EV/EBITDA	6	6	5	5

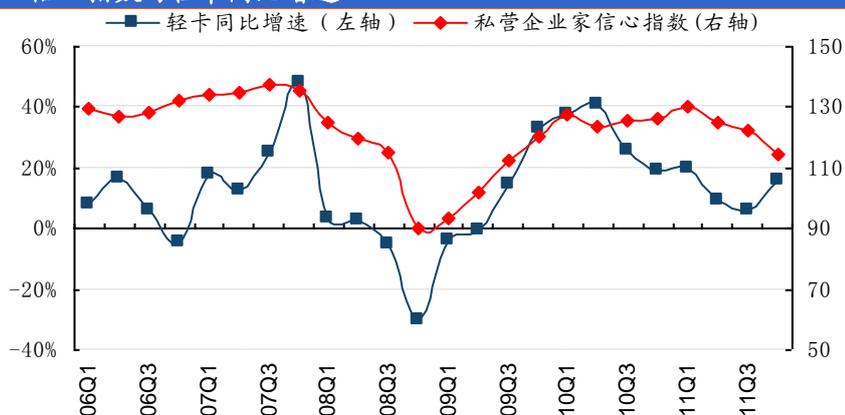
资料来源: 中投证券研究所

一、公司月度销量点评

公司本月共计销售整车 12,045 辆，环比-31.2%，同比-42.5%。其中轻客 3,331 辆，环比-41.8%，同比-45.1%；轻卡 2,813 辆，环比-41.2%，同比-64.8%；皮卡及 SUV 5,901 辆，环比-15.6%，同比-14.4%。

中投观点：由于春节假期影响，公司 1 月销量下滑明显。若考虑单日销量，轻卡与轻客环比下滑约 10%，皮卡与 SUV 环比增长约 30%。这主要因为轻卡与轻客属于生产工具，因而年末和年初购置行为较多，反映经济活力不足；而 SUV 属于消费品，年前为销售旺季，虽然由于工作日少而总量下滑，但日均销量仍维持在高位。我们认为 2 月中小企业开工后，轻卡与轻客需求将逐步恢复，而 SUV 日均销量将回落到正常水平。

图 1 信心指数与轻卡同比增速



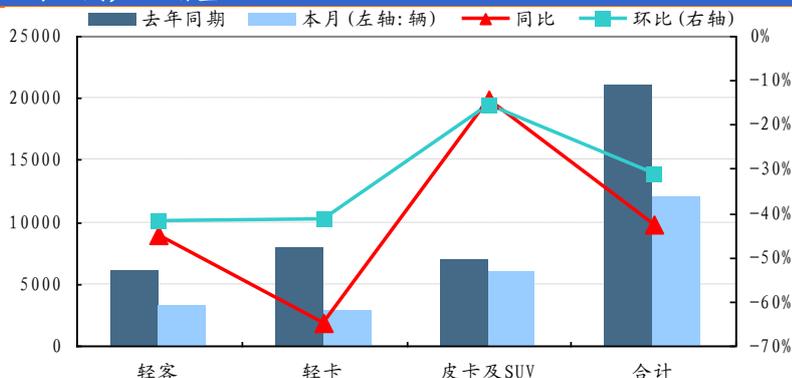
资料来源：wind、中投证券研究所

表 1 江铃汽车主要产品 1 月销量情况

	Jan-12	Dec-11	Jan-11	环比	同比	本月日均	上月日均	同期日均	环比	同比
轻客	3,331	5,726	6,071	-41.8%	-45.1%	167	185	196	-9.8%	-15.0%
轻卡	2,813	4,788	8,002	-41.2%	-64.8%	141	154	258	-8.9%	-45.5%
皮卡及 SUV	5,901	6,995	6,893	-15.6%	-14.4%	295	226	222	30.8%	32.7%
合计	12,045	17,509	20,966	-31.2%	-42.5%	602	565	676	6.6%	-11.0%

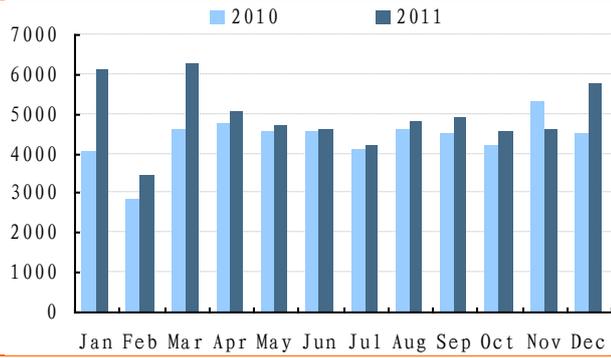
资料来源：江铃汽车产销快讯、中投证券研究所

图 2 公司主要产品销量



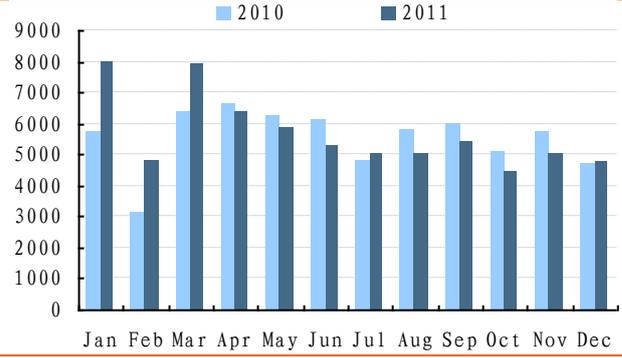
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司轻客月度销量 (万辆)



资料来源: CAAM、中投证券研究所

图 4 公司轻卡月度销量 (万辆)



资料来源: CAAM、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8075	9439	12389	15373
现金	5813	6836	9550	12245
应收账款	166	186	193	220
其他应收款	12	15	16	17
预付账款	306	330	373	408
存货	1436	1745	1906	2083
其他流动资产	341	328	351	400
非流动资产	3163	2973	2830	2681
长期投资	18	17	18	18
固定资产	2259	2321	2287	2208
无形资产	309	284	259	234
其他非流动资产	577	351	266	222
资产总计	11238	12412	15219	18054
流动负债	4762	4684	5324	5694
短期借款	25	27	26	26
应付账款	3118	3203	3710	4057
其他流动负债	1620	1453	1588	1611
非流动负债	233	254	250	251
长期借款	7	6	6	5
其他非流动负债	226	248	244	246
负债合计	4995	4938	5574	5945
少数股东权益	115	156	202	254
股本	863	863	863	863
资本公积	839	839	839	839
留存收益	4425	5615	7741	10152
归属母公司股东权益	6127	7317	9444	11855
负债和股东权益	11238	12412	15219	18054

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2718	1548	2519	2437
净利润	1747	1913	2172	2464
折旧摊销	305	136	143	147
财务费用	-93	-141	-183	-243
投资损失	-7	-8	-8	-8
营运资金变动	779	-419	401	81
其他经营现金流	-13	65	-7	-4
投资活动现金流	-373	15	14	15
资本支出	460	0	0	0
长期投资	0	-1	0	0
其他投资现金流	87	15	15	15
筹资活动现金流	-445	-540	181	243
短期借款	0	2	-1	0
长期借款	-1	-1	-1	-1
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-444	-542	183	243
现金净增加额	1899	1022	2715	2694

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	15768	17408	19469	21401
营业成本	11696	13053	14584	15984
营业税金及附加	287	317	355	390
营业费用	1019	1079	1207	1327
管理费用	820	870	973	1070
财务费用	-93	-141	-183	-243
资产减值损失	4	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	8	8	8
营业利润	2042	2234	2537	2878
营业外收入	4	8	8	8
营业外支出	13	4	4	4
利润总额	2033	2237	2540	2882
所得税	286	324	368	418
净利润	1747	1913	2172	2464
少数股东损益	35	41	45	52
归属母公司净利润	1712	1872	2126	2412
EBITDA	2254	2230	2497	2781
EPS (元)	1.98	2.17	2.46	2.79

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	51.1%	10.4%	11.8%	9.9%
营业利润	65.1%	9.4%	13.5%	13.5%
归属于母公司净利润	62.1%	9.4%	13.6%	13.4%
获利能力				
毛利率	25.8%	25.0%	25.1%	25.3%
净利率	10.9%	10.8%	10.9%	11.3%
ROE	27.9%	25.6%	22.5%	20.3%
ROIC	813.5	385.0%	-2238.	-702.1
偿债能力				
资产负债率	44.4%	39.8%	36.6%	32.9%
净负债比率	0.64%	0.68%	0.57%	0.53%
流动比率	1.70	2.02	2.33	2.70
速动比率	1.39	1.64	1.97	2.33
营运能力				
总资产周转率	1.61	1.47	1.41	1.29
应收账款周转率	135	98	102	103
应付账款周转率	4.53	4.13	4.22	4.12
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.98	2.17	2.46	2.79
每股经营现金流(最新摊薄)	3.15	1.79	2.92	2.82
每股净资产(最新摊薄)	7.10	8.48	10.94	13.73
估值比率				
P/E	11.05	10.10	8.89	7.84
P/B	3.09	2.58	2.00	1.60
EV/EBITDA	6	6	5	5

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学, 清华大学汽车工程系硕士、学士, 参与多项汽车产业部委研究课题, 2010 年加盟中投证券研究所

邢卫军, 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434