业绩稳定，未来面对竞争加剧 增持维持

投资要点:

- 半年报业绩基本上与业绩快报一致;
- 盈利水平下降，未来轻客产品面临的市场竞争加剧;
- 维持对江铃汽车的增持评级。

报告摘要:

- **半年报业绩基本与业绩快报一致。**江铃汽车 8 月 22 日晚发布 2011 年半年报，公司 2011 年上半年共实现归属于上市公司股东的净利润 10.79 亿元，实现基本每股收益 1.25 元，同比增长 3.53%，相对 2010 年同期业绩小幅增长，中报水平基本上与前期业绩快报一致;
- **公司销售收入依旧快速增长。公司** 2011 年上半年共实现汽车销售 10.53 万辆，同比增长 19.17%，实现销售收入 92.22 亿元，同比增长 20.14%，销量和收入都有快速增长;
- **公司盈利水平下降。**毛利率水平下降，以及营业税金及附加快速增长是盈利水平下降的主要原因，公司中报表示毛利率下降的主要原因是产品降价和原材料涨价，营业税金及附近的增加则来自于城市维护建设税及教育费附加增加以及销量增加带来的消费税增加;
- **公司主要产品市场份额稳定，但轻客面临的市场竞争会越来越激烈。**根据汽车工业协会的数据，江铃轻卡市场份额相对 2010 年底大约上升了大约 0.58 个百分点，轻客市场份额也基本稳定，但随着其它欧系轻客新产品的陆续投放，江铃轻客面临的市场竞争会越来越激烈;
- **我们维持对江铃汽车的增持评级。**江铃汽车是中国高端轻型商用车的典型代表，整体具备较高的盈利水平，公司的市场份额稳定，主要产品仍然具备相当的竞争力，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 2.23、2.54 和 2.88 元，维持原有的增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10433	15768	18921	21760	25024
同比增速	21.50%	51.13%	20.00%	15.00%	15.00%
净利润(百万元)	1056	1712	1929	2193	2487
同比增速	34.66%	62.06%	12.68%	13.72%	13.38%
基本每股收益(元)	1.22	1.98	2.23	2.54	2.88

资料来源：宏源证券、Wind 资讯

宏源汽车组

分析师:

祖广平（S1180510120011）

电话：010-88085610

Email：zuguangping@hysec.com

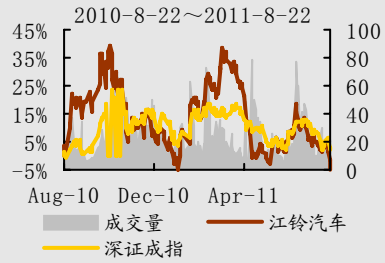
联系人:

于军华

电话：010-88085257

Email：yujunhua@hysec.com

市场表现



相关研究

1《宏源证券*中期策略报告*汽车行业：三季度乘用车登场，四季度商用车压轴**汽车行业*于军华》，2011.6

2《宏源证券*行业简评*4 月份汽车行业：狭义乘用车是 4 月份市场亮点**汽车行业*于军华》，2011.5

3《宏源证券*年报简评*江铃汽车：可持续发展的轻型商用车龙头*000550*汽车行业*于军华》，2011.3

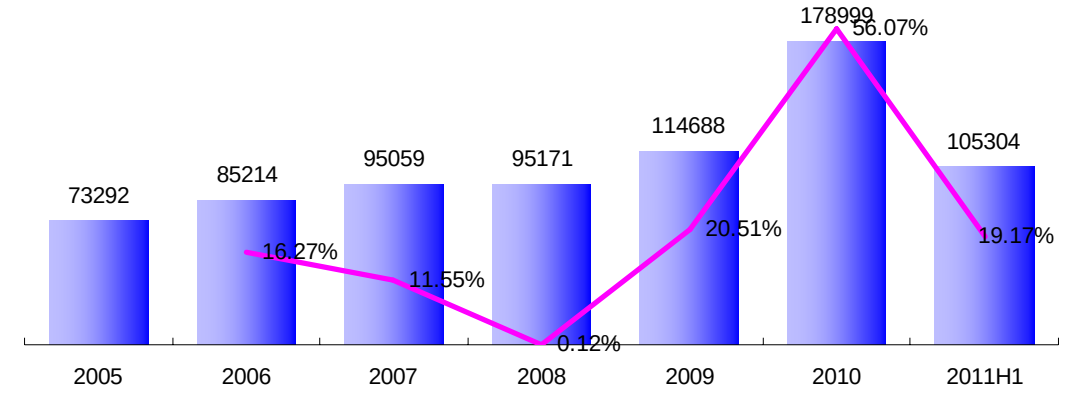
4《宏源证券*中报简评*江铃汽车：高端轻型商用车企业代表，期待 SUV 业务的突破*000550*汽车行业*于军华、陈盛军》，2010.8

一、上半年销量和销售收入都出现了快速增长

（一）上半年销量增长 19.17%

江铃汽车 2011 年上半年共实现汽车销售 10.53 万辆，同比增长 19.17%，增速要高于汽车市场整体水平。

图 1：江铃汽车年度销量（辆）及同比增速[①]



资料来源：宏源证券、江铃汽车

上半年江铃汽车 JMC 品牌皮卡及 SUV 增速最快，同比增长 27.86%，增速远远超过其他产品。

表 1：2011H1 年江铃汽车分产品销量情况

产品	本月数	去年同月数	本年累计数	去年同期累计数	累计同比增速
福特品牌商用车	4569	4535	29991	25227	18.88%
JMC 品牌卡车	5265	6083	38261	34157	12.02%
JMC 品牌皮卡及 SUV	5415	4489	37052	28979	27.86%
合计	15249	15107	105304	88363	19.17%

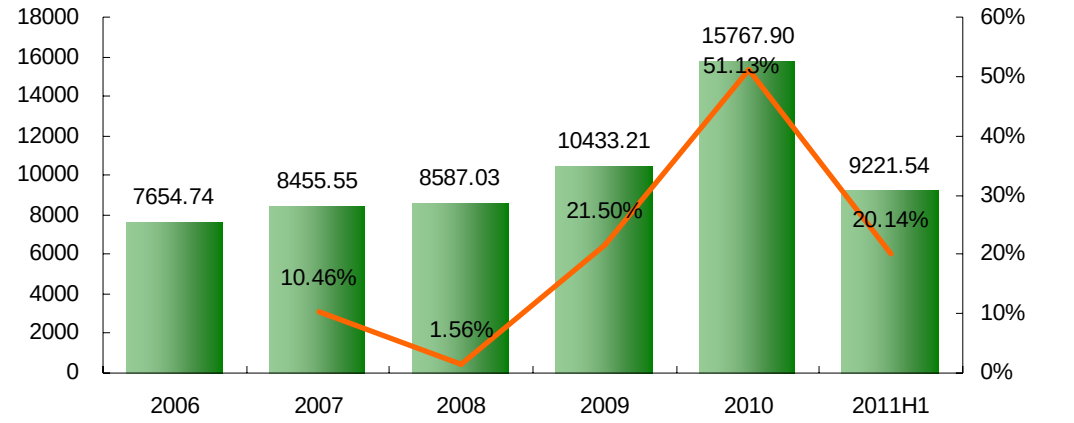
资料来源：宏源证券、江铃汽车

（二）上半年销售收入增长 20.14%

上半年江铃汽车共实现销售收入 92.22 亿元，同比增长 20.14%，其增速略高于销量增速，表明公司产品结构相对稳定。

[①] 江铃汽车年度销量数据来自于其年度报告及公告；

图 2：江铃汽车年度销售收入（百万元）及同比增速



资料来源：宏源证券、江铃汽车

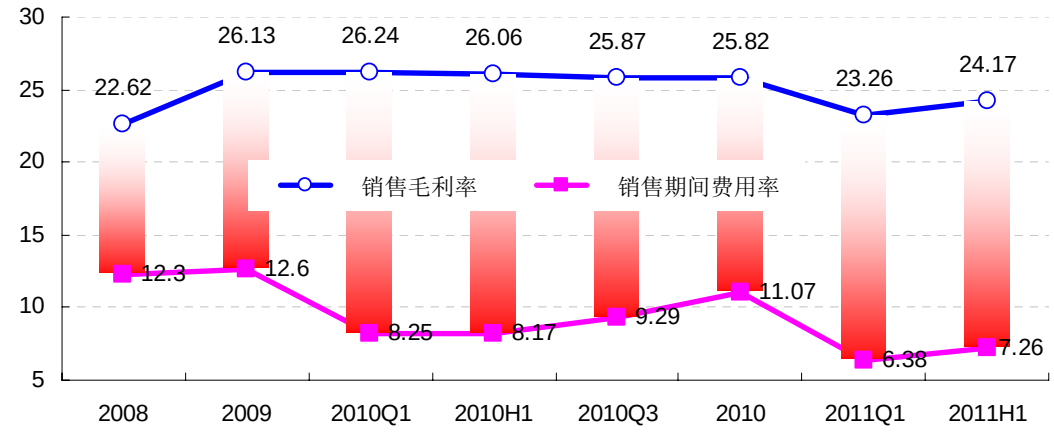
二、公司盈利能力下降

（一）毛利率水平下降

2011 年上半年，江铃汽车毛利率水平下降很快，1 季度毛利率为 23.26%，上半年为 24.17%，相对 2010 年毛利率水平下降比较快。

公司销售期间费用率稳定，公司对费用的控制良好。

图 3：江铃汽车分季度累计毛利率水平（%）及累计期间费用率（%）



资料来源：宏源证券、江铃汽车

（二）轻卡产品降价是公司毛利率水平下降的主要原因

2011 年 1 季度，在轻卡市场整体不景气的背景下，江铃汽车将自己轻卡的凯锐、凯运短轴系列降价 7000 元，该降价虽然稳定了公司在轻卡市场的份额，但也直接带来了公

司毛利率水平的下降。

图 4：江铃凯锐

资料来源：宏源证券、江铃汽车

图 5：江铃凯运

资料来源：宏源证券、江铃汽车

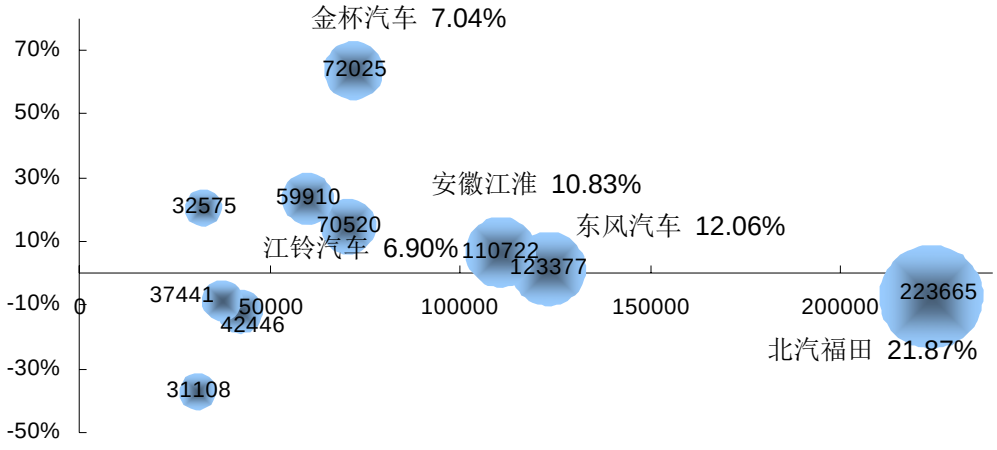
（三）营业税金及附加的快速增加也影响了公司的盈利能力

2011 年上半年江铃汽车实现的营业税金及附加为 2.63 亿元，同比增长高达 99.94%，这也在很大程度上影响了公司上半年的盈利水平。公司称原因主要是因为城市维护建设税及教育费附加增加以及销量增加带来的消费税增加。

三、公司市场份额基本稳定，但在轻客市场面临的竞争威胁增加

（一）公司轻卡市场份额稳定并且略有增长

图 6：2011H1 中国轻卡销量（辆），同比增速及市场份额[②]



资料来源：宏源证券、CAAM

[②] 该处数据来自于汽车工业协会，包括轻型卡车以及轻型卡车非完整车辆两部分，其中纵轴为同比增速，图内标注为市场份额；

江铃汽车 2011 年上半年共销售轻卡 70520 辆，占据了 6.90%的市场份额，相对 2010 年底略有增长，上升了大约 0.58 个百分点。

表 2：2011H1 年轻型卡车分厂商情况[③]

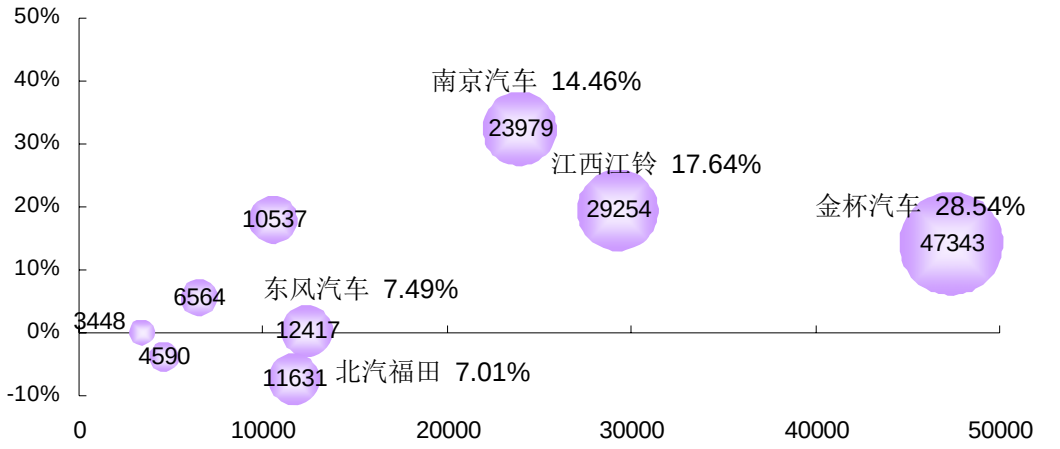
厂商	销量	同比增速	2011H1 市场份额	2010 市场份额
北汽福田	223665	-7.54%	21.87%	22.83%
东风汽车	123377	1.15%	12.06%	11.81%
安徽江淮	110722	6.81%	10.83%	9.03%
金杯汽车	72025	63.64%	7.04%	4.16%
江西江铃	70520	14.67%	6.90%	6.32%
长城汽车	59910	23.38%	5.86%	5.26%
山东凯马	42446	-11.86%	4.15%	4.83%
南京汽车	37441	-8.89%	3.66%	3.70%
庆铃汽车	32575	20.50%	3.19%	2.35%
中国一汽	31108	-37.08%	3.04%	4.49%

资料来源：宏源证券、CAAM

（二）公司轻客市场份额稳定，但面临竞争威胁增加

2011 年上半年，在欧系轻客产销两旺的背景下，江铃汽车共销售轻客 29254 辆，同比增长 19.31%，占据了轻客市场 17.64%的市场份额，市场份额相对稳定。

图 7：2011H1 中国轻型客车销量（辆），同比增速以及市场份额[④]



资料来源：宏源证券、CAAM

③ 该数据来自于汽车工业协会，包括轻型卡车与轻型卡车非完整车辆，与公司数据略有出入；
④ 该处数据来自于汽车工业协会，包括轻型客车以及轻型客车非完整车辆两部分，其中纵轴为同比增速，图内标注为市场份额；

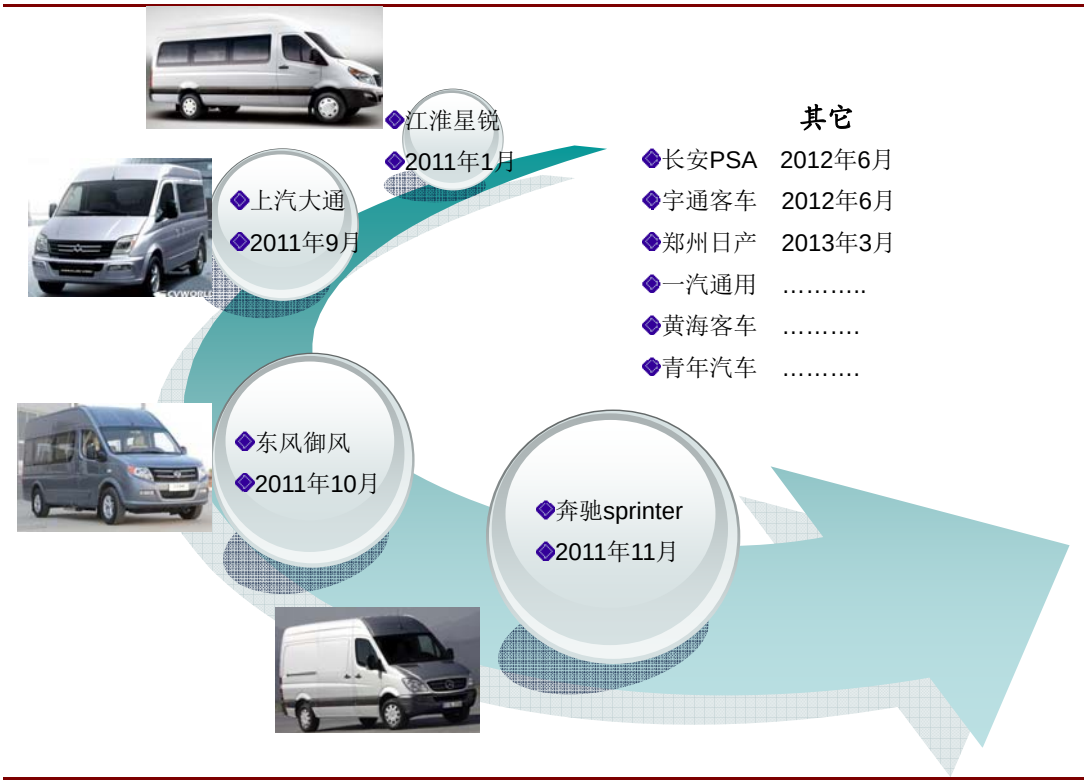
表 3：2011H1 年轻型客车分厂商情况[5]

厂商	销量	同比增速	2011H1 市场份额	2010 市场份额
金杯汽车	47343	14.12%	28.54%	27.98%
江西江铃	29254	19.31%	17.64%	17.86%
南京汽车	23979	32.31%	14.46%	12.14%
东风汽车	12417	0.31%	7.49%	9.55%
北汽福田	11631	-7.33%	7.01%	8.37%
安徽江淮	10537	18.02%	6.35%	6.49%
厦门金旅	6564	5.70%	3.96%	4.67%
郑州宇通	5577	183.24%	3.36%	1.33%
厦门金龙	4590	-3.81%	2.77%	3.67%
福建新福达	3448	-	2.08%	-

资料来源：宏源证券、CAAM

欧系轻客产品不断投入，江铃轻客面临的竞争加剧。江铃全顺轻客和南京依维柯轻客是中国欧系轻客市场的典型代表，2011 年上半年轻客市场的增长主要来自于对欧系轻客需求的增加，受此吸引，欧系轻客新产品将不断引入，江铃轻客面临的竞争会越来越激烈。

图 8：2011 年已经上市和即将上市的欧系轻客



资料来源：宏源证券

[5] 该数据来自于汽车工业协会，与客车信息统计网略有差异，主要体现在非完整车辆部分。

表 4：江铃汽车预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	5757	6288	10650	11706	营业收入	15768	18921	21760	25024
应收和预付款项	801	826	1049	1112	营业成本	11696	14286	16537	19143
存货	1436	2202	2010	2866	营业税金及附加	287	416	435	450
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	1019	1135	1349	1602
长期股权投资	18	26	36	48	管理费用	820	908	1001	1101
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	-93	-134	-190	-251
固定资产和在建工程	2631	2041	1451	861	资产减值损失	4	4	5	6
无形资产和开发支出	309	269	229	189	投资收益	7	9	10	11
其他非流动资产	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	10952	11653	15426	16781	他经营损益	0	0	0	0
短期借款	25	0	0	0	**营业利润**	2042	2314	2632	2984
应付和预收款项	4451	3525	5419	4644	其他非经营损益	-8	0	0	0
长期借款	7	7	7	7	**利润总额**	2033	2314	2632	2984
其他负债	227	227	227	227	所得税	286	346	393	446
负债合计	4709	3759	5652	4878	净利润	1747	1969	2239	2538
股本	863	863	863	863	少数股东损益	35	40	45	51
资本公积	839	839	839	839	**归属母公司股东净利润**	1712	1929	2193	2487
留存收益	4425	6037	7870	9949	**EPS（元）®**	1.98	2.23	2.54	2.88
归属母公司股东权益	6127	7739	9573	11651					
少数股东权益	115	155	201	252	**主要财务比率**				
股东权益合计	6243	7895	9773	11903	**成长能力**				
负债和股东权益合计	10952	11653	15426	16781	销售收入增长率	51.13%	20.00%	15.00%	15.00%
					净利润增长率	61.74%	12.68%	13.72%	13.38%
现金流量表					**获利能力**				
经营活动现金流量净额	2710	737	4532	1213	毛利率	25.82%	24.50%	24.00%	23.50%
税后经营利润	305	625	625	625	销售净利率	11.08%	10.40%	10.29%	10.14%
折旧与摊销	4	4	5	6	ROE	27.93%	24.92%	22.91%	21.34%
资产减值损失	-93	-134	-190	-251	**偿债能力**				
利息费用	305	625	625	625	资产负债率	43.00%	32.25%	36.64%	29.07%
存货的减少	-386	-766	192	-856	流动比率	1.79	2.64	2.53	3.38
经营性应收项目的减少	-446	-26	-222	-64	速动比率	1.47	2.02	2.16	2.76
经营性应付项目的增加	1611	-926	1894	-774	**营运能力**				
投资活动现金流量净额	-373	0	0	0	总资产周转率	1.44	1.62	1.41	1.49
筹资活动现金流量净额	-445	-207	-170	-157	应收账款周转率	32.65	32.15	33.80	32.35
现金流量净额	1892	531	4362	1056	存货周转率	8.14	6.49	8.23	6.68

资料来源：宏源证券（根据 Wind 模型调整）

® 以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算。

联系人简介:

于军华：宏源证券研究所汽车行业研究员，中国人民大学经济学硕士，CPA，CFA L3 Candidate，原国家信息中心汽车行业分析师，5 年汽车咨询行业从业经验。

主要研究覆盖公司：上海汽车、华域汽车、海马股份、中国重汽、潍柴动力、一汽轿车、长安汽车、宇通客车、福耀玻璃、江淮汽车等。

机构销售团队			
重点机构	**华北区域**	**华东区域**	**华南区域**
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	**郭振举** 010-88085798 guozhenju@hysec.com	**张珺** 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	**崔秀红** 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	**牟晓凤** 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	**王俊伟** 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	**雷增明** 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	**赵佳** 010-88085291 zhaojia@hysec.com	**罗云** 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。