

江铃汽车 (000550)

买入/维持评级

股价: RMB23.08

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孙景开
(0755)82776409
sunjingkai@mail.htlhsc.com.cn

江铃汽车调研简报

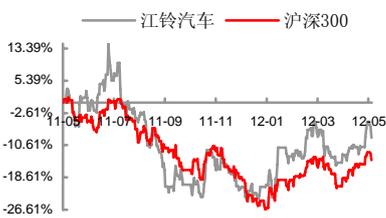
- 公司仍稳步进行着“挖潜式增长”向“要素投入式增长”路径的转型，新产品投放有条不紊。12年六七月份将投放 N350 驭胜的皮卡版，12年3季度投放中卡 N800，新时代全顺 (V348) 在 2013 年将有一个较大的改款推出，福特全球开发的 V362 是老全顺 (VE83) 的改款，比目前的新时代全顺 (V348) 还新，投产时间预计为 2015 年，公告的 U375 项目是 2015 年引入一款福特全球开发的基于 T6 平台的 SUV，公司自己也在规划一款较小型的汽油版 SUV，估计到 2016 年推出。公司战略转型仍值得期待。
- 同时我们认为市场也不应该有过分的期待。江铃目前仍没有形成有效的自主研发和技术创新的能力，未来发展很大程度上取决于福特中国战略。我们认为福特在中国市场上推广乘用车主要还是通过长安福特，这是在既有产业链布局基础上做出的较现实选择。从目前的信息看，预计将引入江铃的福特全球开发的 SUV 也是基于皮卡平台进行研发。
- 新投资的小蓝厂将在 13 年二季度完工，三季度投产。公司的计划是关闭现有的全顺厂，搬到小蓝厂生产。13 年下半年公司产能将为双班 43~44 万。未来驭胜的皮卡版和轿车版也将逐步搬过去。整体上，小蓝厂的投产引起的年新增折旧我们估计在 8000 万以下，相对于 2011 年 21.3 亿的税前利润，年新增折旧对业绩的压力不太明显。
- 作为公司成长模式转变的关键突破点，驭胜的销量未达市场预期。公司认为驭胜未达预期的主要原因是驭胜是一个新的品牌，公司原来预计老客户对江铃品牌的信任会使驭胜有个不错的销量，所以没有花很多钱做宣传，但实际的竞争大于预期，产品本身问题不大，价格也许也稍贵。我们认为随着驭胜的产品配置逐渐丰富，营销方面投入一定的增加，以及消费者逐步体验到驭胜的物有所值，这款 SUV 的销量仍有较大提升空间。
- 公司 4 月份公告的销量表现较好，销售 20773 辆，同比增长 16.4%，其中有两个原因：1、有一笔两千多辆的出口阿尔及利亚的订单，公司平时一个月 1200 台左右外销，4 月因为这笔订单有 2800 台外销；2、4 月底进行管理软件系统切换，4 月 29 日~5 月 3 日几天停产，先把货发给经销商。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	863
流通 A 股 (百万股)	519
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	11,983

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	17457	19035	22394
(+/-%)	10.7%	9.0%	17.6%
归属母公司净利润(百万元)	1871	1922	2258
(+/-%)	9.3%	2.8%	17.5%
EPS(元)	2.17	2.23	2.62
P/E(倍)	10.68	10.39	8.84

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

我们认为公司仍稳步进行着“挖潜式增长”向“要素投入式增长”路径的转型。公司新产品投放有条不紊，12年六七月份将投放 N350 取胜的皮卡版，12年3季度投放中卡 N800，新时代全顺（V348）在2013年将有一个较大的改款推出，福特全球开发的 V362 是老全顺（VE83）的改款，比目前的新时代全顺（V348）还新，投产时间预计为2015年，预计2015年引入一款福特全球开发的基于 T6 平台的 SUV，公司自己也在规划一款较小型的汽油版 SUV，估计要到2016年推出。公司战略转型仍值得期待。

但同时我们认为市场也不应该有过分的期待。江铃目前仍没有形成有效的自主研发和技术创新的能力，未来发展很大程度上取决于福特中国战略。我们认为福特在中国市场上推广乘用车主要还是通过长安福特，这受到既有的产业链布局的约束。从目前的信息看，预计将引入江铃的福特全球开发的 SUV 也是基于皮卡平台。

新产品投放有条不紊

12年六七月份将投放 N350 取胜的皮卡版，非承载式车身，与皮卡共用平台。另外取胜的汽油版也已经推出，外购三菱 4G69 MPI 发动机。

在高端轻卡市场，源自五十铃技术的庆铃、江铃一直以来占据绝对垄断地位。公司09年底推出的 N900 宽体轻卡是公司轻卡向上延伸的主要产品。将于2012年3季度投放中卡 N800，最大载重10吨左右，公司在卡车市场进一步向上延伸。

新时代全顺（V348）在2013年将有一个较大的改款推出。

福特宣称到2015年前将有15款产品引入中国市场，大部分是乘用车，主要在长安福特那边。商用车也有几款产品，其中之一的就是江铃在4月份公告的 U375 的 SUV 产品。

这款 SUV 是福特全球开发的全新产品，目前在澳洲进行开发，预计于2015年投放，基于福特 T6 平台。定位中高端。

我们猜测这款 SUV 原型可能是目前的福特 Everest，这是一款国内不太熟悉的产品，跟福特 T6 平台上的 Ranger 皮卡有很近关系。不过 U375 是一款全新开发的产品，未来可能会较现有产品有一定差别。

图 1： 福特 Everest



资料来源：福特公司网站，华泰联合证券研究所

图 2: 福特 Ranger T6



资料来源: 福特公司网站, 华泰联合证券研究所

另外一款将引入中国市场的是福特全球开发的 V362, 是老全顺 (VE83) 的改款, 比目前的新时代全顺 (V348) 还新, 投产时间预计为 2015 年, 老全顺将同时停产。

公司自己也在规划一款较小型的汽油版 SUV, 估计要到 2016 年推出。

新增产能的折旧压力不明显

公司目前全顺厂产能 6~7 万, 除全顺厂之外产能 20 万, 将来可以提升到双班 23~24 万。新投资的小蓝厂将在 13 年二季度完工, 三季度投产。公司的计划是关闭现有的全顺厂, 搬到小蓝厂生产, 小蓝厂的产能为双班 20 万, 如果三班生产可以扩充到 30 万。整体上 13 年下半年公司产能将为双班 43~44 万。未来取胜的皮卡版和轿车版也将逐步搬过去。

小蓝厂总投资 21.3 亿, 其中工程费 19.2 亿, 包含建筑费用 6.0 亿, 设备购置与安装费用 13.1 亿, 按建筑 2.5%、设备 8% 的年折旧率计算, 我们估计小蓝厂的年折旧约 1.2 亿。

全顺厂 6~7 万的产能搬过去, 我们估计将减少 4000~5000 万左右的折旧。整体上, 小蓝厂的投产引起的年新增折旧我们估计在 8000 万以下, 相对于 2011 年 21.3 亿的税前利润, 年新增折旧对业绩的压力不太明显。

表格 1: 江铃汽车折旧方法

项目	预计使用寿命	预计净残值率	年折旧率
房屋及建筑物	35-40 年	4%	2.4%至 2.7%
机器设备	10-15 年	4%	6.4%至 9.6%
运输工具	6-10 年	4%	9.6%至 16%
模具	5 年	0%	20%
电子及其他设备	5-7 年	4%	13.7%至 19.2%

资料来源: 公司财报, 华泰联合证券研究所

驭胜仍值得期待

作为公司成长模式转变的关键突破点，驭胜的销量未达市场预期。驭胜目前一个月销量约 800 台。

公司认为驭胜没达预期的主要原因是驭胜是一个新的品牌，虽然 10 年年底就上市了，11 年四五月份才把车送到经销商店里，公司原来预计老客户对江铃品牌的信任会使驭胜有个不错的销量，所以没有花很多钱做宣传，但实际的竞争大于预期，产品推广速度慢了点，现在几个月增加了宣传投资，产生了效果，产品本身问题不大，价格也许也是一个问题，稍贵了点，用的东西是好的，但消费者对于一个新品牌更看重价格。

公司介绍驭胜已经在逐步从商用车渠道中独立出去，大型经销商会单独卖驭胜，小一点的会暂时和皮卡一起卖，未来也将独立。

驭胜的汽油版已经推出，外购三菱 4G69 MPI 发动机，13 年会推出自动变速箱版。

我们认为随着驭胜的产品配置逐渐丰富，营销方面投入一定的增加，以及消费者逐步体验到驭胜的物有所值，这款 SUV 的销量仍有较大提升空间。而从公司以往做产品的特点来看，也都是稳扎稳打，逐步提升销量。

四月份销量的良好表现有暂时性

公司 4 月份公告的销量表现较好，销售 20773 辆，同比增长 16.4%，相对于行业整体表现突出。其中有两个原因：1、有一笔两千多辆的出口阿尔及利亚的订单，公司平时一个月 1200 台左右外销，4 月因为这笔订单有 2800 台外销；2、4 月底进行管理软件系统切换，4 月 29 日~5 月 3 日几天停产，先把货发给经销商。

公司计划 2012 年销售收入 200 亿，较 11 年 174 亿的营业收入增长 15% 左右。

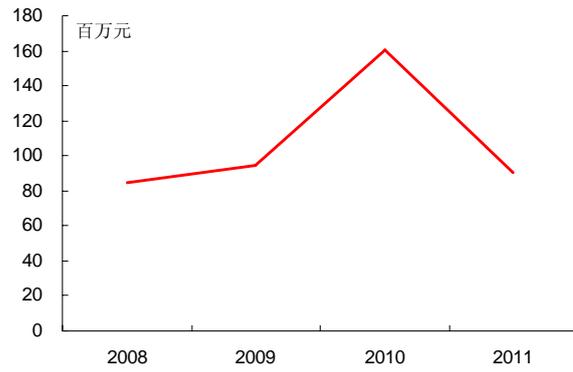
根据对目前汽车市场的分析，我们相对保守一点，预计公司 12 年销售收入 190 亿，同比增长 9%。

12 年三包费用不会明显反弹

2011 年公司对产品三包计提标准及截止 2011 年 6 月底的相关计提余额进行了调整。本次调整对公司 2011 年度税前利润的影响为增加税前利润 64,776,464 元。

公司以往三包费用计提标准太保守，11 年是对以前年度的修正。12 年还会向下调整以前多计提的部分，不过不会有 11 年那么大。

图 3： 公司保修费用



资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济下滑超预期；
- 2、SUV 销量未达预期；
- 3、福特中国战略转变。

盈利预测

资产负债表				利润表			
单位:百万元				单位:百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	会计年度	2011	2012E	2013E
流动资产	7987	9499	11197	营业收入	17457	19035	22394
现金	5385	6540	7764	营业成本	13144	14292	16819
应收账款	309	379	446	营业税金及附	514	533	627
其他应收款	15	9	16	营业费用	1010	1085	1276
预付账款	178	284	281	管理费用	915	990	1164
存货	1140	1715	2018	财务费用	-168	-144	-170
其他流动资产	959	571	672	资产减值损失	11	5	7
非流动资产	3833	4241	4860	公允价值变动	-7	0	0
长期投资	18	18	18	投资净收益	5	6	6
固定资产	2280	2882	3437	营业利润	2029	2280	2676
无形资产	293	268	243	营业外收入	101	6	6
其他非流动	1242	1073	1162	营业外支出	3	6	6
资产总计	11820	13740		利润总额	2127	2280	2676
流动负债	4193	4895	5342	所得税	226	319	375
短期借款	0	25	25	净利润	1901	1961	2302
应付账款	2945	3506	3947	少数股东损益	30	39	43
其他流动负	1248	1364	1370	归属母公司净	1871	1922	2258
非流动负债	199	199	199	EBITDA	2204	2505	2999
长期借款	6	6	6	EPS (元)	2.17	2.23	2.62
其他非流动	193	193	193				
负债合计	4393	5094	5541	主要财务比率			
少数股东权	115	154	197	会计年度	2011	2012E	2013E
股本	863	863	863	成长能力			
资本公积	839	839	839	营业收入	10.7%	9.0%	17.6%
留存收益	5609	6789	8616	营业利润	-0.6%	12.4%	17.4%
归属母公司	7312	8492	10319	归属母公司净	9.3%	2.8%	17.5%
负债和股东	11820	13740	16057	获利能力			
				毛利率(%)	24.9%	24.9%	24.9%
				净利率(%)	0.0%	9.7%	0.0%
				ROE(%)	25.6%	22.6%	21.9%
				ROIC(%)	93.1%	97.1%	85.3%
				偿债能力			
				资产负债率	37.2%	37.1%	34.5%
				净负债比率	0.15%	0.61%	0.56%
				流动比率	1.90	1.94	2.10
				速动比率	1.63	1.59	1.72
				营运能力			
				总资产周转率	1.51	1.49	1.50
				应收账款周转	73	55	54
				应付账款周转	4.34	4.43	4.51
				每股指标(元)			
				每股收益(最新)	2.17	2.23	2.62
				每股经营现金	1.33	2.93	2.99
				每股净资产(最)	8.47	9.84	11.95
				估值比率			
				P/E	10.68	10.39	8.84
				P/B	2.74	2.35	1.94
				EV/EBITDA	6	5	5

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。