

公司处于转型期，短期待经济企稳回升 带动销量及业绩增长

投资要点： 2012年三季报

1、事件

公司前三季度实现销售收入 127.46 亿元，同比下降 4%；实现归属于上市公司股东的净利润 11.77 亿元，同比下降 20.47%，EPS1.36 元；第三季度实现收入上收入 40.24 亿元，同比下降 1.56%，净利润 3.35 亿元，EPS0.39 元，业绩基本符合预期。

2、我们的判断与分析

(1) 宏观经济不振，公司整体销量受影响

公司是轻型商用车的龙头企业，其产品下游需求波动与宏观经济紧密相关。前三季度公司共销售整车 14.81 万辆，同比下降 1%，其中 JMC 销售轻卡 5.18 万辆，同比下降 3%，销售全顺 4.09 万辆，同比下降 7%，受促销和降价的刺激 JMC 皮卡及 SUV 公司共销售 5.55 万辆，销量同比增长 7%。分车型来看，JMC 品牌轻卡在前三季度轻卡总销量下降 5.33% 的背景下市场份额略有提升，达到 7.4%，比去年同期增长 0.7 个百分点。全顺产品遭遇欧系轻客市场竞争加剧的影响，市场份额下降 1.9% 至 15.6%。由于欧系轻客所在市场相对高端、竞争格局稳定，利润率高，也成为新进者的首选市场。在 2011 年前宽体轻客的主力车型仅福特全顺、南京依维柯，但 2011 年起逐渐有奔驰 Sprinter、江淮 M209、东风 A08 以及上汽 LDV（大通）等多款欧系轻客加入。

(2) 毛利率略有提升，但销售费用、管理费用增加致净利率下降

公司前三季度综合毛利率为 24.69%，同比提升 0.33 个百分点。三季度单季毛利率为 25.25%，环比二季度略提升 0.26 个百分点。公司期间费用率明显增加，从二季度的 9.27% 上涨至 10.52%，同比增加 2.34 个百分点。在销售费用方面，公司为了抵抗竞争巩固市场份额，加大了促销力度，也采取了一些策略性降级以及销售组合拳，使得销售费用率达 6.33%，同比上涨 1.28 个百分点。管理费用率为 4.25%，同比增加 0.48 个百分点，第三季度公司管理费用同比增加 1.34 亿元，同比上升 72%，管理费用率达 5.43%，主要是公司研发费用、工资福利以及折旧费用增长所致。

江铃汽车（000550.SZ）

谨慎推荐

维持评级

分析师

杨华超

☎：(8621) 2025 2681

✉：yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050003

戴卡娜

☎：(8610) 6656 8028

✉：daikana@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512080002

特别鸣谢：

张熙

☎：(8610) 8357 4030

✉：zhangxi_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.10.28

A 股收盘价(元)	14.80
A 股一年内最高价(元)	25.30
A 股一年内最低价(元)	13.17
上证指数	2066.21
总股本(亿股)	8.63
实际流通 A 股(亿股)	5.16

(3) 产品转型将致今明两年资本支出增加

公司在建工程较年初增加 7.1 亿元，同比上升 72%，主要是因为小蓝厂区产能投资以及 JX4D24 发动机二期项目资本性支出投入的增加所致，小蓝基地预计明年上半年完全投产，但现在起已开始部分转固，因此今明两年是公司产品及配套零部件的转型期，也是资本支出的高峰期。但从公司公告中看出，已批准的几个主要项目均在顺利进行，N351 SUV 自动挡车型项目拓展、N330 产品项目（自主开发的下一代 SUV 产品）、N800 项目（自主开发的下一代卡车产品）、J08 产品项目（从福特引进的一款 SUV 产品）、J09 产品项目（从福特引进的新一代全顺产品）、J10 产品项目（在现有皮卡平台上开发的一款升级皮卡）。部分项目的车型上量和业绩贡献黄金时期在 2014、2015 年，目前公司处于产品及业绩的蓄势期。

(4) 看好福特在中国市场的转型及公司的长期增长空间

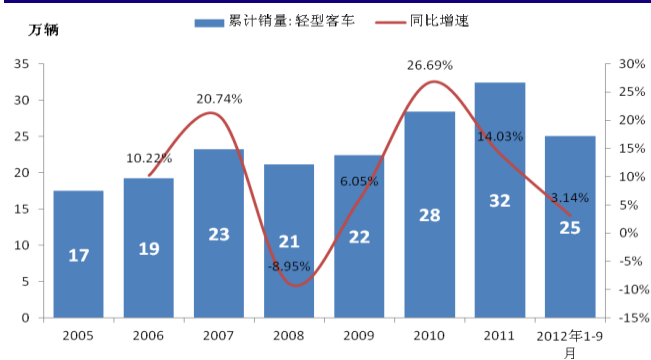
福特是江铃汽车的最大单一股东，也是福特在中国商用车发展的唯一平台，随着福特中国“1515”战略的实施，我们仍然认为，公司长期的发展空间已经打开。

从公司的股权结构来看，目前福特是江铃的单一最大股东，福特将利用江铃优质的商用车品牌扩展其在华的商用车业务，从目前公司的产品引进和产能布局来看，福特将参与更多商用车细分市场的竞争与扩展，其市场份额也会随之提高。

3、投资建议

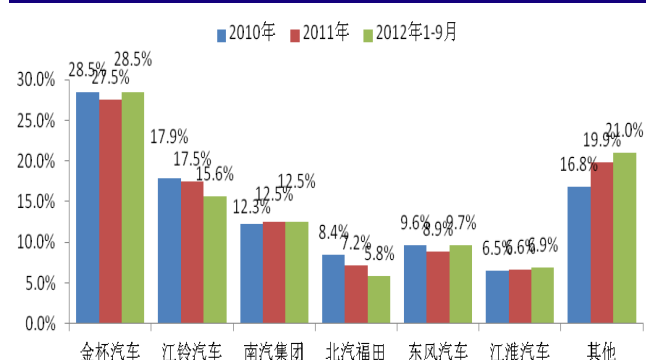
综合考虑，我们小幅下调公司的盈利预测，预计 2012、2013 年 EPS 分别为 1.89 元，2.01 元，当前股价对应的 PE 分别为 7.8x、7.3x，估值偏低。我们认为，四季度公司销量和业绩都将企稳回升，一方面宏观经济环比向好，另一方面，公司下半年推出了 N350 平台上打造的高端皮卡域虎，同时也将继续对驭胜 SUV 进行价格及渠道优化，以及即将推出全新中卡 N800 都将对销量予以提振。公司将继续保持 5% 以上的股息收益率，我们继续给予“谨慎推荐”的投资评级。

图 1：轻客行业销量下滑



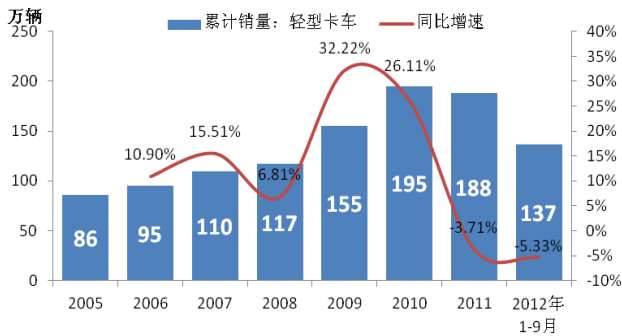
资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

图 2：轻客行业市场份额情况



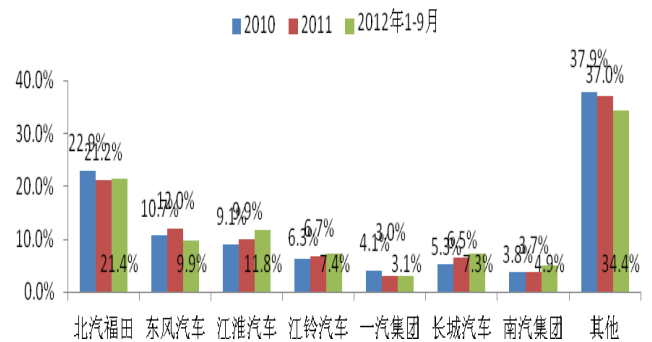
资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

图 3: 轻卡行业增速下滑



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

图 4: 轻卡行业市场份额情况



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

附表 1: 公司财务报表预测 (万元)

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	581,316	538,498	645,364	778,955	960,111	营业收入	1,576,790	1,745,700	1,717,906	1,828,357	2,041,009
应收票据	31,670	93,379	49,586	52,774	58,912	营业成本	1,169,639	1,314,386	1,293,541	1,376,379	1,535,868
应收账款	16,628	30,861	29,131	31,004	34,610	营业税金及附加	28,728	51,392	31,299	33,312	37,186
预付款项	30,611	17,834	17,551	18,675	20,839	销售费用	101,905	101,026	109,692	116,745	130,323
其他应收款	1,165	1,543	1,519	1,616	1,804	管理费用	82,028	91,457	92,050	97,968	109,362
存货	143,649	114,025	112,217	119,403	133,239	财务费用	(9,343)	(16,758)	(2,595)	(2,620)	(2,862)
长期股权投资	1,793	1,785	2,496	3,207	3,918	资产减值损失	372	1,080	186	186	186
固定资产净额	225,898	227,996	258,782	267,244	257,471	投资收益	711	473	711	711	711
在建工程	37,155	99,173	81,314	58,107	38,651	营业利润	204,172	202,919	194,444	207,098	231,656
无形资产净值	30,917	29,330	42,973	49,048	51,339	营业外净收入	(835)	9,806	(835)	(835)	(835)
递延所得税资产	20,506	25,018	25,018	25,018	25,018	税前利润	203,338	212,725	193,609	206,264	230,822
资产总计	1,123,77	1,181,98	1,268,49	1,407,59	1,588,45	所得税	28,636	22,642	27,266	29,048	32,507
短期借款	2,457	0	0	0	0	净利润	174,702	190,083	166,343	177,215	198,315
应付票据	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	171,161	187,092	162,972	173,624	194,296
应付账款	311,773	294,544	289,873	308,436	344,176	少数股东损益	3,540	2,991	3,371	3,591	4,019
预收款项	42,543	12,871	12,667	13,478	15,040	基本每股收益	1.98	2.17	1.89	2.01	2.25
应付职工薪酬	16,960	16,403	16,142	17,176	19,166	摊薄每股收益	1.98	2.17	1.89	2.01	2.25

应交税费	10,920	7,037	8,474	9,028	10,102	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	90,772	86,887	85,509	90,985	101,528	成长性					
一年内到期的非流动负债	43	41	41	43	48	营业收入增长率	51.1%	10.7%	-1.6%	6.4%	11.6%
长期借款	694	619	619	619	619	EBIT 增长率	64.9%	-3.6%	2.1%	6.6%	11.9%
长期应付款	5,457	5,220	5,137	5,466	6,099	净利润增长率	62.1%	9.3%	-12.9%	6.5%	11.9%
专项应付款	0	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	499,512	439,273	433,676	460,227	511,666	毛利率	25.8%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
所有者权益合计	624,259	742,712	834,819	947,368	1,076,790	净利率	10.9%	10.7%	9.5%	9.5%	9.5%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	EBITDA/营业收入	12.3%	10.7%	13.3%	13.4%	13.3%
净利润	174,702	190,083	166,343	177,215	198,315	ROE	27.9%	25.6%	19.9%	18.7%	18.4%
折旧与摊销	0	0	36,765	40,338	42,772	ROIC	26.6%	21.7%	19.7%	18.5%	18.2%
经营活动现金流	271,766	76,636	241,845	227,302	263,016	估值指标					
投资活动现金流	(37,292)	(189)	(63,336)	(31,668)	(15,834)	PE	7.5	6.8	7.8	7.4	6.6
融资活动现金流	(44,540)	(60,012)	(71,642)	(62,044)	(66,026)	P/S	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
净现金流	189,934	16,436	106,866	133,591	181,157	P/B	2.1	1.7	1.6	1.4	1.2
期初现金余额	391,382	581,316	538,498	645,364	778,955	EV/EBITDA	3.6	3.9	2.8	2.0	1.2
期末现金余额	581,316	597,752	645,364	778,955	960,111	股息收益率	0.00%	5.81%	5.81%	5.06%	5.39%

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

杨华超，戴卡娜，汽车行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn