

机械、汽车

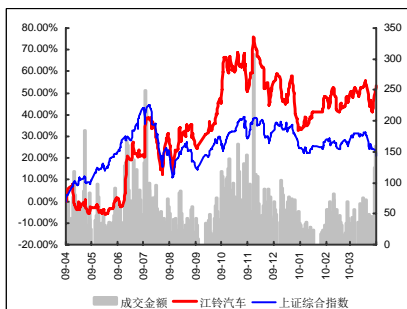
报告原因: 季报点评

2010年4月28日

市场数据: 2010年4月28日

收盘价	22.16
流通市值(百万元)	11433.95
52周内高	26.20
52周内低	2.10
总市值(百万元)	19128.82

一年股价走势



分析师  
张旭

联系人

白宇

010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

江铃汽车 (000550)

高盈利能力有望维持

买入

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2008A	8587	1.6%	22.6%	797	2.8%	0.91	24
2009A	10433	21.5%	26.1%	1080	35.5%	1.22	18
2010E	13355	28.0%	25.5%	1625	50.5%	1.84	12
2011E	15358	15.0%	25.5%	1890	16.3%	2.14	10

投资要点:

- ◆ **首季公司业绩表现突出。**首季度公司营收达到 35.7 亿元, 同比增长 65%, 净利润达到 5 亿元左右, 同比增长 164%。公司 1 季度业绩如此突出的表现主要有三方面的原因: 1) 产品销量高涨带动下收入增长; 2) 毛利率继续保持 26% 的高位; 3) 期间费用率大幅度下降, 从 09 年年报的 12.6% 下降到当期 8.25%, 幅度较大。
- ◆ **1 季度产销创新高, 看好下半年细分车型市场的增长。**公司 1 季度汽车销量达到 4.1 万辆, 较去年同期增长 71%。细分车型当中, 全顺轻客销量达到 1.1 万辆, 同比增长 106%, JMC 轻卡销量 1.5 万辆, 同比增长 64%, 皮卡及 SUV 车型销量 1.5 万辆, 同比增长 83%。公司作为轻型商用车龙头企业, 会较大程度的受益与经济的快速增长。我们认为城市物流运输增长的带动下, 公司产品在 10 年有望超过 20%。
- ◆ **毛利率水平未来下降空间不大。**一季度, 公司的全顺轻型客车销量继续上升, 同时公司高端轻卡及皮卡的销量占比继续提升, 这部分带动了公司毛利的继续维持高位。同时, 公司 1 季度原材料成本应该仍处于低位, 公司 09 年年末的原材料存货 3.1 亿元左右, 大概是公司产品成本的 12% 左右, 而钢铁成本大概在公司成本的比重应在 10% 左右, 因此我们分析公司 1 季度主要是在消化低价的原材料, 这也是公司毛利率能够继续保持较高水平的原因。由于原材料在成本当中的比重不大, 因此公司毛利对钢价的敏感性较低, 大概测算为原材料价格上涨 20%, 公司毛利下降 1 个百分点左右。而板材价格 10 年 1 季度的均价大概相对 09 年 4 季度有 10% 左右的增长, 因此我们认为 2 季度钢材成本仍将维持低位。另外, 我们对钢价在 10 年 2、3 季度的上涨也保持谨慎态度。综合来看, 我们认为公司未来毛利水平下降的空间并不大。

- ◆ **期间费用率为正常经营结果，未来异动的可能性不大。**1 季度公司期间费用率大幅度下降，其中销售费用率仅为 5%，较 09 年下降 2 个百分点，管理费用率 3.6%，较 09 年下降 2 个百分点。公司一向以经营稳健著称，在财务费用率控制以及营运能力上尤其表现出众，因此在营收大幅度增加的情况下，费用保持较低的比率属于正常经营的结果。从销售费用率来看，由于目前公司销售渠道已经基本建立，销售方面的规模优势已近建立，因此营销规模的增大对销售费用的影响不在明显。从管理费用上来看，同样由于规模效应，管理费用对营收增长的敏感性已经降低。同时在 N900 等车型面世后公司也已经度过资本支出的高速增长期。因此，我们认为未来公司期间费用率发生异常增长的可能性不大。
- ◆ **投资策略。**我们预计公司 10、11 年营业收入分别增长 28%、15%，对应 EPS 分别为：1.84、2.1 元，目前公司股价对应动态市盈率 12、10 倍，我们给予公司“买入”评级。

图表 1：利润表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8455.55	8587.03	10433.21	13354.50	15357.68	16893.45
减：营业成本	6359.45	6645.06	7706.61	9949.10	11441.47	12585.62
营业税金及附加	145.21	145.54	180.52	231.07	265.73	292.30
营业费用	618.71	526.31	770.24	801.27	921.46	1013.61
管理费用	536.55	588.53	596.11	600.95	691.10	760.21
财务费用	-55.34	-59.06	-52.04	-140.05	-186.01	-236.97
资产减值损失	2.46	8.89	0.81	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	8.71	5.92	5.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>857.22</b>	<b>737.67</b>	<b>1236.40</b>	<b>1912.16</b>	<b>2223.93</b>	<b>2478.68</b>
加：其他非经营损益	3.24	164.72	7.24	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>860.46</b>	<b>902.40</b>	<b>1243.64</b>	<b>1912.16</b>	<b>2223.93</b>	<b>2478.68</b>
减：所得税	85.00	105.02	163.49	286.82	333.59	371.80
<b>净利润</b>	<b>775.46</b>	<b>797.38</b>	<b>1080.15</b>	<b>1625.33</b>	<b>1890.34</b>	<b>2106.88</b>
减：少数股东损益	16.30	13.06	24.02	36.14	42.04	46.85
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>759.16</b>	<b>784.32</b>	<b>1056.13</b>	<b>1589.19</b>	<b>1848.31</b>	<b>2060.03</b>
<b>EPS</b>	<b>0.879</b>	<b>0.909</b>	<b>1.223</b>	<b>1.841</b>	<b>2.141</b>	<b>2.386</b>

资料来源：山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。