



盈利能力进入历史最好时期

——江铃汽车（000550）调研报告

事件:

24日,江铃汽车(000550)发布2010年一季报报告:报告期内,实现销售收入35.66亿元,同比增长65.24%;净利润4.95亿元,同比增长170.64%。基本每股收益0.57元,每股净资产6.18元。

公司同时预测上半年净利润同比将增长70%-120%。

近日,我们调研了江铃汽车(000550),并参观了生产基地。

分析与点评:

1、未来轻客、轻卡市场有望进一步扩大

公司所处轻客、轻卡行业竞争格局基本稳定,且公司定位比较明确,多年来一直增长稳定。

公司预计未来轻客、轻卡市场有望进一步扩大,为提升产能至合适的水平,本月初召开的董事会批准了产能扩展项目,项目总投资5.7亿,用于扩大冲压、涂装及下属零部件厂的产能,预计完成时间为2011年上半年至2013年上半年,届时整车年产能将提高到约21万辆。

轻客柴油化的趋势越加明显,以全顺、依维柯为代表。国外轻客柴油化率达到80%左右,国内在50%左右(2009年,2008年为46%,中汽协),仍有较大的提升空间。在欧系占主导地位的柴油轻客市场上,公司处于领先地位。

MPV与轻客存在一定的竞争关系,表现为可以替代部分汽油轻客,而柴油轻客由于动力强、空间大、用油省等特点,在物流领域应用广泛,无法被替代。此外,经过改装后的轻客,广泛运营于邮政、银行、通勤、商务接待等。

2、专注商用车领域

公司现有产品包括全顺轻客、凯运轻卡、宝典皮卡、宝威SUV、零部件等,以商用车为主,零部件业务占营收比重不到10%。

公司一直定位于中高端市场,公司也认识到这一定位对于销量进一步提升存在限制,另一方面,面对各厂商都在不断地延伸产品线、向高中低端覆盖,去年末,公司推出了一款江铃顺达超值版,通过削减部分配置,价格下调万元至6万左右,由于这一价格的轻卡市场容量最大,因此,此举意在切入这一细分市场以扩大销量提高市场占有率。凭借优秀的品质和良好的价格,我们预计,公司全年轻卡销量有望增长30%以上。

请务必阅读正文之后的重要声明

汽车整车

评级: 推荐(维持)
上次评级: 推荐

当前价格: ¥20.90

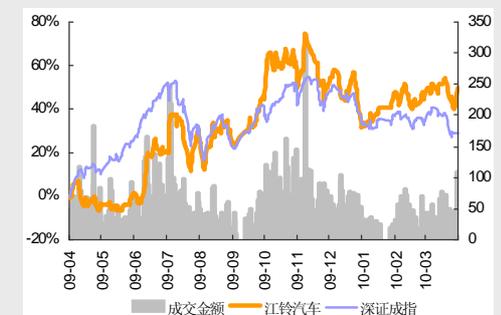
基础数据 2010.4.26

总股本/流通A股(亿股)	8.63/5.16
总市值(亿元)	180.4
流通市值(亿元)	107.8
每股净资产(元)	6.18
ROE(%, 2010Q1)	9.71

交易数据

52周内股价区间(元)	13.05 ~ 25.41
PE(TTM, 倍)	13.2
动态PE(倍)	12.7
PB(倍)	3.38

52周内股价走势



褚艳辉 行业研究员
侯英民 S0820108050369
证书编号: S0820209040017
电话: 021-32229888*3507
邮箱: chuyanhu@ajzq.com

相关报告

图 1：一季度轻客行业销量同比增 32%

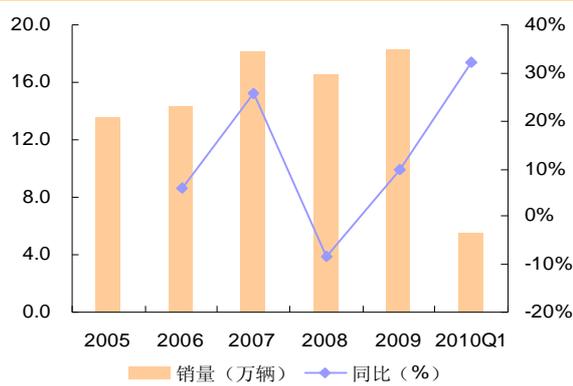
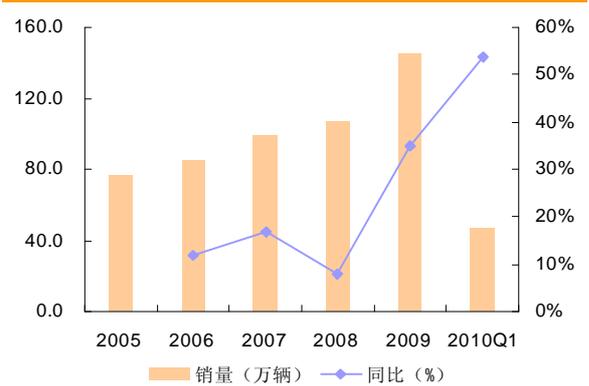


图 2：一季度轻货行业销量同比增 54%



(数据来源：中汽协 爱建证券)

除了通常情况下驱动销量增长的因素以外，经济活跃度以及日益提升的环保要求对产品需求增长贡献很大，历史上看，公司销量一直处于稳定增长阶段。

公司反映，“汽车下乡”实际上对公司直接影响并不大。

图 3：Ford、JMC 双品牌商用车

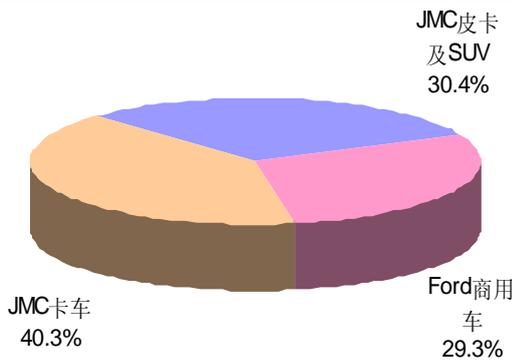
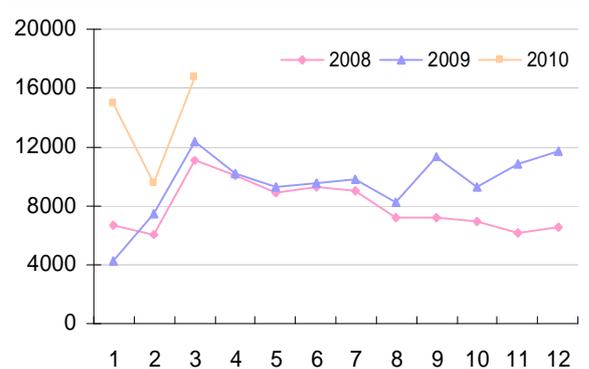


图 4：一季度公司销量创出新高（辆）



(数据来源：公司公告 爱建证券)

3、产品线日趋完善，多个重大项目在建

产品线除了向 SUV 等新领域拓展外，现有产品也更新升级：如 N900 拓宽了现有轻卡的范围，载重最高达 14 吨。

表 1：多个重大项目在建

项目名称	规划投资额 (百万元)	09 年底项目进度 (百万元)	预计完成时间
A4 冲压线项目	384	215	2010H1
N900 项目	200	180	2010H1
调试车间规划	47.1	37	2010H1
整车物流库一期规划项目	35	8.8	2010H1
V348 中国重型车国四项目	59	41.8	2010H2
JX4D24 发动机匹配 N350 开发项目	30	15	2010H2
国 V/国 VI 阶段排放测试台架建设项目	26.6	0.1	2010H2
V348 2010 款	17	8.3	2010H2

产品数据管理（PDM）项目	10.5	6.1	2010H2
V348A4 线模具改造项目	10	3.1	2010H2
N 系列轻卡配 JX493 国四发动机项目	25.2	2.7	2011H1
铸造厂熔炼工艺技改项目	9.8	0	2011H1
福特越南 V348KD 件供应项目	8.5	0	2011H1
N350 项目	598	389	2011H2
E802 发动机项目	419	26.3	2012H1
JX4D24 发动机二期项目	315	1	2012H2
N350 SUV 自动挡车型项目批准	98	0	2012H2
2.2 升 Puma 发动机 4C 国产化项目	30	0	2012H2
产能扩展项目	566.5	0	2011H1-2013H1
N800 项目	725	104.7	2014H2

（数据来源：公司公告 爱建证券）

其中，N900（自主开发的卡车）、N350（自主开发的皮卡 SUV，预计下半年面世）、N800（自主开发的卡车，按照国 4、国 5 标准设计）等整车项目与 JX4D24 发动机项目、Puma 发动机 4C 国产化项目、A4 冲压线等零部件项目尤其值得关注。

N350 是未来一大看点，属于皮卡+SUV 共用平台，采用福特 Puma 发动机，变速箱来自关联公司格特拉克。该细分市场上，长城销量最高，但主要分布在中低端领域，公司认为，日产将是主要竞争对手。

另，尽管在建项目众多，但公司表示自有资金完全可以支撑。

4、福特的支持大大提升公司管理能力

福特中国持有公司 30% 的股权，是其在大陆唯一的商用车整车生产企业，双方合作近 15 年，在高管团队中，一半来自福特。

表 2：福特在国内的独资和合/投资企业

合作性质	公司
独资企业	福特汽车（中国）有限公司
	福特汽车工程研究（南京）有限公司
	福特汽车金融（中国）有限公司
合资企业	长安福特马自达汽车有限公司
	长安福特马自达发动机有限公司
投资企业	江铃汽车(股份)有限公司

（数据来源：福特 爱建证券）

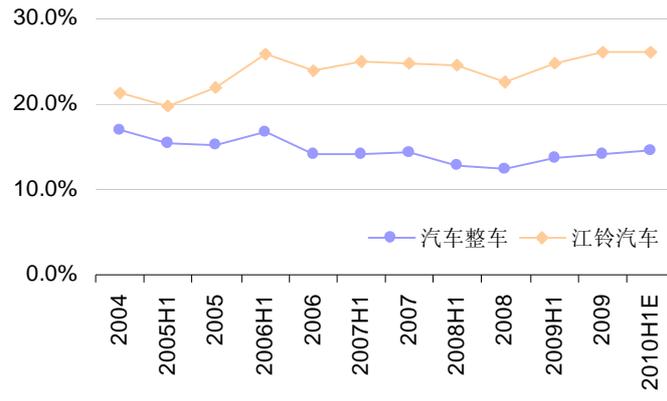
福特对公司的支持不仅体现在产品、技术引进上面（经典全顺、新世代、JX4D24 发动机等），特别是在管理、研发、销售、营运流程、金融支持等方面，带来了许多新的理念和国际上先进的模式。

因此，福特对于公司发展起了很大的作用。我们认为，在“**OneFord**”的聚焦策略下，双方的合作将更为紧密，包括在后续车型的引进上。

5、毛利率处于较高水平且保持稳定态势

多年来，公司产品价格总体稳定，当然这主要依赖于市场环境以及下游需求；产品毛利率在整车类企业当中处于较高水平且保持稳定态势。

图 5：公司毛利率明显高于行业水平



(数据来源: 公司公告 爱建证券)

公司一直致力于成本控制, 每年都有具体的降低目标, 主要措施包括: (1) 降低生产成本, 加大研发力度, 优化流程; (2) 不断提升零部件国产化率; (3) 提升对上游供应商的议价能力。

对于钢材、玻璃、塑料等原材料成本涨价, 公司尽量采用内部消化以及与供应商分担的措施来承担; 对于如排放标准提高 (欧 II 到欧 III), 成本增加近万元, 内部无法完全消化, 只有依靠涨价转移。

6、主要零部件可以满足配套

公司是主要零部件可以自给的整车企业, 如 4JB 系列发动机、车架、车桥均可自给, 其他零部件从集团关联公司、福特采购, 如变速器从格特拉克采购。

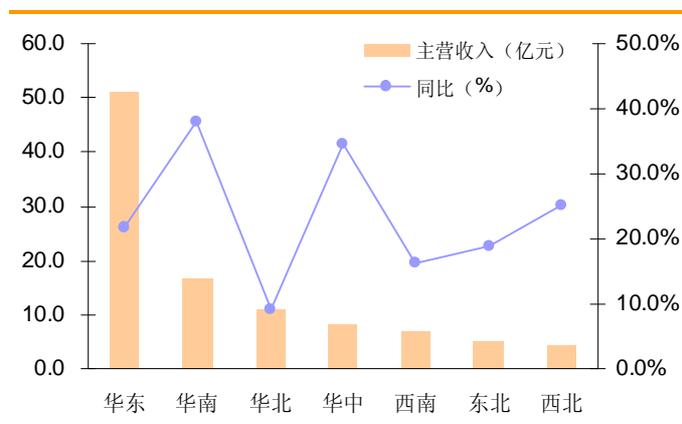
新近上马的 2.2 升 Puma 发动机 4C 国产化项目, 投资 3000 万, 可以将缸体、缸盖、曲轴及连杆国产化, 提高国产化率、降低成本。预计该项目在 2012 年底投产。N350 的发动机来自于此。

7、今后更加拓展二、三级城市

公司拥有近百家一级经销商, 经销商总数超过 600 家。从地区分布上来看, 经济发达地区对于公司收入贡献更大, 如华东、华南的营收约占总营收的 2/3, 但华中市场近两年保持了较高的增速。

公司重视中西部地区以及二三级市场, 采取加大营销网络建设、给予更优惠的促销政策两项措施来扩展市场。公司认为, 在二三级市场, 特别是农村市场, 存在典型的示范效应, 因此前期积累非常重要。

图 6: 经济发达地区对于公司收入贡献更大



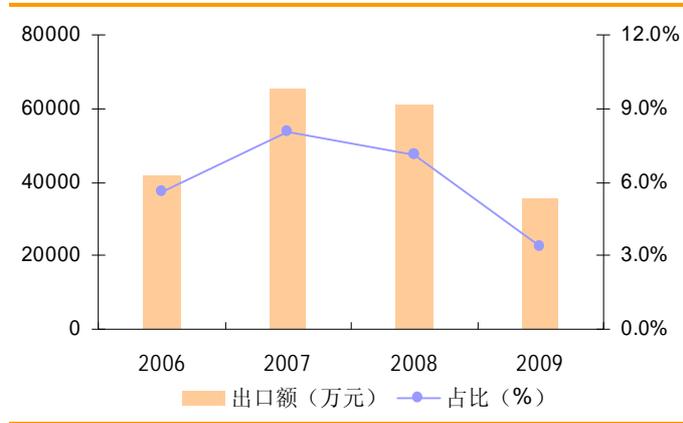
(数据来源: 公司公告 爱建证券)

8、出口市场并非目前发展重点

公司是“国家整车出口基地”，江铃品牌是商务部重点支持的两家商用车出口品牌之一。

轻卡、皮卡出口主要面向中东、北非等国，出口业务是通过集团旗下的进出口公司完成，历史来看，出口额一般不超过收入的 10%，09 年更低。公司认为，内销部分毛利率更高，出口尚不是目前的重点。

图 7：出口额占营收比重并不高



(数据来源：公司公告 爱建证券)

董事会于 4 月 7 日审议批准的《V348KD 件供应协议》，公司为福特越南 V348CKD 散件独家供应商，提供给福特越南组装成整车并在越南销售。

该交易自 2011 年起，预计年交易额约为 1.5 亿人民币，由于毛利率偏低且金额不高，因此，对业绩影响轻微，且年内不能体现。该项目仍然是通过江铃进出口公司运作。

9、公司盈利能力进入历史最好时期

一季度，公司销售整车 41300 辆，同比增 70%（相当于去年全年的 36%），环比去年 Q4（31970 辆）增 29.2%。销量构成为：JMC 品牌卡车 15263 辆（同比增 64%），JMC 品牌皮卡及 SUV14599 辆（同比增 83.3%），福特品牌商用车 11438 辆（同比增 64%）。

一季度，公司实现销售收入 35.66 亿元，同比增 65.24%；净利润 4.95 亿元，同比增 170.64%。公司盈利能力进入历史最好时期。

汽车板块经过前期较大调整，估值已明显回落。我们调升盈利预测以反映公司盈利能力的强劲增长，预计公司 10、11 年 EPS 为 1.65 元、1.80 元，对应目前股价下的动态为 PE12.7 倍、11.6 倍。作为多年来业绩稳健增长的公司，值得投资者关注，我们给予“推荐”的投资评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%-5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。