

机械、汽车

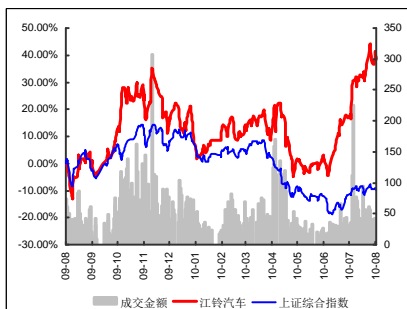
报告原因: 中报点评

2010年8月24日

市场数据: 2010年8月24日

收盘价	25.98
52周内高	26.98
52周内低	26.98
总市值(百万元)	2.10
流通市值(百万元)	22426.30

一年股价走势



研究员

白宇

执业证书编号: S0760210080006

电话: 010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

联系人

张小玲

孟军

0351-8686990

010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

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

请务必阅读正文之后的特别声明部分

江铃汽车 (000550)

进入产能扩张期

买入

维持评级

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	2%	23%	105	3%	0.9	29
2009A	10433	21%	26%	163	35%	1.2	21
2010E	14606	40%	26%	325	71%	2.1	12
2011E	18258	25%	26%	396	22%	2.5	10

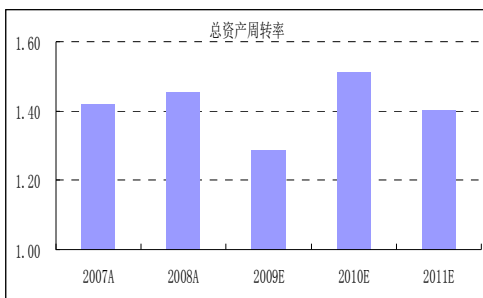
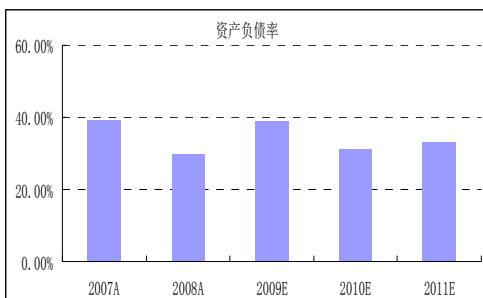
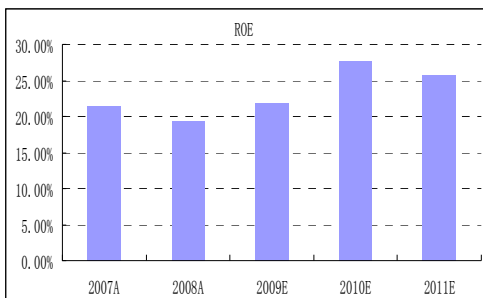
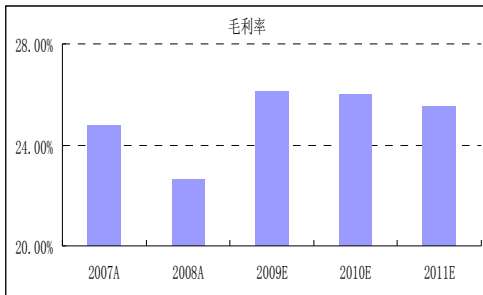
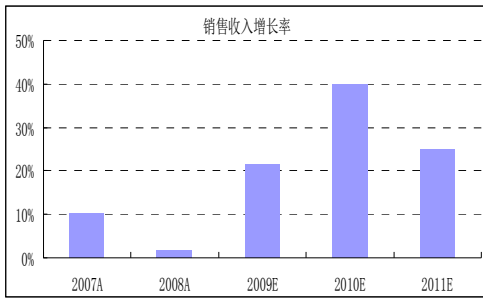
投资要点:

- ◆ **规模增长的同时, 高盈利能力继续维持。**半年报显示, 公司上半年录得 77 亿元的销售收入, 同比增长 63%, 净利润 10.6 亿元, 同比增长 134%。上半年公司营收规模显著扩大的同时盈利能力更进一步提升, 毛利率未受二季度钢价上升的影响, 继续保持在 26% 左右的高位, 三项费用率受益规模的扩大, 较同期下降 3 个百分点。高盈利能力的维持符合我们在一季报中对公司判断。同时, 由于下半年原材料市场的地位运行以及公司主要业务领域轻卡、轻客市场的平稳运行, 我们认为公司下半年盈利能力虽会有小幅下滑, 但仍然维持高位。
- ◆ **积极拓展轻卡产品市场覆盖面。**公司一直是中高端轻卡的领先企业, 10 年以来公司不断的向中卡及低端轻卡领域拓展并取得了良好的效果。中卡近几年虽然一直被轻卡和重卡两端压迫, 但是其市场空间仍然是存在的, 并且中卡市场上竞争要远小于重卡和轻卡市场, 因此 10 年公司推出了基于 N900 车型平台的凯威中卡, 受到了市场的欢迎, 我们预计未来其市场占有率将进一步提升。低端轻卡方面, 公司将过去中端产品降价, 成功的打入了低端市场, 大大拉动了公司轻卡市场占有率的提升, 10 年上半年公司轻卡市场占有率达到 5.8%, 提升 14%。未来两个季度, 汽车行业面临一定的增速压力, 但轻卡车型属于波动较小的车型品种, 因此未来公司轻卡业务大幅下滑风险不大。
- ◆ **全顺继续领先细分市场, 皮卡超越行业增长。**上半年, 公司全面推出了搭载新发动机的改款全顺车型, 销量达到 2.5 万辆同比增长 77%, 远超轻客市场 20% 左右的增长率。公司全顺车型目标 9-15 座的高端轻客市场, 在目前细分市场上只有南汽依维柯可以与之竞争。我们认为高端轻客市场增长平稳, 并且竞争程度较弱, 在新改款的带动下, 全顺将进一步拉开与依维柯之间的距离。皮卡与 SUV 方面, 公司上



半年皮卡与 SUV 共计销售 2.8 万辆，同比增长 73%，这其中宝典皮卡为主，其销售数据好于竞争对手东风 D22 及庆铃皮卡。SUV 宝威月销量仅有 200 台左右，公司 SUV 的发展要寄望于即将面世的 N350 车型。

- ◆ **进入产能扩张期。**7 月初，公司公布了小蓝基地建设计划，计划新建年产能 20 万台的 SUV、皮卡、轻客的生产基地，总投资预计 21 亿元左右，预计 2013 年左右陆续达产。目前公司产能只有 16 万台左右，生产能力严重制约公司扩张，新基地的建设将使得公司进入新的发展阶段。同时，长期稳健的经营使得公司在手现金充裕，新基地建设的资本投入不会造成太大压力。从新基地目标投产车型来看，公司已经不在满足于只在高端轻卡领域内称雄，更要加大在乘用车领域的发展。我们认为短期来看，汽车行业存在一定的结构性过剩，但在轻客、皮卡这样的细分市场上，行业产能仍然紧张。公司在皮卡、轻客领域积累了丰富的生产和市场经验，同时第二大股东福特汽车在 SUV、皮卡领域都拥有众多经典车型，投放一两款在公司生产，将保障新基地项目的发展。
- ◆ **投资策略。**我们上调公司 10 年收入增长到 40%、维持 11 年 20% 增长。我们预计公司 10 年、11 年每股收益分别达到：2.1、2.5 元。维持对公司的“买入”评级。



报表预测

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8587.03	10433.21	14606.49	18258.11	20996.83
减: 营业成本	6645.06	7706.61	10808.80	13602.29	15537.65
营业税金及附加	145.54	180.52	252.73	315.92	363.30
营业费用	526.31	770.24	803.36	1004.20	1154.83
管理费用	588.53	596.11	657.29	821.61	944.86
财务费用	-59.06	-52.04	-84.72	-126.20	-177.39
营业利润	737.67	1236.40	2169.02	2640.29	3173.58
加: 其他非经营损益	164.72	7.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	902.40	1243.64	2169.02	2640.29	3173.58
减: 所得税	105.02	163.49	325.35	396.04	476.04
净利润	797.38	1080.15	1843.67	2244.24	2697.55
减: 少数股东损益	13.06	24.02	41.00	49.91	59.99
归属母公司股东利润	784.32	1056.13	1802.67	2194.34	2637.56
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1574.31	3869.96	3758.43	7497.85	8309.36
应收和预付款项	544.74	344.06	1182.91	728.67	1466.35
存货	1057.87	1059.80	1773.81	1792.13	2281.18
其他流动资产	31.47	10.50	10.50	10.50	10.50
长期股权投资	16.14	17.29	17.29	17.29	17.29
固定资产和在建工程	2362.78	2491.12	2642.53	2723.94	2735.35
无形资产和开发支出	326.69	316.28	277.31	238.33	199.35
资产总计	5914.30	8109.02	9662.78	13008.71	15019.38
短期借款	38.67	25.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1544.36	2936.28	2818.71	4099.74	3628.44
长期借款	8.06	7.60	7.60	7.60	7.60
其他负债	172.13	193.28	193.28	193.28	193.28
负债合计	1763.21	3162.17	3019.59	4300.63	3829.33
股本	863.21	863.21	863.21	863.21	863.21
资本公积	839.44	839.44	839.44	839.44	839.44
留存收益	2347.73	3141.29	4796.62	6811.61	9233.59
归属母公司股东权益	4050.38	4843.95	6499.28	8514.27	10936.25
少数股东权益	100.71	102.91	143.91	193.81	253.80
股东权益合计	4151.09	4946.85	6643.18	8708.08	11190.05
负债和股东权益合计	5914.30	8109.02	9662.78	13008.71	15019.38
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	165.61	3062.44	676.09	4492.57	1549.69
投资性现金净流量	-515.09	-416.02	-700.00	-700.00	-700.00
筹资性现金净流量	-262.03	-296.17	-87.62	-53.16	-38.18
现金流量净额	-611.77	2350.18	-111.53	3739.42	811.51

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。