

受汽车产业政策影响小,2月销量数据依然喜人

——江铃汽车（000550）

2011年3月3日

推荐/维持

江铃汽车

事件点评

银国宏

策略分析师

执业证书编号: S1480207120048

联系人 后立尧

010-66557343

houly@dxzq.net.cn

事件:

江铃汽车3月3日公布了2011年2月产销量数据,数据显示:2011年2月产量为13258辆,同比增长了11.7%,共销售汽车12585辆,同比增长了32.7%。

观点:

1. 2月销量同比增32.7%,预计1季度销量增35%,行业领先

根据公司公告,2011年2月江铃汽车销量延续了1月的火爆行情,共销售12585辆汽车,同比大增32.7%(1月销量为20966辆,同比增速为39.6%)。其中2月份福特商用车销量为3409辆,同比增长了20.7%,江铃轻卡销量为4802辆,同比大增51.7%,增幅最大,江铃宝典及驭胜SUV销量为4374辆,同比增长了25%。我们预计2011年1季度,江铃汽车的汽车销量为5.57万辆,同比增速约为35%。

另外,根据汽车协会统计的2010年1月全国商用车销量排行榜,江铃汽车排在第5位,排名继续上升中。

表1: 江铃汽车2011年2月细分产品销量(辆)

产品名	产量	销量	产量同比增速	销量同比增速
福特商用车(全顺)	3465	3409	17.7%	20.7%
JMC卡车(江铃轻卡)	4886	4802	14.1%	51.7%
JMC皮卡(宝典)及SUV(驭胜)	4907	4374	5.7%	25%
合计	13258	12585	11.7%	32.7%

资料:东兴证券研究所

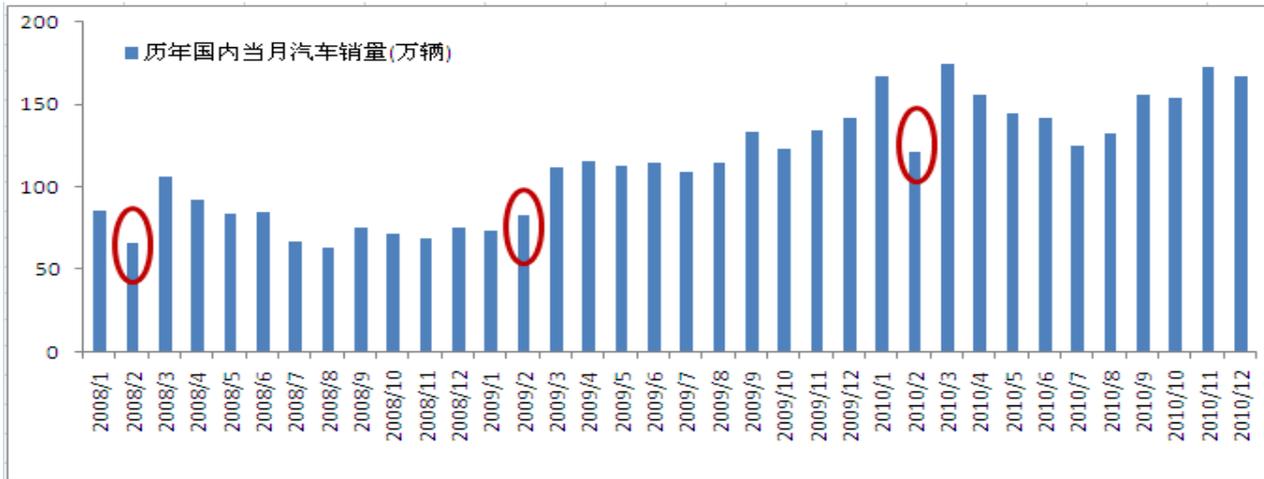
表2: 2011年1月全国商用车销量排行榜

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
公司名	东风	福田	江淮	一汽	江铃	重汽	金杯	长安	南汽	五菱
销量	5.6	4.9	2.6	2.6	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2

资料:汽车协会,东兴证券研究所

根据我们统计,历年2月都是汽车行业的传统销售淡季,因为有春节放假7天,对汽车公司销量一般影响较大,但是江铃汽车仍然保持了较高的增速,究其原因,除了2010年2月销量基数较低之外,公司产品结构正好不受汽车产业政策影响,公司产品特别是江铃厢体式轻卡的市场认知度越来越高,我们猜测春节后农民工购买轻卡准备春耕或短途运输货运、物流对销量求的拉动作用不可忽视。

图 1: 历年 2 月都是汽车行业传统销售淡季



资料:东兴证券研究所

2. 产品以 MPV、SUV 及卡车为主,受汽车产业不利政策影响小

江铃汽车在 2011 年汽车行业整体销量增速减缓的氛围下,1-2 月销量增速连续 2 个月保持在 32%以上,这与公司的产品结构有很大关系。目前,公司旗下产品有“全顺”汽车、“凯运”轻卡、“宝典”皮卡、“宝威”多功能越野车,引领中国轻客市场“轿车化、安全化、柴油化、环保化”新主流,使江铃在中国高档轻客领域处于绝对领先地位。

2010 年底出台的汽车产业消极政策对公司影响很小。首先,公司生产的所有汽车排量都在 2.0L 以上,因此,小排量轿车购置税优惠政策取消对公司的全顺商务车及驭胜 SUV 销量影响几乎为零,其次,公司的皮卡、SUV 及商务车很少针对农村客户,因此,汽车下乡政策取消对公司产品影响很小。再次,北京市出台的小轿车限购政策只是针对小轿车,公司的 MPV、轻卡及皮卡丝毫不受影响。

3. 2010 年销量增 56%, 营业利润大增 65%

根据公司 2010 年业绩快报,2010 年度公司共销售了 17.9 万辆整车,比 2009 年增长 56%,包括 5.2 万辆福特品牌商用车,6.6 万辆 JMC 品牌卡车,6 万辆 JMC 品牌皮卡及 SUV,同比分别增长 57.5%、43.4%和 71.4%。2010 年度营业利润为 20.4 亿元,同比增长 65%,主要原因为行业增长和市场份额提升带来的销量大幅增长。目前来看,国内 MPV、轻卡及 SUV 市场销量明显好于轿车,因此我们判断鉴于公司具有“抗政策”性的产品结构,因此 2011 年公司的销量增速将至少为 25%,强于我们对汽车市场整体销量增速的预测值 16%。

表 3: 江铃汽车 2010 年分产品销量 (万辆)

产品名	销量	销量同比增速
福特商用车(全顺)	5.2	57.5%
JMC 卡车(江陵轻卡)	6.6	43.4%
JMC 皮卡(宝典)及 SUV(驭胜)	6	71.4%
合计	17.9	56%

资料:东兴证券研究所

4. 江铃品牌走向世界,出口业务锦上添花

江铃汽车是中国轻型柴油商用车最大出口商,并被商务部和国家发改委认定为“国家整车出口基地”,江铃品牌成为商务部重点支持的两家商用车出口品牌之一。江铃汽车出口市场增至 80 多个国家和地区,2009 年,江西江铃汽车进出口公司与古巴内务部下属的 COMEXIM 公司签署合同,向古巴出口皮卡、面包车近 600 台及相关配件,出口总金额达 1000 多万美元。2010 年,福特指定江铃汽车为福特越南 V348CKD 散件独家供货商,出口越南的 V348 大约是每年 1000 台左右。为了做大出口业务,江铃汽车集团专门成立了江西江铃进出口有限责任公司负责出口业务,2009 年江铃汽车出口整车 7104 辆,出口金额 8527 万美元,预计 2010 年出口额会超过 1.5 亿美元,占公司营业收入的比例约为 6.25%。

2011 年,出口也是仍然是江铃公司的增长热点之一,我们预计 2011 年全年公司出口额会增长 30% 达到 13 亿人民币。

结论:

总之,我们认为在 2011 年汽车行业整体增速下滑的情况下,江铃汽车的产品结构以 MPV、SUV 及卡车为主,具有“抗政策”性,受汽车产业不利政策影响小,并且公司盈利能力强,2011 年 1-2 月销量增速都维持在 32% 以上,公司我们预计江铃汽车 1 季度销量增速会在 35% 以上。随着公司市场占有率的不断上升以及金融危机后出口业务的进一步恢复,2011 年公司主营收入增速将至少为 20%。基于以上考虑,我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.98 元、2.58 元和 2.95 元,当前股价对应 11-13 年 PE 分别为 14 倍、11 倍和 10 倍,低于汽车及零配件行业平均 PE,公司股价被低估。我们认为公司未来 12 个月的目标价为 38 元,维持之前的“推荐”评级。

风险提示:

(1).市场不景气导致汽车销量增速低于预期;(2).人民币升值幅度加大影响公司出口业务。

表 4: 江铃汽车盈利预测表

万元	2008A	2019A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	8,587.03	10,433.21	15,767.90	19,000.00	22,000.00
主营收入增长率	1.56%	21.50%	51.13%	20.50%	15.79%
EBITDA(百万元)	923.65	1,476.55	2,218.62	2,863.74	3,242.74
EBITDA 增长率	-10.47%	59.86%	50.26%	29.08%	13.23%
净利润(百万元)	784.32	1,056.13	1,711.61	2,227.09	2,546.21
净利润增长率	3.31%	34.66%	62.03%	30.15%	14.33%
ROE	19.36%	21.80%	30.71%	30.28%	27.11%
EPS(元)	0.910	1.220	1.982	2.580	2.950
P/E	32.05	23.91	14.71	11.31	9.89
P/B	6.22	5.20	4.52	3.42	2.68
EV/EBITDA	25.68	14.42	5.63	7.26	5.81

资料来源:东兴证券研究所

表 5: 江铃汽车资产负债表

资产负债表	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
-------	-------	-------	-------	------	-------	------	-------	------

(百万元)								
货币资金	1,511.61	3,913.82	3,941.98	0.72%	4,750.00	20.50%	5,500.00	15.79%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	167.24	66.96	345.60	416.13%	416.44	20.50%	482.19	15.79%
预付款项	145.68	181.91	343.06	88.59%	537.24	56.60%	762.08	41.85%
存货	1,057.87	1,059.80	1,766.00	66.64%	2,128.00	20.50%	2,464.00	15.79%
流动资产合计	3,152.64	5,335.51	6,816.19	27.75%	8,335.44	22.29%	9,790.33	17.45%
非流动资产	2,811.14	2,958.83	2,794.07	-5.57%	2,550.33	-8.72%	2,306.59	-9.56%
资产总计	5,963.78	8,294.35	9,610.26	15.87%	10,885.76	13.27%	12,096.92	11.13%
短期借款	38.67	25.00	2,069.63	8178.53%	1,856.62	-10.29%	1,248.81	-32.74%
应付帐款	1,024.07	2,043.47	1,892.15	-7.41%	2,280.00	20.50%	2,640.00	15.79%
预收款项	34.51	270.40	286.17	5.83%	305.17	6.64%	327.17	7.21%
流动负债合计	1,632.95	3,147.06	4,726.95	50.20%	4,920.78	4.10%	4,694.97	-4.59%
非流动负债	179.74	200.44	(792.40)	N/A	(1,492.40)	N/A	(2,092.40)	N/A
少数股东权益	100.71	102.91	102.91	0.00%	102.91	0.00%	102.91	0.00%
母公司股东权益	4,050.38	4,843.95	5,572.80	15.05%	7,354.47	31.97%	9,391.44	27.70%
净营运资本	1,519.69	2,188.46	2,089.24	-4.53%	3,414.65	63.44%	5,095.36	49.22%
投入资本 IC	2,651.65	1,026.08	3,010.97	193.44%	3,071.60	2.01%	3,150.75	2.58%

资料来源: 东兴证券研究所

联系人简介

后立尧

清华大学工科学士, 韩国 POSTECH 大学管理学硕士, 2007 年起从事行业研究员工作, 2010 年加盟东兴证券研究所, 从事交运设备行业(航空/高铁/船舶/汽车等)研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

