

公司研究

汽车行业-轻型车

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号
院 1 号楼 6 层

分析师：邢海芝

投资咨询执业证书编号：
S1500510120007

010-63081259

xinghaizhi@cindasc.com

联系人：张华

010-63081254

zhanghuac@cindasc.com

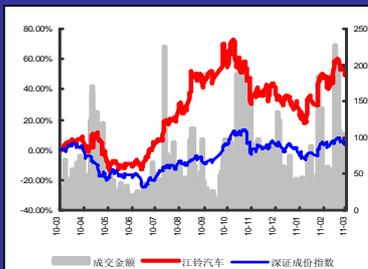
最新价：30.98 元

目标价：元

基本数据

52 周内股价波动区间(元)	17.18-35.24
最近一月涨跌幅(%)	3.03
总股本(万股)	86321
流通 A 股比例(%)	59.81
总市值(亿元)	267.51
每股净资产	7.10
总资产(亿元)	112.38
第一大流通股东(%)	41.03

最近一年市场表现



江铃汽车(000550):

新的扩张阶段下业绩增幅将重新趋于平稳

公司年报点评

2011 年 03 月 18 日

投资要点:

- 10 年公司实现销量 17.90 万辆，同比增长 56.08%，多年来首次实现了超越行业的增长，其中新产品增量贡献以及降价促销是主因。全年实现营业收入 157.68 亿元，同比增长 51.13%。
- 受规模化效益增大以及成本费用控制能力的积极影响，公司 10 年毛利率在整体降价促销、原材料成本提升背景下基本保持了稳定，销售利润率继续维持多年来持续提升态势，达到 11.08%。全年公司实现净利润 17.12 亿元，同比增长 62.06%。
- 公司资产质量进一步改善，净货币资产达到 58.13 亿元。
- 公司未来业绩增长主要取决于升级换代后新产品在市场的持续规模化增长，中长期来看，则依赖于产能扩张式投入的逐步完成。
- 公司未来资本性支出将有所加大，主要体现在产能扩建方面，因此我们认为公司未来两年的主基调应是以产能增长为主，业绩增长为辅的特征。
- 预计公司 11 年、12 年可分别实现汽车销量 22.16 万辆和 27.58 万辆，实现营业收入分别为 194.97 亿元和 241.92 亿元，实现归属于母公司净利润分别约为 19 亿元和 23 亿元。
- 公司业务及业绩具有稳定增长的特征，具备长期持有价值，但考虑到 10 年业绩爆发性增长及其带来的估值提升，以及 11 年整体行业的下行风险，公司当前股价并不具有绝对安全边际，建议是择机买入。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	15768	19497	24192	29668
(+/-)	51.13	23.40	24.08	22.24
净利润	1712	1923	2304	3263
(+/-)	62.06	12.32	19.81	41.62
每股收益(元)	1.98	2.22	2.66	3.77
PE	15.6	14.0	11.6	8.2

10年公司实现销量17.90万辆，同比增长56.08%，首次实现超越行业的增长，其中新产品增量贡献以及降价促销是主因。全年实现营业收入157.68亿元，同比增长51.13%。

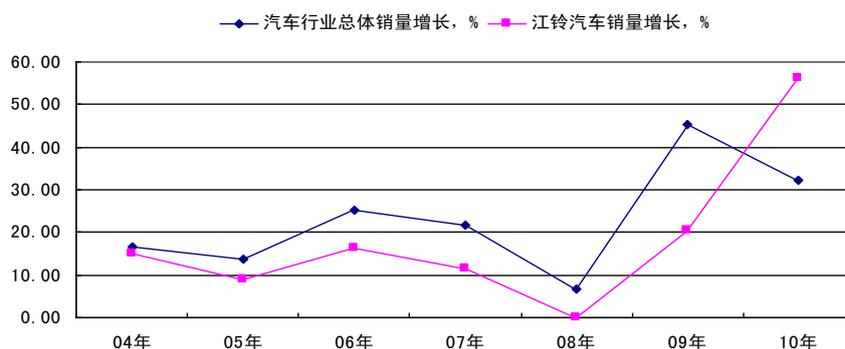
10年，公司创纪录销售各类汽车17.90万辆，同比增长56.08%，其中包括66224辆JMC品牌卡车、60417辆皮卡及SUV和52358辆福特系列商用车，这三类同比分别增长43.19%、73.36%和55.90%。这也是多年来公司总体销量首次高于汽车行业32.37%以及商用车29.90%的增长水平，公司在所有所涉及的细分行业均实现了大幅超越行业平均水平的增长。

由于公司近年来的增长基本是以要素挖潜，成本费用控制为主线，因此总体业务以及利润增长一直呈基本稳定态势。09年，由于对行业继续维持景气性低谷阶段的预期，公司新产品的推出进度相对前期计划有所放缓，特别是像新一代轻卡N900、皮卡及SUVN350以及相关发动机JX4D24项目的投资完成时间基本都延后到了09年下半年和10年上半年，产品的上市时间和大规模推广也都有所延后，导致09年新产品的增量贡献相对不明显，销量增速与行业整体增速相比也明显拉大。而10年，我们看到，上述新产品及项目对公司的销量有了显著拉动，这也是公司10年销量呈现爆发式增长，并相对份额增长的主要因素。

当然，另一方面，10年公司在新产品投放的背景下，对老产品特别是N600系列轻卡以及07款柴油皮卡、经典全顺短轴物流车等也有了价格下降的条件和支撑，这进一步放大了公司10年的整体销量。

公司10年实现营业收入157.68亿元，同比增长51.13%，略低于销量增长，这也反映了产品降价的影响。

图1：江铃汽车近年销量增长及其与行业比较



资料来源：公司公告，协会。

表1：江铃汽车主要整车产品销量及与行业总体情况对比

08年 09年 10年

汽车行业（万辆）	938.05	1364.48	1806.19
（+/- %）	6.7	46.15	32.37
江铃销量（辆）	95171	114686	178999
（+/- %）	0.04	20.51	56.08
轻卡行业（万辆）	117.55	152.79	195.98
（+/- %）	5.29	29.98	26.13
JMC 轻卡（辆）	38290	46250	66224
（+/- %）	-1.39	20.79	43.19
皮卡（辆）	27512	32410	56106
（+/- %）	8.47	20.79	73.11
SUV 行业（万辆）	44.77	65.88	132.60
（+/- %）	25.27	47.15	101.27
SUV（辆）	1326	2441	4311
（+/- %）	-61.42	84.12	76.60
轻客行业（万辆）	21.75	22.49	28.44
（+/- %）	-5.72	3.42	26.42
全顺（辆）	27472	33585	52358
（+/- %）	3.34	22.25	55.89

数据来源：公司公告，汽车工业协会。

受规模化效益增大以及成本费用控制能力的积极影响，公司 10 年毛利润率在整体降价促销、原材料成本提升背景下基本保持稳定，销售利润率继续维持多年来持续提升态势，达到 11.08%。全年公司实现净利润 17.12 亿元，同比增长 62.06%。

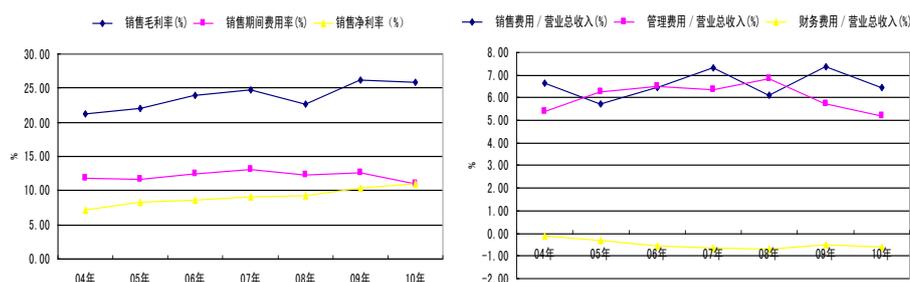
尽管 10 年原材料成本普遍有所上升，同时公司也继续进行了老款产品的降价促销活动，但由于公司前期采购的低价原材料依然有部分持续贡献收益，另一方面新产品的投放以及公司持之以恒的成本费用控制习惯都有力支撑了整体毛利润率的基本稳定。公司 10 年综合毛利润率约为 25.82%，而 09 年约为 26.13%。

费用方面，一方面在于管理控制的影响，另一方面，随着产销量的增加，其规模化效益进一步增大，这也使得其三项费用比从 09 年的 12.60% 下降到 10 年的 11.07%，相对于较大的营收规模来说，有明显下降。公司的三项费用比在同类可比公司中一直是较低的水平。

上述因素使得公司销售利润率由 09 年的 10.35% 提高到 10 年的 11.08%。公司利润率多年来一直呈现了逐步提高的态势，这也反映了管理能力特别是成本费用控制能力的积极影响。

图2：江铃汽车历年成本费用变化

图3：江铃汽车历年三项费用变化



资料来源：公司公告。

公司资产质量进一步改善，净货币资产达到 58.13 亿元。

由于公司应收科目总额 10 年为 7.90 亿元，相对 09 年的 3.40 亿元有所增加，使得公司经营净现金流量相比 09 年略有减少大约 4 亿元，但经营净现金流量净额绝对值还依然较大，为 27.18 亿元，这也使得公司 10 年经货币资产达到 58.13 亿元，折合每股约 6.7 元。

在销量及业务规模爆发式增长的背景下，公司依然保持了无有息性负债资产，整体负债率也只有 44.45%，财务依然呈现非常稳健的特征。我们认为，这进一步反映了公司良好的治理和管理能力，公司业绩具有稳定增长的基础和能力。

表 2：江铃汽车部分会计科目变化情况（亿元）

	08 年	09 年	10 年
应收科目占款	5.12	3.34	7.90
存货	10.58	10.60	14.36
货币资金	15.12	39.14	58.14
经营性现金流量	1.82	31.14	27.18
投资现金净流出	8.55	4.89	3.73

资料来源：公司公告。

公司未来业绩增长取决于升级换代后新产品的持续规模化增长，中长期来看，则依赖于产能的扩张式投入的逐步完成。

公司产品一直走中高端路线，在投放新产品和进入低端市场方面十分谨慎，在追求高盈利能力的同时兼顾规模性增长，这使得公司的业绩一直呈现稳步增长态势，但另一方面，相对单独的细分行业内的竞争来说，公司成长性特别是业绩的爆发性往往显得不够。我们也一直认为其属于稳健增长型公司，但从 10 年情况看，尽管也注意到了其新产品带来的增长提升，但是其幅度还是超过了我们的预期，原因主要在于对其新产品的市场预期以及产能弹性估计不足。

11 年来看，轻卡系列新产品的拉动将进一步持续，这包括 N900 系列，以及装配新的 JX4D24 发动机和 JX493 国四发动机的升级系列轻卡。但同时也将面临行业整体增速下滑，竞争对手的跟进等压力，总体 11 年的轻卡增长应当是稳定的，增速将会有所回调。

全顺系列前期的增长主要是因推出全顺物流车和高端新世代以应对轻客行业的两极化发展趋势所致，另外，公司开发的 2010 款 V348 产品也于 10 年下半年上市，包括降价促销在内，都显著拉动了轻客的增长。而 11 年，我们尚未看到其有 11 款轻客新产品，未来的轻客公司主要是采取排放升级等措施换代升级，但就时间来看，应当在 11 年以后了。

公司之前在传统 JMC 宝典皮卡和宝威 SUV 基础上升级换代了新的 N350 系列皮卡及 SUV，并且在 09 年下半年投产上市。10 年下半年，又对 N350 皮卡进行 JX4D24 发动机匹配，其市场竞争力得到进一步提升。11 年，就皮卡和传统 SUV 来说，公司主要也是进一步推进扩大现有产品的市场。

另外，公司在新款皮卡基础上所衍生开发的纯乘用车底盘的 SUV 即驭胜于 10 年底正式推出，这也将是公司试水乘用车的重要一步，由此也打开了市场对其未来业绩进一步增长的预期。就这一产品本身的性能优势来看，我们也对其看好，同时所属 SUV 行业未来具有持续向好的背景。但就一款具有试水意义的尚未有规模化销量的产品给予过高溢价我们认为或有些乐观。从中长期来看，我们对江铃进军乘用车从而打开业绩增长想象空间持乐观态度。

表3：江铃汽车近年主要产品及产能升级建设情况

目前产品系列	未来策略及增加产品	预计完成时间
JMC 系列轻卡	N900 新一代自主研发宽体轻卡	已完成
宝典皮卡	N350	已完成，11 年正式贡献销售
宝威 SUV	N350 基础上新的 SUV	已完成，11 年正式贡献销售
全顺	V348, V128 进口代销	已完成
发动机	JX4D24 柴油发动机	已完成
产能扩展项目	主要是一般性技改	已完成
JMC 系列轻卡	N800，长轴距车型项目	14 年下半年
宝典皮卡	持续推动市场增长	
SUV	持续推动市场增长	
全顺	排放升级项目前期投资	11 年上半年
发动机	JX4D24 发动机二期项目	12 年下半年
	E802 发动机项目（满足排放升级）	13 年上半年
产能扩展项目	投资 5.66 亿元	13 年上半年
	小兰厂区产能投资项目	13 年上半年
	21.33 亿元	

注：上述预计完成时间主要指预计投资额完成时间，实际产品及产能的投放是渐进的过程，要

比所列时间要早。

资料来源：公司公告，信达证券整理。

公司未来资本性支出将有所加大，主要体现在产能扩建方面，因此我们认为公司未来两年的主基调应是以产能增长为主，业绩增长为辅的特征。

公司 N900 系列轻卡、N350 系列皮卡、SUV 以及乘用车产品基本投入完毕并以投放市场，短期主要是针对新产品的市场推广、动力匹配等工作，因此，我们认为 11 年，公司除了针对乘用车的大力推广外，其它产品基本应处于稳定增长态势，增速相对 10 年将有明显回落。

但从未来二三年来看，公司依然有一些大的投资和新产品投放，包括 N800 系列轻卡，适应新的排放标准的新全顺系列等。另外，由于目前公司产能已基本达到极限，短期还需要进一步扩产投资 5.66 亿元的产能扩展项目以及小兰厂区的 30 万辆产能建设，其中一期 15 万辆，这些项目的完成大致在 12 年及以后，对公司短期的业绩贡献尚不明显。

预计公司 11 年、12 年可分别实现汽车销量 22.16 万辆和 27.58 万辆，实现营业收入分别为 194.97 亿元和 241.92 亿元，实现归属于母公司净利润分别约为 19 亿元和 23 亿元。

表 4：江铃汽车 11 年前 2 月主要产品销量及增长

	本月数 (辆)	去年同 月(辆)	同比 (+/-, %)	本年累 计(辆)	去年累 计(辆)	同比 (+/-, %)
福特商用车	3409	2823	20.76	9480	6837	38.66
JMC 卡车	4802	3164	51.77	12804	8900	43.87
JMC 皮卡和 SUV	4374	3499	25.01	11267	8758	28.65
合计	12585	9486	32.67	33551	24495	36.97

数据来源：公司公告，汽车工业协会。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102