

买入 调高

江铃汽车（000550）

2009 年 03 月 16 日

2009 惊喜的一年

汽车行业分析师：赵晨曦
zhaocx@htsec.com
021-23219473

前 2 个月微客、微卡是增长最快的细分市场。前 2 月我国汽车共销售 156.4 万辆，同比增长 2.7%，其中乘用车销售 121.8 万辆，同比增长 5.81%，商用车销售 34.6 万辆，同比减少 6.94%。从前 2 个月销量看，我们发现微客、微卡是增长最快的细分行业。

表 1 汽车业细分行业销量增速

	2006	2007	2008	2009(1-2)
汽车	13.54%	21.83%	6.70%	2.70%
轻卡	11.40%	16.19%	6.39%	5.66%
微卡	24.72%	8.36%	14.21%	27.50%
微客	10.40%	7.62%	7.67%	30.83%

资料来源：中汽协、海通证券研究所

使用成本和购置成本的大幅降低是前 2 个月微客、微卡出现增长的重要原因。国家近期出台的一系列政策大大降低了车主的使用成本和购置成本，对微卡和微客的销售增长起到决定性作用。从使用成本上来看，每升油价下调 1 元及养路费的取消，将每年节约用户 3900-4200 元；从购置成本上看，国家对 1.6L 及以下排量的乘用车购置税从 10%降到 5%将节约微客车主购置成本约 1800 元。总的来看各项节约费用之和约占到微客、微卡售价的 15%。另外我们认为微客和微卡的使用地区主要集中在我国中西部及广大的农村地区，在这些地方微卡和微客不仅仅是交通工具也是重要的生产资料，当微卡和微客的使用及购置成本大幅降低后，会使消费者的热情得到激发，这也是前 2 个月微卡和微客销售增速在 30%左右的重要原因。

表 2 国家政策对微客、微卡使用成本和购置成本的影响分析

	售价	排量	年行使里程	年油耗	油费节约	养路费节约	购置税节约	合计节约
普通微客	4.2 万	1.2L	3 万公里	1800L	1800 元	2400 元	1800 元	6000 元
普通微卡	2.5 万	1.0L	3 万公里	1500L	1500 元	2400 元	无	3900 元

资料来源：海通证券研究所

虽不如微客、微卡，但轻卡行业也是政策的重要受益者。国家一系列政策的推出对轻卡销售同样起到促进作用，我们发现由于油价的下调和养路费的取消，节约了车主 9800 元的使用费用，这比费用约占到高端轻卡售价的 10%。由于高端轻卡的使用地区集中在城乡结合部，目标客户主要是作小生意的小业主居多，而这些小业主从事的业务又主要与日用品零售品相关，因此这个细分市场受经济危机的影响相对较小，在汽车行业是仅次于微客和微卡的细分行业。

表 3 国家政策对高端轻卡使用成本和购置成本的影响分析

	售价	排量	年行使里程	年油耗	油费节约	养路费节约	购置税节约	合计节约
高端轻卡	9 万元	2.8L	5 万公里	5000L	5000 元	4800 元	无	9800 元

资料来源：海通证券研究所

汽车下乡政策的出台会进一步刺激轻卡销量的增长，高端轻卡也不会例外。根据 3 月 13 日国家最新出台的《汽车摩托车下乡实施方案》，在 2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日期间，农民将三轮汽车或低速货车报废并换购轻型载货车将享受到国家的财政补贴，对将三轮汽车或低速货车报废并换购轻型载货车的，按换购轻型载货车销售价格 10% 给予补贴，换购轻型载货车单价 5 万元以上的，实行定额补贴，每辆补贴 5000 元。同时，对报废三轮汽车或低速货车实行定额补贴，报废三轮汽车每辆给予补贴 2000 元，报废低速货车每辆给予补贴 3000 元。补贴标准的出台无疑会对轻卡销售起到积极的促进作用，我们预计 3、4 月份将迎来国内轻卡销售的高峰。

江铃汽车是重要的高端轻卡生产商，也将从国家政策中受益。江铃汽车是我们国家最重要的高端轻卡生产商，其所产轻卡和皮卡在国内全部属于高端产品，产品平均售价在 8 万元左右。受国家各种利好政策的刺激，我们预计 2009 年我国轻卡销量将出现 15% 以上的增长，其中高端轻卡销量增长也会超过 10%，江铃汽车无疑也将从中获益。

新全顺得到市场认可，江铃汽车在轻客领域的竞争力也得到加强。2008 年 1 月江铃推出的新一代商务车全顺新世代，该新车具有更大的车身，更强劲的发动机，目的就是与南汽所产依维柯争夺轻客的高端市场。

表 4 新全顺与依维柯性能比较

车型	排量 (L)	售价(万元)	大小(mm)	轴距(mm)	功率
全顺新世代长轴中顶加长型	2.4	22.38	6503/2000/2615	3750	103/3500kw/rpm;375/2200nm/rpm
全顺新世代长轴中顶标准型	2.4	19.88	5780/2000/2615	3750	103/3500kw/rpm;375/2200nm/rpm
依维柯都灵(17 座)	2.8	20.99	5990/2000/2490	3310	87/3600 kw/rpm;269/1900 nm/rpm
依维柯都灵(9-13 座)	2.8	15.58	4845/2000/2500	2800	76/3600 kw/rpm;245/1800 nm/rpm

资料来源：海通证券研究所

由于南汽集团在 2008 年并没有新车型上市，因此在 2009 年的市场竞争中江铃汽车将处于相对强势。从前 2 个月的销售统计看，江铃汽车所产轻客的销量下滑速度也要小于南汽。

表 5 江铃汽车与南汽集团在轻客市场上的销量增速比较

	2006	2007	2008	2009(1-2)
江铃汽车	20.39%	13.55%	2.13%	-9.68%
南汽集团	10.49%	21.19%	18.72%	-11.12%

资料来源：中汽协、海通证券研究所

我们预计 2009 年新、老全顺的销量之比为 1: 3，由于新全顺平均售价在 20 万元左右，而老全顺的平均售价为 15 万元左右，因此新全顺销量占比的提升将使得全顺单车的盈利得到提升。

盈利预测和投资建议。我们预计 2008 年公司 EPS 为 0.83 元，其中经常性损益为 0.67 元，非经常性损益 0.16 元（小蓝经济开发区扶持资金）。展望 2009 年，我们预计全顺商务车的平均售价将从 15 万元提升至 16 万元，但销量受金融危机的影响会出现接近 4% 的下滑；公司所售轻卡和皮卡受政策刺激的影响，我们预计 2009 年的销量同比分别增长 10.49% 和 9.38%。在这种假设前提下，我们预计 2009 年、2010 年公司 EPS 为 0.75 元和 0.82 元，给予公司“买入”的投资评级。

表 6 主要产品销量假设

销量假设	2006	2007	2008	2009	2010
轻卡	32936	38752	38290	42306	43575
皮卡	24917	23982	26073	28518	29374
全顺	22937	26585	27472	26393	29033
同比增长 (%)					
轻卡		17.66	-1.19	10.49	3.00
皮卡		-3.75	8.72	9.38	3.00
全顺		15.90	3.34	-3.93	10.00

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

赵晨曦：汽车行业

重点研究上市公司：上海汽车、长安汽车、东风汽车集团、敏实集团、中国重汽、潍柴动力、江铃汽车。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。