

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

江铃汽车 (000550)

推荐 (维持)

专注于轻型商用车领域，一如既往的稳健

2009年03月17日	余兵 汽车行业高级研究员 86-21-62078960	yubing@pasc.com.cn
	王德安 汽车行业研究员 86-21-62078709	wangdean@pasc.com.cn

事项

江铃汽车披露 2008 年报：全年实现营业收入 85.87 亿元，同比增长 1.56%；净利润 7.84 亿元，同比增长 3.31%。每股收益 0.91 元，每股净资产 4.69 元。分配预案：每 10 股派送 3 元（含税）现金股息，不进行资本公积金转增股本。

主要观点

公司实际销售收入与我们前期预测一致，但净利润水平高于我们预测值，主要是营业费用低于预期，特别第四季度营业费用为负（-1541万元），是我们业绩预测偏差的主要原因。

1、实现有质量的销量增长

江铃汽车主要产品为JMC系列轻卡、皮卡以及福特品牌全顺系列商用车。2008年公司销售汽车95171辆，较上年略有增长，整体增长幅度低于全行业平均水平。

公司已连续多年实现产销量的增长。企业经营风格较为稳健，不片面追求产销规模的扩大，我们认为这种有质量的增长更有价值，发展也更为持续。

图表1 江铃汽车近年销量

单位：辆

产品	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
全顺	11510	12804	18289	22937	26585	27472
轻卡	22719	31601	29032	32936	38752	38290
皮卡	24289	22798	22058	24917	23982	26073
运霸面包车				881	921	571
SUV			3913	3543	4819	2765
合计	58518	67203	73292	85214	95059	95171

资料来源：江铃汽车

轻客产品利润贡献大

分产品看：公司全顺产品增长3%左右，高于轻客行业平均发展速度。目前国内轻客产品按技术来源大致可分为日系、欧系两大类。其中日系产品较为成熟，价格较低，产销

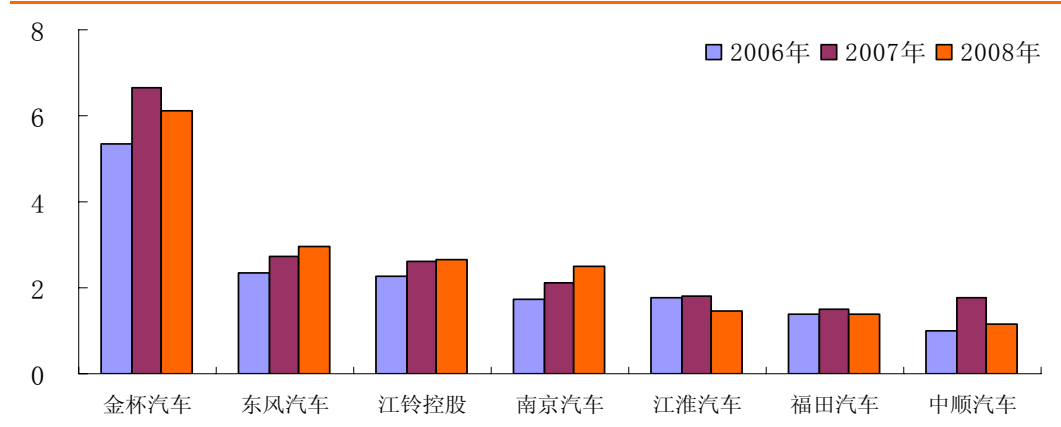
量和社会保有量都较高。但由于产品技术性能多年未有改进，以金杯汽车为代表的日系轻客产品市场份额有所下降。

以江铃全顺、南汽依维柯为代表的欧系轻客产品技术更为先进，价格也较高。近年来随着厂商的持续市场开拓，其安全性、节油性优势逐渐显现，市场份额有所提升。我们注意到，南汽依维柯2008年销量增长速度快于江铃全顺，主要是依维柯具有一定价格优势。

江铃全顺产品占公司总销量的29%左右，收入贡献在42%左右。我们测算该类产品的毛利贡献在56%左右。

图表2 主要轻客企业近年销量

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

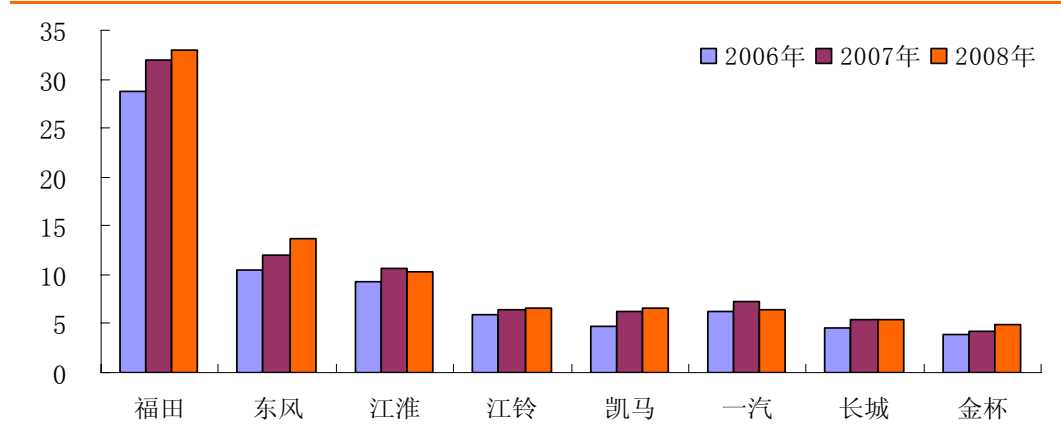
轻卡及皮卡产品面临一定竞争

公司轻卡及皮卡产品定位于中高档市场，产销规模较为稳定。但东风、江淮等公司产品线向上延伸，对江铃市场份额形成一定冲击。

该类产品占公司总销量的68%左右，收入贡献在44%左右。我们测算该类产品的毛利贡献在32%左右。

图表3 主要轻卡企业近年销量

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

公司运霸面包车及SUV业务经营情况不理想，说明公司的竞争优势主要集中在轻型商用车领域。对上述业务的资源投入和取舍是公司后期需要解决的问题。

为应对市场份额下降的风险，公司在去年推出了一系列新产品，同时加大促销力度，对部分产品进行降价。整车降价部分冲抵了公司销量增长带来的收入增加。年报显示，公司2008年促销费2.07亿元，较上年增加104%左右。

2、利润增长来自补贴收入贡献

报告期营业外收入增加1.6亿元，主要为公司收到的一次性政府扶持资金。其中：6000万元为制造业发展扶持资金用于企业发展，1.044亿元为新产品研究开发扶持资金。

报告期毛利率下降2.17个百分点；公司扣除非经常性损益后的每股收益为0.74元，较上年下降15%左右。我们判断其下降幅度低于其它商用车企业。

图表4 江铃汽车单季度经营业绩

指标	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
营业总收入(万元)	211109	247364	212053	188177
净利润(万元)	19338	33798	10678	14618
销售毛利率	25.70%	23.61%	21.77%	18.78%
营业费用	8.58%	7.46%	8.30%	-0.82%
管理费用率	4.77%	6.09%	6.73%	10.34%
财务费用率	-0.63%	-0.54%	-0.93%	5.61%
期间费用率	12.71%	13.01%	14.10%	15.13%
销售净利率	9.16%	13.66%	5.04%	7.77%
每股收益(元)	0.224	0.392	0.124	0.169

资料来源：江铃汽车

3、产品更新换代持续进行

公司专注于轻型商用车领域发展，经营风格一如既往的稳健。其管理能力在汽车行业内居于较高水平。公司在中高档轻卡和轻客细分市场竞争优势稳固。

公司一方面充分利用已有的产品平台，不断产生稳定收益，同时有序推出新产品，并且很好的把握了两方面工作的平衡，使公司业绩稳步增长。

在技术伙伴的支持下，公司持续推动已批准的几个主要项目。这些项目是：N900产品项目（自主开发的下一代卡车产品）、N350产品项目（自主开发的下一代皮卡及SUV产品）、N800项目（自主开发的下一代卡车产品）、A4冲压线项目以及为了支持国产化和适应未来法规要求的JX4D24发动机项目。上述产品的开发将为企业持续发展增添动力。

4、盈利预测

根据有关协议，公司销售全顺产品应向福特汽车支付技术开发费，直至累计支付4000万美元为止。截止2008年底，公司共支付福特汽车技术开发费美元39,475,833元，即2009年仅需支付524,167美元。我们预计因此因素，2009年全顺产品毛利率有望提高1.5个百分点。

图表5 江铃汽车销量预测

单位：辆

产品	2007 年	2008 年	2009E	2010E
全顺	26585	23472	22768	21629
V348		4000	7500	9000
轻卡	38752	38290	42119	44646
皮卡	23982	26073	27637	29848
运霸面包车	921	571	600	800
SUV	4819	2765	3000	4000
合计	95059	95171	103624	109924

资料来源：平安证券研究所

图表6 合并利润表

单位：万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
一、营业总收入	765474	845555	858703	946080	1008976
二、营业总成本	690940	760704	785528	854992	907552
营业成本	582330	635945	664506	720398	764502
营业税金及附加	12989	14521	14554	16083	17153
销售费用	49448	61871	52631	61495	65583
管理费用	49836	53655	58853	59603	64070
财务费用	-4348	-5534	-5906	-2838	-4036
资产减值损失	685	246	889	250	280
三、其他经营收益	563	871	592	800	1000
公允价值变动净收益					
投资净收益	563	871	592	800	1000
汇兑净收益					
四、营业利润	75098	85722	73767	91888	102424
加：营业外收入	318	751	16770	1000	1200
减：营业外支出	482	427	297	500	800
五、利润总额	74934	86046	90240	92388	102824
减：所得税	9318	8500	10502	12934	16452
六、净利润	65616	77546	79738	79454	86372
减：少数股东损益	2723	1630	1306	1440	1650
归属于母公司所有者净利润	62893	75916	78432	78014	84722
七、每股收益(元)	0.73	0.88	0.91	0.90	0.98

资料来源：平安证券研究所

投资建议：

公司专注于轻型商用车领域发展，经营风格稳健，其管理能力在汽车行业内居于较高水平。公司在中高档轻卡和轻客细分市场竞争优势稳固。V348等新产品将成为公司后期利润增长点。

预计公司2009年、2010年的每股收益分别为0.90元、0.98元。按照3月17日收盘价计算，公司动态市盈率在14倍左右，股价有一定上升空间，维持“推荐”评级。

近期相关报告

汽车行业2008年3月投资月报——重卡市场东方欲晓（2009年3月13日）

汽车行业2008年2月投资月报——汽车产业振兴政策效果初显（2009年2月21日）

汽车行业2008年1月投资月报——行业处于底部区域、政策暖风频吹（2009年1月19日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，5年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257