

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyz@cmschina.com.cn

2009年3月18日

江铃汽车 (000550.SZ)/12.86元

产品陆续投放、增长趋势明显

工业·汽车

目标估值: 12.8-17元

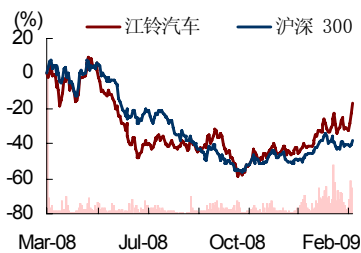
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2218
总股本(万股)	86321
已上市流通股(万股)	24784
总市值(亿元)	111
流通市值(亿元)	32
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	19.7
资产负债率	37.6%
主要股东	江铃控股有限公司
主要股东持股比例	41.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	41	-27
相对表现	17	20	15



相关报告

- 1、《2009年汽车行业投资策略报告》
2008/12/17
- 2、《2008年汽车行业投资策略报告》
2008/1/9
- 3、《2007年四季度汽车行业投资报告》
2007/10/12
- 4、《2007年中期汽车行业策略报告》
2007/6/25

2008年,公司实现销售收入85.9亿元,同比增长1.56%,实现每股收益0.91元,同比增长3.3%,扣除非经常性损益后每股收益为0.74元,同比下降14.64%,业绩基本符合预期,公司业务增长确定,维持“审慎推荐-A”投资评级。

- **华东、华南地区销量下滑,但其他地区有所上升。**公司产品定位于中高端市场,华东和华南地区销售收入占总收入的份额分别为50%和15%,2008年这两大市场销售收入均出现下降,降幅分别为3.68%和6.33%,09年依然难以乐观,但其他区域需求增长将在一定程度弥补这种下滑。
- **09年毛利率将相对平稳,仍然受益“轻卡下乡”。**受原材料价格上涨影响,2008年公司综合毛利率从2007年的24.8%下降到22.6%,我们预计2009年在原材料价格下跌情况下,毛利率水平相对稳定。虽然江铃轻卡属于中高端产品,但仍然是“汽车下乡”政策的受益者,预计09年依然平稳增长。
- **中高端商用车市场竞争优势明显。**中高端商用车虽然受众面较小、需求空间有限,但需求相对稳定,竞争相对不激烈。公司作为国内中高端轻型商用车市场的先进入者,在产品质量、性价比和新产品投放等方面优势明显,未来公司业绩有望保持平稳增长。
- **产品持续投放、未来增长确定,或将受益产业转移。**09年全年,按照公司规划及项目进程,将陆续有8项产品或配套项目完工,主要包括N900、JL4D24发动机、N350部分等。持续的产品开发以及投放将给公司未来的发展奠定基础。另外,作为福特汽车在中国商用车领域唯一的合作伙伴,在长期的产业转移过程中,江铃汽车将充分受益,长期发展值得期待。
- **预估每股收益09年0.85元、10年0.95元。**同比分别增长-7%和12%。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级:**公司业绩增长稳定,资产质量良好,财务状况稳定,目前股价对应09年、10年的PE估值分别为15和14倍。按09年15-20倍PE估值,合理股价区间为12.8-17元,维持“审慎推荐-A”投资评级。最大看点是在产业转移情况下福特汽车可能加快在国内的产品投放。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	8456	8587	9346	9933	10578
同比增长	15%	2%	9%	6%	6%
营业利润(百万元)	857	738	879	982	1098
同比增长	24%	-14%	19%	12%	12%
净利润(百万元)	759	784	731	816	913
同比增长	38%	3%	-7%	12%	12%
每股收益(元)	0.88	0.91	0.85	0.95	1.06
PE	14.6	14.2	15.2	13.6	12.2
PB	3.1	2.7	2.4	2.2	1.9

资料来源:招商证券

1、扣除非经常性损益后，08 年净利润同比下降 14.6%

08 年公司汽车销量实现小幅增长。2008 年公司汽车销量为 9.52 万辆，同比增长 0.12%，主要产品中 JMC 轻卡销量为 3.83 万辆，同比下降 1.39%，皮卡销量为 2.61 万辆，同比增长 19%，全顺商务车销量为 2.75 万辆，同比增长 3.33%。

2008 年毛利率下滑 2.2 个百分点。2008 年受原材料价格上涨影响，公司综合毛利率从 2007 年的 24.8% 下降到 22.6%，特别是四季度毛利率为 18.8%，我们预计 09 年随着原材料价格的回落，公司综合毛利率将回升到 23.3%。

扣除非经常性损益后，08 年净利润下降 14.64%。2008 年公司实现 EPS 为 0.91 元，同比增长 3.31%，主要原因是公司得到南昌市小蓝经济开发区政府的扶持资金 1.64 亿元（其中 1.04 亿元为新产品研究开发扶持资金、0.6 亿元为制造业发展扶持资金），若扣除非经常性损益后，公司 08 年 EPS 为 0.74 元，同比下降 14.64%。

表1：江铃汽车2008年业绩回顾

单位：百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	2007	2008
一、营业总收入	1785	2258	2159	2253	2111	2474	2121	1882	8456	8587
二、营业总成本	1619	1944	1902	2142	1874	2254	1995	1732	7607	7855
其中：营业成本	1374	1661	1614	1711	1568	1890	1659	1528	6359	6645
营业税金及附加	32	36	37	40	37	42	33	33	145	146
营业费用	128	140	149	201	181	185	176	-15	619	526
管理费用	96	115	118	209	101	151	143	195	537	589
财务费用	-10	-8	-16	-21	-13	-13	-20	-13	-55	-59
资产减值损失	0	0	0	2	0	0	4	5	2	9
三、其他经营收益	1	3	3	2	2	2	1	1	9	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	3	2	2	2	1	1	9	6
四、营业利润	167	317	260	113	239	222	127	150	857	738
加：营业外收入	0	1	6	1	1	165	2	0	8	168
减：营业外支出	1	2	1	0	0	1	1	0	4	3
五、利润总额	167	316	264	114	240	386	127	150	860	902
减：所得税	26	47	33	-21	43	45	22	-5	85	105
六、净利润	141	270	231	135	197	340	105	155	775	797
减：少数股东损益	1	8	5	3	3	3	-1	9	16	13
七、归属母公司所有者净利润	140	262	226	132	193	338	107	146	759	784
EPS	0.16	0.30	0.26	0.15	0.22	0.39	0.12	0.17	0.88	0.91
主要比率										
毛利率	23.0%	26.5%	25.2%	24.1%	25.7%	23.6%	21.8%	18.8%	24.8%	22.6%
营业利润率	9.4%	14.0%	12.0%	5.0%	11.3%	9.0%	6.0%	8.0%	10.1%	8.6%
净利率	7.8%	11.6%	10.5%	5.8%	9.2%	13.7%	5.0%	7.8%	9.0%	9.1%
营业费率	7.2%	6.2%	6.9%	8.9%	8.6%	7.5%	8.3%	-0.8%	7.3%	6.1%
管理费费率	5.9%	5.9%	6.2%	9.7%	5.4%	6.7%	7.2%	11.2%	7.1%	7.5%
实际税率	15.7%	14.8%	12.5%	-18%	17.9%	11.7%	17.3%	-3.3%	9.9%	11.6%
YOY										
收入增长率	-7%	15%	17%	18%	18%	10%	-2%	-16%	10%	2%
归属母公司净利润	-38%	23%	94%	76%	38%	29%	-53%	11%	21%	3%

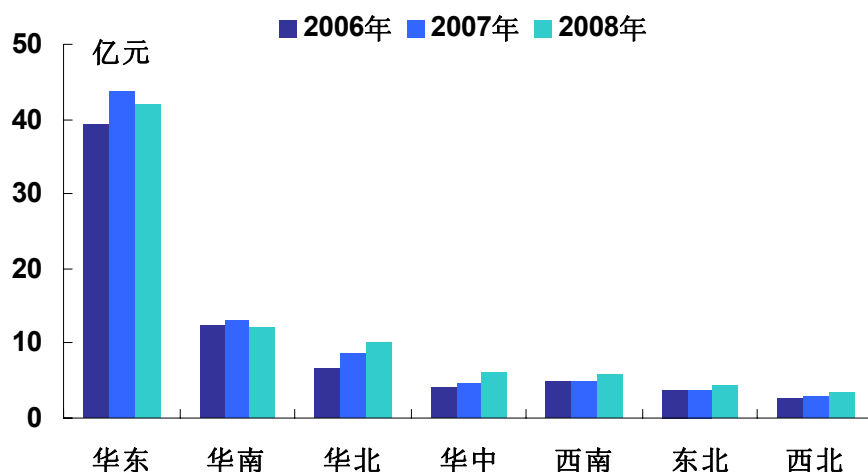
数据来源：招商证券，公司资料

2、2009 年销量预计小幅增长

2008 年公司华东和华南地区销售收入下降，其他地区收入有所增加。公司产品定位于中高端产品，主要销售地区为华东和华南等沿海经济发达地区，但 2008 年受全球金融危机影响，沿海地区出口依赖性经济受到较大冲击，经济下滑明显，导致公司华东和华南地区销售收入分别下滑 3.68% 和 6.33%。

其他地区受金融危机影响相对较小，销量均出现一定增长，在一定程度上对冲这种主要目标市场下滑的不利的局面，使得公司总销量实现略微增长。

图1：分地区销售收入统计



数据来源：招商证券、公司公告

公司中高端产品竞争优势明显。公司轻卡、皮卡和全顺商务车定位于中高端市场，产品竞争力较强。作为中高端市场的先进入者，公司凭借产品质量、性价比等优势奠定了领先地位，虽然中高端产品目标市场较小，短期内销量难有大幅提升空间，但消费的刚性较强，具有一定防御性特征。

受益于“轻卡下乡”政策，公司 2009 年销量仍可保持增长。相比于福田汽车和长城汽车等以低端产品为主的企业，公司在“轻卡下乡”中的受益幅度虽然相对较小，但仍然在政策的受益范围之内，预计 2009 年销量仍将实现一定增长。

表2：2009年汽车销量预测（辆）

汽车销量	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
JMC 轻卡	32936	38829	38290	41353	45489	49128
皮卡	24917	23987	26073	28159	30975	32833
全顺商务车	18289	22937	26585	27472	29146	31488
运霸面包车	881	841	571	457	320	256
宝威 SUV	3543	4817	2765	2500	1500	1000
合计	80566	91411	94284	99941	107429	114705
销量同比增速	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
JMC 轻卡	13%	18%	-1%	8%	10%	8%
皮卡	13%	-4%	9%	8%	10%	6%
全顺商务车	25%	25%	16%	3%	6%	8%
运霸面包车		-5%	-32%	-20%	-30%	-20%
宝威 SUV	36%	36%	-43%	-10%	-40%	-33%
合计	16%	13%	3%	6%	7%	7%

数据来源：招商证券

3、新产品将陆续投放、未来发展值得期待。

根据公司的产品开发计划，2009 年包括 JX4D24 发动机，N900 产品等 8 个产品开发或配套项目将在 09 年上半年或下半年正式投产，将逐步给公司盈利带来正面影响。公司产品的开发具有持续性，是未来的发展最好的基础。

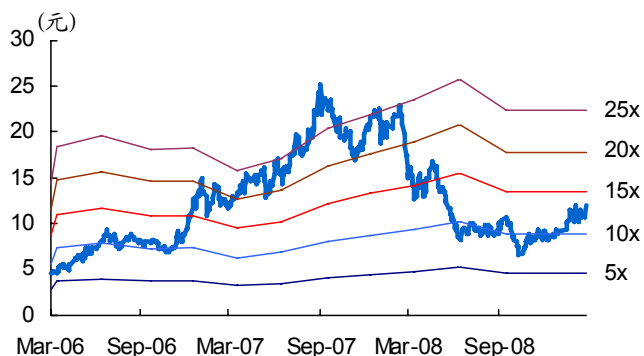
同时，我们认为作为福特汽车在国内的唯一商用车合作伙伴，江铃汽车有望在未来的产业转移过程中受益。

4、维持“审慎推荐-A”的投资评级。

公司业绩增长稳定，资产质量良好，财务状况稳定，目前股价对应 09 年、10 年的 PE 估值分别为 15 和 14 倍，估值处于行业平均水平。我们认为公司最大看点是在国际汽车产业向中国转移的情况下，福特汽车可能加快在国内商用车领域的产品投放，公司将充分受益。

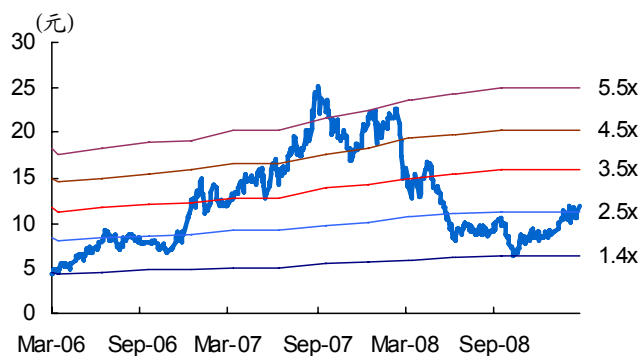
按 09 年 15-20 倍 PE 估值，公司股价合理区间为 12.8-17 元，继续维持“审慎推荐-A”投资评级。

图 2：江铃汽车历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 3：江铃汽车历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《从产业发展现状，寻找综合实力较强企业》2007/3/2。我们在本篇报告中提出投资汽车产业，公司综合实力决定未来。
- 2、《2009 年汽车行业投资策略报告》2008/12 看好乘用车，看空商用车。
- 3、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/11/11。提出混合动力的发展是国内汽车工业发展的主要机会，对新能源汽车翔实的启蒙篇介绍。
- 4、《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产，长期生产转移为必然》2008/12。金融危机下长期对中国汽车工业的影响分析

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3615	3153	4056	4841	5434
现金	2107	1512	2352	3034	3514
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	310	221	280	298	317
应收款项	259	167	254	272	291
其它应收款	17	11	19	20	21
存货	866	1058	1070	1132	1199
其他	55	184	81	86	91
非流动资产	2510	2811	2772	2762	2780
长期股权投资	18	16	16	16	16
固定资产	1547	2069	2059	2079	2123
无形资产	176	327	294	265	238
其他	769	400	402	402	402
资产总计	6124	5964	6828	7603	8213
流动负债	2323	1633	1960	2144	2093
短期借款	40	39	50	50	50
应付账款	1441	1024	1146	1213	1284
预收账款	78	35	79	83	88
其他	765	536	685	797	670
长期负债	186	180	188	188	188
长期借款	9	8	8	8	8
其他	177	172	180	180	180
负债合计	2509	1813	2148	2331	2280
股本	863	863	863	863	863
资本公积金	839	839	839	839	839
留存收益	1824	2348	2859	3430	4069
少数股东权益	88	101	119	139	161
母公司所有者权益	3527	4050	4562	5133	5772
负债及权益合计	6124	5964	6828	7603	8213

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	843	182	1297	1197	1043
净利润			731	816	913
折旧摊销			343	340	342
财务费用			(36)	(51)	(63)
投资收益			(8)	(8)	(8)
营运资金变动			253	80	(163)
其它			14	20	22
投资活动现金流	(500)	(515)	(300)	(330)	(360)
资本支出			(300)	(330)	(360)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(403)	(262)	(157)	(186)	(203)
借款变动			11	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(219)	(245)	(274)
其他			52	59	71
现金净增加额	(61)	(595)	841	681	480

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8456	8587	9346	9933	10578
营业成本	6359	6645	7165	7580	8027
营业税金及附加	145	146	168	179	190
营业费用	619	526	561	596	635
管理费用	537	589	617	656	698
财务费用	(55)	(59)	(36)	(51)	(63)
资产减值损失	2	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	6	8	8	8
营业利润	857	738	879	982	1098
营业外收入	8	168	5	6	7
营业外支出	4	3	3	4	5
利润总额	860	902	881	984	1100
所得税	85	105	132	148	165
净利润	775	797	749	836	935
少数股东损益	16	13	18	20	22
母公司所有者净利润	759	784	731	816	913
EPS (元)	0.88	0.91	0.85	0.95	1.06

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	2%	9%	6%	6%
营业利润	24%	-14%	19%	12%	12%
净利润	38%	3%	-7%	12%	12%
获利能力					
毛利率	24.8%	22.6%	23.3%	23.7%	24.1%
净利率	9.0%	9.1%	7.8%	8.2%	8.6%
ROE	21.5%	19.4%	16.0%	15.9%	15.8%
ROIC	19.7%	14.3%	15.1%	14.8%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	41.0%	30.4%	31.5%	30.7%	27.8%
净负债比率	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%
流动比率	1.6	1.9	2.1	2.3	2.6
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.7	2.0
营运能力					
资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
存货周转率	8.7	6.9	6.7	6.9	6.9
应收帐款周转率	34.7	40.3	44.3	37.7	37.6
应付帐款周转率	4.7	5.4	6.6	6.4	6.4
每股资料(元)					
每股收益	0.88	0.91	0.85	0.95	1.06
每股经营现金	0.98	0.21	1.50	1.39	1.21
每股净资产	4.09	4.69	5.28	5.95	6.69
每股股利	0.14	0.30	0.25	0.28	0.32
估值比率					
PE	14.6	14.2	15.2	13.6	12.2
PB	3.1	2.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	9.8	11.0	8.4	7.9	7.3

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究3年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。