

公司简评 江铃汽车 (000550.SZ)

► 2009年4月2日

3月销量如期实现大幅上升

推荐 维持评级

分析师: 李丹 邮箱: lidan@chinastock.com.cn 电话: 010-66568293

1. 事件

今日公司公布3月份产销快讯。公司当月完成销量12451辆,不仅环比大幅增长65.4%,同比也实现了12.3%的增长。其中,全顺商用车实现销量3427辆,环比增长62.03%,JMC轻卡销量达到5343辆,环比增长103.4%。

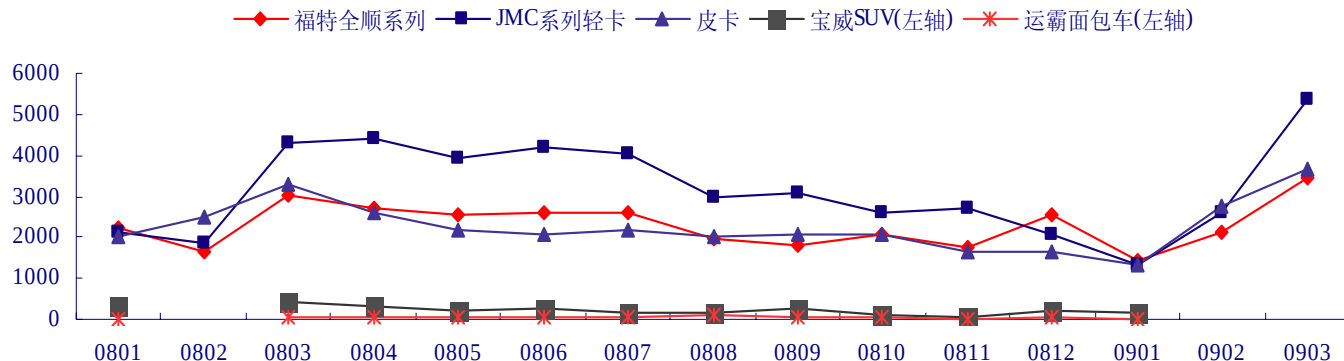
2. 我们的分析与判断

3月销量达到近年来高点,轻卡贡献巨大

从公司09年1月实现合计4274辆的销量低点后,江铃的月度销量出现明显好转,并且形成销量的持续增长。3月份的产销数据表明公司的生产销售已逐步回归景气高峰,并且延续了2月份销量略大于产量的情况,一方面说明公司以往的库存较少,执行“以销定产”较为严格,另一方面,说明公司目前处于产销两旺的状态。

市场普遍担心目前轻卡行业的产销两旺是由于下乡政策效应集中释放造成的,未来能否持续具有不确定性。我们认为江铃目前产销两旺的局面具有持续性,并且我们认为目前轻卡销售景气的主要原因还在于部分出口外向型经济的低迷导致农民工大量返乡,在农民工寻找新生计的过程中,形成对轻卡这类生产资料的真实需求。

图1: 公司月度销量



资料来源: 公司公告

新产品前景可期

07、08年,公司进入产品研发投入的高峰期,09年起将逐步进入新产品的陆续投放期。

08年10月公司JX4D24柴油发动机国产化项目投产。该发动机具有节油、马力大、噪音低的优势。我们认为,发动机是决定中高端商用车市场竞争力的决定因素。因此JX4D24的国产化将直接提升公司产品的竞争力。目前公司初步具备4万台产能。此外,我们认为N900宽体轻卡进入销售网络的时点恰当,未来将充分分享轻卡行业的增长。

预计一季度业绩好于预期

公司1季度实际销量达到24251辆,产销规模较去年4季度有大幅增长,也超越了去年3季度的产销量,加之,原材料价格较去年下跌以及自主发动机的匹配,预计公司一季度综合毛利率将有所增长。

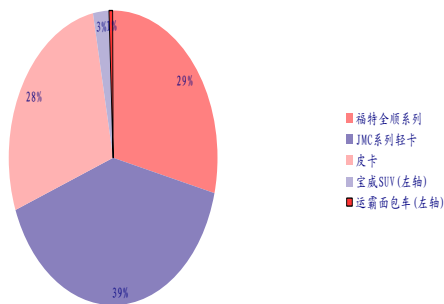
3. 投资建议

我们预计公司09-10年每股收益分别为0.82、0.8元。考虑到公司良好的增长能力和较高的股东回报率,以及估值水平的回升,我们认为江铃汽车合理估值水平在23倍左右,对应公司合理股价在18.9元。维持对公司推荐的评级。

附录

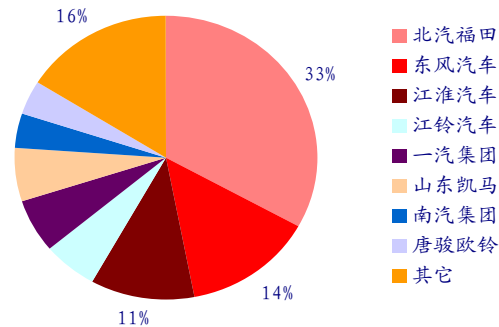
江铃汽车股份有限公司是国内商用车行业最大的企业之一。公司主打产品——全顺是业内公认的高品质产品，引领轻客市场“轿车化、安全化、柴油化、环保化”新主流，成为国内中高端轻客市场的主力军；顺达、凯运以及 JMC 轻卡占据了中高端轻卡市场主导地位。公司拥有发动机、变速箱、车身、车架、前后桥及总成完整的产品线奠定了公司高水准的盈利能力，严格的成本控制使得公司综合毛利率逐年提升。

图 2：08 年产品销量占比



资料来源：公司公告

图 3：08 年轻卡市场份额



资料来源：中国银河证券研究所

表 1：SWOT 及公司竞争力分析

公司战略分析	公司 SWOT 评价	总分值 4
优势	“机车一体化”为公司保持较高毛利率奠定基础；良好的配套体系；先进的管理模式；优秀的成本控制能力；保持远超同行业平均水平的高盈利能力；良好的品牌影响力	分值：4.5
劣势	车型推出速度较为缓慢；销量增速偏低；市场占有率不足	分值：3
机会	公司陆续推出的新产品有望带动公司销量增长；涉足中端市场有望获得新的增长；	分值：4
威胁	“上南合作”后，公司主要竞争对手南京依维柯实力增强，对公司形成竞争压力；	分值：3

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4
供应商力量	较弱。公司掌握着核心零部件的配套；在与外协采购的零部件供应商的谈判中具备一定的议价能力；公司用钢主要由宝钢提供，与其相比，公司议价能力较弱；	分值：4
新进入壁垒	较强。需要获得相关资质，具有一定的进入壁垒；	分值：4
客户力量	强。市场同类产品竞争激烈，客户具有选择权；	分值：3
替代产品	替代产品少；	分值：4
竞争对手	强。轻卡及轻客领域属于同质竞争很激烈的领域，公司面对来自南京依维柯、江淮、东南、福田等的竞争；	分值：3

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908