

商用载货车

陈光明

0755-82026708

chengguangming@cjis.cn

江铃汽车

000550

强烈推荐

毛利率环比如期回升，1 季度业绩符合预期

公司 2008 年实现主营收入 21.6 亿元，较上年增长 2.2%；实现净利润 1.8 亿元，同比下降 5.5%，实现每股收益 0.21 元，业绩基本符合预期。

投资要点：

- **1 季度销量增长 2%。**2009 年 1 季度，公司实现整车销售 2.4 万辆，较上年同期增长 2%。受益汽车下乡政策，公司轻卡增长明显加速，1 季度销量较上年同期增长 11%；全顺商用车销量同比增长 1%，销售表现明显好于竞争对手南京依维柯，后者 1 季度销量同比下滑 18%。
- **毛利率环比如期回升。**在产销规模扩大、钢材价格持续下跌等因素作用下，09 年 1 季度公司综合毛利率回升至 22%，虽然比上年同期还是低 3.7 个百分点，但环比实现了 3.2 个百分点的回升，符合之前预期。我们维持公司 2009 年毛利率将会回升至 24-25% 的历史平均水平的判断，主要基于以下几点预期：原材料钢材成本较 08 年显著降低；08 年后期推出的新产品将改善 09 年公司产品销售结构；V348 的国产化率水平将继续提高。
- **资产负债表稳健性进一步提升。**基于对库存材料的快速消化，公司 1 季度经营性现金流量高达 11 亿元，季度末账面资金 25 亿元，合每股 3 元，同时有息负债继续下降，财务稳健性进一步提升。
- **2 季度销量存在超预期的可能。**随着汽车下乡的逐步深入，同时 7 月 1 日轻型商用车国 3 标准的实施，2 季度国内轻型商用车存在超预期增长的可能，公司作为国内最好的轻型商用车公司将明显受益。
- **维持“强烈推荐”评级。**维持公司 2009-2011 年 EPS 为 0.89 元、1.06 元、1.28 元的业绩预测和 6-12 个月 16 元的目标价，未来三年业绩年复合增长 18%。公司是汽车股中经营稳健、成本控制力强、一体化程度高的代表，业绩具有较高的稳定性，维持“强烈推荐”的投资评级。

6-12 个月目标价： 16.00 元

当前股价： 14.84 元

评级调整： 维持

基本资料

深证成份指数	9360.84
总股本(百万)	863
流通股本(百万)	592
流通市值(亿)	88
EPS (09E)	0.89
每股净资产 (元)	4.90
资产负债率	30.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
江铃汽车	7.54	62.19	82.98
深证成份指数	5.35	33.44	47.99



相关报告

《江铃汽车-08 年业绩继续保持了较好的稳定性》2009-3-18

《江铃汽车：季度业绩下滑不改全年增长》2008-10-23

《江铃汽车：销售费用大幅提升吞噬了主营业务带来的盈利增长》2008-08-29

《江铃汽车：业绩符合预期、新产品推动 08 年增长》2008-01-22

主要财务指标

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	8587	9613	10565	11753
同比(%)	2%	12%	10%	11%
净利润	797	790	938	1127
同比(%)	3%	-2%	19%	20%
毛利率(%)	22.6%	23.8%	24.2%	24.7%
ROE(%)	19.4%	16.9%	17.6%	18.4%
每股收益(元)	0.91	0.89	1.06	1.28
P/E	16.33	16.67	14.01	11.63
P/B	3.16	2.81	2.46	2.14
EV/EBITDA	12	9	8	6

表1: 江铃汽车季度销量变化 (单位: 辆)

	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	增长 (%)
总销量	24303	25028	23785	28215	23496	19675	24251	2.0
全顺商务车	6482	7519	6908	7825	6350	6389	6977	1.0
轻卡(含面包车)	10804	9819	8337	12698	10291	7535	9309	11.7
皮卡(含 SUV)	7017	7690	8540	7692	6855	5751	7965	-6.7

资料来源: 公司财务报告, 中投证券研究所

表 2: 公司季度财务指标变化 (单位: 万元)

	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	变动 (%)
营业收入	215,923	225,314	211,109	247,364	212,053	188,177	215,783	2.2
营业成本	161,408	171,076	156,849	188,950	165,878	152,829	168,217	7.2
毛利	54,514	54,238	54,260	58,414	46,175	35,348	47,566	-12.3
营业税金及附加	3,698	4,002	3,704	4,239	3,319	3,292	3,720	0.4
销售费用	14,900	20,130	18,107	18,459	17,606	-1,541	12,614	-30.3
管理费用	11,759	20,875	10,065	15,057	14,275	19,456	9,059	-10.0
财务费用	-1,552	-2,133	-1,331	-1,331	-1,981	-1,263	-1,157	-13.1
营业外收入	560	68	53	16,506	175	35	7	-86.8
利润总额	26,373	11,367	23,953	38,562	12,730	14,995	23,238	-3.0
所得税	3,305	-2,094	4,288	4,513	2,199	-498	4,306	0.4
少数股东损益	480	291	327	251	-147	875	657	100.9
净利润	22,588	13,170	19,338	33,798	10,678	14,618	18,275	-5.5
每股收益 (元)	0.26	0.15	0.22	0.39	0.12	0.18	0.21	-5.5
毛利率 (%)	25.2	24.1	25.7	23.6	21.8	18.8	22.0	
销售费用率 (%)	6.9	8.9	8.6	7.5	8.3	-0.8	5.8	
管理费用率 (%)	5.4	9.3	4.8	6.1	6.7	10.3	4.2	
财务费用率 (%)	-0.7	-0.9	-0.6	-0.5	-0.9	-0.7	-0.5	
所得税率 (%)	12.5	-18.4	17.9	11.7	17.3	-3.3	18.5	

资料来源: 公司财务报告, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3153	4238	5007	6120	营业收入	8587	9613	10565	11753
现金	1512	2540	3103	4017	营业成本	6645	7325	8003	8849
应收账款	167	240	254	277	营业税金及附加	146	163	180	200
其它应收款	11	15	17	18	营业费用	526	625	676	740
预付账款	146	124	138	159	管理费用	589	634	666	717
存货	1058	1040	1175	1303	财务费用	-59	-64	-62	-80
其他	259	279	320	346	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	2811	2998	3103	3106	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	16	17	17	17	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	2069	2415	2576	2589	营业利润	738	929	1103	1326
无形资产	327	395	472	556	营业外收入	168	0	0	0
其他	400	172	39	-56	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	5964	7237	8110	9226	利润总额	902	929	1103	1326
流动负债	1633	2162	2210	2340	所得税	105	139	165	199
短期借款	39	53	46	47	净利润	797	790	937	1127
应付账款	1024	1381	1468	1595	少数股东损益	13	21	23	26
其他	570	728	697	698	母公司净利润	784	769	914	1101
非流动负债	180	134	162	156	EBITDA	924	1224	1490	1775
长期借款	8	7	6	5	EPS (元)	0.91	0.89	1.06	1.28
其他	172	127	156	151	主要财务比率				
负债合计	1813	2296	2373	2496	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	101	122	145	171	成长能力				
股本	863	863	863	863	营业收入	1.6%	12.0%	9.9%	11.2%
资本公积	839	839	839	839	营业利润	-13.9%	25.9%	18.7%	20.3%
留存收益	2348	3116	3890	4857	净利润	3.3%	-2.0%	18.9%	20.5%
归属母公司股东权益	4050	4819	5593	6559	获利能力				
负债和股东权益	5964	7237	8110	9226	毛利率	22.6%	23.8%	24.2%	24.7%
现金流量表					净利率	9.1%	8.0%	8.7%	9.4%
单位: 百万元					ROE	19.4%	16.0%	16.3%	16.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	26.5%	38.0%	41.7%	48.9%
经营活动现金流	182	1555	1222	1524	偿债能力				
净利润	797	790	937	1127	资产负债率	30.4%	31.7%	29.3%	27.1%
折旧摊销	245	359	449	529	净负债比率				
财务费用	-59	-64	-62	-80	流动比率	1.93	1.96	2.27	2.62
投资损失	-6	0	0	0	速动比率	1.28	1.48	1.73	2.05
营运资金变动	-862	475	-118	-50	营运能力				
其它	67	-5	15	-3	总资产周转率	1.42	1.46	1.38	1.36
投资活动现金流	182	-604	-572	-555	应收账款周转率	40	47	43	44
资本支出	616	522	480	455	应付账款周转率	5.39	6.09	5.62	5.78
长期投资	0	1	0	-0	每股指标 (元)				
其他	798	-81	-92	-99	每股收益	0.91	0.89	1.06	1.28
筹资活动现金流	-262	25	-132	-102	每股经营现金流	0.21	1.79	1.42	1.77
短期借款	-1	14	-7	1	每股净资产	4.69	5.28	6.02	6.93
长期借款	-1	-1	-1	-1	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	16.33	16.67	14.12	11.74
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.16	2.81	2.46	2.14
其他	-260	12	-124	-102	EV/EBITDA	12	9	8	6
现金净增加额	-595	975	517	867					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈光明, 中投证券研究所汽车行业分析师, 管理学硕士, 4 年行业经历, 5 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 上海汽车、长安汽车、一汽轿车、宇通客车、金龙汽车、江铃汽车、江淮汽车、潍柴动力、中国重汽、威孚高科等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434