

2009-07-30

汽车制造

江铃汽车 000550.SZ

维持

买入

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 17.56 元 |
| 目标价格 | 30.00 元 |
| 目标期限 | 6 个月    |

分析师:

杨华超, 邱世梁

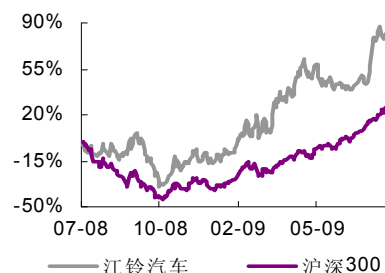
021-22169163

yanghc@ebsecn.com

市场数据

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 总股本(百万股)        | 863        |
| 总市值(百万元)        | 15,158     |
| 流通比例(%)         | 59.77%     |
| 12 个月最高/最低(元)   | 19.55/6.50 |
| 近 3 月日均成交量(百万股) | 4.40       |
| 主要股东            | 江铃控股有限公司   |

股价表现(12 个月)



| %    | 一个月   | 三个月    | 十二个月  |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | 14.36 | -10.42 | 66.72 |
| 绝对收益 | 28.66 | 29.09  | 91.81 |

相关报告:

由慢变快, 化静为动, 由内及外

2009-03-25

## 出口加新产品, 再造一个江铃

◇ 报告起因: 以旧换新带来全顺销量大幅度增长, 超过市场预期

◇ 潜在催化因素: 出口和新产品带来盈利增速超过市场预期, 估值和盈利双提升

### ◆ 以旧换新政策带来高毛利产品全顺的销量大幅度超过市场预期:

我们一直认为以旧换新政策的开始实施, 会给中高档的商用车带来销量的高速增长, 我们判断全顺尤其是上市一年的新全顺销量将以超过 50% 的增速成长, 而作为高毛利的全顺产品的畅销必然带来盈利能力的显著提升, 而且每个月的销量都成为正向的短期股价催化剂, 从而形成一个不断正反馈的股价刺激循环。

### ◆ 新产品频繁有序推出, 细分市场竞争实力强劲, 收获果实的时机来临:

公司的新品 N900 宽体轻卡和 SUV 兼皮卡产品 N350 将在下半年推出, 我们看好这两款车的强劲竞争实力。宽体轻卡是学习大车厢五菱微客和重卡的产物, 小车装大货符合中国的市场需求, 必定会在市场得到广泛的认可。而面对城市用户的 SUV 兼皮卡 N350 拥有世界一流的柴油心脏, 并学习借鉴奥迪的内饰风格, 具有明显的性价比优势, 可能会成为中国高速成长的 SUV 市场的重要力量, 同时也具备出口国外的条件。而公司的在建工程转入固定资产在 07 年和 08 年大部分实施, 因此固定资产折旧不存在大幅度的增加的问题。

### ◆ VE83 已经渡过技术转让期, V348 零部件以比价优势存在出口的可能:

公司的双剑合璧的两大全顺产品 VE83 已经渡过了 10 年的技术转让期, 因此存在挂 GMC 的品牌出口全球的可能, 而中国商用车的高比较优势造成成本低于国外市场一半以上, 大中客和重卡都是这方面成功的典范, 因此我们认为公司具有散件出口 V348 部件的可能, 帮助福特欧洲降低成本, 从而争取更大的市场份额。

### ◆ 出口市场开发和新产品的推出, 将改变市场对公司的盈利和估值认识:

市场认为由于江铃的新产品推出缓慢, 市场也只集中在狭窄的中高档汽车市场, 因此江铃的成长性一般, 我们认为从 2009 年下半年开始将是江铃汽车告别历史的时候, 按照公司的战略部署未来成为亚洲地区的商用车制造巨头, 我们认为公司未来三年能够达到 20 万辆的战略部署, 比目前的销量增长 100% 以上, 因此公司的盈利能力在未来三年将高速增长, 也就有理由给与市场相当的市盈率水平。

### 业绩预测和估值指标

| 指标        | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,456  | 8,587  | 9,961  | 14,244 | 17,235 |
| 营业收入增长率   | 10.46% | 1.56%  | 16.00% | 43.00% | 21.00% |
| 净利润(百万元)  | 759    | 784    | 951    | 1,290  | 1,550  |
| 净利润增长率    | 20.71% | 3.31%  | 21.25% | 35.69% | 20.13% |
| EPS(元)    | 0.88   | 0.91   | 1.10   | 1.49   | 1.80   |
| ROE       | 21.45% | 19.21% | 20.46% | 23.69% | 24.26% |
| P/E       | 20     | 19     | 16     | 12     | 10     |
| P/B       | 4      | 4      | 3      | 3      | 2      |
| EV/EBITDA | 16     | 16     | 10     | 7      | 6      |

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 投资要件

### 关键假设

新产品 N350 和 N900 将在 09 年下半年如期上市,10 年全顺系列将通过出口市场的开发获得相当一半左右的国内市场销量

### 我们为什么与市场普遍观点不同

市场判断全顺的销量在 09 年由于经济不乐观将存在 10% 的负增长,因此盈利预测偏低,市场预测半年报水平在 0.47 元就是超预期。市场也认为江铃的成长性一般,因此估值水平偏低,认为 15-20 倍是价值中枢。

我们认为由于以旧换新的政策和经济的好转,全顺的销量将超过 10% 的正增长,而且高档全顺的销量可以达到 50% 以上的增长,因此,盈利水平和盈利结构显著改变,我们预测半年报将超过 0.5 元。同时我们认为江铃的成长性将随着出口和新产品的推出而得到革命性的改变,因此我们给与江铃市场同步的市盈率。因此股价存在较大的上涨空间。

### 估值和目标价格

我们预测江铃汽车 09 年,10 年,11 年每股收益分别 1.1 元,1.49 元和 1.8 元,以 7 月 30 日的股价 17.56 为基准,市盈率分别为 09 年 16 倍,10 年 12 倍,11 年 10 倍,而目前沪深 300 的市盈率水平在 27 倍左右,因此我们给与江铃汽车 09 年 27 倍市盈率,10 年 20 倍市盈率的估值水平。

因此我们提升 09 年盈利预测从 0.9 元到 1.1 元,提升 6 个月内目标价格 18 元到 30 元,给与维持买入的评级。

### 股价上涨的催化因素

短期看每个月的全顺销量增速,频度为每月,8 月 25 日公司的中报公告,中期看新品的推出时间和效果以及出口获得订单的情况。

### 投资风险

出口市场的经济下滑以及出口市场的开拓能力和进展低于预期。

## 以旧换新带来全顺销售开始正增长,每月超过市场预期

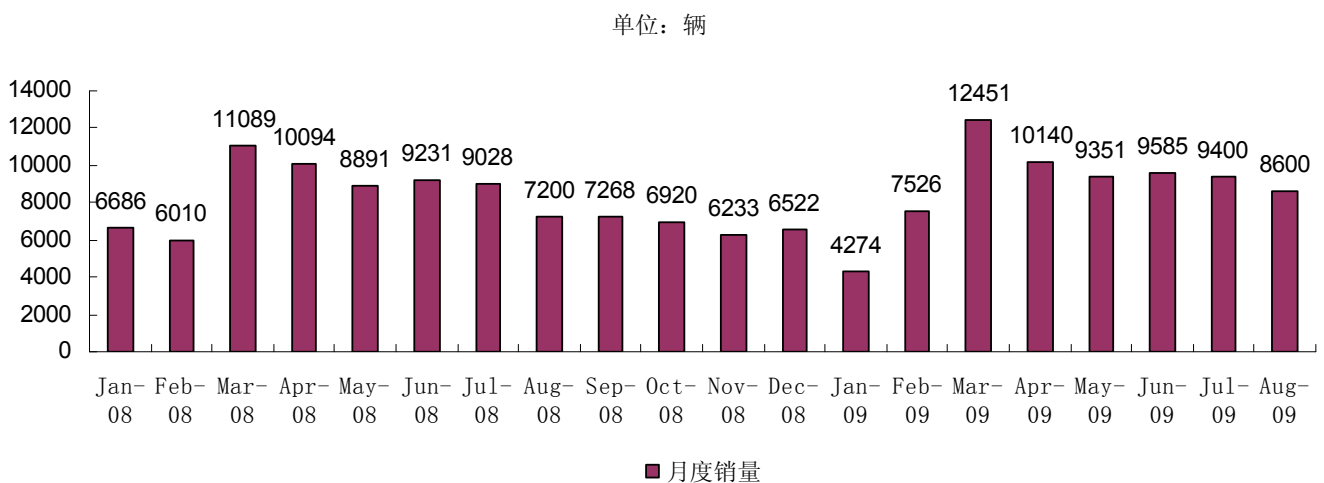
5月19日,国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议,研究部署鼓励汽车“以旧换新”政策措施。获得该项补贴的汽车将全面扩大至中、轻、微型载货车和部分中型载客车,老旧汽车报废更新补贴资金从10亿元增加到50亿元。按照该会议内容,享受“以旧换新”优惠的汽车将进一步全面扩大至商用车领域。会议指出,“在现有老旧汽车报废更新补贴政策基础上,扩大补贴范围,加大补贴力度。对符合一定使用年限要求的中、轻、微型载货车和部分中型载客车,适度提前报废并换购新车的,或者对提前报废污染物排放达不到国I标准的汽油车和达不到国III标准的柴油车,并换购新车的,按照原则上不高于同型车单辆购置税的金额给予补贴。”

对于江铃汽车来说,将在达不到国三标准的柴油车换购上获得比较大的市场份额。我们认为以旧换新有利于扩大中高档车的市场销量。同时由于大部分黄标车属于公务用车,因此,江铃的高档全顺V348将获得比较大的政府订单。我们从6月份的销售数据就可以看见这个拐点出现。

我们认为全顺系列商用车将在政策的刺激下获得超过10%以上的增长,尤其是高档车V348将可能全年超过50%的销量增长,从而超出市场的负10%销量的增长预期。公司每个月月初将公布销量数据,我们认为这有利于市场跟踪销售数据,而好的销售数据将给股价带来正向的催化剂,从而形成一个好的正向循环。由于公司没有公告V348的每月具体销售数据,而只公告全顺两个系列的总体数据,因此我们根据调研结果看公司1-7月份的累计V348销量大约在3200台,同比去年同期2245台增长42%。7月单月V348销售超过600辆,同比增长57%。

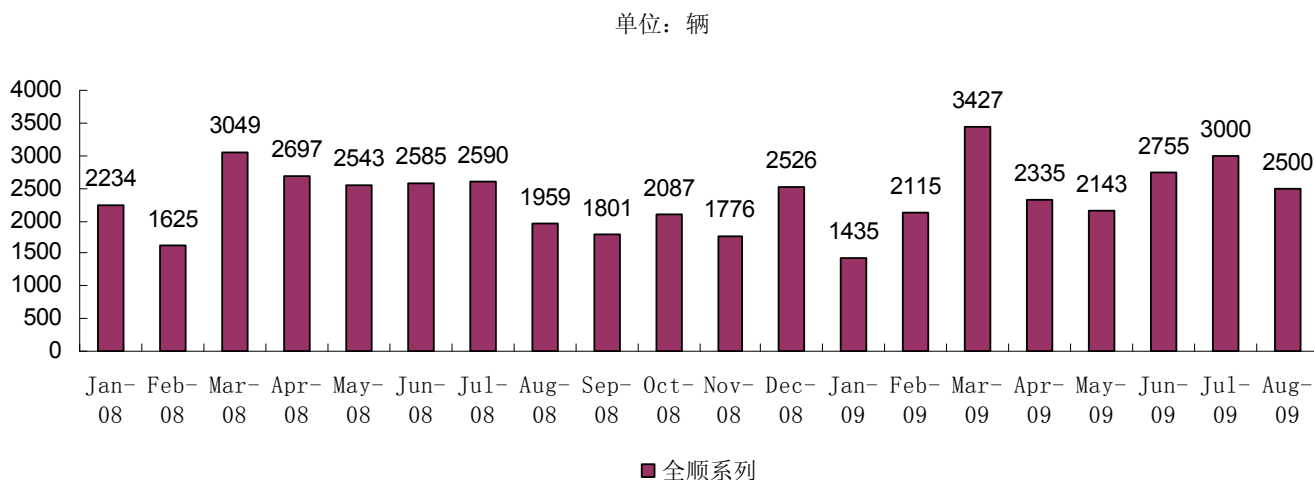
我们预计公司七月全顺将超过3000辆,同比增长20%。我们预计8月份公司的销量总体同比能增长10%以上,但由于设备检修一周,工作天数减少造成销量环比略有下降,但总体是趋势向好。

图1：公司总体汽车月度销量预测,趋势明显好转



资料来源：公司公告,光大证券研究所

图 2：公司全顺汽车月度销量预测, 从六月以旧换新开始销售明显好转



资料来源：公司公告, 光大证券研究所

## 8 月 25 日公司公布中报将超过市场 0.47 元的乐观预期

8 月 25 日公司将公布中报,按照我们了解的市场乐观预期在 0.47 元,我们认为公司中报超过 0.50 元的可能性很大。

1)从一季度的库存周转率来看,已经超过 2 了,因此我们认为库存对成本的影响已经消失,而二季度应该体现出成本显著下降的成果,毛利大幅度上升。

2)从一二季度的销量环比看,二季度要显著好于一季度,而且全顺的结构也发生了显著的改变,V348 发动机的装配量要好于去年同比和今年一季度,因此我们觉得二季度超预期的可能性很大。同比去年二季度意义不大,因为去年原材料处于价格高位。

3),从在建工程来看,今年项目也不多,转入的数字也不大,应该从折旧的角度看影响不大。

表 3：公司中报预计 0.5 元以上, 超市场 0.47 元的乐观预期

| 车型结构   | Q1-08 | Q2-08 | HALF-08 | Q1-09 | Q2-09 | HALF-09 |
|--------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
| 皮卡系列   | 8600  | 7846  | 16446   | 7965  | 8497  | 16462   |
| 轻卡系列   | 8277  | 12545 | 20822   | 9309  | 13346 | 22655   |
| 全顺系列   | 6908  | 7825  | 14733   | 6977  | 7233  | 14210   |
| 汇总     | 23785 | 28216 | 52001   | 24251 | 29076 | 53327   |
| 皮卡系列同比 |       |       |         | -7.4% | 8.3%  | 0.1%    |
| 轻卡系列同比 |       |       |         | 12.5% | 6.4%  | 8.8%    |
| 全顺系列同比 |       |       |         | 1.0%  | -7.6% | -3.5%   |

|         |       |        |      |        |       |       |
|---------|-------|--------|------|--------|-------|-------|
| 汇总同比    |       |        |      | 2.0%   | 3.0%  | 2.5%  |
| 皮卡系列环比  | -8.8% |        |      | 6.7%   |       |       |
| 轻卡系列环比  | 51.6% |        |      | 43.4%  |       |       |
| 全顺系列环比  | 13.3% |        |      | 3.7%   |       |       |
| 汇总环比    | 18.6% |        |      | 19.9%  |       |       |
| 毛利率     | 25.7% | 23.61% |      | 22.04% | 25%   | 24%   |
| EPS (元) | 0.22  | 0.23   | 0.44 | 0.21   | 0.29+ | 0.50+ |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 新产品推出加快,看好 N900 和 N350 的市场前景

公司在下半年将推出两款新车 N900 的宽体轻卡和 N350 的 SUV 兼皮卡。我们看好这两款车的市场定位和市场销售前景,同时由于这两款车是在老生产线上共线生产,因此有利于提高产能利用率,达到更大的规模效应。

N900 是定位于轻卡市场的新品,它是受大车厢重卡和长车身微客的成功市场竞争实例而开发的,它的车厢比较宽,能装载更多的货物,而本身江铃的发动机实力比较强,因此,动力性能不会受到影响。我们相信这款车将会符合市场的需求,有可能继续柳州五菱的长体微客的销售奇迹。

N350 是款定位于中低端的 SUV 兼皮卡,它主要定位于城市人群,我们认为它有 3 大优点,第一,发动机先进,利用全顺的成熟和成功的发动机,动力性能有优势,第二,外形大气,内饰精致,公司一直在对该车的内饰仿效奥迪的模式,因此,从可视性的角度看,能吸引二三线城市爱好者的目光。最重要的一点是,该车性价比超群,我们估计该车定价在 9 万元以下,因此,我们看好它的前景,而且该车很有可能可以用来满足出口市场,因为是江铃自主开发的车型,因此对出口没有任何限制。

我们在 09 年盈利预测里放了 30% 的轻卡增速,其实就是考虑 N900 的市场前景,而我们在 10 年盈利预测放了 3 万台的 N350 的销售预测,因此整个预测还是比较现实的,也许这也就是不同于其他的分析师略低的盈利预测的部分原因。

表 4: N350 投产后在 10 年将增加 0.23 元的每股盈利

|          | 2009F | 2010F  | 2011F  |
|----------|-------|--------|--------|
| 销量(辆)    | 1000  | 30000  | 43000  |
| 出厂单价(万)  | 7.2   | 7      | 6.8    |
| 营业收入(万)  | 7200  | 210000 | 292400 |
| 销售利润率    | 9.0%  | 9.5%   | 9.5%   |
| 销售净利润(万) | 648   | 19950  | 27778  |
| EPS(元)   | 0.01  | 0.23   | 0.32   |

资料来源：光大证券研究所

## 全顺出口是公司发展最大亮点,融入福特的全球体系, 亚洲商用车巨头可期

公司在 1998 年开始和世界汽车巨头福特开始合作,引进生产全顺系列的商用车,用来满足国内的市场.受制于合作协议的十年期限,公司从来不能出口全顺商用车到其他地区.而由于相对于乘用车行业,商用车属于劳动力密集型企业,中国具有典型的价格成本比较优势,因此公司的高速发展战略一直不能实现.我们都知道重卡和大中客的国内售价是国外的 1/2 到 1/3,其实全顺也是如此.目前国外全顺的 V348 售价高达 5 万美金,而国内的只有 15 万到 20 万人民币,因此价格优势极其明显.

随着第五代全顺,公司代号 VE83 的技术转让费到期,我们认为公司迎来了这款车出口的巨大机会.我们认为公司将冠 JMC 的品牌利用江铃的进出口公司来实施海外市场拓展.由于福特已经在 1997 年停止了这款在英国生产的车型,因此我们认为江铃和福特在 VE83 的出口上将具备共赢得利益.

全顺作为福特的一款全球车,在 1965 年开始推出,总共到现在为止发展到第 7 代全顺,也就是我们国内的新世纪全顺,公司内部编号 V347/348,总共销售了 500 多万辆,因此,我们认为将 VE83 出口到其他类似于中国的国家将具有比较大的市场.

同时我们认为公司的 V348 由于受制于福特的利益,可能不会整车出口,但其零部件具有比较大的价格优势,如果能把 V348 的零部件大量出口给福特的全顺生产基地土耳其 OTOSAN 工厂生产 V348 的话,福特和江铃也能获得共同的利益.福特能降低其生产成本,而江铃则获得大量出口零部件的机会,迎来宝贵的发展机会.

从公司的产能来看,目前公司的规划产能为单班 3-4 万台,从运营的角度来看,如果国内的销量只有 3 万台的话,生产线规划应该是只有 1.5 万的单班产能,而全顺的管理和战略是由江铃外聘福特的人员进行管理的,因此,我们认为全顺两班产能将是 6-8 万台,一定是配合公司的战略发展的.

我们可以设想一下,如果满班生产,全顺加班后可以有 10 万辆的产能,再加上轻卡的 5 万辆和皮卡的 5 万辆,总共公司有生产 20 万辆汽车的能力,这将是公司 08 年销量的 2 倍.因此,我们很容易理解公司的战略意图.

我们查阅了福特土耳其生产全顺的销量,每年大约在 12 万辆左右,因此我们认为 V348 的零部件出口数量最大限度在 12 万台套.而 VE83 销量则取决于市场的开拓.我们谨慎的在 10 年盈利预测中给与全顺 1.5 万台的年出口预测.

如果全顺的出口市场能打开的话,从运营角度说,工厂的产能利用率将从目前的 50%显著提升,而资本性支出将接近于 0,因此公司的利润将显著上升.这就是为何我们 10 年的盈利预测显著高于市场的原因.

表 5：福特全顺系列车型生命周期表

| 车型    | 生命周期      | 原生产厂家   | 代号     | 备注   |
|-------|-----------|---------|--------|------|
| 全顺第一代 | 1961-1965 | 福特德国科隆  |        |      |
| 全顺第二代 | 1965-1978 | 福特英国/德国 |        |      |
| 全顺第三代 | 1978-1986 | 福特英国/德国 |        |      |
| 全顺第四代 | 1986-1994 | 福特英国/德国 |        |      |
| 全顺第五代 | 1994-2000 | 福特英国/德国 | VE83   | 江铃生产 |
| 全顺第六代 | 2000-2006 | 福特土耳其工厂 | V184/5 |      |
| 全顺第七代 | 2006-现在   | 福特土耳其工厂 | V347/8 | 江铃生产 |

资料来源：光大证券研究所

## 盈利预测

### 销量预测

按照我们新产品推出的进度和出口可能存在机会的预测,我们认为公司未来三年能保持 20%以上的销量增长.

表 6：江铃汽车销量预测

| 销量    | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009F  | 2010F   | 2011F  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|--------|
| JMC轻卡 | 31601 | 29032 | 32936 | 38752 | 38861 | 50519  | 42941   | 49383  |
| 皮卡    | 21888 | 22058 | 24917 | 23982 | 28838 | 31722  | 25377   | 22840  |
| 福特全顺  | 12804 | 18289 | 22937 | 26585 | 27472 | 30219  | 46000   | 60000  |
| N350  |       |       |       |       |       | 1000   | 30000   | 43000  |
| 总销量   | 66293 | 69379 | 80790 | 89319 | 95171 | 113460 | 144319  | 175222 |
| 销量增长  | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009F  | 2010F   | 2011F  |
| JMC轻卡 |       |       | 13.4% | 17.7% | 0.3%  | 30.0%  | -15.0%  | 15.0%  |
| 皮卡    |       |       | 13.0% | -3.8% | 20.2% | 10.0%  | -20.0%  | -10.0% |
| 福特全顺  | 11.0% | 43.0% | 25.4% | 15.9% | 3.3%  | 10.0%  | 52.2%   | 30.4%  |
| N350  |       |       |       |       |       |        | 2900.0% | 43.3%  |
| 总计    | 15.0% | 4.7%  | 16.4% | 10.6% | 6.6%  | 19.2%  | 27.2%   | 21.4%  |

资料来源：公司公告, 光大证券研究所

## 估值

### 前提假设

对产品价格、对销售收入、资本成本、税率等进行基本假设。

### 绝对价值评估

| 关键性假设             | 数值        |
|-------------------|-----------|
| 第二阶段(2010-2017)年数 | 8         |
| 第二阶段增长率           | 8.00%     |
| 长期增长率             | 2.50%     |
| 应付债券利率            | 0.06      |
| 无风险利率 Rf          | 4.50%     |
| $\beta$           | 1.10      |
| Rm                | 11.00%    |
| Ke                | 11.65%    |
| 税率                | 11.60%    |
| Kd                | 6.19%     |
| Ve                | 15,158.04 |
| Vd                | 58.50     |
| 目标资本结构            | 30%       |
| WACC              | 10.01%    |

资料来源：光大证券研究所

| FCFF 估值   | 现金流折现值(百万元) | 价值百分比        |
|-----------|-------------|--------------|
| 第一阶段      | 第一阶段        | 5,370.01     |
| 第二阶段      | 第二阶段        | 9,335.95     |
| 第三阶段(终值)  | 第三阶段(终值)    | 14,915.39    |
| 企业价值 AEV  | 企业价值 AEV    | 29,621.35    |
| + 非核心资产价值 | + 非核心资产价值   | 2,216.77     |
| - 少数股东权益  | - 少数股东权益    | 470.76       |
| - 净债务     | - 净债务       | 58.50        |
| 总股本价值     | 总股本价值       | 31,308.85    |
| 股本(百万股)   | 股本(万股)      | 863.21       |
| 每股价值(元)   | 每股价值(元)     | <b>36.27</b> |

资料来源：光大证券研究所

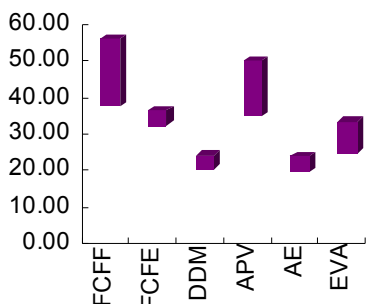
### 估值结果汇总

| 估值方法 | 估值结果 | 估 值 | 敏感度分析区间 |
|------|------|-----|---------|
|------|------|-----|---------|

|      |    |    |   |    |                 |
|------|----|----|---|----|-----------------|
| FCFF | 36 | 37 | - | 55 | 贴现率±1%，长期增长率±1% |
| FCFE | 29 | 31 | - | 36 | 贴现率±1%，长期增长率±1% |
| DDM  | 18 | 19 | - | 23 | 贴现率±1%，长期增长率±1% |
| APV  | 40 | 34 | - | 49 | 贴现率±1%，长期增长率±1% |
| AE   | 20 | 19 | - | 23 | 贴现率±1%，长期增长率±1% |
| EVA  | 27 | 24 | - | 33 | 贴现率±1%，长期增长率±1% |

资料来源：光大证券研究所

## 估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

## 投资评价和建议

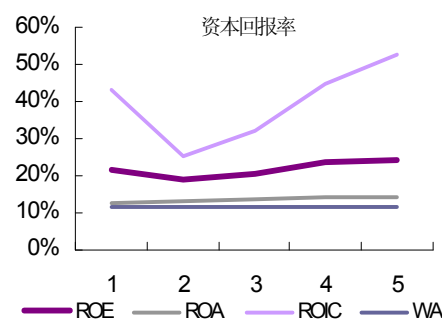
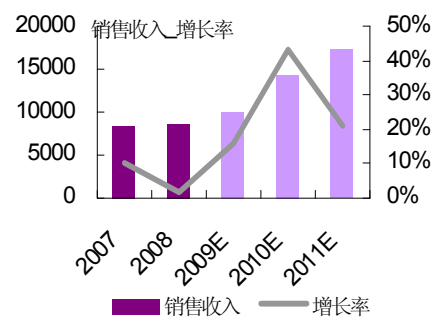
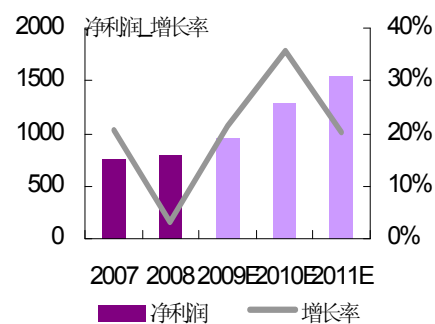
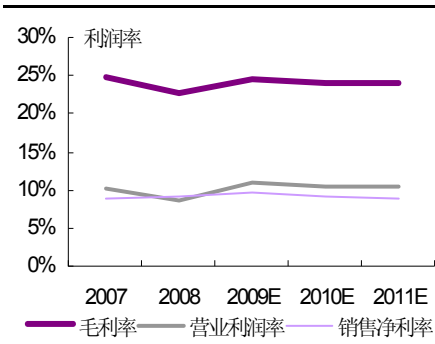
### 估值和盈利双提升

我们认为由于以旧换新的政策和经济的好转,全顺的销量将超过 10%的正增长,而且高档全顺的销量可以达到 50%以上的增长,因此,盈利水平和盈利结构显著改变,我们预测半年报将超过 0.5 元.同时我们认为江铃的成长性将随着出口和新产品的推出而得到革命性的改变,因此我们给与江铃市场同步的市盈率.因此股价存在较大的上涨空间.

我们预测江铃汽车 09 年,10 年,11 年每股收益分别 1.1 元,1.49 元和 1.8 元,以 7 月 30 日的股价 17.56 为基准,市盈率分别为 09 年 16 倍,10 年 12 倍,11 年 10 倍,而目前沪深 300 的市盈率水平在 27 倍左右,因此我们给与江铃汽车 09 年 27 倍市盈率,10 年 20 倍市盈率的估值水平.

因此我们提升 09 年盈利预测从 0.9 元到 1.1 元,提升 6 个月内目标价格 18 元到 30 元,给与维持买入的评级.

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E    | 2011E    |
|-----------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入      | 8,456  | 8,587  | 9,961  | 14,244   | 17,235   |
| 营业成本      | 6,359  | 6,645  | 7,521  | 10,826   | 13,099   |
| EBITDA    | 805    | 843    | 1,321  | 1,727    | 2,051    |
| 折旧和摊销     | 264    | 287    | 310    | 332      | 355      |
| 销售费用      | 619    | 526    | 598    | 855      | 1,034    |
| 管理费用      | 537    | 589    | 618    | 883      | 1,069    |
| 财务费用      | -55    | -59    | -38    | -38      | -38      |
| 公允价值变动损益  | 0      | 0      | 0      | 0        | 0        |
| 投资收益      | 9      | 6      | 1      | 1        | 1        |
| 营业利润      | 857    | 738    | 1,095  | 1,478    | 1,780    |
| 利润总额      | 759    | 784    | 1,095  | 1,478    | 1,780    |
| 少数股东损益    | 16     | 13     | 17     | 16       | 16       |
| 归属母公司净利润  | 759.16 | 784.32 | 951.01 | 1,290.46 | 1,550.17 |

| 资产负债表 (百万元) | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 总资产         | 6,124 | 5,964 | 7,161 | 9,080 | 10,874 |
| 流动资产        | 3,615 | 3,153 | 4,212 | 5,917 | 7,521  |
| 货币资金        | 2,107 | 1,512 | 2,200 | 3,192 | 4,233  |
| 交易型金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 应收账款        | 259   | 167   | 299   | 285   | 345    |
| 应收票据        | 310   | 221   | 309   | 442   | 534    |
| 其他应收款       | 17    | 11    | 11    | 11    | 11     |
| 存货          | 866   | 1,058 | 1,203 | 1,732 | 2,096  |
| 可供出售投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 持有到期金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 长期投资        | 18    | 16    | 17    | 17    | 17     |
| 固定资产        | 1,547 | 2,069 | 2,300 | 2,509 | 2,695  |
| 无形资产        | 176   | 327   | 305   | 283   | 261    |
| 总负债         | 2,509 | 1,813 | 2,429 | 3,564 | 4,418  |
| 无息负债        | 2,460 | 1,766 | 2,370 | 3,356 | 4,060  |
| 有息负债        | 49    | 47    | 59    | 209   | 359    |
| 股东权益        | 3,615 | 4,151 | 4,732 | 5,516 | 6,456  |
| 股本          | 863   | 863   | 863   | 863   | 863    |
| 公积金         | 1,271 | 1,416 | 1,612 | 1,847 | 2,105  |
| 未分配利润       | 1,408 | 1,916 | 2,335 | 2,907 | 3,595  |
| 少数股东权益      | 88    | 101   | 118   | 134   | 150    |

| 现金流量表 (百万元) | 2007  | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | 843   | 182    | 1,533  | 1,825  | 1,979  |
| 净利润         | 759   | 784    | 951    | 1,290  | 1,550  |
| 折旧摊销        | 264   | 287    | 310    | 332    | 355    |
| 净营运资金增加     | 42    | 228    | 493    | 720    | 1,619  |
| 其他          | -222  | -1,117 | -221   | -518   | -1,545 |
| 投资活动产生现金流   | -500  | -515   | -506   | -500   | -500   |
| 净资本支出       | 387   | 298    | 550    | 650    | 650    |
| 长期投资变化      | 18    | 16     | 0      | 0      | 0      |
| 其他资产变化      | -905  | -829   | -1,057 | -1,150 | -1,150 |
| 融资活动现金流     | -     | -      | -      | -      | -      |
| 股本变化        | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 债务净变化       | -83   | -2     | 11     | 150    | 150    |
| 其它长期负债变化    | 2,386 | -694   | 605    | 985    | 704    |
| 净现金流        | -61   | -595   | 689    | 992    | 1,041  |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标              | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长性 (%YoY)</b> |        |        |        |        |        |
| 收入增长率             | 10.46% | 1.56%  | 16.00% | 43.00% | 21.00% |
| 净利润增长率            | 20.71% | 3.31%  | 21.25% | 35.69% | 20.13% |
| EBITDA 增长率        | 14.06% | 4.75%  | 56.64% | 30.70% | 18.82% |
| EBIT 增长率          | 14.06% | 4.75%  | 25.32% | 36.22% | 20.99% |
| EPS 增长率           | 20.71% | 3.31%  | 21.25% | 35.69% | 20.13% |
| <b>估值指标</b>       |        |        |        |        |        |
| PE                | 20     | 19     | 16     | 12     | 10     |
| PB                | 4      | 4      | 3      | 3      | 2      |
| EV/EBITDA         | 16     | 16     | 10     | 7      | 6      |
| EV/EBIT           | 16     | 16     | 12     | 8      | 6      |
| EV/NAPLAT         | 18     | 18     | 14     | 10     | 7      |
| EV/Sales          | 2      | 2      | 1      | 1      | 1      |
| EV/IC             | 9      | 5      | 5      | 5      | 4      |
| <b>盈利能力 (%)</b>   |        |        |        |        |        |
| 毛利率               | 26.56% | 22.62% | 24.50% | 24.00% | 24.00% |
| EBITDA 率          | 9.52%  | 9.82%  | 13.26% | 12.12% | 11.90% |
| EBIT 率            | 9.52%  | 9.82%  | 10.61% | 10.11% | 10.11% |
| 税前净利润率            | 10.18% | 10.51% | 10.99% | 10.38% | 10.33% |
| 税后净利润率            | 8.98%  | 9.13%  | 9.55%  | 9.06%  | 8.99%  |
| ROA               | 12.66% | 13.37% | 13.52% | 14.39% | 14.40% |
| ROE               | 21.45% | 19.21% | 20.46% | 23.69% | 24.26% |
| ROIC              | 47.61% | 28.70% | 36.31% | 50.60% | 59.80% |
| <b>偿债能力</b>       |        |        |        |        |        |
| 净负债 / 权益          | -0.57  | -0.35  | -0.45  | -0.54  | -0.60  |
| 资产负债率             | 40.97% | 30.39% | 33.92% | 39.25% | 40.63% |
| 流动比率              | 1.56   | 1.93   | 1.92   | 1.86   | 1.93   |
| 速动比率              | 1.18   | 1.28   | 1.37   | 1.31   | 1.40   |
| <b>每股指标</b>       |        |        |        |        |        |
| EPS               | 0.88   | 0.91   | 1.10   | 1.49   | 1.80   |
| 每股红利              | 0.30   | 0.30   | 0.45   | 0.61   | 0.73   |
| 每股经营现金流           | -      | 0.21   | 1.78   | 2.11   | 2.29   |
| 每股净资产             | 4.19   | 4.81   | 5.48   | 6.39   | 7.48   |
| 每股销售收入            | 9.80   | 9.95   | 11.54  | 16.50  | 19.97  |
| 每股 EBITDA         | 0.93   | 0.98   | 1.53   | 2.00   | 2.38   |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

杨华超，上海交通大学供应链管理博士研究生、工商管理硕士和工学学士。曾在多家世界五百强公司工作，如德尔福、英格索兰和上汽。对企业运营和企业改善有着多年的管理经验，在汽车行业有着多年的从业经验。

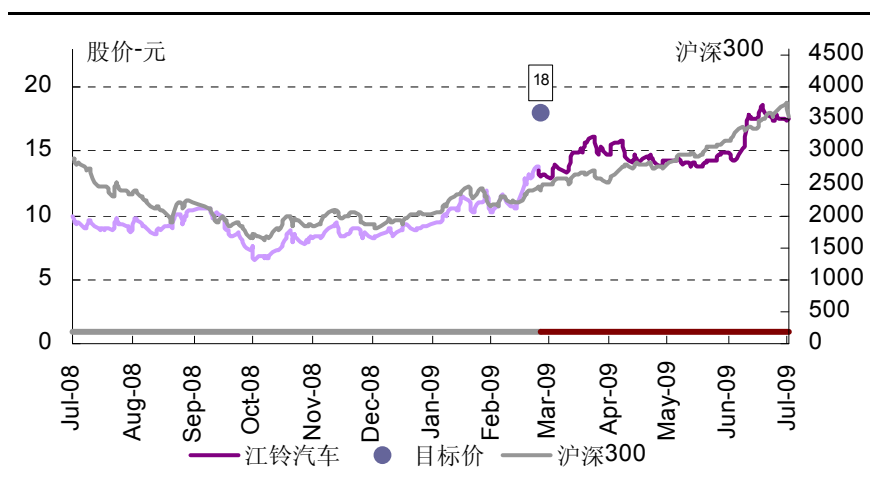
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

江铃汽车（000550）

分析师：杨华超



| 日期         | 股价    | 目标    | 评级 |
|------------|-------|-------|----|
| 2009-03-25 | 13.80 | 18.00 | 买入 |

|    |    |    |
|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 中性 |
| 减持 | 卖出 |    |

资料来源：光大证券研究所

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040  
总机：021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组 | 姓名  | 办公电话              | 手机          | 电子邮件              |
|------|-----|-------------------|-------------|-------------------|
| 北京   |     |                   |             |                   |
|      | 李大志 | 010-68561122-1717 | 13810794466 | lidz@ebscn.com    |
|      | 郝辉  | 010-68561722      | 13511017986 | haohui@ebscn.com  |
|      | 孙威  | 010-68561122-1779 | 13701026120 | sunwei@ebscn.com  |
|      | 吴江  | 010-68561122-1732 | 13718402651 | wujiang@ebscn.com |
| 上海   |     |                   |             |                   |
|      | 戴茂戎 | 021-22169999-9086 | 13585757755 | daimr@ebscn.com   |
|      | 王莉本 | 021-22169999-9083 | 13641659577 | wanglb@ebscn.com  |
|      | 杨日昕 | 021-22169999-9082 | 13817003122 | yangrx@ebscn.com  |
| 深圳   |     |                   |             |                   |
|      | 王汗青 | 0755-83024403     | 13501136670 | wanghq@ebscn.com  |
|      | 黎晓宇 | 0755-83024434     | 13823771340 | lix1@ebscn.com    |
|      | 黄鹂华 | 0755-83024396     | 13802266623 | huanglh@ebscn.com |
| 专题   |     |                   |             |                   |
| QFII |     |                   |             |                   |
|      | 濮维娜 | 021-62152373      | 13301619955 | puwn@ebscn.com    |
|      | 陶奕  | 021-62152393      | 13788947019 | taoyi@ebscn.com   |
|      | 满国强 | 021-62152393      | 15821755866 | mangq@ebscn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。