

分析师： 李兴 021-68751807 lixing@cjsc.com.cn

联系人： 易俊丰 021-68751760 yjyf@cjsc.com.cn

江铃中报前瞻：存在盈利大幅上调可能

事件描述

根据江铃汽车最近公布的各项产品的销售状况，我们上调公司盈利预测并维持推荐评级。

事件评论

表 1 江铃汽车分季度财务数据

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
营业收入	178487.04	225831.74	215922.53	225313.6	211109.36	247363.64	212052.88	188177.48	215782.67
YOY	-3.16%	14.53%	21.71%	17.79%	18.28%	9.53%	-1.79%	-16.48%	2.21%
营业成本	137366.37	166094.35	161408.28	171075.71	156848.53	188950.43	165878.5	152828.72	168216.6
毛利率	23.04%	26.45%	25.25%	24.07%	25.70%	23.61%	21.77%	18.78%	22.04%
销售费用	12828.65	14012.45	14900.1	20130.07	18107.24	18458.77	17606.27	-1540.77	12614.46
营销费用比率	7.19%	6.20%	6.90%	8.93%	8.58%	7.46%	8.30%	-0.82%	5.85%
管理费用	9567.47	11453.6	11758.95	20875.24	10064.62	15057.19	14275.63	19455.6	9059.01
管理费用比率	5.36%	5.07%	5.45%	9.26%	4.77%	6.09%	6.73%	10.34%	4.20%
财务费用	-1030.48	-818.22	-1552.38	-2132.99	-1331.27	-1330.27	-1981.34	-1263.77	-1156.99
财务费用比率	-0.58%	-0.36%	-0.72%	-0.95%	-0.63%	-0.54%	-0.93%	-0.67%	-0.54%
期间费用合计	21365.64	24647.83	25106.67	38872.32	26840.59	32185.69	29900.56	16651.06	20516.48
期间费用比率	11.97%	10.91%	11.63%	17.25%	12.71%	13.01%	14.10%	8.85%	9.51%
母公司净利润	13972.83	26184.7	22587.88	13170.4	19337.55	33797.98	10678.05	14617.93	18274.98
YOY	-36.73%	22.78%	108.86%	75.81%	38.39%	29.08%	-52.73%	10.99%	-5.49%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

1、2008 年下半年市场需求的疲软是下半年业绩低于预期的主要原因

2008 年江铃汽车全年实现 EPS 为 0.91 元，但扣除 1.64 亿元的政府补贴之后的 EPS 约为 0.74 元，而这一实际业绩大幅低于 2007 年主业实现的 EPS0.88 元。

再从上下半年实现的 EPS 情况来看，2008 年上半年主业实现 EPS 为 0.45 元，下半年实现 EPS 为 0.29 元，远低于上半年的业绩表现。

表 2 2008 年下半年业绩表现远低于上半年

	上半年	全年	下半年
2008 年	0.62	0.91	0.29
2008 年扣除非经常性损益之后	0.45	0.74	0.29

资料来源：公司公告，长江证券研究部

除了从表 1 的分季度财务数据中找出下半年费用集中计提的理由之外，我们认为另外一个重要原因就是自 2008 年下半年开始市场对商用车的需求出现了显著下滑，同时原材料成本高企的压力也给公司经营带来较大负面影响。

表 3 下半年公司各款车型销量环比下滑约 20%

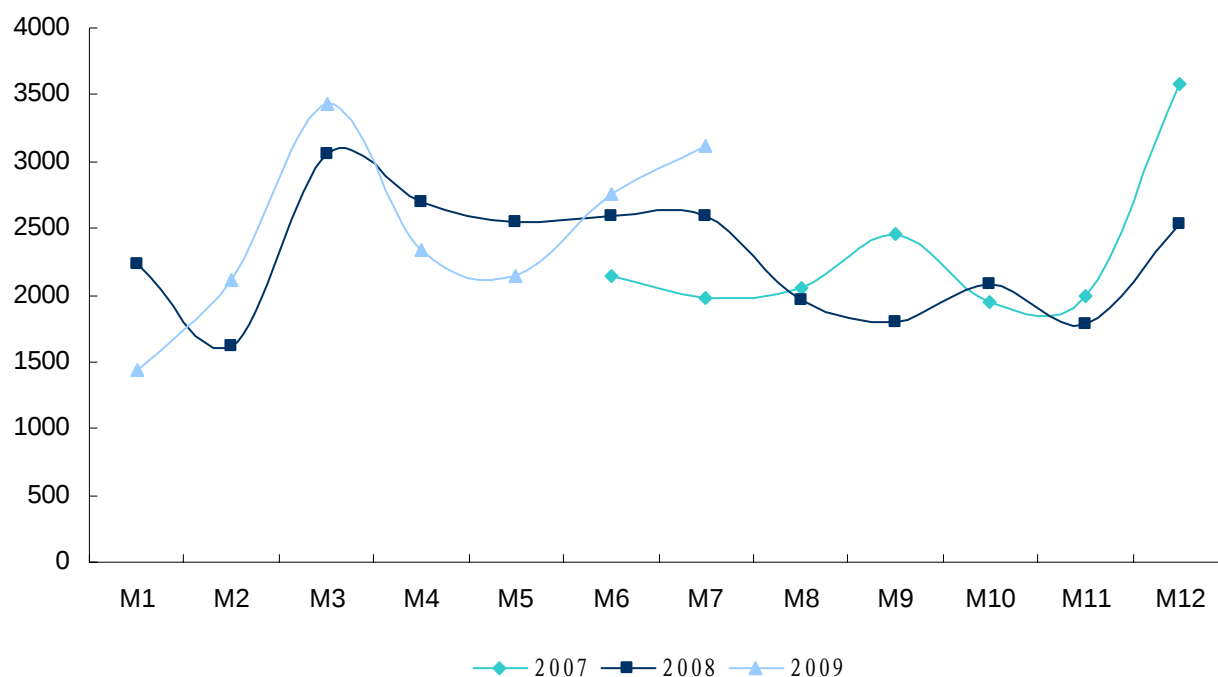
	上半年						全年						下半年					
	轻卡	皮卡	全顺	宝威	运霸	汇总	轻卡	皮卡	全顺	宝威	运霸	汇总	轻卡	皮卡	全顺	宝威	运霸	汇总
2008 年	20734	14409	14733	1823	301	52000	38290	26073	27472	2765	571	95171	17556	11664	12739	942	270	43171

资料来源：公司公告，长江证券研究部

2、2009 年下半年“以旧换新”政策刺激全顺轻客销量上升以及结构优化

2009 年 5 月份政府推出“以旧换新”政策，该政策将汽车受惠面扩大至中、轻、微型载货车和中、轻型在客车，公司数据显示自 2009 年 6 月份开始福特全顺轻型客车销量开始出现同比正增长，7 月份最新的数据显示福特全顺轻客同比增长 20.15%。我们预计全顺轻客下半年销量增速将持续超越 25%，预计其全年销量增速约为 15%

图 1 福特全顺轻客下半年销量增速将持续超预期



资料来源：公司公告，长江证券研究部

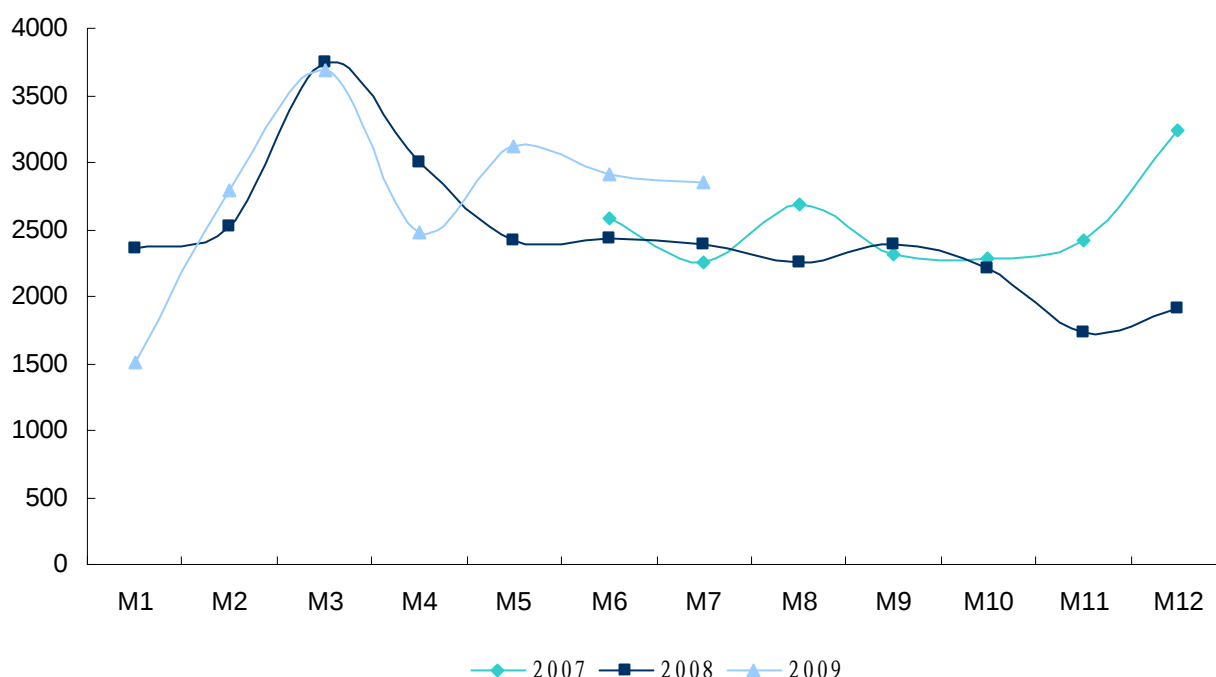
不仅全顺销量将在下半年快速上升，而且全顺产品结构也在逐步优化。7 月份 3112 台全顺轻客销量中有超过 600 台的 V348 销量，相比去年同期而言有超越 50% 的增长。随着“以旧换新”政策的实施，V348 销量仍有较大上升空间，因此我们调整盈利预测模型中全顺轻客 2009 年销量增速至 15%，同时毛利率提升 3 个百分点。

3、皮卡亦受益于“以旧换新”，新品 N350 或将发力于 2010 年

公司皮卡产品定位中高端，自“以旧换新”政策开始实施以来公司皮卡销量开始出现同比正增长，预计在政策刺激下全年将维持在 20% 左右的同比增速。

2009 年底公司将推出 N350，N350 是江铃自主开发的车型，伴随着外需的复苏，我们预计其将凭借优越的性价比优势开拓巨大的海外市场。预计 2010、2011 年 N350 综合销量将达到 30000 台和 43000 台。

图 2 “以旧换新”政策刺激皮卡、SUV 和面包车销量持续上升



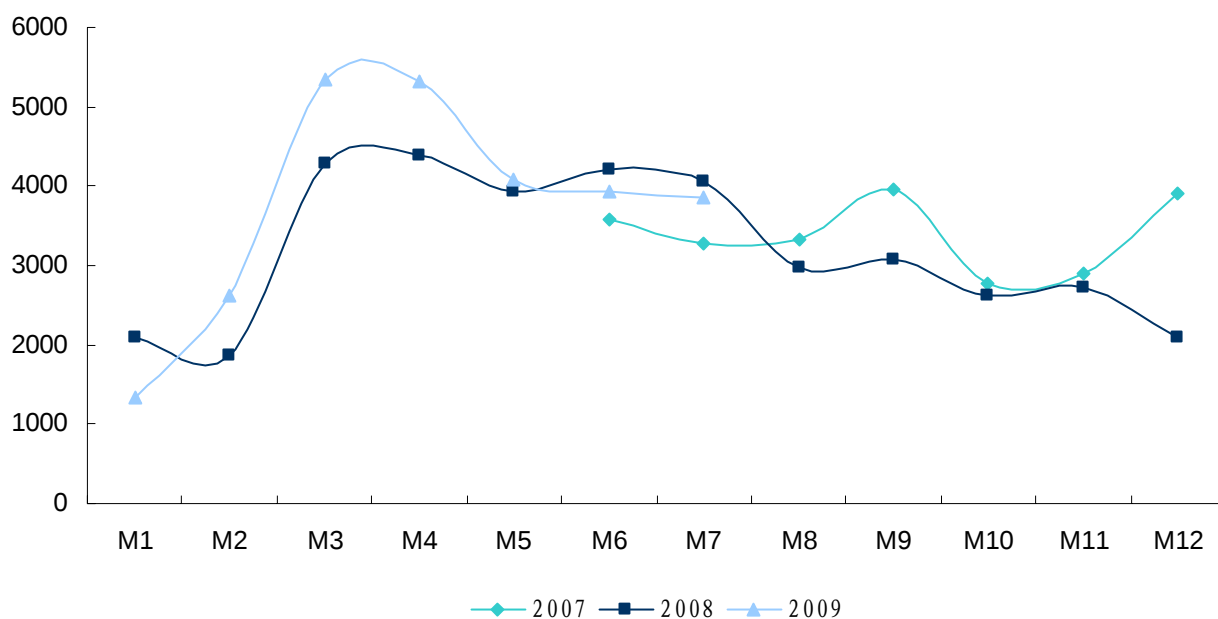
资料来源：公司公告，长江证券研究部

4、宽体轻卡 N900 将为轻卡业务注入新的活力

N900 是一款宽体轻卡，将于 9 月份正式上市。公司轻卡产品定位中高端，“以旧换新”政策以及汽车下乡等都将使得作为生产工具的轻卡向中高端延伸。

在我们的盈利预测模型中我们预计轻卡 2009、2010 和 2011 年轻卡销量增速分别为 15%、10% 和 8%。

图 3 N900 符合轻卡向中高端延伸的趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究部

5、上调 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别至 1.05、1.15 和 1.26 元，维持推荐评级

与 2008 年下半年相比，2009 年下半年在各项政策刺激下市场对商用车的需求将变得更加旺盛，同时在成本方面与去年同期相比也位于相对的低位，因此我们上调 2009 年各款产品毛利率 2-3 个百分点，得到 2009、2010 和 2011 年的 EPS 为 1.05、1.15 和 1.26 元，继续维持对公司的推荐评级。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735 13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450 13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737 13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572 13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。