

机械、汽车

报告原因：半年报点评

2009 年 8 月 25 日

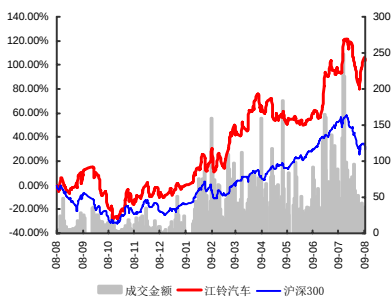
市场数据：2009 年 8 月 24 日

收盘价（元）	18.64
一年内最高/最低（元）	20.6/6.5
市净率	3.77
市盈率	18
流通 A 股市值（百万元）	9515

基础数据：2009 年 8 月 24 日

每股净资产（元）	4.89
资产负债率%	38.4
总股本/流通 A 股（百万）	863/860
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年股价走势



执笔人

白宇

baiyu@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

江铃汽车 (000550)

毛利恢复迅速，继续稳健增长

增持

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

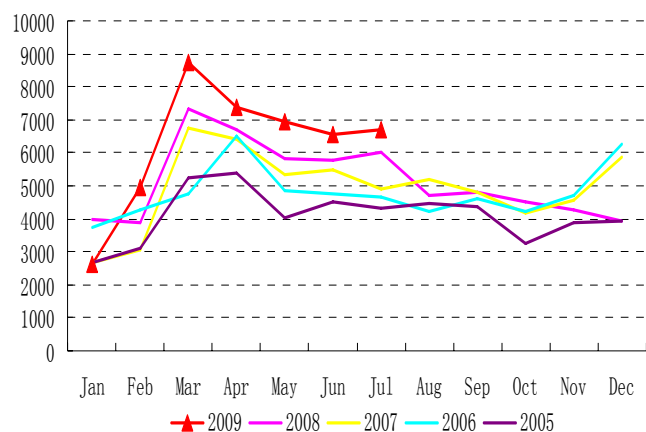
	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2007A	8456	10.5%	24.8%	775.5	18.2%	0.9	21
2008A	8587	1.6%	22.6%	797.4	2.8%	0.9	21
2009E	9360	9.0%	24.6%	921.5	15.6%	1.1	18
2010E	10764	15.0%	25.1%	1119.1	21.4%	1.3	15

投资要点：

- ◆ 销售收入小幅增长，毛利大幅度恢复，上半年在行业回暖的背景下公司经营出色。公司上半年收入达到 47.2 亿元，较上年同期小幅增加 3%，小幅领先于行业整体回暖程度（截止 5 月份汽车整车制造业收入同比增长 1.5%）。上半年，公司毛利恢复情况较为出色，半年报毛利率达到 24.8%，基本恢复到去年同期水平（24.5%），较 09 年一季度（22%）和 08 年年报（22.6%）有较大幅度的提升。上半年公司净利润为 5.5 亿元，同比下降 12%，但这主要是由于 08 年同期公司收到了 1.4 亿元的政府补贴所致。而从营业利润的角度来看，公司上半年营业利润 5.48 亿元，同比增长将近 19%。营业利润的大幅度增长真正反映了公司上半年较为出色的经营成果。
- ◆ 下半年轻卡行业继续向好的确定性较大，在此带动下公司轻卡业务增速将加快。上半年，公司销售轻卡 2.2 万辆，同比增加 6%（图 1），与行业增速大体相当，行业占有率 5.1%，相比同期变化不大。下半年轻卡行业有望在“汽车下乡”政策开始实际发挥效果的作用下加速增长，而公司的轻卡产品虽处于高端但市场份额稳定，有望随着行业的继续增长而增长。同时，下半年公司的 N900 宽体轻卡将与 9 月份面世，该款车型技术先进有较强的竞争力，有望在轻卡行业整体增长的背景下为公司的业绩带来亮点。
- ◆ 福特全顺轻客 7 月份开始逆市增长，下半年继续高速增长可期。上半年，公司福特全顺车型销量达到 1.4 万辆，同比仅下滑 4%，而同期轻客行业销量下滑达到 8%，表现稍好于行业。在此带动下，全顺市场占有率达到 13.5%，较上年同期上升 1.5 个百分点。而 7 月份开始全顺轻卡开始淡季反弹，7 月同比大幅度增加 20%。由于目前轻客也受益于“以旧换新”政策，因此我们同样看好公司轻客下半年的增长，我们预计公司轻客全年增长 10%。

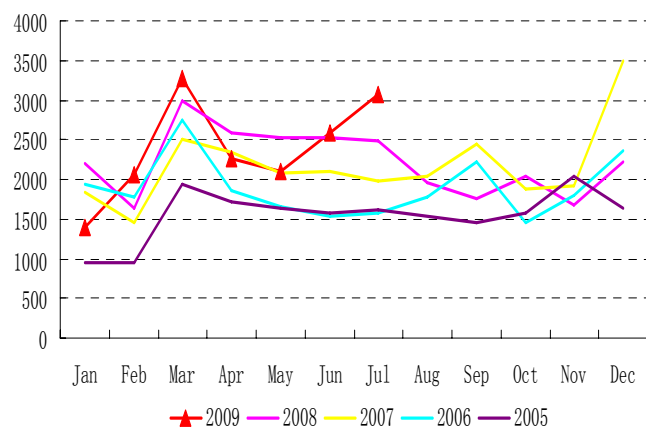
- ◆ **财务继续稳健，期间费用率下降。**上半年公司在销售创历史记录的同时保持了较好的费用控制水平，销售费用率仅为 6.8%，同比下降 1.1 个百分点，管理费用率 5.3%，同比下降 0.5 个百分点。其他财务指标也保持良好，资产负债率 38%，同比下降 3 个百分点，流动比率 1.7、速动比率 1.4，也相对上年同期有所增长。营运能力的提高使得公司经营活动产生的现金流量净额占到了营业收入的 36.9%，远高于同期的 7%。公司继续保持稳健的财务风格。
- ◆ **盈利预测及投资评级。**我们看好公司下半年轻卡、轻客两大主营业务的发展，预计公司 09、10 年主营收入分别增长 9%、15%，同期 EPS 分别为 1.1、1.3 元，目前股价对应的 09、10 年远期 PE 分别为：18、15 倍，估值水平仍然较低，我们给予公司“增持”评级。
- ◆ **风险因素。**1) 轻卡受同行价格战竞争增量不增利。2) 原材料上涨带来的盈利下降风险。

图表 1：江铃汽车轻卡及 SUV 销量走势



资料来源：山西证券研究所

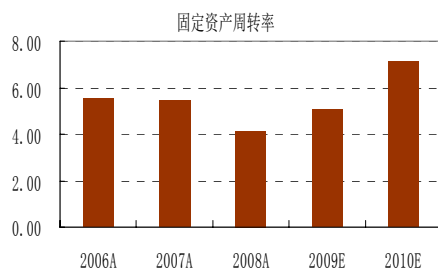
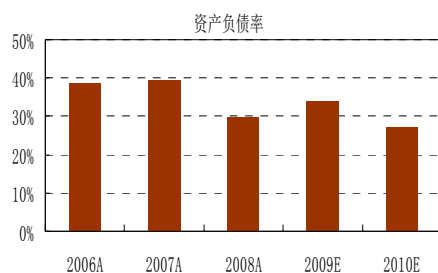
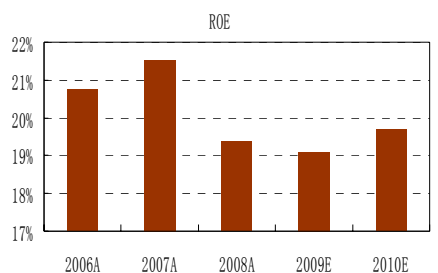
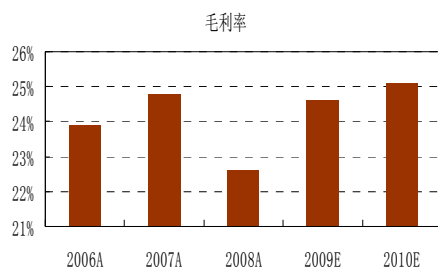
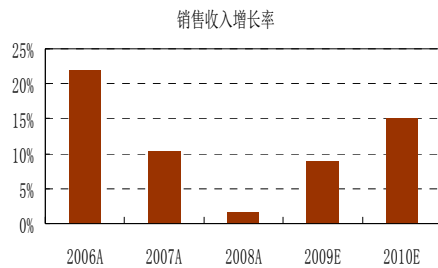
图表 2：江铃汽车轻客销量走势



资料来源：山西证券研究所



图表：财务报表预测



利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	7654.74	8455.55	8587.03	9359.87	10763.8
减：营业成本	5823.30	6359.45	6645.06	7055.92	8060.49
营业税金及附加	129.89	145.21	145.54	158.64	182.44
营业费用	494.48	618.71	526.31	526.88	605.92
管理费用	498.36	536.55	588.53	614.94	707.18
财务费用	-43.48	-55.34	-59.06	-89.55	-120.49
资产减值损失	6.85	2.46	8.89	6.07	6.07
加：投资收益	5.63	8.71	5.92	0.00	0.00
营业利润	750.98	857.22	737.67	1086.97	1322.25
加：其他非经营损益	-1.63	3.24	164.72	10.00	10.00
利润总额	749.34	860.46	902.40	1096.97	1332.25
减：所得税	93.18	85.00	105.02	175.51	213.16
净利润	656.16	775.46	797.38	921.45	1119.09
减：少数股东损益	27.23	16.30	13.06	15.10	18.33
归属母公司股东净利润	628.93	759.16	784.32	906.36	1100.76

资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
货币资金	2069.68	2053.63	1574.31	3734.35	3798.44
应收和预付款项	437.93	641.84	544.74	582.18	712.22
存货	595.72	866.08	1057.87	625.94	1297.60
其他流动资产	19.89	0.00	31.47	31.47	31.47
长期股权投资	16.12	17.76	16.14	16.14	16.14
固定资产和在建工程	1819.04	2207.91	2362.78	2045.52	1708.26
无形资产和开发支出	180.75	175.95	326.69	308.50	288.32
资产总计	5139.14	5963.17	5914.30	7344.26	7852.44
短期借款	121.85	39.61	38.67	0.00	0.00
应付和预收款项	1676.41	2122.10	1544.36	2310.65	1956.08
长期借款	10.23	9.09	8.06	0.00	0.00
其他负债	174.34	177.09	172.13	172.13	172.13
负债合计	1982.84	2347.89	1763.21	2482.78	2128.20
股本	863.21	863.21	863.21	863.21	863.21
资本公积	839.44	839.44	839.44	839.44	839.44
留存收益	1326.59	1824.33	2347.73	3043.02	3887.45
归属母公司股东权益	3029.24	3526.99	4050.38	4745.68	5590.10
少数股东权益	127.06	88.30	100.71	115.80	134.14
股东权益合计	3156.30	3615.29	4151.09	4861.48	5724.24
负债和股东权益合计	5139.14	5963.17	5914.30	7344.26	7852.44

现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营性现金净流量	1145.23	787.30	165.61	2570.96	447.28
投资性现金净流量	-491.10	-500.25	-515.09	-211.60	-211.60
筹资性现金净流量	-456.66	-403.33	-262.03	-199.32	-171.59
现金流量净额	197.27	-116.65	-611.77	2160.04	64.09

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。