

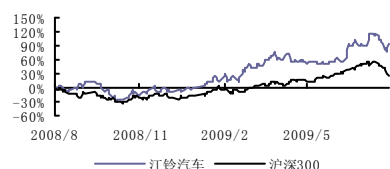
消费品及服务-汽车及配件

Consumable and service-Auto and auto parts

2009 年 08 月 25 日

市场数据	2009 年 8 月 25 日
当前价格 (元)	18.64
52 周价格区间 (元)	6.50-20.00
总市值 (百万)	16090.31
流通市值 (百万)	16029.89
总股本 (万股)	863.21
流通股 (万股)	859.97
日均成交额 (百万)	42.36
近一月换手 (%)	10.45%
第一大股东	江铃控股有限公司
公司网址	http://www.jmc.com.cn

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
江铃汽车	6.5%	31%	100.7%
沪深 300	-11.9%	17.8%	34%

相关报告

《江铃汽车 2008 年年报点评》 2009.3

《江铃汽车 2009 年 1 季报点评》 2009.4

吕丽华、冉飞

+86 755 83199599 ext 8202

+86 755 83199599 ext 8267

lvli@csc.com.cnranfei@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华、冉飞, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩名“降”实“增”, 稳健一如既往

—江铃汽车 (000550) 2009 年中报点评

评级: 增持 (维持)

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	8587	9188	10658	12150
净利润 (百万元)	784	852	966	1091
每股收益 (元)	0.91	0.99	1.12	1.26
净利润增长率%	3%	9%	13%	13%
市盈率	20.48	19	17	15
EV/EBITDA	17	13	11	9

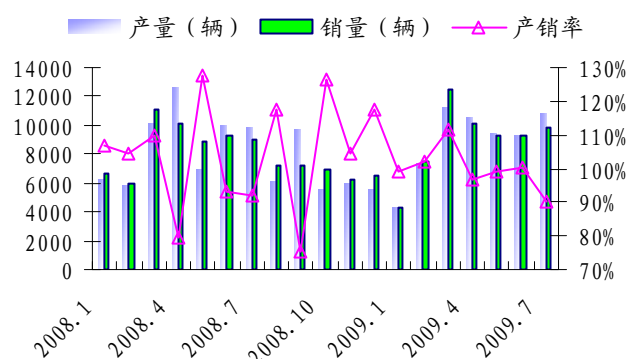
- 上半年公司实现营业收入 47.22 亿元, 同比增长 3%; 业绩名“降”实“增”: 净利润为 4.33 亿元, 同比下降 18.57%, 扣除去年上半年 1.64 亿元的政府补贴则同比增长 10.11%; 实现每股收益 0.5 元。
- 上半年公司共实现各类汽车销售 53327 辆, 同比增幅 (2.55%) 好于商用车整体水平 (-0.55%), 主要产品在各自细分市场份额稳中有升。其中, 轻卡 (包括皮卡) 市场占有率为 5.1%, 同比去年基本持平; 轻客市场占有率为 13.5%, 同比去年上升 1.5 个百分点。
- 毛利率以及期间费用率均符合我们前期判断。上半年毛利率为 24.83%, 同比增长 0.25 个百分点; 在 1 季度去库存化基本结束、成本和需求持续改善下, 2 季度达到了 27.17%, 环比和同比分别大幅增长 5.13、3.56 个百分点; 下半年原材料价格大幅上涨可能性很小, 市场需求依旧良好, 预计全年毛利率可达到 24.9%, 同比提升 2.28 个百分点。上半年期间费用率为 11.65%, 同比下降 1.23 个百分点, 但 2 季度环比增长 3.95 个百分点; 考虑到市场竞争加剧, 以及公司新一代轻卡 N900 临近上市, 预计下半年期间费用率环比还将小幅提升, 全年为 12.1%, 同比下降 0.2 个百分点。
- 公司经营状况一如既往的稳健。产品在中高端细分市场的龙头地位稳固、盈利能力优异、费用控制总体有力。报告期每股经营现金流量净额达 2.02 元, 资产负债率仅为 38%, 均显著好于行业平均水平。随着轻卡、皮卡等新产品在未来 1~2 年上市, 以及先进发动机、冲压线技改项目陆续完成, 未来公司产品竞争力和盈利水平还将进一步增强。
- 基于轻型商用车市场持续回暖以及公司良好的盈利能力, 我们上调了年初的业绩预测, 预计 2009 年~2011 年公司每股收益分别为 0.99、1.12、1.26 元, DCF 估值为 21.72 元, 维持“增持”评级。

Figure 1 分季度主要财务指标对比

	07(Q1)	07(Q2)	07(Q3)	07(Q4)	08(Q1)	08(Q2)	08(Q3)	08(Q4)	09(Q1)	09(Q2)
每股收益(元)	0.16	0.30	0.26	0.15	0.22	0.39	0.12	0.17	0.21	0.29
毛利率	23.04%	26.45%	25.25%	24.07%	25.70%	23.61%	21.77%	18.78%	22.04%	27.17%
营业费用率	7.19%	6.20%	6.90%	8.93%	8.58%	7.46%	8.30%	-0.82%	5.85%	7.53%
管理费用率	5.36%	5.07%	5.45%	9.27%	4.77%	6.09%	6.73%	10.34%	4.20%	6.27%
财务费用率	-0.58%	-0.36%	-0.72%	-0.95%	-0.63%	-0.54%	-0.93%	-0.67%	-0.54%	-0.34%
期间费用率	11.97%	10.91%	11.63%	17.25%	12.71%	13.01%	14.10%	8.85%	9.51%	13.46%
所得税率	15.73%	14.75%	12.53%	-18.42%	17.90%	11.70%	17.28%	-3.32%	18.53%	17.42%
净利润率	7.87%	11.94%	10.68%	5.97%	9.32%	13.76%	4.97%	8.23%	8.77%	10.23%
净资产收益率	4.51%	8.26%	6.88%	3.80%	5.34%	8.99%	2.77%	3.67%	4.41%	5.91%

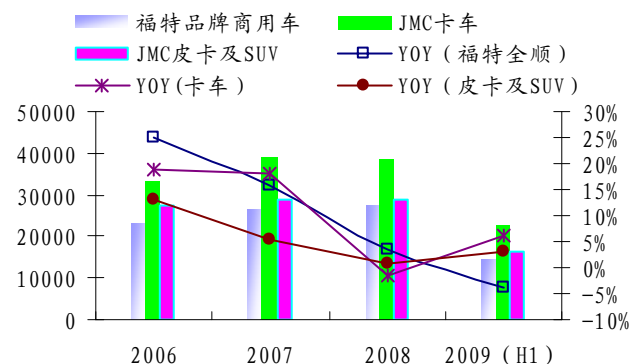
数据来源：公司资料、世纪证券研究所

Figure 2 2008 年至今公司月度汽车产销情况



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 公司三大类产品销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 利润表预测

单位: 百万元

年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8587	9188	10658	12150
营业成本	6645	6900	7983	9088
营业税金及附加	146	156	181	207
营业费用	526	569	671	765
管理费用	589	583	666	759
财务费用	-59	-40	-45	-45
资产减值损失	9	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	5	8	8
营业利润	738	1014	1199	1373
营业外收入	168	40	10	10
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	902	1052	1207	1381
所得税	105	168	205	249
净利润	797	884	1002	1133
少数股东损益	13	32	36	41
归属母公司净利润	784	852	966	1091
EPS (元)	0.91	0.99	1.12	1.26

数据来源：公司资料、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.