

汽车整车

2010 年 1 月 12 日

江铃汽车(000550) 当前股价: 20.91 目标价: 28.00

2010 年仍可实现稳定增长, 低估

投资要点:

- 全顺产品对公司盈利的贡献率在 50%左右, 2009 年公司全顺销量为 33585 辆, 同比增长 22%, 在柴油轻客市场已经超过依维柯成为细分市场龙头。目前新款全顺月销量在 600~700 辆, 占全顺销量比例在 20%左右, 销量仍处于爬坡阶段。V348 的性能堪比乘用车, 目前主要客户对象是对价格不敏感的客户, 如烟草公司、银行等, 其毛利率高于老款产品。
- 目前福特方面已经基本认同全顺 V348 以 CKD 散件方式出口越南, 预计年内可以实现出口, 年出口量在 1~2 千辆, 占目前全顺销量的 5%左右。
- 目前公司轻卡和皮卡已经完全满足国III排放标准, 未来如果政府加强对排放标准的执行力度, 其他厂商成本将会增加 5000~10000 元, 公司成本不会上升; 这将使得公司产品竞争力增强。我们预计公司轻卡、皮卡 2010 年销量增速在 15%左右。
- 公司在福特方的控制下经营稳健, 财务状况良好, 三季度末资产负债率仅为 37.01%; 而同期公司持有现金高达 32.25 亿元, 折合每股 3.74 元, 为历史最高水平。四季度公司经营良好, 预计持有现金数量将进一步增长。充足的现金使得公司目前没有融资需求, 且不排除年报大比例分红的可能性。
- 2009 年公司毛利率预计在 26%以上, 远高于行业平均水平, 这使得公司即使在成本快速上升时盈利下降速度也会低于同行业其他企业。我们认为对于江铃这样的现金流充沛, 产品在细分行业都处于龙头地位的企业可以给予较高的估值。
- 我们预计公司 2009、2010 和 2011 年分别可实现每股收益 1.23、1.40 和 1.47 元, 对应目前 20.91 元的股价, PE 分别为 17.0、14.9 和 14.2 倍, 在业内处于低端。考虑到公司业绩稳定, 持有现金多, 抗风险能力强, 我们认为可以给予 2010 年 20 倍动态市盈率, 得到目标价 28 元, 上调评级至“买入”。

研究员: 陈亮

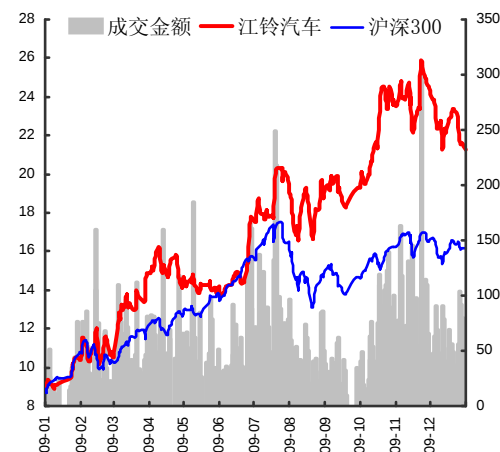
电 话: 025-84457777

E-mail: pro7973@hotmail.com

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 买入(上调)

股价走势图



相关研究

江铃汽车三季报点评: 三季度毛利率创历史新高 2009-10-28

江铃汽车调研简报: 稳健经营典范, 增长亮点可期 2009-10-22

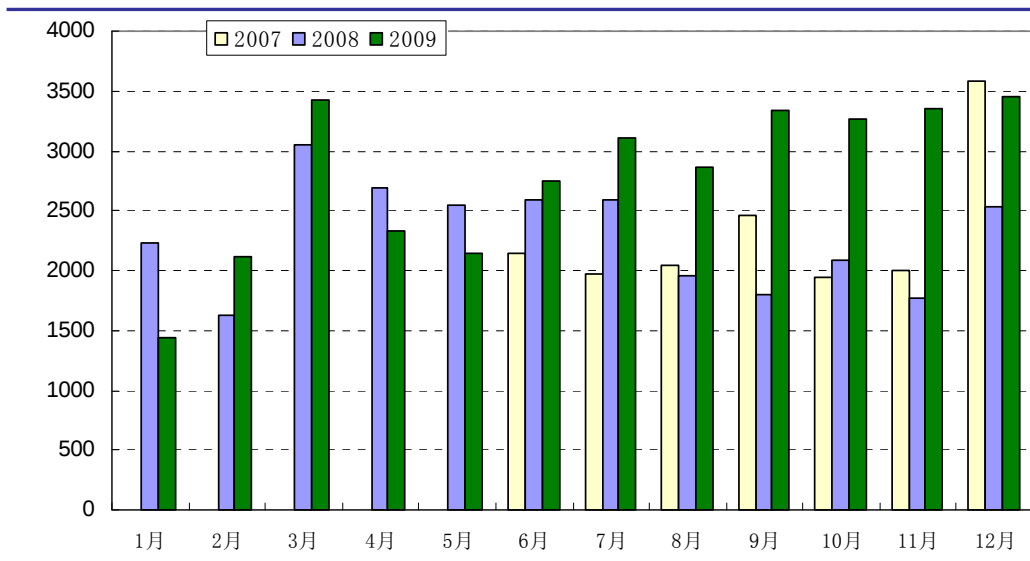
全顺年内或可出口

全顺产品对公司盈利的贡献率在 50% 左右，2009 年公司全顺销量为 33585 辆，同比增长 22%，在柴油轻客市场已经超过依维柯成为细分市场龙头。公司全顺轻客老款（全顺 3 代产品）价位在 11~17 万元，新款全顺产品 V348（全顺 5 代产品）价位在 20 万以上。目前新款全顺月销量在 600~700 辆，占全顺销量比例在 20% 左右，销量仍处于爬坡阶段。V348 的性能堪比乘用车，目前主要客户对象是对价格不敏感的客户，如烟草公司、银行等，其毛利率高于老款产品。

全顺出口方面，目前福特方面已经基本认同出口越南。福特在越南已有一个工厂，生产的是全顺 4 代产品，江铃目前生产 3 代和 5 代产品；越南工厂目前没有 5 代产品，福特将江铃作为全顺 5 代东南亚地区的生产基地，允许江铃以 CKD 散件方式出口 V348 到越南；但其他地区福特方目前仍不允许江铃出口。公司目前正在准备出口认证相关事宜，预计年内可以实现出口，年出口量在 1~2 千辆，占目前全顺销量的 5% 左右；考虑到越南的价格承受能力，以及越南工厂仍需获利，估计出口产品的毛利率将会低于国内产品。

我们预计全顺 2010 年销量增速在 15% 左右。从往年来看，全顺产品销量呈现典型商用车的季节效应，1~2 月销量为全年销量低点，3 月和 12 月是销量高点。

图表 1 公司福特全顺产品月度销量情况



数据来源：公司公告

公司轻卡、皮卡将受益于未来排放标准严格执行

公司轻卡、皮卡和 SUV 合计对公司利润贡献在 45% 左右。2009 年公司宽体轻卡 N900 已经上市，自主研发的下一代卡车产品 N800 项目预计将于 2011 年上市；匹配 JX4D24 发动机的皮卡和 SUV N350 将于 2010 年年底上市。公司轻卡整体的市场占有率虽然不高，但在 6 万元以上的部分公司形成了品牌优势，市场占有率居国内第一。2009 年公司 JMC 品牌轻卡共销售 46252 辆，同比增长 19%；2009 年公司皮卡和 SUV 销售 34851 辆，同比增长 21%。

目前公司轻卡和皮卡已经完全满足国III排放标准,未来如果政府加强对排放标准的执行力度,其他厂商成本将会增加 5000~10000 元,公司成本不会上升;这将使得公司产品竞争力增强。我们预计公司轻卡、皮卡 2010 年销量增速在 15%左右。

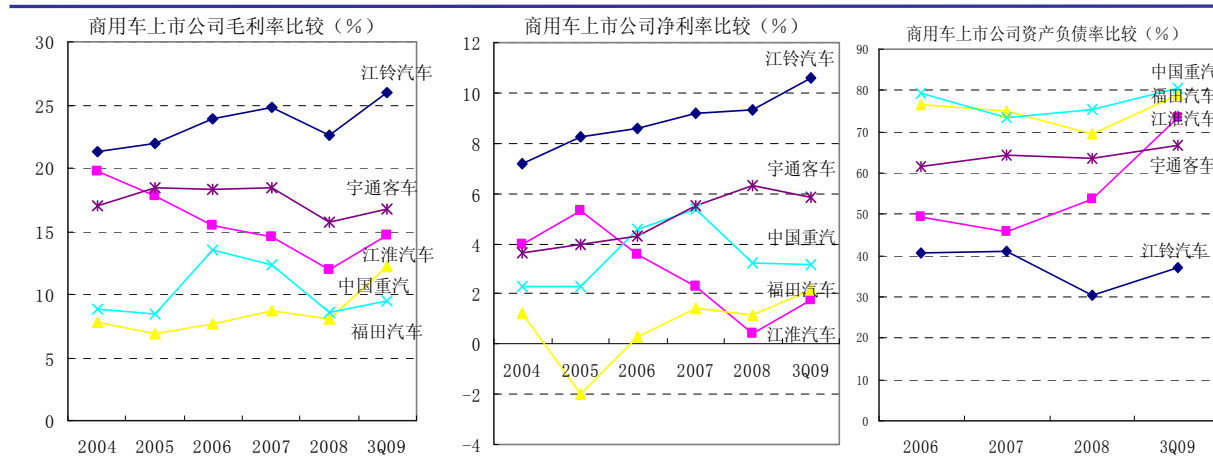
公司经营稳健,抗风险能力强

虽然江铃控股是公司第一大股东,但实际对公司进行控制的是美国福特公司。目前公司总裁和财务总监都是由福特派出,大笔支出需财务总监审核后方可进行,因此财务控制非常严格。我们认为公司的这种治理结构使得福特方和小股东利益一致性强,治理结构较好。股改时其他公司送股而公司送现金即是例证。

公司在福特方的控制下经营稳健,财务状况良好,三季度末资产负债率仅为 37.01%;而同期公司持有现金高达 32.25 亿元,折合每股 3.74 元,为历史最高水平。四季度公司经营良好,预计持有现金数量将进一步增长。充足的现金使得公司目前没有融资需求,且不排除年报大比例分红的可能性。

2009 年公司毛利率预计在 26%以上,远高于行业平均水平,这使得公司即使在成本快速上升时盈利下降速度也会低于同行业其他企业。我们认为对于江铃这样的现金流充沛,产品在细分行业都处于龙头地位的企业可以给予较高的估值。

图表 2 商用车上市公司毛利率、净利率和资产负债率比较



数据来源:公司公告

给予公司“买入”评级

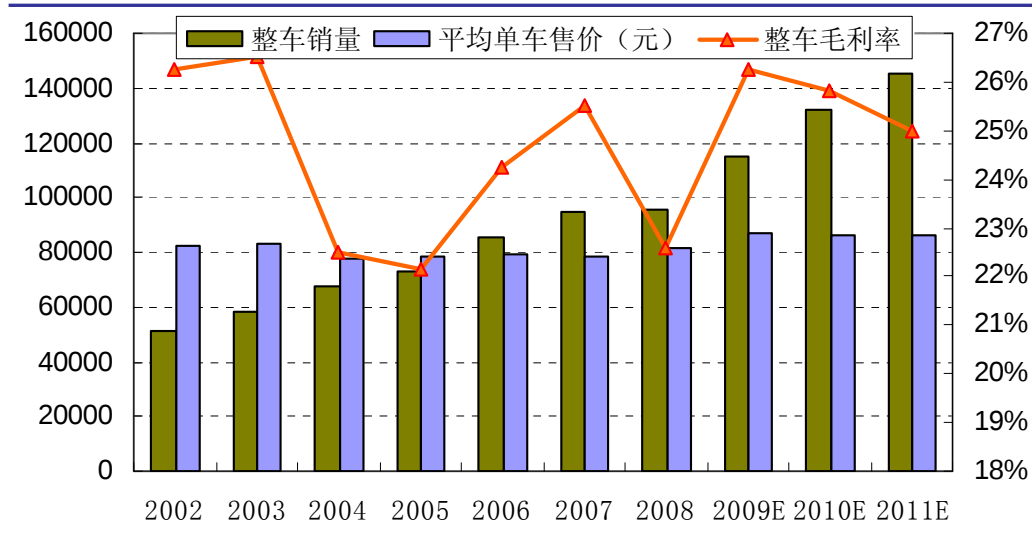
加上在建项目,公司目前总产能已经达到 20 万辆。考虑到销量结构,产能满足 15 万的年销量没有任何问题。我们预计公司 2010 年销量增长 15%左右,成本上升对毛利率影响能够大部分被产销规模上升所带来的固定成本摊薄所抵消,因此毛利率下降不大。我们对公司未来经营情况作出如下假设:

- 1) 公司 2009 年、2010 年和 2011 年整车销量分别为 11.45 万辆、13.18 万辆和 14.49 万辆;公司整车 2009、2010 和 2011 年整车平均售价分别为 8.68、8.63 和 8.60 万元;公司整车 2009、2010 和 2011 年平均营业成本分别为 6.4、6.4 和 6.45 万元;
- 2) 公司 2009~2011 年零部件营业收入为整车的 8%,零部件业务毛利率维持在 7%;

3) 公司三项费用率维持在过去三年的平均水平;

在上述假设的前提下,我们预计公司 2009、2010 和 2011 年分别可实现每股收益 1.23、1.40 和 1.47 元,对应目前 20.91 元的股价,PE 分别为 17.0、14.9 和 14.2 倍,在业内处于低端。考虑到公司业绩稳定,持有现金多,抗风险能力强,我们认为可以给予 2010 年 20 倍动态市盈率,得到目标价 28 元,上调评级至“买入”。

图表 3 公司整车销量、平均售价和毛利率的历史和预测



数据来源:公司公告、华泰证券研究所

图表 4 江铃汽车利润表预测

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8587	10751	12284	13458
营业成本	6645	8081	9281	10273
营业税金及附加	146	183	209	229
营业费用	526	707	805	874
管理费用	589	713	818	899
财务费用	-59	-83	-131	-181
资产减值损失	9	6	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	7	7	7
营业利润	738	1151	1303	1364
营业外收入	168	87	101	107
营业外支出	3	4	4	4
利润总额	902	1234	1400	1468
所得税	105	148	168	176
净利润	797	1086	1232	1292
少数股东损益	13	24	25	26
归属母公司净利润	784	1062	1207	1265
EBITDA	924	1373	1492	1512
EPS (元)	0.91	1.23	1.40	1.47

数据来源:公司公告、华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。