

江铃汽车 (000550)

经营稳健，N350 或成今年亮点

——公司调研报告

陈锡伟

021-38676385

chenxiwei@gtjas.com

本报告导读：

- 经营稳健，盈利能力强
- N350或成今年亮点

投资要点：

- **公司经营稳健，盈利能力强。**公司近年来的毛利率都在 20%以上，净利率在 9%左右，ROE 在 20%左右，在整车企业中都处于较高的水平。依靠良好的现金流，08 年底资产负债率为 30%，自 2004 年以来，财务费用都为负（体现为利息收入）。
- **新全顺丰富公司产品线。**新全顺 V348 自 08 年 1 月上市后，定位于高端商务车，而老全顺更侧重于城市物流，两者不同的定位丰富了全顺的产品线，09 年均取得了较好的销量，新老全顺 09 年在轻客市场的占有率达到 15%-16%，比 08 年提高了约 2 个百分点。
- **N350 或将成为今年的亮点。**公司自主开发的下一代皮卡及 SUV 产品预计将于 2010 年 10 月上市。N350 采用与 V348 相同的发动机 JX4D24，尽管售价目前不确定，考虑到发动机自产，我们认为 N350 将具备不错的性价比，盈利能力前景看好。N350 可以看作公司在传统轻卡、轻客领域之外的新拓展，也是公司未来业绩新的增长点。
- **营销网络下沉。**目前公司共拥有一级经销商 100 家左右，由于产品定位于中高端，在消费升级的背景下，公司逐渐将营销网络下沉，由东部地区向中西部地区拓展，由一线城市向二、三线城市扩张。
- **出口还未成公司发展重点。**09 年公司皮卡、轻卡出口不多（不足 1 万辆），但考虑到国内市场仍有较大空间，且出口毛利率要低于国内销售，因此国内销售仍然是公司发展战略重点。
- **维持增持建议。**公司未来增长点来自于：1）受宏观经济的进一步回暖，轻卡、轻卡市场的稳定增长；2）消费升级导致的中高端轻卡、轻客比例提高，以及公司在中高端市场份额的提升；3）新产品 N350 的投放带来 SUV 领域的拓展。我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 1.11 元、1.35 元，给予 20 倍 PE，目标价位 27 元，维持增持建议。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,456	8,587	10,062	11,556	12,906
(+/-)%	15%	2%	17%	15%	12%
经营利润（EBIT）	796	682	1,091	1,301	1,516
(+/-)%	1%	-14%	60%	19%	16%
净利润	759	784	958	1,164	1,350
(+/-)%	26%	3%	22%	21%	16%
每股净收益（元）	0.88	0.91	1.11	1.35	1.56
每股股利（元）	0.30	0.30	0.37	0.54	0.63

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	9.4%	7.9%	10.8%	11.3%	11.7%
净资产收益率（%）	21.5%	19.4%	20.4%	21.6%	21.8%
投入资本回报率（%）	44.2%	21.0%	27.4%	28.8%	27.9%
EV/EBITDA	17.3	19.1	12.7	10.8	9.3
市盈率	25.1	24.3	19.9	16.4	14.1
股息率（%）	1.4%	1.4%	1.7%	2.4%	2.8%

评级：

增持

上次评级：增持

目标价格：

¥ 27.00

上次预测：

当前价格：

¥ 22.09

2010.01.19

交易数据

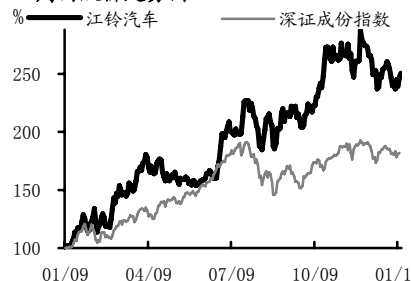
52 周内股价区间（元）	8.85 ~ 25.41
总市值（百万元）	19,068
总股本/流通 A 股（百万股）	863/860
流通 B 股/H 股	344/0
流通股比例	1.00
日均成交量（百万股）	3.7
日均成交值（百万元）	62.8

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	4050
每股净资产	4.69
市净率	4.7
净负债率	-36.2%

EPS（元）	2008A	2009E
Q1	0.22	0.21
Q2	0.39	0.29
Q3	0.12	0.39
Q4	0.17	0.22
全年	0.91	1.11

52周内股价走势图



升幅（%）	1M	3M	12M
绝对升幅	0.4	15.3	143.9
相对指数	-2.3	5.1	52.1

模型更新时间: 2010.01.15

股票研究

运输设备业

运输设备制造业

江铃汽车(000550)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥27.00

上次预测:

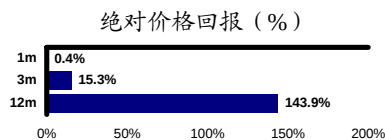
当前价格: ¥22.09

公司网址:

www.jmc.com.cn

公司简介

公司主营轻卡、轻客、轿卡业务。



52 周价格范围
市值 (百万)

8.85~25.41
19,068

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
损益表										
营业收入	8,456	8,587	10,062	11,556	12,906	14,260	15,454	16,939	18,674	20,828
营业成本	6,359	6,645	7,472	8,591	9,533	10,522	11,329	12,424	13,597	15,162
税金及附加	145	146	171	196	219	242	262	287	316	353
营业费用	619	526	724	832	929	970	1,051	1,152	1,270	1,416
管理费用	537	589	604	636	710	784	850	932	1,027	1,146
EBIT	796	682	1,091	1,301	1,516	1,742	1,961	2,144	2,463	2,751
公允价值变动收益	0	0	0	1	2	3	4	5	6	7
投资收益	9	6	6	6	7	8	9	9	10	11
财务费用	-55	-59	-59	-59	-59	-59	-59	-59	-59	-59
营业利润	857	738	1,147	1,359	1,575	1,803	2,024	2,208	2,530	2,820
所得税	85	105	172	177	205	234	263	287	329	367
少数股东损益	16	13	17	19	21	23	25	27	30	33
净利润	759	784	958	1,164	1,350	1,546	1,736	1,894	2,171	2,420
资产负债表										
货币资金、交易性金融	2,107	1,512	1,771	2,034	2,272	2,510	2,720	2,982	3,287	3,666
其他流动资产	1,508	1,641	1,872	2,150	2,391	2,639	2,848	3,121	3,425	3,818
长期投资	18	16	22	28	35	43	52	61	72	83
固定资产合计	2,208	2,363	2,970	3,542	4,331	4,747	5,293	5,717	6,604	7,367
无形及其他资产	176	327	302	278	257	237	219	202	186	172
资产合计	6,124	5,964	7,041	8,138	9,391	10,281	11,237	12,188	13,678	15,212
流动负债	2,430	1,732	2,151	2,528	2,947	3,036	3,090	3,247	3,827	4,345
长期负债	79	81	81	81	81	81	81	81	81	81
股东权益	3,527	4,050	4,692	5,390	6,200	6,973	7,841	8,599	9,467	10,435
投入资本(IC)	1,609	2,743	3,353	3,911	4,693	5,098	5,640	6,058	6,948	7,715
现金流量表										
NOPLAT	711	577	919	1,125	1,311	1,508	1,698	1,857	2,134	2,385
折旧与摊销	230	245	296	341	386	447	490	544	593	671
流动资金增量	(130)	(828)	(28)	(10)	(13)	(10)	(14)	(11)	(20)	(17)
资本支出	(613)	(551)	(878)	(890)	(1,155)	(843)	(1,018)	(951)	(1,465)	(1,421)
自由现金流	197	(557)	310	567	530	1,102	1,157	1,439	1,243	1,618
经营现金流	843	182	1,187	1,458	1,688	1,950	2,183	2,400	2,720	3,053
投资现金流	(500)	(515)	(887)	(898)	(1,161)	(849)	(1,023)	(955)	(1,467)	(1,422)
融资现金流	(403)	(262)	(41)	(298)	(289)	(864)	(950)	(1,184)	(947)	(1,251)
现金流净增加额	(61)	(595)	260	263	238	238	210	261	305	379
财务指标										
成长性										
收入增长率	14.8%	1.6%	17.2%	14.9%	11.7%	10.5%	8.4%	9.6%	10.2%	11.5%
EBIT 增长率	1.4%	-14.3%	60.1%	19.2%	16.5%	14.9%	12.6%	9.3%	14.9%	11.7%
净利润增长率	25.8%	3.3%	22.2%	21.4%	16.0%	14.5%	12.3%	9.1%	14.6%	11.5%
利润率										
毛利率	24.8%	22.6%	25.7%	25.7%	26.1%	26.2%	26.7%	26.7%	27.2%	27.2%
EBIT 率	9.4%	7.9%	10.8%	11.3%	11.7%	12.2%	12.7%	12.7%	13.2%	13.2%
净利润率	9.0%	9.1%	9.5%	10.1%	10.5%	10.8%	11.2%	11.2%	11.6%	11.6%
收益率										
净资产收益率(ROE)	21.5%	19.4%	20.4%	21.6%	21.8%	22.2%	22.1%	22.0%	22.9%	23.2%
总资产收益率(ROA)	12.4%	13.2%	13.6%	14.3%	14.4%	15.0%	15.5%	15.5%	15.9%	15.9%
投入资本回报率	44.2%	21.0%	27.4%	28.8%	27.9%	29.6%	30.1%	30.6%	30.7%	30.9%
运营能力										
存货周转天数	42	53	55	54	55	55	56	56	56	55
应收账款周转天数	10.5	9.1	6.6	6.6	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8	6.7
总资产周转天数	245.2	256.9	235.9	239.7	247.9	251.8	254.1	252.4	252.8	253.1
净利润现金含量	1.11	0.23	1.24	1.25	1.25	1.26	1.26	1.27	1.25	1.26
资本支出/收入	7%	6%	9%	8%	9%	6%	7%	6%	8%	7%
偿债能力										
资产负债率	41.0%	30.4%	31.7%	32.1%	32.2%	30.3%	28.2%	27.3%	28.6%	29.1%
净负债率	-58.3%	-36.2%	-32.1%	-30.8%	-27.5%	-30.1%	-31.2%	-32.7%	-29.8%	-29.3%
估值比率										
PE	25.1	24.3	19.9	16.4	14.1	12.3	11.0	10.1	8.8	7.9
PB	5.4	4.7	4.1	3.5	3.1	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8
P/S	2.26	2.22	1.90	1.65	1.48	1.34	1.23	1.13	1.02	0.92
EV/EBITDA	17.3	19.1	12.7	10.8	9.3	8.1	7.2	6.6	5.8	5.2
股息率	1.4%	1.4%	1.7%	2.4%	2.8%	4.1%	4.6%	6.0%	6.8%	7.6%

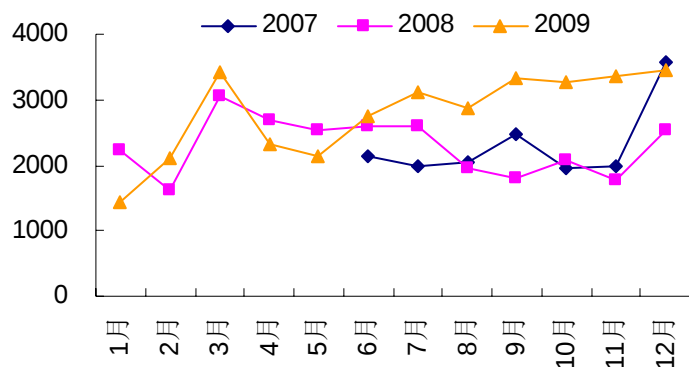
1. 经营稳健、管理能力强

1.1. 轻客增速快于行业，轻卡中高端产品复苏滞后，增速落后于行业

公司主营产品是轻客（福特全顺）、轻卡、皮卡，2009 年三类产品销量分别为 3.36 万辆、4.63 万辆、3.49 万辆，分别同比增长 22.3%、19.0%、20.9%。09 年 1-9 月实现营业收入 74.9 亿元，净利润 7.7 亿元，分别同比增长 11.8%、20.5%。

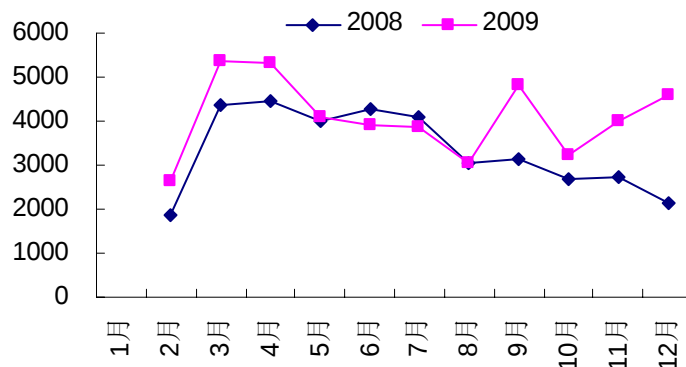
公司全顺产品在轻客市场有较大的竞争优势，09 年销量增速超过轻客行业增速（6.4%），而轻卡市场由于竞争激烈，公司产品定位于中高端市场，复苏滞后于行业，因此 09 年增速落后于轻卡行业增速（32.4%）。

图表 1：公司全顺轻客月度销量。（单位：辆）



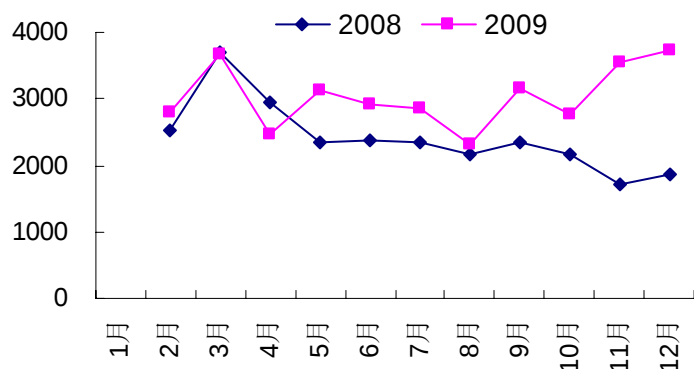
数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

图表 2：公司 JMC 轻卡月度销量。（单位：辆）



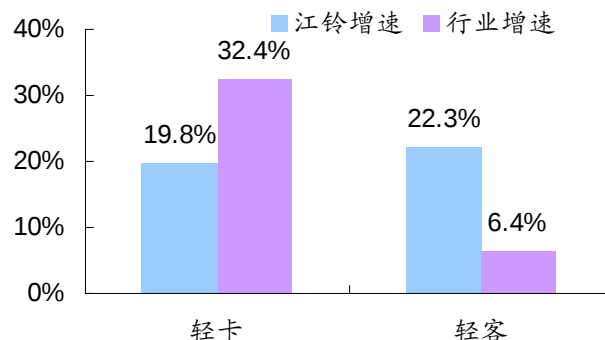
数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

图表 3：公司 JMC 皮卡及 SUV 月度销量。（单位：辆）



数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

图表 4：公司轻卡、轻客 09 年销量增速与行业对比。



注：公司轻卡包含了皮卡销量。

数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

1.2. 盈利能力强，2001-2008 年净利润年均复合增长 34%

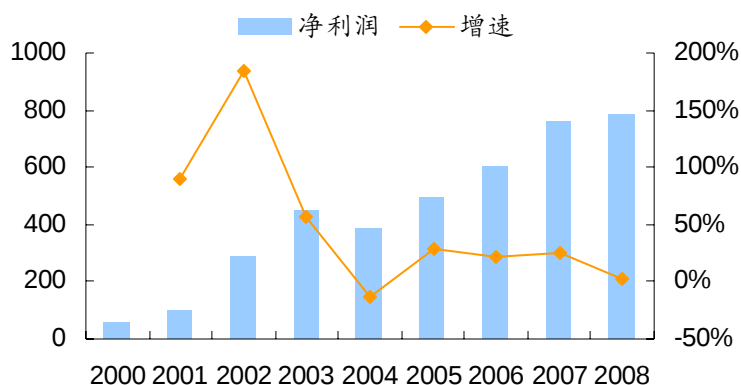
公司经营稳健。公司具备很强的管理能力，经营十分稳健，自 2001 以来，净利润均保持增长（只有 2004 年由于行业景气原因，业绩同比下降 13.8%），2001-2008 年均复合增长率达到 34%。

盈利能力强，负债率低，现金流好。公司近年来的毛利率都在 20%以上（主要是由于公司定位于中高端，产品单价较高，以及零部件国产化率高，发动机、车桥都是公司自产），净利率在 9%左右，ROE 在 20%左右，在整车企业中都处于较高的水平。依靠良好的现金流，08 年底资产负债率为 30%，自 2004 年以来，财务费用都为负（体现

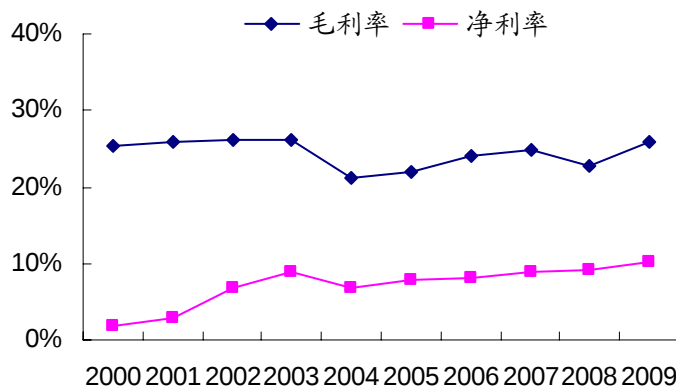
为利息收入)。

公司利润率水平在同业公司中较突出, ROE 指标略低于福田汽车, 主要是由于福田较多地借助了财务杠杆(资产负债率较高)。

图表 5: 2001-2008 年净利润年均复合增长率达到 34%。(单位: 百万元) 图表 6: 公司毛利率、净利率稳定。



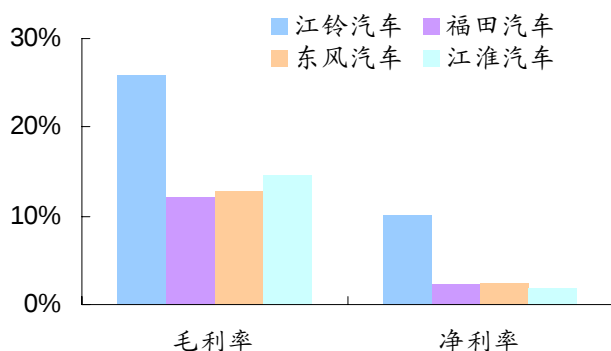
数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部



注: 2009 年指前 3 季度。

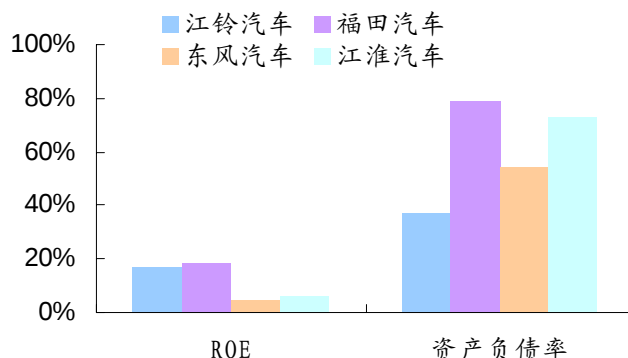
数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

图表 7: 公司 09 年前 3 季度毛利率、净利率较高。



数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

图表 8: 公司资产负债率较低, ROE 较高。



注: 资产负债率为 09 年 3 季度末, ROE 指 09 年前 3 季度。

数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

2. 新全顺丰富产品线, N350 或成亮点

新全顺丰富公司产品线。新全顺 V348 自 08 年 1 月上市后, 定位于高端商务车, 而老全顺更侧重于城市物流, 两者不同的定位丰富了全顺的产品线, 09 年均取得了较好的销量, 新老全顺 09 年在轻客市场的占有率达到 15%-16%, 比 08 年提高了约 2 个百分点。新全顺 V348 的一期产能是 4 万辆, 二期是 10 万辆。

N350 或将成为今年的亮点。公司自主开发的下一代皮卡及 SUV 产品 N350 总投资约 6 亿元, 自 2006 年 12 月正式立项, 预计将于 2010 年 10 月上市。N350 采用与 V348 相同的发动机 JX4D24, 与宝威采用商用车底盘不同, N350 底盘是专门针对 SUV 产品开发而成。尽管售价目前不确定, 考虑到发动机自产, 我们认为 N350 将具备不错

的性价比，盈利能力前景看好。N350 可以看作公司在传统轻卡、轻客领域之外的新拓展，也是公司未来业绩新的增长点。

图表 9：媒体报道的 N350SUV 试验车。



数据来源：搜狐网、国泰君安证券销售交易总部

3. 营销网络下沉，出口未成战略重点

营销网络下沉。目前公司经销网络是将福特、JMC 分品牌专卖，共拥有一级经销商 100 家左右，基本布局在东部地区，由于产品定位于中高端，在消费升级的背景下，公司逐渐将营销网络下沉，由东部地区向中西部地区拓展，由一线城市向二、三线城市扩张。

出口还未成公司发展重点。09 年公司皮卡、轻卡出口不多（不足 1 万辆），但考虑到国内市场仍有较大扩展空间，且出口毛利率要低于国内销售，因此，国内销售仍然是公司发展战略重点，这也与公司稳健的经营方针相符，在福特管理方眼中，利润显得比份额更重要。

4. 维持增持建议

公司未来增长点来自于：1）受宏观经济的进一步回暖，轻卡、轻卡市场的稳定增长；2）消费升级导致的中高端轻卡、轻客比例提高，以及公司在中高端市场份额的提升；3）新产品 N350 的投放带来 SUV 领域的拓展。

目标价位 27 元，维持增持建议。我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 1.11 元、1.35 元，作为汽车行业中管理能力好，业绩稳定的公司，给予 20 倍 PE，目标价位 27 元，维持增持建议。

作者简介:

陈锡伟: 1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士, 2005 年 8 月进入国泰君安研究所, 任汽车、旅游酒店研究员, 2005 年获 CPA 资格。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

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, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com