

江铃汽车 (000550)

09 年完美收官，未来两年增长确定

——江铃汽车 2009 年年报点评

姓名 张立平
86-10-5836 2780
zhanglp@bhq.com

投资要点:

- 公司发布 2009 年年报，报告期内实现销售收入 104 亿元，同比增长 21.5%，营业利润 12.36 亿元，同比增长 67%，净利润 10.56 亿元，同比增长 34.66%，剔除非常损益后净利润 10.47 亿元，同比增长 64%，每股收益 1.22 元。
- 销量增长及毛利率提升是公司业绩大幅增长的两大原因；**
报告期内公司销售了 114,688 辆整车，包括 46,252 辆 JMC 品牌卡车、34,851 辆 JMC 品牌皮卡及 SUV 和 33,585 辆福特品牌系列商用车，销量同比增长分别达到 19%、21%、22%；
受益于钢铁等主要原材料价格的大幅下降，公司整体毛利率分别比 07、08 年提高 1.34 和 3.52 个百分点，达到 26.13%；
销量增长及毛利率提升带来了业绩的大幅增长；
- 10-11 年公司整车销量可保持 20%左右的较快增长；**
皮卡及 SUV 产品是公司今年最大的增长点，一方面受益于经济回暖及需求刺激政策，另外 N350 皮卡及 SUV 上市进一步拉动销量增长，预计 10-11 年皮卡及 SUV 总销量均可实现 30%左右的增长；
轻客市场 09 年基本没有受到政策拉动，今年随着经济回暖，需求也将有 10-15% 的增长，V348 已经得到市场认可，今年将进一步放量，从而拉动全顺销量增长 15%左右；
受益于汽车下乡及以旧换新等政策以及经济回暖，轻卡市场仍将保持 15%左右的增长，公司的 N900 宽卡有望逐步取得市场认可，轻卡产品销量应不低于市场水平；
- 今年毛利率有所下降，但降幅不大；**
随着钢材等主要原材料价格的上涨，今年产品毛利率应有所下降，但 V348、N350 等新产品占比逐渐提高将部分抵消钢铁等原材料价格上涨带来的毛利率下降，市场需求旺盛也会对价格构成支撑，预计 10 年毛利率将下降 0.8 个百分点至 25.34%；
- 维持买入评级，目标价 30 元；**
公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.37、1.62、1.89 元，当前股价对应 10、11 年 15.7、13.2 倍 PE，股价低估，维持买入评级，目标价 30 元不变。

评级:

买入

上次评级: 买入

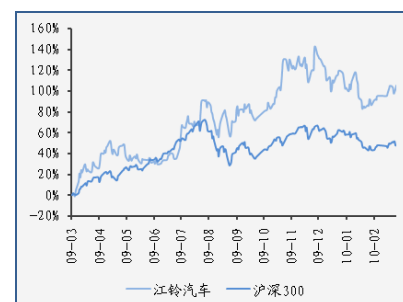
目标价格: ¥30

上次预测: ¥30

当前价格: ¥21.48

2010.03.08

52 周股价走势



公司简介

国内最优秀的轻型商用车制造商，主要产品包括全顺商用车、江铃轻卡、宝典皮卡，在各自的细分市场都属于差异化特征明显的中高端产品，处于领先地位，竞争力突出。

相关报告

公司点评报告

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	8,587	10,433	12,547	14,834	16,843
(+/-)%	2%	21%	20%	18%	14%
经营利润 (EBIT)	682	1180	1398	1656	1925
(+/-)%	-14%	73%	18%	18%	16%
净利润	784	1056	1183	1402	1631
(+/-)%	3%	35%	12%	19%	16%
每股净收益 (元)	0.91	1.22	1.37	1.62	1.89
每股股利 (元)	0.30	0.30	0.49	0.41	0.49
利润率和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售毛利率 (%)	22.62%	26.13%	25.34%	25.16%	25.23%
ROE (%)	18.89%	21.35%	20.65%	20.61%	20.29%
ROIC (%)	14.10%	20.29%	20.46%	20.46%	20.15%
PE	23.64	17.56	15.68	13.23	11.37
PB	4.47	3.75	3.24	2.73	2.31
EV/EBITDA	18.54	10.03	8.10	6.46	5.14

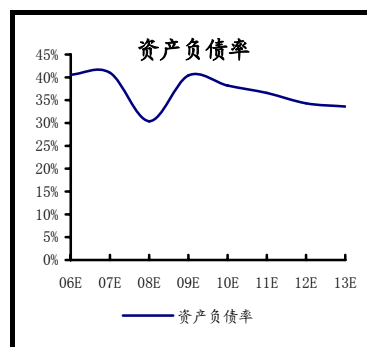
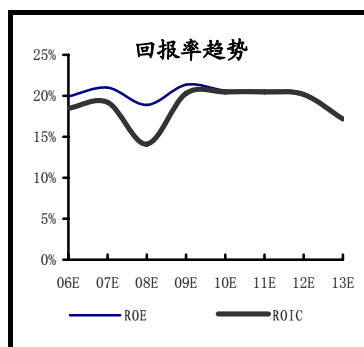
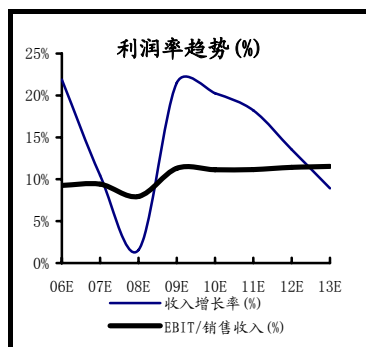
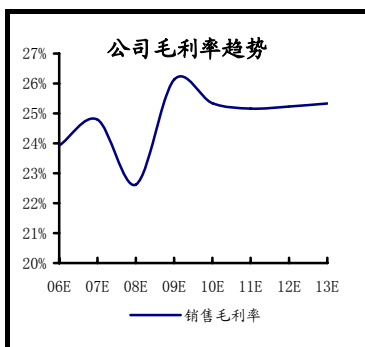
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1512	3914	4396	5511	6734	营业收入	8587	10433	12547	14834	16843
应收票据	221	87	275	325	369	营业成本	6645	7707	9368	11101	12593
应收账款	167	67	241	284	323	营业税金及附加	146	181	213	252	286
预付款项	146	182	205	205	205	销售费用	526	770	878	1038	1145
其他应收款	11	8	19	22	25	管理费用	589	596	690	786	893
存货	1058	1060	1283	1521	1725	财务费用	-59	-59	-14	-17	-22
其他流动资产						资产减值损失					
产	31	10	10	10	10		9	1	0	0	0
长期股权投资						公允价值变动收益					
资	16	17	17	17	17						
固定资产	2069	1987	2086	2141	2174	投资收益	6	5	5	6	7
在建工程	294	505	440	417	415	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	738	1236	1416	1679	1953
无形资产	327	316	292	268	243	营业外收支净额	165	7	0	0	0
长期待摊费用						税前利润					
用	0	0	0	0	0		902	1244	1416	1679	1953
资产总计	5964	8294	9265	10723	12241	减：所得税	105	163	212	252	293
短期借款	39	25	0	0	0	净利润	797	1080	1204	1427	1660
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	784	1056	1183	1402	1631
应付账款	1024	2043	1964	2350	2629	少数股东损益	13	24	21	25	29
预收款项	35	270	333	333	333	基本每股收益	0.91	1.22	1.37	1.62	1.89
应付职工薪酬						稀释每股收益					
酬	112	116	116	116	116		0.91	1.22	1.37	1.62	1.89
应交税费	-68	63	300	300	300	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	486	622	622	622	622	成长性					
其他流动负债											
债	0	0	0	0	0	营收增长率	1.6%	21.5%	20.3%	18.2%	13.5%
长期借款	8	8	8	8	8	EBIT 增长率	-14.3%	73.1%	18.5%	18.5%	16.3%
预计负债						净利润增长率	3.3%	34.7%	12.0%	18.5%	16.3%
负债合计	1813	3347	3537	3923	4202	盈利性					
股东权益合计											
计	4151	4947	5728	6800	8040	销售毛利率	22.6%	26.1%	25.3%	25.2%	25.2%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	9.1%	10.1%	9.4%	9.4%	9.7%
净利润	797	1080	1204	1427	1660	ROE	18.9%	21.3%	20.6%	20.6%	20.3%
折旧与摊销											
销	245	292	365	386	407	ROIC	14.10%	20.29%	20.46%	20.46%	20.15%
经营活动现金流						估值倍数					
金流	182	3114	1287	1840	2027						
投资活动现金流											
金流	-515	-416	-371	-387	-406	PE	23.6	17.6	15.7	13.2	11.4
融资活动现金流											
金流	-262	-296	-434	-337	-399	P/S	2.2	1.8	1.5	1.2	1.1
现金净变动	-595	2402	482	1116	1223	P/B	4.47	3.75	3.24	2.73	2.31
期初现金余额											
额	2107	1512	3914	4396	5511	股息收益率	1.4%	1.4%	2.3%	1.9%	2.3%
期末现金余额											
额	1512	3914	4396	5511	6734	EV/EBITDA	18.5	10.0	8.1	6.5	5.1

DCF—WACC 输出

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	117972.4	139751.5	165562.1	192492.0	211508.2	228824.2	248514.1	271025.3	296781.1	326274.9	360082.4
所得税	13.15%	15.00%	15.00%	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
NOPLAT	102463.5	118788.8	140727.8	163618.2	158631.2	171618.1	186385.6	203269.0	222585.8	244706.2	270061.8
营运资金净变动	174711.8	-39685.9	5049.7	-1122.0	20948.7	-11509.5	3329.3	3353.4	5479.9	9.8	4228.2
资本支出	-12834.2	-37641.2	-39309.4	-41264.1	-44942.8	-48158.3	-51794.3	-55937.5	-60662.5	-66056.4	-72220.8
自由现金流	293559.7	77977.9	145068.1	161905.7	177471.1	157068.5	185475.7	200856.8	220400.2	234720.5	261467.5

WACC	9.45%	Ke	12.9%
永续增长率	2.00%	Kd	5.1%
终值	107749.1	t	15%
企业价值	2879114.6	Rf	3%
非核心资产价值	441312.8	E(Rm)	0.12
债务价值	7852.35	Rm - Rf	9%
股权价值	2871262.3	D/A	0.5%
股本	86321.40	E/A	99.5%
每股价值	33.26	Beta	1.10

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	7.95%	37.85	39.44	41.30	43.51	46.15
	8.45%	35.34	36.66	38.19	39.96	42.07
	8.95%	33.17	34.27	35.53	36.99	38.69
	9.45%	31.26	32.19	33.24	34.45	35.84
	9.95%	29.58	30.37	31.26	32.26	33.41
	10.45%	28.08	28.76	29.51	30.36	31.32
	10.95%	26.74	27.33	27.97	28.69	29.50



分析师负责的股票研究范围

张立平：汽车行业分析师

重点研究上市公司：上海汽车、江淮汽车、潍柴动力、中国重汽、宇通客车、一汽轿车、江铃汽车、一汽夏利、华域汽车、中鼎股份、威孚高科；
中国南车、中国北车；

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1：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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改；

重要声明 2：本报告 PDF 版由郭靖统一制作。

渤海证券有限责任公司研究所

所长 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长 马静如 +86 22 2845 1665	副所长 房振明 +86 22 8837 0816
有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778	商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849
电子/计算机行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	通信/传媒/家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2790	机场/航空/铁路行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	航运/港口/公路行业研究 马哲峰 +86 10 5836 2779
化工行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	钢铁行业研究 刘勇 +86 10 5836 2789	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766
房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	新能源行业研究 江艳 +86 10 5836 2783
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2787	医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	医药行业研究 吴洋 +86 10 5836 2785	
套利策略和产品设计研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	基金与产品设计研究 章辉 +86 22 2845 1977	绝对收益产品与策略研究 徐华 +86 22 2845 1137
策略与行业比较研究 周喜 +86 22 2845 1972	国际与国内宏观研究 张雷 +86 22 2845 1705	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	
机构销售 黄锋 +86 22 2845 1131	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879		

渤海证券研究所

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话 (022) 28451888

传真 (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602-603

邮政编码: 100032

电话 (010) 58362786

传真 (010) 58362776

渤海证券研究所网址: <http://www.ewww.com.cn>