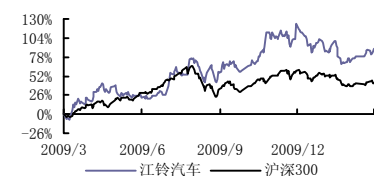


消费品及服务-汽车及配件

2010 年 03 月 08 日

市场数据	2010 年 3 月 5 日
当前价格 (元)	21.48
52 周价格区间 (元)	10.55-25.36
总市值 (百万)	18541.84
流通市值 (百万)	18472.21
总股本 (万股)	863.21
流通股 (万股)	859.97
日均成交额 (百万)	62.07
近一月换手 (%)	3.79%
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	10.1%	-15.3%	84.85%
沪深 300	3.38%	-10.53%	41.43%

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
《江铃汽车 2009 年中报点评》	2009.8

世纪证券机械设备小组

+86 755 83199599 ext 8267

ranfei@cscsco.com.cn

分析师申明:

世纪证券机械设备小组, 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。

轻客表现出色, 行业经营典范

—江铃汽车 (000550) 2009 年年报点评

评级: 买入

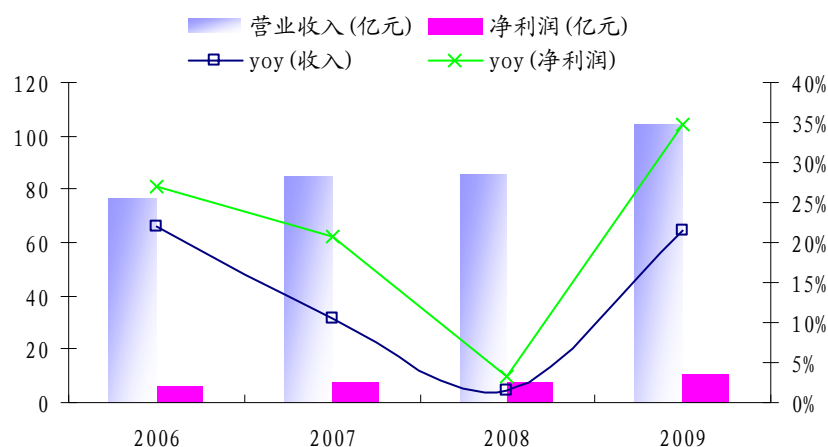
预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	10433.21	12155	13735	15658
净利润 (百万元)	1056.13	1056	1162	1262
每股收益 (元)	1.22	1.35	1.46	1.64
净利润增长率%	35	10	9	12
市盈率	18	16	15	13
EV/EBITDA	13	12	10	10

- **业绩高于市场预期。**2009 年公司实现营业收入 104.33 亿元, 同比增长 21.5%; 归属于母公司的净利润为 10.56 亿元, 同比增长 34.66%, 扣除非经常性损益后同比增长 64.27%; 实现每股收益 1.22 元, 高于市场预期; 2009 年度分配预案: 每 10 股派发现金股利 4.90 元 (含税)。
- **轻客业务表现出色。**2009 年公司实现各类汽车销售 114688 辆, 同比增长 21%, 其中, 轻卡、皮卡和 SUV, 以及福特品牌全顺轻客分别同比增长 19%、21%、22%。公司轻卡业务受益“汽车下乡”政策的力度有限, 但在中高端市场仍保持领先地位; 轻客业务表现出色, 全顺销量增速高于子行业 19 个百分点, 在柴油轻客细分市场的领先优势更加突出。
- **毛利率回升, 销售费用增长较快。**2009 年公司毛利率达到 26.13%, 同比回升 3.51 个百分点, 我们判断 2010 年毛利率有望保持高位; 销售费用增长较快, 增速达到 46%。在竞争日趋激烈和消费升级背景下, 公司营销渠道将进一步向更多地区 (城市) 拓展, 我们认为公司 2010 年的期间费用率仍有增长要求, 预计小幅提升约 0.5 个百分点。
- **行业经营典范, 中长期投资价值良好。**报告期内, 公司净资产收益率 (加权) 达到 23.74%, 每股经营性现金流量高达 3.61 元, 资产负债率为 40.36%, 均大幅优于行业平均水平; 公司管理层致力于长期、稳定的增长, 近 5 年始终保持较高的盈利能力, 产品梯队和产能有序释放, 业绩逐年提升, 堪称行业经营典范。纵观近年主要整车类上市公司的业绩表现, 公司无疑是其中最稳健的品种, 具有良好的中长期投资价值。
- **盈利预测及投资评级。**我们预测公司 2010 年~2012 年每股收益分别为 1.35、1.46、1.64 元。公司基本面优良, 稳健而不失成长性, 估值在汽车板块中偏低, 给予“买入”评级, 年内目标价 27 元, 分别对应 2010 年~2012 年 20、18、16 倍市盈率。
- **风险提示。**宏观经济回落导致下游需求放缓; 中高端轻卡市场竞争日渐激烈。

2009 年业绩高于市场预期

江铃汽车 2010 年 3 月 6 日公布 2009 年年报：公司实现营业收入 104.33 亿元，同比增长 21.5%；归属于母公司的净利润 10.56 亿元，同比增长 34.66%，扣除非经常性损益后同比增长 64.27%；实现每股收益 1.22 元，高于市场预期平均值（1.1 元）；公司 2009 年度分配预案：每 10 股派发现金股利 4.90 元（含税）。

Figure 1 公司近年销售收入、净利润及增长率

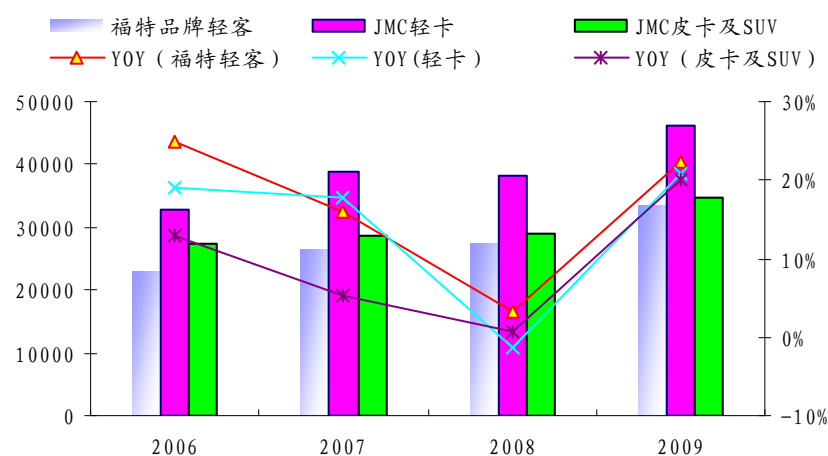


数据来源：WIND、世纪证券研究所

轻客业务表现出色

2009 年公司实现各类汽车销售 114688 辆，同比增长 21%，首次突破 10 万辆大关，产销率达 97%。三大系列产品中，轻卡、皮卡和 SUV，以及福特品牌全顺轻客分别销售 46252、34851、33585 辆，分别同比增长 19%、21%、22%。

Figure 2 公司近年三大系列产品销量及同比增速



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

公司轻卡业务受益“汽车下乡”政策的力度有限，销量增速落后于

行业 11 个百分点，但在中高端市场仍保持领先地位；轻客业务表现出色，全顺销量增速高于子行业 19 个百分点，进一步拉开了与主要竞争对手南京依维柯（2009 年销售 25037 辆，同比仅增 3.98%）的差距。

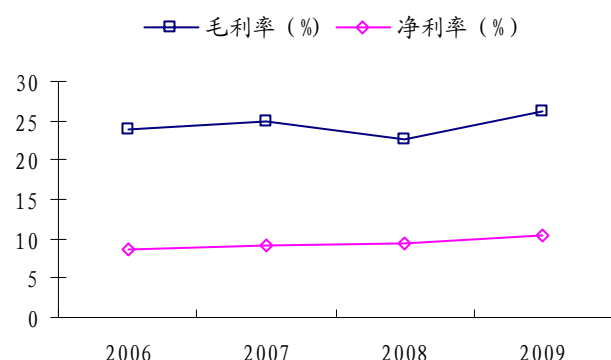
总体上看，尽管 2009 年公司在国内商用车市场的份额（约 2.2%）同比下降了 0.4 个百分点，但在中高端轻型商用车市场的龙头地位依旧稳固，尤其在柴油轻客细分市场的领先优势更加突出。

毛利率回升，销售费用增长较快

2009 年公司毛利率达到 26.13%，同比回升 3.51 个百分点，原因包括：（1）需求回暖，产品销量增长；（2）销售结构改善，主要表现为单车均价基本不变的情况下，附加值较高的全顺轻客占销量比重提升；（3）钢铁等主要原材料价格同比回落。

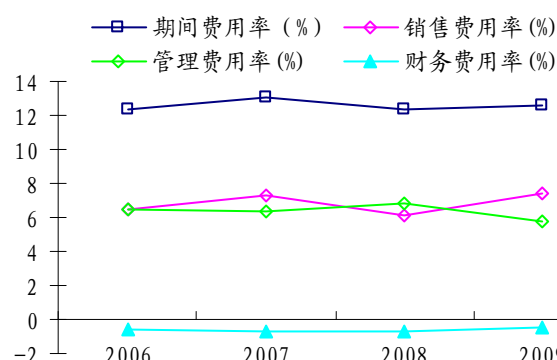
对于公司而言，我们判断以上前两点积极因素在 2010 年将延续，而在通胀预期下，钢材等原材料价格有一定上涨压力，不过公司核心零部件的自配率较高，影响相对较弱，因此毛利率有望保持高位。

Figure 3 公司近年毛利率、净利润



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 4 公司近年期间费用率



数据来源：wind、世纪证券研究所

期间费用率为 12.6%，同比微增 0.3 个百分点，其中销售费用率为 7.38%，同比增长 1.25 个百分点，公司在 2009 年加大了产品促销力度，销售费用增长较快，增速达到 46%。

公司往年销售主要集中在经济较发达的华东等地区（城市），在竞争日趋激烈和消费升级背景下，公司营销渠道将进一步向更多地区（城市）拓展，我们认为公司 2010 年的期间费用率仍有增长要求，预计小幅提升约 0.5 个百分点。

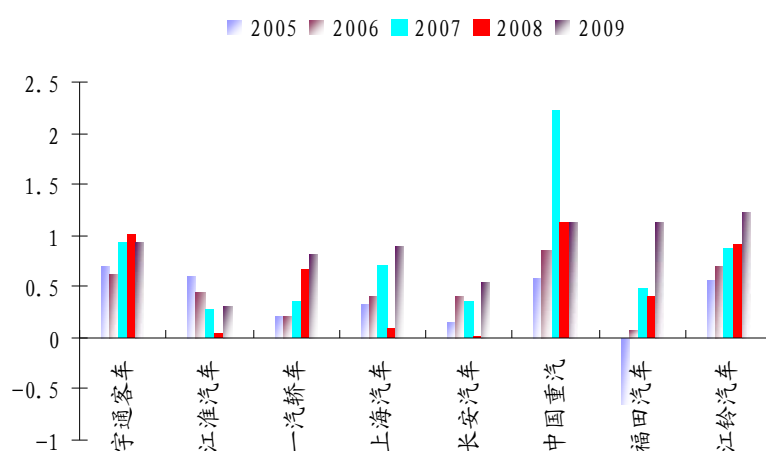
行业经营典范，中长期投资价值良好

2009 年公司顺利实现了销售目标（100 亿元），公司预计 2010 年实现销售收入 120 亿元左右，同比增长约 15%。基于宏观经济的进一步向

好预期，城市物流、客运、公商务通勤等快速复苏将持续拉动中高端轻型商用车需求。凭借清晰的市场定位，以及品牌竞争优势，我们预计 2010 年公司实现销售目标的难度不大。

报告期内，公司净资产收益率（加权）达到 23.74%，每股经营性现金流量高达 3.61 元，资产负债率为 40.36%，均大幅优于行业平均水平；公司管理层致力于长期、稳定的增长，近 5 年始终保持较高的盈利能力，产品梯队和产能有序释放，业绩逐年提升，堪称行业经营典范。纵观近年主要整车类上市公司的业绩表现，公司无疑是其中最稳健的品种，具有良好的中长期投资价值。

Figure 5 部分整车上市公司近年 EPS（尚未公布年报的公司取 wind 预测平均值）



数据来源: wind、世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

我们预测公司 2010 年~2012 年每股收益分别为 1.35、1.46、1.64 元。公司基本面优良，稳健而不失成长性，估值在汽车板块中偏低，给予“买入”评级，年内目标价 27 元，分别对应 2010 年~2012 年 20、18、16 倍市盈率。

Figure 6 利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10433	12155	13735	15658
营业成本	7707	8994	10219	11665
营业税金及附加	181	207	233	266
营业费用	770	918	1016	1143
管理费用	596	717	810	924
财务费用	-52	-55	-45	-45
资产减值损失	1	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	6	6	6

营业利润	1236	1375	1502	1706
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	1244	1375	1502	1706
所得税	163	186	210	256
净利润	1080	1189	1292	1450
少数股东损益	24	27	30	34
归属母公司净利润	1056	1162	1262	1416
EPS (元)	1.22	1.35	1.46	1.64

数据来源: wind、世纪证券研究所

风险提示

- (1) 宏观经济回落导致下游需求放缓。
- (2) 中高端轻卡市场竞争日渐激烈。

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.