

2010-05-05

汽车制造

江铃汽车 000550.SZ

维持

增持

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 22.99 元 |
| 目标价格 | 26.00 元 |
| 目标期限 | 6 个月    |

分析师:

于特(执业证书编号: S1480210010088)

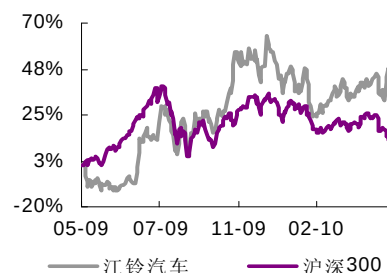
021-21669158

yute@ebsecn.com

市场数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 总股本(百万股)        | 863         |
| 总市值(百万元)        | 19,845      |
| 流通比例(%)         | 59.77%      |
| 12 个月最高/最低(元)   | 25.41/13.35 |
| 近 3 月日均成交量(百万股) | 2.34        |
| 主要股东            | 江铃控股有限公司    |

股价表现(12 个月)



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 15.55 | 21.07 | 37.47 |
| 绝对收益 | 4.17  | 14.88 | 48.71 |

相关报告:

## 4 月份销量好于市场预期

◇ 事件: 公司公布 4 月份销售数据

### ◆ 公司 4 月份销量依然保持较快增长

公司 4 月份销售汽车 16,226 辆, 同比增长 60.02%。其中福特品牌商用车销售 4,722 辆, 同比增长 102.23%; JMC 品牌轻卡销售 6,604 辆, 同比增长 24%; JMC 品牌皮卡及 SUV 销售 4,900 辆, 同比增长 97.66%。

由于基数原因, 我们认为同比数据可参考性较小。从月环比来看, 2008 年、2009 年两年平均 4 月环比 3 月下降 13.77%, 按照正常逻辑市场预期今年也将下降超过 10%, 而今年仅下降 3.45%, 从这个角度讲 4 月份公司销量略超出市场的预期。

### ◆ 未来看点一: 公司成本控制能力强, 销量增长确定

从成本上来看, 公司的关键零部件都实现自产, 成本控制能力较强, 受原材料价格上涨影响较小。

销量增长方面, 公司 2009 年受惠于汽车行业政策较小, 增长主要依赖于宏观经济复苏带来的需求增长, 也就是行业自然增长, 这样导致 2009 年基数比较低; 同时, 公司产品主要销售地区为华东、华南地区, 出口经济复苏为公司产品需求带来支撑。我们预计公司 2010 年汽车销量增长 30% 左右。

### ◆ 未来看点二: 增长空间打开, 估值将有所体现

今年年底公司将推出 N350, 这款车将在 2011 年为公司贡献业绩, 有望打破公司成长性不足的历史印象; 福特品牌商用车 V348 今年将 CKD 到越南, 可能短期对公司业绩贡献不大, 但从此打开了公司增长空间, 市场估值将有所提升。

### ◆ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2010 年、2011 年的每股收益为 1.71 元、1.98 元。从估值的来看, 公司 2010 年的市盈率在 13 倍左右, 与整车主流品种估值水平相当, 但如果考虑公司较好的成长性、较强的抗周期性, 我们建议给予公司 15 倍 PE, 目标价 26 元, “增持”评级。

### ◆ 风险分析

近期公司股价表现比较抗跌, 短期我们认为股价还将保持强势, 但如果大盘继续大幅下跌, 不排除公司股价有补跌的可能。

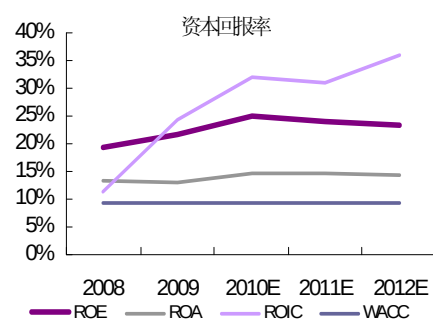
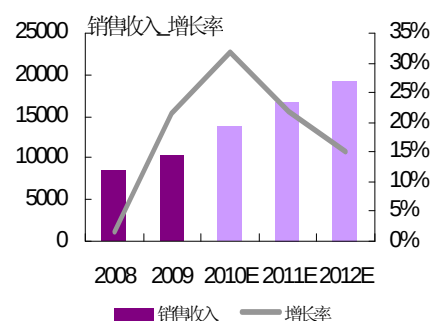
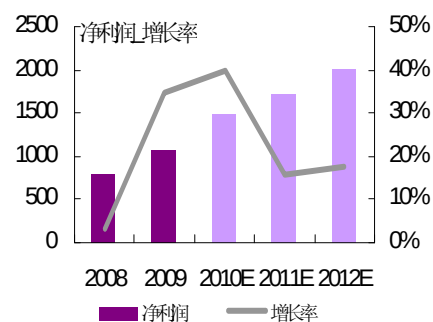
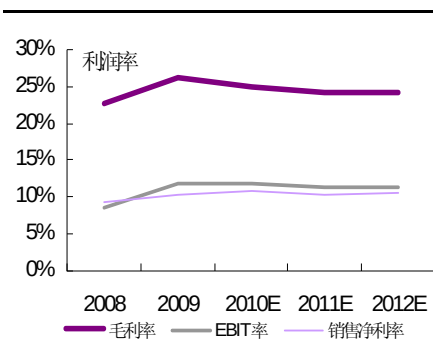
### 业绩预测和估值指标

| 指标                 | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)          | 8,587  | 10,433 | 13,734 | 16,745 | 19,257 |
| 营业收入增长率            | 1.56%  | 21.50% | 31.64% | 21.92% | 15.00% |
| 净利润(百万元)           | 784    | 1,056  | 1,475  | 1,709  | 2,008  |
| 净利润增长率             | 3.31%  | 34.66% | 39.61% | 15.93% | 17.46% |
| EPS(元)             | 0.91   | 1.22   | 1.71   | 1.98   | 2.33   |
| ROE(归属母公司)<br>(摊薄) | 19.36% | 21.80% | 25.01% | 23.89% | 23.23% |
| P/E                | 25     | 19     | 13     | 12     | 10     |
| P/B                | 5      | 4      | 3      | 3      | 2      |
| EV/EBITDA          | 24     | 13     | 9      | 8      | 6      |

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2008   | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|-----------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 8,587  | 10,433   | 13,734   | 16,745   | 19,257   |
| 营业成本      | 6,645  | 7,707    | 10,298   | 12,676   | 14,616   |
| 折旧和摊销     | 198    | 264      | 364      | 375      | 384      |
| 营业税费      | 146    | 181      | 236      | 288      | 331      |
| 销售费用      | 526    | 770      | 906      | 1,097    | 1,223    |
| 管理费用      | 589    | 596      | 673      | 804      | 886      |
| 财务费用      | -59    | -52      | -64      | -71      | -80      |
| 公允价值变动损益  | 0      | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 投资收益      | 6      | 5        | 6        | 6        | 6        |
| 营业利润      | 738    | 1,236    | 1,689    | 1,956    | 2,286    |
| 利润总额      | 902    | 1,244    | 1,697    | 1,963    | 2,294    |
| 少数股东损益    | 13     | 24       | 22       | 20       | 17       |
| 归属母公司净利润  | 784.32 | 1,056.13 | 1,474.51 | 1,709.33 | 2,007.84 |

| 资产负债表 (百万元) | 2008  | 2009  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 5,964 | 8,294 | 10,221 | 11,860 | 14,140 |
| 流动资产        | 3,153 | 5,336 | 7,660  | 9,575  | 12,158 |
| 货币资金        | 1,512 | 3,914 | 5,694  | 7,015  | 9,201  |
| 交易型金融资产     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 应收账款        | 167   | 67    | 164    | 333    | 383    |
| 应收票据        | 221   | 87    | 90     | 90     | 90     |
| 其他应收款       | 11    | 8     | 12     | 10     | 10     |
| 存货          | 1,058 | 1,060 | 1,414  | 1,742  | 2,010  |
| 可供出售投资      | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 持有到期金融资产    | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资        | 16    | 17    | 17     | 17     | 17     |
| 固定资产        | 2,069 | 1,987 | 1,806  | 1,586  | 1,320  |
| 无形资产        | 327   | 316   | 349    | 381    | 410    |
| 总负债         | 1,813 | 3,347 | 4,200  | 4,559  | 5,332  |
| 无息负债        | 1,766 | 3,314 | 4,193  | 4,552  | 5,325  |
| 有息负债        | 47    | 33    | 8      | 8      | 8      |
| 股东权益        | 4,151 | 4,947 | 6,020  | 7,301  | 8,807  |
| 股本          | 863   | 863   | 863    | 863    | 863    |
| 公积金         | 1,271 | 1,271 | 1,496  | 1,755  | 2,059  |
| 未分配利润       | 1,916 | 2,710 | 3,537  | 4,538  | 5,723  |
| 少数股东权益      | 101   | 103   | 125    | 145    | 163    |

| 现金流量表 (百万元) | 2008   | 2009   | 2010E | 2011E  | 2012E |
|-------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 经营活动现金流     | 182    | 3,114  | 2,231 | 1,770  | 2,679 |
| 净利润         | 784    | 1,056  | 1,475 | 1,709  | 2,008 |
| 折旧摊销        | 198    | 264    | 364   | 375    | 384   |
| 净营运资金增加     | 862    | -1,193 | 690   | 1,168  | 404   |
| 其他          | -1,663 | 2,988  | -297  | -1,483 | -116  |
| 投资活动产生现金流   | -515   | -416   | -100  | -100   | -80   |
| 净资本支出       | -327   | -316   | 100   | 100    | 80    |
| 长期投资变化      | 16     | 17     | 0     | 0      | 0     |
| 其他资产变化      | -205   | -117   | -200  | -200   | -160  |
| 融资活动现金流     | -262   | -296   | -352  | -348   | -414  |
| 股本变化        | 0      | 0      | 0     | 0      | 0     |
| 债务净变化       | -2     | -14    | -25   | 0      | 0     |
| 无息负债变化      | -694   | 1,549  | 878   | 359    | 773   |
| 净现金流        | -595   | 2,402  | 1,780 | 1,321  | 2,185 |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |         |         |         |         |         |
| 收入增长率                   | 1.56%   | 21.50%  | 31.64%  | 21.92%  | 15.00%  |
| 净利润增长率                  | 3.31%   | 34.66%  | 39.61%  | 15.93%  | 17.46%  |
| EBITDA 增长率              | -43.17% | 60.71%  | 37.53%  | 13.64%  | 14.64%  |
| EBIT 增长率                | -13.76% | 68.22%  | 37.43%  | 16.02%  | 17.09%  |
| <b>估值指标</b>             |         |         |         |         |         |
| PE                      | 25      | 19      | 13      | 12      | 10      |
| PB                      | 5       | 4       | 3       | 3       | 2       |
| EV/EBITDA               | 24      | 13      | 9       | 8       | 6       |
| EV/EBIT                 | 31      | 16      | 11      | 10      | 7       |
| EV/NOPLAT               | 36      | 19      | 13      | 11      | 8       |
| EV/Sales                | 2       | 2       | 1       | 1       | 1       |
| EV/IC                   | 4       | 5       | 4       | 3       | 3       |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 毛利率                     | 22.62%  | 26.13%  | 25.02%  | 24.30%  | 24.10%  |
| EBITDA 率                | 10.83%  | 14.33%  | 14.45%  | 13.46%  | 13.42%  |
| EBIT 率                  | 8.52%   | 11.80%  | 11.80%  | 11.22%  | 11.43%  |
| 税前净利润率                  | 10.51%  | 11.92%  | 12.35%  | 11.73%  | 11.91%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 9.13%   | 10.12%  | 10.74%  | 10.21%  | 10.43%  |
| ROA                     | 13.37%  | 13.02%  | 14.64%  | 14.58%  | 14.32%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 19.36%  | 21.80%  | 25.01%  | 23.89%  | 23.23%  |
| 经营性 ROIC                | 11.22%  | 24.49%  | 32.02%  | 31.07%  | 35.97%  |
| <b>偿债能力</b>             |         |         |         |         |         |
| 流动比率                    | 1.93    | 1.70    | 1.93    | 2.23    | 2.41    |
| 速动比率                    | 128.28% | 135.86% | 157.46% | 182.34% | 201.22% |
| 归属母公司权益/有息债务            | 85.86   | 146.57  | 775.58  | 941.40  | 1137.27 |
| 有形资产/有息债务               | 117.26  | 237.35  | 1298.65 | 1510.23 | 1806.17 |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |         |         |         |         |         |
| EPS                     | 0.91    | 1.22    | 1.71    | 1.98    | 2.33    |
| 每股红利                    | 0.30    | 0.49    | 0.52    | 0.60    | 0.70    |
| 每股经营现金流                 | 0.21    | 3.61    | 2.58    | 2.05    | 3.10    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | 0.10    | 3.01    | 1.15    | 0.87    | 2.12    |
| 每股净资产                   | 4.69    | 5.61    | 6.83    | 8.29    | 10.01   |
| 每股销售收入                  | 9.95    | 12.09   | 15.91   | 19.40   | 22.31   |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

金融学专业硕士，汽车行业分析师，3 年行业内上市公司工作经验，3 年汽车行业研究经验。

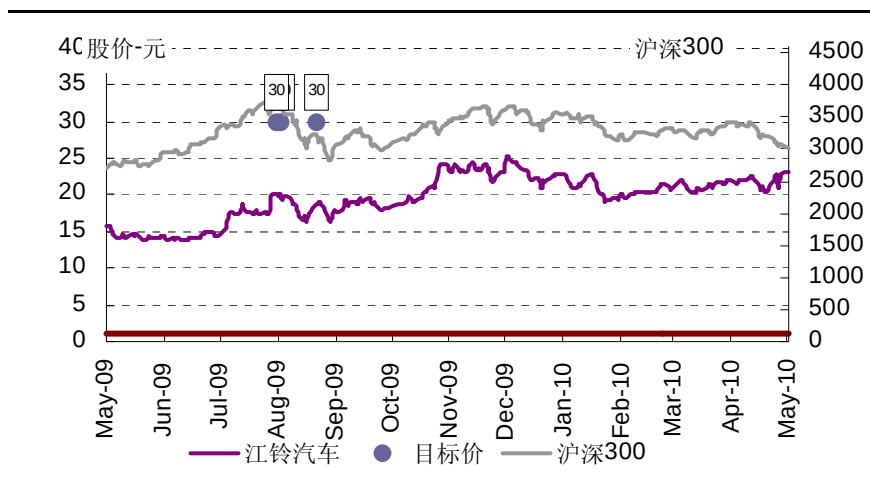
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

江铃汽车（000550）

分析师：于特



资料来源：光大证券研究所

| 日期         | 股价    | 目标    | 评级 |
|------------|-------|-------|----|
| 2009-03-25 | 13.50 | 18.00 | 买入 |
| 2009-08-03 | 19.93 | 30.00 | 买入 |
| 2009-08-05 | 19.90 | 30.00 | 买入 |
| 2009-08-24 | 17.79 | 30.00 | 买入 |

买入 — 增持 — 中性 —  
 减持 — 卖出 —

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040  
总机：021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组        | 姓名      | 办公电话          | 手机          | 电子邮件               |
|-------------|---------|---------------|-------------|--------------------|
| <b>北京</b>   |         |               |             |                    |
|             | 李大志(主管) | 010-68567189  | 13810794466 | lidz@ebsecn.com    |
|             | 郝辉      | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebsecn.com  |
|             | 孙威      | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com  |
|             | 吴江      | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com |
|             | 黄怡      | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com |
|             | 吴朝阳     | 010-68561722  | 15811098222 | wuzy@ebsecn.com    |
| <b>上海</b>   |         |               |             |                    |
|             | 杨日昕(主管) | 021-22169082  | 13817003122 | yangrx@ebsecn.com  |
|             | 平珂(主管)  | 021-22169152  | 13818133101 | pingke@ebsecn.com  |
|             | 王莉本     | 021-22169083  | 13641659577 | wanglb@ebsecn.com  |
|             | 周薇薇     | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com |
|             | 严非      | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebsecn.com  |
|             | 王宇      | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebsecn.com |
| <b>深圳</b>   |         |               |             |                    |
|             | 王汗青(主管) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com  |
|             | 黎晓宇     | 0755-83024434 | 13823771340 | lixyl@ebsecn.com   |
|             | 黄鹂华     | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebsecn.com |
|             | 张晓峰     | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebsecn.com |
| <b>QFII</b> |         |               |             |                    |
|             | 濮维娜     | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebsecn.com    |
|             | 陶奕      | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com   |
|             | 满国强     | 021-62152393  | 15821755866 | mangq@ebsecn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。