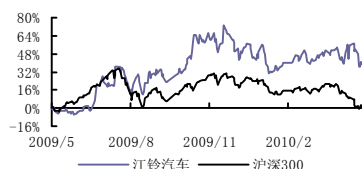


消费品及服务-汽车及配件

2010 年 05 月 18 日

市场数据	2010 年 5 月 17 日
当前价格 (元)	19.14
52 周价格区间 (元)	13.81-25.36
总市值 (百万)	16521.92
流通市值 (百万)	16459.87
总股本 (万股)	863.21
流通股 (万股)	859.97
日均成交额 (百万)	62.66
近一月换手 (%)	9.27
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	-8.16%	-0.34%	43.68%
沪深 300	-15.7%	-11.79%	2.70%

财务数据	FYE
毛利率	26.13%
净利率	10.12%
资产负债率	40.36%
市盈率	16.69
市净率	3.63

吕丽华、冉飞
0755-83199599-8267

执业证书号:
S1030207080530

分析师申明:

吕丽华、冉飞, 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。

稳健且不失成长

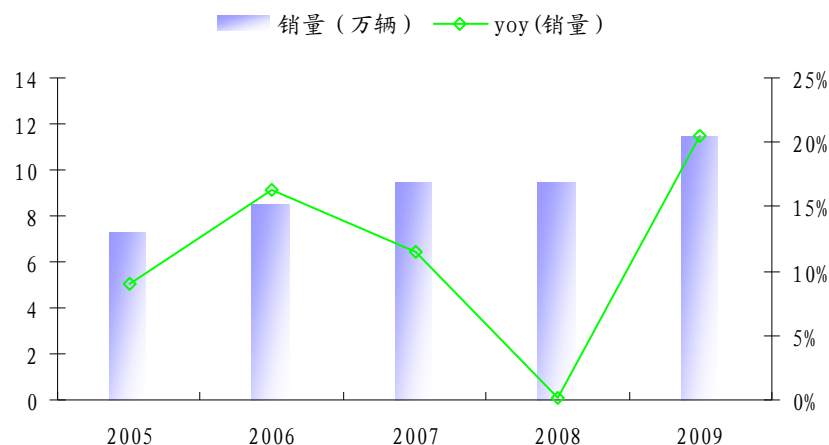
—江铃汽车 (000550) 调研简报

评级: 买入

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	10433	13232	16068	18848
净利润 (百万元)	1056	1382	1593	1850
每股收益 (元)	1.22	1.60	1.85	2.14
净利润增长率 (%)	35	31	15	16
市盈率	17	13	11	9
EV/EBITDA	12	10	9	8

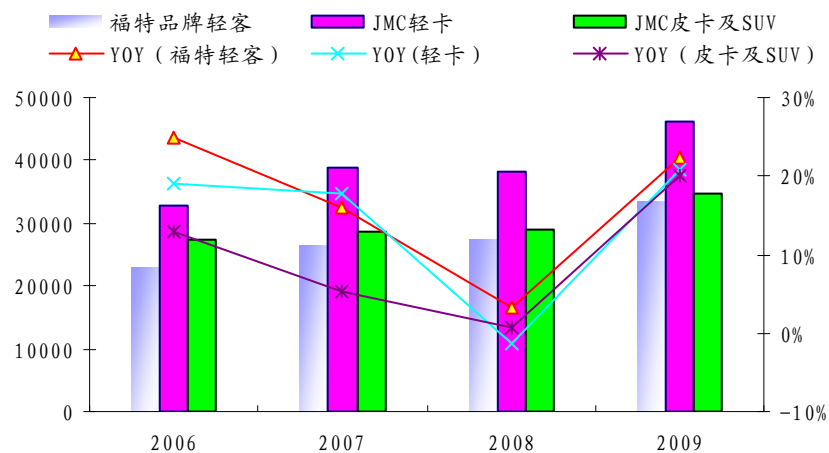
- **2010 年销量有望突破 15 万辆。**公司前 4 月经营形势良好, 共实现整车销售 5.75 万辆, 同比增长 67%, 增速高于商用车行业 15 个百分点。轻客、轻卡、皮卡及 SUV 分别销售 1.62、2.19、1.95 万辆, 分别同比增长 74%、49%、87%。我们预计公司销量增速在年内余下月份总体放缓, 但全年仍有望达到 15.2 万辆, 同比增长 32%。
- **全顺旺销带动业绩超预期增长。**目前公司约半数毛利由占销量近三成的福特品牌全顺轻客贡献。其中, 老全顺 (VE83) 主要运用于城市物流配送、短途运输, 2008 年上市的新全顺 (V348) 更侧重于公商务通勤、接待等, 差异化的产品组合满足了更多终端需求, 进一步巩固公司在国内柴油轻客市场的领先优势。受益于城市物流复苏以及 V348 市场认可度不断提升, 前 4 月新老全顺共同旺销, 价格保持稳定, 带动公司业绩超预期增长。
- **期间费用率将正常走高。**公司 2010 年 1Q 期间费用率降至近 5 年单季最低水平, 是业绩超预期的另一主要因素。由于公司仍处在资本性投入高峰期, 销售渠道也需要向更多区域拓展, 预计年度期间费用率将随着后续研发、营销费用增加而提升至正常水平。
- **N350 值得期待。**N350 是公司自主开发的下一代皮卡及 SUV 产品项目。公司预计在 2010 年 10 月率先推出 SUV 产品, 搭载福特 Puma 2.4L 柴油发动机以及全新的 LOGO。国内 SUV 市场近年表现抢眼, 考虑到公司在柴油车产品方面的传统优势, 我们对 N350 的销售前景较为乐观, 2011 年起将成为公司新的利润贡献点。
- **稳健且不失成长。**公司处在中高端轻型商用车的蓝海, 产品梯队迎合国内汽车消费升级的趋势, 加上自身核心零部件产业链完善、管理成熟有效, 盈利能力甚至好于多数乘用车企业, 业绩受行业及原材料价格的波动影响也相对较小; 未来几年, 新产品上市以及新增产能的有序释放为公司业绩增长构成坚实保障, 我们认为公司经营稳健, 且不失成长性, 具备出众的中长期投资价值。
- **维持“买入”评级。**我们给予公司 12 个月内目标价格 28 元, 分别对应 2010 年、2011 年 18 倍、15 倍市盈率, 维持“买入”评级。

Figure 1 近年公司整车销量及增速



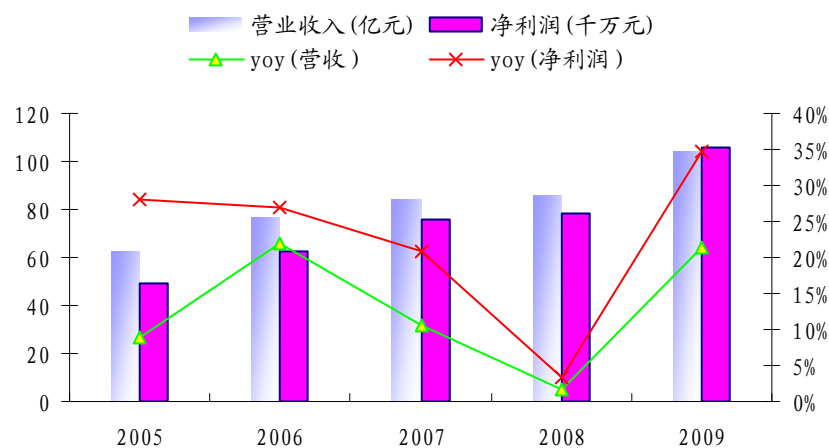
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 三大系列产品销量及增速



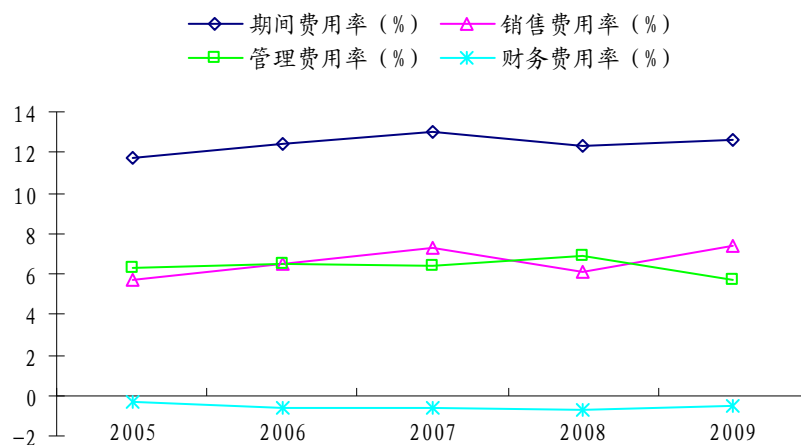
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 近年公司营收、净利润及增速



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 4 近年公司期间费用率



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 5 利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10433	13232	16068	18848
营业成本	7707	9845	12019	14098
营业税金及附加	181	225	273	320
营业费用	770	847	1060	1244
管理费用	596	767	932	1093
财务费用	-52	-70	-85	-80
资产减值损失	1	3	3	3
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	1621	1872	2175
营业外收入	8	9	9	9
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	1244	1628	1879	2182
所得税	163	217	254	295
净利润	1080	1412	1625	1888
少数股东损益	24	29	32	37
归属母公司净利润	1056	1382	1593	1850
EPS (元)	1.22	1.60	1.85	2.14

数据来源: wind、世纪证券研究所

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.