

江铃汽车(000550.sz)

市场份额明显提升，期待 N350 的市场表现

杨华超 首席研究员

电话: 021-68828289

eMail: yhc2@gf.com.cn

汤俊 研究员

020-87555888-628

tj5@gf.com.cn

积极的产品策略推动市场份额提升明显

2010 年上半年销售 8.83 万辆，同比增长 66.98%。公司今年采取了积极的产品策略推动了产品市场份额的明显提升，其中，2010 年上半年全顺的市场份额由 2009 年的 14.96% 上升到 17.33%；轻卡（包括皮卡）的市场份额由 2009 年的 5.08% 提高到 5.93%。我们认为全顺市场份额的提升来自于 VE83 与 V348 市场差异化定市场定位的回报。而轻卡以及皮卡市场份额的提升，一方面是公司在产品策略上增加了低配置的产品，将产品谱系向下延伸；另一方面是经济复苏带动的消费升级，中西部地区的消费需求呈快速上升趋势。

公司今年以来由于产能紧张，一直处于终端销售大于厂家销量，厂家销量大于生产情况的状态，随着 7 月份生产线为期一周的检修，预计公司产品将继续处于供小于求的状态。

N350 将是公司 SUV 市场的探路者

公司全新平台的自主品牌 SUV N350 预计将于今年 11 月份上市，我们预计售价在 15 万元左右。在节能要求逐步提高的要求下，我们看好柴油 SUV 在国内市场未来的成长空间，我们预计 2011 年 N350 销量有望超过 1 万辆。同时，我们认为 N350 仅仅是公司进入 SUV 市场的开端，未来还将逐步丰富其在该市场的产品体系。

产品的丰富推动出口市场的扩大

我们认为 V348 散件出口越南市场，将有利于其他出口市场的拓展，同时也将提高全顺生产线的产能利用率。此前公司出口的产品主要是轻卡和皮卡，依托已建立好的出口市场渠道，随着 N350 上市以后，我们认为作为自主品牌，N350 也存在出口的可能。

盈利预测

我们预计 2010-2012 年的每股收益分别为 2.02 元、2.34 元、2.72 元。我们给予公司 2010 年 15 倍的估值，对应的目标价为 30.3 元。维持“买入”评级。

风险提示

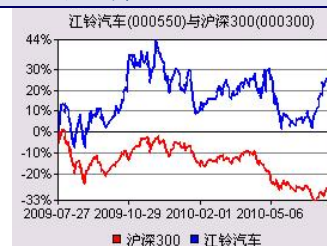
公司新产品的销量低于我们的预期。

公司评级

买入

当前价格(元)	21.45
目标价格(元)	30.30
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	15.84%	0.55%	25.43%
沪深 300	2.08%	-11.95%	-23.84%

股票数据

总股本(万股)	86,321.40
流通 A 股(万股)	51,597.25
主要股东:	
江铃控股有限公司	
主要股东持股比例	41.03%
流通 A 股比例	59.77%

财务比率

ROE	21.80%
ROA	16.71%
资产负债率	40.36%
每股净资产(元)	5.61

2009 年报数据。

积极的产品策略推动市场份额提升明显

2010年上半年销售8.83万辆，同比增长66.98%；其中全顺销售2.52万辆，同比增长77.53%；轻卡销售3.42万辆，同比增长56.87%；皮卡销售2.90万辆，同比增长71.13%。

表 1: 2010 年 1、2 季度公司产品的销售情况

	1Q		2Q	
	销量	同比	销量	同比
全顺	11438	63.94%	13789	90.64%
轻卡	15263	63.96%	18894	51.58%
皮卡（包括宝威）	14599	83.29%	14380	60.33%
合计	41300	70.30%	47063	64.17%

数据来源：公司公告

公司今年采取了积极的产品策略推动了产品市场份额的明显提升，其中，2010年上半年全顺的市场份额由2009年的14.96%上升到17.33%；轻卡（包括皮卡）的市场份额由2009年的5.08%提高到5.93%。

图1：全顺的市场份额变化

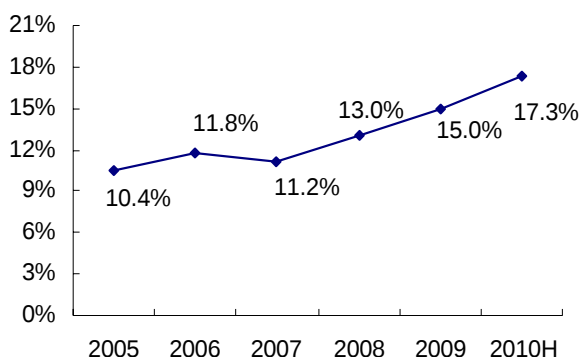
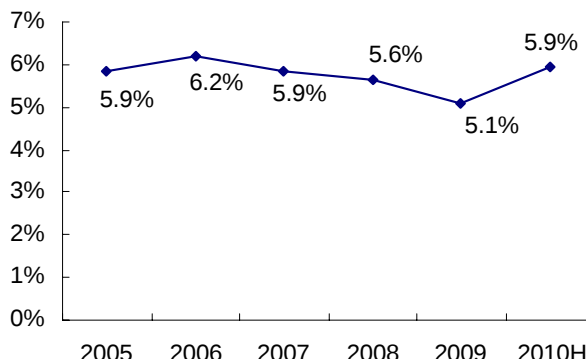


图2：轻卡（包括皮卡）的市场份额变化



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

我们认为全顺市场份额的提升来自于VE83与V348市场差异化定市场定位的回报。定位高端商务的V348在2008年年初上市以来，逐步得到了市场的认可，目前V348的月销量已经接近1000台；定位城市物流的VE83则随着出口市场的复苏以及中小企业活力的恢复也保持了较高的增长水平。公司全顺的高增长，带动了公司产品结构的改善，2010年上半年全顺的结构比例达到29.30%，相对上年同期水平提高了4.07个百分点。

而轻卡以及皮卡市场份额的提升，一方面是公司在产品策略上增加了低配置的产品，将产品谱系向下延伸；另一方面是经济复苏带动的消费升级，中西部地区的消费需求呈快速上升趋势。

表 2: 公司产品结构的变化

	2009				2010	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
全顺	28.77%	25.23%	31.68%	31.48%	27.69%	29.30%
轻卡	38.39%	43.48%	39.97%	37.06%	36.96%	40.15%
皮卡(含宝威)	32.84%	31.29%	28.35%	31.45%	35.35%	30.55%

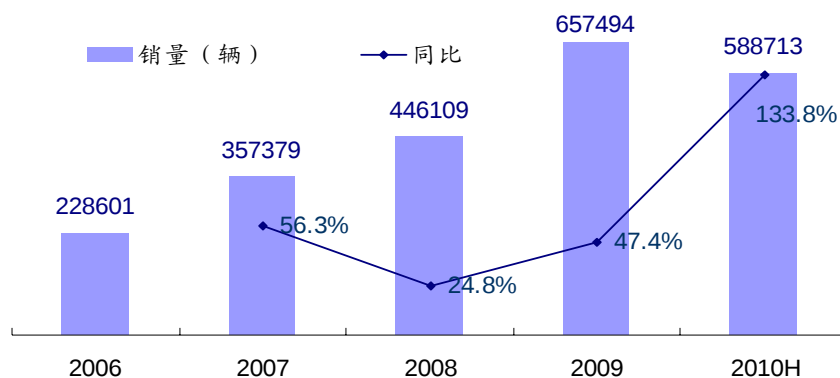
数据来源: 公司公告

公司今年上半年一直处于产能紧张的状态, 终端销售大于厂家批发数据, 批发数据好于生产数据, 2010年上半年的产销率为105.11%。公司今年销售一直处于不断吃库存的状态, 而进入7月份, 公司因为设备检修于24日起停产一周检修设备, 因此我们判断, 公司产品的市场需求将持续紧俏。我们预计公司2010年产品销售规模有望达到16万辆。

N350将是公司SUV市场的探路者

目前国内SUV市场是成长最快的市场之一, 我们认为该市场的生命力将随着未来个性化需求的释放而得以持续, 而国内柴油SUV市场也将随着节能要求的提高受到市场的青睐。

图3: 2006-2010年国内SUV销售情况



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

公司全新平台的SUV车型N350预计今年11月份上市, 近期公司在乌鲁木齐举行了经销商试乘试驾的活动。我们预计因为N350的上市, 下半年相关的费用计提会有所增加。

从目前我们对N350得到的有限信息分析, 我们估计工信部207次汽车生产目录中产品型号为JX6470的江铃牌多用途乘用车即是N350。该款车型搭载的是JX4D24的柴油发动机(与V348用的属于同一款发动机), 排量为2.4L; 车身的外形尺寸为4740×1895×1825, 1865, 已经接近了丰田汉兰达的大小(4785×1910×1730), 比目前市场上相同排量的主流SUV具有更大的内部空间。

在SUV市场, 欧洲高端的SUV由于主要强调其越野性能和动力性能,

因此多是柴油车，但是目前国内SUV主流仍然是汽油机，国内品牌中有柴油版SUV的品牌主要包括华泰的圣达菲、江淮的瑞鹰、长丰的猎豹等，我们根据这些车型的市场定价，估计N350的市场定价会在15万左右。

我们认为N350是公司真正进入乘用车市场的一款车型，由于乘用车与商用车的消费属性不同，N350将与现有的车型分品牌销售。而在销售渠道建立上，根据公司在品牌管理以及费用控制上的风格，我们预计公司会依托于现有经销商资源进行渠道搭建。

同时，N350也将是公司在SUV市场探路者。如果公司分品牌销售，那么，我们相信公司会有持续的车型去充实其SUV的型谱。从目前各类媒体透露的信息来看，“翼虎”很可能是引入的一款车型。不过，从江铃引入车型的进度来看，他们从引进、技改、国产化到上市一般需要2-3年的时间，因此，就算目前“翼虎”项目已经落实，估计国产化上市也是在2年之后。

图4: N350的网上照片



图5: 翼虎的网上照片



数据来源：网上公开信息

产品的丰富推动出口市场的扩大

2010年4月份公司公告称，将散件出口V348到越南，我们认为虽然根据协议年出口量在1000台左右，但是越南市场的突破，有利于其他出口市场的拓展，同时也将提高全顺生产线的产能利用率。而此前公司出口的产品主要是轻卡和皮卡，随着N350上市以后，我们认为作为自主品牌的N350也存在出口的可能。

盈利预测

盈利假设

- 1、假设2010-2012年公司营业收入增长分别为40.95%、16.16%、13.60%;
- 2、假设2010-2012年公司的毛利率分别为26.76%、26.55%、26.65%;
- 3、假设2010-2012年公司期间费用率分别为10.80%、10.60%、10.40%;

4、假设2010-2012年公司的所得税税率为15%。

基于我们的假设我们预计2010-2012年公司营业收入分别为147.06亿元、170.82亿元、194.07亿元，实现归属于母公司净利润分别为17.39亿元、20.22亿元、23.45亿元，按照目前公司8.63亿股的总股本，实现每股收益分别为2.02元、2.34元、2.72元。按照目前的股价对应的动态市盈率分别为10.77倍、9.26倍、7.99倍。基于公司稳健的财务管理和稳定的分红能力，我们看好公司未来新产品的市场空间，以及公司在出口市场的开拓能力。我们给予公司2010年15倍的估值，对应的目标价为30.3元。维持“买入”评级。

风险提示

公司新产品的销量低于我们的预期。

资产负债表简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	3914	4793	6427	8185	
应收账款	67	318	369	419	
预付款项	182	267	311	353	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	1.00	2.00	3.00	
其他应收款	8	21	24	28	
存货	1060	1554	1811	2054	
流动资产合计	5336	7257	9293	11439	
长期股权投资	17	17	17	17	
固定资产	1987	2086	2190	2300	
在建工程	505	454	409	464	
无形资产	316	317	315	314	
长期待摊费用					
递延所得税资产	134	175	203	231	
非流动资产合计	2959	3049	3135	3326	
资产总计	8294	10306	12428	14765	
短期借款	25	37	43	49	
应付票据					
应付账款	2043	2290	2668	3027	
预收款项	270	171	199	225	
应付职工薪酬	116	207	242	274	
应交税费	63	104	121	139	
应付利息					
应付股利	6	14	17	19	
其他应付款	622	865	1008	1143	
流动负债合计	3147	3689	4297	4877	
长期借款	8	7	7	7	
应付债券	1.00	2.00	3.00	4.00	
长期应付款	70	120	139	158	
预计负债	122	182	212	241	
递延所得税负债					
非流动负债合计	200	309	358	406	
负债合计	3347	3998	4654	5282	
股本	863	863	863	863	
资本公积	839	839	839	839	
盈余公积	432	432	432	432	
未分配利润	2710	4026	5444	7098	
少数股东权益	103	148	195	250	
负债股东权益总计	8294	10306	12428	14765	
每股净资产(元)	5.73	7.31	9.01	10.99	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	10433	14706	17083	19407	
营业成本	7707	10770	12548	14235	
营业税金及附加	181	251	292	332	
销售费用	770	882	1008	1126	
管理费用	596	779	888	990	
财务费用	-52	-74	-85	-97	
资产减值损失	1	10	12	15	
公允价值变动收益					
投资收益	5	7	9	10	
营业利润	1236	2093	2428	2816	
营业外收入	8	7	9	10	
营业外支出	1	1	2	2	
利润总额	1244	2099	2435	2824	
所得税费用	163	315	365	424	
净利润	1080	1784	2070	2400	
归属母公司净利润	1056	1739	2022	2345	
少数股东损益	24	45	48	55	
EPS(元)	1.22	2.02	2.34	2.72	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	3114	1784	2713	3040	
投资活动现金流量	-416	-1999	-2108	-2113	
筹资活动现金流量	-262	1094	1028	832	
现金及现金等价物净增加额	2402	880	1633	1759	
期末现金余额	3914	4793	6427	8185	
每股经营活动现金流(元)	3.61	2.07	3.14	3.52	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	21.5%	41.0%	16.2%	13.6%	
营业利润增长率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
毛利率	26.1%	26.8%	26.5%	26.6%	
营业利润率	11.9%	14.2%	14.2%	14.5%	
净利率	10.1%	11.8%	11.8%	12.1%	
净资产收益率	23.7%	31.7%	29.4%	27.8%	
总资产收益率	15.2%	19.2%	18.2%	17.7%	
流动比率	169.5%	196.7%	216.3%	234.6%	
资产负债率	40.4%	38.8%	37.5%	35.8%	
所得税税率	13%	15%	15%	15%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

江铃汽车(000550)行情走势



相关研究报告

汽车制造业(0103070505)	汤俊	2010-07-18
上海汽车(600104.sh)	汤俊	2010-06-27
汽车行业 2010 年中期策略报告	汤俊	2010-06-20
汽车制造业(0103070505)	汤俊	2010-06-02
江铃汽车(000550.sz)	汤俊	2010-04-25

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。