

2010-09-02

汽车制造

江铃汽车 000550.SZ

8 月销量回归正常 迎接旺季 9 月

◇ 事件：公司公布 8 月份销售数据

◆ 7 月份销量受高温假影响 8 月份正常回归

7 月份公司销售汽车 13,122 辆，同比增长 33.5%，环比下降 13.4%，环比出现下降主要是因为 7 月份公司放高温假，影响了正常的生产和销售。

8 月份销售 15,572 辆汽车，同比增长 89.3%，同比大幅增长的主要原因是上一年高温假期在 8 月份。公司 8 月份销量比 6 月份上涨 3.1%，可见 8 月份销售数据是 7 月份高温价之后的正常回归。其中福特品牌商用车销售 4,603 辆，同比增长 61%；JMC 品牌卡车销售 5,775 辆，同比增长 89.5%；JMC 品牌皮卡及 SUV 销售 5,194 辆。

◆ 9 月份旺季即将来临，公司产品有望热销

从近期我们草根调研情况来看，公司的产品销售情况一直稳定，甚至在 7、8 月份淡季也保持良好销售，价格也未出现松动。从我们了解的情况，9 月份公司产品依然能够旺销，环比 8 月份增长 15% 以上。

◆ 未来成长较为确定

预计公司 2010 年销售 17.1 万辆，同比增长 50%。这个销量增速高于行业近 30 个百分点，是增长最快上市公司之一。

公司 2011 年销量增长应在 20% 以上，净利润增长在 30% 左右。其中，公司现有车型自然增长率在 12-15% 之间，同时新车型 N350 可贡献 8 个百分点左右的增长。

◆ 未来看点：有望引进福特翼虎 SUV

福特入股公司以来，仅引进一款福特全顺轻型客车，未来公司有望引进福特新车型，我们估计很可能是翼虎。目前翼虎所处的城市 SUV 产品受到购买第二台车车主追捧，典型的代表是 CRV 和途观，CRV 年销售 10-12 万台，而途观更是供不应求。如果公司引进翼虎，每年销售 8 万台，相当于公司目前销量的 50%，那么利润有望增长 80%-100%。

◆ 盈利预测与投资评级

预计公司 2010 年 EPS2.2 元-2.4 元之间，保守预测为 2.2 元，211 年 EPS2.78 元。给予目标价 39.90 元，对应 2010 年、2011 年 PE18 倍和 14 倍，维持“买入”评级。

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	15,573	19,080	21,942
营业收入增长率	1.56%	21.50%	49.27%	22.51%	15.00%
净利润（百万元）	784	1,056	1,900	2,400	2,788
净利润增长率	3.31%	34.66%	79.95%	26.30%	16.14%
EPS（元）	0.91	1.22	2.20	2.78	3.23
ROE（归属母公司） （摊薄）	19.36%	21.80%	30.06%	29.47%	27.31%
P/E	34	25	14	11	10
P/B	7	5	4	3	3
EV/EBITDA	32	18	10	8	7

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。

维持

买入

当前价格	30.73 元
目标价格	39.90 元
目标期限	6 个月

分析师：

于特(执业证书编号：S0930210060004)

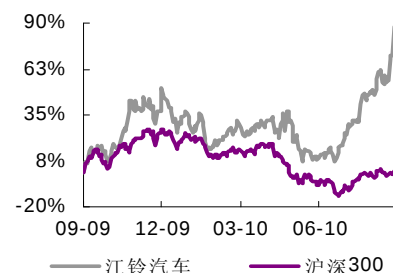
021-22169158

yute@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	863
总市值(百万元)	26,526
流通比例(%)	59.77%
12 个月最高/最低(元)	30.73/16.01
近 3 月日均成交量(百万股)	1.82
主要股东	江铃控股有限公司

股价表现(12 个月)

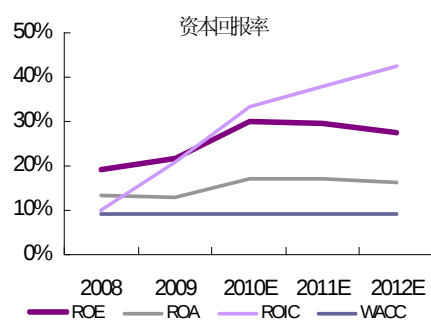
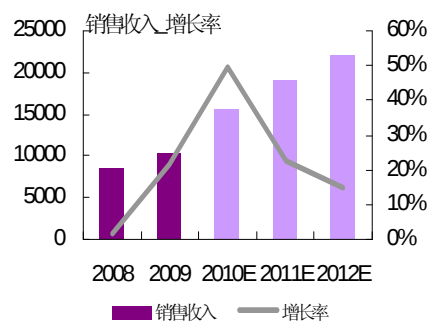
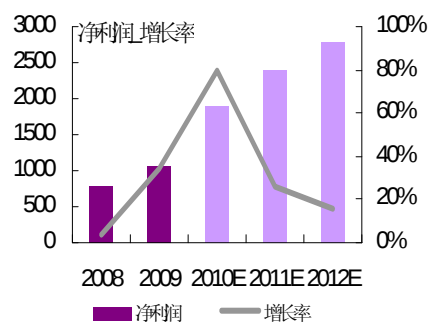
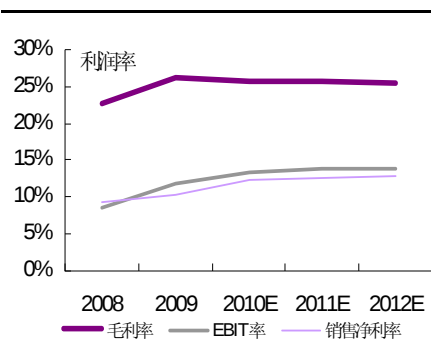


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	26.16	67.29	89.62
绝对收益	27.99	73.74	92.35

相关报告：

规模迅速扩大 盈利大幅上升
..... 2010-08-25
成长空间已经打开 估值应有所体现
..... 2010-08-03
4 月份销量好于市场预期(增持)
..... 2010-05-04

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	15,573	19,080	21,942
营业成本	6,645	7,707	11,556	14,195	16,369
折旧和摊销	198	264	364	375	384
营业税费	146	181	268	309	355
销售费用	526	770	934	1,088	1,229
管理费用	589	596	716	840	922
财务费用	-59	-52	-68	-83	-100
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	2,172	2,737	3,173
利润总额	902	1,244	2,180	2,745	3,181
少数股东损益	13	24	22	20	17
归属母公司净利润	784.32	1,056.13	1,900.47	2,400.27	2,787.79

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	5,964	8,294	11,375	14,092	17,138
流动资产	3,153	5,336	8,814	11,807	15,156
货币资金	1,512	3,914	6,682	9,179	12,119
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	167	67	101	123	142
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	1,587	1,952	2,251
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	4,928	5,802	6,768
无息负债	1,766	3,314	4,921	5,795	6,761
有息负债	47	33	8	8	8
股东权益	4,151	4,947	6,446	8,290	10,369
股本	863	863	863	863	863
公积金	1,271	1,271	1,559	1,923	2,343
未分配利润	1,916	2,710	3,899	5,359	7,000
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	3,197	3,055	3,617
净利润	784	1,056	1,900	2,400	2,788
折旧摊销	198	264	364	375	384
净营运资金增加	871	-1,064	1,057	954	530
其他	-1,672	2,859	-124	-674	-85
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	-329	-458	-597
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	1,606	874	966
净现金流	-595	2,402	2,768	2,497	2,940

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.56%	21.50%	49.27%	22.51%	15.00%
净利润增长率	3.31%	34.66%	79.95%	26.30%	16.14%
EBITDA 增长率	-43.17%	60.71%	70.74%	22.74%	14.16%
EBIT 增长率	-13.76%	68.22%	78.06%	26.16%	15.83%
估值指标					
PE	34	25	14	11	10
PB	7	5	4	3	3
EV/EBITDA	32	18	10	8	7
EV/EBIT	42	22	12	9	7
EV/NOPLAT	48	26	14	11	8
EV/Sales	3	3	2	1	1
EV/IC	5	5	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	22.62%	26.13%	25.80%	25.60%	25.40%
EBITDA 率	10.83%	14.33%	15.82%	15.85%	15.73%
EBIT 率	8.52%	11.80%	13.48%	13.88%	13.98%
税前净利润率	10.51%	11.92%	14.00%	14.38%	14.50%
税后净利润率 (归属母公司)	9.13%	10.12%	12.20%	12.58%	12.71%
ROA	13.37%	13.02%	16.90%	17.18%	16.37%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.36%	21.80%	30.06%	29.47%	27.31%
经营性 ROIC	10.07%	20.84%	33.40%	37.74%	42.35%
偿债能力					
流动比率	1.93	1.70	1.88	2.14	2.35
速动比率	128.28%	135.86%	154.53%	178.69%	199.98%
归属母公司权益/有息债务	85.86	146.57	831.62	1071.52	1342.73
有形资产/有息债务	117.26	237.35	1450.44	1803.88	2200.57
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.91	1.22	2.20	2.78	3.23
每股红利	0.30	0.49	0.67	0.84	0.97
每股经营现金流	0.21	3.61	3.70	3.54	4.19
每股自由现金流(FCFF)	0.09	2.86	1.22	1.91	2.86
每股净资产	4.69	5.61	7.32	9.44	11.82
每股销售收入	9.95	12.09	18.04	22.10	25.42

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，金融学硕士，3 年汽车行业研究经验，3 年上市公司工作经验。

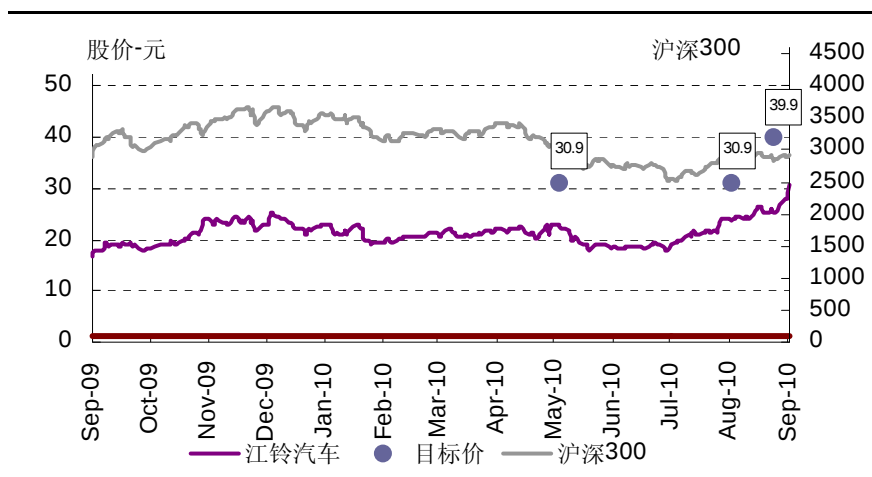
分析师声明

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
2010-05-05	22.99	30.90	买入
2010-08-03	24.26	30.90	买入
2010-08-25	25.13	39.90	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
北京				
	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
上海				
	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
深圳				
	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
QFII				
	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。