

公司研究

调研简报

首次评级：短期_推荐，长期_A

新产品推动增长

——江铃汽车(000550)调研简报

核心观点

公司的主要产品是高端轻卡、轻客，皮卡/SUV。公司盈利能力出众，毛利率逐年提升，10年上半年为26%，领先于其他整车企业，主要归功于完整的产业链结构（具备轻型发动机、车桥、铸件、车架等关键零部件生产能力）和出色的成本控制能力。增长由过去依靠提高盈利能力转变为规模扩张，即扩张产能，推出新产品及跨入中低端SUV市场。

定位高端，轻型商用车增速稳定。汽车下乡政策强力推进低端轻型商用车的增长，公司轻型商用车定位高端，09年增长低于中低端轻型商用车，这样导致去年基数不高。10年受益于城市物流复苏，销量增长确定，将超越行业增速。

轻客新产品销售渐入佳境。搭载福特Puma发动机的新全顺V348动力性和排放性都远优于老全顺，得到市场的充分肯定，产销规模逐步提升，销量由08年3千多辆提升到09年6千辆，预计10年超过1万辆。同时超值版全顺的推出也推动江铃轻客销量的大幅增长。

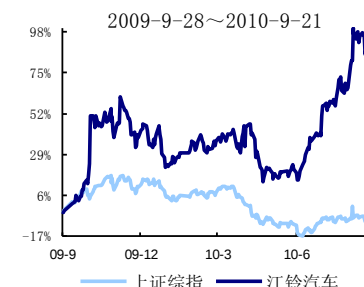
看好新产品SUV取胜的市场前景。SUV市场是近年汽车行业增长最为迅速的细分市场。自有品牌SUV驭胜预计年内上市，车身是意大利全新设计，英国莲花公司调教的底盘，德国Bosch的制动系统，配套福特Puma发动机是其最大的亮点，具有极高的性价比优势。预计明年N350可实现销售2万台，短期内为公司贡献盈利。

进入产能扩张期。公司投资21亿元建设小蓝基地，新建年产能20万台的SUV、皮卡、轻客的生产基地，最大产能可达30万台/年。预计2013年上半年达产。新基地的建设将使得公司进入新的发展阶段。

“短期-推荐，长期-A”的投资评级。预测公司10-12年每股收益为2、2.39、2.89元，对应10-12年动态市盈率分别为15倍、13倍和10倍。考虑到公司盈利能力出众，扩产及新产品的推出将会给公司业绩带来极大弹性，给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

风险提示：1、钢材等原材料价格上涨对公司毛利水平有一定影响；2、公司在商用车市场份额持续受到竞争对手侵蚀；3、宏观经济波动导致公司业绩下滑的风险。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	86321
流通A股(万股)	51630
52周内股价区间(元)	17.18-31.73
总市值(亿元)	258
总资产(亿元)	82
每股净资产(元)	5.61
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	10433	15650	19562	23475
同比增速(%)	21.50%	50.00%	25.00%	20.00%
净利润(百万)	1080	1764	2104	2548
同比增速(%)	35.46%	63.35%	19.23%	21.11%
EPS(元)	1.22	2.00	2.39	2.89
P/E	24.44	14.93	12.53	10.34

研究员：李元

电话：010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5336	7871	10082	12657	营业收入	10433	15650	19562	23475
现金	3914	4832	7441	8390	营业成本	7707	11424	14378	17254
应收账款	67	363	137	477	营业税金及附加	181	269	337	404
其它应收款	8	26	14	35	营业费用	770	1090	1390	1657
预付账款	182	270	366	487	管理费用	596	954	1167	1411
存货	1060	2135	1863	2944	财务费用	-52	-57	-87	-133
其他	105	246	261	325	资产减值损失	1	4	3	3
非流动资产	2959	2832	2659	2464	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	17	17	17	投资净收益	5	6	6	6
固定资产	1987	2087	1992	1839	营业利润	1236	1972	2380	2886
无形资产	316	343	351	365	营业外收入	8	61	44	50
其他	639	386	299	242	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	8294	10703	12741	15120	利润总额	1244	2032	2422	2934
流动负债	3147	4227	4813	5434	所得税	163	267	318	386
短期借款	25	634	28	29	净利润	1080	1764	2104	2548
应付账款	2043	2396	3236	3504	少数股东损益	24	36	44	53
其他	1079	1197	1549	1901	归属母公司净利润	1056	1729	2060	2495
非流动负债	200	188	188	191	EBITDA	1477	2212	2629	3115
长期借款	8	7	6	6	EPS（元）	1.22	2.00	2.39	2.89
其他	193	181	181	185	主要财务比率				
负债合计	3347	4415	5001	5625		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	103	139	183	236	成长能力				
股本	863	863	863	863	营业收入	21.5%	50.0%	25.0%	20.0%
资本公积金	839	839	839	839	营业利润	67.6%	59.5%	20.7%	21.2%
留存收益	3141	4447	5855	7557	归属母公司净利润	34.7%	63.7%	19.2%	21.1%
归属母公司股东权益	4844	6149	7557	9260	获利能力				
负债和股东权益	8294	10703	12741	15120	毛利率	26.1%	27.0%	26.5%	26.5%
现金流量表					净利率	10.1%	11.0%	10.5%	10.6%
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	21.8%	28.1%	27.3%	26.9%
经营活动现金流	3114	850	3935	1769	ROIC	101.2%	81.3%	713.4%	218.9%
净利润	1080	1764	2104	2548	偿债能力				
折旧摊销	292	297	336	363	资产负债率	40.4%	41.2%	39.2%	37.2%
财务费用	-52	-57	-87	-133	净负债比率	0.99%	14.54%	0.70%	0.62%
投资损失	-5	-6	-6	-6	流动比率	1.70	1.86	2.09	2.33
营运资金变动	1811	-1155	1593	-1014	速动比率	1.36	1.35	1.70	1.78
其它	-11	6	-6	12	营运能力				
投资活动现金流	-416	-174	-154	-161	总资产周转率	1.46	1.65	1.67	1.69
资本支出	489	137	134	135	应收帐款周转率	89	73	78	76
长期投资	0	-0	0	-0	应付帐款周转率	5.02	5.15	5.11	5.12
其他	73	-38	-20	-26	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-296	242	-1172	-659	每股收益	1.22	2.00	2.39	2.89
短期借款	-14	609	-606	1	每股经营现金	3.61	0.99	4.56	2.05
长期借款	-0	-1	-1	-1	每股净资产	5.61	7.12	8.75	10.73
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	24.44	14.93	12.53	10.34
其他	-282	-366	-565	-659	P/B	5.33	4.20	3.42	2.79
现金净增加额	2402	918	2609	948	EV/EBITDA	14.91	9.95	8.37	7.07

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明	
国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。 本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。	

国都证券研究员及其研究行业一览表					
研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvai bing@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com