

转型开始进入收获期

研究结论:

- **由内涵走向内涵外延并举，战略转型开始进入收获期。**过去几年，公司凭借优秀的经营管理能力，充分挖掘产品潜能，逐步在中高端轻型商用车市场占据了稳固的地位，2000-2007 年实现了 46.2% 的盈利复合增速，盈利能力业内名列前茅；但随着市场逐步稳定公司原有产品遇到增长瓶颈，近些年来公司开始通过延伸产品线，实现增长模式逐步由内涵式转向内涵、外延并举的模式，随着近两年来新产品的不断推出，我们认为，公司的战略转型开始进入收获期。
- **差异化策略全面拓展产品空间，快速稳定增长可期。**城市化的不断推进继续带动轻物流需求的稳步增长，公司原有产品中高端轻卡、轻客领域的龙头地位巩固；公司通过推出超值版、降价等方式实现产品线的向下延伸；同时推出新全顺 V348 和 N900 宽体轻卡分别实现巩固轻客细分市场地位与抢占中卡市场的目标，我们认为，随着 N800 等新产品的继续推出，公司商用车产品线将继续丰富，产品差异化的竞争策略带来销量稳定快速的增长，未来公司在商用车领域的增长潜力依然巨大。
- **公司 SUV 产品的长期表现值得期待。**在 SUV 需求持续旺盛的背景下，公司的首款乘用车产品-驭胜 SUV 已于近期上市。我们认为驭胜上市标志着公司进军乘用车市场的开始。目前福特已将公司纳入全球销售体系，未来对公司的支持力度将显著加强，我们认为未来公司引入福特品牌 SUV 产品的可能性非常大，将显著提升产品的竞争力，公司 SUV 产品的长期表现值得期待。
- **产能问题解决打开公司未来的成长空间。**公司目前的最大产能为 16 万台/年，今年以来产能紧张的问题已经非常突出。公司已投资 21 亿元建设小蓝生产基地，计划年产能为 20 万台，最大年产能可达到 30 万台，预计 2013 年上半年陆续投产。我们认为，在公司未来发展版图日趋清晰的情况下，新基地建成投产将给公司打开未来的成长空间，未来实现跨越式增长值得期待。
- **投资评级与目标价。**我们认为，过去，公司曾是商用车内涵式增长的典范，随着战略转型逐步进入收获期，未来公司将依托优秀的经营管理能力和强大的产品竞争力，不断拓展新产品与新市场，有望实现规模与盈利并举的内涵+外延式增长。预计 2010、2011 年可实现每股收益 2.0 元、2.60 元，以 2011 年 15 倍市盈率估值，对应标价 39.00 元，维持买入评级。
- **风险提示。**1) 宏观经济景气程度显著下降导致商用车需求下滑；2) 公司新产品驭胜 SUV 销量低于预期；3) 原材料价格大幅上涨。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师

8621-63325888 x 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860209090198

联系人

王轶

8621-63325888 x 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 1 月 14 日) 25.99 元

目标价格 39.00 元

总股本/A 股 (万股) 86321/ 86321

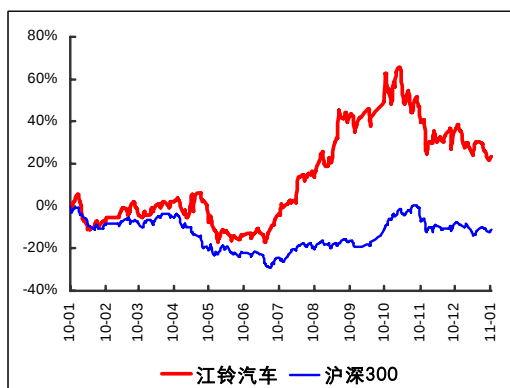
A 股市值 (亿元) 224.61

国家/地区 中国

行业 汽车与零部件

报告发布日期 2011 年 1 月 17 日

股价表现



评价周期 1 个月 3 个月 12 个月

绝对表现 (%) -9.8 -24.1 23.3

相对表现 (%) -6.2 -23.2 34.4

资料来源: Wind

财务预测

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10,433	15,471	18,458	21,250
税前利润	163.49	306.22	386.21	443.04
归属母公司净利润	1,056	1,727	2,248	2,578
EBITDA	1,498	2,317	2,925	3,333
每股收益(元)	1.22	2.00	2.60	2.99
净资产收益率	23.75%	31.42%	31.86%	28.53%
每股经营现金(元)	3.61	0.28	3.99	2.52
市盈率(X)	21.27	13.01	9.99	8.71
EV/EBITDA	10.65	8.26	5.62	4.50

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

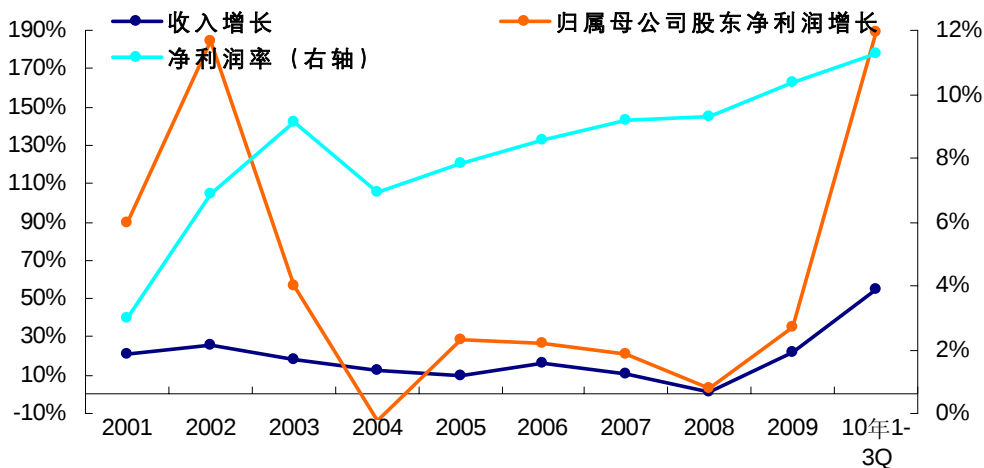
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

1、增长模式转变打开未来成长空间

1984 年，江铃汽车引入日本五十铃技术，并在此基础上自主研发出 JMC 品牌轻卡产品；1997 年，通过与福特合作将全顺系列轻客引入中国，之后，公司凭借优秀的经营管理能力，充分挖掘产品潜能，逐步在高端轻型商用车市场上占据了稳固的龙头地位，并实现了规模收入与盈利水平的双提升。但是，随着市场地位的逐步稳定，由于原有产品的市场容量有限，公司以往偏重内涵式的增长模式遇到瓶颈，规模与盈利能力继续提升的空间已经不大。近些年来，公司开始积极研发新产品，希望能够在新的细分市场逐步占据一定的市场份额，实现内涵+外延并举的可持续增长模式。增长模式的转变有助于公司打开未来的成长空间，2008 年以来，公司的新产品已陆续上市，鉴于公司优秀的经营管理能力与在商用车市场上良好的口碑，我们认为，随着新产品逐步被市场认可，公司有望迎来新一轮快速增长阶段。

图 1 2001 年以来江铃汽车收入、盈利增长状况及净利润率



数据来源：公司财务报告、东方证券研究所

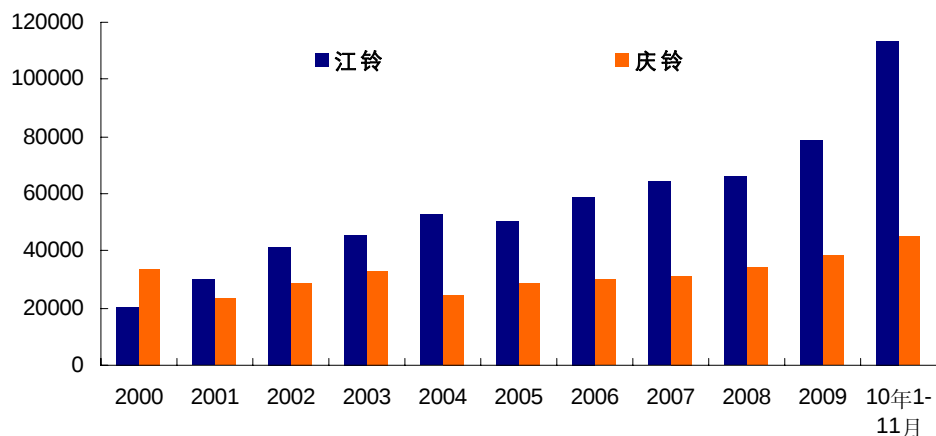
2、差异化的营销策略全面拓展市场空间

2.1、持续丰富轻卡产品线拓展市场空间

目前，国内高端轻卡市场基本被江铃与庆铃垄断，公司已凭借较完整的产业链优势与更高的性价比获得了销量的更快增长，尽管国内轻卡产品的高端化过程仍在继续，但轻卡市场仍以中低端轻卡为主，由于高端市场市场容量偏小，公司必须拓展产品线才能获得进一步的发展空间。近几年，养路费取消、计重收费的实施促进卡车“两极化”的趋势进一步加快，大吨位、动力强劲、高速重载的高端轻卡抢占了部分中卡的市场份额，成为轻卡市场新的增长点之一。公司原有产品吨位以低于 3.5 吨为主，为抢占新的市场制高点，公司于 2009 年底在部分地区率先推出 12 吨的 N900 宽体轻卡，由于动力强劲、燃油经济性强，受到终端用户的认可，目前 N900 已在全国陆续上市，新一代轻卡 N800 也在研发进行中；在新产品上市的同时，公司对老产品推出一系列促销方案，部分产品价格

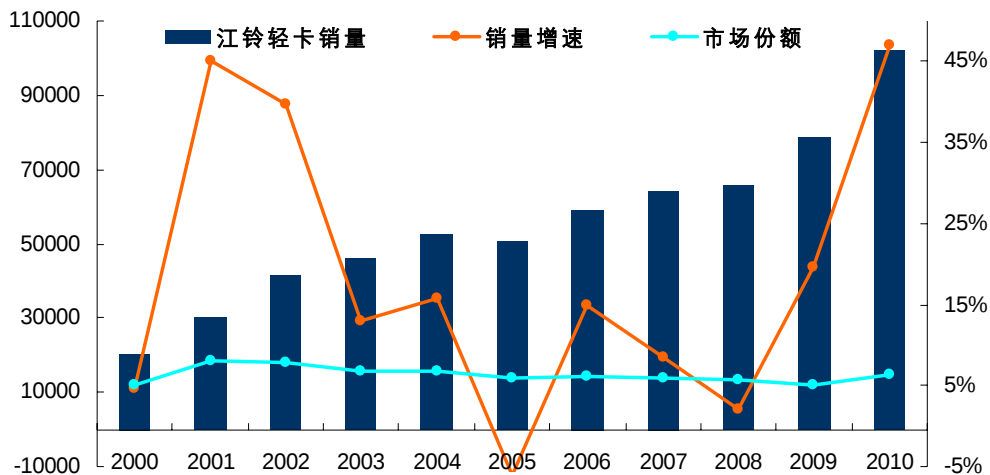
已下探至中端市场，以“高品质、中价位”迅速抢占市场份额，在一系列差异化的营销策略推动下，公司轻卡产品销量实现了快速增长，2010年以来市场份额明显提升。我们认为，产品线的两端延伸使公司产品的市场容量迅速拓宽，凭借良好的市场口碑，我们认为公司轻卡业务未来的增长潜力巨大。

图2 江铃与庆铃轻卡销量对比



数据来源：汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所

图3 江铃轻卡销售状况及在轻卡整体市场中的份额

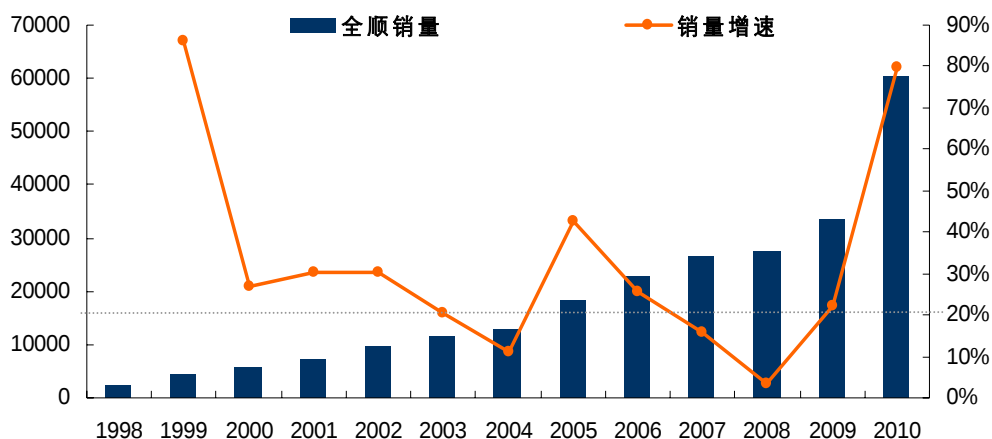


数据来源：汽车工业协会产销快讯、东方证券研究所

2.2、全顺轻客将继续引领国内高端轻客的发展潮流

1997 年江铃引入福特全顺。近些年来，为应对传统轻客市场受 MPV、大型微客两端挤压而萎缩的局面，公司通过不断调整细分市场定位，分别推出针对城市物流、商务、旅游、专用车等市场的产品，实现了远高于轻客行业的销量增速，上市以来，大部分年份全顺系列产品的销量增速均超过 20%，目前已经稳坐国内高端轻客第一把交椅。2008 年，为避免原有产品进入成熟期，后续车型出现断档，公司推出搭载新 JXD24 发动机的 V348 新世代全顺，并采用轿车化的设计，定位于高端商务需求，将产品档次再提升一个台阶；同时，公司对老全顺进行降价促销，这一策略使得全顺系列产品 2009 年以来销量增速明显超越行业。我们估算 2010 年已超过 10000 辆。我们认为公司凭借良好的市场地位与敏锐的市场反应能力，未来轻客产品将全面超越主要竞争对手，继续引领国内高端轻客的发展潮流。

图 4 全顺上市以来销量及同比增速



数据来源：公司年度报告、东方证券研究所

3、SUV 产品的长期表现值得期待

在 SUV 需求持续旺盛的背景下，公司的首款乘用车产品-驭胜 SUV 已于近期上市。我们认为驭胜上市标志着公司进军乘用车市场的开始，目前 SUV 是国内乘用车成长性最好的细分市场，我们认为公司以 SUV 作为切入点获得成功的概率较大。此外，根据福特公司高管近期表态，福特将继续增持江铃汽车的股份，公司与福特的合作关系将继续加深。目前福特已将公司纳入全球销售体系，我们认为未来对公司的支持力度将显著加强，江铃未来引入福特品牌 SUV 产品的可能性非常大，这将显著提升公司乘用车产品的竞争力，公司 SUV 及乘用车产品的长期表现值得期待。

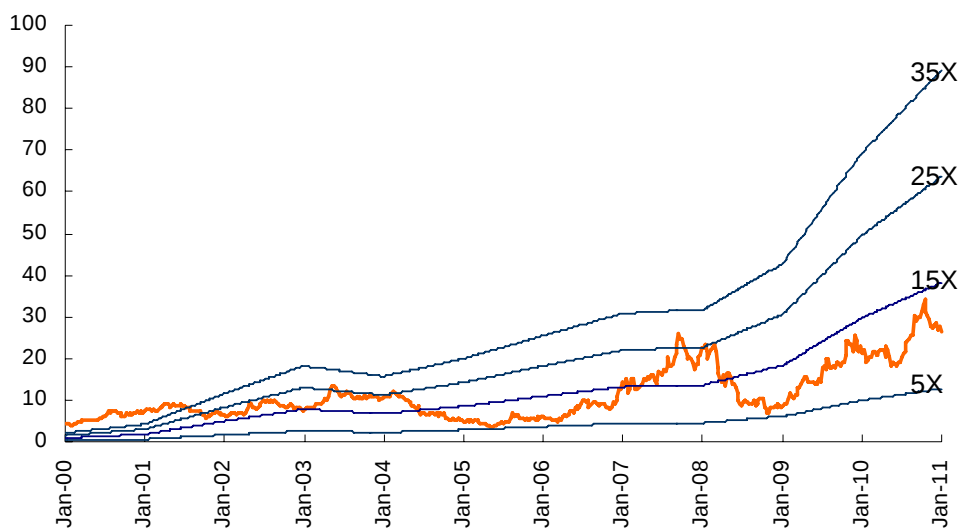
4、产能问题的解决为长期发展打开空间

公司目前的最大产能为 16 万台/年，2010 年产量已超过 18 万辆，产能问题较为突出。公司已投资 21 亿元建设小蓝生产基地，计划年产能为 20 万台，最大年产能可达到 30 万台，预计 2013 年上半年将陆续投产。我们认为，在公司未来发展版图日趋清晰的情况下，新基地建成投产将给公司打开未来的成长空间，未来实现跨越式增长值得期待。

5、维持买入的投资评级，目标价 39 元

我们认为，过去，公司曾是商用车内涵式增长的典范，2000-2005 公司实现了 56.2% 的净利润年复合增长；但由于 2006 年来产品成长空间逐渐缩小，估值逐步下移。我们认为，随着公司战略转型逐步进入收获期，未来将依托优秀的经营管理能力和强大的产品竞争力，不断拓展新产品与新市场，有望实现开始新一轮增长周期。从历史估值来看，2000-2005 年的公司的 PE 基本处在 15 倍以上，我们认为未来一段时间公司估值可参考这一快速增长结算。我们预计 2011 年可实现每股收益 2.00 元、2.60 元，以 2011 年 15 倍市盈率估值，对应标价 39.00 元，维持买入评级。

图 5 江铃汽车 2000 年以来 PE-Band



数据来源：wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	10,433	15,471	18,458	21,250	经营活动现金流	3,114	246	3,442	2,176
营业成本	7,707	11,487	13,725	15,800	税后利润	1,056	1,727	2,248	2,578
营业税金及附加	181	268	323	372	经常性非现金支出	241	229	252	275
销售费用	770	989	951	1,095	非经常性现金支出	(40)	(7)	(8)	(9)
管理费用	596	739	886	1,020	营运资金变动	1,834	(1,733)	921	(702)
财务费用	(52)	(81)	(76)	(76)	少数股东损益	24	30	29	34
资产减值损失	1	7	6	9	投资活动现金流	(416)	(371)	(319)	(318)
投资收益	5	7	8	9	资本开支	(477)	(441)	(390)	(390)
营业利润	1,236	2,069	2,651	3,039	投资与投资收益	61	70	72	72
营业外净收入	7	(6)	12	16	筹资活动现金流	(296)	(425)	(433)	(433)
利润总额	1,244	2,063	2,663	3,055	贷款增加	(14)	0	0	0
所得税	163	306	386	443	支付股利利息	(281)	(425)	(433)	(433)
净利润	1,080	1,757	2,277	2,612	其他融资	(1)	0	0	0
少数股东损益	24	30	29	34	现金净流量	2,402	(550)	2,690	1,425
归属母公司净利润	1,056	1,727	2,248	2,578	现金期初余额	1,512	3,914	3,364	6,054
EPS (元/股)	1.22	2.00	2.60	2.99	现金期末余额	3,914	3,364	6,054	7,479
资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	5,336	6,244	8,573	11,215	增长能力				
货币资金	3,914	3,364	6,054	7,479	营收增长率(%)	21.50%	48.29%	19.31%	15.13%
应收账款及票据	162	487	590	679	EBITDA 增长率(%)	57.14%	54.70%	26.23%	13.95%
存货	1,060	2,203	1,691	2,786	EBIT 增长率(%)	70.26%	67.11%	29.18%	14.93%
非流动资产合计	2,959	3,100	3,170	3,220	净利润增长率(%)	35.46%	62.66%	29.61%	14.72%
长期投资	17	20	23	25	盈利能力				
固定资产	1,987	2,095	2,191	2,256	毛利率(%)	26.13%	25.75%	25.64%	25.65%
在建工程	505	543	524	515	净利率(%)	10.35%	11.36%	12.34%	12.29%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	15.15%	19.92%	21.60%	19.96%
无形资产	316	308	298	289	ROE(%)	23.7%	31.4%	31.9%	28.5%
开发支出	0	0	0	0	偿债能力				
资产总计	8,294	9,343	11,743	14,435	资产负债率(%)	40.36%	32.77%	30.79%	28.59%
流动负债合计	3,147	2,862	3,415	3,927	流动比率(倍)	1.70	2.18	2.51	2.86
循环借款	25	25	25	25	速动比率(倍)	1.36	1.41	2.01	2.15
应付账款及票据	2,043	1,723	2,059	2,370	营运能力				
预收账款	270	62	74	85	总资产周转率	1.46	1.75	1.75	1.62
其他应付款	622	804	961	1,106	应收账款周转率	18.65	24.22	17.42	17.01
非流动负债合计	200	200	200	200	存货周转率	7.28	7.04	7.05	7.06
长期贷款	8	8	8	8	应付账款周转率	5.02	6.10	7.26	7.14
负债合计	3,348	3,062	3,616	4,127	价值评估				
股本	863	863	863	863	P/B(倍)	4.10	3.65	2.82	2.22
资本公积	839	839	839	839	P/E(倍)	21.27	13.01	9.99	8.71
未分配利润	2,710	3,841	5,433	7,322	EV/收入(倍)	1.53	1.24	0.89	0.71
股东权益合计	4,947	6,281	8,127	10,307	EV/EBITDA(倍)	10.65	8.26	5.62	4.50
负债和股东权益	8,294	9,343	11,742	14,435	EV/EBIT(倍)	13.23	9.50	6.32	5.02

资料来源：公司财务报告，东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn