

2010 年业绩符合预期

公司公告

江铃汽车发布2010年业绩快报：2010年度，公司共实现营业收入157.68亿元，同比增长51.1%；实现归属于母公司股东的净利润17.11亿元，同比增长62.1%，折合每股收益1.98元。

研究结论

- **销量快速增长是公司业绩大幅增长的主要推动力。**2010年，公司整车销量为178,999辆，同比增长56.1%，其中轻客、轻卡、皮卡与SUV销量分别同比增长55.9%、43.2%与73.4%，均超过各细分行业销量的增速，销量快速增长是2010年公司业绩大幅增长的最主要推动力。我们之前预测2010年公司将实现每股收益2.00元，整体业绩符合预期。
- **销售费用较高导致4季度单季业绩处于低点。**公司2010年4季度单季盈利仅为2.59亿元，同比下滑10.0%、环比下滑37.1%，单季度业绩处于全年低点。我们认为主要与驭胜SUV上市前期费用支出较高有关，部分支出在2010年3季度的销售费用中已经有所体现，3季度销售费用较1、2季度明显高出1亿元左右；由于4季度公司整车销售状况依然较好，我们推测产品毛利率依然维持在较高水平，业绩较低仍然是因为销售费用大幅增加所致，预计这一非经常性因素将在2011年逐步消失，销售费用占营业收入比重将回归至正常水平。
- **公司增长模式转变开始进入收获期。**近几年来，由于原有产品增长遇到瓶颈，公司通过开发新产品、延伸产品线、积极拓展新细分市场，实现增长由原先内涵式向内涵+外延并举的模式转变。2008年以来，通过新老产品的差异化销售策略，公司产品销量实现了超越行业的快速增长，转型开始逐步进入收获期，我们认为未来公司在商用车领域的增长潜力依然巨大；公司的首款乘用车产品-驭胜SUV已于2010年12月上市，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，未来对公司资本与技术方面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，这将显著提升产品的整体竞争力，公司SUV产品的长期表现值得期待。
- **投资评级与目标价。**公司增长模式的转变开始进入收获期，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，实现规模与盈利并举的内涵+外延式增长。预计2011、2012年可实现每股收益2.60元（维持）、3.16元（原预测为2.99元，上调5.7%），新增2013年盈利预测3.55元。以2011年15倍PE估值，维持买入评级，目标价39.0元。
- **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) SUV产品驭胜销量低于市场预期；3) 原材料价格大幅超预期上涨。

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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

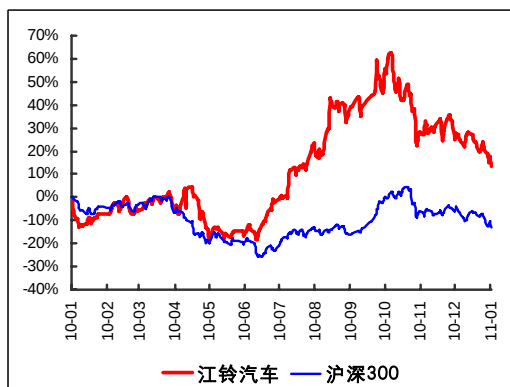
8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年1月20日)	24.42元
目标价格	39.00元
总股本/A股(亿股)	8.63
A股市值(亿元)	210.8
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2011年1月21日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	15,768	18,654	21,618	25,067
同比(%)	51.1%	18.3%	15.9%	16.0%
归属母公司净利润	1,712	2,242	2,731	3,065
同比(%)	62.1%	31.0%	21.8%	12.2%
毛利率(%)	25.7%	25.6%	25.9%	25.8%
ROE(%)	31.19%	32.36%	31.38%	28.43%
每股收益(元)	1.98	2.60	3.16	3.55
P/E(倍)	12.3	9.4	7.7	6.9
P/B(倍)	7.8	5.2	4.0	2.8

资料来源：公司报告，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	2010E	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	15,768	18,654	21,618	25,067	经营活动现金流	208	3,508	2,237	4,349
营业成本	11,711	13,869	16,013	18,588	税后利润	1,712	2,242	2,731	3,065
营业税金及附加	273	326	378	439	经常性非现金支出	229	252	275	294
销售费用	1,043	1,002	1,081	1,303	非经常性现金支出	(7)	(8)	(7)	(7)
管理费用	780	896	1,011	1,216	营运资金变动	(1,755)	993	(797)	958
财务费用	(81)	(76)	(76)	(75)	少数股东损益	30	29	35	39
资产减值损失	7	6	9	8	投资活动现金流	(370)	(318)	(316)	(314)
投资收益	7	8	9	11	资本开支	(441)	(389)	(390)	(390)
营业利润	2,042	2,638	3,211	3,599	投资与投资收益	70	72	74	76
营业外净收入	2	18	24	30	筹资活动现金流	(425)	(649)	(779)	(865)
利润总额	2,045	2,656	3,235	3,629	贷款增加	0	0	0	0
所得税	303	385	469	525	支付股利利息	(425)	(649)	(779)	(865)
净利润	1,741	2,271	2,766	3,104	其他融资	0	0	0	0
少数股东损益	30	29	35	39	现金净流量	(587)	2,541	1,142	3,170
归属母公司净利润	1,712	2,242	2,731	3,065	现金期初余额	3,914	3,326	5,867	7,009
EPS (元/股)	1.98	2.60	3.16	3.55	现金期末余额	3,326	5,867	7,009	10,179
资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2010E	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010E	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	6,283	8,372	10,843	13,688	增长能力				
货币资金	3,326	5,867	7,009	10,179	营收增长率(%)	51.14%	18.30%	15.89%	15.95%
应收账款及票据	496	596	691	801	EBITDA增长率(%)	52.91%	27.14%	20.37%	11.62%
存货	2,266	1,669	2,869	2,393	EBIT增长率(%)	64.89%	30.26%	22.14%	12.27%
非流动资产合计	3,099	3,168	3,217	3,247	净利润增长率(%)	61.20%	30.44%	21.79%	12.23%
长期投资	20	23	25	29	盈利能力				
固定资产	2,095	2,189	2,254	2,294	毛利率(%)	25.73%	25.65%	25.93%	25.85%
在建工程	543	524	515	512	净利率(%)	11.04%	12.18%	12.80%	12.38%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	19.70%	21.71%	21.61%	20.03%
无形资产	308	298	289	278	ROE(%)	31.2%	32.4%	31.4%	28.4%
开发支出	0	0	0	0	偿债能力				
资产总计	9,382	11,540	14,061	16,935	资产负债率(%)	33.22%	31.64%	29.74%	28.43%
流动负债合计	2,916	3,450	3,982	4,615	流动比率(倍)	2.15	2.43	2.72	2.97
循环借款	25	25	25	25	速动比率(倍)	1.38	1.94	2.00	2.45
应付账款及票据	1,757	2,080	2,402	2,788	营运能力				
预收账款	63	75	86	100	总资产周转率	1.78	1.78	1.69	1.62
其他应付款	820	971	1,121	1,301	应收账款周转率	24.34	17.35	17.06	17.07
非流动负债合计	200	200	200	200	存货周转率	7.04	7.05	7.06	7.07
长期贷款	8	8	8	8	应付账款周转率	6.16	7.23	7.14	7.16
负债合计	3,116	3,651	4,182	4,815	价值评估				
股本	863	863	863	863	P/B(倍)	3.44	2.73	2.18	1.77
资本公积	839	839	839	839	P/E(倍)	12.32	9.40	7.72	6.88
未分配利润	3,827	5,198	6,879	8,775	EV/收入(倍)	1.13	0.82	0.65	0.44
股东权益合计	6,265	7,889	9,878	12,119	EV/EBITDA(倍)	7.77	5.24	4.02	2.79
负债和股东权益	9,381	11,540	14,060	16,935	EV/EBIT(倍)	8.95	5.89	4.46	3.08

资料来源：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