



运输设备业/可选消费品

江铃汽车 (000550)

值得配置的优秀轻型商用车龙头

——江铃汽车 2010 年年报点评

陈锡伟
021-38676385
chenxiwei@gtjas.com
S0880511010026

本报告导读:

江铃汽车 2010 年实现营业收入 158 亿, 同增 51%, 净利润 17 亿, 同增 62%, EPS1.98 元, 公司是中高端轻卡和轻客龙头, 受政策退出影响较小, 目标价 38 元, 增持。

投资要点:

- **业绩符合预期。**公司 2010 年实现营业收入 157.68 亿元, 同比增长 51.13%; 实现净利润 17.12 亿元, 同比增长 62.06%。2010 年实现 EPS1.98 元。分配方案为: 每 10 股派 7.9 元。
- **销量增速良好:** 2010 年公司共销售 17.9 万辆, 同比增长 56%。其中: 卡车销量 6.62 万辆, 同比增长 43%; 皮卡、SUV 销量 6.04 万辆, 同比增长 73%; 全顺轻客 5.24 万辆, 同比增长 56%。
- **市场份额略有提升。**2010 年公司在商用车的市场份额为 2.7%, 同比提升 0.5 个百分点。其中江铃轻卡 (包括皮卡) 在轻卡市场的份额为 6.6%, 同比提升 1.6 个百分点; 全顺及运霸面包车在轻客市场的份额为 20.5%, 同比提升 5.4 个百分点。
- **巩固现有产品销售, 推进新产品研发:** 公司通过推出超值版、降价等方式实现产品线的向下延伸, 巩固产品销售。同时通过新增载重、新外形、动力提升等改进手段, 推动 N900、N800 等新项目研发, 巩固公司中高端轻卡、轻客领域的龙头地位。公司驭胜 SUV 已上市, 受益于 SUV 需求的持续旺盛, 驭胜 SUV 有望成为公司新的增长点。
- **产能扩大为未来业绩增长提供推力:** 公司已投资 21 亿元建设小蓝生产基地, 计划年产能 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, 新基地建成投产将为公司打开成长空间。
- **盈利预测:** 公司在中高端轻卡和轻客龙头地位巩固, 受汽车下乡政策的退出影响较小。预计 2011-2012 年 EPS2.56、3.01 元, 维持增持评级, 目标价 38 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,433	15,768	18,985	21,869	26,199
(+/-)%	21%	51%	20%	15%	20%
经营利润 (EBIT)	1,180	1,945	2,475	2,817	3,356
(+/-)%	73%	65%	27%	14%	19%
净利润	1,056	1,712	2,213	2,599	3,100
(+/-)%	35%	62%	29%	17%	19%
每股净收益 (元)	1.22	1.98	2.56	3.01	3.59
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	11.3%	12.3%	13.0%	12.9%	12.8%
净资产收益率 (%)	21.8%	27.9%	27.1%	24.5%	22.9%
投入资本回报率 (%)	97.7%	376.8%	787.6%	-666.1%	-448.4%
EV/EBITDA	15.1	9.0	6.5	4.7	3.1
市盈率	24.7	15.3	11.8	10.0	8.4
股息率 (%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **38.00**

上次预测: 30.00

当前价格: 30.25

2011.03.21

交易数据

52 周内股价区间 (元)	17.18-35.24
总市值 (百万元)	26,112
总股本/流通 A 股 (百万股)	863/516
流通 B 股/H 股 (百万股)	344/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	64

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,874
每股净资产	6.80
市净率	4.4
净负债率	1%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.57	0.69
Q2	0.63	0.74
Q3	0.48	0.62
Q4	0.30	0.51
全年	1.98	2.56

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	6%	50%
相对指数	1%	7%	46%

相关报告

- 《不可多得的“现金牛”公司》
2010.08.25
- 《优势进一步显现》
2010.03.08
- 《经营稳健, N350 或成今年亮点》
2010.01.19
- 《受益于政策刺激和自身的不懈努力》
2009.10.28
- 《商用车市场已见回暖 业绩有望与去年...》
2009.08.25

模型更新时间: 2011.03.18

股票研究

可选消费品

运输设备业

江铃汽车 (000550)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 38.00

上次预测: 30.00

当前价格: 30.25

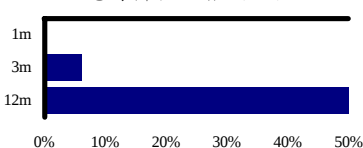
公司网址

www.jmc.com.cn

公司简介

公司是中国汽车行业成长最快的制造商和商用车行业最大的企业之一。江铃汽车充分满足不同顾客群的消费需求, "全顺"商用车、"凯运"轻卡、"宝典"皮卡、"宝威"多功能越野车成为节能、实用、环保汽车的典范。江铃自主品牌的宝典皮卡销量排在国内柴油皮卡首位, 凯运及 JMC 轻卡系列继续占据中高档轻卡市场的主导地位, 市场份额近 50%。江铃在中国汽车市场率先建立现代营销体系, 构建了遍布全国的强大营销网络。通过吸收外国的先进技术, 江铃不断提高自主开发能力, 每年新产品开发达 100 多个品种, 其中 80% 以上

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

17.18-35.24

市值 (百万)

26,112

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

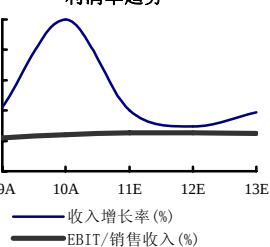
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	10,433	15,768	18,985	21,869	26,199
营业成本	7,707	11,696	14,060	16,187	19,385
税金及附加	181	287	332	394	472
销售费用	770	1,019	1,168	1,378	1,677
管理费用	596	820	949	1,093	1,310
EBIT	1,180	1,945	2,475	2,817	3,356
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	7	7	7	7
财务费用	-52	-93	-143	-265	-320
营业利润	1,236	2,042	2,625	3,089	3,683
所得税	163	286	359	428	511
少数股东损益	24	35	46	54	64
净利润	1,056	1,712	2,213	2,599	3,100
货币资金、交易性金融资产	3,914	5,813	8,047	11,165	14,439
其他流动资产	18	25	0	0	0
长期投资	17	18	18	18	18
固定资产合计	2,491	2,631	2,721	2,820	2,932
无形资产及其他资产	316	309	302	294	287
资产合计	8,294	11,238	13,528	17,275	21,152
流动负债	3,147	4,762	5,192	6,456	7,340
非流动负债	200	233	8	10	13
股东权益	4,844	6,127	8,167	10,594	13,521
投入资本(IC)	1,049	443	271	-364	-644
NOPLAT	1,025	1,671	2,136	2,426	2,889
折旧与摊销	292	305	310	351	388
流动资金增量	1,726	780	86	728	385
资本支出	-477	-457	-401	-451	-501
自由现金流	2,565	2,300	2,131	3,053	3,161
经营现金流	3,114	2,718	2,886	3,732	3,938
投资现金流	-416	-373	-394	-444	-494
融资现金流	-296	-445	-258	-171	-170
现金流净增加额	2,402	1,899	2,234	3,118	3,274
收入增长率	21.5%	51.1%	20.4%	15.2%	19.8%
EBIT 增长率	73.1%	64.9%	27.3%	13.8%	19.1%
净利润增长率	34.7%	62.1%	29.3%	17.5%	19.2%
利润率					
毛利率	26.1%	25.8%	25.9%	26.0%	26.0%
EBIT 率	11.3%	12.3%	13.0%	12.9%	12.8%
净利率	10.1%	10.9%	11.7%	11.9%	11.8%
净资产收益率(ROE)	21.8%	27.9%	27.1%	24.5%	22.9%
总资产收益率(ROA)	12.7%	15.2%	16.4%	15.0%	14.7%
投入资本回报率(ROIC)	97.7%	376.8%	787.6%	-666.1%	-448.4%
存货周转天数	50	39	39	39	39
应收账款周转天数	4	3	3	3	3
总资产周转天数	249	226	238	31	27
净利润现金含量	2.95	1.59	1.30	1.44	1.27
资本支出/收入	5%	3%	2%	2%	2%
资产负债率	40.4%	44.4%	38.4%	37.4%	34.8%
净负债率	-80.1%	-94.4%	-98.4%	-105.3%	-106.7%
PE	24.7	15.3	11.8	10.0	8.4
PB	5.4	4.3	3.2	2.5	1.9
EV/EBITDA	15.1	9.0	6.5	4.7	3.1
P/S	2.5	1.7	1.4	1.2	1.0
股息率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

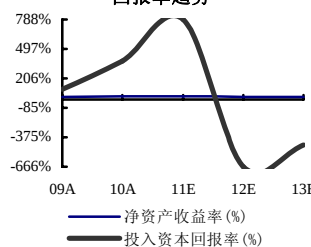
股票绝对涨幅和相对涨幅



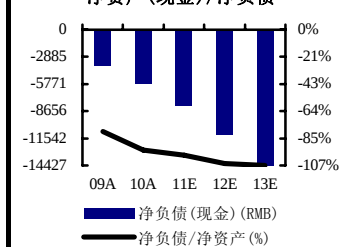
利润率趋势



回报率趋势

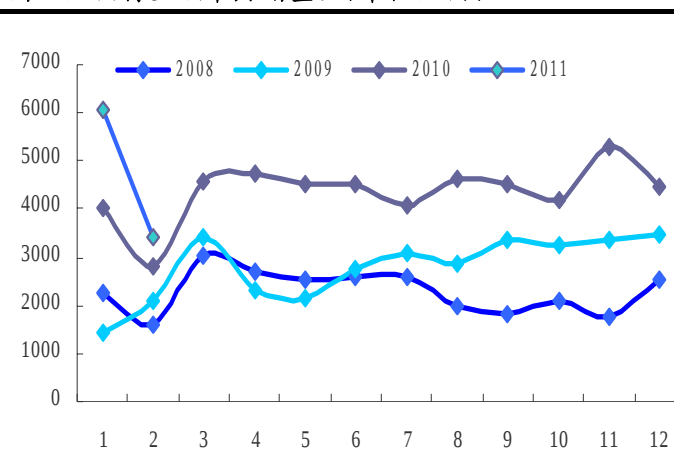


净资产(现金)/净负债



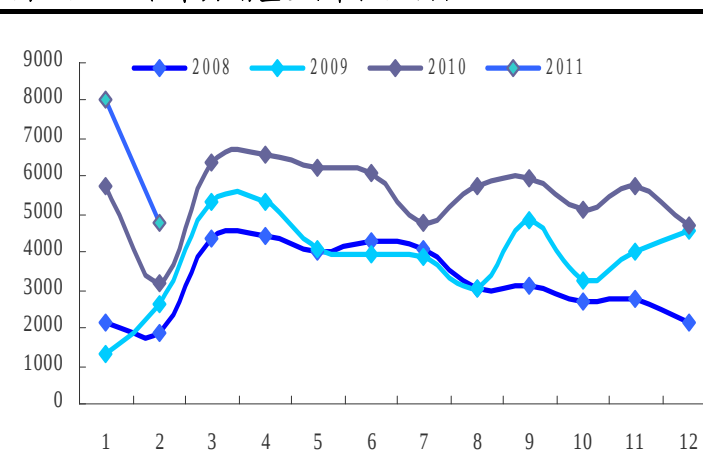
- **业绩符合预期。**公司 2010 年实现营业收入 157.68 亿元，同比增长 51.13%；实现净利润 17.12 亿元，同比增长 62.06%。2010 年实现 EPS1.98 元。分配方案为：每 10 股派 7.9 元。
- **销量增速良好。**2010 年公司共销售 17.9 万辆，同比增长 56%。其中：卡车销量 6.62 万辆，同比增长 43%；皮卡、SUV 销量 6.04 万辆，同比增长 73.%；全顺轻客 5.24 万辆，同比增长 56%。
- **市场份额有所提升：**2010 年公司在商用车的市场份额为 2.7%，同比提升 0.5 个百分点。其中：江铃轻卡（包括皮卡）在轻卡市场的份额为 6.6%，同比提升 1.6 个百分点；全顺及运霸面包车在轻客市场的份额为 20.5%，同比提升 5.4 个百分点。
- **毛利率略有下降，期间费用率降低：**2010 年毛利率为 25.7%，同比下降 0.4 个百分点，主要是因为公司 2010 年为了增加市场份额对部分产品进行了降价促销。2010 年期间费用率为 11%，同比下降 1.6 个百分点，公司成本控制能力较强。其中营业费用率、管理费用率、财务费用率分别同比下降 0.9 个百分点、0.5 个百分点、0.5 个百分点。2010 年财务费用为 -9343 万元，主要是由于公司现金流充裕，2010 年末现金余额为 58 亿元，占总资产比例高达 51.7%。
- **巩固现有产品销售：**公司通过推出超值版、降价等方式实现产品线的向下延伸。公司降低了 N600 轻卡车型、07 款柴油皮卡和经典全顺短轴物流车的价格，并针对各车型推出了一系列的促销方案，同时以其良好性价比、出色的品质以及通过强化顾客购车体验来加速二级市场的开拓，巩固公司原有产品中高端轻卡、轻客领域的龙头地位。
- **推进新产品研发，延伸产品线：**公司致力于新产品研发工作，通过新增载重、新外形、动力提升等改进手段，推动 N900、N800 等新项目研发，巩固公司市场地位。JX4D24、JX493 和 E802 等发动机项目将提升公司发动机研发及制造能力，满足政府排放法规要求。
- **SUV 有望成为新的增长点：**公司驭胜 SUV 已上市，驭胜基于乘用车底盘，主打城市 SUV 市场，全顺轻客亦基于乘用车设计理念，SUV 产品可以共线生产。受益于 SUV 需求的持续旺盛，驭胜 SUV 有望成为公司新的增长点。
- **产能扩大为未来业绩增长提供推力：**公司目前产能为 16 万台/年，产能压力较大。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 年上半年投产，新基地建成投产将给公司打开未来的成长空间。
- **维持增持评级。**公司在中高端轻卡和轻客领域龙头地位巩固，受汽车下乡政策的退出影响较小。预计 2011-2012 年 EPS2.56、3.01 元，维持增持评级，目标价 38 元。
- **风险：**1) 固定资产投资增速下滑给商用车市场销量带来不确定性；2) 竞争对手推出新产品以及降价竞争给公司市场份额增长带来不确定性。

图 1: 福特全顺车月销量。(单位: 辆)



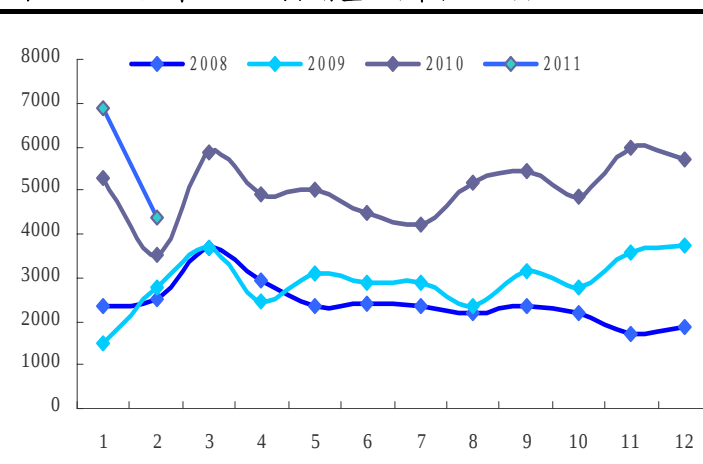
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2: JMC 轻卡月销量。(单位: 辆)



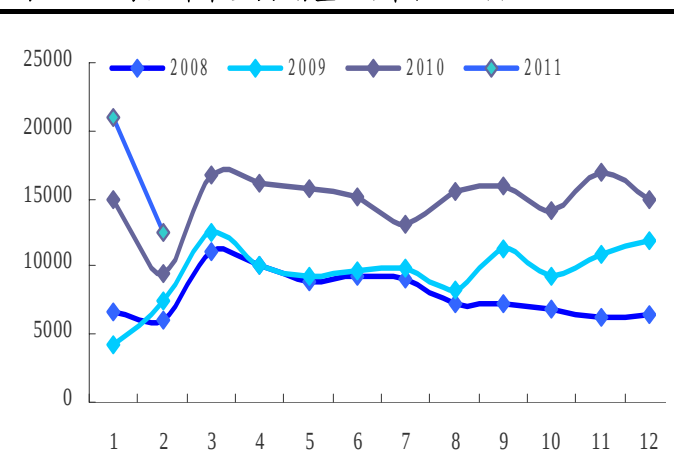
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 3: JMC 皮卡及 SUV 月销量。(单位: 辆)



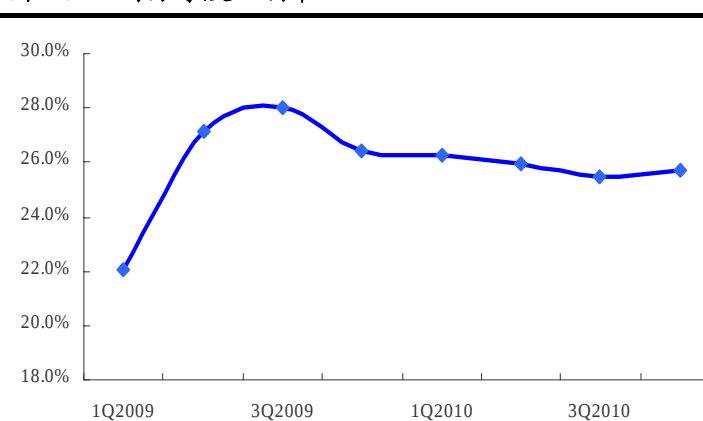
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 公司全部车型月销量。(单位: 辆)



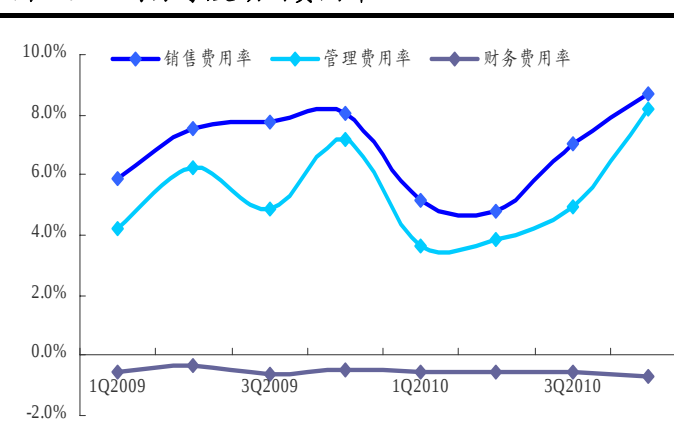
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 公司分季度毛利率



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 6: 公司分季度期间费用率



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 1: 公司投资项目进度(截至 2010 年底) (单位: 百万元)

项目名称	预计投资额	项目进度	未来投资额	预计完成时间
N350 项目	598	507	91	2011 年下半年
JX4D24 发动机匹配 N350 项目	30	18.5	3.5	2011 年下半年
N900 项目	200	187	13	2012 年上半年
N 系列轻卡配 JX493 国四发动机项目	25.2	22.4	2.8	2011 年上半年
N800 项目	725	199.5	525.5	2014 年下半年
V3482010 款	17	16.4	-	已完成
V348 中国重型车国四项目	59	48.7	0.7	2011 年上半年
E802 发动机项目	419	72.7	346.3	2013 年上半年
A4 冲压线项目	384	310.8	73.2	2011 年上半年
JX4D24 发动机二期项目	315	3	312	2012 年下半年
调试车间规划	47.1	37	5.1	2011 年上半年
整车物流库一期规划项目	35	21.4	13.6	2011 年上半年
产品数据管理 (PDM) 项目	10.5	8	2.5	2011 年上半年
V348A4 线模具改造项目	10	7.4	2.6	2011 年下半年
国 V/国 VI 阶段排放测试台架建设项目	26.6	19.6	7	2011 年上半年
产能扩展项目	566.5	98.6	467.9	2013 年上半年
福特越南 V348KD 件供应项目	8.5	2.4	6.1	2011 年上半年
N350SUV 自动挡车型项目	98	4.1	93.9	2012 年下半年
2.2 升 Puma 发动机 4C 国产化项目	30	0.4	29.6	2011 年下半年
铸造厂熔炼工艺技改项目	10	4.4	5.6	2011 年上半年
N330 项目前期投资	39	2.6	36.4	2011 年上半年
V348 全顺排放升级项目前期投资	135	90.8	44.2	2011 年上半年
VE83 全顺排放升级项目	7.5	4.9	2.6	2011 年下半年
N800 长轴距车型项目	91	6.3	84.7	2013 年上半年
小蓝厂区产能投资项目	2133	11	2122	2013 年上半年
IT 规划方案	45	6.7	38.3	2012 年年底
小兰试车跑道项目	79.6	0.2	79.4	2013 年上半年
产能提升投资项目	33.2	5.3	27.9	2011 年下半年
整车排放实验室二期投资项目	45	-	45	2012 年年底
合计	6222.7	1717.1	4482.4	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

作者简介:**陈锡伟:**

S0880511010026

021-38676385

chenxiwei@gtjas.com

1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士，2005 年 8 月进入国泰君安研究所，任汽车、旅游酒店研究员，2005 年获 CPA 资格。

丁明（贡献作者）:

S0880110110015

021-38674753

dingming008734@gtjas.com

北京大学经济学硕士，国泰君安汽车行业研究助理

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		