



江铃汽车（000550）：沐浴在轻客、轻卡高端化的春风里

近半年该股相对沪深300走势



基础数据

总股本（百万股）	863
实际流通A股（百万股）	516
实际流通A股市值（亿元）	177

研究员 刘洋
电话 (025) 83367888-3305
MSN liuyang200029@hotmail.com

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

● 内容提要

评级： 推荐

- **轻客、轻卡行业高端化趋势明显，龙头企业收益最大。**随着国III法规实施、消费升级、市场细分等因素，我国轻客、轻卡高端化趋势明显，公司正是高端轻客、轻卡的龙头企业。我们认为2011年高端轻客、轻卡行业存在系统性机会，预计2011年全国轻卡、轻客行业销量仍将保持在10-15%的增速，其中高端轻客、轻卡增速有望超过行业平均水平，公司作为客车行业龙头受益明显
- **看好驭胜切入中高端SUV市场，未来福特有望导入其乘用车产品。**SUV驭胜定位于中端和次高端市场，有望抢占高端合资品牌和低端自主品牌的之间的市场份额，实现差异化竞争。目前驭胜正处于市场导入期，预计2011年销量在1万辆左右。
- **11、12年公司产能利用率仍将维持在高位。**2011年产能有望达到21万台，2012年达到23万台。我们预计，小蓝基地在2013年投产，当年可贡献新产能约15万台，2014年达到设计产能20万台，极限产能约为30万台。届时公司产能瓶颈将不复存在。
- **公司2011投资逻辑按重要性排序：**轻客、轻卡行业高端化趋势明显，公司为龙头企业，收益明显》长期看好公司SUV驭胜发展前景
- **盈利预测：**公司2011/12/13年EPS分别为2.54元/3.07元/3.75元，目前对应的股价为34.31元(2011.3.28)，2011/2012 PE分别为13.5X和11.2X，处于历史较低水平。基于公司的在轻客、轻卡行业的龙头地位以及行业增速水平，我们给予公司2011年17倍的PE，公司2011年的目标价格为43.18元，因此我们给予“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料等成本大幅上涨将会对公司产生不利影响。

目录

1. 公司基本情况	3
1.1 公司产品和行业	3
1.2 公司股权结构	3
2. 行业发展前景与竞争格局	4
2.1 轻客、轻卡行业需求的驱动因素	4
2.11 城市化是轻客和轻卡发展的源动力。	4
2.12 计重收费、国III法规等政策导向使得轻卡向中高端方向发展	4
2.13 消费升级、市场细分导致轻客、轻卡向高端化发展。	5
3. 公司经营情况	6
3.1 公司销量	6
3.11 销量总体概况	6
3.12 轻客销量概况	7
3.13 JMC 轻卡、皮卡销量	8
3.14 SUV 销量	9
3.2 盈利能力分析	9
3.3 11、12 年公司产能利用率仍将维持高位	10
4. 公司竞争优势	11
4.1 高端轻客、轻卡龙头企业，市场份额稳固提升，品牌影响力日益扩大。	11
4.11 全顺轻客市场占有率稳步提升	12
4.12 JMC 轻卡(包括皮卡)市场占有率稳步提升	13
4.2 挺进 SUV 市场，定位准确，有望引进福特新产品	14
4.3 规模效应、自主技术提升竞争力。	15
4.4 新产品升级换代，推动业绩稳定持续增长。	15
4.5 销售网络完善	15
5. 财务分析	16
5.1 盈利能力分析	16
5.2 偿债能力分析	16
5.3 营运能力分析	17
5.4 期间费用率分析	17
6. 公司投资逻辑与估值	17
6.1 公司 2011 年投资逻辑:	17
6.2 盈利预测与估值	19

图目录

图 1: 江铃汽车股权结构图.....	- 3 -
图 2: 我国城市化率和城镇人口.....	- 4 -
图 3: 轻卡在卡车行业占有率.....	- 5 -
图 4: 城镇居民人均收入及其增速.....	- 5 -
图 5: 轻卡、轻客行业波特五力模型分析.....	- 6 -
图 6: 公司历年月销量.....	- 7 -
图 7: 公司销量、增速和商用车增速对比.....	- 7 -
图 8: 公司各产品占比.....	- 7 -
图 9: 公司轻客、轻卡的市场占有率.....	- 7 -
图 10: 公司轻客销量.....	- 8 -
图 11: 公司轻客销量增速和轻客行业增速对比.....	- 8 -
图 12: 公司全顺轻客分品牌销量.....	- 8 -
图 13: 公司全顺各品牌轻客销量增速.....	- 8 -
图 14: 公司轻卡历年月销量.....	- 9 -
图 15: 公司轻卡和皮卡销量增速.....	- 9 -
图 16: 公司历营业收入和增速.....	- 9 -
图 17: 公司各主要地区收入占比.....	- 9 -
图 18: 公司历年归属母公司净利润及增速.....	- 10 -
图 19: 公司历年毛利率和净利率.....	- 10 -
图 20: 公司历年期间费用.....	- 10 -
图 21: 公司产能利用率.....	- 11 -
图 22: 江铃汽车市场份额.....	- 11 -
图 23: 全顺轻客市场占有率及轻客在商用车中的占有率.....	- 12 -
图 24: 2010 年各大轻客生企业市场占有率.....	- 12 -
图 25: 主要高端轻客厂商销量.....	- 12 -
图 26: 公司在轻卡市场及商用车的占有率.....	- 13 -
图 27: 2010 年各大轻卡生企业市场占有率.....	- 13 -
图 28: 主要高端轻卡厂商销量.....	- 13 -
图 29: 近年我国 SUV 销量及增速.....	- 14 -
图 30: 2010 年各档次 SUV 市场占有率.....	- 15 -
图 31: 2010 年 SUV 厂商占有率.....	- 15 -
图 32: 江铃汽车销售网络.....	- 16 -
图 33: 江铃汽车 历史 PE band.....	- 19 -
图 34: 江铃汽车 历史 PB band.....	- 19 -

表目录

表 1 SUV 市场按价格划分.....	- 14 -
表 2 2009 年可比公司盈利能力对比.....	- 16 -
表 3 2009 年可比公司偿债能力对比.....	- 16 -
表 4 2009 年可比公司运营能力分析.....	- 17 -
表 5 2009 年可比公司期间费用对比.....	- 17 -
表 6 盈利预测.....	- 18 -
表 7 可比公司盈利预测及估值表.....	- 19 -

1. 公司基本情况

1.1 公司产品和行业

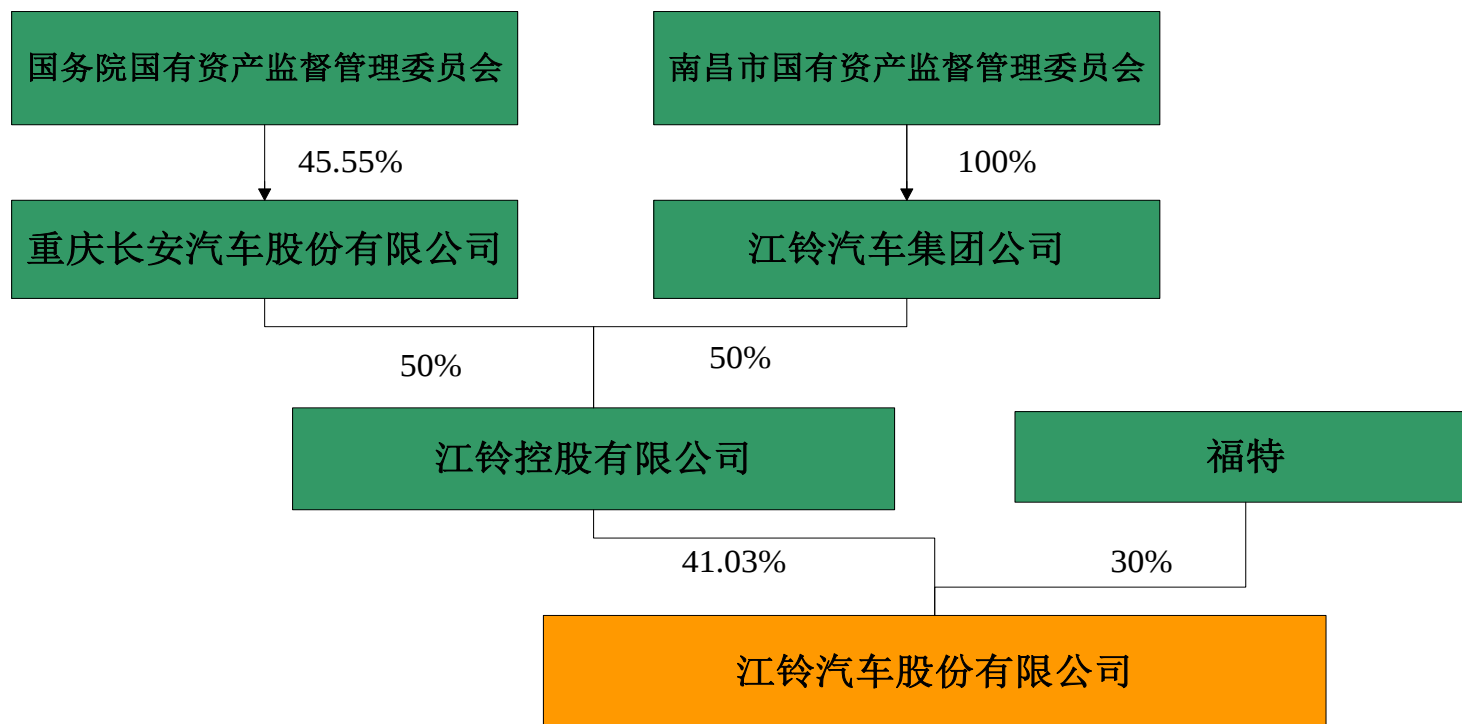
江铃汽车股份有限公司是中国商用车行业最大的企业之一。公司产品有“全顺”轻客、“凯运”轻卡、“宝典”皮卡等。全顺轻客，在中高端轻客市场柴油商用车中市场占有率第一。公司自主品牌的江铃“JMC”宝典皮卡、凯运及JMC轻卡系列的销量连续占据中高端市场的主导地位。

1.2 公司股权结构

公司大股东为江铃控股有限公司，持有公司41%股权；第二大股东为福特汽车公司，持有公司30%股权。按最终控制人计算福特持公司股30%股权、南昌国资委持有公司21.5%股权，国资委持有公司9.8%股权，因此如果不考虑一致行动人的话，福特对公司的控制力是最强的。

公司董事会中董事占比为福特占 1/3，长安汽车、江铃集团占有 1/3，独立董事 1/3，在非独董中福特占据 50%的份额，并且公司总裁一职由福特选派。因此福特对公司的影响力更强些，也符合福特将继续加大对中国市场投入的战略。

图 1：江铃汽车股权结构图



资料来源：WIND，南京证券研究所

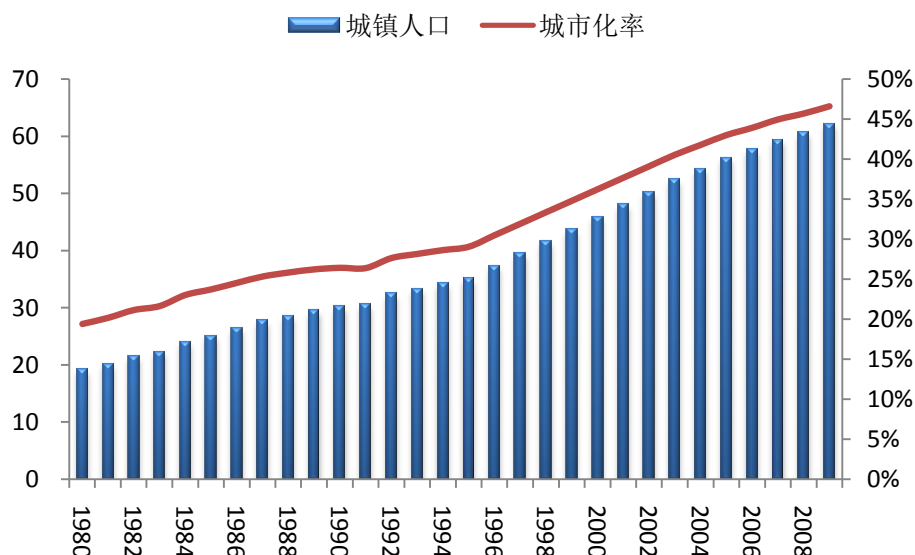
2. 行业发展前景与竞争格局

2.1 轻客、轻卡行业需求的驱动因素

2.1.1 城市化是轻客和轻卡发展的源动力。

随着我国城市化的进程的不断加快，城市规模与城市区域逐步扩大，市区之间、众多的卫星城市与主城之间、城市之间以及农村与城市之间的物流、商务接待等需要轻卡和轻客来承接。尤其是城市和农村物流两大市场的迅猛发展成为轻卡、轻客增长的主要动力。目前城市物流大部分由轻卡和轻客来承担，超市货物配送、搬家。另外商务用车、短途客车、市政工程用车等专业车的发展也拉动轻卡、轻客的需求。作为农用车和微型车的更新替代车型，富裕的农民、个体私营业主和城乡结合部对皮卡的需求越来越大。

图 2：我国城市化率和城镇人口

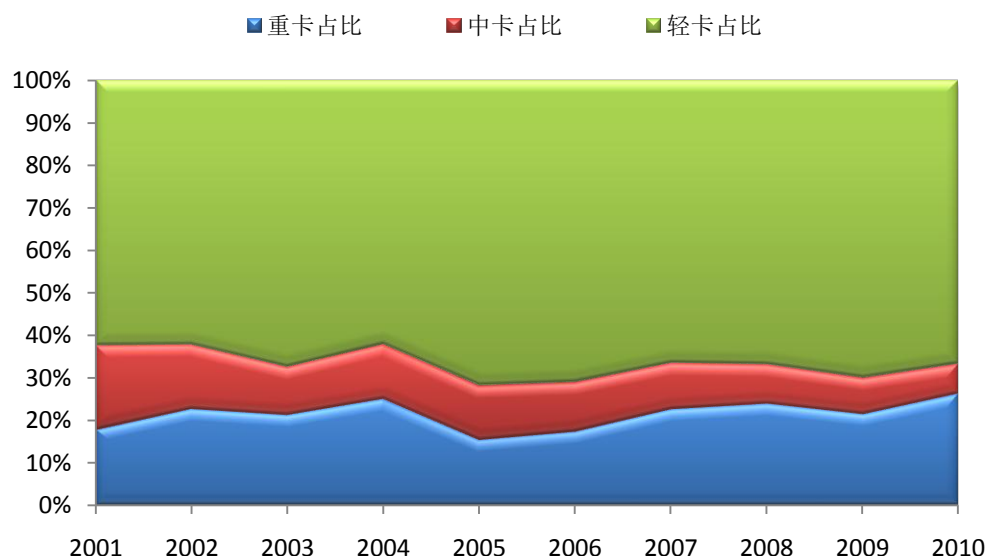


资料来源：WIND，南京证券研究所

2.1.2 计重收费、国III法规等政策导向使得轻卡向中高端方向发展

随着计重收费与国III法规实施，轻卡消费趋势已经开始从低档经济型向大吨位、动力强劲、高速重载的高档车型转化。在二、三级市场上的中卡份额将会逐渐被配置高且更省油的大吨位轻卡所代替，轻卡在 2001 年市场份额为 62.31%，2010 年市场份额为 66.55%。目前轻卡主要的使用范围在城乡结合部，随着乡镇居民收入水平的提高，轻卡有望替代大批的农用车，市场潜力较大。在大城市中由于限行导致轻卡应用受到一定阻力，但是城市物流、搬家等刚性需求也使得轻卡市场份额稳定发展。另外城市较为严格的排放标准也加快了轻卡、轻客高端化的发展。因此市场需求导向使得大吨位、高端化的轻卡和轻客企业收益最大。

图 3：轻卡在卡车行业占有率

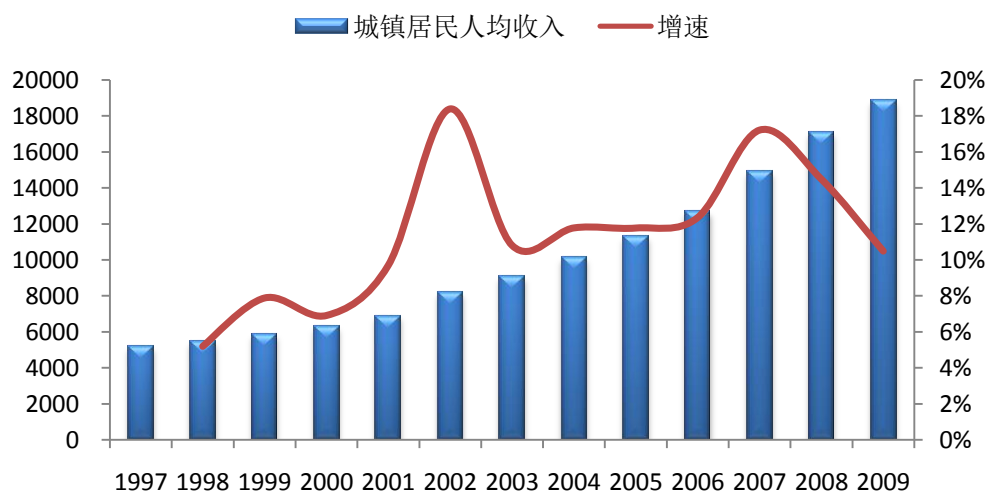


资料来源：CAAM 南京证券研究所

2.13 消费升级、市场细分导致轻客、轻卡向高端化发展。

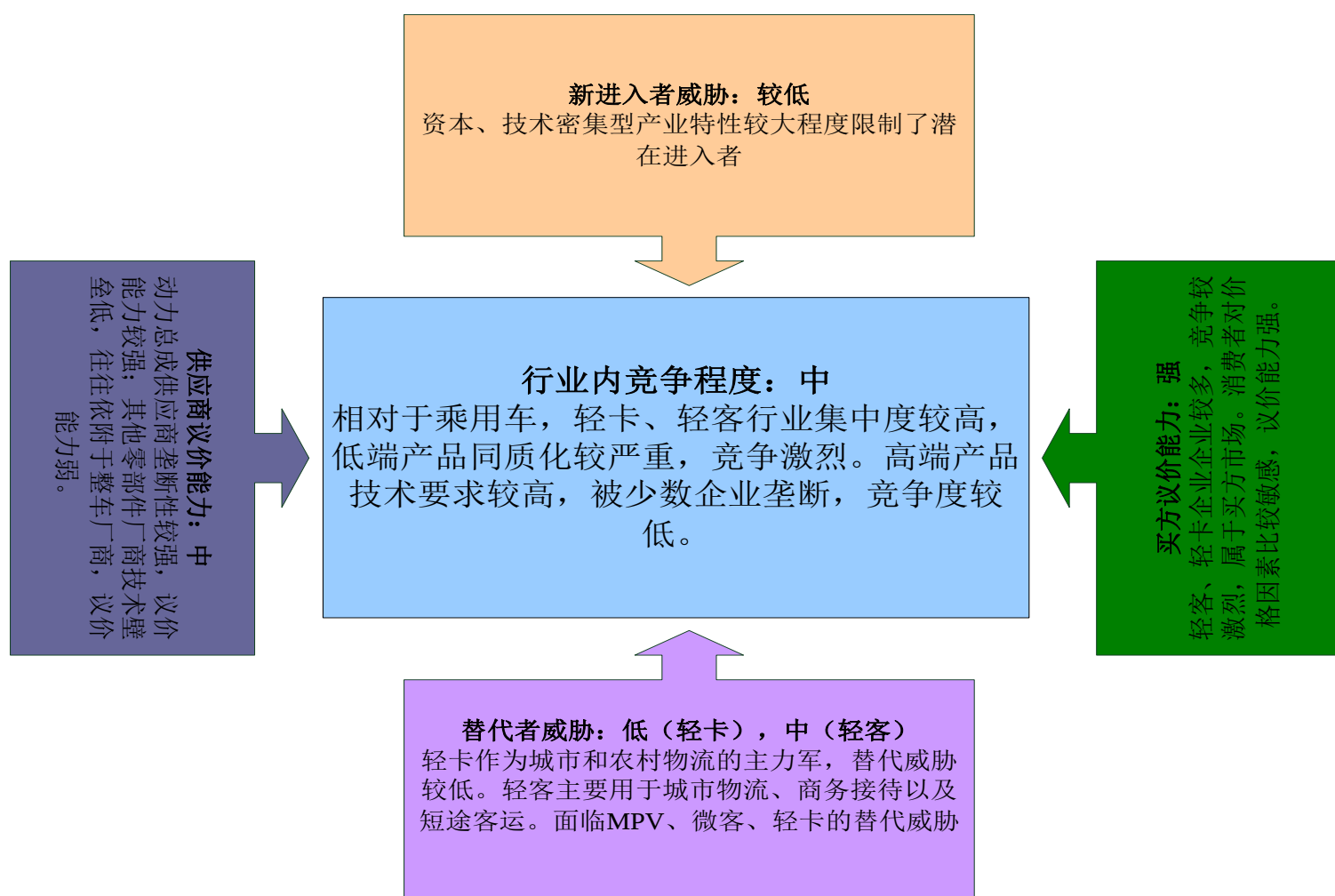
随着经济的持续发展和人民生活水平的提高，物流配送的货物附加值也在逐步上升，需要更高端的物流工具。城市商务轻客逐步走向高端化，“轿车化轻客”既能满足大容量的商务需求也同时又兼顾舒适性、操作性和时尚性。另外受到低端大型MPV、高端大型微客等上顶下压，导致轻客的市场份额在逐年下降，轻客企业唯有加速更新换代向高端化发展，以及在改装车、专用车领域继续深耕细作（比如运钞车、邮政用车、救护车、警卫车、移动通讯服务车等都由轻客改装而来），来维持市场份额。

图 4：城镇居民人均收入及其增速



资料来源：南京证券研究所

图 5：轻卡、轻客行业波特五力模型分析



资料来源：南京证券研究所

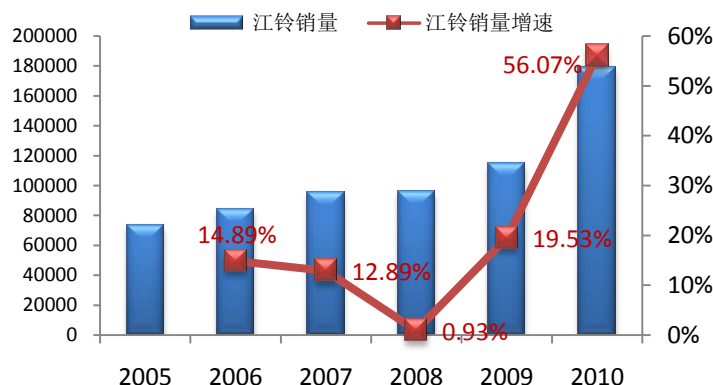
3. 公司经营情况

3.1 公司销量

3.1.1 销量总体概况

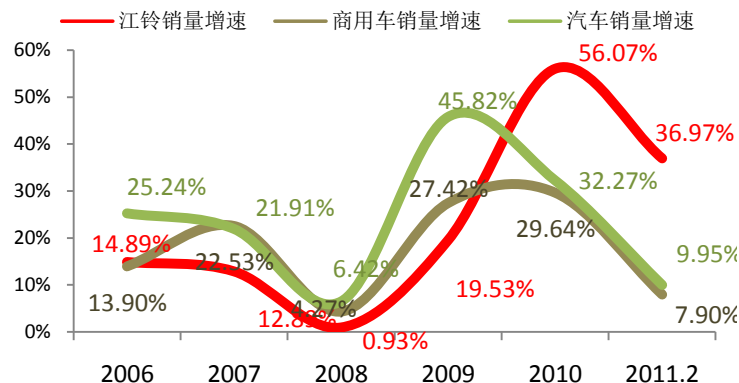
公司汽车销量逐年递增，从2005年到2010年复合增长率达到19.55%，尤其是2010年销量各类汽车17.89万辆，同比增速高达56.07%，远高于商用车行业29.64%的增速。和汽车36.97%的增长。受益于轻客、轻卡市场高端化发展，公司销量增速首次超越汽车整体行业和商用车行业，我们认为在未来几年公司有望继续保持该增速优势。

图 6：公司历年月销量



资料来源：CAAM，南京证券研究所

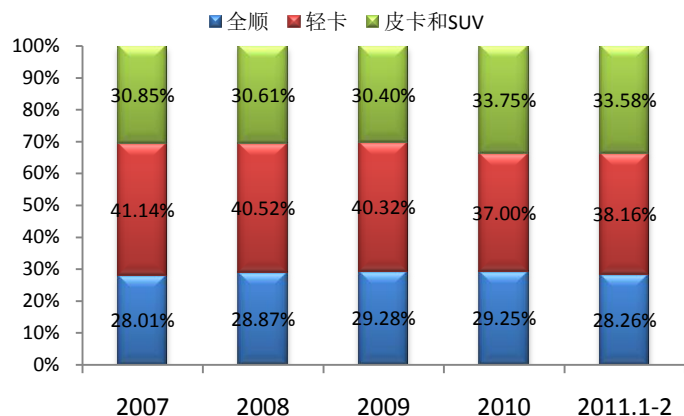
图 7：公司销量、增速和商用车增速对比



资料来源：CAAM，南京证券研究所

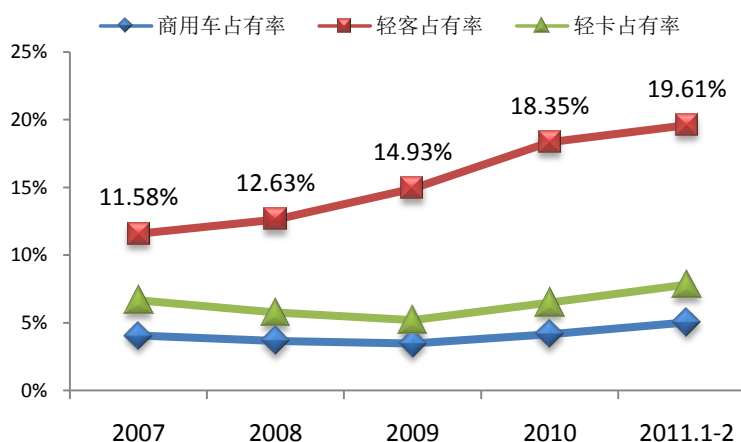
公司轻客、轻卡占比稳定，而且市场份额均有所提升，尤其是轻客市场占有率提升较快，2007年仅为11.58%，到2010年占有率达到18.35%，表明轻客高端化趋势逐步加快，市场对公司高端轻客需求强劲。2010年公司销售轻卡6.62 万辆，皮卡5.24 万辆，全顺轻客5.24万辆，（经典全顺3.72 万辆，新世代全顺1.52 万辆），同比分别增加43.18%、73%、55.9%。

图 8：公司各产品占比



资料来源：公司公告 南京证券研究所

图 9：公司轻客、轻卡的市场占有率

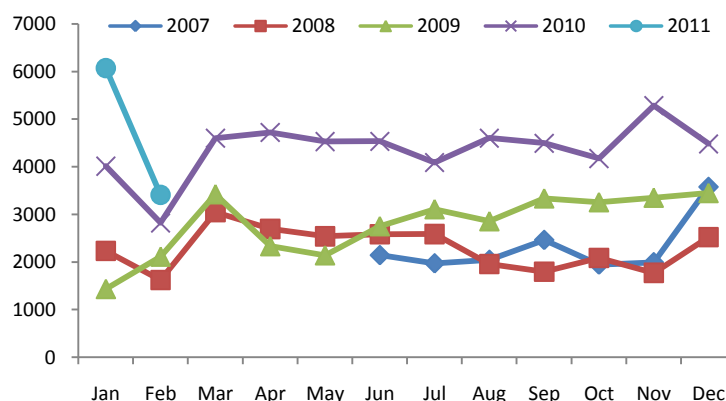


资料来源：CAAM，南京证券研究所

3.12 轻客销量概况

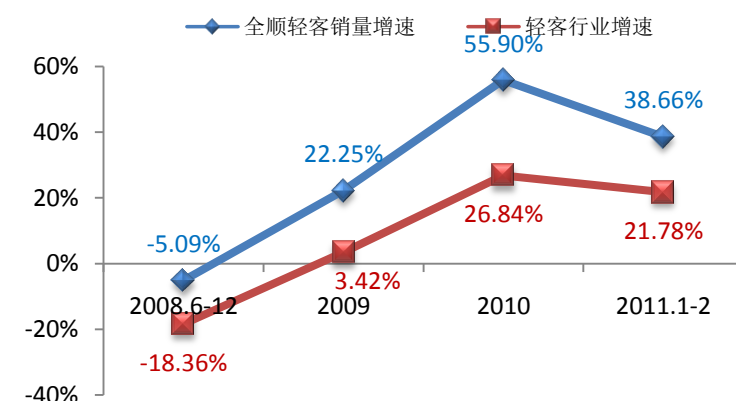
公司全顺轻客销量一直保持较高增速，2010年增速达到55.90%，远高于轻客行业26.84%的平均水平。从轻客行业来看，轻客高端化趋势愈发明显，作为高端轻客的龙头企业，公司将充分受益。

图 10：公司轻客销量



资料来源：CAAM，南京证券研究所

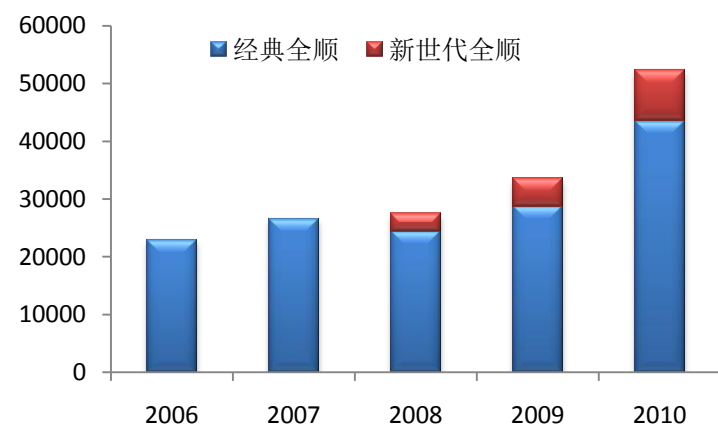
图 11：公司轻客销量增速和轻客行业增速对比



资料来源：CAAM 南京证券研究所

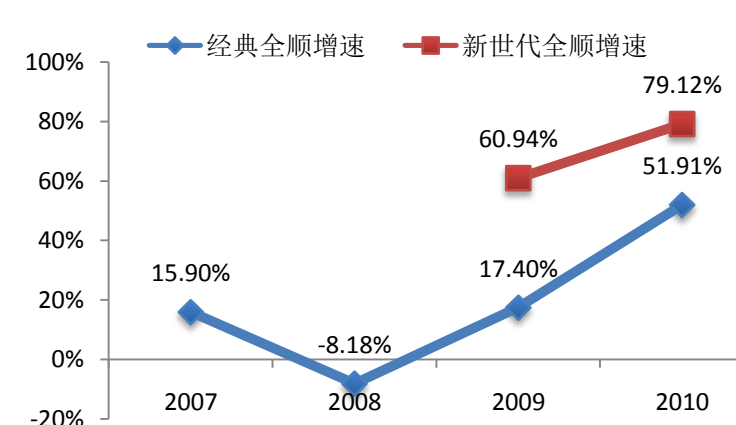
从公司内部结构来看，新世代全顺V348作为公司目前轻客的王牌产品，其优势主要有：1. 装备了福特2.4升福特Puma发动机发动机，最大功率可以达到103千瓦，能持续输出375Nm的最大扭矩，配置了VGT中冷增压技术，排放达到欧4标准。2. 采用德国GFT原装6前进档变速箱，具备省油、低转速高扭矩、爬坡性能好、爆发力强、噪音小等优点。全顺的价格从原来的12-17万上升到新全顺的20-23万。2010年V348销量增速达到79%左右，高于经典全顺51%的增速。

图 12：公司全顺轻客分品牌销量



资料来源：南京证券研究所

图 13：公司全顺各品牌轻客销量增速

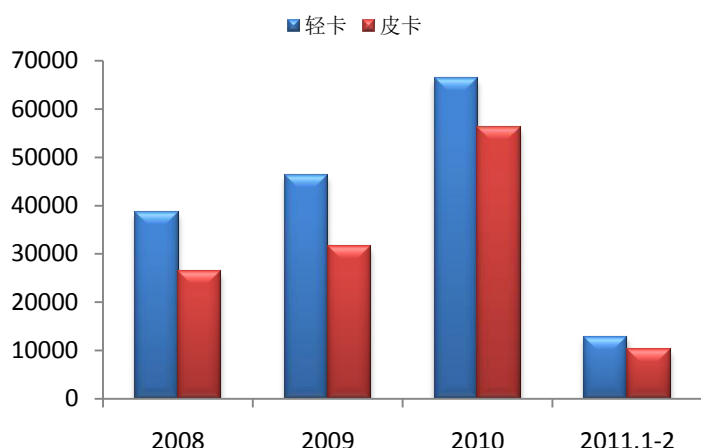


资料来源：南京证券研究所

3.13 JMC 轻卡、皮卡销量

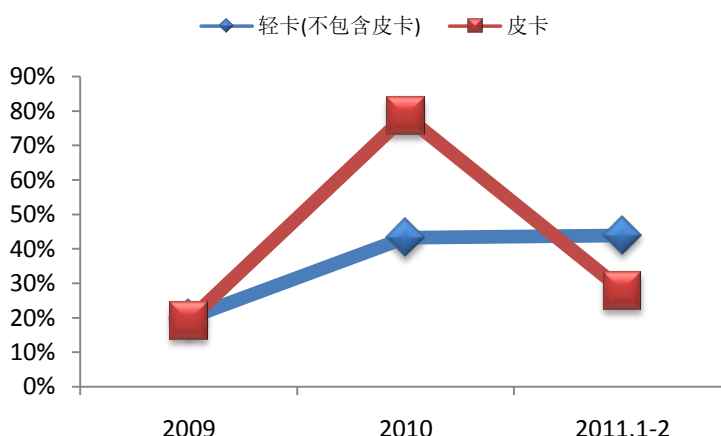
公司JMC轻卡、皮卡2010年销量增速分别为43%和78%，在公司所有产品中宝典皮卡销量增速最快，主要是由于公司皮卡的牌优势以及降价促销的高性价比优势所致。公司轻卡产品逐步向下延伸，其低端产品顺达售价仅在5.9-6万，成为国内轻卡行业性价比最高的车型之一。目前顺达销量已占公司轻卡销量的1/3左右。

图 14：公司轻卡历年月销量



资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 15：公司轻卡和皮卡销量增速



资料来源：公司公告，南京证券研究所

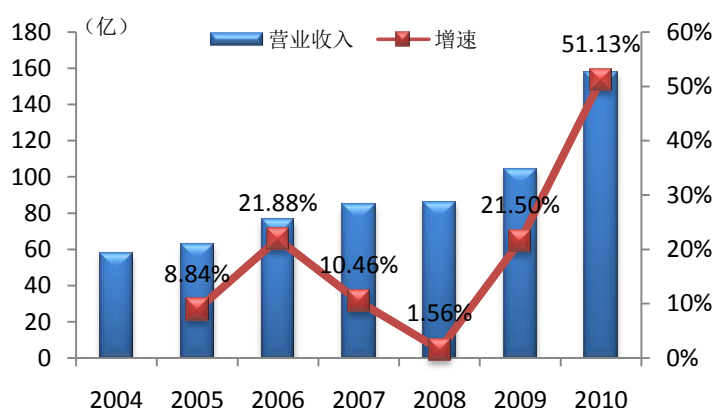
3.14 SUV 销量

公司老款SUV宝威销量一直较少，07年销量4817辆，10年也仅4311辆。公司2010年12月份新上市的自主品牌SUV驭胜，预计2011年销量在1万辆。同时福特品牌的SUV产品也有望导入，伴随小蓝新基地的扩产，我们认为2013年起SUV业务将成为业绩增长的重要推力。

3.2 盈利能力分析

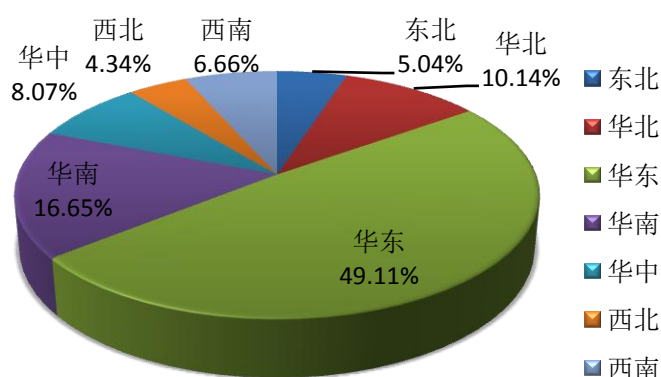
公司报告期内，营业收入比上年同期增长51.13%，按地区来分，华东地区销售收入占比最大，高达49.11%，另外华南地区销售占比达到16.65%，同比增速最高达到55.7%。按产品分，轻客全顺销量占比30%左右，却为公司贡献45%左右的毛利。

图 16：公司历营业收入和增速



资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 17：公司各主要地区收入占比

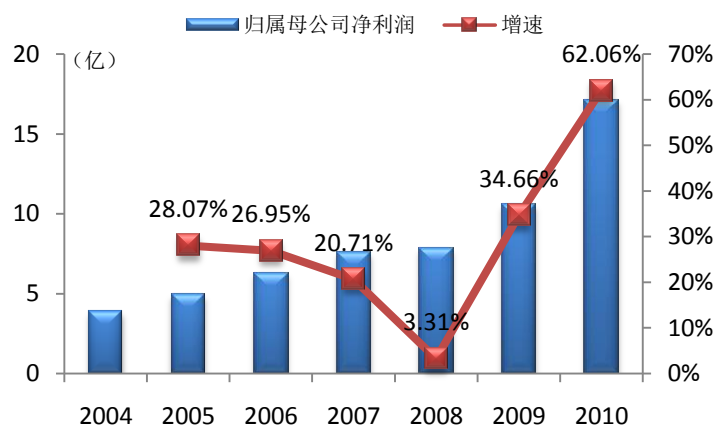


资料来源：公司公告，南京证券研究所

公司归属母公司净利润同比增长62.06%，高于营业收入的增幅，表明公司净利率在不断提高。公司2004年净利率7.21%，2010年上升到11.08%。净利率的提高主要来自：1.产品附加值的不断提升。主要是由于公司产品定位于高端，符合市场的发展趋

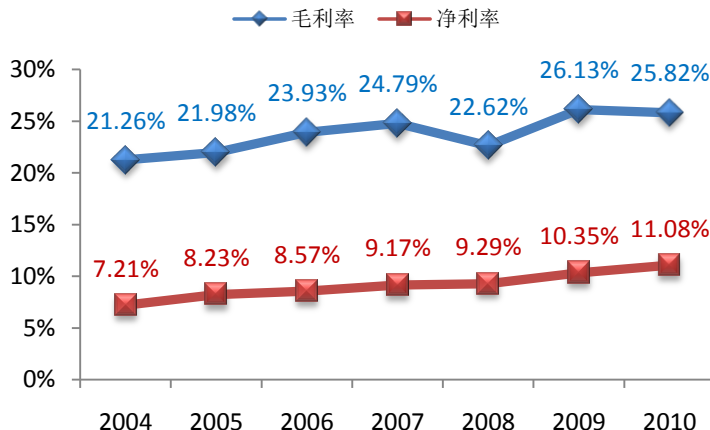
势，随着公司占有率逐步提高，公司盈利能力得到较大提升。但近来高端轻客、轻卡市场竞争越来越激烈，公司也降低了部分产品的价格，这也使得10年毛利率低于09年。
2.公司成本控制能力得到不断加强。公司的期间费用呈逐步下降的趋势，公司2010年期间费用为11.07%，低于2009年的12.59%。

图 18：公司历年归属母公司净利润及增速



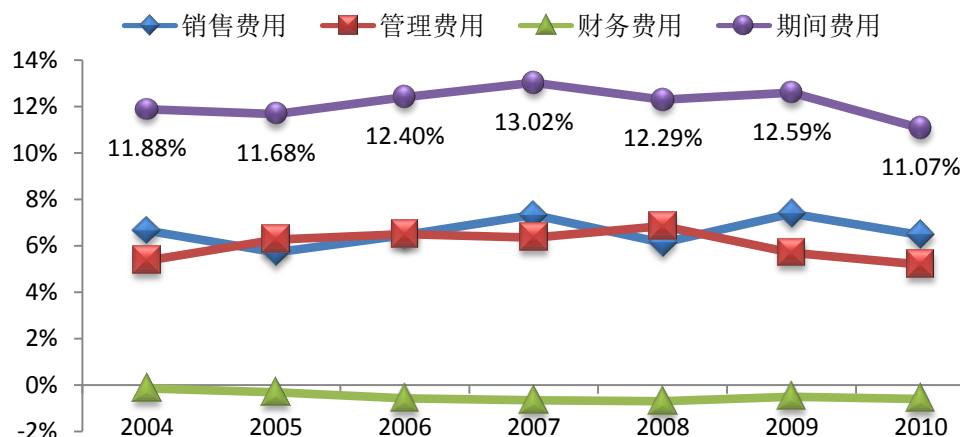
资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 19：公司历年毛利率和净利率



资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 20：公司历年期间费用



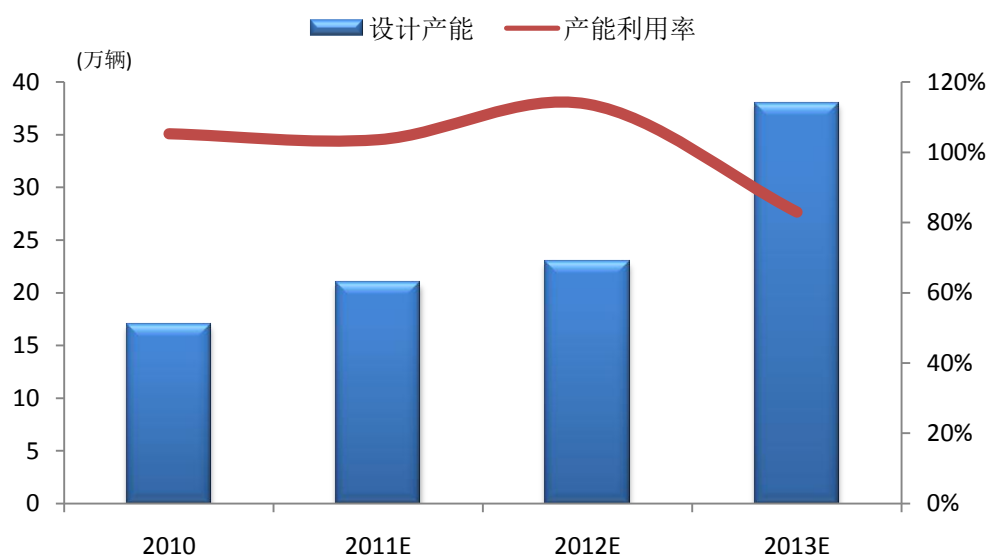
资料来源：公司公告，南京证券研究所

3.3 11、12 年公司产能利用率仍将维持高位

公司目前产能为17万辆，2010年销量已达到17.89万辆，2010年产能利用率已经超过100%，表明公司处于超负荷生产状态。目前产能瓶颈在于涂装和冲压生产线。尤其是涂装的产能瓶颈较为突出，已经处于三班倒的状态。公司2011上半年将扩大涂装等产能，并新建一条总装线，建成后公司的产能将提升至22-23万辆/年，2011年产能有望达到21万台，2012年达到23万台。我们预计，小蓝基地在2013年投产，当年

可贡献新产能约15万台，2014年达到设计产能20万台，极限产能约为30万台。届时公司产能将达到45-55万台，产能瓶颈将不复存在。

图 21：公司产能利用率



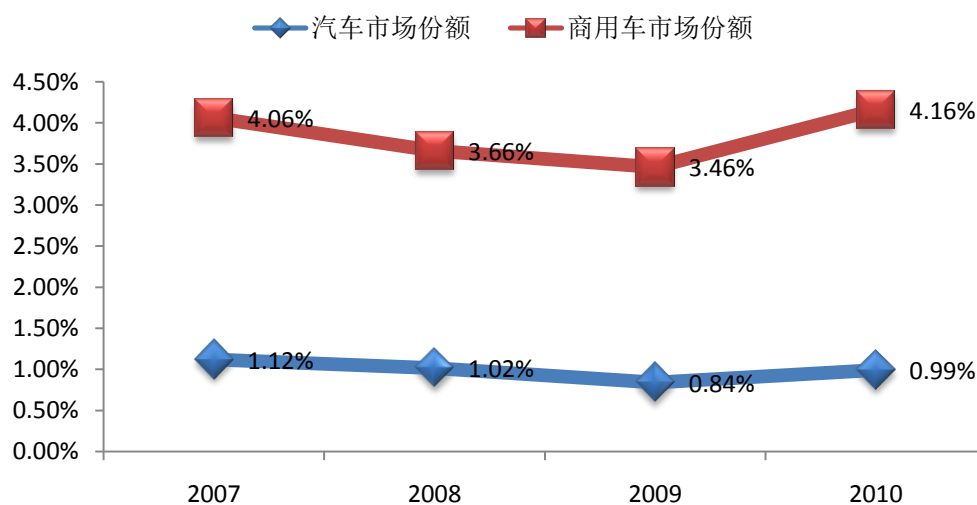
资料来源：南京证券研究所 （注：产能利用率未考虑小蓝基地中未来新产品销量）

4. 公司竞争优势

4.1 高端轻客、轻卡龙头企业，市场份额稳固提升，品牌影响力日益扩大。

公司是我国生产高端轻卡、轻客的龙头企业。2010 年，公司在中国整体汽车市场取得了约1.0%的市场份额，比上年上升约0.15个百分点。公司在商用车的市场份额约为4.16%，比去年提升0.6个百分点。

图 22：江铃汽车市场份额

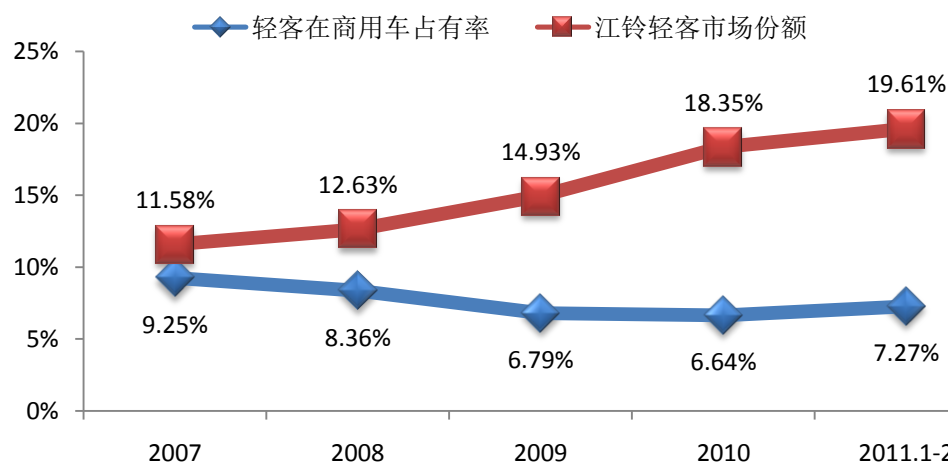


资料来源：CAAM，南京证券研究所

4.11 全顺轻客市场占有率稳步提升

轻客近年来受到低端MPV和微客的竞争导致市场份额逐步下降，2007年轻客在市场占有率达到9.25%，而2010年占有率仅为6.64%。面对竞争轻客企业逐步定位于高端商务和专用车领域。公司作为高端轻客的龙头企业，高端市场占有率第一，2010年市场占有率达到18.35%，相对于2007年11.58%的市场占有率有了较大提升。

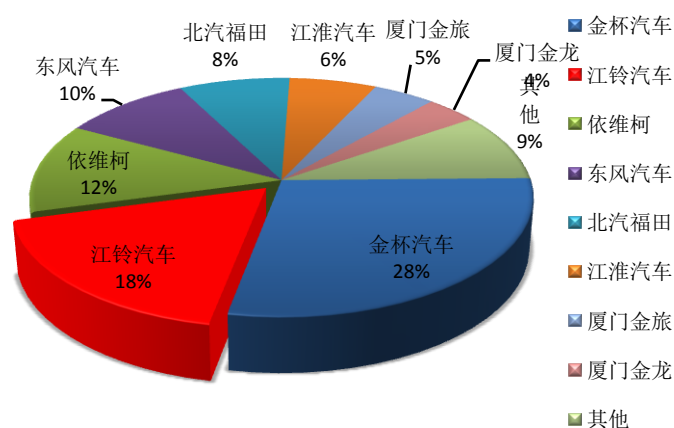
图 23： 全顺轻客市场占有率及轻客在商用车中的占有率



资料来源：CAAM，南京证券研究所

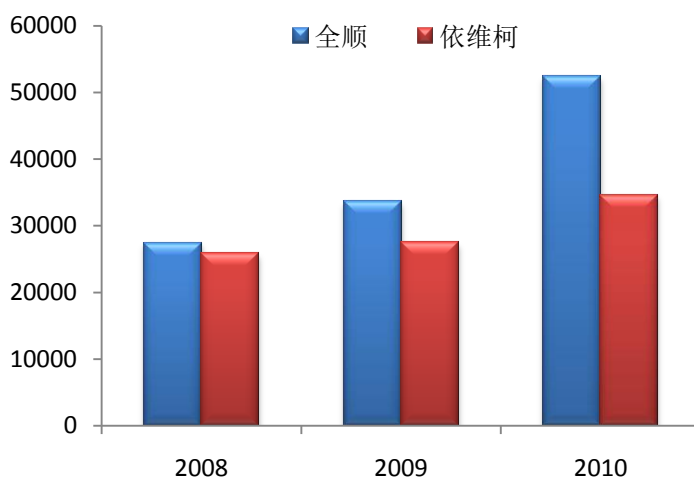
公司在轻客行业中市场份额约18%排名第二，在高端轻客行业里排名第一。目前做高端轻客的企业主要有江铃汽车和依维柯，公司相对于依维柯的竞争优势主要表现在：1.品牌优势。依托福特品牌市场认知度高，且同等性能的轻客公司的产品价格要高。2.成本优势。公司汽车销量已达到17.89万辆，且经典全顺、宝典皮卡和轻卡的共用同一类型发动机，成本摊销快，具有规模优势。3.销售网络健全，零售终端强于依维柯。

图 24： 2010年各大轻客生企业市场占有率



资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 25： 主要高端轻客厂商销量

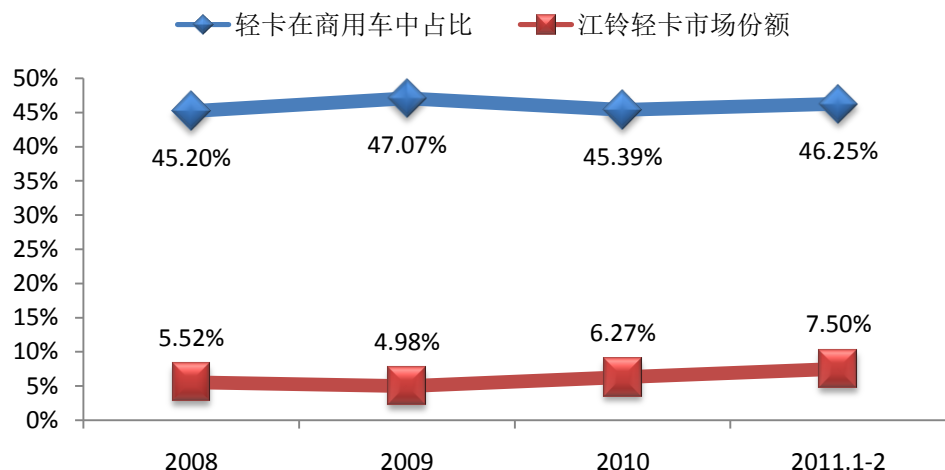


资料来源：CAAM，南京证券研究所

4.12 JMC 轻卡(包括皮卡)市场占有率稳步提升

轻卡作为短途运输工具,近年来在商用车中的市场份额较为稳定。随着消费升级、国三排放标准实施等轻卡高端化的趋势逐步加快。公司作为高端轻卡的龙头企业,市场占有率逐步提升,2008年占有率为5.52%,2010年达到6.27%。

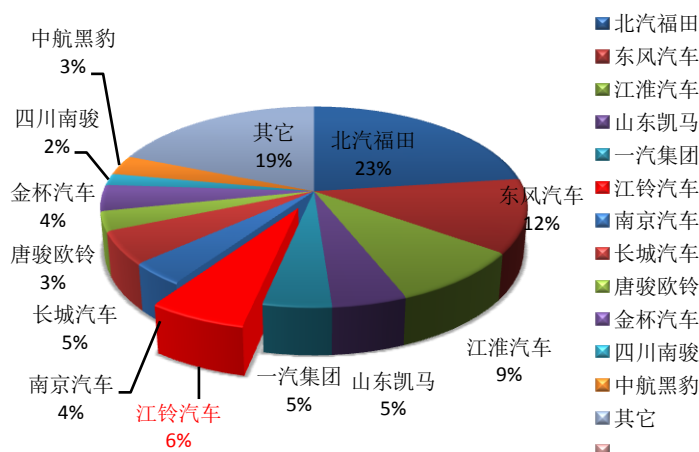
图 26: 公司在轻卡市场及商用车的占有率



资料来源: CAAM, 南京证券研究所

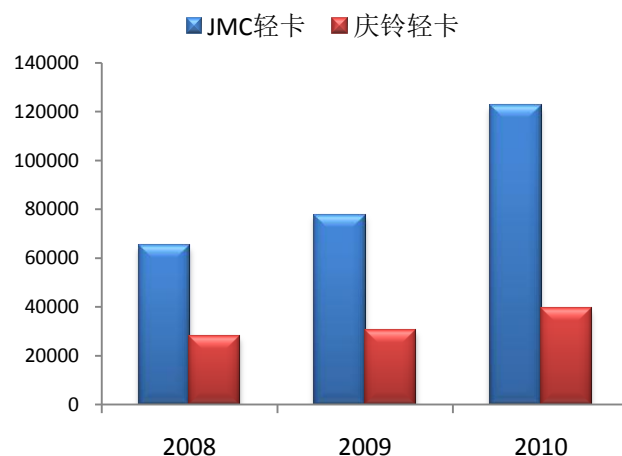
高端轻卡行业中主要有江铃、庆铃和郑州日产三家公司,均采用的是日本技术,江铃汽车已将日本技术自主化,因此具备成本优势,在市场竞争中保持优势。

图 27: 2010 年各大轻卡企业市场占有率



资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 28: 主要高端轻卡厂商销量

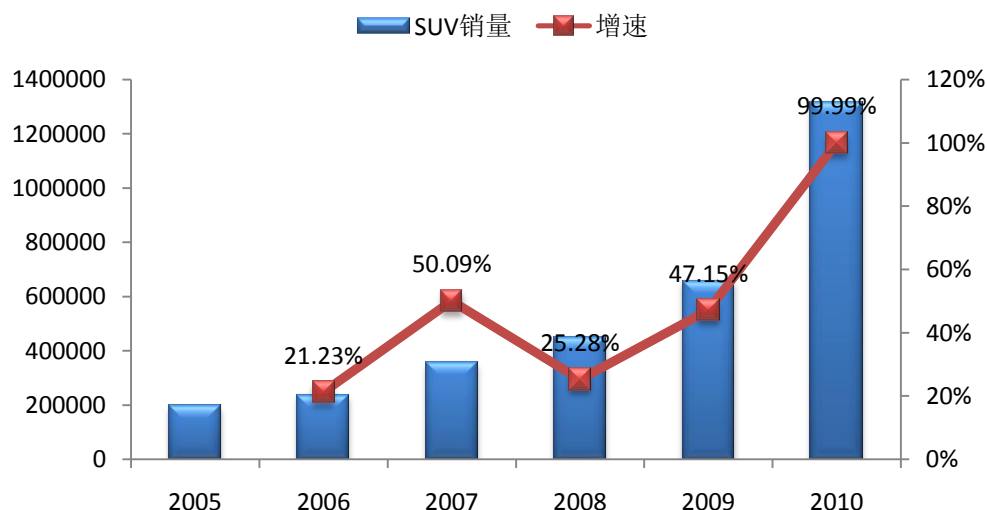


资料来源: CAAM, 南京证券研究所

4.2 挺进 SUV 市场，定位准确，有望引进福特新产品

随着我国居民生活水平的提高、购车的消费升级、经济型SUV大量涌现等使得对SUV的需求进入井喷期，2005年到2010年SUV销量复合增长率达到46%，2010年SUV销量同比增长99.99%，是乘用车细分行业中增速最快的。

图 29：近年我国 SUV 销量及增速



资料来源：CAAM，南京证券研究所

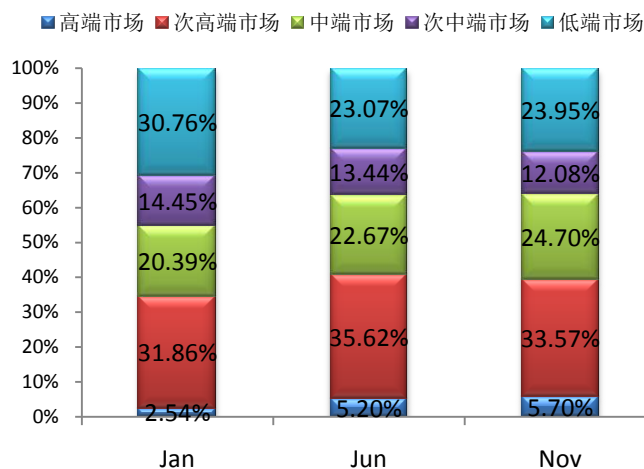
公司看中SUV市场广袤的发展前景，2010年推出全新驭胜SUV自主品牌，搭载了源自福特Puma的电控高压共轨发动机。目前驭胜定价为13.88万-16.38万，在性能达到众多合资品牌的水平的同时，低于17-30万的中高端合资品牌，高于8-13万的自主品牌，由此可看到驭胜定位于中端和次高端市场。2010年SUV中端、和次高端的市场份额提升较大，2010年底市场份额分别占据了24.7%和33.57%，并有继续上升的趋势。驭胜有望抢占高端合资品牌和低端自主品牌的之间的市场份额，实现差异化竞争。

表 1 SUV 市场按价格划分

市场划分	高端市场	次高端市场	中端市场	次中端市场	低端市场
价格划分	25 万以上	17-25 万	13-17 万	9-13 万	9 万以下
品牌划分	进口和合资品牌		合资和高端自主品牌		自主品牌

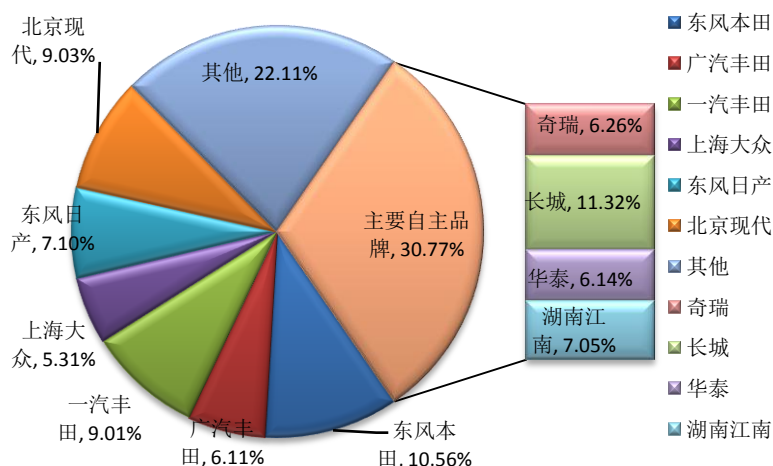
资料来源：乘联会 南京证券研究所

图 30：2010 年各档次 SUV 市场占有率



资料来源：乘联会，南京证券研究所

图 31：2010 年 SUV 厂商占有率



资料来源：CAAM，南京证券研究所

4.3 规模效应、自主技术提升竞争力。

面对竞争越来越激烈的轻卡、轻客市场，为稳固市场份额公司在2010年战术性的降低了N600轻卡、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。公司2010年毛利率略低于09年，净利率却高出09年0.73个百分点。表明尽管部分产品降价促销，公司盈利能力仍在提升，主要是因为：

1. 基于与五十铃技术合作背景，在引进消化全套五十铃动力技术后，传统轻卡90%以上技术已经拥有自主产权，且众多车型共用同一发动机规模效益明显。
2. 皮卡、轻卡是自主品牌，与那些合资品牌相比，每辆车都省去了不菲的品牌使用费。
3. 公司2010年销量达到17.89万辆，早已形成规模化生产，而且江铃采用福特全球采购平台，在保证品质的前提下，大大降低零配件成本。

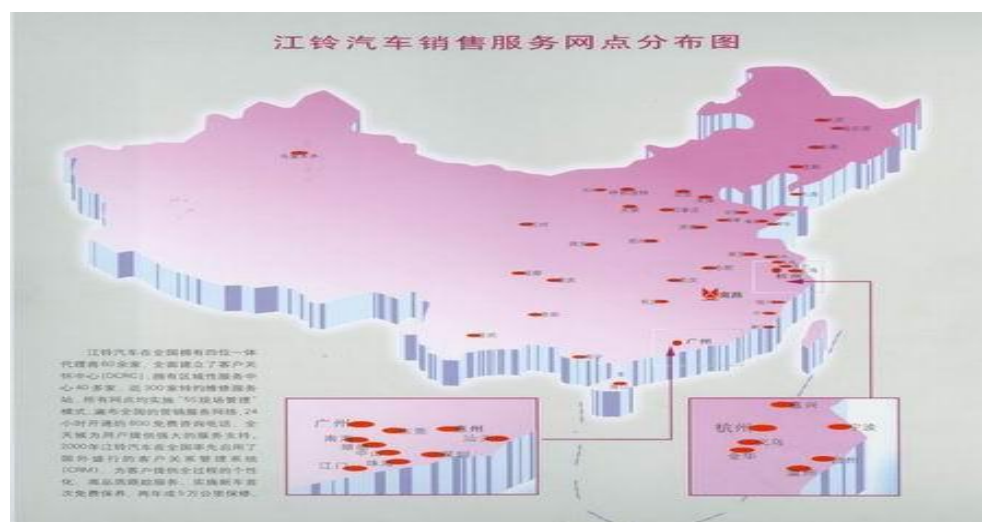
4.4 新产品升级换代，推动业绩稳定持续增长。

2011年公司众多新产品将陆续进入市场。公司新一代自主研发的宽体轻卡N900、以及装配新的JX4D24 发动机和JX493国四发动机的升级系列轻卡将陆续销售。宝典皮卡N350、驭胜SUV等将逐步贡献业绩。

4.5 销售网络完善

在轻卡、轻客同质化竞争激烈的今天，“渠道为王，终端制胜”是行业发展的重要趋势，尤其是在我国中西部地区，渠道作用更加明显。公司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。按照销售、配件、服务、信息“四位一体”的4S专营模式，公司拥有近百家一级经销商，经销商总数超过600家。

图 32： 江铃汽车销售网络



资料来源：南京证券研究所

5. 财务分析

5.1 盈利能力分析

公司盈利能力在可比公司中处于最顶端，其中销售净利率高达10.35%，远高于2.43的平均水平。公司毛利率26.13%，加权ROE到达23.74%，ROIC达到23.51%，均明显高于行业的平均水平，表明公司盈利水平较高，主要原因在于公司专做高端的轻客和轻卡产品，盈利能力比较强。

表 2 2009 年可比公司盈利能力对比

证券简称	销售毛利率	销售净利率	加权 ROE	ROIC
福田汽车	11.18%	2.31%	29.29%	17.10%
东风汽车	13.03%	2.55%	5.97%	3.87%
江淮汽车	14.50%	1.70%	8.07%	4.75%
金龙汽车	12.69%	2.60%	10.45%	3.22%
中位数	12.86%	2.43%	9.26%	4.31%
江铃汽车	26.13%	10.35%	23.74%	23.51%

资料来源：wind，南京证券研究所

5.2 偿债能力分析

公司流动比、速动比、高于可比公司行业平均水平，资产负债率低于可比公司平均水平，表明公司偿债能力强，应对不确定性风险的能力较高。

表 3 2009 年可比公司偿债能力对比

证券简称	流动比率	速动比率	资产负债率
福田汽车	0.97	0.55	76.93%
东风汽车	1.28	0.97	54.80%
江淮汽车	0.76	0.58	64.18%
金龙汽车	1.09	0.90	73.53%

中位数	1.03	0.74	68.86%
江铃汽车	1.70	1.36	40.36%

资料来源: wind, 南京证券研究所

5.3 营运能力分析

公司存货周转率、总资产周转率略低于可比公司中的平均水平, 应收账款周转率远高于可比公司平均水平, 表明公司运营能力较强, 资金使用率较高, 处于行业中上游。

表 4 2009 年可比公司运营能力分析

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
福田汽车	10.41	66.64	3.26
东风汽车	5.03	24.13	1.10
江淮汽车	16.59	56.09	1.90
金龙汽车	6.68	6.62	1.34
中位数	8.54	40.11	1.62
江铃汽车	7.28	89.10	1.46

资料来源: wind, 南京证券研究所

5.4 期间费用率分析

公司成本控制能力在可比公司中表现一般, 三项费用率均较高。主要是由于公司所处的轻卡、轻客行业产品推陈出新较快, 导致期间费用率较高。另外公司毛利率在可比公司中最高, 因此期间费用较高并不影响公司的盈利能力。

表 5 2009 年可比公司期间费用对比

证券简称	销售期间费用率	营业费率	管理费率	财务费率
福田汽车	7.58%	3.73%	3.73%	0.12%
东风汽车	10.74%	6.43%	4.73%	-0.42%
江淮汽车	8.89%	5.82%	3.09%	-0.02%
金龙汽车	8.42%	4.98%	3.39%	0.04%
中位数	8.65%	5.40%	3.56%	0.01%
江铃汽车	12.60%	7.38%	5.71%	-0.50%

资料来源: wind, 南京证券研究所

6. 公司投资逻辑与估值

6.1 公司 2011 年投资逻辑:

1. 轻客、轻卡行业高端化趋势明显, 龙头企业收益最大。2011年在乘用车销量增速大幅下降的映衬中, 商用车行业依然保持稳定增长, 尤其是轻卡、轻客行业高端化趋势明显, 我们认为2011年高端轻客、轻卡行业存在系统性机会, 预计2011年全国轻卡、轻客行业销量仍将保持在10-15%的增速, 其中高端化轻客、轻卡增速有望超过行业平均水平, 公司作为客车行业龙头受益明显。

2. 看好驭胜切入中高端 SUV 市场，未来福特有望导入其乘用车产品。SUV 驭胜定位于中端和次高端市场，有望抢占高端合资品牌和低端自主品牌的之间的市场份额，实现差异化竞争。目前该产品正处在推广阶段，公司正在加大其专门的乘用车网络建设，预计 2011 年销量在 1 万辆。随着推广的深入，未来 3 年内将会成为公司盈利新引擎。另外作为公司股东，福特有望将乘用车产品导入公司。

因此我们根据公司投资逻辑按重要性排序为：轻客、轻卡行业高端化趋势明显，公司为龙头企业，收益明显》长期看好公司SUV驭胜发展前景

表 6 盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
轻客	52358	62235	72744	86724
VE83	43535	50501	58076	67949
YOY	51.91%	16%	15%	17%
V348	8823	11735	14668	18775
YOY	79.12%	33%	25%	28%
增长率 YOY	56.90%	19%	17%	19%
占比	29.25%	29%	28%	28%
轻卡	66224	76158	86820	99843
增长率 YOY	43.22%	15%	14%	15%
占比	37.00%	35%	33%	32%
皮卡	56106	64522	74200	86814
增长率 YOY	78.60%	15%	15%	17%
占比	31.34%	30%	28%	28%
SUV	4311	14657	27849	41774
增长率 YOY	44.88%	240%	90%	50%
占比	2.41%	7%	11%	13%
总销量	178999	217572	261613	315154
增长率 YOY	56.07%	22%	20%	20%
收入	1576789	1975051	2338388	2831070
增长率 YOY	21.50%	25%	18%	21%
成本	11696	14613	17281	20907
毛利率%	25.8%	26.01%	26.10%	26.15%
营业税率	1.82%	1.82%	1.82%	1.82%
销售费率	6.46%	6.42%	6.37%	6.32%
管理费率	5.20%	5.15%	5.12%	5.08%
所得税率	15%	15%	15%	15%
归属母公司净利润	1712	2197	2646	3234
EPS	1.98	2.54	3.07	3.75

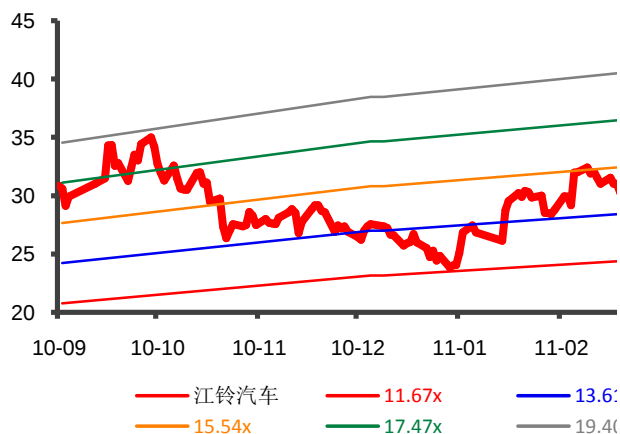
6.2 盈利预测与估值

公司 2011/12/13 年 EPS 分别为 2.54 元/3.07 元/3.75 元，目前对应的股价为 34.31 元(2011.3.28)，2011/2012 PE 分别为 13.5X 和 11.2X，处于历史较低水平。横向比较其它商用车公司的估值水平，我们认为江铃汽车的估值水平处于行业中游，尤其是公司未来复合增长率达到 24.52%，PEG 仅为 0.53，估值具有安全边际。基于公司的在轻客、轻卡行业的龙头地位以及行业增速水平，我们给予公司 2011 年 17 倍的 PE，公司 2011 年的目标价格为 43.18 元，因此我们给予“推荐”评级。

表 7：可比公司盈利预测及估值表

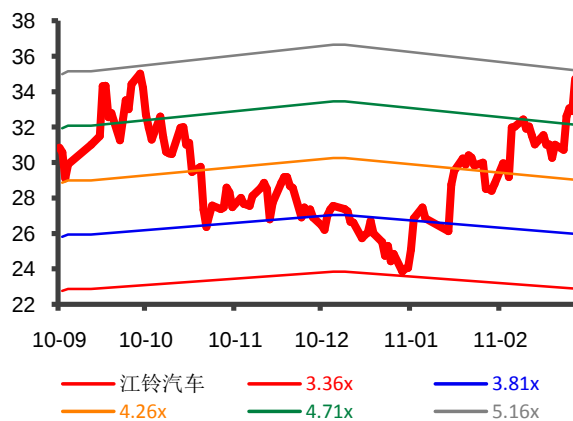
代码	简称	总市值	收盘价 2011/3/24	EPS			PE			PB			三年复合增长率	PEG	投资评级
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
600418.SH	江淮汽车	180	13.99	0.90	1.21	1.50	15.54	11.59	9.30	3.39	2.71	2.17	29.29%	0.40	推荐
600006.SH	东风汽车	106	5.31	0.28	0.48	0.56	18.96	11.04	9.46	1.73	1.48	1.27	41.57%	0.26	推荐
600166.SH	福田汽车	259	24.57	1.73	2.02	2.36	14.20	12.17	10.43	3.81	3.01	2.49	16.72%	0.75	推荐
600686.SH	金龙汽车	48	10.84	0.65	0.73	0.83	16.68	14.94	13.12	2.73	2.32	1.94	12.75%	1.20	推荐
中位数							16.11	11.88	9.94	3.06	2.52	2.06	23.00%	0.57	
000550.SZ	江铃汽车	296	34.31	1.98	2.54	3.07	17.33	13.51	11.18	4.90	3.90	3.10	24.52%	0.53	推荐

图 33：江铃汽车 历史 PE band



资料来源：wind，南京证券研究所

图 34：江铃汽车 历史 PB band



资料来源：wind，南京证券研究所

财务报表及预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	5756.9	6846.3	9307.9	9866.4	营业收入	15767.9	19750.5	23383.9	28310.7
应收与预付款	800.7	630.2	1058.8	980.6	营业成本	11696.4	14613.4	17280.7	20907.5
存货	1436.5	2216.9	2103.3	2542.8	营业税金及附加	287.3	359.8	426.0	515.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	销售费用	1019.0	1268.0	1489.6	1789.2
长期投资	17.9	26.1	35.4	46.4	管理费用	820.3	1017.2	1197.3	1438.2
固定资产	2630.5	2878.5	3289.3	5620.1	财务费用	(93.4)	(140.5)	(180.7)	(214.4)
无形资产	309.2	269.1	229.1	189.0	资产减值损失	3.7	4.5	4.5	4.5
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	10951.8	12867.1	16023.8	19245.3	投资净收益	7.1	8.2	9.3	11.0
短期借款	24.6	0.0	0.0	0.0	营业利润	2041.7	2636.4	3175.9	3880.9
应付和预收款	4450.9	4684.5	5788.2	6502.3	营业外收益	(8.3)	0.0	0.0	0.0
长期借款	6.9	13.9	19.9	25.9	利润总额	2033.4	2636.4	3175.9	3880.9
其他	226.8	226.8	226.8	226.8	所得税	286.4	394.2	475.0	580.5
负债总计	4709.2	4925.2	6034.9	6755.0	净利润	1747.0	2242.2	2700.9	3300.4
股本	863.2	863.2	863.2	863.2	少数股东权益	35.4	45.4	54.7	66.9
资本公积	839.4	839.4	839.4	839.4	归属母公司净利润	1711.6	2196.7	2646.2	3233.6
留存收益	4424.6	6078.5	8070.8	10505.2	主要财务比率				
股东权益合计	6242.6	7941.9	9988.9	12490.3	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	115.3	160.8	215.5	282.4	成长与盈利能力				
归属母公司股权	6127.3	7781.1	9773.4	12207.9	营收增长率	51.1%	25.3%	18.4%	21.1%
负债和股东权益	10951.8	12867.1	16023.8	19245.3	净利润增长率	61.7%	28.3%	20.5%	22.2%
现金流量表					EBITDA 增长率	46.7%	36.9%	17.4%	20.8%
单位: 百万元					毛利率	25.8%	26.0%	26.1%	26.2%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	净利率	11.1%	11.4%	11.6%	11.7%
经营活动现金流	271031.0	230931.4	392873.7	413716.9	EBITDA/营收	14.3%	15.6%	15.5%	15.4%
净利润	174442.8	223395.5	269162.6	328943.5	ROE	27.9%	28.2%	27.1%	26.5%
折旧摊销	30528.2	58761.2	62476.7	70476.7	ROA	17.8%	19.4%	18.7%	19.1%
财务费用	(9342.6)	(14052.7)	(18074.9)	(21437.5)	偿债与营运能力				
投资损失	371.6	447.4	447.4	447.4	流动比率	1.47	1.60	1.79	1.67
营运资金变动	77915.8	(37620.0)	78862.0	35286.8	速动比率	1.47	1.60	1.79	1.67
其他	(2150.1)	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	144.0%	153.5%	145.9%	147.1%
投资活动现金流	(37292.1)	(80000.0)	(100000.0)	(300000.0)	存货周转率	8.14	6.59	8.22	8.22
资本支出	0.0	80000.0	100000.0	300000.0	应付账款周转率	32.65	62.71	37.13	55.08
长期投资变动	0.0	0.0	0.0	0.0	业绩与预测指标				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS	1.98	2.54	3.07	3.75
融资活动现金流	(44540.1)	(41989.8)	(46717.9)	(57870.2)	EBITDA	2,252.58	3,083.47	3,619.94	4,371.32
短期借款增加	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	BPS	7.10	9.01	11.32	14.14
长期借款增加	0.0	700.0	600.0	600.0	PE	17.5	13.6	11.3	9.3
其他	96.5	0.0	0.0	0.0	PB	4.9	3.9	3.1	2.5
现金净增加额	189199.1	108941.7	246155.8	55846.7					

作者郑重声明: 在本人所知情的范围内, 本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言, 仅供参考, 任何依据本产品做出的投资决策, 风险自负。本刊内容版权所有, 请勿公开引用。

独立性声明

南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。