

3 月销量及董事会决议公告点评

公司公告

江铃汽车发布3月产销快报与董事会决议公告，通过N330项目、自主汽油发动机项目长周期费用、N351自动挡SUV项目拓展总投资额及V348排放升级费用调整和服务协议等6项决议。

研究结论

- **3 月销量同比持续高增长，预计全年增长 30%。**3 月公司共销售整车 21,892 辆，同比增长 30.3%，其中福特全顺 6,244 辆，JMC 轻卡 7,936 辆，皮卡与 SUV 共 7,712 辆，分别同比增长 35.7%、34.7%与 32.0%。一季度公司累计销售整车 55,443 辆，同比增长 34.2%，其中福特全顺、JMC 轻卡、皮卡与 SUV 分别销售 15,724 辆、20,740 辆与 18,979 辆，同比增长 37.5%、35.9%与 30.0%。我们认为公司整车持续旺销的原因有：1) 城市轻物流行业蓬勃发展，以福特全顺为代表的轻物流运输工具需求快速增长；2) 排放标准升级驱动轻卡需求高端化，公司 JMC 轻卡的性价比越来越高，终端用户在认可 JMC 轻卡品质的同时逐步接受产品价格。鉴于公司产品持续良好的销售表现，我们上调 2011 年整车销量增速至 30%。
- **产品开发力度加强推动未来几年销量增长超行业。**近几年来公司加强新车开发力度，通过延伸产品线、积极拓展细分市场，实现内涵+外延并举的增长模式。公司 3 月 31 日召开的董事会通过以下决议：批准 N330 项目长周期费用 3.27 亿元（含前期已批准的 0.39 亿元）、批准自主开发汽油发动机项目长周期费用 1.25 亿元、拓展 N351 SUV 自动挡车型项目总投资至 2.49 亿元（前期已批准 0.98 亿元）、调整 V348 全顺排放升级项目前期费用为 2.081 亿元人民币（含已批准的 1.35 亿元）。我们认为，持续不断的开发投入是保证公司整车产品长期竞争力的基础，未来几年在新产品不断上市的推动下，公司整车销量有望维持超越行业的快速增长。
- **V348 技术服务费对净利润影响非常有限。**董事会批准公司就 V348 全顺排放升级项目前期工作中福特汽车所提供的支持向其按季度分期支付约 1.735 亿元人民币，至 2013 年 1 季度支付完毕。我们估算技术服务费的支付对 2011-2013 年 EPS 的税后净影响分别在 0.06 元、0.09 元与 0.02 元左右，占原预测 EPS 的比重不足 3%，实际影响非常有限。
- **投资评级与目标价。**在轻物流需求与轻卡排放升级推动下，1 季度公司整车销量依然延续了去年的高增长态势，我们认为公司在不断加大新产品开发力度的推动下未来几年销量增长有望持续超越行业。综合考虑上调销量增速与技术服务费支付的影响，我们上调公司 2011-2012 年盈利预测至 2.82 元、3.30 元（原预测为 2.60 元、3.16 元），维持 2011 年 15 倍 PE 的估值，对应目标价为 42.30 元，维持公司买入评级。
- **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) 驭胜 SUV 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

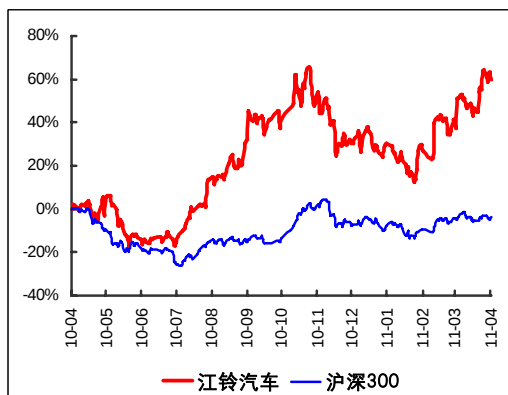
8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 1 日)	33.80 元
目标价格	42.30 元
总股本/A 股 (亿股)	8.63
A 股市值 (亿元)	291.8
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2011 年 4 月 6 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	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15,768	20,365	23,561	27,308
同比(%)	51.1%	29.2%	15.7%	15.9%
归属母公司净利润	1,712	2,430	2,852	3,297
同比(%)	62.1%	42.0%	17.4%	15.6%
毛利率(%)	25.8%	25.7%	26.0%	26.0%
ROE(%)	31.20%	34.71%	32.16%	29.98%
每股收益(元)	1.98	2.82	3.30	3.82
P/E (倍)	17.05	12.01	10.23	8.85
P/B (倍)	9.96	7.59	5.72	4.75

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	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	15,768	20,365	23,561	27,308	经营活动现金流	2,718	139	4,364	2,580
营业成本	11,696	15,134	17,443	20,218	税后利润	1,712	2,430	2,852	3,297
营业税金及附加	287	356	412	478	经常性非现金支出	216	242	258	285
销售费用	1,019	1,100	1,278	1,475	非经常性现金支出	(74)	(8)	(7)	(7)
管理费用	820	998	1,155	1,338	营运资金变动	829	(2,554)	1,227	(1,034)
财务费用	(93)	(95)	(95)	(95)	少数股东损益	35	29	35	39
资产减值损失	4	9	7	12	投资活动现金流	(373)	(356)	(465)	(512)
投资收益	7	8	9	11	资本开支	(457)	(439)	(540)	(590)
营业利润	2,042	2,870	3,371	3,894	投资与投资收益	84	83	75	78
营业外净收入	(8)	6	6	6	筹资活动现金流	(445)	(684)	(865)	(1,038)
利润总额	2,033	2,876	3,377	3,900	贷款增加	(0)	0	0	0
所得税	286	417	490	564	支付股利利息	(444)	(684)	(865)	(1,038)
净利润	1,747	2,459	2,887	3,336	其他融资	(1)	0	0	0
少数股东损益	35	29	35	39	现金净流量	1,899	(901)	3,034	1,030
归属母公司净利润	1,712	2,430	2,852	3,297	现金期初余额	3,914	5,813	4,912	7,946
EPS (元/股)	1.98	2.82	3.30	3.82	现金期末余额	5,813	4,912	7,946	8,976
资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	8,075	8,831	11,245	14,023	增长能力				
货币资金	5,813	4,912	7,946	8,976	营收增长率(%)	51.13%	29.15%	15.70%	15.90%
应收账款及票据	495	651	753	873	EBITDA 增长率(%)	53.33%	36.29%	16.20%	14.66%
存货	1,436	2,865	2,085	3,645	EBIT 增长率(%)	64.85%	40.60%	17.42%	15.50%
非流动资产合计	3,163	3,276	3,471	3,693	净利润增长率(%)	61.73%	40.77%	17.40%	15.53%
长期投资	18	20	23	27	盈利能力				
固定资产	2,259	2,267	2,347	2,484	毛利率(%)	25.82%	25.68%	25.97%	25.96%
在建工程	372	483	606	697	净利率(%)	11.08%	12.08%	12.25%	12.22%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	17.89%	21.07%	21.53%	20.57%
无形资产	309	300	290	280	ROE(%)	31.2%	34.7%	32.2%	30.0%
开发支出	0	0	0	0	偿债能力				
资产总计	11,238	12,107	14,716	17,717	资产负债率(%)	44.45%	33.76%	31.75%	30.33%
流动负债合计	4,761	3,854	4,439	5,140	流动比率(倍)	1.70	2.29	2.53	2.73
循环借款	25	25	25	25	速动比率(倍)	1.39	1.55	2.06	2.02
应付账款及票据	3,118	2,270	2,616	3,033	营运能力				
预收账款	425	204	236	273	总资产周转率	1.61	1.74	1.76	1.68
其他应付款	908	1,059	1,221	1,415	应收账款周转率	24.39	18.27	17.05	17.06
非流动负债合计	233	233	233	233	存货周转率	9.37	7.04	7.05	7.06
长期贷款	7	7	7	7	应付账款周转率	4.53	5.62	7.14	7.16
负债合计	4,995	4,087	4,672	5,373	价值评估				
股本	863	863	863	863	P/B(倍)	4.76	3.70	2.96	2.41
资本公积	839	839	839	839	P/E(倍)	17.05	12.01	10.23	8.85
未分配利润	3,993	5,498	7,202	9,133	EV/收入(倍)	1.48	1.19	0.90	0.74
股东权益合计	6,243	8,020	10,044	12,344	EV/EBITDA(倍)	9.96	7.59	5.72	4.75
负债和股东权益	11,237	12,107	14,716	17,717	EV/EBIT(倍)	11.45	8.46	6.30	5.19

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