

审慎推荐-A (维持)

江铃汽车 000550.SZ

当前股价: 30.56 元

2011 年 4 月 26 日

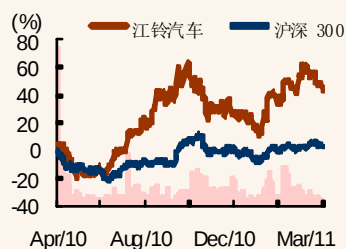
销量增速仍然较快, 短期受成本上升影响

基础数据

上证综指	2965
总股本(万股)	86321
已上市流通股(万股)	51631
总市值(亿元)	264
流通市值(亿元)	158
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	26.4
资产负债率	40.8%
主要股东	江铃控股有限公司
主要股东持股比例	41.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-11	50
相对表现	-6	-5	49



相关报告

- 1、《江铃汽车 - 从稳健再度迈向成长》2009/07/09
- 2、《江铃汽车 - 首次超行业增长, 逐显扩展实力》2011/03/17

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

江铃汽车今日发布 2011 年 1 季度财报, 1 季度公司实现销售收入 47.27 亿元, 同比增长 32.58%, 基本符合预期, 实现归属于母公司所有者净利润 5.48 亿元, EPS0.63 元, 仅同比增长 10.74%, 落后于预期, 落后预期的主要原因为毛利率有所下降。维持审慎推荐-A 的投资评级, 产品市场开拓能力以及未来的成长性是我们长期看好的主要原因。

- **销量增速好于汽车行业。**2011 年 1Q, 公司产品销量为 5.43 万辆, 同比增长 34.2%, 其中福特品牌商用车销售 15724 辆, 同比增长 37.5%; JMC 品牌卡车销售 20740 辆, 同比增长 35.9%; JMC 品牌皮卡及 SUV30%。从原有产品上来看, 销量基本上都超出行业预期, 但让市场寄予重望的 SUV 产品取胜仍处在投放初期, 未来市场仍需要进一步开拓, 预计下半年开始会有一定表现。
- **公司销售收入增 32.58%, 较销量增速有所偏低。**2011 年 1 季度公司毛利率 23%, 较去年同期约下降 3 个百分点, 也低于去年四季度单季 25.7%。净利润 11.9%, 较去年同期下降两个百分点。产品销售价格的调整以及原材料价格的上升为主要因素, 但对于江铃汽车来说, 市场份额的持续增长才是现阶段的主要策略。应收账款、应付账款的增加, 我们判断一方面来源于取胜处于推广期、一方面也预示着公司产品销售策略方面的扩展性行为。
- **未来销量增长相对确定。**公司在产品研发方面持续投入, 将保证其未来产品推出的持续性, 2013 年, 20 万台产能小蓝生产基地将达产, 加上目前公司相对积极的市场开拓政策, 我们认为公司未来的成长性相对确定。
- **投资建议:** 预估 2011、2012 年 EPS 分别为 2.59、3.22 元, 目前股价 30.56 元, 对应 2011、2012 年 PE 分别为 11.8、9.6 倍, 继续维持审慎推荐-A 的投资评级。我们看好公司目前管理水平下的市场扩张能力, 看好其未来与福特公司更加紧密的合作, 同时, 如果取胜产品能快速放量, 将带来公司业绩上的进一步改善。
- **风险提示:** 原材料价格上涨过快、新产品市场开拓持续低迷。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	10433	15768	20814	26641	33302
同比增长	21%	51%	32%	28%	25%
营业利润(百万元)	1236	2042	2666	3322	3920
同比增长	68%	65%	31%	25%	18%
净利润(百万元)	056	1712	2233	2781	3281
同比增长	35%	62%	30%	25%	18%
每股收益(元)	1.22	1.98	2.59	3.22	3.80
PE	24.7	15.3	11.7	9.4	8.0
PB	5.4	4.3	3.5	2.9	2.4

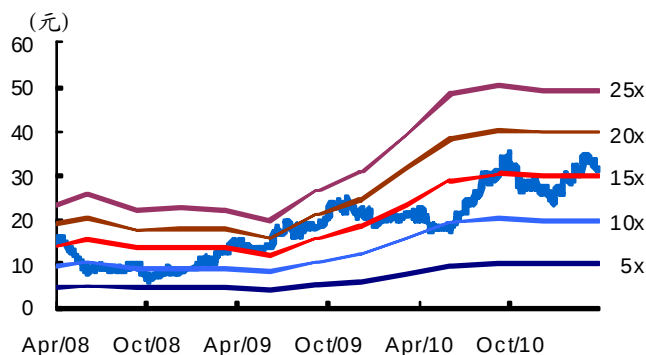
资料来源: 招商证券

表 1: 单季度业绩回顾

单位: 百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
一、营业总收入	2158	2565	2777	2934	3566	4110	3966	4126	4727
二、营业总成本	1927	2250	2382	2644	2985	3450	3479	3820	4064
其中: 营业成本	1682	1868	1998	2158	2630	3045	2954	3067	3628
营业税金及附加	37	39	51	53	61	70	70	86	133
营业费用	126	193	216	235	184	197	280	357	180
管理费用	91	161	134	210	129	158	196	338	156
财务费用	-12	-9	-17	-15	-19	-23	-22	-30	-35
资产减值损失	2	-2	-1	1	0	1	0	3	1
三、其他经营收益	1	1	2	2	1	2	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	2	1	2	1	2	2
四、营业利润	233	315	397	292	582	662	489	308	665
加: 营业外收入	0	3	3	3	1	1	0	1	1
减: 营业外支出	0	0	0	1	0	6	3	2	0
五、利润总额	232	318	400	294	584	657	486	307	666
减: 所得税	43	55	58	7	84	98	68	35	103
六、净利润	189	262	341	287	499	559	417	272	564
减: 少数股东损益	7	12	5	0	5	11	6	13	16
七、归属母公司所有者净利润	183	250	336	287	495	547	411	259	548
EPS (元)	0.21	0.29	0.39	0.33	0.57	0.63	0.48	0.30	0.63
毛利率	22.0%	27.2%	28.0%	26.4%	26.2%	25.9%	25.5%	25.7%	23.3%
营业利润率	10.8%	12.3%	14.3%	10.0%	16.3%	16.1%	12.3%	7.5%	14.1%
净利率	8.5%	9.7%	12.1%	9.8%	13.9%	13.3%	10.4%	6.3%	11.6%
营业费率	5.8%	7.5%	7.8%	8.0%	5.2%	4.8%	7.1%	8.7%	3.8%
管理费费率	4.7%	7.1%	5.6%	8.0%	4.3%	4.6%	5.6%	8.8%	3.8%
实际税率	18.5%	17.4%	14.6%	2.3%	14.5%	15.0%	14.1%	11.5%	15.4%

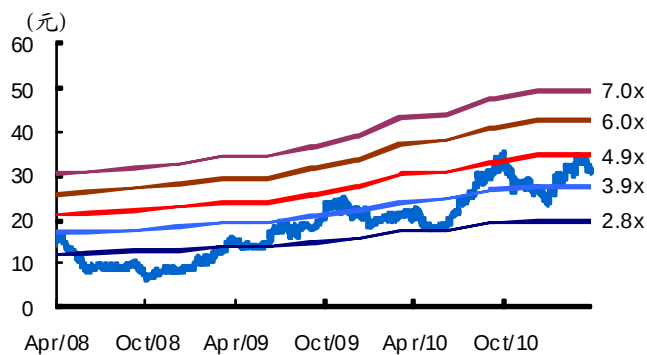
资料来源: 公司报表, 招商证券

图 1: 江铃汽车历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 江铃汽车历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5336	8075	9434	12248	15313
现金	3914	5813	6388	8322	10372
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	87	317	416	533	666
应收款项	67	166	286	374	474
其它应收款	8	12	21	27	33
存货	1060	1436	2016	2599	3272
其他	200	331	306	394	495
非流动资产	2959	3163	3257	3749	4468
长期股权投资	17	18	18	18	18
固定资产	1987	2259	2490	3009	3753
无形资产	316	309	278	250	225
其他	639	577	472	472	472
资产总计	8294	11238	12691	15998	19781
流动负债	3147	4762	4923	6484	8212
短期借款	25	25	20	30	40
应付账款	2043	3118	3731	4808	6050
预收账款	270	425	466	601	756
其他	808	1194	705	1045	1365
长期负债	200	233	137	157	177
长期借款	8	7	7	7	7
其他	193	226	130	150	170
负债合计	3348	4995	5060	6641	8388
股本	863	863	863	863	863
资本公积金	839	839	839	839	839
留存收益	3141	4425	5768	7436	9405
少数股东权益	103	115	161	218	285
母公司所有者权益	4844	6127	7470	9139	11108
负债及权益合计	8294	11238	12691	15998	19781

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	3114	2718	1939	3715	4292
净利润			2233	2781	3281
折旧摊销			317	358	431
财务费用			(121)	(145)	(185)
投资收益			(6)	(6)	(6)
营运资金变动			(639)	670	703
其它			155	57	67
投资活动现金流	(416)	(373)	(500)	(850)	(1150)
资本支出			(500)	(850)	(1150)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(296)	(445)	(864)	(931)	(1092)
借款变动			(5)	10	10
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(890)	(1112)	(1313)
其他			30	171	211
现金净增加额	2402	1899	575	1934	2050

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10433	15768	20814	26641	33302
营业成本	7707	11696	15548	20034	25209
营业税金及附加	181	287	354	453	566
营业费用	770	1019	1249	1545	1998
管理费用	596	820	1124	1439	1798
财务费用	(52)	(93)	(121)	(145)	(185)
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	7	6	6	6
营业利润	1236	2042	2666	3322	3920
营业外收入	8	4	8	8	8
营业外支出	1	13	3	3	3
利润总额	1244	2033	2671	3327	3925
所得税	163	286	393	489	577
净利润	1080	1747	2278	2838	3348
少数股东损益	24	35	46	57	67
母公司所有者净利润	1056	1712	2233	2781	3281
EPS (元)	1.22	1.98	2.59	3.22	3.80

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	21%	51%	32%	28%	25%
营业利润	68%	65%	31%	25%	18%
净利润	35%	62%	30%	25%	18%
获利能力					
毛利率	26.1%	25.8%	25.3%	24.8%	24.3%
净利率	10.1%	10.9%	10.7%	10.4%	9.9%
ROE	21.8%	27.9%	29.9%	30.4%	29.5%
ROIC	20.7%	26.7%	28.3%	28.8%	27.9%
偿债能力					
资产负债率	40.4%	44.4%	39.9%	41.5%	42.4%
净负债比率	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	1.3	1.4	1.6	1.7	1.7
存货周转率	7.3	9.4	9.0	8.7	8.6
应收帐款周转率	89.1	135.2	92.0	80.8	78.6
应付帐款周转率	5.0	4.5	4.5	4.7	4.6
每股资料(元)					
每股收益	1.22	1.98	2.59	3.22	3.80
每股经营现金	3.61	3.15	2.25	4.30	4.97
每股净资产	5.61	7.10	8.65	10.59	12.87
每股股利	0.49	0.79	1.03	1.29	1.52
估值比率					
PE	24.7	15.3	11.7	9.4	8.0
PB	5.4	4.3	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	22.9	17.2	11.7	9.5	8.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。