



行业下挫，难遮龙头光芒

——上半年销售数据点评

近半年该股与沪深300指数走势



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）	150

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

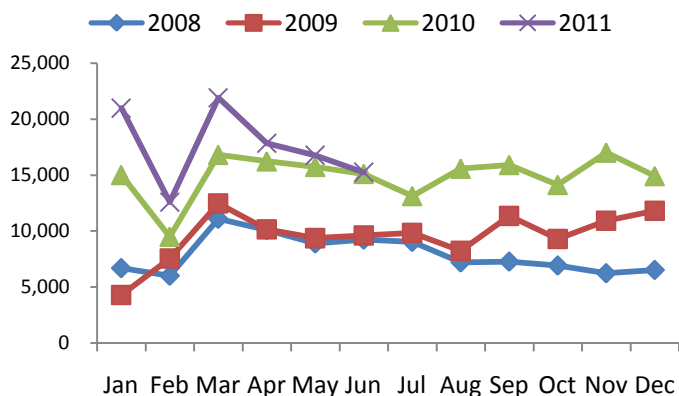
研究员 尹建辉
投资咨询证书号 S0620207050048

● 内容提要

公司评级： 推荐

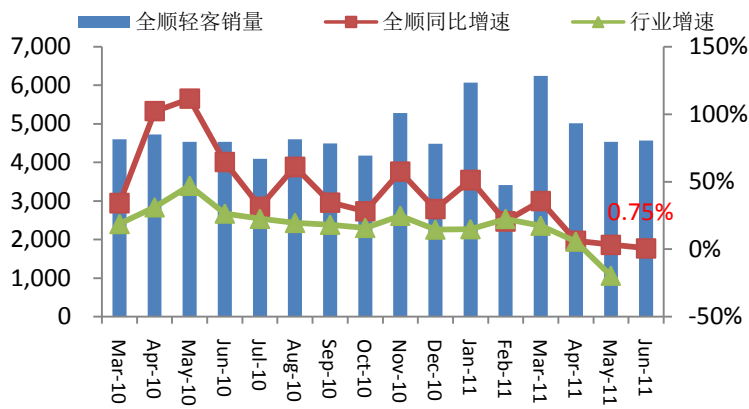
- 江铃汽车公告显示6月份销售增速继续回落，共销量15249辆，同比增长0.94%，其中全顺轻客销量4569辆，同比增长0.75%，轻卡销量5265辆，同比增长-13.45%，宝典皮卡和SUV销量5415辆，同比增长20.63%。
- 6月销售数据环比降幅趋于放缓，表明目前市场趋向于稳定。整体销售环比增长-9.04%，去年同期环比增长-3.96%，其中全顺轻客环比增长-2.39%，去年同期环比增长0.07%，轻卡销量环比增长-10.38%，去年同期环比增长-2%，宝典皮卡和SUV销量环比增长-12.79%，去年同期环比增长-10.06%。6月份环比降幅有所放缓，我们认为6月份销量逐步企稳，销量增速将逐步见底，环比大幅下降风险在逐步减少。
- 从细分车型来讲，6月份JMC皮卡和SUV表现最好，同比增长20.63%（皮卡和SUV汇总数据），主要是由于皮卡降价和SUV去年基数较低所致，SUV由于去年年底刚上市，现在销量在1000台左右，市场拓展较好。全顺轻客、JMC轻卡分别同比增长0.75%和-13.45%，主要是受累于宏观经济下滑和公司去年同期基数较高所致。
- 2011年1-6月，公司汽车销量105304辆，同比增长19.17%，其中全顺轻客销量为29991辆，同比增长18.88%；轻卡销量38261辆，同比增长12.02%；宝典皮卡和SUV销量37052辆，同比增长27.86%。尽管今年汽车行业整体增速下滑较大，但公司今年上半年销售增速仍达到19.17%，主要是公司所生产的中高端产品迎合了市场对轻客、轻卡高端化的需求。
- 从4月份开始公司汽车销量环比持续下降，主要是因为轻卡、皮卡、轻客等更多的具有生产资料的属性，受实体经济影响较大，它们和中小企业景气度密切相关，今年上半年货币政策从紧使得中小企业经营面临较大压力，开工不足以及资金短缺都限制了对新车的购买。我们认为随着下半年货币紧缩政策开始放松，公司汽车销量有望触底回升。从长周期来看，城市化是轻客、轻卡发展的源动力，经济景气度的周期变化无碍高端轻客、轻卡行业的美好前景。
- 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。

图 1：月度汽车销量及增速



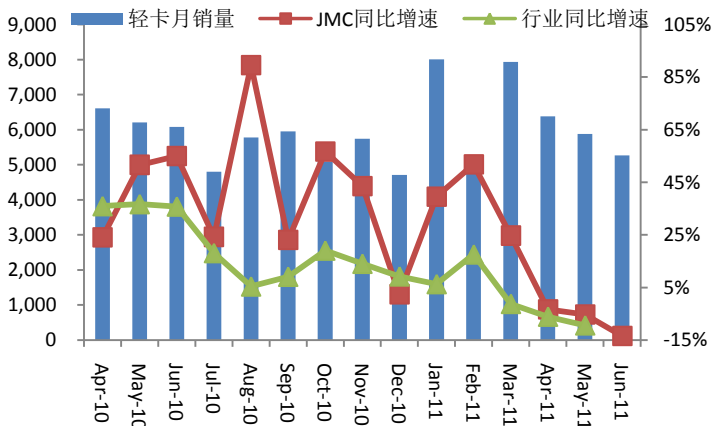
资料来源：公司公告 南京证券研究所

图 2：月度轻客销量及增速



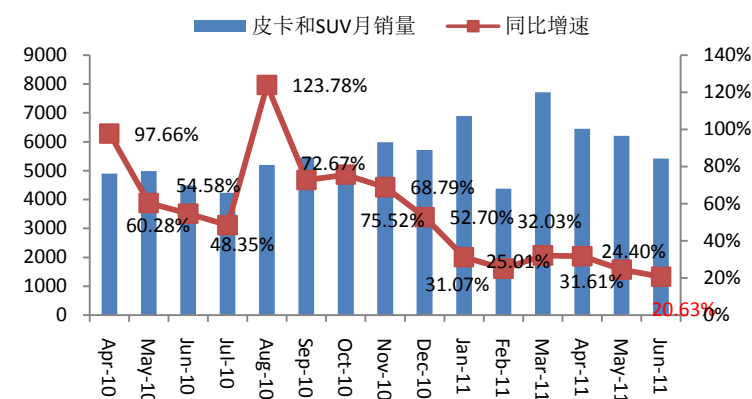
资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 3：月度轻卡销量及增速



资料来源：公司公告 南京证券研究所

图 4：月度皮卡和 SUV 销量及增速



资料来源：CAAM，南京证券研究所

	2011 年销量		2010 年销量		2011 年同比增速		2011 年环比	2010 年环比
	6 月	1-6 月累计	6 月	1-6 月累计	6 月	1-6 月累计	6 月	6 月
福特品牌商用车	4569	29991	4535	25227	0.75%	18.88%	-2.39%	0.07%
JMC 品牌轻卡	5265	38261	6083	34157	-13.45%	12.02%	-10.38%	-2.00%
JMC 品牌皮卡及 SUV	5415	37052	4489	28979	20.63%	27.86%	-12.79%	-10.06%
合计	15249	105304	15107	88363	0.94%	19.17%	-9.04%	-3.96%

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	14.64	11.41	9.44	7.73
其他	96.5	0.0	0.0	0.0	PB	4.08	3.22	2.56	2.05
现金净增加额	189199.1	108941.7	246155.8	55846.7					

法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 推 荐：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。