

交运设备

2011年07月14日



公司研究

公司点评

跟踪评级\_维持: 短期\_推荐, 长期\_A

## 新产品拓展新市场, 业绩稳定增长

——江铃汽车(000550)公司点评

### 核心观点

**事件描述:** 公司于7月14日发布业绩快报, 2011年上半年, 公司共销售整车10.5万辆, 同比增长19.0%。期间共实现营业收入92.2亿元、利润总额12.9亿元和归属母公司的净利润10.8亿元, 分别同比增长20.1%、4.1%和3.5%。实现每股收益1.25元。

#### 点评:

**公司毛利率下滑。**上半年, 公司总共销售整车10.5万辆, 同比增长19%, 其中福特品牌商用车, JMC品牌卡车和JMC品牌皮卡及SUV的销量分别为3.0万辆、3.8万辆和3.7万辆, 分别同比增长18.9%、12.0%和21.1%。公司在销量强劲增长的同时, 净利润仅小幅增长3.5%, 销量和利润增速呈现明显的不匹配, 我们认为主要原因是部分车型调整价格、以及持续高位的原材料价格造成了公司毛利率下滑。

**二季度现疲软, 一季度业绩遭侵蚀。**公司二季度销售状况出现疲软态势, 除皮卡及SUV继续保持25%以上的强劲增速外, 福特商用车仅同比小幅增长3.5%, JMC轻卡同比下滑7.3%, 二季度整体销量同比增长6.0%, 相比一季度34.2%的增速明显放缓。受销量增速趋缓和综合毛利率下降影响, 公司二季度净利率较上年同期下降7.9个百分点, 我们下调公司2010年整车销量预期, 预计全年增速在18%左右。

**SUV壮大产品阵营, 销量缓慢释放。**公司一直立足于商用车中高端市场, 2010年开始调整发展战略, 凭借SUV进军乘用车市场, 积极拓展市场空间。2010年底, 公司推出柴油版SUV驭胜, 该车目前正处在市场培育期。虽然驭胜目前很难和市场主流SUV竞争, 但公司柴油版SUV动力强劲, 且相比同功率汽油SUV节油30%以上, 加上背后福特集团强大的技术和管理支持, 驭胜将逐步打开市场, 预计2011年销售在8000辆左右。

**产能瓶颈将缓解。**公司设计产能10万辆, 2011年上半年公司产销规模就在10万辆以上, 产能不足约束业绩提升。公司正通过技术改造提升产能, 预计2011年产能规模将扩大到24万辆左右。同时, 为了更好的应对未来产销规模的扩大, 公司投资21亿元新建小蓝基地, 项目将于2013年完成, 最大产能将达到30万辆左右。届时, 公司总产能将突破60万辆, 产能瓶颈问题彻底得到解决。

### 股价走势图



### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股)     | 86321.40    |
| 流通A股(万股)    | 51630.84    |
| 52周内股价区间(元) | 20.3-35.72  |
| 总市值(亿元)     | 233.84      |
| 总资产(亿元)     | 112.38      |
| 每股净资产(元)    | 7.10        |
| 目标价         | 6个月<br>12个月 |

### 相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-调研简报-江铃汽车(000550): 新产品推动增长》2010-09-30

### 财务数据与估值

|            | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(百万) | 15768  | 19010  | 22347  | 26258  |
| 同比增速(%)    | 51.13% | 20.56% | 17.56% | 17.50% |
| 净利润(百万)    | 1712   | 2036   | 2339   | 2747   |
| 同比增速(%)    | 62.06% | 18.96% | 14.86% | 17.43% |
| EPS(元)     | 1.98   | 2.36   | 2.71   | 3.18   |
| P/E        | 22.20  | 14.26  | 12.31  | 10.84  |

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 周红军, 丰亮

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**公司未来看点：**1) 加强内部管理，遏制毛利率下滑趋势，预计公司全年毛利率将稳定在 20% 左右；2) 公司立足于中高端商用车市场，轻卡和轻客受益于城市物流规模扩大，市场前景看好；3) 柴油 SUV 在我国 SUV 市场占有率仅在 15% 左右，远低于国际水平，柴油 SUV 的优点将逐渐被人们所认识，加上福特公司在背后的强大支持，驭胜销量有望持续释放，成为公司新增业绩点；4) 公司积极扩张产能，以应对未来激烈的市场竞争，产能瓶颈的突破将为公司铺平业绩持续稳定增长的道路。

**盈利预测：**我们预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 2.36、2.71 和 3.18 元，对应 2011~2013 年动态估值分别为 11.4 倍、10.0 倍和 8.5 倍，给予公司“推荐-A”的评级。提示行业景气度持续下滑，原材料价格继续走高侵蚀公司利润以及新产品拓展低于预期的风险。

**表 1：江铃汽车（000550）盈利预测表**

| 利润表      |      | 单位: 百万元 |        |        |        |        |
|----------|------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度     |      | 2009A   | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 营业收入     |      | 10433   | 15768  | 19010  | 22347  | 26258  |
|          | YOY% | 21.50%  | 51.13% | 20.56% | 17.56% | 17.50% |
| 营业成本     |      | 7707    | 11696  | 14257  | 16760  | 19693  |
| 营业税金及附加  |      | 181     | 287    | 352    | 413    | 486    |
| 营业费用     |      | 770     | 1019   | 1236   | 1453   | 1707   |
| 管理费用     |      | 596     | 820    | 950    | 1117   | 1313   |
| 财务费用     |      | -52     | -93    | -113   | -132   | -156   |
| 资产减值损失   |      | 0.81    | 3.72   | 1.90   | 2.23   | 2.63   |
| 公允价值变动收益 |      | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益    |      | 5.45    | 7.11   | 6.16   | 6.24   | 6.50   |
| 营业利润     |      | 1236    | 2042   | 2332   | 2740   | 3218   |
|          | YOY% | 67.61%  | 65.13% | 14.19% | 17.51% | 17.47% |
| 营业外收入    |      | 8       | 4      | 60     | 24     | 30     |
| 营业外支出    |      | 1       | 13     | 6      | 6      | 8      |
| 利润总额     |      | 1244    | 2033   | 2386   | 2758   | 3240   |
| 所得税      |      | 163     | 286    | 309    | 369    | 437    |
| 净利润      |      | 1080    | 1747   | 2077   | 2388   | 2803   |
| 少数股东损益   |      | 24      | 35     | 41     | 49     | 57     |
| 归属母公司净利润 |      | 1056.13 | 1712   | 2036   | 2339   | 2747   |
|          | YOY% | 34.66%  | 62.06% | 18.96% | 14.86% | 17.43% |
| EBITDA   |      | 1401    | 2137   | 2552   | 2923   | 3404   |
| EPS（元/股） |      | 1.22    | 1.98   | 2.36   | 2.71   | 3.18   |

资料来源：公司公告，国都证券

## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                             |
|--------------------|----|-----------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                          |
| 短期评级               | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级               | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平   |
|                    | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平   |
|                    | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平   |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                         |
|--------------------|------|-------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                      |
| 短期评级               | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上    |
|                    | 推荐   | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间  |
|                    | 中性   | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
|                    | 回避   | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上     |
| 长期评级               | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平  |
|                    | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
|                    | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平  |

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域         | E-mail                 | 研究员 | 研究领域      | E-mail               |
|-----|--------------|------------------------|-----|-----------|----------------------|
| 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com   | 许维鸿 | 首席宏观研究员   | xuweihong@guodu.com  |
| 李元  | 机械设备         | liyuan@guodu.com       | 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com |
| 邓婷  | 金融、传媒        | dengting@guodu.com     | 邹文军 | 房地产       | zouwenjun@guodu.com  |
| 潘蕾  | 医药           | panlei@guodu.com       | 曹源  | 策略研究、固定收益 | caoyuan@guodu.com    |
| 刘芬  | 汽车及零部件、钢铁    | liufen@guodu.com       | 鲁儒敏 | 公用事业、环保   | lurumin@guodu.com    |
| 肖世俊 | 有色金属、新能源     | xiaoshijun@guodu.com   | 魏静  | 工程机械、普通机械 | weijing@guodu.com    |
| 赵宪栋 | 商业           | zhaoxiandong@guodu.com | 姜瑛  | IT        | jiangying@guodu.com  |
| 张婧  | 建筑建材         | zhangjingyj@guodu.com  | 王双  | 化工        | wangshuang@guodu.com |
| 李韵  | 纺织服装、轻工制造    | liyun@guodu.com        | 吴昊  | 宏观经济、固定收益 | wuhao@guodu.com      |
| 李春艳 | 基金联络         | lichunyan@guodu.com    |     |           |                      |