

江铃汽车 (000550)

市场份额提升，价格调整与税费增加拖累业绩增长

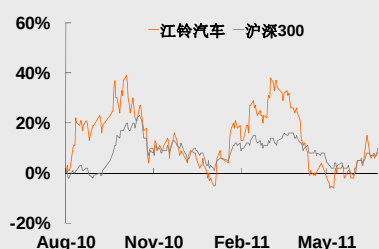
推荐 (维持)

现价：22.48 元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.jmc.com.cn
大股东/持股	江铃控股有限公司 /41.03%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	863
流通 A 股(百万股)	516
流通 B/H 股(百万股)	344
总市值(亿元)	194.05
流通 A 股市值(亿元)	116.07
每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	42.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

余兵	S1060511010004 021-33830530 yubing006@pingan.com.cn
王德安	S1060511010006 021-33830392 wangdean002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项

江铃汽车披露 2011 年中报：实现营业收入 92.2 亿元，同比增长 20.1%；净利润 10.8 亿元，同比增长 3.5%；每股收益 1.25 元；每股净资产 7.56 元。

平安观点

- **价格调整推动销量增长，同时拉低毛利率水平。**1Q11 公司进行策略性价格调整，降低部分产品价格，并进行了一系列促销活动，提升了公司市场份额。同时降价促销活动导致公司 1Q11 毛利率下滑严重，虽然 2Q11 有所回升，但无法阻止 1H11 毛利率下滑态势，导致公司利润增长低于收入增长。由于降价促销活动只是短期市场营销行为，我们预计未来公司毛利率水平将保持在 2Q11 水平以上。
- **税费均有不同程度增长，拖累业绩增长。**由于城市维护建设税及教育费附加增加以及销量增加带来的消费税增加，导致公司 1H11 营业税金及附加同比增加 1.3 亿元，上升比例为 100%。公司 1H11 广告费用快速增长推高了公司销售费用率，同时研发费用的增长提升了公司管理费用率。
- **市场份额持续提升，竞争力进一步增强。**1H11 公司在中国商用车市场取得了约 3.1% 的市场份额，同比增加 0.6 个百分点，特别是全顺在轻客市场的占有率达 21.3%，同比增加 1.5 个百分点，进一步提升公司在轻客市场话语权，占据市场竞争有利位置。我们推测全顺轻客是公司毛利率最高的产品，该产品市场份额提升，也有助于维持公司盈利水平。
- **新投项目逐渐完成，拓展未来增长空间。**2012 年 N350、N900 整车项目和 JX4D24 发动机项目将会逐步建成投产，其它部分投资项目会在 2013 年完成，新产品的不断推出和现有产品持续升级，将会增强公司市场竞争力，并带来未来业绩增长。
- **盈利预测与投资评级。**考虑到公司毛利率下滑和税金增加的影响，我们调低了公司盈利预测，预计 2011-2013 年每股收益分别为 2.09、2.67、3.80 元。考虑到公司在轻型商用车市场领先地位以及新投项目逐渐完成投产，预计未来业绩增长可期，维持“推荐”投资评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,433	15,768	19,140	24,046	31,523
YoY(%)	21.5	51.1	21.4	25.6	31.1
净利润(百万元)	1,056	1,712	1,805	2,307	3,279
YoY(%)	34.7	62.1	5.4	27.8	42.1
毛利率(%)	26.1	25.8	24.7	24.8	25.8
净利率(%)	10.1	10.9	9.4	9.6	10.4
EPS(摊薄/元)	1.22	1.98	2.09	2.67	3.80
P/E	18.4	11.4	10.8	8.4	5.9

■ 风险提示：市场竞争加剧，影响公司收入和业绩增长；原材料和人工成本上涨。

图表1 江铃汽车分车型销量 单位：辆

产品	2011 年		2010 年		增长幅度	
	6 月	累计	6 月	累计	6 月	累计
福特品牌商用车	4,569	29,991	4,535	25,227	0.7%	18.9%
JMC 品牌卡车	5,265	38,261	6,083	34,157	-13.4%	12.0%
JMC 品牌皮卡及 SUV	5,415	37,052	4,489	28,979	20.6%	27.9%
合计	15,249	105,304	15,107	88,363	0.9%	19.2%

资料来源：公司公告

图表2 江铃汽车单季度业绩 单位：万元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	同比增长	环比增长
营业总收入	356,567	411,014	396,595	412,613	472,735	449,419	9.3%	-4.9%
销量	41,300	47,063	44,597	46,039	55,443	49,861	5.9%	-10.1%
均价	8.63	8.73	8.89	8.96	8.53	9.01	3.2%	5.7%
净利润	49,459	54,734	41,107	25,862	54,771	53,100	-3.0%	-3.0%
EPS (元)	0.57	0.63	0.48	0.30	0.63	0.62	-3.0%	-3.0%
							同比增加	环比增加
毛利率	26.24%	25.91%	25.51%	25.68%	23.26%	25.14%	-0.77	1.88
销售费用率	5.15%	4.80%	7.07%	8.66%	3.81%	4.95%	0.14	1.14
管理费用率	3.61%	3.85%	4.93%	8.18%	3.31%	4.25%	0.40	0.94
财务费用率	-0.52%	-0.56%	-0.55%	-0.73%	-0.74%	-1.00%	-0.45	-0.26
三项费用率	8.25%	8.10%	11.45%	16.11%	6.38%	8.20%	0.10	1.82
净利率	13.87%	13.32%	10.36%	6.27%	11.59%	11.82%	-1.50	0.23

资料来源：公司公告

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5336	8075	9668	12559	16728	营业收入	10433	15768	19140	24046	31523
现金	3914	5813	6812	9059	12168	营业成本	7707	11696	14419	18092	23399
应收账款	67	166	204	238	324	营业税金及附加	181	287	335	422	555
其他应收款	8	12	16	19	25	营业费用	770	1019	1237	1554	2037
预付账款	182	306	355	452	586	管理费用	596	820	1045	1282	1700
存货	1060	1436	1929	2366	3052	财务费用	-52	-93	-29	-37	-51
其他流动资产	105	341	352	425	572	资产减值损失	1	4	4	3	3
非流动资产	2959	3163	3205	3134	3070	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	17	18	0	0	0	投资净收益	5	7	6	6	7
固定资产	1987	2259	2176	2082	1982	营业利润	1236	2042	2137	2737	3886
无形资产	316	309	283	257	231	营业外收入	8	4	6	5	5
其他非流动资产	639	577	746	794	857	营业外支出	1	13	6	6	7
资产总计	8294	11238	12874	15693	19797	利润总额	1244	2033	2136	2736	3885
流动负债	3147	4762	5321	6461	8092	所得税	163	286	294	380	538
短期借款	25	25	27	26	26	净利润	1080	1747	1842	2356	3347
应付账款	2043	3118	3837	4817	6229	少数股东损益	24	35	38	49	69
其他流动负债	1079	1620	1457	1618	1837	归属母公司净利润	1056	1712	1805	2307	3279
非流动负债	200	233	150	156	158	EBITDA	1477	2254	2446	3071	4244
长期借款	8	7	7	7	7	EPS (元)	1.22	1.98	2.09	2.67	3.80
其他非流动负债	193	226	143	149	151						
负债合计	3347	4995	5471	6617	8250	主要财务比率					
少数股东权益	103	115	153	202	270	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
股本	863	863	863	863	863	成长能力					
资本公积	839	839	839	839	839	营业收入	21.5%	51.1%	21.4%	25.6%	31.1%
留存收益	3141	4425	5547	7171	9575	营业利润	67.6%	65.1%	4.7%	28.1%	42.0%
归属母公司股东权益	4844	6127	7250	8874	11278	归属于母公司净利润	34.7%	62.1%	5.4%	27.8%	42.1%
负债和股东权益	8294	11238	12874	15693	19797	获利能力					
						毛利率(%)	26.1%	25.8%	24.7%	24.8%	25.8%
现金流量表						净利率(%)	10.1%	10.9%	9.4%	9.6%	10.4%
单位:百万元						ROE(%)	21.8%	27.9%	24.9%	26.0%	29.1%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	21.1%	27.2%	24.9%	26.1%	29.2%
经营活动现金流	3114	2718	2067	3180	4268	偿债能力					
净利润	1080	1747	1842	2356	3347	资产负债率(%)	40.4%	44.4%	42.5%	42.2%	41.7%
折旧摊销	292	305	339	372	409	净负债比率(%)	0.99%	0.64%	0.63%	0.50%	0.41%
财务费用	-52	-93	-29	-37	-51	流动比率	1.70	1.70	1.82	1.94	2.07
投资损失	-5	-7	-6	-6	-7	速动比率	1.36	1.39	1.45	1.58	1.69
营运资金变动	1811	779	-126	502	568	营运能力					
其他经营现金流	-11	-13	48	-6	2	总资产周转率	1.46	1.61	1.59	1.68	1.78
投资活动现金流	-416	-373	-418	-286	-336	应收账款周转率	88.7	134.5	102.9	108.2	111.6
资本支出	489	460	450	300	350	应付账款周转率	5.02	4.53	4.15	4.18	4.24
长期投资	0	0	-18	0	0	每股指标 (元)					
其他投资现金流	73	87	15	14	14	每股收益(最新摊薄)	1.22	1.98	2.09	2.67	3.80
筹资活动现金流	-296	-445	-651	-647	-824	每股经营现金流(最新摊薄)	3.61	3.15	2.39	3.68	4.94
短期借款	-14	-0	2	-1	0	每股净资产(最新摊薄)	5.61	7.10	8.40	10.28	13.06
长期借款	-0	-1	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	18.4	11.4	10.8	8.4	5.9
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.0	3.2	2.7	2.2	1.7
其他筹资现金流	-282	-444	-653	-646	-824	EV/EBITDA	13.5	8.9	8.2	6.5	4.7
现金净增加额	2402	1899	999	2247	3109						

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257