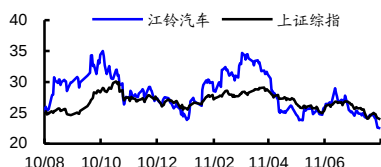


证券研究报告—动态报告
汽车汽配
汽车
江铃汽车(000550)
推荐
2011 年半年报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	863.2/516.3
总市值 (百万元)	19,508.6/19,443.0
沪深 300/深圳成指	2,515.86/11,112.64
12 个月最高/最低 (元)	35.00/22.60

相关研究报告:

《江铃汽车-000550-市场份额提升 未来增长确定》——2011-3-18

《江铃汽车-000550-2010 年三季报点评: 盈利优异, 前景看好》——2010-10-25

《江铃汽车-000550-2010 年半年报点评: 优异的成本控制显著提升盈利》——2010-8-24

《江铃 2010 年一季报点评: 维持高利润率, 盈利大幅释放》——2010-4-26

证券分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120011

半年报点评

短期盈利能力下滑不改中长期价值

●业绩略低于预期

报告期公司分别实现收入、净利 92.2、10.8 亿元, 同比分别增长 20.1%、3.5%, 折合 EPS1.25 元, 略低于预期, 原因是降价、成本、税收综合影响盈利能力。

●销量表现较好, 市场份额提升

上半年公司销量 10.5 万辆, 同比增长 19.2%, 其中全顺轻客、轻卡、皮卡及 SUV 销量同比分别增长 18.9%、12.0%、27.9%, 销量表现较好。1H11 公司整体、轻卡 (含皮卡)、全顺市场占有率分别同比提升 0.6、1.0、1.5 个百分点。

●公司战略降价、成本上涨、税收因素影响短期盈利能力

毛利率有所下滑: 1H11 公司毛利率同比下降 1.9 个百分点至 24.2%, 主要原因是公司为扩大份额, 对部分产品战略性降价, 相关成本上涨也有一定影响。我们认为降价初期对毛利率影响较大, 随着市场份额扩大, 盈利能力将逐步恢复。2Q11 毛利率环比增长 1.8 个百分点至 25.1%, 基本达到去年同期水平。

费用率稳定, 税收因素影响盈利: 报告期公司三项费用率合计同比下降 0.9 个百分点, 主要是公司更改三包费用会计估计变更抵消了促销推广费用增长。内外资企业统一教育及城建附加增加公司营业税金及附加 0.74 亿元, 影响盈利。

●风险提示

N350 等新品推广低于预期, 轻型商用车市场整体下滑的系统性风险。

●小幅下调盈利预测, 维持“推荐”评级

小幅下调公司 2011-2013 年盈利预测至 2.28 (9.9x)、2.69 (8.4x)、3.11 (7.2x)。公司产品定位中高端, 受益城市物流需求增长, 扩大市场份额措施卓有成效, 预计未来盈利能力将逐步恢复。N350 有望初步放量, 后续产品储备丰富, 13 年小蓝基地投产将解决产能瓶颈, 短期产能利用率仍将维持高位。目前股价已充分反映对短期盈利能力下滑的担心, 维持对公司“推荐”的投资评级。

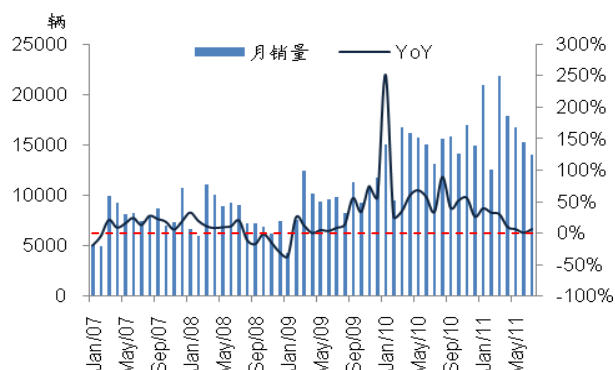
独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

盈利预测和财务指标

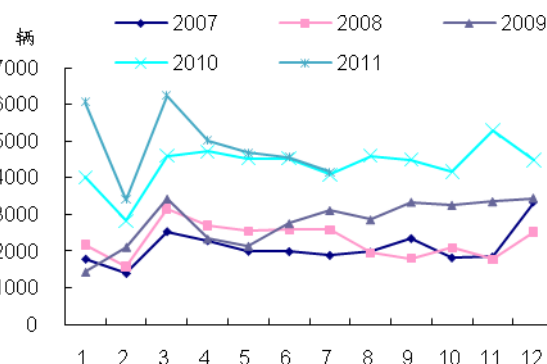
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,433	15,768	19,237	22,507	25,996
(+/-%)	21.5%	51.1%	22.0%	17.0%	15.5%
净利润(百万元)	1,056	1,712	1,967	2,322	2,680
(+/-%)	34.7%	62.1%	14.9%	18.1%	15.4%
每股收益 (元)	1.22	1.98	2.28	2.69	3.11
EBIT Margin	12.0%	12.9%	11.3%	11.9%	12.5%
净资产收益率 (ROE)	21.8%	27.9%	26.3%	25.6%	24.5%
市盈率 (PE)	18.5	11.4	9.9	8.4	7.2
EV/EBITDA	12.7	8.4	9.8	8.3	7.1
市净率 (PB)	4.0	3.2	2.6	2.1	1.8

图 1: 公司整体月销量及同比增速 (2007.1-2011.7)



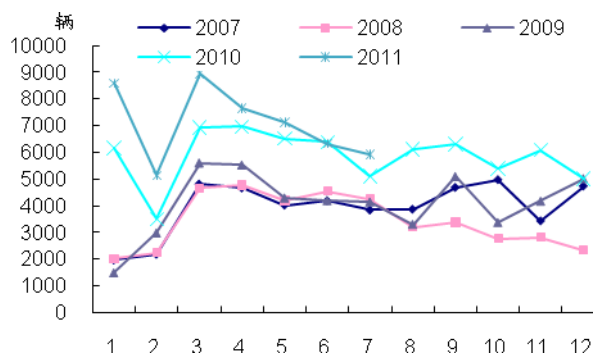
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 全顺轻客月销量季节性波动 (2007.1-2011.7)



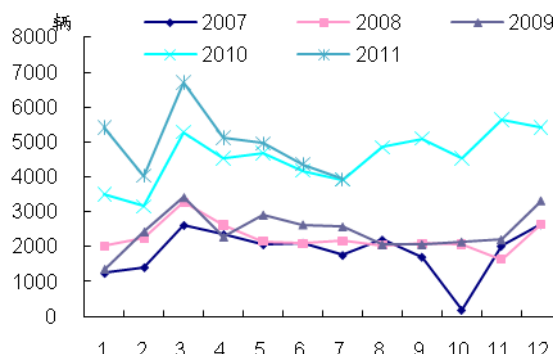
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 轻卡、面包、SUV 月销量季节性波动 (2007.1-2011.7)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 皮卡月销量季节性波动 (2007.1-2011.7)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5813	6162	7893	10080	营业收入	15768	19237	22507	25996
应收款项	495	791	740	570	营业成本	11696	14278	16578	19040
存货净额	1436	1585	1840	2114	营业税金及附加	287	510	596	689
其他流动资产	331	385	450	520	销售费用	1019	1260	1474	1664
流动资产合计	8075	8923	10923	13284	管理费用	820	1011	1181	1362
固定资产	2631	3373	3988	4375	财务费用	(93)	(178)	(209)	(268)
无形资产及其他	309	299	289	278	投资收益	7	6	6	6
投资性房地产	205	178	0	0	资产减值及公允价值变动	(4)	0	0	0
长期股权投资	18	18	18	18	其他收入	0	0	0	0
资产总计	11238	12791	15217	17955	营业利润	2042	2362	2893	3515
短期借款及交易性金融负债	25	25	25	25	营业外净收支	(8)	0	0	0
应付款项	3118	3567	4140	4756	利润总额	2033	2362	2893	3515
其他流动负债	1619	1338	1555	1784	所得税费用	286	354	521	773
流动负债合计	4762	4930	5720	6565	少数股东损益	35	41	50	61
长期借款及应付债券	7	7	7	7	归属于母公司净利润	1712	1967	2322	2680
其他长期负债	226	226	226	226					
长期负债合计	233	233	233	233	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4995	5163	5953	6798		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	115	144	178	221	净利润	1712	1967	2322	2680
股东权益	6127	7484	9086	10936	资产减值准备	3	(4)	0	0
负债和股东权益总计	11238	12791	15217	17955	折旧摊销	305	332	394	450
					公允价值变动损失	4	0	0	0
					财务费用	(93)	(178)	(209)	(268)
					营运资本变动	741	(307)	698	672
					其它	23	32	35	42
					经营活动现金流	2787	2020	3449	3845
					资本开支	(426)	(1061)	(999)	(827)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(427)	(1061)	(999)	(827)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(1)	(0)	0	0
					支付股利、利息	(444)	(610)	(720)	(831)
					其它融资现金流	428	(0)	0	0
					融资活动现金流	(461)	(610)	(720)	(831)
					现金净变动	1899	349	1731	2187
					货币资金的期初余额	3914	5813	6162	7893
					货币资金的期末余额	5813	6162	7893	10080
					企业自由现金流	2529	816	2290	2824
					权益自由现金流	2957	967	2461	3032

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinng@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn