

江铃汽车 (000550.sz)

持续稳定增长，新产品值得期待

汤俊 汽车行业 研究员

电话: 020-87555888-628

eMail: tj5@gf.com.cn

公司业绩增长符合预期

2007 年公司实现销售收入 84.56 亿元，同比增长 10.46%，净利润 6.27 亿元，同比增长 16.48%，业绩符合预期。

成本控制能力确保盈利空间

良好的成本控制能力仍确保了公司较高的毛利率水平。2007 年公司的毛利率达到 24.79%，比 2006 年高了 0.86 个百分点。

市场竞争压力增大

从公司各产品在市场上的表现来看，公司各产品的市场占有率有所下降，市场竞争压力增大。

新产品值得期待

V348 的上市、N900 项目与 N350 项目进一步推进，将有效的拓宽公司的产品系列，提升公司在轻型商用车市场的竞争优势。

风险提示

原材料价格持续上涨，公司内部无法消化成本上升的压力；轻型商用车市场竞争压力增大；所得税率存在提高的可能。

盈利预测

我们预测 2008 年-2010 年的每股收益分别为 0.96 元、1.10 元、1.20 元，一年内合理价值在 22 元。维持“买入”评级。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	7,368.55	8,455.55	9977.55	11474.18	12621.60
EBITDA(百万元)	966.40	1010.96	1110.38	1294.64	1461.78
净利润(百万元)	603.61	759.16	825.32	945.32	1039.64
净利润增长率	21.84%	25.77%	8.77%	14.54%	9.98%
每股收益(元)	0.700	0.880	0.960	1.100	1.200
市盈率	17.71	23.78	22.91	20.00	18.19
市净率	3.52	5.12	4.50	3.85	3.31
EV/EBITDA	9.20	14.03	17.03	14.60	12.93
每股红利(元)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
股息率(%)	3.36	1.43	1.43	1.43	1.43

来源: 江铃汽车股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

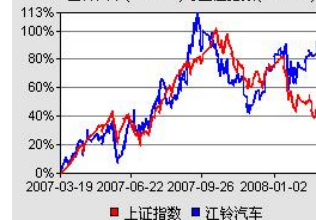
公司评级

买入

当前价格(元)	16.66
目标价格(元)	22.00
前次评级	买入

股价走势

江铃汽车(000550)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-25.62%	-13.36%	35.63%
上证综指	-17.54%	-11.53%	49.58%

股票数据

总股本(万股)	86,321.40
流通 A 股(万股)	54,652.12
主要股东:	

江铃控股有限公司

主要股东持股比例	41.03%
流通 A 股比例	63.31%

财务比率

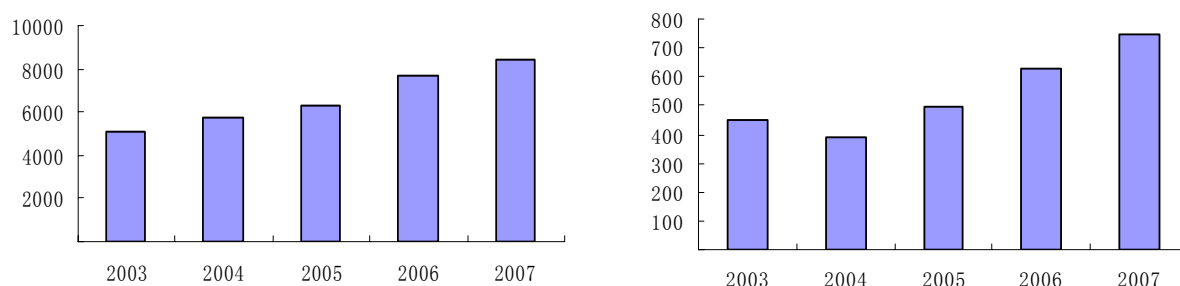
ROE	21.52%
ROA	12.40%
资产负债率	40.97%
每股净资产(元)	4.09

2007 年报数据

公司业绩增长符合预期

2007年公司销售了95059辆整车，比去年同期增长了11.55%。实现销售收入84.56亿元，同比增长10.46%，净利润6.27亿元，同比增长16.48%，业绩符合预期。

图1：江铃汽车主营业务收入情况 单位：百万元 图2：江铃汽车净利润情况 单位：百万元

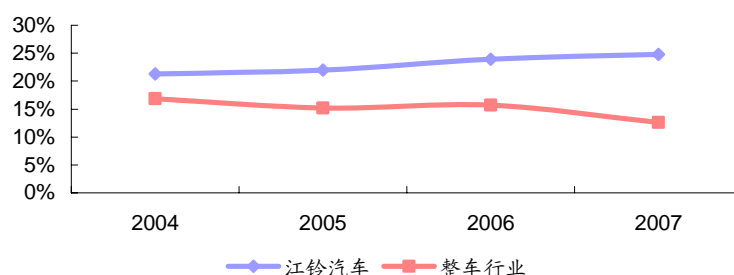


数据来源：公司财务报表

成本控制能力确保盈利空间

公司在2007年面临不断上涨的成本压力以及由低价位对手带来的市场份额的压力，公司在2007年1月降低了宝威SUV、皮卡、运霸及全顺物流车的价格，但是良好的成本控制能力仍确保了公司较高的毛利率水平。2007年公司的毛利率达到24.79%，比2006年高了0.86个百分点。

图3：2004年-2007年公司毛利率与行业整体变化情况对比



数据来源：wind资讯

市场竞争压力增大

从公司各产品在市场上的表现来看，公司各产品的市场占有率有

所下降，市场竞争压力增大。轻客系列（全顺与运霸）实现销量2.66万辆，同比增长15.53%，低于柴油轻客市场20.37%的市场增长，目前公司在柴油轻客的市场份额为38.00%，比去年同期下降了1.68个百分点。轻卡系列（含皮卡、宝威）总共销售6.76万辆，同比增长10.03%，低于轻卡行业17.64%的增长水平，主要原因在于公司皮卡销量在低端皮卡的冲击下出现了下滑。

表1：2007年江铃汽车各产品的销量

	销量（辆）	同比增长
全顺	26585	15.95%
JMC轻卡	38752	17.66%
皮卡	23982	-3.75%
运霸	921	4.54%
宝威	4819	36.01%
合计	95059	11.55%

数据来源：公司财务报表

新产品值得期待

公司的全顺新世代已于2008年1月7日在上海宣布上市，其中长轴中顶标准型售价19.88万元，长轴中顶加长型售价22.38万元。这款车搭载了福特全新一代的高性能柴油发动机，在车辆行驶的动力性与平顺性上都有较大的提升，产品的排放已达欧IV标准；从车型的车身设计来看，V348在内部空间、承载能力等方面大大提高了产品的行驶舒适性以及功能的多样性。我们认为新产品在将进一步巩固江铃在高端轻客市场的地位。但是就目前市场相关竞争产品的价格分析，新款全顺较高的售价还需要市场进一步消化。预计其匹配发动机的国产化将有效缓解价格竞争的压力。

同时，N900项目与N350项目进一步推进，将有效的拓宽公司的产品系列，提升公司在轻型商用车市场的竞争优势。

盈利预测与投资评级

盈利假设

- 1、假设公司2008年-2010年的主营业务收入增长分别为18%、15%、10%。
- 2、假设公司在良好的成本控制能力下保持毛利率稳定；
- 3、假设激烈的市场竞争以及新产品项目的推进将加大销售费用以及管理费用的投入；
- 4、假设公司的所得税率维持15%不变。

盈利预测

基于以上假设，我们认为公司2008年-2010年的营业收入分别为

99.78亿元、114.74亿元、126.22亿元，归属母公司所有者的净利润为8.25亿元、9.45亿元、10.40亿元，按照目前的总股本8.63亿股计算，每股收益分别为0.96元、1.10元、1.20元。按2009年20倍市盈率，一年内合理价值为22元，我们给予“买入”的评级。

表 2: 利润表预测

	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	7654.74	8455.55	9977.55	11474.18	12621.60
营业收入	7654.74	8455.55	9977.55	11474.18	12621.60
二、营业总成本	6909.40	7607.00	8990.69	10349.65	11384.88
营业成本	5823.30	6359.45	7504.11	8640.06	9504.06
营业税金及附加	129.89	145.21	171.61	197.36	217.09
销售费用	494.48	618.71	728.36	837.62	921.38
管理费用	498.36	536.55	633.57	728.61	801.47
财务费用	-43.48	-55.34	-49.89	-57.37	-63.11
资产减值损失	6.85	2.42	2.91	3.38	3.98
三、其他经营收益	.00	.00	.00	.00	.00
公允价值变动净收益	.00	.00	.00	.00	.00
投资净收益	5.63	8.71	9.98	11.47	12.62
汇兑净收益	.00	.00	.00	.00	.00
四、营业利润	750.98	857.26	996.84	1136.00	1249.34
加：营业外收入	3.18	7.51	6.15	.00	.00
减：营业外支出	4.82	4.75	11.20	.00	.00
五、利润总额	749.34	860.03	991.79	1136.00	1249.34
减：所得税	93.18	84.96	148.77	170.40	187.40
加：未确认的投资损失	.00	.00	.00	.00	.00
六、净利润	656.16	775.07	843.02	965.60	1061.94
减：少数股东损益	27.23	16.29	17.70	20.28	22.30
归属于母公司所有者的净利润	628.93	758.78	825.32	945.32	1039.64

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

风险提示

原材料价格持续上涨，公司内部无法消化成本上升的压力；轻型商用车市场竞争压力增大，公司的中高端定位的产品可能持续受到低端产品的冲击；所得税率存在提高的可能。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。