

G江铃 (000550)

上半年形势喜人 下半年或会调整

-G江铃 (000550) 中期业绩简要分析

张欣  
10-82001544  
gtjazhangxin@hotmail.com

本报告导读:

2006年上半年江铃汽车就已经取得EPS0.50元的不俗业绩。那么下半年是否仍能保持这样的势头?是否会呈现前高后低的态势?投资者又该如何操作?

投资要点:

- 江铃汽车2006年上半年产销再创新纪录,其中客车增长而卡车微降。EPS已接近去年全年水平。
- 虽然伴随着产销规模扩大,费用支出有所增长,但并未影响到盈利,成本控制是关键因素。
- 由于“两车一机”项目投入巨大,未来企业将会面临投资转固而增加折旧等成本的巨大压力。2006年业绩或呈现“前高后低”态势,全年EPS有望达到0.85元水平。
- 目前二级市场股价基本反映内在价值。综合评判维持“谨慎增持”投资评级不变。

评级: **谨慎增持**  
上次评级: 谨慎增持  
目标价格: **¥9.00**  
上次预测: -  
当前价格: **¥8.77**  
**2006.08.15**

交易数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 52周内股价区间(元)   | 4.68 ~ 10.90 |
| 总市值(百万元)      | 7,570        |
| 总股本/流通A股(百万股) | 863/462      |
| 流通B股/H股       |              |
| 流通股比例         | 0.53         |
| 日均成交量(百万股)    | 3.5          |
| 日均成交值(百万元)    | 23.5         |

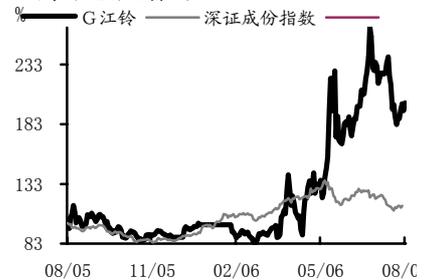
资产负债表摘要(06/06A)

|           |         |
|-----------|---------|
| 股东权益(百万元) | 2864.45 |
| 每股净资产     | 3.32    |
| 市净率       | 2.64    |
| 净现金(百万元)  | 2096.87 |

| EPS(元) | 2005A | 2006E |
|--------|-------|-------|
| Q1     | 0.090 | 0.260 |
| Q2     | 0.210 | 0.240 |
| Q3     | 0.211 | 0.200 |
| Q4     | 0.059 | 0.146 |
| 全年     | 0.570 | 0.846 |

注: 2006Q3、2006Q4以及2006全年为预测值

52周内股价走势图



| 财务摘要(百万元)  | 2004A   | 2005A   | 2006E   | 2007E   | 2008E |
|------------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 主营收入       | 5770.68 | 6280.64 | 7536.76 | 8667.28 | 0     |
| (+/-)%     | 13.26   | 8.84    | 20.00   | 15.00   | 0     |
| 经营利润(EBIT) | 477.27  | 565.46  | 665.87  | 770.00  | 0     |
| (+/-)%     | -13.35  | 18.48   | 17.76   | 15.64   | 0     |
| 净利润        | 386.86  | 495.43  | 731.07  | 801.72  | 0     |
| (+/-)%     | -13.80  | 28.07   | 47.56   | 9.66    | 0     |
| 每股净收益(元)   | 0.448   | 0.574   | 0.847   | 0.929   | 0     |
| 每股股利(元)    | -       | -       | -       | -       | -     |

| 利润率和估值指标   | 2004A | 2005A | 2006E | 2007E | 2008E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率(%)   | 19.79 | 20.17 | 20.00 | 20.00 | -     |
| 净资产收益率(%)  | 15.41 | 17.24 | 20.86 | 19.73 | -     |
| 投入资本回报率(%) | -     | -     | -     | -     | -     |
| EV/EBITDA  | 2.35  | 2.39  | 3.17  | 2.84  | -     |
| 市盈率        | 11.56 | 10.44 | 10.36 | 9.69  | -     |
| 股息率(%)     | -     | -     | -     | -     | -     |

| 升幅(%) | 1M    | 3M   | 12M   |
|-------|-------|------|-------|
| 绝对升幅  | -11.8 | 60.7 | 110.1 |
| 相对指数  | -5.2  | 68.7 | 83.3  |

相关报告

《立足“两车一机” 谋求更大发展》2006年4月18日

模型更新时间: 2005.08.11

股票研究

运输设备业  
运输设备制造业

## G江铃(000550)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

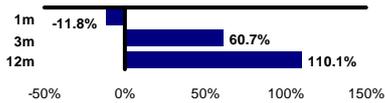
目标价格: **¥9.00**

上次预测: -

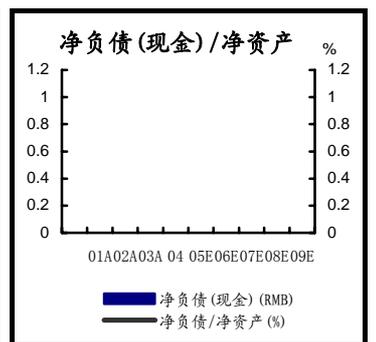
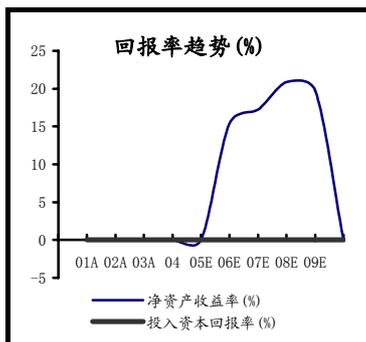
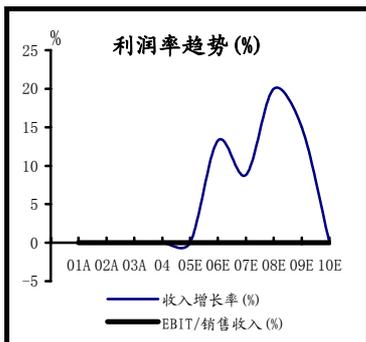
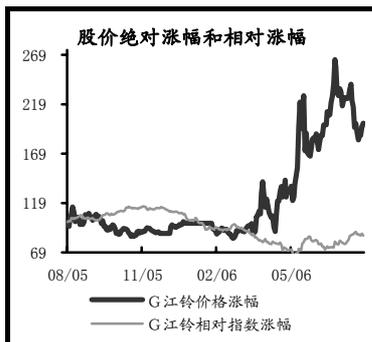
当前价格: **¥8.77**

| 财务预测(单位: 百万元) | 1999A   | 2000A   | 2001A   | 2002A   | 2003A   | 2004A   | 2005A   | 2006E   | 2007E   | 2008E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| <b>损益表</b>    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |       |
| 主营业务收入        | 2 434.8 | 2 825.1 | 3 379.0 | 4 270.8 | 5 094.9 | 5770.68 | 6280.64 | 7536.76 | 8667.28 | 0     |
| 主营业务成本        | 1 897.5 | 2 109.2 | 2 504.7 | 3 149.4 | 3 757.5 | 4543.84 | 4900.41 | 5652.57 | 6500.46 | 0     |
| 税金及附加         | 36.85   | 43.47   | 46.24   | 54.89   | 79.76   | 84.81   | 113.11  | 0       | 0       | 0     |
| 主营业务利润        | 505.37  | 672.11  | 828.06  | 1 066.6 | 1 264.6 | 1142.02 | 1267.11 | 1507.35 | 1733.46 | 0     |
| 其他业务利润        | 12.95   | 14.02   | 12.50   | 22.80   | 21.07   | 28.99   | 51.50   | 0       | 0       | 0     |
| 营业费用          | 135.97  | 178.45  | 218.20  | 298.33  | 315.04  | 685.61  | 733.73  | 899.04  | 1005.40 | 0     |
| 管理费用          | 373.74  | 332.19  | 362.79  | 392.59  | 419.86  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| EBIT          | -176.42 | 63.91   | 101.16  | 345.92  | 535.63  | 477.27  | 565.46  | 665.87  | 770.00  | 0     |
| 财务费用          | 149.49  | 194.02  | 97.32   | 53.02   | 11.56   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 营业利润          | -155.69 | 46.16   | 162.26  | 345.46  | 539.24  | 485.40  | 584.88  | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 所得税           | 3.03    | 3.46    | 4.76    | 23.26   | 48.44   | 67.93   | 70.06   | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 少数股东损益        | 3.13    | 7.17    | 7.59    | 23.86   | 38.39   | 29.42   | 21.97   | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 净利润           | -182.59 | 53.29   | 100.85  | 286.76  | 448.81  | 386.86  | 495.43  | 731.07  | 801.72  | 0     |
| <b>资产负债表</b>  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |       |
| 货币资金、短期投资     | 417.53  | 760.77  | 606.39  | 816.73  | 983.94  | 1361.47 | 1959.46 | 2147.98 | 2275.16 | 0     |
| 其他流动资产        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 长期投资          | 13.89   | 13.71   | 9.52    | 15.09   | 18.89   | 20.07   | 21.25   | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 固定资产合计        | 2 296.9 | 2 429.2 | 2 559.1 | 2 638.0 | 2 709.0 | 2 730.2 | 2 884.1 | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 无形及其他资产       | 718.97  | 656.06  | 465.82  | 346.16  | 257.42  | 245.22  | 239.14  | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 资产合计          | 4 501.1 | 4 302.0 | 3 666.6 | 3 581.9 | 3 802.3 | 4132.63 | 4663.72 | 5652.57 | 6500.46 | 0     |
| 流动负债          | 1 997.4 | 1 482.1 | 1 250.5 | 1 270.2 | 1 240.1 | 1 388.4 | 1 661.3 | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 长期负债          | 1 567.4 | 1 104.4 | 731.09  | 404.89  | 191.11  | 121.11  | 10.83   | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 股东权益          | 1 579.5 | 1 654.3 | 1 616.3 | 1 818.1 | 2 258.8 | 2510.60 | 2873.99 | 3504.60 | 4062.79 | 0     |
| 投入资本(IC)      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| <b>现金流量表</b>  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |       |
| NOPLAT        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 折旧与摊销         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 流动资金增量        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 资本支出          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 自由现金流         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 经营现金流         | 963.43  | 1 046.0 | 681.18  | 990.40  | 826.49  | 764.53  | 1010.07 | 866.73  | 866.73  | 0     |
| 投资现金流         | -96.75  | -306.14 | -92.44  | -110.91 | -159.23 | -76.95  | -183.67 | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 融资现金流         | -663.13 | -296.51 | -742.96 | -668.90 | -500.62 | -310.31 | -228.33 | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 现金流净增加额       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| <b>财务指标</b>   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |       |
| <b>成长性</b>    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |       |
| 收入增长率         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 13.26   | 8.84    | 20.00   | 15.00   | 0     |
| EBIT增长率       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | -13.35  | 18.48   | 17.76   | 15.64   | 0     |
| 净利润增长率        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | -13.80  | 28.07   | 47.56   | 9.66    | 0     |
| 利润率           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 毛利率           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 19.79   | 20.17   | 20.00   | 20.00   | 0     |
| EBIT率         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 净利润率          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| <b>收益率</b>    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |       |
| 净资产收益率(ROE)   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 15.41   | 17.24   | 20.86   | 19.73   | 0     |
| 总资产收益率(ROA)   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 9.36    | 10.62   | 12.93   | 12.33   | 0     |
| 投入资本回报率       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| <b>运营能力</b>   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |       |
| 存货周转天数        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 35.30   | 36.37   | 32.85   | 34.22   | 0     |
| 应收账款周转天数      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 9.13    | 6.74    | 6.84    | 5.48    | 0     |
| 总资产周转率        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 261.39  | 271.03  | 273.75  | 273.75  | 0     |
| 净利润现金含量       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 资本支出/收入       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |       |
| 资产负债率         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 36.53%  | 35.86%  | 40.00%  | 45.00%  | 0     |
| 净负债率          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 估值比率          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| PE            | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 11.56   | 10.44   | 10.63   | 9.69    | 0     |
| PB            | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 1.78    | 1.80    | 2.22    | 1.91    | 0     |
| EV/EBITDA     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 2.35    | 2.39    | 3.17    | 2.84    | 0     |
| P/S           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |
| 股息率           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0     |

绝对价格回报 (%)



52周价格范围 **4.68~10.90**  
市值(百万) **7,570**



## 1. 公司业务分析

产销再创新纪录，客车增长  
卡车微降。

江铃汽车主营轻型汽车及其零部件的生产、销售。主要产品包括 JMC 系列轻型汽车和 Pickup/SUV 车以及“全顺”系列商用车；此外还生产发动机、铸件和其他零部件。

2006 年上半年企业的产销再创历史纪录，各类汽车产量 42592 辆，销量 43353 辆，产销率 101.79%。

表 1、江铃汽车分车型产销情况一览

|            | 单位 | 产量    | 销量    | 产销率     |
|------------|----|-------|-------|---------|
| 各类汽车合计     | 辆  | 42592 | 43353 | 101.79% |
| 其中：全顺系列商用车 | 辆  | 12093 | 11511 | 95.19%  |
| JMC 系列轻卡   | 辆  | 16917 | 16622 | 98.26%  |
| 皮卡车        | 辆  | 11320 | 12527 | 110.66% |
| SUV 车      | 辆  | 1869  | 2170  | 116.10% |
| 运霸面包车      | 辆  | 393   | 523   | 133.08% |

资料来源：国泰君安证券研究所。

虽然市场竞争依然激烈，但是由于企业产品结构较为丰富，加之采取了积极的市场营销手段，因此江铃汽车各类汽车的产销量同比均有较大幅度的增长。特别是在轻型客车领域，已与竞争对手南京汽车集团拉开了较大的距离。但是在轻型载货汽车领域，江铃汽车与竞争对手相比，其市场占有率水平继续呈现微幅下降的态势。

表 2、江铃汽车分季度经营情况一览

|       | 单位 | 05Q1  | 05Q2  | 05Q3  | 05Q4  | 06Q1  | 06Q2  |
|-------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入  | 亿元 | 13.66 | 17.24 | 16.12 | 15.78 | 18.43 | 19.05 |
| 主营利润  | 亿元 | 2.14  | 3.44  | 3.23  | 3.65  | 4.36  | 4.66  |
| 主营利润率 | %  | 15.67 | 19.95 | 20.01 | 23.13 | 23.63 | 24.46 |
| 净利润   | 亿元 | 0.81  | 1.75  | 1.69  | 0.54  | 2.21  | 2.10  |
| 净利润率  | %  | 5.93  | 10.16 | 10.48 | 3.42  | 11.98 | 11.02 |

资料来源：国泰君安证券研究所。

## 2. 公司财务分析

费用支出增长并未影响盈利，成本控制是关键。

由于企业产销规模的扩大，因此各项费用支出呈现大幅度的上扬，合计达 3.94 亿元，同比增长近 57%。然而由于成本控制较为得力，因此费用支出的大幅度增长并未对公司的盈利状况产生负面影响。

2006 年上半年公司各项应收款项为 2.71 亿元，同比降幅近 16%，各项应付款项达 12.69 亿元，与去年同期基本持平。由于产销状况较为理想，因此企业的存货也未出现增长，只有 3.17 亿元，且其中在产品 and 产成品只占 46.35%。

总体看，目前江铃汽车的负债水平不高，短期偿债能力较强，而且经营性现金流状况持续反映出公司整体经营的高效高质。

表 3、江铃汽车近几年主要财务比率一览

|               | 2001 年 | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 Q2 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 主营利润率 (%)     | 24.50  | 24.97  | 25.74  | 19.79  | 20.17  | 24.04     |
| 净资产收益率 (%)    | 6.24   | 15.77  | 17.37  | 15.41  | 17.24  | 15.03     |
| 资产负债率 (%)     | 54.04  | 47.01  | 43.45  | 36.52  | 35.85  | 39.37     |
| 流动比率          | 1.127  | 1.212  | 1.502  | 1.726  | 1.775  | 1.626     |
| 速动比率          | 0.793  | 0.871  | 1.123  | 1.324  | 1.399  | 1.271     |
| 存货周转率 (次)     | 4.58   | 7.37   | 5.94   | 7.83   | 8.28   | 4.24      |
| 应收帐款周转率 (次)   | 38.30  | 73.86  | 36.96  | 48.02  | 48.24  | 23.46     |
| 每股经营现金流净额 (元) | 0.79   | 1.15   | 0.96   | 0.89   | 1.17   | 0.16      |

资料来源：国泰君安证券研究所。

### 3. 未来公司业绩预判

未来投资转固将会增加成本压力。全年业绩或呈现“前高后低”态势。

对于公司未来的业绩，需要引起投资者高度重视的是，由于目前江铃汽车的资产新度系数只有 41.82%，远低于行业平均 60%的水平，总体看设备等资产存在老化的情况，也因此导致折旧等较低，进而压低了成本。但是公司未来希望所在的“两车一机”项目累计投入将高达 18.98 亿元，而目前仅投入 4.91 亿元，且尚未转成固定资产。未来若实现转固，可将企业的资产新度系数提高到近 65%的水平，这样势必会导致折旧等的提高，加大成本压力。当然从进程上看，这应该在 2007 年以后才会发生，因此不会对 2006 年的经营业绩有什么大的不利影响。

由此预测江铃汽车 2006 年的整体经营仍将保持适度增长，同时呈现出一定的“前高后低”的特征。EPS 可达 0.85 元左右的水平。

### 4. 公司价值估计及投资评级

目前股价基本反映内在价值，综合评判维持“谨慎增持”投资评级不变。

根据江铃汽车披露的相关信息并经采用“账面调整法”进行估算可知，其每股内在价值为 3.70-3.75 元，每股净资产为 3.32 元，再结合目前沪深两市汽车板块上市公司市价与内在价值以及净资产的关系，可以测算出江铃汽车在二级市场的合理价格区间为 7.50-9.50 元/股，因此目前江铃汽车的二级市场股价已经基本反映出了其内在的价值。

在综合考虑企业和行业未来的发展趋势之后，维持对江铃汽车“谨慎增持”的投资评级不变。

## 免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来6~12个月内超越大盘15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来6~12个月内超越大盘幅度为5%~15%;

**中性:** 股票价格在未来6~12个月内相对大盘变动幅度为-5%~5%;

**减持:** 股票价格在未来6~12个月内相对大盘下跌5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来6~12个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来6~12个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来6~12个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市延平路121号17楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场A座20楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦14层

邮政编码: 100088

电话: (010) 82001544

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)

E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)