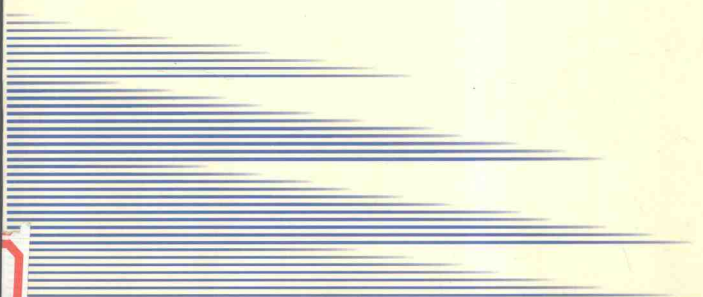


华夏证券研究所

精选 50 上市公司研究报告
(2002)

CSRI Research Reports on 50 Selected Listed Companies

主编 / 谢朝斌



华夏证券研究所 精选 50 上市公司研究报告 (2002)

主 编 谢朝斌
副主编 齐 亮 张 望 彭砚革
编 委 (按姓氏笔画为序)
仇彦英 吴春龙
何媛媛 邱黎强

经济科学出版社

责任编辑：刘爱华 赵兰芳

责任校对：徐领弟 董蔚挺

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

华夏证券研究所精选 50 上市公司研究报告. 2002 / 谢朝斌

主编. —北京：经济科学出版社，2002. 6

ISBN 7-5058-3074-0

I. 华... II. 谢... III. 上市公司—研究报告—中

国—2002 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 037979 号

华夏证券研究所精选 50 上市公司研究报告 (2002)

主编 谢朝斌

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京密兴印刷厂印刷

北京密兴装订厂装订

880×1230 16 开 30.5 印张 750000 字

2002 年 6 月第一版 2002 年 6 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-3074-0 / F·2441 定价：90.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前言

截至2002年4月,我国已经有1100多家上市公司。随着上市公司数量的增加,投资者挑选股票的余地增大,但要找到适合投资的好股票难度依然很大。机构投资者队伍的扩大,投资方式的改变,也使更多投资者在选择股票时更加看重上市公司基本面,特别是近年来,我国的市场监管日益完善,投资手段日趋理性,专业分析人士的专业研究和指导日益受到重视。

华夏证券研究所设有行业与上市公司研究一部、行业与上市公司研究二部两个专门从事行业与上市公司研究的部门,有20多位专业行业与上市公司分析师。这些分析师均具有硕士或博士学位,大多有相应的行业背景,并长时间跟踪所研究的行业与上市公司,积累了丰富的经验。本次我们精选的50家上市公司,是在研究所各部门的通力合作下,分析师根据各行业的发展状况,结合行业中上市公司的具体情况、发展前景以及该公司股票市场表现等综合比较挑选出来的。在各公司的研究报告中,分析师们对这些上市公司的经营(或收入)状况、竞争力状况、财务状况、发展前景等都作了仔细分析,把它们与可比公司进行了比较,对未来一到两年的经营状况作了预测,在此基础上提出了对这些公司的看法。本书提供的上市公司研究报告,尽可能体现分析师对这些公司的研究和理解,尽可能向读者反映分析师的判断。

这种形式的报告,以往主要提供给我们的机构客户,本次我们把分析师的研究报告出版,是希望给更多的投资者参考,并能有所帮助和启示。当然,从1000多家上市公司中挑选50家,难度很大,难免挂一漏万。而且,由于我们分析师的水平有限以及市场的千变万化,我们的预测可能不准确,我们的看法可能有偏

颇。另外,不同的分析师有不同的研究视点,读者也会有自己对上市公司的看法,特别在上市公司发展前景、未来预测等方面。我们的研究报告只代表了我们分析师的个人看法,对此读者应注意,同时也欢迎业内外相关人士多多批评指正。我们的研究报告在某些方面需要改进,如上市公司定价分析时,本书用的是静态比较,实际上,更合理的应该是建立在对所有可比较公司预测基础上的动态分析,那样的比较会更有借鉴意义。

我们的研究工作,一贯得到了相关上市公司、行业协会和有关政府部门同志的大力支持和配合,借此机会,我们表示真诚的感谢。本书是在华夏证券有限公司副总裁、华夏证券研究所所长谢朝斌博士的指导下完成的。华夏证券有限公司研究发展部总经理、华夏证券研究所常务副所长齐亮先生审阅了全部报告,华夏证券研究所副所长彭现苹女士参与了本书的策划与选题,高级分析师邱黎强负责全书的审阅和统稿。另外,高级分析师仇彦英审阅了行业与上市公司研究二部的研究报告,高级分析师吴春龙和何媛媛参与了研究报告格式的制定。

华夏证券研究所

2002年5月

本书所有研究报告的观点和建议只代表分析师的个人观点，仅供投资者参考，投资者据此作出投资决策，风险自负，华夏证券有限公司、华夏证券研究所和分析师不承担任何责任。

本书的研究报告引用了很多数据和资料，这些数据和资料只提供给投资者参考。华夏证券有限公司、华夏证券研究所和分析师并不为这些数据和资料的准确性负责，投资者据此作出投资决策，风险自负。

有关指标说明

- 每股收益 (EPS) = 净利润/总股本。
- 市盈率 (P/E) = 股价/每股收益。
- 净资产收益率 (ROE) = 净利润/净资产 $\times 100\%$ 。
- 市净率, 即净资产倍率 = 股价/每股净资产。

● EV 为企业价值, $EV = \text{总市值} + \text{净负债}$, 净负债 = 银行贷款 - 现金。各研究报告中, 计算 2000 年、2001 年总市值所采用的股价为当年最后一个交易日的收盘价。计算 2002 年、2003 年总市值所采用的股价为各研究报告分析日的收盘价 (有特别说明除外)。

- EBITDA = 利润总额 + 折旧 + 摊销 + 财务费用。

● 计算市盈率及净资产倍率所采用的股价为各研究报告分析日收盘价 (有特别说明除外)。

目 录

一汽夏利	研究报告	分析师	施中华
一汽大众	研究报告	分析师	施中华
上汽集团	研究报告	分析师	邱黎强
上汽大众	研究报告	分析师	邱黎强
上汽通用	研究报告	分析师	邱黎强
上汽乘用车	研究报告	分析师	董志强
上汽商用车	研究报告	分析师	董志强
上汽海外	研究报告	分析师	戴春荣
上汽金融	研究报告	分析师	戴春荣
上汽物流	研究报告	分析师	戴春荣
上汽地产	研究报告	分析师	郑贤玲
上汽环保	研究报告	分析师	郑贤玲
上汽能源	研究报告	分析师	殷亦峰
上汽材料	研究报告	分析师	殷亦峰
上汽机械	研究报告	分析师	殷亦峰
上汽电子	研究报告	分析师	狄涛
上汽医药	研究报告	分析师	狄涛
上汽食品	研究报告	分析师	崇松
上汽纺织	研究报告	分析师	崇松
上汽轻工	研究报告	分析师	崇松
上汽化工	研究报告	分析师	吴春龙
上汽有色	研究报告	分析师	张朝晖
上汽钢铁	研究报告	分析师	张朝晖
上汽建材	研究报告	分析师	钱宏伟
上汽环保	研究报告	分析师	蒋利亚
1 江铃汽车 (000550)	研究报告	分析师	施中华
9 江汽股份 (600418)	研究报告	分析师	施中华
17 青岛啤酒 (600600)	研究报告	分析师	邱黎强
29 贵州茅台 (600519)	研究报告	分析师	邱黎强
37 安琪酵母 (600298)	研究报告	分析师	邱黎强
44 用友软件 (600588)	研究报告	分析师	董志强
52 亿阳信通 (600289)	研究报告	分析师	董志强
59 上海邮通 (600680)	研究报告	分析师	戴春荣
68 烽火通信 (600498)	研究报告	分析师	戴春荣
76 电广传媒 (000917)	研究报告	分析师	戴春荣
85 三佳模具 (600520)	研究报告	分析师	郑贤玲
96 南方汇通 (000920)	研究报告	分析师	郑贤玲
106 国电南自 (600268)	研究报告	分析师	殷亦峰
113 国电电力 (600795)	研究报告	分析师	殷亦峰
120 桂东电力 (600310)	研究报告	分析师	殷亦峰
128 青岛东方 (000739)	研究报告	分析师	狄涛
138 同仁堂 (600085)	研究报告	分析师	狄涛
151 东阿阿胶 (000423)	研究报告	分析师	崇松
164 天坛生物 (600161)	研究报告	分析师	崇松
177 桐君阁 (000591)	研究报告	分析师	崇松
187 万科 A (000002)	研究报告	分析师	吴春龙
201 世茂股份 (600823)	研究报告	分析师	张朝晖
209 北京城建 (600266)	研究报告	分析师	张朝晖
217 天山股份 (000877)	研究报告	分析师	钱宏伟
226 海螺水泥 (600585)	研究报告	分析师	蒋利亚

236	中国石化 (600028)	研究报告	分析师	董兴武
244	南风化工 (000737)	研究报告	分析师	董兴武
250	南京中达 (600074)	研究报告	分析师	董兴武
256	盐湖钾肥 (000792)	研究报告	分析师	赵献兵
265	云天化 (600181)	研究报告	分析师	赵献兵
274	云天化 (600096)	研究报告	分析师	赵献兵
284	上港集箱 (600018)	研究报告	分析师	仇彦英
293	北京巴士 (600386)	研究报告	分析师	仇彦英
301	秦丰农业 (600248)	研究报告	分析师	郑 绮
311	香梨股份 (600506)	研究报告	分析师	郑 绮
320	宝钢股份 (600019)	研究报告	分析师	曲 丽
333	南钢股份 (600282)	研究报告	分析师	曲 丽
342	中科三环 (000970)	研究报告	分析师	张 芳
349	东方钨业 (000962)	研究报告	分析师	张 芳
358	大显股份 (600827)	研究报告	分析师	许 璐
369	赛格三星 (000068)	研究报告	分析师	许 璐
379	南海发展 (600323)	研究报告	分析师	韩 永
388	皖维高新 (600063)	研究报告	分析师	韩 永
397	华泰股份 (600308)	研究报告	分析师	李 磊
407	招商银行 (600036)	研究报告	分析师	李 磊
418	浦发银行 (600000)	研究报告	分析师	何媛媛
432	华侨城 (000069)	研究报告	分析师	沈周翔
441	黄山旅游 (600054)	研究报告	分析师	沈周翔
450	北京华联 (600361)	研究报告	分析师	袁建军
461	华联超市 (600825)	研究报告	分析师	袁建军
471	附录: 华夏证券研究所行业与上市公司分析师简介			

行业：汽车业

分析日期：2002 年 4 月 18 日

分析师：施中华

021 - 54905492

shizhonghua@sina.com

中国商务车的新军

江铃汽车 (000550)

江铃汽车的第二大股东是福特汽车，是一家非常有代表性的外资购并概念股。该公司 2000 年后从低谷中走出来，2001 年净利润更是大幅增加，2002 年将面临良好的发展机遇。

关键数据 (2001 年)

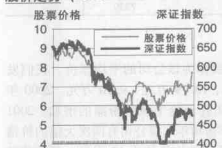
总资产 (万元)	366664
净资产 (万元)	161636
总股本 (万股)	86321
流通 A 股 (万股)	11760
流通 B 股 (万股)	34400
每股净资产 (元)	1.92
每股经营现金流 (元)	0.79
资产负债率 (%)	55.92
市盈率	65
净资产倍数	3.78
分配预案	暂不分配

主要股东

江铃汽车集团	41.03%
福特汽车公司	29.96%

- ◇ 福特汽车为其第二大股东，该公司是福特汽车在中国的轻型车生产基地，良性经营有保证。
- ◇ 轻型卡车技术来自于五十铃，2002 年其轻卡产量有望达到 3 万辆。而五十铃本部 (日本) 的总产量也不过在 7 万辆左右。所以，该公司轻卡车规模效应已经相当明显，仍有较大的降价空间。
- ◇ 轻客产品主要是全顺品牌，目前年产量在 7000 辆左右，而且增长态势较好。虽然近期降价对其毛利率有不利影响，但是销售量的增长会与毛利的下降相抵消，全顺轻型客车仍然是该公司的利润增长点。
- ◇ 通过近几年销售管理、产品战略等方面的调整，该公司的行业地位、市场规模有较大的提高，为其业绩的提升奠定了基础。

股价走势 (2000.4.18 ~ 2001.4.18)



	2000	2001	2002E	2003E
主营收入 (万元)	282484	337907	418300	479000
主营利润 (万元)	67211	82806	10475	124540
营业利润 (万元)	4616	16226	25000	35000
利润总额 (万元)	5089	10116	22000	31500
净利润 (万元)	5537	10085	18127	26760
每股收益 (元)	0.06	0.12	0.21	0.31
净资产收益率 (%)	3.63	6.24	10.00	15.00
EV/EBITDA	19.67	12.86	10.19	8.68

注：2002 年、2003 年为预测数据。

公司概况

江铃汽车是我国大型轻型汽车生产企业, 前身为南昌汽车修理厂, 1993 年进行股份制改造, 并在当年年底上市, 是汽车板块中上市较早的企业。该公司起先主要从事五十铃轻型卡车 (N 系列、T 系列车型) 的生产和制造, 创造过在国内轻型车行业中市场占有率近 6% 的良好佳绩。1997 年通过资本运作, 发行 B 股同时吸引美国福特汽车公司入主。当年在消化日本五十铃轻型车技术的基础上, 再次引进福特技术推出全顺牌系列轻型商务客车, 拓展了轻型车产品系列。

产品结构

目前, 该公司的产品主要有两大类三个品牌, 其中轻型卡车分五十铃 (Isuzu) 和江铃 (JMC) 两种品牌, 轻型客车主要是福特全顺 (Transit) 品牌。轻型卡车是该公司的老产品, 年产量接近 3 万辆。全顺轻型客车在 1997 年推入市场, 由于前几年一直处于开拓期, 给江铃汽车的成本和费用带来极大的压力。在 2000 年以前, 该公司几年处于微利和亏损阶段, 主要原因是轻型卡车的利润无法填补轻型客车的巨大摊销费用。2000 年下半年扭亏以来, 新车型全顺客车已经度过盈亏临界点。2001 年全顺客车达到年产 7339 辆后, 其两类车型均处于盈利状态。

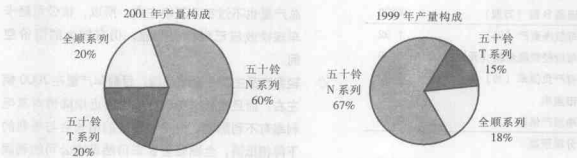


图 1 江铃汽车产品结构图

表 1 江铃汽车产品结构分析表

年 份	总销量 (辆)	销售收入/ 销量 (万元)	五十铃 N 系列 (辆)	五十铃 T 系列 (辆)	销售收入/ 销量 (万元)	全顺系列 (辆)	销售收入/ 销量 (万元)
1999	24070	10.14	16058	3576	7.78	4436	20.67
2000	26189	10.79	14229	6312	8.08	5633	20.67
2001	37140	9.10	22386	7415	-	7339	-

注：本数据根据各期年报进行整理。

如果我们将销售收入与汽车销量相比, 把这个比值大致作为该公司的平均车价。我们发现, 1999 年、2000 年、2001 年, 其平均车价为 10.14 万元、10.79 万元、9.10 万元。2000 年较 1999 年平均车价有所上升, 主要是高价产品全顺系列和五十铃 T 系列份额的增加。2001 年, 其平均车价降到 10 万元以下, 主要原因是在 2001 年年初和年末该公司有两次大幅的价格下降。目前, 其五十铃系列的车型均价约为 7 万元, 全顺系列的均价约为 19 万元。目前其整

个整车业务的毛利率平均为 24.61%，虽然该公司没有公布各个分车型的利润率，但我们大致估计其五十铃系列的毛利率为 20%，全顺系列的毛利率为 35%。

经营战略

在经营战略上，该公司走的是菱形结构道路。所谓菱形结构就是指市场需求都是一个菱形的结构，高档或低档产品的需求都是有限的，是菱形的尖，而中档产品需求最大，是菱形的腰。这种理念尤其适合我国的汽车市场。以前江铃汽车一味地坚持高档战略，车价始终没法下降，而引进的车型过几年就落伍，再加上研究开发力量不够，新车型又出不来。因此江铃汽车曾经因此尝过连续 4 年产销量下降的痛苦。自从上市后，尤其是与福特展开合资，该公司对研究开发投入相当大的资金，据有关资料表明其每年投入 7000 万元左右，相当于销售额的 3%。正是基于研究开发的菱形战略，该公司自 2000 年以后有明显起色，从原来的单一品种发展为三个品牌、400 多个品种。形成中档为主、高档为辅的产品战略。最具体的表现是，江铃弱化了长久使用的五十铃品牌，全力推出自有 JMC 品牌，JMC 轻型卡车 2001 年年初大幅降价，对低档商用车行业形成巨大的冲击。此外，在 2001 年年底，其全顺系列车型再次大幅降价，开始展开客车中档化的过程。



图 2 江铃汽车产品经营策略

财务状况

江铃汽车 2001 年度共实现主营收入 33.79 亿元、净利润 10085 万元，实现了扭损一微盈一盈利的转变。但是我们打开江铃汽车的 2001 年年报，会发现其高龄应收账款比例较高，3 年以上的应收账款占全部应收账款的 42.70%，几年来其高龄账款的追索情况也十分不理想，预计收回的可能性十分渺茫而且全部提为坏账准备。为什么会出现这样的情况，主要是受该公司老的汽车销售制度的影响。1997 年以前江铃汽车主要采取代销制，汽车直接送到层次繁多的机电经销单位，要卖出去才能收到货款。结果不仅汽车的利润主要让经销商分获，而且导致货款流动十分不畅，应收账款居高不下，一度出现与江铃发生业务往来的国有销售公司已经有 70% 处于资不抵债的惨境之中。在这样的情况下，江铃汽车集团成为国内第一家放弃传统销售渠道的汽车制造商，取消销售后再返款的代销制度，所有代理商都要对产品进行“买断”。所谓买断就是指：不管什么性质的企业甚至个人，只要拿出不少于 300 万元即 1 个月库存的资金买断经营，保证专营江铃汽车，就可以成为江铃汽车的区域代理商，并获得 6% 的销售利润。新的销售网络由江铃汽车重新选定的 56 家专营代理公司为主干建立，限定销售区域和限定最低销售价格，按照江铃公司为代理商设定的利润空间，每年不低于 2000 万元的销售收入和 6% 的销售利润率。变更后返款为买断后，江铃汽车重新实现了现金净流入，2001 年的经营净现金流达到 6.81 亿元，基本上摆脱了应收账款的困扰，高龄应收账款已经成为历史遗留问题。

表 2

江铃汽车主要财务数据

年 份	主营业务收入 (万元)	增长率 (%)	毛利率 (%)	净利润	增长率 (%)	每股经营现金流 (元)
1999	243982	21.63	20.71	-18259	-	1.12
2000	282484	15.78	23.79	5537	-	1.21
2001	337907	19.61	24.51	10085	82.14	0.79

注：本数据根据各期年报进行整理。

国际比较

在国际同行中，轻型卡车和轻型客车皆属于商务车范畴。美国、德国、日本等国的大型汽车集团商务车业务占有相当重要的地位。轿车和商务车两大车型相比，轿车因发达国家的乘用车市场接近饱和，增长压力非常大；而商务车往往是发达国家的家庭用于小型运输和旅游的主要工具，其市场前景非常乐观。对生产厂家而言，轿车虽然在产销量上具有非常大的规模，但是真正能创造巨额利润的却是商务车。20 世纪 90 年代以来，在国外汽车集团纷纷抢占中国轿车市场之际，美国通用、美国福特、日本五十铃等集团早已悄悄进入中国。比如，美国通用和金杯汽车合资的金通公司，主要生产雪佛兰“开拓者”越野车和雪佛兰 S-10 皮卡车。日本的一些商务车企业更多的是以出让技术的形式进入中国的，比如庆铃汽车、金杯汽车等引进的都是五十铃和丰田海狮技术。江铃汽车 1993 年引进的五十铃轻型卡车也是在 20 世纪 90 年代前后引进日本车热潮的产物，是目前同类引进车型运作最成功的。而该公司在 1997 年引进的全顺车型，更是美国福特风行欧洲的 20 世纪 90 年代中期先进车型。以全顺良好的品牌和性能，再加上福特对商务车的重视，江铃汽车将在全顺车上实现第二次腾飞。

国内比较

1. 轻型卡车

2000 年我国分别生产和销售轻型卡车 39.05 万辆和 39.70 万辆，分别增长 0.99% 和 3.23%。2001 年上半年我国分别生产和销售轻型卡车 19.84 万辆和 19.49 万辆，分别减少 1.02% 和 2.11%。从中我们可以看出，轻型卡车的增长情况并不稳定，相对连续几年较大幅度增长的中重型卡车而言，颇有点原地踏步的味道。在产业结构上，北汽控股公司、东风汽车公司、跃进汽车集团堪称三巨头，几年来牢牢稳定在前三名的地位。江铃汽车在轻型载货车市场的地位相对靠前，2000 年年末名列第六位，2001 年中名列第四位。而且，江铃汽车与跃进汽车集团之间的产销差距越来越小，江铃汽车已经成为挑战三巨头的一大黑马。值得注意的是，我国的轻型卡车价格大多是在 10 万元以下，有的甚至仅 3 万~4 万元，这样对生产企业的持续经营造成一定的影响。从北汽、东风、跃进、江铃几大轻型卡车企业的有关财务数据可以看出，轻型卡车虽然规模较大，但是其利润率较低。轻型卡车近几年虽然在规模上徘徊，但在结构调整力度上确相当大，一批小企业纷纷倒闭，轻卡行业的“马太效应”十分明显。

2. 轻型客车

2000 年我国分别生产和销售轻型客车 24.82 万辆和 24.76 万辆，分别增长 34.87% 和

36.75%。2001年上半年我国分别生产和销售轻型客车13.09万辆和12.96万辆,分别增长15.94%和16.18%。从中我们可以看出,轻型客车的增长情况十分良好。轻型客车的增长主要有两类原因:一类是一些轿车型企业由于无法获得轿车生产许可(我国对轿车的生产许可比客车的生产许可严得多),就采取打擦边球的做法,以轻型客车的名义生产轿车,像轻型客车行业排名靠前的浙江豪情、宁波美日、江苏悦达其实都是生产准轿车的;另一类是原来生产大中型客车的企业,由于市场扩张潜力较小,在达到一定的规模以后纷纷转向轻型客车领域,如安凯、江淮等。二类企业的加入,为轻型客车的多样化和市场挖掘提供了较大的空间。在产业结构上,我国轻型客车的竞争一直在继续,潮起潮落的好戏不断上演,当年的天津三峰客车、后来的吉林小解放大起大落的悲喜剧自然会换了主角再演。20世纪90年代中期新的格局形成,金客、依维柯基本上稳定在前二名的位置。1995年以后,金客以每年10000辆的高速度增长,到2000年达到60000辆,占全行业的近1/4。从1997年开始,国内引进国外的技术,生产相对高档的轻客车型:如江西全顺、东南得利卡、三江雷诺。东南得利卡首先获得成功,目前已经进入前三位,三江雷诺运作得并不成功。江铃全顺和东南汽车公司一样,设计生产能力均为6万辆,但江铃属于高档位、高价格、高利润,目前年产量在7000辆左右,按销量排名在轻型客车行业列第十二位。江铃在轻型客车的排名虽然不靠前,但是其降价空间和规模增长潜力很大,是不容忽视的新军。而且如果将准轿车企业从轻客行业剔除,江铃的实际竞争地位还是较高的。

表3 轻型载货车及轻型客车市场排名

排名	企业名称	轻型载货车销售量(辆)	企业名称	轻型客车销售量(辆)
1	北汽工业控股公司	53118	沈阳金杯客车	32089
2	东风汽车公司	27557	江淮汽车有限公司	12833
3	跃进汽车集团公司	16362	东南汽车工业公司	12829
4	江铃汽车集团公司	15938	跃进汽车集团公司	12487
5	江淮汽车集团公司	11460	北汽工业控股公司	10766
6	庆铃汽车公司	10488	浙江豪情汽车公司	7266
12	-	-	江铃汽车集团公司	3303

资料来源:《汽车情况》2001年第3期、第4期、第21期。数据以2001年年中为准。

福特对江铃的影响

美国福特汽车目前在国内主要有两块资产:一是长安福特,二是参股江铃。长安福特汽车有限公司是长安汽车集团和福特汽车公司刚刚宣布组建的轿车合资企业,初期总投资额为9800万美元,双方各持股50%,生产中级轿车,关联上市公司是长安汽车(000625)。江铃汽车是福特直接持股的上市公司,早在1995年10月,江铃汽车发行B股之时,将B股的80%定向发售给福特公司,使福特通过持股形式与其结成战略伙伴关系。那时福特仅仅持有江铃汽车近20%的股权。后来,江铃汽车又通过增发B股的形式,让福特增持到近30%的股权,与其第一大股权相差仅约10个百分点。

福特成为江铃的第二大股东后,无疑是江铃二次腾飞的关键因素。两者联合开发的全顺车从研制开发到正式投产只用了不到两年的时间,工艺投入仅1亿元,同时还充分利用了江铃现成的厂房、公用设施等存量资产(江铃本来想用这些厂房自行开发井冈山轿车的)。目前福特客车已成为江铃汽车的主要利润增长点。从福特的角度来看,它将江铃看作其在中国的商用车生产基地,这必将使江铃在日后激烈竞争的汽车市场中增添砝码。世界巨头福特汽车公司两次

成为其最大的战略投资者,说明了对江铃汽车的青睐有加,也证明其将江铃汽车视为问鼎中国商务车市场的桥头堡。3 年的时间,福特的股权从近 20% 上升到约 30%,与江铃集团的股权差异越来越小,福特在董事会、管理层的地位和作用日益体现。

目前,福特汽车在江铃汽车董事会与江铃集团仅相差 1 个名额,而且直接参与其日常管理,财务总监、执行常务副总裁等高级管理人员均由外方人员担任,尤其是全顺厂的实际管理权由美方掌握。并且从双方合作过程看,福特与中方在细小的管理思路和产品市场定位上可能存在一些观念上的不一致。这主要是有关全顺车型在中低档市场战略上,由于美方对产品质量和品牌的控制,江铃汽车的全顺低档车价格一直居高难下,难以同 10 万元以下的同类车竞争。比如该公司生产的 7 座全顺车由于没有价格优势,难以打开市场,开发的全顺卡车更是因为离谱的高价而不被市场接受。目前主要是由 18 座左右的车型为主导。这可能会对全顺日后产量的增长带来一定的压力。

近期美国福特汽车公司副董事长韦恩前往江铃汽车作了细致的参观,同时表示福特希望与江铃的战略合作关系在中国加入 WTO 后取得更大进展,福特与江铃的战略合作关系的长远目标不变,福特愿为推进中国汽车工业发展做出更大的贡献。我们可以推断,中方与美方的合作基础是不可动摇的,虽然目前存在一定的分歧,但是这是正常的。中国加入 WTO 后,随着美方投资力度的加大以及对中国市场的深入认识,矛盾将会迎刃而解。相信在不久的将来,福特汽车与江铃可能在商务车等更广泛的领域展开合作。

降价策略分析

降价是近期汽车厂商惯用的促销手段,但降价却是一把双刃剑。利用得好,它可以提高厂商的市场份额,提升绝对盈利水平;利用得不好,它对汽车盈利的杀伤力是最大的。江铃汽车在近两年的“降价”举措是业内有目共睹的,三次较大幅度的降价,每次降价幅度均在 5%~10%。许多人担心其降价是否会对其业绩有负面影响。我们仔细分析一下其降价策略,会发现对该公司更添信心。

表 4 江铃汽车毛利率及 ROE

单位: %

年 份	1999	2000	2001	2002E	2003E
毛利率	20.71	23.79	24.51	25	26
ROE	-10.47	3.63	6.24	10	13

注:本数据根据各期年报进行整理。2002 年和 2003 年为预测数据。

首先,江铃汽车降价前确立了“高品质、多品种、中价位、优质服务”的经营方针,坚持降价不降质。在降价过程中,只是将一些成熟产品或老产品降价,一些新车型或高档配置的车型不降反升。这与该公司的菱形经营战略是分不开的,正是由于这一点,其降价行为为公司的销售畅旺打下了良好基础。

其次,几次降价,该公司的产量和规模上去了,反而使得其毛利率得到增加。我们看其前三年的报表,1999 年到 2001 年的毛利率从 20% 上升到 25%。规模效应有利于降低成本,降价降低毛利率,江铃汽车前 3 年降价后毛利率不降反升,说明规模效应的作用比降价的作用大。该公司一直声称,公司是否降价及何时降价主要考虑两大因素:其一是产品的利润率;其二是市场状况。从效果看来,这种策略是明智的。

发展前景

江铃汽车是轻型车行业的新军。该公司不仅成功吸收日本技术，而且又在引进美国福特的管理和车型。这在我国轻型车行业进入转型期的现在无疑是取得先机之举。目前该公司新产品处于市场开拓阶段，自然需要大量的费用。一旦主导产品全顺系列车型市场份额步入稳定阶段，其带来的利润将非常可观。

公司每年制定滚动 5 年计划，当前目标是到 2005 年达到年产 10 万辆，平均年度约 20% 的增长，其中全顺系列 3 万多辆、轻型货车 4 万多辆，另有 1 万多辆待引进的新型全顺系列。

盈利预测

主要预测依据：

- 根据以往年报的数据以及 2001 年年底的价格幅度，我们估计轻型卡车的平均价格为 7 万元，轻型客车的平均价格为 19 万元。
- 江铃汽车 2002 年度的生产经营计划：销售汽车 46650 辆，销售收入 42.2 亿元。我们觉得对此要打点折扣，我们估计其销售车 46000 辆，其中轻型卡车 37500 辆，轻型客车 8200 辆，也就是说轻型卡车每年增加 8 万~9 万辆，轻型客车每年增加 1200~1500 辆。
- 2002 年主营收入： $37500 \times 7 + 8200 \times 19 = 262500 + 155800 = 418300$ 万元。
- 假设 2003 年车价继续下降，轻型车降 5000 元，轻型客车降 1 万元，2003 年主营收入： $46000 \times 6.5 + 10000 \times 18 = 299000 + 180000 = 479000$ 万元。
- 毛利率稳定在 25%~26% 的水平。

表 5

江铃汽车产量表

单位：辆

年 份	2000	2001	2002E	2003E
轻型卡车	20541	29801	37500	46000
轻型客车	5633	7339	8500	10000

注：历史数据根据各期年报进行整理。

表 6

江铃汽车利润表

单位：万元

年 份	2000	2001	2002E	2003E
主营业务收入	282484	337907	418300	479000
主营业务利润	67211	82806	104575	124540
营业利润	4616	16226	25000	35000
利润总额	5089	10116	22000	31500
所得税率 (%)	15	15	15	15
净利润	5537	10085	18127	26760
EBITDA	38871	59440	75000	88000
ROE (%)	3.63	6.24	10.00	15
EPS (元)	0.06	0.12	0.21	0.31

注：历史数据根据各期年报进行整理。

定价分析

1. 市盈率和市净率比较估值

表 7 与可比公司的市盈率和市净率的比较估值

	股价 (元)	每股收益 (元)	市盈率	每股净资产 (元)	市净率
江铃汽车	7.26	0.12	65	1.92	3.78
福田汽车	9.6	0.37	26	3.58	2.68
东风汽车	12.2	0.54	23	2.96	4.12

注：股价为 2002 年 4 月 18 日收盘价。

3 家上市公司市盈率中江铃汽车的最高，主要由于江铃汽车每股收益的基数较低，但其成长性最好。如果再考虑增长性的市盈率，江铃汽车的值应当处于合理的水平。在市净率方面，江铃汽车介于另外两家上市公司之间。

2. EV/EBITDA 倍数比较估值

表 8 与可比公司的 EV/EBITDA 的比较估值

	股价 (元)	总市值 (万元)	2001 年 净负债 (万元)	2001 年 EBITDA (万元)	EV/EBITDA
江铃汽车	7.26	626693	137523	59440	12.86
福田汽车	9.6	269247	61849	21022	15.75
东风汽车	12.2	1220000	101682	76318	17.32

注：股价为 2002 年 4 月 18 日收盘价。

江铃汽车的 EV/EBITDA 值明显要比另外两家类比公司低，这说明了市场没有充分反映其盈利能力。

风险分析

1. 业绩可能还会有起伏

江铃汽车的主要潜力产品是全顺车型，但从近两年的情况来看，全顺车型的规模还较小，而且年增长也仅为 1000 多辆。在规模和降价之间，江铃汽车是否能够找到最佳的平衡点呢？这个问题的答案是不确定的。因此在这样的前提下，江铃汽车的业绩应当会有一些起伏，对长期投资者是不利的。

2. 二级市场风险

我国证券市场正处于一个比较关键的转轨阶段，各种不规范的资金和机构正被从市场中清除出去，而各种合法的新的资金和机构正在被鼓励进入市场，因此整个市场处于一个震荡较大的时期。与证券市场中长期走势密切相关的一些政策正在制定过程中，特别是随时可能出台的国有股减持办法。因此，不能排除二级市场一些重大不确定因素带来的潜在风险。