

证券研究报告

平安汽车和汽车零部件

强烈推荐 (维持)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006
电话 021-38638428
邮箱 wangdean002@pingan.com.cn

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
电话 021-38636729
邮箱 yubing006@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。

江铃汽车 (000550)

正处于一轮高增长前的蓄势期

事项：近期我们调研了江铃汽车，并参观了公司的小蓝生产基地。

平安观点：

■ 史上最严排放标准致轻卡行业哀鸿遍野、江铃轻卡表现一枝独秀

由于我国轻卡技术基数低，排放升级压力大，2014年底柴油车无论重型还是轻型都必须升级至国四排放标准，轻卡行业从3月份开始销量连续8个月同比负增长。此次轻卡的升级致其它主流轻卡企业的产品单价提升幅度较大，而江铃轻卡一直就定位高端，本次升级江铃轻卡提升幅度很小。江铃轻卡今年增幅较高，在一片负增长中表现非常突出。江铃轻卡从2013年的月均销售0.67万台提升至2014年月均销售0.8万台。再过1个多月，全国范围实施柴油车国四标准（个别城市如北京等实施国五排放标准），江铃轻卡的优势将进一步凸显，我们判断江铃轻卡月销量将很快攀升至1万台以上，轻卡增长将成为2015年公司利润增量的重要来源。作为短途物流工具，轻卡行业结构一直在高端化，行业低端轻卡比例逐年降低，江铃轻卡的份额一直在提高，今年前10月其份额提升了2.7个百分点至10.4%，已跻身行业第三名，未来其份额还有较大继续提升的空间。

目前江铃轻卡销售结构中以顺达为主（江铃轻卡中偏低端的类型），高端产品占比不大，随着轻卡需求的高端化演进，江铃轻卡的销售结构也有望进一步上移，从而提升其轻卡业务的盈利能力。

■ 市场关注焦点—福特7座越野 SUV 即将在北京全球首发

福特在江铃国产的首款SUV车型7座越野车Everest量产车型将于11月13日在北京举行全球首发仪式，同时宣布其中文命名。该车估计于2015年7月下线，估计售价27-45万元。目前国内尚无价格相当的国产越野车型。

该款SUV与福特Ranger皮卡采用相同平台，轴距2850mm左右，采用非承载式车身结构。国产版Everest有柴油、汽油两种版本。估计汽油版搭载福特2.0T汽油发动机、柴油版搭载福特PUMA系列2.2L发动机，最大扭矩可达390Nm。而且未来这两大系列发动机都将在江铃小蓝基地投产。

目前福特深度参与全顺经销商的软硬件改造，以适应EVEREST车型于2015年的到店销售。

■ 驭胜汽油版及皮卡长货箱版上市

目前公司 SUV 只有驭胜一款产品，驭胜的经销网点数较少，且之前驭胜只有柴油版，能维持在 2000 台/月以上销量水平已属难能可贵。继 2013 新款驭胜 S350 柴油车型上市后，汽油版车型也已于 2014 年 8 月初在全国分区域上市，随着汽油驭胜 S350 逐步

到店，公司自主 SUV 月销售规模有望提高。顺应皮卡发展潮流，公司推出其宝典皮卡长货箱版，获得市场认可，后续皮卡月销量获得进一步攀升。

■ 全顺继续保持较高盈利能力，2016 年迎两款新品，定位一低一高

凭借经典全顺与新世代全顺两款车型，江铃汽车一直稳居我国高端轻客龙头地位，全顺销量表现稳健，毛利率较高，是江铃汽车一直以来的利润支柱。虽然面临如上汽大通等品牌的竞争压力，但全顺依然凭借过硬的品质和很高的品牌美誉度实现销量持续增长。2016 年全顺家族将迎来另两位新成员，一款定位中高端 MPV，意在 PK 别克 GL8 进军高端商务；一款为经济型客货两用车，定价估计与经典全顺相当。凭借两款全新产品的引入，我们判断全顺有望从目前年销售 7 万辆规模上升至 2016 年销售 10 万辆以上规模。

■ 研发支出当期费用化，待新品上市后公司管理费用率将大幅回落

与其它车企不同的是，公司研发支出全部当期费用化，未来公司有多款整车新品（福特品牌 SUV、自主品牌 SUV 及福特品牌轻客等）及多款发动机新品（福特 2.0 汽油机国产、自主发动机等）投产，这些项目前期研发费较高，导致从 2013 年到 2015 年的 3 年间江铃的管理费用率处于历史较高位。

待新车型、新的发动机上市后，研发支出减少及销售收入规模上升，江铃管理费用率有望大幅回落。

■ 盈利预测与投资建议

一直以来江铃汽车都以稳健姿态专注于轻型商用车领域，随着 2013 年公司全新生产基地小蓝基地的投产，公司在原有 20 万产能的基础上新增 30 万整车产能，迎来多款新产品上市，新产品+新产能双轮驱动，将一改江铃历史上略显保守的风格，迎来一轮高成长。

原有产品方面，JMC 轻卡定位中高端，受益于空前严格的柴油车国四排放标准及黄标车淘汰，估计 4Q14 起 JMC 轻卡月产销量有望过万台，江铃轻卡行业地位的上升是持续的。

自主 SUV 驭胜配置渐丰富，随着后续新品 S330 的投产，以及驭胜汽油自动档的推出，驭胜家族日益壮大，销量有望稳步上升。

核心动力方面，公司自主整车产品汽油机将逐步实现自配，福特下一代 2.0T 发动机也将在江铃汽车生产，且这款发动机也可以配置在江铃自主整车产品上，江铃的核心配件自制率将有较大提升。

福特 EVEREST 于 2015 年下半年投产，相对于公司现有整车产品，这款 SUV 单价较高（估计价格中枢在 30 万左右），利润率亦较高，福特 SUV 将与新一代全顺一起为 2016 年的江铃汽车提供较大利润增量。

我们预测 2014/2015/2016 年江铃汽车整车销量分别为 27.4/31.4/40.4 万台。

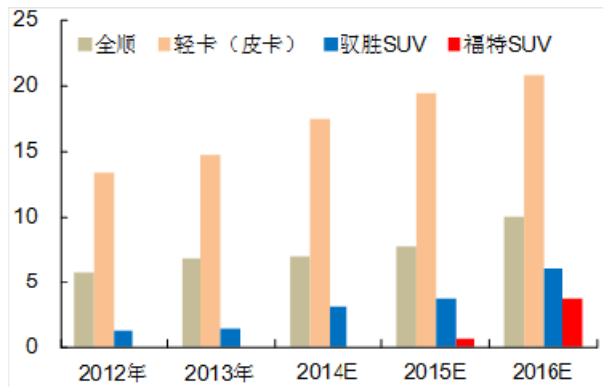
随着新品陆续上市，江铃汽车业绩具有很大向上弹性。

我们维持对江铃汽车的业绩预测，预计其 2014 年、2015 年、2016 年每股收益依次为 2.42 元、3.15 元、5.50 元，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

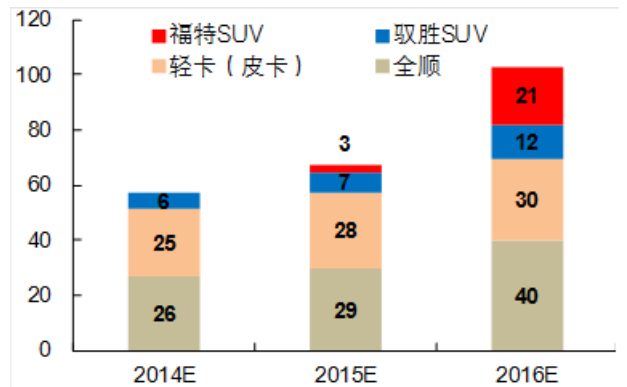
1) 费用压力较大影响短期业绩；2) 新品上市后表现不达预期。

图表 1 江铃整车销量及其预测 单位：万辆



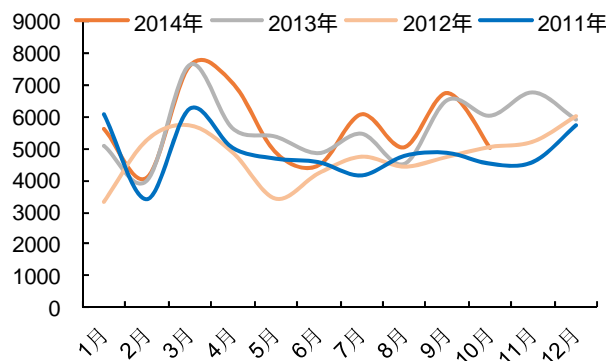
资料来源：公司公告、平安证券综合研究所预测

图表 2 江铃汽车毛利润构成预测 单位：亿



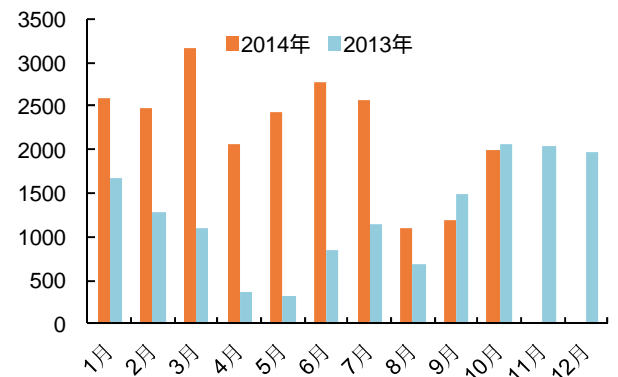
资料来源：平安证券综合研究所预测

图表 3 全顺月度销量 单位：辆



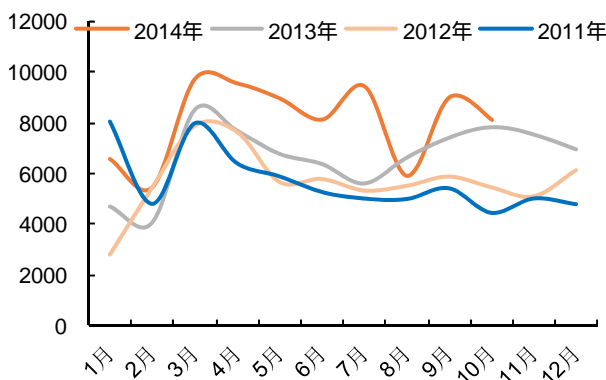
资料来源：公司公告

图表 4 驭胜 SUV 月度销量 单位：辆



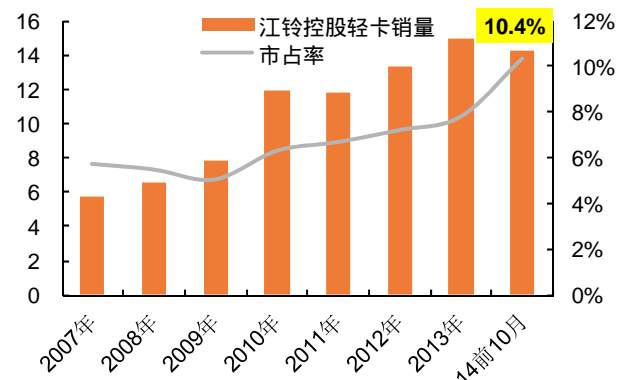
资料来源：公司公告

图表 5 江铃汽车轻卡月度销量 单位：辆



资料来源：公司公告

图表 6 下半年江铃轻卡表现一枝独秀 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

会计年度	2012A	2013 A	2014E	2015E	2016E
流动资产	8405	10286	12593	16836	24967
现金	5560	6480	8225	11669	17606
应收账款	367	466	555	658	965
其他应收款	22	36	39	48	70
预付账款	136	324	330	414	590
存货	1195	1746	2006	2411	3483
其他流动资产	1125	1234	1437	1636	2252
非流动资产	4707	6198	5771	5367	4901
长期投资	22	35	31	32	31
固定资产	2302	4288	4127	3671	3096
无形资产	283	624	828	1071	1302
其他非流动资产	2100	1251	785	592	472
资产总计	13111	16484	18364	22203	29868
流动负债	4713	7030	7523	8764	11811
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3315	4721	5463	6547	9467
其他流动负债	1398	2308	2060	2217	2344
非流动负债	209	277	254	261	258
长期借款	6	5	5	4	4
其他非流动负债	203	272	249	257	254
负债合计	4922	7307	7777	9025	12069
少数股东权益	106	0	0	0	0
股本	863	863	863	863	863
资本公积	839	839	839	839	839
留存收益	6380	7474	8885	11475	16096
归属母公司股东权益	8083	9177	10587	13178	17799
负债和股东权益	13111	16484	18364	22203	29868

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2266	3147	2334	3529	5941
净利润	1540	1717	2092	2720	4750
折旧摊销	386	482	620	660	678
财务费用	-205	-197	-241	-283	-307
投资损失	-2	-12	-23	-25	-28
营运资金变动	469	1173	-79	440	842
其他经营现金流	77	-16	-34	17	6
投资活动现金流	-1315	-1171	-148	-238	-181
资本支出	1394	1066	-11	-14	-36
长期投资	0	0	-4	1	-0
其他投资现金流	79	-105	-163	-251	-218
筹资活动现金流	-777	-1055	-441	152	177
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-0	-1	-1	-1	(1)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-776	-1055	-440	153	178
现金净增加额	175	920	1745	3444	5937

会计年度	2012 A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	17475	20890	25352	29864	43908
营业成本	13108	15523	19029	22364	32547
营业税金及附加	507	614	745	878	1291
营业费用	1117	1443	1775	2031	3030
管理费用	1237	1700	1995	1941	1998
财务费用	-205	-197	-241	-283	-307
资产减值损失	3	66	0	0	0
公允价值变动收益	7	0	0	0	0
投资净收益	2	12	23	25	28
营业利润	1717	1753	2072	2958	5378
营业外收入	182	179	280	100	20
营业外支出	4	6	0	0	0
利润总额	1895	1927	2352	3058	5398
所得税	355	210	260	338	648
净利润	1540	1717	2092	2720	4750
少数股东损益	23	19	0	0	0
归属母公司净利润	1517	1698	2092	2720	4750
EBITDA	1898	2038	2451	3335	5748
EPS (元)	1.76	1.97	2.42	3.15	5.50

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入(%)	0.1	19.5	21.4	17.8	47.0
营业利润(%)	-15.4	2.1	18.2	42.8	81.8
归属于母公司净利润(%)	-18.9	12.0	23.2	30.0	74.6
获利能力					
毛利率(%)	25.0	25.7	24.9	25.1	25.9
净利率(%)	8.7	8.1	8.3	9.1	10.8
ROE(%)	18.8	18.5	19.8	20.6	26.7
ROIC(%)	15.2	15.1	15.4	18.1	25.1
偿债能力					
资产负债率(%)	37.5	44.3	42.3	40.6	40.4
净负债比率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
流动比率	1.78	1.46	1.67	1.92	2.11
速动比率	1.53	1.21	1.41	1.64	1.82
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.7
应收账款周转率	51.8	49.9	49.2	48.8	53.6
应付账款周转率	4.2	3.9	3.7	3.7	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.76	1.97	2.42	3.15	5.50
每股经营现金流(最新摊薄)	2.63	3.65	2.70	4.09	6.88
每股净资产(最新摊薄)	9.36	10.63	12.26	15.27	20.62
估值比率					
P/E	16.3	14.6	11.8	9.1	5.2
P/B	3.1	2.7	2.3	1.9	1.4
EV/EBITDA	9.6	9.0	7.4	5.5	3.2

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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。客户并不能仅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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	