

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

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
电话 021-38636729
邮箱 yubing006@pingan.com.cn

王德安

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

相关研究报告

- 1、江铃汽车事项点评《2015年轻卡逆势长红、福特SUV撼动上市》(2015.1.6)
- 2、江铃汽车事项点评《轻卡月销量破万，冲击行业龙头》(2014.12.4)
- 3、江铃汽车事项点评《10月销量不达预期，新品投放迎刃而解》(2014.11.4)

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)

未来两年业绩增长继续提速

事项：

公司发布 2014 年度业绩快报：2014 年公司实现营业收入 255.4 亿，同比增长 22.3%；归属于上市公司股东的净利润 21.1 亿，每股收益 2.44 元，同比增长 24.4%。

平安观点：

公司 2014 年经营业绩基本符合我们之前预期（EPS 2.42 元），2015 和 2016 年公司多款重磅车型相继上市，产销规模、盈利能力都将大幅提升，业绩增长有望继续提速。

■ **2014 年整车销量增长以及政府补助增加带动公司业绩增长。**公司 2014 年销售整车 27.6 万辆，同比增长 19.9%。其中，轻卡和 SUV 销量分别同比增长 33.3%和 102.5%，贡献主要增量；全顺轻客和皮卡销量分别同比增长 6.3%和 2.6%，表现稳健。公司营收同比增长 22.3%，高于销量增幅 2.4 个百分点；但营业利润增幅仅为 5.9%，估计一方面是因为毛利水平较高的全顺轻客在销量结构中的占比下降导致公司毛利率下滑，另一方面广告、促销费用以及研发支出导致消费费用率和管理费用率有所增加。同时，公司于 2014 年收到政府补助增加较多，使得净利润同比增长 24.4%。

■ **2015 年轻卡销量冲击行业前二、福特 SUV 上市。**由于升级国四需要对发动机做较大改进，大量技术储备薄弱的轻卡企业无法在短时间内生产排放达标的轻卡车型，我们判断轻卡行业调整将持续至 2016 年。公司轻卡产品省油、耐用、服务佳，国四车型价格提升幅度合理，调整期内销量有望持续高速增长，预计 2015 年销量突破 14 万辆，冲击行业前二。

福特全新 7 座 SUV 撼路者将于 2015 年下半年正式上市。新车属硬派越野 SUV，与当前 SUV 消费需求个性化的趋势十分吻合；售价估计将低至 30 万元，较对标车型低 10 万元左右；撼路者上市之前，江铃旗下的福特 4S 店数量预计增加 40%至 120 家。我们保守估计撼路者月销量 3000 台。考虑到该车单价远高于江铃以往所售车型且盈利能力较高，公司业绩有望大幅提升。

■ **2016 年新一代全顺、驭胜 S330 上市。**新一代全顺将于 2016 年上半年正式上市，共推出两款车型，分别定位中高端 MPV 和客货两用车。其中客货两用车预计售价与经典全顺相当，市场竞争力十足；中高端 MPV 车型也将受益 MPV 市场的高增长。新一代全顺的加入将显著增强全顺系列轻客的产品阵容，预计年销量突破 10 万辆。

全新紧凑型 SUV 驭胜 S330 预计将于 2015 末或 2016 年初推出。新车有望搭载江铃自主研发的 1.5T 增压发动机，并匹配 9AT、适时四驱等配置，预计售价 11 万

元；依托丰富的配置、成熟的销售网络以及建立起的良好口碑，预计 S330 月销量将不低于 4,000 辆。

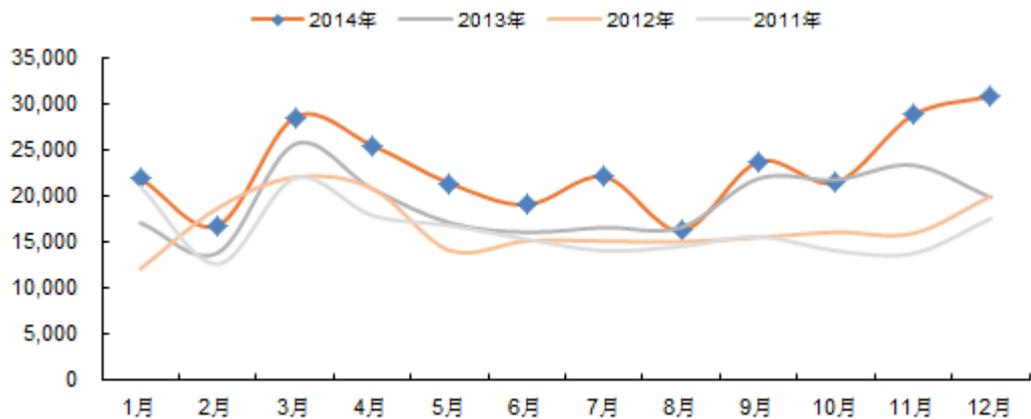
- **盈利预测及投资评级。**我们估计 2014-2015 两年江铃汽车业绩增量主要由 JMC 轻卡提供。福特 EVEREST 及新一代全顺投产后将在 2016 年提供较大利润增量。预计 2014 年、2015 年、2016 年每股收益依次为 2.44 元、3.15 元、5.50 元，维持“强烈推荐”评级，目标价 50 元。
- **风险提示：**1) 新品上市销量不达预期；2) 公司研发费用超出预期；3) 排放标准执行力度低于预期。

图表1 2014年江铃汽车分车型销量 单位：辆

	销量	销量同比增幅	销量占比	销量占比 同比增加百分点
福特全顺	72,076	6.3%	26.1%	-3.3%
JMC 轻卡	106,582	33.3%	38.6%	3.9%
皮卡	70,454	2.6%	25.5%	-4.3%
SUV	26,708	102.5%	9.7%	3.9%
重卡	38	-90.3%	0.01%	-0.2%
合计	275,858	19.9%	100.0%	

资料来源：公司公告

图表2 江铃汽车月度销量 单位：辆



资料来源：公司公告

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	10286	12663	16846	24975	营业收入	20890	25537	29864	43908
现金	6480	8258	11679	17615	营业成本	15523	19229	22364	32547
应收账款	466	559	658	965	营业税金及附加	614	745	878	1291
其他应收款	36	40	48	70	营业费用	1443	1875	2031	3030
预付账款	324	334	414	590	管理费用	1700	2095	1941	1998
存货	1746	2028	2411	3483	财务费用	-197	-241	-283	-307
其他流动资产	1234	1445	1636	2252	资产减值损失	66	0	0	0
非流动资产	6198	5771	5367	4901	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	35	31	32	31	投资净收益	12	18	25	28
固定资产	4288	4127	3671	3096	营业利润	1753	1852	2958	5377
无形资产	624	828	1071	1302	营业外收入	179	570	100	20
其他非流动资产	1251	785	592	472	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	16484	18433	22213	29876	利润总额	1927	2422	3058	5397
流动负债	7030	7582	8764	11811	所得税	210	320	338	648
短期借款	0	0	0	0	净利润	1717	2102	2720	4749
应付账款	4721	5520	6547	9467	少数股东损益	19	0	0	0
其他流动负债	2308	2062	2217	2344	归属母公司净利润	1698	2102	2720	4749
非流动负债	277	254	261	258	EBITDA	2038	2231	3335	5748
长期借款	5	5	4	4	EPS (元)	1.97	2.44	3.15	5.50
其他非流动负债	272	249	257	254					
负债合计	7307	7836	9025	12069	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
股本	863	863	863	863	成长能力				
资本公积	839	839	839	839	营业收入	19.5	22.2	16.9	47.0
留存收益	7474	8895	11485	16105	营业利润	2.1	5.6	59.7	81.8
归属母公司股东权益	9177	10597	13188	17807	归属于母公司净利润	12.0	23.8	29.4	74.6
负债和股东权益	16484	18433	22213	29876	获利能力				
					毛利率(%)	25.7	24.7	25.1	25.9
					净利率(%)	8.1	8.2	9.1	10.8
					ROE(%)	18.5	19.8	20.6	26.7
					ROIC(%)	15.1	13.6	18.0	25.0
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.3	42.5	40.6	40.4
					净负债比率(%)	0.1	0.1	0.1	0.0
					流动比率	1.46	1.67	1.92	2.11
					速动比率	1.21	1.40	1.64	1.82
					营运能力				
					总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.7
					应收账款周转率	49.9	49.3	48.7	53.6
					应付账款周转率	3.9	3.8	3.7	4.1
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.97	2.44	3.15	5.50
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.65	2.75	4.06	6.88
					每股净资产(最新摊薄)	10.63	12.28	15.28	20.63
					估值比率				
					P/E	19.1	15.4	11.9	6.8
					P/B	3.5	3.1	2.5	1.8
					EV/EBITDA	12.7	11.6	7.8	4.5

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	3147	2372	3506	5940
净利润	1717	2102	2720	4749
折旧摊销	482	620	660	678
财务费用	-197	-241	-283	-307
投资损失	-12	-18	-25	-28
营运资金变动	1173	-57	418	842
其他经营现金流	-16	-34	17	6
投资活动现金流	-1171	-153	-238	-181
资本支出	1066	-11	-14	-36
长期投资	0	-4	1	-0
其他投资现金流	-105	-168	-251	-218
筹资活动现金流	-1055	-441	153	177
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-1	-1	-1	-1
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1055	-440	153	178
现金净增加额	920	1778	3421	5936

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 2015 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甲 9 号金 融街中心北楼 15 层
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100033
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	