

江铃汽车 (000550)

买入 (维持)

价值仍然被低估

市场数据

报告日期	2015-01-12
收盘价(元)	38.90
总股本(百万股)	863.21
流通股本(百万股)	861.39
总市值(百万元)	33579.02
流通市值(百万元)	20126.55
净资产(百万元)	10023
总资产(百万元)	17109.58
每股净资产	11.61

相关报告

《江铃汽车(000550): 继续看好产品线扩张的成长路径》2014-12-15
《江铃汽车(000550): 董事会目标显积极》2014-04-01
《江铃汽车(000550): 继续强烈建议买入》2014-03-01

分析师:

文升

021-38565457

wensheng@xyzq.com.cn

S0190514070007

李纲领

ligangl@xyzq.com.cn

S0190510120004

研究助理:

王冠桥

wanguanqiao@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	20890	24925	30088	42898
同比增长	19.5%	19.3%	20.7%	42.6%
净利润(百万元)	1698	1957	2660	4317
同比增长	12.0%	15.3%	35.9%	62.3%
毛利率	25.7%	24.7%	25.0%	26.1%
净利润率	8.1%	7.9%	8.8%	10.1%
每股收益(元)	1.97	2.27	3.08	5.00
每股经营现金流(元)	3.65	2.17	3.65	6.70
市盈率	19.8	17.2	12.6	7.8

投资要点

- 公司 2014 年实现销量 27.5 万辆, 同比增长 20%, 超额完成年初较董事会目标。四季度销售 8.1 万辆, 同比增长 25%, 其中 12 月单月销量 30792 辆, 同比增长 55.58%, 全顺、轻卡、皮卡、驭胜 SUV 分别同比增长 34.15%、89.34%、48.75% 和 21.47%。
- 我们预计公司 2015、2016 年盈利能力将会有较大提升:
 - 1) 利润的边际弹性将显现。由于全顺换代、撼路者以及自主 SUV、重卡项目费用化较多, 2014 年公司研发费用料 12-13 亿元, 相比 2013 年继续上升, 占收入比重预计达到 5%。2016 年开始比重将下降, 叠加新项目开始释放收入, 收入增长对利润边际弹性将明显显现。
 - 2) 2015、2016 年强力新产品连续投放, 公司产品线进一步丰富, 成长领域延伸。2015 年福特撼路者 3 季度上市、单月销量预计 2000-2500 台, 2016 年 J09 新全顺换代向微客升级、商务接待领域上下延伸, 年销量有望达 10 万台。解决市场对公司成长空间的疑虑。
 - 3) 公司轻卡竞争力增强的趋势仍会延续。我们预计国 IV 排放升级、轻卡高端化对公司的品牌力、性价比的提升将持续。2015 年公司轻卡有望继续保持两位数增长。
- 维持公司 2014-2016 的每股收益为 2.27、3.08、5.00 元的预测。按 1 月 12 日 38.90 价格计算, 对应市盈率分别为 17、12、8 倍。公司作为治理优质、成长路径清晰的商用车企业价值仍然被低估, 继续强烈建议“买入”。
- 风险提示: SUV 的市场表现低于预期 全顺的市场表现不如预期

请阅读最后一页信息披露和重要声明

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	10286	11338	14907	21379
货币资金	6480	7072	9481	14121
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	466	744	838	938
其他应收款	36	33	41	60
存货	1746	1866	2468	3467
非流动资产	6198	6279	6463	6870
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	35	25	25	26
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4288	5056	5391	5921
在建工程	861	431	215	108
油气资产	0	0	0	0
无形资产	624	604	584	565
资产总计	16484	17617	21370	28249
流动负债	7030	6934	8022	10586
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	4721	4880	5867	8242
其他	2308	2054	2155	2343
非流动负债	277	231	235	234
长期借款	5	5	5	5
其他	272	226	230	228
负债合计	7307	7165	8258	10819
股本	863	863	863	863
资本公积	839	839	839	839
未分配利润	7043	8318	10978	15295
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	9177	10452	13112	17430
负债及权益合计	16484	17617	21370	28249

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	20890	24925	30088	42898
营业成本	15523	18769	22566	31701
营业税金及附加	614	735	888	1265
销售费用	1443	1715	2016	2969
管理费用	1700	1957	2106	2531
财务费用	-197	-203	-248	-354
资产减值损失	66	110	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	12	7	7	8
营业利润	1753	1850	2758	4783
营业外收入	179	400	300	180
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	1927	2250	3058	4963
所得税	210	292	397	645
净利润	1717	1957	2660	4317
少数股东损益	19	0	0	0
归属母公司净利润	1698	1957	2660	4317
BPS(元)	1.97	2.27	3.08	5.00

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	19.5%	19.3%	20.7%	42.6%
营业利润增长率	2.1%	5.5%	49.1%	73.4%
净利润增长率	12.0%	15.3%	35.9%	62.3%
盈利能力				
毛利率	25.7%	24.7%	25.0%	26.1%
净利率	8.1%	7.9%	8.8%	10.1%
ROE	18.5%	18.7%	20.3%	24.8%

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1717	1957	2660	4317
折旧和摊销	462	713	895	1088
资产减值准备	66	43	-76	17
无形资产摊销	20	20	20	20
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	-197	-203	-248	-354
投资损失	-12	-7	-7	-8
少数股东损益	19	0	0	0
营运资金的变动	1173	649	71	-723
经营活动产生现金	3147	1871	3154	5780
投资活动产生现金	-1171	-800	-993	-1493
融资活动产生现金	-1055	-478	248	354
现金净变动	920	592	2409	4640
现金的期初余额	5560	6480	7072	9481
现金的期末余额	6480	7072	9481	14121

偿债能力

资产负债率	44.3%	40.7%	38.6%	38.3%
流动比率	1.46	1.64	1.86	2.02
速动比率	1.21	1.36	1.55	1.69

营运能力

资产周转率	1.41	1.46	1.54	1.73
应收帐款周转率	49.87	40.85	37.84	48.03

每股资料(元)

每股收益	1.97	2.27	3.08	5.00
每股经营现金	3.65	2.17	3.65	6.70
每股净资产	10.63	12.11	15.19	20.19

估值比率(倍)

PE	19.8	17.2	12.6	7.8
PB	3.7	3.2	2.6	1.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。