



业绩好于预期，受益排放升级

中信证券研究部

2015 年 1 月 21 日

许英博

电话: 010-60838704

邮件: xuyb@citics.com

执业证书编号: S1010510120041

陈俊斌

电话: 010-60836703

邮件: chenjb@citics.com

执业证书编号: S1010512070001

高登

电话: 010-60836729

邮件: gaodeng@citics.com

执业证书编号: S1010514070004

投资评级

买入
(维持)

当前价: 37.50 元

目标价: 47.00 元

事项:

江铃汽车 2014 年实现营业收入 255 亿元 (+22%)，净利润 21 亿元 (+24%)，EPS 2.44 元。

评论:

江铃汽车 2014 年净利润 21 亿元 (+24%)，EPS 2.44 元，略好于市场预期。2014 年公司累计销售 27.6 万辆 (+19.9%)，实现营业收入 255 亿元 (+22%)。分品类看，2014 年 JMC 轻卡销售 10.7 万辆 (+33.3%)、驭胜 SUV 销售 2.7 万辆 (+88.6%)、福特全顺销售 7.2 万辆 (+6.3%)、JMC 皮卡销售 7 万辆 (-2.4%)。公司 2014 年销量增长主要受益于：1) 排放法规的严格执行，中高端轻卡占比提升；2) 驭胜 SUV 新车投放。公司全年盈利略超预期，主要是由于四季度收到 2.5 亿元政府补助。

预计 2015 年公司销量约 32 万辆 (+14.5%)。考虑：1) 柴油车国四排放标准于 2015 年 1 月 1 日开始全国强制实施，中高端轻卡占比将继续提升；2) 公司下半年将投放福特品牌七座 SUV (撼路者) 等，预计 2015 年公司销量约 32 万辆 (+14.5%)。其中福特全顺 7.7 万辆 (+7.0%)、JMC 轻卡 13 万辆 (+22.0%)、JMC 皮卡 7 万辆 (+0.0%)、驭胜 SUV 2.8 万辆 (+5.0%)、福特 SUV 1 万辆。

柴油车国四排放标准 2015 年 1 月 1 日开始全面实施，公司明显受益。根据工信部公告，从 2015 年 1 月 1 日开始，全国强制实施柴油车国四排放标准。随着排放标准升级，中高端轻卡的性价比优势日渐明显，预计中高端轻卡占比将明显提升。2014 年江铃汽车轻卡市场份额提高至 6.4% (2013 年: 4.2%)，预计 2015 年有望维持高位。此外，轻卡下游需求主要为物流和农用车升级，需求相对稳定。我们认为，2014 年轻卡行业批发销量下滑主要是由于渠道消化国三库存导致，预计 2015 年销量将恢复性增长至 190 万辆左右，同比增长约 15%。若黄标车淘汰等政策执行超预期，行业销量仍有望超预期，江铃汽车将明显受益。

2015 年公司投放福特品牌七座 SUV，有望成为新的业绩增长点。福特全新七座 SUV (撼路者) 的量产车于 2014 年 11 月 13 日在北京正式发布，预计将于 2015 年下半年上市。根据媒体报道，撼路者定位于三排七座越野 SUV，预计售价为 30-45 万元。平台方面，撼路者是基于 Ranger 皮卡平台打造而成，采用了非承载式车身设计。动力方面，预计将搭载 2.0 升 EcoBoost 汽油发动机，传动系统与之匹配的是 6 速手自一体变速箱。综合考虑产品定位、渠道能力，预计撼路者稳态月销在 3000 辆左右，有望成为公司新的业绩增长点。

风险因素：宏观经济增速放缓，导致汽车需求不达预期；太原重汽大幅亏损，侵蚀公司盈利；新产品投放进程、市场开拓不达预期；小蓝基地产能空置，导致盈利能力下滑等。

盈利预测、估值及投资评级：维持公司 2015/16 盈利预测分别为 3.14/4.01 元（2014 年 EPS 为 2.44 元）。当前价为 37.50 元，对应 2014/15/16 年分别为 15/12/9 倍 PE。公司经营管理优秀，受益于排放升级、新产品投放，预计 2015 年有望进入利润释放期。结合行业平均估值水平，我们认为公司合理估值为 2015 年 15 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 47 元。

表 1：江铃汽车盈利预测表

| 项目/年度 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 17,475 | 20,848 | 25,537 | 32,167 | 40,256 |
| 增长率 YoY% | 0.1 | 19.3 | 22.5 | 26.0 | 25.1 |
| 净利润(百万元) | 1,517 | 1,700 | 2,108 | 2,709 | 3,461 |
| 增长率 YoY% | -18.9 | 12.1 | 24.0 | 28.5 | 27.7 |
| 毛利率% | 25.0 | 24.9 | 25.1 | 25.1 | 26.1 |
| 每股收益(元) | 1.76 | 1.97 | 2.44 | 3.14 | 4.01 |
| 每股净资产(元) | 9.4 | 10.7 | 12.5 | 14.6 | 17.5 |
| 市盈率 PE | 21 | 19 | 15 | 12 | 9 |
| 市净率 PB | 4.0 | 3.5 | 3.0 | 2.6 | 2.1 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：采用 2015 年 1 月 20 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上； |
| | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上； |
| 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上； |
| | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。