

# 江铃汽车 (000550.SZ)

## 12月产销点评：改革转型的受益者，14年完美收官

### ● 事件：公司轻卡同比增长89.3%，远超市场预期

公司发布12月产销快讯，12月销售车辆3.08万辆，同比增长55.6%。其中，销售轻卡13146辆，同比增长89.3%，符合我们预期，远超市场预期。

### ● 公司是15年轻卡行业盈利增长确定性最高的公司

公司长期注重轻卡产品品质提升，在我国经济发展转型的大背景及2014年轻卡排放监管力度升级的行业氛围下，公司轻卡市占率有望显著提升。12月公司轻卡产品继续旺销，批发销量13146辆，同比增长89.3%，与终端实销数据基本吻合。根据我们草根调研，公司12月终端零售数据与批发数据接近，渠道存销比大约为动态1.1倍。我们认为，公司是2015年轻卡行业内比14年表现更好、确定性最高的公司。

### ● 受益于黄标车和老旧汽车淘汰，公司轻客销量大幅提升

公司12月销售轻客7935辆，同比增长34.2%，与黄标车和老旧汽车淘汰政策有关。根据我们草根调研，公司目前渠道存销比合理，约为动态1.1倍，公司的价格策略也比较稳定。由于14年上半年轻客销量基数较低，预计黄标车淘汰对轻客行业能持续释放温和利好。

### ● 皮卡产品线更加完善，公司产品竞争力提升

公司12月销售皮卡7338辆，同比增长48.8%，我们估计主要由于长轴距产品旺销所致。目前公司皮卡动态渠道存销比约1.4倍，处于较低水平。公司皮卡产品力提升，且15年基数压力有望下降，公司皮卡或有不错表现。

### ● 投资建议

公司是我国转型发展的受益者，长期积累形成的品牌壁垒非常显著，15年轻卡行业供给改善将为公司带来份额提高的机遇，而下半年SUV的推出将打开公司的增长空间，我们预测14年、15年、16年公司的盈利预测为2.41元、3.16元和4.28元，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

汽车行业竞争加剧；轻卡排放监管力度不及预期。

### 盈利预测：

|             | 2012A     | 2013A     | 2014E     | 2015E     | 2016E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 17,474.71 | 20,889.71 | 25,114.68 | 31,685.39 | 39,868.24 |
| 增长率(%)      | 0.10%     | 19.54%    | 20.23%    | 26.16%    | 25.83%    |
| EBITDA(百万元) | 1,892.39  | 2,091.23  | 2,658.37  | 3,565.25  | 4,698.31  |
| 净利润(百万元)    | 1,516.90  | 1,698.23  | 2,079.36  | 2,725.55  | 3,698.24  |
| 增长率(%)      | -18.92%   | 11.95%    | 22.44%    | 31.08%    | 35.69%    |
| EPS(元/股)    | 1.757     | 1.967     | 2.409     | 3.157     | 4.284     |
| 市盈率(P/E)    | 10.23     | 12.92     | 13.84     | 10.56     | 7.78      |
| 市净率(P/B)    | 1.92      | 2.39      | 2.56      | 2.06      | 1.63      |
| EV/EBITDA   | 5.27      | 7.39      | 7.78      | 4.80      | 2.66      |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格

33.33元

前次评级

买入

报告日期

2015-01-06

### 相对市场表现



分析师：张乐 S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

### 相关研究：

江铃汽车11月产销点评：轻卡逻辑继续发酵 2014-12-04

江铃汽车10月产销点评：轻卡逻辑继续发酵 2014-11-04

江铃汽车3季报点评：扣非后净利润增速转正 2014-10-29

江铃汽车3季报点评：扣非后净利润增速转正

联系人：闫俊刚 021-60750621

yanjungang@gf.com.cn

联系人：唐哲 021-60750618

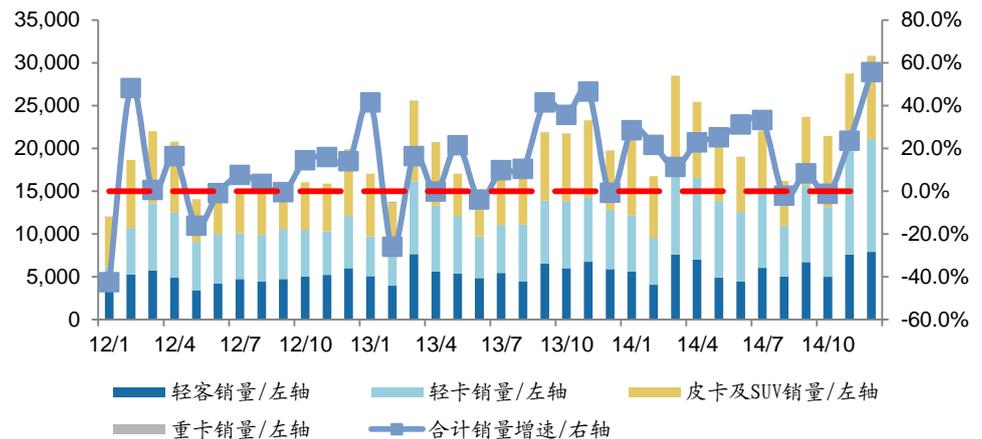
tangzhe@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 事件：公司轻卡同比增长 89.3%，远超市场预期

公司发布12月产销快讯，12月销售车辆3.08万辆，同比增长55.6%。其中，销售轻卡13146辆，同比增长89.3%，符合我们预期，远超市场预期。

图1：公司销量（辆）及增速情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 1：公司销量（辆）及增速情况

|     | 12月销量  | 同比增速   | 累计销量    | 累计增速   |
|-----|--------|--------|---------|--------|
| 轻客  | 7,935  | 34.2%  | 72,076  | 6.3%   |
| 轻卡  | 13,146 | 89.3%  | 106,582 | 33.3%  |
| 皮卡  | 7,338  | 48.8%  | 70,454  | 2.6%   |
| SUV | 2,371  | 21.5%  | 26,708  | 102.5% |
| 重卡  | 2      | -95.9% | 38      | -90.3% |
| 合计  | 30,792 | 55.6%  | 275,858 | 19.9%  |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 公司是 15 年轻卡行业盈利增长确定性最高的公司

公司长期注重轻卡产品品质提升，在我国经济发展转型的大背景及2014年轻卡排放监管力度升级的行业氛围下，公司轻卡市占率有望显著提升。

12月公司轻卡产品继续畅销，批发销量13146辆，同比增长89.3%，与终端实销数据基本吻合。根据我们草根调研，公司12月终端零售数据与批发数据接近，渠道存销比大约为动态1.1倍。

我们认为，公司是2015年轻卡行业内比14年表现更好、确定性最高的公司。

## 受益于黄标车和老旧汽车淘汰，公司轻客销量大幅提升

公司12月销售轻客7935辆，同比增长34.2%，与黄标车和老旧汽车淘汰政策有关。根据我们草根调研，公司目前渠道存销比合理，约为动态1.1倍，公司的价格策略也比较稳定。由于14年上半年轻客销量基数较低，预计黄标车淘汰对轻客行业能持续释放温和利好。

## 皮卡产品线更加完善，公司产品竞争力提升

公司12月销售皮卡7338辆，同比增长48.8%，我们估计主要由于长轴距产品旺销所致。目前公司皮卡动态渠道存销比约1.4倍，处于较低水平。公司皮卡产品力提升，且15年基数压力有望下降，公司皮卡或有不错表现。

## 投资建议

公司是我国转型发展的受益者，长期的积累形成的品牌壁垒非常显著，15年轻卡行业供给改善将为公司带来份额提高的机遇，而下半年SUV的推出将打开公司的增长空间，我们预测14年、15年、16年公司的盈利预测为2.41元、3.16元和4.28元，维持“买入”评级。

## 风险提示

汽车行业竞争加剧；轻卡排放监管力度不及预期

**资产负债表**

单位: 百万元

| 至12月31日        | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 8405  | 10286 | 12130 | 16605 | 22164 |
| 货币资金           | 5560  | 6480  | 8090  | 11652 | 16284 |
| 应收及预付          | 1214  | 1776  | 1945  | 2459  | 3119  |
| 存货             | 1195  | 1746  | 1780  | 2207  | 2760  |
| 其他流动资产         | 436   | 283   | 314   | 287   | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 4707  | 6198  | 6461  | 6655  | 6863  |
| 长期股权投资         | 22    | 35    | 35    | 35    | 35    |
| 固定资产           | 2302  | 4288  | 4587  | 4890  | 5105  |
| 在建工程           | 1837  | 861   | 758   | 522   | 207   |
| 无形资产           | 283   | 713   | 794   | 953   | 1116  |
| 其他长期资产         | 263   | 301   | 287   | 256   | 400   |
| <b>资产总计</b>    | 13111 | 16484 | 18591 | 23261 | 29027 |
| <b>流动负债</b>    | 4713  | 7030  | 7058  | 8950  | 11231 |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 4713  | 7029  | 7057  | 8949  | 11231 |
| 其他流动负债         | 1     | 1     | 1     | 1     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 209   | 277   | 249   | 266   | 5     |
| 长期借款           | 6     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 203   | 272   | 244   | 261   | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 4922  | 7307  | 7307  | 9216  | 11237 |
| 股本             | 863   | 863   | 863   | 863   | 863   |
| 资本公积           | 839   | 839   | 839   | 839   | 839   |
| 留存收益           | 6380  | 7474  | 9554  | 12279 | 15977 |
| 归属母公司股东权       | 8083  | 9177  | 11256 | 13982 | 17680 |
| 少数股东权益         | 106   | 0     | 28    | 63    | 111   |
| <b>负债和股东权益</b> | 13111 | 16484 | 18591 | 23261 | 29027 |

**利润表**

单位: 百万元

| 至12月31日         | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 17475 | 20890 | 25115 | 31685 | 39868 |
| 营业成本            | 13108 | 15523 | 18986 | 23605 | 29417 |
| 营业税金及附加         | 507   | 614   | 735   | 928   | 1168  |
| 销售费用            | 1117  | 1443  | 1645  | 2105  | 2654  |
| 管理费用            | 1237  | 1700  | 1833  | 2390  | 3014  |
| 财务费用            | -205  | -197  | -217  | -294  | -420  |
| 资产减值损失          | 3     | 66    | 0     | 4     | -19   |
| 公允价值变动收益        | 7     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 2     | 12    | 8     | 8     | 9     |
| <b>营业利润</b>     | 1717  | 1753  | 2140  | 2956  | 4063  |
| 营业外收入           | 182   | 179   | 300   | 240   | 250   |
| 营业外支出           | 4     | 6     | 5     | 5     | 5     |
| <b>利润总额</b>     | 1895  | 1927  | 2435  | 3191  | 4307  |
| 所得税             | 355   | 210   | 328   | 430   | 562   |
| <b>净利润</b>      | 1540  | 1717  | 2107  | 2761  | 3746  |
| 少数股东损益          | 23    | 19    | 28    | 35    | 47    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1517  | 1698  | 2079  | 2726  | 3698  |
| EBITDA          | 1892  | 2091  | 2658  | 3565  | 4698  |
| EPS (元)         | 1.76  | 1.97  | 2.41  | 3.16  | 4.28  |

**现金流量表**

单位: 百万元

|                | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2266  | 3147  | 2367  | 4434  | 5757  |
| 净利润            | 1540  | 1717  | 2107  | 2761  | 3746  |
| 折旧摊销           | 386   | 482   | 744   | 908   | 1084  |
| 营运资金变动         | 481   | 1211  | -196  | 975   | 1374  |
| 其它             | -141  | -264  | -288  | -210  | -446  |
| <b>投资活动现金流</b> | -1315 | -1171 | -718  | -890  | -893  |
| 资本支出           | -1391 | -1061 | -726  | -898  | -902  |
| 投资变动           | -77   | -291  | 8     | 8     | 9     |
| 其他             | 154   | 182   | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -777  | -1055 | -38   | 18    | -232  |
| 银行借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债券融资           | 0     | -424  | -29   | 19    | -232  |
| 股权融资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -776  | -631  | -9    | 0     | 0     |
| <b>现金净增加额</b>  | 175   | 920   | 1611  | 3562  | 4632  |
| <b>期初现金余额</b>  | 5385  | 5560  | 6480  | 8090  | 11652 |
| <b>期末现金余额</b>  | 5560  | 6480  | 8090  | 11652 | 16284 |

**主要财务比率**

| 至12月31日        | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力(%)</b> |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长         | 0.1   | 19.5  | 20.2  | 26.2  | 25.8  |
| 营业利润增长         | -15.4 | 2.1   | 22.0  | 38.2  | 37.4  |
| 归属母公司净利润增长     | -18.9 | 12.0  | 22.4  | 31.1  | 35.7  |
| <b>获利能力(%)</b> |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 25.0  | 25.7  | 24.4  | 25.5  | 26.2  |
| 净利率            | 8.8   | 8.2   | 8.4   | 8.7   | 9.4   |
| ROE            | 18.8  | 18.5  | 18.5  | 19.5  | 20.9  |
| ROIC           | -     | -     | -     | -     | -     |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 37.5  | 44.3  | 39.3  | 39.6  | 38.7  |
| 净负债比率          | -0.7  | -0.7  | -0.7  | -0.8  | -0.9  |
| 流动比率           | 1.78  | 1.46  | 1.72  | 1.86  | 1.97  |
| 速动比率           | 1.50  | 1.17  | 1.42  | 1.56  | 1.68  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.40  | 1.41  | 1.43  | 1.51  | 1.52  |
| 应收账款周转率        | 50.22 | 48.94 | 51.98 | 50.64 | 50.78 |
| 存货周转率          | 11.18 | 10.52 | 10.66 | 10.70 | 10.66 |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 1.76  | 1.97  | 2.41  | 3.16  | 4.28  |
| 每股经营现金流        | 2.63  | 3.65  | 2.74  | 5.14  | 6.67  |
| 每股净资产          | 9.36  | 10.63 | 13.04 | 16.20 | 20.48 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 10.2  | 12.9  | 13.8  | 10.6  | 7.8   |
| P/B            | 1.9   | 2.4   | 2.6   | 2.1   | 1.6   |
| EV/EBITDA      | 5.3   | 7.4   | 7.8   | 4.8   | 2.7   |

## 广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企业管理专业硕士，5年半汽车相关产业工作经历，5年卖方研究经验。2014年新财富最佳汽车行业分析师第五名，2011、2012、2013年“新财富”最佳汽车行业分析师第七名；水晶球公募基金最佳汽车行业分析师2012年、2014年第五名、2013年第四名；2013年、2014年金牛奖第三名；2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联系人，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲：联系人，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA，2014年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                    | 深圳市                                  | 北京市                     | 上海市                      |
|------|------------------------|--------------------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路183号<br>大都会广场5楼 | 深圳市福田区金田路4018<br>号安联大厦15楼A座<br>03-04 | 北京市西城区月坛北街2号<br>月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号<br>震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510075                 | 518026                               | 100045                  | 200120                   |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                                      |                         |                          |
| 服务热线 | 020-87555888-8612      |                                      |                         |                          |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。