

# 江铃汽车 (000550.SZ)

## 行业多重利空，业绩略不及预期

**事件。**公司2019年业绩预告，2019年公司实现收入291.7亿元，同比增长3.3%，实现归属于上市公司股东净利润1.49亿元，同比增长61.0%。

**受行业利空影响，商用车销量承压。**公司2019年共计销售整车29.0万辆，同比增长1.75%。其中商用车共计销售23.8万辆，同比下滑12.6%。福特品牌商用车销售4.1万辆(-6.0%)，JMC品牌卡车销售9.4万辆(-10.75%)，JMC品牌皮卡销售5.9万辆(-18.4%)，JMC品牌轻客销售3.6万辆(-10.5%)。我们认为商用车销量下滑一方面是由于宏观经济活动减弱，导致需求端不振，另一方面“大吨小标”事件使得轻卡行业三季度销量承压。预计随着经济筑底，同时“大吨小标”影响逐步消除，2020年公司商用车有望平稳回复。

**受行业整体下滑，领界销量略不及预期。**公司2019年共计销售乘用车5.2万辆，同比增长706%，其中福特品牌SUV实现销量5.03万辆，同比增长784%。领界2月上市以来月均销售4000余辆，其中上市初期月销量达到6000辆，之后逐步滑落至3000-4000辆左右。我们认为一方面是由于行业整体销量复苏程度不及预期，另一方面自7月1日起多个省市提前实施国六，由于政策实施突然使得领界车型国六车型上市进度略微滞后。同时行业二季度起为清理渠道囤五库存，行业折扣率大幅增加，而作为新上市车型以及指导价较低，新车折扣力度较小，抑制了领界的销量。

**长期看福特发力中国市场及海外市场增量。**福特为扭转在华市场颓势，将在中国市场推出多款新车并国产化林肯。领界作为福特重要的一款产品，将和锐际、探险者以及林肯冒险家组成福特在华SUV产品序列，有望逐步恢复福特市场份额。同时公司和福特达成协议，2020年将向南美洲出口领界，为公司带来新的业绩增量。背靠福特销售渠道和品牌背书，公司有望成为自主品牌海外出口2.0版本的第一批受益者。

**盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年EPS分别为0.17/1.00/1.43元，对应PE为83.9/14.5/10.2倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**终端销量或不及预期；海外市场存在一定不确定性。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31,346	28,249	29,170	37,555	45,066
增长率 yoy (%)	17.7	-9.9	3.3	28.7	20.0
归母净利润(百万元)	691	92	149	866	1,230
增长率 yoy (%)	-47.6	-86.7	62.6	479.8	42.1
EPS最新摊薄(元/股)	0.80	0.11	0.17	1.00	1.43
净资产收益率(%)	5.5	0.9	1.4	7.7	10.0
P/E(倍)	18.1	136.4	83.9	14.5	10.2
P/B(倍)	1.00	1.21	1.19	1.12	1.01

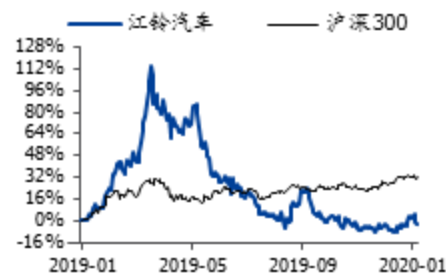
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	汽车整车
前次评级	买入
最新收盘价	14.51
总市值(百万元)	12,525.24
总股本(百万股)	863.21
其中自由流通股(%)	60.06
30日日均成交量(百万股)	5.81

### 股价走势



### 作者

分析师 程似骞

执业证书编号: S0680519050005

邮箱: chengsiqian@gszq.com

研究助理 李若飞

邮箱: liruofei@gszq.com

### 相关研究

- 《江铃汽车(000550.SZ): 向南美出口 SUV, 海外市场打开增量空间》2019-11-13
- 《江铃汽车(000550.SZ): 商用车业务回暖, 三季度业绩大幅改善》2019-10-29
- 《江铃汽车(000550.SZ): 受政策影响, 短期业绩承压》2019-07-15



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	18126	14825	7606	22824	11505
现金	11138	7617	1500	12346	3880
应收账款	2307	2675	1492	3873	1135
其他应收款	131	0	135	39	170
预付账款	571	526	607	851	898
存货	2339	2522	2317	3850	3527
其他流动资产	1640	1485	1555	1865	1895
<b>非流动资产</b>	8257	8572	7962	8853	9293
长期投资	38	40	52	62	71
固定投资	6037	5679	5276	6058	6443
无形资产	811	844	845	853	856
其他非流动资产	1372	2009	1789	1881	1922
<b>资产总计</b>	26384	23397	15568	31677	20799
<b>流动负债</b>	13541	12669	4726	20125	8112
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	8603	7825	0	14706	2931
其他流动负债	4938	4844	4726	5419	5182
<b>非流动负债</b>	270	343	342	342	341
长期借款	4	4	3	2	2
其他非流动负债	266	339	339	339	339
<b>负债合计</b>	13811	13012	5068	20467	8453
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	863	863	863	863	863
资本公积	839	839	839	839	839
留存收益	10876	8692	8785	9325	10093
归属母公司股东收益	12572	10384	10499	11210	12345
<b>负债和股东权益</b>	26384	23397	15568	31677	20799

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	675	-102	-6044	12589	-7079
净利润	691	92	149	866	1230
折旧摊销	901	997	707	813	979
财务费用	-244	-164	-47	-103	-117
投资损失	-8	-13	-12	-12	-11
营运资金变动	-689	-964	-6841	11027	-9161
其他经营现金流	23	-50	-1	-0	2
<b>投资活动净现金流</b>	-670	-1139	-84	-1691	-1409
资本支出	1020	1385	-621	881	431
长期投资	0	0	-12	-9	-9
其他投资现金流	350	246	-717	-819	-987
<b>筹资活动净现金流</b>	-534	-2280	12	-52	22
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-1	-0	-1	-0	-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	-533	-2280	13	-52	23
<b>现金净增加额</b>	-528	-3521	-6117	10846	-8466

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	31346	28249	29170	37555	45066
营业成本	25045	24410	24296	30961	37037
营业税金及附加	967	687	710	913	1096
营业费用	2695	1202	2188	2817	3380
管理费用	2705	797	2147	2764	3290
财务费用	-244	-164	-47	-103	-117
资产减值损失	52	61	63	81	97
公允价值变动收益	-17	9	1	0	-2
投资净收益	8	13	12	12	11
<b>营业利润</b>	129	-198	-173	136	293
营业外收入	637	248	248	248	248
营业外支出	4	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	762	40	64	374	531
所得税	71	-52	-85	-492	-699
<b>净利润</b>	691	92	149	866	1230
少数股东收益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	691	92	149	866	1230
EBITDA	1329	809	634	979	1266
EPS (元/股)	0.80	0.11	0.17	1.00	1.43

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	17.7	-9.9	3.3	28.7	20.0
营业利润 (%)	-86.5	-254.2	12.5	178.3	115.9
归属母公司净利润 (%)	-47.6	-86.7	62.6	479.8	42.1
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	20.1	13.6	16.7	17.6	17.8
净利率 (%)	2.2	0.3	0.5	2.3	2.7
ROE (%)	5.5	0.9	1.4	7.7	10.0
ROIC (%)	3.1	-4.1	-1.6	3.4	5.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	52.3	55.6	32.6	64.6	40.6
净负债比率 (%)	-88.6	-73.3	-14.3	-110.1	-31.4
流动比率	1.3	1.2	1.6	1.1	1.4
速动比率	1.2	1.0	1.1	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	1.5	1.6	1.7
应收账款周转率	18.0	11.3	14.0	14.0	18.0
应付账款周转率	3.1	3.0	7.4	4.2	4.2
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.80	0.11	0.17	1.00	1.43
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.65	-0.28	-7.00	14.58	-8.20
每股净资产 (最新摊薄)	14.56	12.03	12.16	12.99	14.30
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	18.1	136.4	83.9	14.5	10.2
P/B	1.00	1.21	1.19	1.12	1.01
EV/EBITDA	1.09	6.3	17.6	0.4	7.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com