

江铃汽车 (000550.SZ)

向南美出口 SUV，海外市场打开增量空间

事件。公司发布公告，将向福特贸易公司销售 CX743 整车，销售区域指双方约定的南美洲的国家和市场。公司预计本协议项下的 2020 年度交易额约为人民币 4.77 亿元。

出口将为公司打开新的增长空间。本次出口车型 CX743 的姊妹车型 JF8 为江铃与福特联合打造的紧凑级 SUV 领界，我们预计 CX743 大概率为领界的出口版本。今年 6 月公司曾发布关联交易公告，和福特汽车签署两项协议，对中国 CX743 ICA 车型提供工程服务以适应南美需求，并委托部分供应商进行工程、开发及测试工作，并对两项合作协议分别向福特收取 3840 万和 1900 万元人民币的工程、测试及开发费用。而此次交易为整车出口协议，是领界进军南美市场的实质性进展。

新兴市场潜力巨大，南美市场尤为突出。近三年汽车新兴市场销量增速不断上升，成为全球车市的新引擎。其中南美洲表现尤为亮眼，2018 年南美洲销量同比增长+7%，为全球增速最快的区域。南美市场销量前三的国家分别为巴西、阿根廷和智利，2018 年分别销售 254 万辆、80 万辆和 43 万辆，占南美洲总销量 88% 的份额。2018 年南美洲销量前五的车企分别雪佛兰、大众、菲亚特、雷诺和福特，分别销售 63/55/42/40/37 万辆。目前南美洲的 SUV 渗透率只有 17%，SUV+轻卡+皮卡的渗透率为 35%，仍有相当大的提升空间。领界在外观、配置以及价格上产品力突出，登陆南美市场后面对销量排名前列的 SUV，如 Compass, Renegade (自由侠) 和 Kicks (劲客) 仍具有强劲的竞争力。根据 Marklines 统计，2018 年 Compass 在南美共销售 6.4 万辆，参考其销量，领界有望为公司带来较大的边际增量。

国内汽车产业进入出口 2.0 时代，江铃望率先受益。我国汽车产业具备成熟供应链体系、响应速度及成本优势。国内车市增速换挡之时，海外市场有望为国内汽车产业打开新的增量空间。保证产品力的同时，品牌和渠道将成为国内车企海外市场成败的关键。出口模式上，自主品牌海外并购二次赋能以及合资品牌逆向出口具备扩大海外份额的先天优势。江铃背靠福特在全球的品牌影响力和渠道体系，有望成为出口 2.0 时代率先受益者。

盈利预测与投资建议。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48/1.12/2.33 元，对应 PE 为 31.2/13.4/6.4 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	30,256	38,954	46,745
增长率 yoy (%)	17.7	-9.9	7.1	28.7	20.0
归母净利润 (百万元)	691	92	414	966	2,009
增长率 yoy (%)	-47.6	-86.7	351.0	133.3	107.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.80	0.11	0.48	1.12	2.33
净资产收益率 (%)	5.5	0.9	3.8	8.4	15.2
P/E (倍)	18.7	140.5	31.2	13.4	6.4
P/B (倍)	1.03	1.24	1.20	1.12	0.97

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	14.95
总市值(百万元)	12,905.05
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)	2.65

股价走势



作者

分析师 程似骐

执业证书编号: S0680519050005

邮箱: chengsiqi@gszq.com

研究助理 李若飞

邮箱: liruofei@gszq.com

相关研究

- 《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
- 《江铃汽车 (000550.SZ): 国六切换短期政策扰动, 不改长期成长逻辑》2019-06-06



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	18126	14825	14780	17762	18981	营业收入	31346	28249	30256	38954	46745
现金	11138	7617	8241	7166	10927	营业成本	25045	24410	25204	32098	38097
应收账款	2307	2675	1648	3917	1277	营业税金及附加	967	687	726	935	1122
其他应收款	131	0	140	40	176	营业费用	2695	1202	2269	2922	3506
预付账款	571	526	649	863	951	管理费用	2705	797	2209	2844	3412
存货	2339	2522	2497	3896	3692	财务费用	-244	-164	-145	-94	-112
其他流动资产	1640	1485	1604	1879	1957	资产减值损失	52	61	65	84	101
非流动资产	8257	8572	8055	9056	9600	公允价值变动收益	-17	9	1	0	-2
长期投资	38	40	52	62	71	投资净收益	8	13	12	12	11
固定投资	6037	5679	5328	6212	6696	营业利润	129	-198	-59	179	629
无形资产	811	844	848	859	866	营业外收入	637	248	248	248	248
其他非流动资产	1372	2009	1828	1923	1966	营业外支出	4	10	10	10	10
资产总计	26384	23397	22835	26818	28581	利润总额	762	40	179	417	867
流动负债	13541	12669	11694	14970	14984	所得税	71	-52	-235	-549	-1142
短期借款	0	0	0	940	0	净利润	691	92	414	966	2009
应付账款	8603	0	6812	8435	9707	少数股东收益	0	0	0	0	0
其他流动负债	4938	12669	4883	5596	5277	归属母公司净利润	691	92	414	966	2009
非流动负债	270	343	342	342	341	EBITDA	1329	-189	603	979	1550
长期借款	4	4	3	2	2	EPS (元/股)	0.80	0.11	0.48	1.12	2.33
其他非流动负债	266	339	339	339	339						
负债合计	13811	13012	12036	15312	15325						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	863	863	863	863	863	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	839	839	839	839	839	成长能力					
留存收益	10876	8692	9106	10072	12081	营业收入 (%)	17.7	-9.9	7.1	28.7	20.0
归属母公司股东收益	12572	10384	10799	11506	13256	营业利润 (%)	-86.5	-254.2	70.2	403.1	251.1
负债和股东权益	26384	23397	22835	26818	28581	归属母公司净利润 (%)	-47.6	-86.7	351.0	133.3	107.9
						盈利能力					
						毛利率 (%)	20.1	13.6	16.7	17.6	18.5
						净利率 (%)	2.2	0.3	1.4	2.5	4.3
						ROE (%)	5.5	0.9	3.8	8.4	15.2
						ROIC (%)	3.1	-4.1	-1.2	3.9	10.8
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	52.3	55.6	52.7	57.1	53.6
						净负债比率 (%)	-88.6	-73.3	-76.3	-54.1	-82.4
						流动比率	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3
						速动比率	1.2	1.0	1.1	0.9	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.1	1.3	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	5.7	7.4	4.2	4.2
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	0.80	0.11	0.48	1.12	2.33
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.65	-1.44	0.71	-0.11	7.31
						每股净资产 (最新摊薄)	14.56	12.03	12.51	13.33	15.36
						估值指标 (倍)					
						P/E	18.7	140.5	31.2	13.4	6.4
						P/B	1.03	1.24	1.20	1.12	0.97
						EV/EBITDA	1.37	-28.9	8.0	7.0	1.4

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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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