

交运设备/汽车整车
报告原因：销量点评

江铃汽车（000550）11月销量点评：
销量超预期，四季度业绩增长可期

首次
增持

2013年12月03日

公司研究/点评报告

市场数据（2013年12月03日）

收盘价（元）	23.39
一年内最高/最低（元）	23.80/13.38
市净率	2.15
市盈率（TTM）	11.77
流通A股市值（亿元）	112.7

基础数据（2013年9月30日）

每股净资产（元）	10.12
资产负债率（%）	41.22
毛利率（%）	25.90
净资产收益率（摊薄 %）	14.41

分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-82190395

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：王德文

电话：010-82190302

邮箱：wangdewen@sxzq.com

联系人：

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

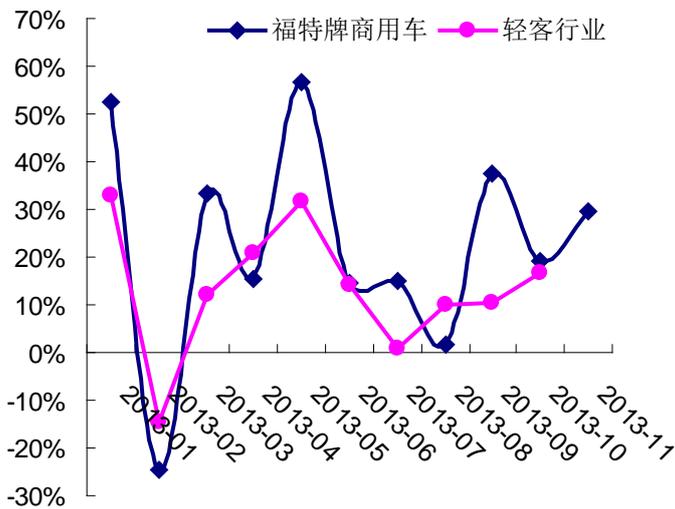
产销快报：11月，公司共销售汽车23294辆，同比增长46.5%，环比增长7.2%。其中，JMC品牌卡车销售7534辆，同比增长48.1%，环比下降3.7%；福特品牌商用车销售6779辆，同比增长29.6%，环比增长12.3%；JMC品牌皮卡及SUV销售8981辆，同比增长60.7%，环比增长14.3%。（来源：公司公告）

点评：

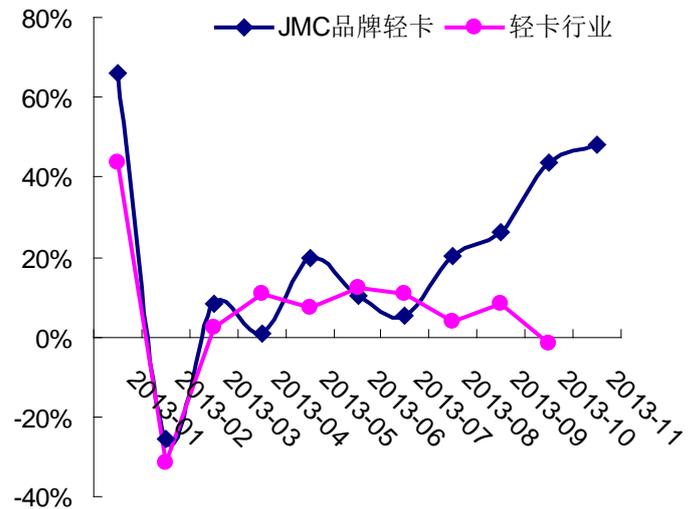
- **本月公司销量大涨，创年内次高。**11月，公司销量超预期，环比增长7.2%，同比大涨46.5%，增速创年内新高，连续3个月增速超35%，产品需求持续旺盛，这主要与公司轻型商用车产品的先进技术有关，能够很好满足国IV排放标准要求。9月、10月公司销量同比涨幅远大于商用车整体增幅，预计11月将延续这种态势。由于去年12月基数较高，我们预计12月增速将回落到15%-20%，全年需求同比增速在16%-18%，将明显好于商用车行业尤其是轻型商用车的表现。
- **JMC品牌皮卡及SUV本月贡献最突出。**11月，JMC品牌皮卡及SUV销量近9000辆，环比增长14.3%，同比大涨60.7%，表现最为突出。预计本月新SUV销量在2000辆左右，增长明显，未来，福特计划引入SUV新车型，公司也计划开发一款紧凑型SUV，准备分享目前SUV市场的这场“盛宴”。轻卡（JMC品牌卡车）同比增长48.1%，表现次之，但增幅将远超轻卡行业表现；轻客（福特品牌商用车）销售6779辆，同比增长29.6%，在中高端轻客市场表现较为突出，这与全顺牌产品的优秀品质及其一如既往的良好口碑分不开。
- **四季度业绩增长可期。**2013年第一、第二季度公司销量同比仅分别增长7.1%和7.8%，第三季度需求加快，增幅快速提高至20.7%，结合10、11月销量的优秀表现以及我们对12月的预测，预计第四季度销量同比增长在30%左右，好于前3个季度。我们分别对照前3个季度公司的收入增速和销量增速，可以看出公司收入表现好于销量，意味着产品平均售价呈上升趋势，预计4季度收入表现将继续好于销量增速，即收入增速在30%以上。全年来看，我们预计收入增速在20%左右，业绩增长在16%左右。

- **盈利预测及投资建议：**2013年以来，商用车需求复苏趋势明显，公司表现好于行业，公司在中高端轻客、轻卡的领先地位突出；SUV 虽规模较小但未来随着新品的导入有一定的发展潜力。我们预测公司 2013、2014、2015 年的 EPS 分别为 1.99、2.32 和 2.92 元，按当前价格（12月3日收盘价 23.39）算，2013、14、15年 PE 分别为 12、10、8，估值较低，但近期股价涨幅明显，暂给予“增持”评级。
- **风险提示：**商用车需求转低迷；新车上市计划未达预期。

图：公司轻客与行业增长情况



图：公司轻卡（不含皮卡）与行业增长情况



资料来源：Wind、CAAM，山西证券研究所

资料来源：Wind、CAAM，山西证券研究所



盈利预测

单位：百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17,457.00	17,474.71	20,969.65	22,752.07	26,164.88
增长率 (%)	10.71	0.10	20.00	8.50	15.00
营业成本	13,143.86	13,107.63	15,559.48	16,927.54	19,309.68
毛利率 (%)	24.71	24.99	25.80	25.60	26.20
营业税金及附加	513.92	506.73	614.41	668.91	774.48
销售费用	1,010.26	1,117.03	1,365.12	1,456.13	1,648.39
管理费用	914.57	1,236.76	1,576.92	1,592.65	1,700.72
财务费用	-167.58	-204.62	-188.73	-227.52	-222.40
资产减值损失	10.80	2.77	9.00	10.00	12.00
公允价值变动净收益	-6.70	7.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.73	1.80	10.00	9.00	12.00
营业利润	2,029.19	1,717.23	2,043.44	2,333.36	2,954.02
加：营业外收入	101.34	181.94	30.00	60.00	50.00
减：营业外支出	3.28	3.92	4.00	3.80	4.50
利润总额	2,127.25	1,895.24	2,069.44	2,389.56	2,999.52
减：所得税	226.42	355.43	331.11	358.43	449.93
净利润	1,900.83	1,539.81	1,738.33	2,031.13	2,549.59
减：少数股东损益	29.91	22.91	23.00	25.00	30.00
归属于母公司所有者净利润	1,870.92	1,516.90	1,715.33	2,006.13	2,519.59
增长率 (%)	9.31	-18.92	13.08	16.95	25.59
EPS (摊薄 元)	2.17	1.76	1.99	2.32	2.92

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。