

## 证券研究报告

### 公司研究——年报点评

#### 江铃汽车（000550.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.08.28

邢海芝 汽车行业分析师

执业编号：S1500510120007

联系电话：+86 10 63081259

邮箱：xinghaizhi@cindasc.com

#### 相关研究

《盈利能力依然较强》（公司点评报告）2013.08.28

《步入再增长阶段》（公司深度报告）2013.05.10

《12年将延续低增长特征》（公司点评报告）

2012.03.19

《行业将走出低谷，投资机会已显现》2012.12.25

（行业年度报告）

《利润下降预期或带来布局性机会》2012.2.10（行业年度报告）

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

## 积蓄能量，静待释放

2014年03月18日

**事件：**公司近日公布2013年年报，公司2013年实现营业收入和归属于母公司净利润分别为208.90亿元和16.98亿元，同比分别增长了19.54%和11.95%，符合我们之前的预期。

#### 点评：

- **2013年公司实现各类汽车销量23万辆，同比增长15%，略高于行业总增长。实现营业收入208.90亿元，增长20.13%。**全部汽车销量中，包括了79,936辆JMC品牌轻型卡车，67,733辆JMC品牌皮卡，14,160辆驭胜品牌SUV，67,785辆福特品牌商用车，以及392辆重型卡车。增速方面看，轻客即福特品牌商用车增长18.55%，全部轻卡（含皮卡）增长9.11%，SUV增长80.87%。看一看，传统轻客、轻卡特别是全顺轻客依然是增长的主力，同时公司新产品SUV驭胜也开始显现出加速增长的迹象。
- **尽管毛利润率由上年24.99%提高到25.69%，但费用率提升也较大，期间费用率由上年的12.30%提高到14.10%，使得营业利润率由9.83%下降到8.39%，营业利润和利润总额同比增长分别只有2.09%和1.69%。这其中，产品促销广告及研发投入增长是主要驱动因素。**毛利润率的提升一方面原材料成本的低位背景，另一方面公司产品的规模化优势也在进一步体现。另2013年公司因在固定资产增加带来的折旧增加（约1亿元）也影响到了毛利润率的水平。费用方面，销售费用增加（增长29.18%）主要是促销费用和广告策划费用增加所致，后者2013年增长分别达到了64.80%和37.40%，其规模占到公司销售费用总和的47%。而管理费用增加（增长37.42%）主要是由于研发费用增加所致。2013年公司进入管理费用的研发支出总额为11.88亿元，占公司净资产的13%，占营业收入的6%，而2012年上述数字分别为8.58亿元、10%和5%。
- **所得税费用同比减少41.03%，也是支撑公司2013年净利润增长的主要因素。**主要是由于本期设立汽车销售公司，其可抵扣暂时性差异预期转回期间适用税率由15%变更为25%，导致本期所得税费用减少。实际上，这也是公司先期谨慎财务政策下预提费用的转回。
- **2014年，公司新产能全部完成，未来1-2年将进入新产品投放的高峰期。**公司新产品集中在2014年下半年和2015年上半年上市。其中主要的产品如公司大力引进的MPV产品（J09项目）和自主N330SUV 2014年下半年或可上市，而福特品牌中大型SUV（J08项目）应在明年上半年上市。但同时，随着新产品项目的推进和产能扩充，资本性支出和研究开发费将会继续上升。

- **中长期看，汽车业股比开放预期将对江铃带来估值提升的驱动因素。**汽车业股比放开是大势所趋，目前尚存在时间的不确定性。但就江铃来说，其股权结构无疑决定了其有望成为这项政策的首先受益者。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2014-16 年可实现营业收入分别为 250.94 亿元、307.74 亿元和 352.81 亿元，同比分别增长 20.13%、22.64%和 14.65%，实现归属于母公司的净利润分别为 19.25 亿元、24.55 亿元和 29.66 亿元，同比分别增长 13.33%、27.56%和 20.82%，EPS 分别为 2.23 元、2.84 元和 3.44 元。其中 14 年、15 年净利润相对前期分别调整了-9.58%和 0.07%。继续给予“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济风险；经验及积累不足带来的新产品拓展风险；中重卡业务亏损超预期；福特中国战略调整。

#### 公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	17,474.71	20,889.71	25,094.06	30,774.18	35,281.50
增长率 YoY %	0.10%	19.54%	20.13%	22.64%	14.65%
归属母公司净利润(百万元)	1,516.90	1,698.23	1,924.64	2,455.15	2,966.28
增长率 YoY%	-18.92%	11.95%	13.33%	27.56%	20.82%
毛利率%	24.99%	25.69%	25.16%	24.94%	24.99%
净资产收益率 ROE%	19.71%	19.68%	19.73%	22.18%	23.37%
每股收益 EPS(元)	1.76	1.97	2.23	2.84	3.44
市盈率 P/E(倍)	14	12	11	8	7
市净率 P/B(倍)	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 3 月 17 日收盘价

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	8,404.74	10,285.66	10,928.39	13,104.65	15,628.75
货币资金	5,559.69	6,479.97	6,794.59	8,099.55	9,939.31
应收票据	688.56	951.01	1,065.60	1,306.81	1,498.21
应收账款	367.04	466.33	543.63	666.68	764.33
预付账款	136.50	323.50	293.49	360.96	413.56
存货	1,194.81	1,745.93	1,912.16	2,351.74	2,694.43
其他	458.14	318.92	318.92	318.92	318.92
<b>非流动资产</b>	4,706.61	6,198.08	7,191.38	7,820.48	8,159.86
长期投资	22.32	34.68	34.68	34.68	34.68
固定资产	2,302.07	4,288.13	4,699.97	5,769.00	6,206.83
无形资产	282.50	623.84	714.59	839.86	1,009.79
其他	2,099.72	1,251.44	1,742.14	1,176.94	908.56
<b>资产总计</b>	13,111.35	16,483.75	18,119.78	20,925.13	23,788.61
<b>流动负债</b>	4,713.28	7,029.53	7,471.50	8,753.66	9,776.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,315.27	4,721.27	5,231.20	6,433.77	7,371.28
其他	1,398.02	2,308.26	2,240.30	2,319.89	2,405.56
<b>非流动负债</b>	208.82	277.36	277.36	277.36	277.36
长期借款	5.76	5.19	5.19	5.19	5.19
其他	203.06	272.17	272.17	272.17	272.17
<b>负债合计</b>	4,922.10	7,306.89	7,748.86	9,031.02	10,054.20
少数股东权益	106.38	0.00	39.28	89.38	149.92
归属母公司股东权益	8,082.87	9,176.85	10,331.64	11,804.73	13,584.49
<b>负债和股东权益</b>	13111.35	16483.75	18119.78	20925.13	23788.61

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	17,474.71	20,889.71	25,094.06	30,774.18	35,281.50
同比	0.10%	19.54%	20.13%	22.64%	14.65%
归属母公司净利润	1,516.90	1,698.23	1,924.64	2,455.15	2,966.28
同比	-18.92%	11.95%	13.33%	27.56%	20.82%
毛利率	24.99%	25.69%	25.16%	24.94%	24.99%
ROE	19.71%	19.68%	19.73%	22.18%	23.37%
每股收益(元)	1.76	1.97	2.23	2.84	3.44
P/E	14	12	11	8	7
P/B	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.89	9.29	6.81	5.46	4.57

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	17,474.71	20,889.71	25,094.06	30,774.18	35,281.50
营业成本	13,107.63	15,523.06	18,781.04	23,098.50	26,464.36
营业税金及附加	506.73	614.40	738.05	905.11	1,037.68
营业费用	1,117.03	1,443.45	1,643.66	1,954.16	2,187.45
管理费用	1,236.76	1,699.50	1,844.41	2,108.03	2,240.38
财务费用	-204.62	-197.25	-198.64	-198.63	-198.66
资产减值损失	2.77	65.57	-1.02	-7.58	-12.77
公允价值变动收益	7.02	0.15	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.80	12.35	9.13	9.82	10.44
<b>营业利润</b>	1,717.23	1,753.48	2,295.68	2,924.41	3,573.50
营业外收入	181.94	179.48	125.80	163.35	156.17
营业外支出	3.92	5.87	4.36	4.36	4.36
<b>利润总额</b>	1,895.24	1,927.09	2,417.12	3,083.39	3,725.31
所得税	355.43	209.60	453.21	578.14	698.50
<b>净利润</b>	1,539.81	1,717.49	1,963.91	2,505.26	3,026.81
少数股东损益	22.91	19.26	39.28	50.11	60.54
<b>归属母公司净利润</b>	1,516.90	1,698.23	1,924.64	2,455.15	2,966.28
EBITDA	2,076.46	2,211.77	3,014.30	3,758.78	4,492.26
EPS (摊薄)	1.76	1.97	2.23	2.84	3.44

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	2,265.96	3,146.62	2,665.30	3,582.38	4,123.86
净利润	1,539.81	1,717.49	1,963.91	2,505.26	3,026.81
折旧摊销	385.83	481.93	596.83	675.03	766.63
财务费用	-204.62	-197.25	0.34	0.36	0.33
投资损失	-1.80	-12.35	-9.13	-9.82	-10.44
营运资金变动	469.37	1,172.95	114.87	418.44	351.62
其它	77.36	-16.16	-1.54	-6.87	-11.09
<b>投资活动现金流</b>	-1,314.52	-1,170.95	-1,580.48	-1,295.01	-1,097.26
资本支出	-1,391.28	-1,061.30	-1,589.61	-1,304.83	-1,107.69
长期投资	122.96	34.36	9.13	9.82	10.44
其他	-46.20	-144.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-776.72	-1,055.39	-770.17	-982.37	-1,186.82
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-0.41	-424.40	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	774.55	629.40	770.17	982.37	1,186.82
<b>现金净增加额</b>	174.72	920.28	314.62	1304.96	1839.77

### 汽车及零配件行业小组简介

**邢海芝**，机械学学士，管理学硕士。1999 年毕业于，曾在福田汽车战略发展部从事市场、产业及战略研究。2002 年进入证券行业，先后在江南证券金融研究所、信达证券研发中心担任研究员，从事行业和公司研究。

### 汽车及零配件行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
江铃汽车	000550	长安汽车	600625	一汽夏利	000927	宇通客车	600066
上汽集团	600104	福田汽车	600166	江淮汽车	600418	潍柴动力	000338
万向钱潮	000559	海马汽车	000572	威孚高科	000981	一汽轿车	000800
中国重汽	000951	金龙汽车	600686	东风汽车	600006	福耀玻璃	600660

### 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixixin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。