



买入

54% ↑

目标价格:人民币 48.00

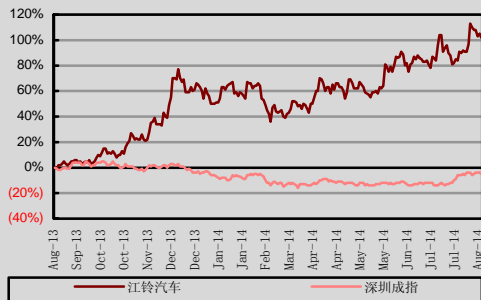
000550.CH

价格:人民币 31.09

目标价格基础: 8倍 16年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	25.1	6.9	21.4	98.2
相对深证成指	27.3	2.2	11.9	101.0

发行股数(百万)	863
流通股(%)	60
流通股市值(人民币 百万)	16,086
3个月日均交易额(人民币 百万)	58
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
江铃控股有限公司	41

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2014年8月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

彭勇

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

宋佳佳

(8621)20328532

jjia.jia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

江铃汽车

促销和结构变化致经营业绩微降

公司发布公告: 14年上半年实现销售收入122.7亿元, 同比增长26.9%; 净利润11.6亿元, 同比增长24.2%; 每股收益1.35元, 每股净资产11.2元。其中: 2季度实现销售收入60.8亿元, 同比增长27.6%; 净利润5.7亿元, 同比增长29.3%; 每股收益0.66元。14年上半年公司销售整车13.3万辆, 同比增长20.6%, 其中福特品牌商用车、JMC品牌轻卡、皮卡、驭胜SUV及重卡销量分别同比增长3.4%、27.1%、0.3%、292.5%和-88.8%。14年上半年公司计入当期损益的政府补助较多, 达2.7亿元, 若扣除非经常性损益后净利润为9.0亿元, 同比下滑1.5%。毛利率下滑和销售费用率上升是公司经营性业绩微降的主因, 此外江铃重汽处于投入期, 亏损额有所扩大。14年上半年公司毛利率最高的福特品牌商用车销量仅同比增长3.4%, 销量的增量大部分来自盈利能力略差的轻卡产品, 导致公司毛利率同比下降1.3个百分点。同时, 为了巩固轻型商用车市场地位, 公司对部分车型进行了降价促销, 14年上半年公司促销费用同比增加1.1亿元(+75.7%), 导致销售费用率同比增加1.0个百分点。毛利率下降和费用率上升, 导致公司14年上半年销量和收入增长未能带来经营业绩增长。

支撑评级的要点

- 短期业绩增长还看驭胜SUV的上量。目前国四的严格实施, 导致行业产能收缩, 对公司轻卡销量增长有利, 我们预计今年下半年公司轻卡销量有望继续保持同比30%左右的增速, 但轻卡产品利润较低, 难以对公司业绩增长带来较大影响。自2013年8月底改款驭胜SUV上市后, 其月均销量保持在2,000辆以上, 2014年销量有望突破3万辆。驭胜SUV售价较高, 边际利润贡献大, 在新车上市之前, 公司业绩增长依靠驭胜SUV上量, 我们预计2014年驭胜SUV有望贡献3亿元左右的净利润。
- 未来新车型投产带来的业绩倍增是公司投资价值所在。2015年下半年开始, 公司将陆续投产两款福特车型(B级SUV J08、厢式车 J09)和自主研发的A级SUV N330。J08 (Everest) 是定位偏越野型B级7座SUV, 动力性能强劲, 预计月销量有望超过3,000辆。J09是全新一代全顺系列中的Transit Custom和Tourneo Custom, 分别定位载货和载人市场, 定位高端公商务接待、私营企业客货两用及高端物流市场。N330是公司自主研发的A级SUV, 定位与长城H6和长安CS75相当。我们预计这3款车型有望在2016年给公司贡献11.4万辆销量、172亿元收入和25亿元净利润。

评级面临的主要风险

- 1) SUV等新产品市场开发效果低于预期; 2) 中小企业经济活跃度下降, 导致轻型商用车需求下降; 3) 原材料、人工生产成本快速上升。

估值

- 我们预计2014-2016年公司每股收益分别为2.40元、3.20元和6.03元。考虑到江铃汽车是国内唯一汽车合资企业直接上市的公司, 管理层优秀及信息透明, 且历年分红及股息率高, 我们认为公司能够享受一定的估值溢价, 2015年下半年开始新车陆续上市, 将进入快速发展阶段, 未来发展空间绝大, 给予2016年8倍动态市盈率, 合理股价48.00元, 维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	17,475	20,890	25,228	31,917	49,128
变动(%)	0	20	21	27	54
净利润(人民币 百万)	1,517	1,698	2,074	2,760	5,208
全面摊薄每股收益(人民币)	1.757	1.967	2.402	3.197	6.034
变动(%)	(18.9)	12.0	22.1	33.1	88.7
全面摊薄市盈率(倍)	18.6	16.6	13.6	10.2	5.4
价格/每股账面价值(倍)	12.5	9.0	13.9	7.6	5.7
每股现金流量(人民币)	2.63	3.65	2.35	4.28	5.70
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	6.9	10.4	5.0	3.0
每股股息(人民币)	0.700	0.790	0.961	1.279	2.414
股息率(%)	2.1	2.4	2.9	3.9	7.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.江铃汽车单季度业绩

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	同比 增长	环比 增长
营业收入(亿元)	49.0	47.7	51.2	60.9	61.9	60.8	27.6%	(1.7%)
销量(万辆)	5.6	5.4	5.5	6.5	6.7	6.6	22.3%	(2.0%)
均价(万元/辆)	8.7	8.9	9.3	9.4	9.2	9.2	4.3%	0.2%
净利润(亿元)	5.0	4.4	3.2	4.4	6.0	5.7	29.3%	(5.5%)
单车净利润 (万元)	0.9	0.8	0.6	0.7	0.9	0.9	5.7%	(3.6%)
每股收益(元)	0.6	0.5	0.4	0.5	0.7	0.7	29.3%	(5.5%)
(%)							同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率	25.8	26.2	25.7	25.2	24.6	24.9	(1.3)	0.4
销售费用率	4.7	7.0	8.0	7.6	6.5	7.3	0.2	0.8
管理费用率	6.2	7.7	8.0	10.2	5.3	8.1	0.4	2.8
财务费用率	(0.7)	(1.1)	(1.0)	(0.9)	(0.9)	(1.1)	0.0	(0.2)
三项费用率	10.2	13.6	15.0	16.9	10.9	14.3	0.7	3.4
净利率	10.2	9.2	6.3	7.2	9.7	9.3	0.1	(0.4)

资料来源：江铃汽车公告，中银国际研究

图表 2.江铃汽车重大项目及完成时间

项目名称	预计投资额	预计完成时间	备注	
整车 项目	N330	7.24	2015年下半年	自主研发的紧凑型SUV
	N350 单排皮卡	0.75	2016年上半年	
	J08	12.33	2015年下半年	从福特引进的一款SUV
	J09	24.16	2016年上半年	从福特引进的新一代全顺
	J10	1.53	2013年下半年	现有宝典皮卡的升级
	J11	3.50	2015年下半年	现有驭胜SUV升级产品
	J12	0.39	2014年下半年	右舵皮卡，针对海外市场
	J16	0.38	2013年下半年	重卡短期产品
	J19	5.10	2015年下半年	新开发的一款重卡产品
发动机 项目	J15	1.97	2015年上半年	从福特引进的一款直喷增压汽油发动机
	J17 前期费用	1.89	2015年下半年	从福特引进的重卡发动机
	J18	7.24	2015年下半年	自主研发的汽油发动机
	E802 发动机	4.19	2015年下半年	自主研发的3.0L柴油机
产能 扩充	福特Puma 2.2升 柴油机改2.0升			Puma 2.0L 发动机
	JX4D24 二期	3.15	2013年上半年	Puma 发动机扩产至年产10万台
	江铃重汽年产2 万辆重卡整车	3.62	2015年上半年	
	江铃重汽年产1 万台发动机	3.38	2015年下半年	重卡发动机一期项目
冲压/车架产能 提升	5.96	2016年上半年		

资料来源：江铃汽车公告，中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	17,475	20,890	25,228	31,917	49,128
销售成本	(13,614)	(16,137)	(19,627)	(24,672)	(37,681)
经营费用	(1,964)	(2,726)	(3,010)	(3,814)	(5,203)
息税折旧前利润	1,897	2,026	2,591	3,432	6,244
折旧及摊销	(386)	(482)	(598)	(655)	(693)
经营利润(息税前利润)	1,511	1,544	1,993	2,777	5,551
净利息收入/(费用)	205	197	237	293	402
其他收益/(损失)	180	186	241	215	246
税前利润	1,895	1,927	2,471	3,284	6,199
所得税	(355)	(210)	(370)	(492)	(929)
少数股东权益	(23)	(19)	(27)	(33)	(62)
净利润	1,517	1,698	2,074	2,760	5,208
核心净利润	1,550	1,717	2,109	2,791	5,244
每股收益(人民币)	1.757	1.967	2.402	3.197	6.034
核心每股收益(人民币)	1.796	1.989	2.443	3.233	6.075
每股股息(人民币)	0.700	0.790	0.961	1.279	2.414
收入增长(%)	0	20	21	27	54
息税前利润增长(%)	(19)	2	29	39	100
息税折旧前利润增长(%)	(14)	7	28	32	82
每股收益增长(%)	(19)	12	22	33	89
核心每股收益增长(%)	(18)	11	23	32	88

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,895	1,927	2,471	3,284	6,199
折旧与摊销	386	482	598	655	693
净利息费用	(205)	(197)	(237)	(293)	(402)
运营资本变动	535	1,726	6	1,080	755
税金	(355)	(210)	(370)	(492)	(929)
其他经营现金流	10	(581)	(441)	(542)	(1,392)
经营活动产生的现金流	2,266	3,147	2,027	3,693	4,925
购买固定资产净值	(1,394)	(1,066)	(965)	(573)	(575)
投资减少/增加	(398)	(366)	5	5	6
其他投资现金流	477	261	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,315)	(1,171)	(960)	(568)	(569)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(0)	(424)	(0)	0	0
支付股息	(742)	(604)	(682)	(830)	(1,104)
其他融资现金流	(34)	(27)	215	294	403
融资活动产生的现金流	(777)	(1,055)	(468)	(536)	(701)
现金变动	175	920	600	2,589	3,655
期初现金	5,385	5,560	6,480	7,079	9,668
公司自由现金流	951	1,976	1,067	3,125	4,356
权益自由现金流	1,156	1,749	1,304	3,417	4,758

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	5,926	6,670	7,480	10,069	13,723
应收帐款	389	502	628	794	1,222
库存	1,195	1,746	2,090	2,628	4,018
其他流动资产	895	1,368	1,100	1,200	1,300
流动资产总计	8,405	10,286	11,297	14,691	20,264
固定资产	4,139	5,149	5,487	5,331	5,142
无形资产	545	1,014	1,090	1,164	1,234
其他长期资产	22	35	35	35	35
长期资产总计	4,707	6,198	6,612	6,529	6,411
总资产	13,111	16,484	17,909	21,220	26,674
应付帐款	3,689	5,388	5,249	6,596	7,882
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,024	1,641	1,809	1,809	1,810
流动负债总计	4,713	7,030	7,058	8,405	9,692
长期借款	6	5	5	5	5
其他长期负债	203	272	250	251	252
股本	863	863	863	863	863
储备	7,220	8,314	9,706	11,636	15,740
股东权益	8,083	9,177	10,569	12,499	16,604
少数股东权益	106	0	27	60	122
总负债及权益	13,111	16,484	17,909	21,220	26,674
每股帐面价值(人民币)	9.36	10.63	12.24	14.48	19.23
每股有形资产(人民币)	8.73	9.46	10.98	13.13	17.81
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.43)	(7.50)	(8.20)	(11.19)	(15.43)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.9	9.7	10.3	10.8	12.7
息税前利润率(%)	8.6	7.4	7.9	8.7	11.3
税前利润率(%)	10.8	9.2	9.8	10.3	12.6
净利率(%)	8.7	8.1	8.2	8.6	10.6
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.5	1.6	1.7	2.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现	净现
速动比率(倍)	1.5	1.2	1.3	1.4	1.7
估值					
市盈率(倍)	18.6	16.6	13.6	10.2	5.4
核心业务市盈率(倍)	18.2	16.4	13.4	10.1	5.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	26.7	24.1	19.6	14.8	7.9
市净率(倍)	3.5	3.1	2.7	2.3	1.7
价格/现金流(倍)	12.5	9.0	13.9	7.6	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	6.9	10.4	5.0	3.0
周转率					
存货周转天数	31.3	25.7	27.7	27.0	24.7
应收帐款周转天数	7.4	7.8	8.2	8.1	7.5
应付帐款周转天数	73.1	79.3	76.9	67.7	53.8
回报率					
股息支付率(%)	39.8	40.2	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	19.7	19.7	21.0	23.9	35.8
资产收益率(%)	9.8	9.3	9.9	12.1	19.7
已运用资本收益率(%)	19.3	17.8	20.1	24.0	37.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371