



**买入**

**55% ↑**

目标价格:人民币 60.30

原目标价格:人民币 48.00

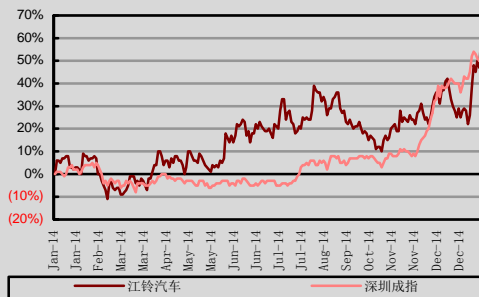
000550.CH

价格:人民币 38.90

目标价格基础:10倍16年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	16.7	14.9	35.1	64.4
相对深证成指	18.8	7.0	(2.3)	16.9

发行股数(百万)	863
流通股(%)	60
流通股市值(人民币 百万)	20,127
3个月日均交易额(人民币 百万)	99
净负债比率(%) (2015E)	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2015年1月12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

# 江铃汽车

## 最后的整车成长股, 江铃汽车涨停点评

1月12日江铃汽车迎来了2015年第2个涨停, 2015年6个交易日已经上涨了28.4%。2014年江铃汽车销量规模27.6万辆, 估计全年净利润规模约为20.7亿元, 随着从福特引进的全新的撼路者SUV、Transit厢式车投产, 以及自主品牌A级SUV、驭胜S350换代投产, 公司产销规模有望增长至45-50万辆, 净利润超过50亿元, 是汽车整车股中最后的成长股。考虑到市场整体估值水平及汽车股估值水平有所上升, 我们给予公司2016年10倍动态市盈率, 上调公司目标价格至60.30元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 现有车型仍有上升空间。目前已全面实施国四, 公司在轻型商用车市场竞争力进一步提升, 我们预计2015年公司轻型商用车销量仍能维持两位数的增长。随着驭胜逐渐受到消费者的认可, 仍有继续上量的可能性, 预计稳定月销量有望达到2,500-3,000辆。
- 新车型投产促使公司脱胎换骨。2015年9月开始, 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 (与长城H9相当), 动力性能强劲, 空间巨大, 在国内并无直接竞争车型, 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, 预计月销量有望达到3,000-3,500辆。N330是公司自主研发的A级SUV, 定位与长城H6和长安CS75相当, 预计月销量有望达到3,000辆。我们预计2016年公司产销规模将达到45-50万辆, 较2014年增长1.2倍以上。新车型投产后, 将促使公司从单一的商用车企业转让商乘并举, 专注高端商用车和特色SUV的汽车企业, 在各自细分的蓝海市场驰骋。

### 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。考虑到市场整体估值和汽车股估值水平, 给予公司2016年10倍动态市盈率, 目标价由48.00元上调至60.30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)	22.1	19.8	16.2	12.2	6.4
价格/每股现金流量(倍)	14.8	10.7	16.6	9.1	6.8
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)	14.8	13.4	10.2	7.0	3.2
每股股息(人民币)	0.700	0.790	0.961	1.279	2.414
股息率(%)	1.8	2.0	2.5	3.3	6.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**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 (亿元)	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	3.86	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
	福特 Puma 2.2 升柴油 油机改 2.0 升			Puma 2.0L 发动机
产能扩充	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)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>1,897</b>	<b>2,026</b>	<b>2,591</b>	<b>3,432</b>	<b>6,244</b>
折旧及摊销	(386)	482	598	655	693
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>1,511</b>	<b>1,544</b>	<b>1,993</b>	<b>2,777</b>	<b>5,551</b>
净利息收入/(费用)	205	197	237	293	402
其他收益/(损失)	180	186	241	215	246
<b>税前利润</b>	<b>1,895</b>	<b>1,927</b>	<b>2,471</b>	<b>3,284</b>	<b>6,199</b>
所得税	(355)	(210)	(370)	(492)	(929)
少数股东权益	(23)	(19)	(27)	(33)	(62)
<b>净利润</b>	<b>1,517</b>	<b>1,698</b>	<b>2,074</b>	<b>2,760</b>	<b>5,208</b>
<b>核心净利润</b>	<b>1,550</b>	<b>1,717</b>	<b>2,109</b>	<b>2,791</b>	<b>5,244</b>
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)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>2,266</b>	<b>3,147</b>	<b>2,027</b>	<b>3,693</b>	<b>4,925</b>
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
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,315)</b>	<b>(1,171)</b>	<b>(960)</b>	<b>(568)</b>	<b>(569)</b>
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
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(777)</b>	<b>(1,055)</b>	<b>(468)</b>	<b>(536)</b>	<b>(701)</b>
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
<b>流动资产总计</b>	<b>8,405</b>	<b>10,286</b>	<b>11,297</b>	<b>14,691</b>	<b>20,264</b>
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
<b>长期资产总计</b>	<b>4,707</b>	<b>6,198</b>	<b>6,612</b>	<b>6,529</b>	<b>6,411</b>
<b>总资产</b>	<b>13,111</b>	<b>16,484</b>	<b>17,909</b>	<b>21,220</b>	<b>26,674</b>
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
<b>流动负债总计</b>	<b>4,713</b>	<b>7,030</b>	<b>7,058</b>	<b>8,405</b>	<b>9,692</b>
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
<b>股东权益</b>	<b>8,083</b>	<b>9,177</b>	<b>10,569</b>	<b>12,499</b>	<b>16,604</b>
少数股东权益	106	0	27	60	122
<b>总负债及权益</b>	<b>13,111</b>	<b>16,484</b>	<b>17,909</b>	<b>21,220</b>	<b>26,674</b>
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
<b>盈利能力</b>					
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
<b>流动性</b>					
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	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.2	1.3	1.4	1.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	22.1	19.8	16.2	12.2	6.4
核心业务市盈率(倍)	21.7	19.6	15.9	12.0	6.4
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	33.6	30.3	24.7	18.6	9.9
市净率(倍)	4.2	3.7	3.2	2.7	2.0
价格/现金流(倍)	14.8	10.7	16.6	9.1	6.8
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	14.8	13.4	10.2	7.0	3.2
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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，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  
西单北大街 110 号 7 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