



2017 年 03 月 06 日

买入(维持评级)

当前价: 28.30 元
 目标价: 37.31 元

汽车及零部件行业研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
 邮箱: wangfenghua@lxsec.com

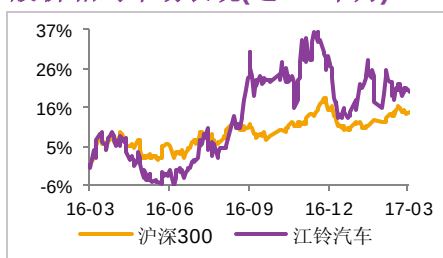
研究助理: 宋韶灵

电话: 010-64408637
 邮箱: songshaoling@lxsec.com

联系人: 徐昊

电话: 186-0016-3976
 邮箱: xuhao@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	24528	26694	36165	39107
(+/-)	-4.0%	8.83%	35.5%	8.1%
净利润	2,222	1,341	2,172	2,405
(+/-)	5%	-40%	62%	11%
EPS(元)	2.45	1.67	2.54	2.81
P/E	12.22	16.93	11.16	10.08

资料来源: 联讯证券研究院

江铃汽车(000550.SZ)

【联讯汽车点评】江铃汽车 2 月 SUV 销量超预期, 今年业绩有望大幅增长

投资要点

事件: 2017 年 2 月销量公布

3 月 3 日, 公司公告, 2017 年 2 月销售整车 2.47 万辆, 同比增长 159%。其中, 驭胜 SUV 销售 5126 辆, 同比增加 754%, 撼路者 SUV 销售 1231 辆, 同比增加 544.5%, 全顺销售 3578, 同比增加 52%。

点评

◇ 撼路者性价比突出, 销量同比大幅上涨

撼路者在配置上要全面超越对标车型普拉多, 对比最低配置的普拉多, 普拉多采用 2.7L 自然吸气发动机仅提供 163 马力, 而撼路者采用 2.0T 涡轮增压发动机提供 245 马力, 功率是 180KW, 比普拉多高 60KW。低配普拉多扭矩为 246Nm, 比撼路者低约 50%。从耗油方面来看, 普拉多百公里油耗为 12.2L, 而撼路者仅为 9.6L。从环保标准来看, 普拉多有国 4 和国 5, 而撼路者全部达到国 5 排放标准。价格上, 低配撼路者比普拉多要低大约 10 万元。2017 年之后撼路者的销售渠道进一步扩充, 使其销量爆发性增长。2017 年 2 月销量同增加了 544.5%, 预计未来还将持续高速增长趋势。

◇ 驭胜持续热销, 成为公司销量增长支撑点

2017 年 1-2 月驭胜累计销售 12976 辆, 超过 2016 年前三季度总销量, 销量呈现爆发式增长, 成为公司乘用车销量的核心。驭胜拥有 S330 和 S350 两款车型, S330 定位家用紧凑的中小型 SUV, S350 定位于中大型 SUV, 后备箱容积率高达 780L。其中 S350 采用了 TopantherVGT2.4 柴油发动机, 其峰值扭矩可达 375Nm, 与路虎卫士是同款发动机。驭胜定位都市 SUV, 驭胜在近五个月持续热销(如图表 2 所示), 预计 2017 年全年驭胜总销量将突破 8 万辆。

◇ 全顺销量有所回升, 新全顺逐渐被市场认可

老款全顺已经全面停产, 新款全顺配置也更为先进, 配备福特 2.2LPUMA 柴油发动机和 2.0LecoBoost GTDi 汽油发动机, 燃油经济性提高约 20%, 二氧化碳排放降低约 15%。同时, 安全性能也得到了较大的提升, 安装了 Bosch 8.0 版的 ABS+EBD+ESP 系统和四轮盘刹车技术。此外全顺还推出了新世代全顺, 有 6 座, 9 座, 15 座和 17 座四种类型, 增加了消费覆盖面积。此前新全顺受价格上升影响, 销量大幅下降, 但根据 2 月产销数据显示, 新全顺销量有所回暖, 同比增长 52%。

◇ JMC 卡车及 JMC 皮卡 2 月销售超预期, 同比大幅增加

2017 年 2 月, JMC 皮卡销售 5948 辆, 同比增加 189%, 相比今年一月净增加 1247 辆。JMC 卡车销售 8170 辆, 同比增加 123%, 比一月净增加 3457 辆, 但是今年累计销量相对去年较为平稳, 同比增长约 2%。从过去一年的销量数



据来看, JMC 卡车和 JMC 皮卡的销量总体平稳向上, 是公司营收的重要支撑。此外, 江铃汽车还推出了 JMC 轻客产品, 在 2 月销售 55 辆, 有望在未来丰富公司的产品宽度, 进一步提升公司的盈利能力。

✧ 盈利预测和估值

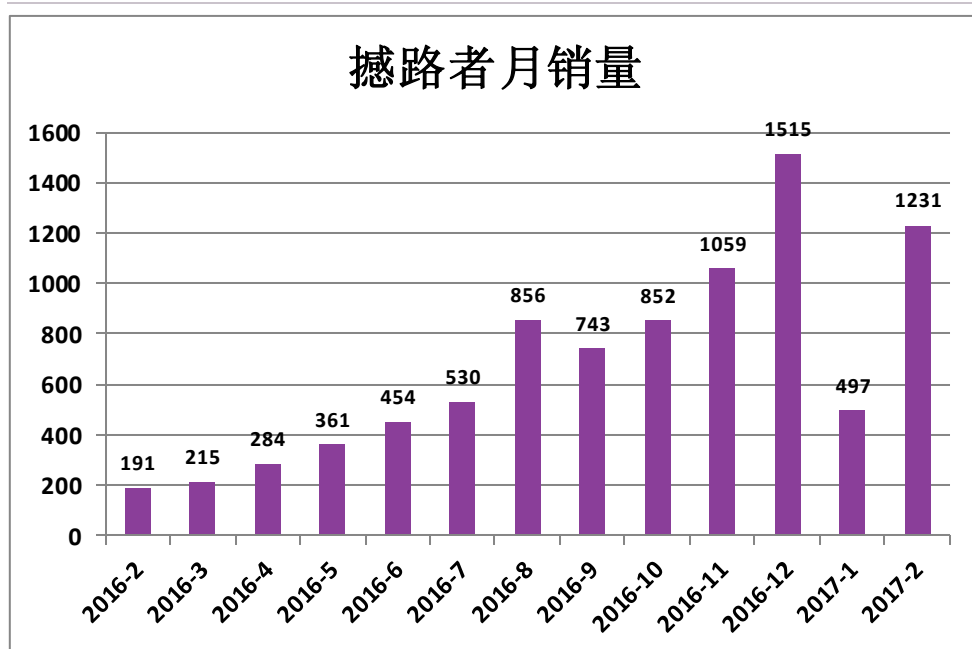
我们预测 2016,2017,2018 年营业收入分别为 266.94 亿元、361.65 亿元、391.07 亿元, 净利润为 13.41 亿元、21.72 亿元、24.05 亿元, EPS 分别为 1.67 元、2.54 元、2.81 元, 当前公司股价为 28.30 元, 对应 2016 年、2017 年和 2018 年的 PE 为 16.93 倍、11.16 倍、10.08 倍, 维持买入评级。

风险提示

公司 SUV 销量可能不及预期目标, 新款全顺销量不及预期

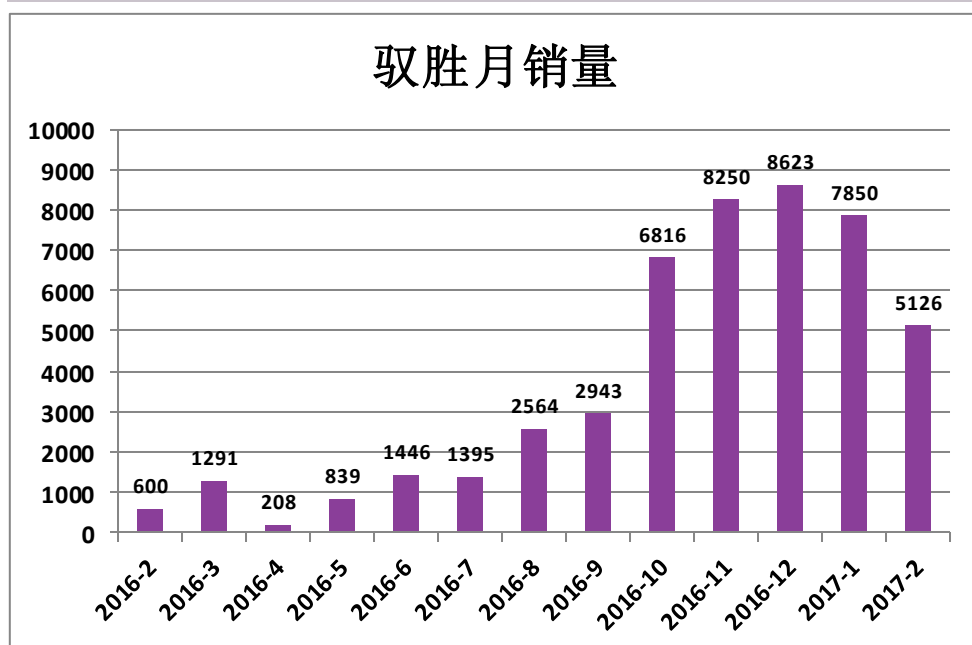


图表 1: 撼路者过去一年月销量 (辆)



资料来源: wind 资讯, 联讯证券

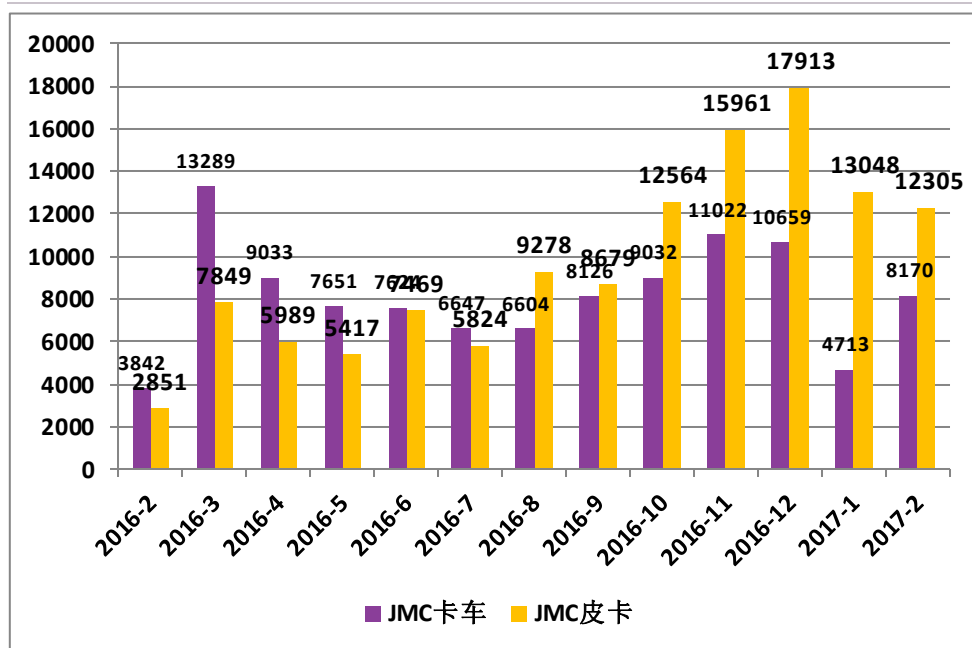
图表 2: 驭胜过去一年月销量 (辆)



资料来源: wind 资讯, 联讯证券

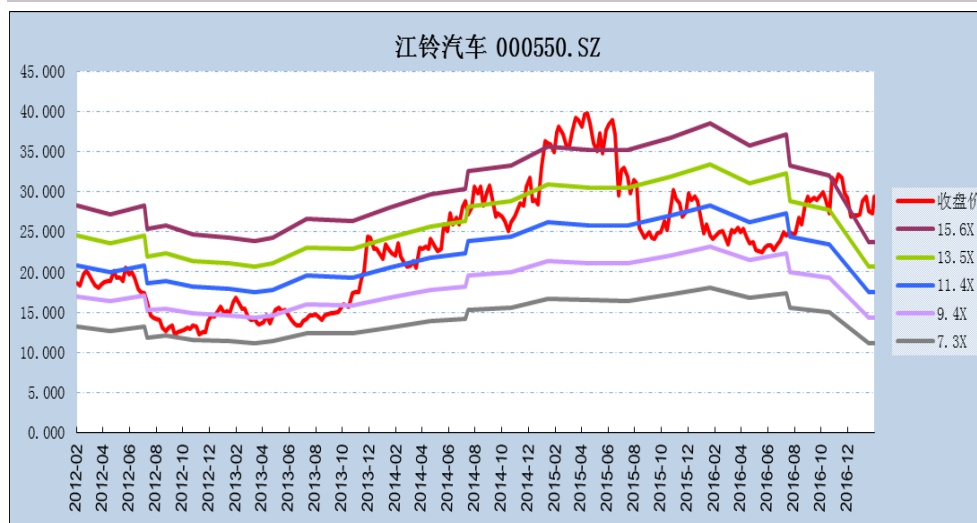


图表 3: JMC 卡车和 JMC 皮卡过去一年月销量 (辆)



资料来源: wind 资讯, 联讯证券

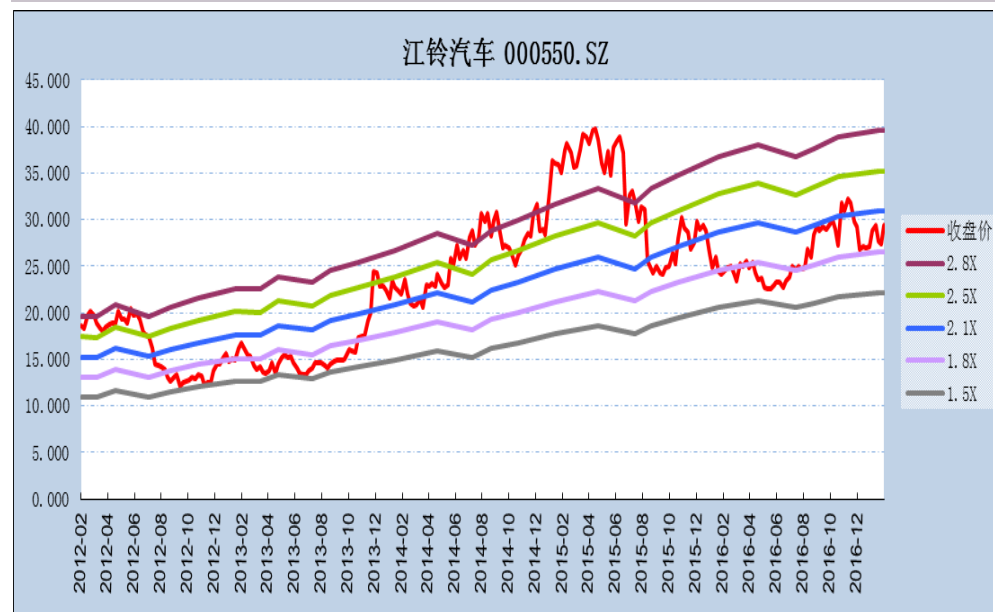
图表 4: P/E Band 图



资料来源: wind 资讯, 联讯证券



图表 5: P/B Band 图



资料来源: wind 资讯, 联讯证券

图表 6: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值(亿元)	PE	
				2016E	2017E
600418.SH	江淮汽车	12.04	227.95	22.22	26.58
601633.SH	长城汽车	12.77	1,165.55	11.05	14.46
600104.SH	上汽集团	25.41	2,968.77	9.39	9.96
000625.SZ	长安汽车	16.09	772.75	7.06	7.76
	平均	16.58	1,283.76	12.43	14.69
000550.SZ	江铃汽车	28.30	244.29	18.53	10.99

资料来源: wind 资讯, 股价和市值参考日期为 2017-03-06



附录：公司财务预测表

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	13,460	14,806	16,583	19,071	经营活动现金流	1,925	2,696	3,235	4,205
现金	8,848	9,580	10,942	13,107	净利润	2,222	1,443	2,189	2,422
应收账款	1,456	1,398	1,510	1,631	折旧摊销	616	647	712	783
其它应收款	58	132	158	190	财务费用	-247	-268	-363	-393
预付账款	223	365	402	442	投资损失	-9	-12	-19	-25
存货	1,731	2,010	2,211	2,432	营运资金变动	643	645	2,534	1,616
其他	1,144	1,321	1,360	1,269	其它	-1,300	241	-1,818	-198
非流动资产	7,590	8,273	9,183	9,643	投资活动现金流	-1,197	-1,077	-916	-1,007
长期投资	41	40	40	40	资本支出	1,543	1,851	2,222	2,444
固定资产	4,687	5,450	5,995	6,595	长期投资	41	40	40	40
无形资产	684	805	886	974	其他	-2,781	-2,969	-3,178	-3,491
其他	2,179	1,978	2,263	2,034	筹资活动现金流	-844	-886	-957	-1,033
资产总计	21,051	23,080	25,767	28,713	短期借款	0	0	0	0
流动负债	8,769	9,471	8,713	9,584	长期借款	5	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	其他	-848	-890	-961	-1,038
应付账款	5,600	7,280	8,008	8,809	现金净增加额	-115	732	1,362	2,164
其他	3,169	2,190	705	775					
非流动负债	300	346	373	396	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	5	5	5	5	成长能力				
其他	296	341	368	391	营业收入	-4%	9%	35%	8%
负债合计	9,070	9,816	9,086	9,980	营业利润	-3%	-26%	54%	8%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	5%	-40%	62%	11%
归属母公司股东权益	11,981	13,264	16,681	18,734	获利能力				
负债和股东权益	21,051	23,080	25,767	28,713	毛利率	26%	26%	26%	26%
					净利率	9%	5%	6%	6%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	20%	11%	15%	14%
营业收入	24,528	26,694	36,165	39,107	ROIC				
营业成本	18,131	19,844	26,885	29,072	偿债能力				
营业税金及附加	788	891	1,003	1,085	资产负债率	43%	43%	35%	35%
营业费用	1,591	2,284	3,094	3,346	净负债比率				
管理费用	2,444	2,514	3,406	3,683	流动比率	153%	156%	190%	199%
财务费用	-247	-268	-363	-393	速动比率	134%	135%	165%	174%
资产减值损失	29	108	112	135	营运能力				
公允价值变动收益	2	0	0	0	总资产周转率	1.21	1.21	1.48	1.44
投资净收益	9	12	19	25	应收账款周转率	22.86	18.70	24.87	24.90
营业利润	1,802	1,333	2,046	2,203	应付账款周转率	3.23	3.08	3.52	3.46
营业外收入	715	322	458	568	每股指标(元)				
营业外支出	7	15	17	19	每股收益	2.45	1.67	2.54	2.81
利润总额	2,510	1,640	2,487	2,752	每股经营现金	2.23	3.12	3.75	4.87
所得税	288	197	298	330	每股净资产	13.88	15.37	19.33	21.71
净利润	2,222	1,443	2,189	2,422	估值比率				
少数股东损益	0	102	17	17	P/E	12.22	16.93	11.16	10.08
归属母公司净利润	2,222	1,341	2,172	2,405	P/B	2.16	1.84	1.46	1.30
EBITDA	2,163	1,980	2,758	2,986	EV/EBITDA	870.60	12.46	8.18	7.13
EPS (元)	2.45	1.67	2.54	2.81					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com