



2017年03月27日

## 买入(维持评级)

当前价: 28.63 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

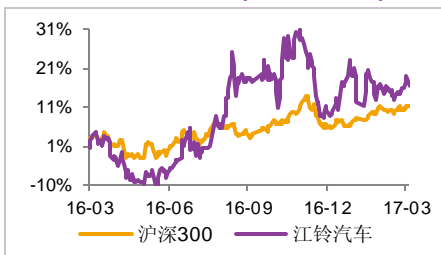
研究助理: 宋韶灵

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	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	26634	36624	43873	49691
(+/-)	8.6%	37.5%	19.8%	13.3%
净利润	1318	2227	2506	2888
(+/-)	-41%	69%	13%	15%
EPS(元)	1.53	2.58	2.90	3.35
P/E	17.65	11.09	9.86	8.55

资料来源: 联讯证券研究院

## 江铃汽车(000550.SZ)

# 【联讯汽车年报点评】江铃汽车: 竞争加剧致净利下滑, 乘商车型销量向上将推动业绩增长

### 投资要点

事件: 江铃汽车公布 2016 年年度报告

3月25日, 公司公布了2016年年度报告。2016年公司实现营业收入266.34亿元, 同比增长8.6%; 实现归属于上市公司股东净利润13.18亿元, 同比下降40.69%, EPS为1.53元。

### 点评

#### ◇ 市场竞争加剧及销售费用上升致净利润下滑

根据年报显示, 2016年公司销售费用约19.6亿元, 同比增长23%, 增速远超营业收入的增加, 直接导致公司归母净利润的下滑。公司销售费用的增加主要是由于广告及新产品策划费相比2015年增加了约1.3亿元, 以及保修费用相比2015年增加了约1亿元。近年来, 自主品牌借助SUV高增长的红利, 迅速抢占中低端SUV市场份额, 实现自主品牌的快速崛起。由于需要应对加剧的竞争挑战, 更严格的法规要求以及成本的上升, 导致公司2016年净利润下滑。但是公司致力于提升产品质量, 推动新产品研发控制运营成本和提升运营效率, 同时提出了一系列销售策略以应对市场风险, 公司长期发展值得看好。

#### ◇ 公司 2016 年整车销量同比增加, SUV 持续超预期

2016年, 公司整车销量28.1万辆, 同比增加6.95%, 其中SUV总销量达到4.5万辆, 同比增加83%, 在撼路者销售渠道受到限制以及自主SUV竞争激烈的背景下, 增长速度超出预期。公司自主品牌驭胜现有S330和S350两款车型, 分别定位为紧凑家用SUV和中型SUV, 在售价上形成高低搭配, 在技术上吸收了福特的发动机技术, 在消费者中口碑保持良好。2017年1-2月驭胜累计销售1.3万辆, 超过2016年前三季度总销量, 销量呈现爆发式增长, 成为公司业绩增长核心。福特撼路者定位于中高端合资SUV, 售价以及各项配置全面超过对标车型普拉多, 受益于销售渠道进一步放开, 2017年1-2月累计销售1728辆, 同比增加超过200%。我们预计2017年公司SUV销售总量有望突破9万辆, 成为公司主营业务的重要组成部分。

#### ◇ 福特商用车稳步上升, 全顺价格上调逐渐被市场接受

目前, 福特商用车主要包括新全顺, 新世代全顺和去年上市的福特途睿欧。新款全顺相比老款全顺在价格上有1-2万元的上调, 但是新款全顺在动力性能, 安全性能, 燃油经济性和空间等几个方面具有较大提升。福特新世代全顺的设计则更加豪华, 同时也拥有15座和17座的型号, 相比经典全顺的17座型号在空间上有很大提升, 内饰设计更加商务。2016年上市的福特途睿欧对标车型是别克GL8和本田奥德赛, 但是途睿欧是一款主打高性价比的MPV, 在售价上具有明显优势。通过扩大产品的覆盖范围和产品的新老替换, 福特商用车的销量在2016年12月触底之后稳步上升, 全顺的价格升级逐渐被市场接受,



途睿欧有望通过高性价比来挑战 GL8 的统治地位,预计今年销量将保持上涨趋势。

#### ◇ JMC 皮卡及卡车业务稳中有升,新产品特顺值得期待

2017 年 1-2 月, JMC 皮卡累计销售 1.06 万辆, 同比增加 72%, JMC 卡车累计销售 1.29 万辆, 同比增加 2%。此外, JMC 卡车在 2014,2015 和 2016 连续三年销量超过 10 万辆, JMC 皮卡在 2017 年前两个月实现了 72%的累计同比增长速度, 销售成绩稳中有升。公司将在 2017 年二季度发布新产品江铃特顺, 特顺是在经典全顺的基础升级改标而来的。特顺在整体造型和内饰设计与经典全顺基本一致, 但是在前脸的设计上, 特顺更显个性。在融合了福特的精湛技术和自主品牌的高性价比, 特顺的上市值得期待。

#### ◇ 盈利预测和估值

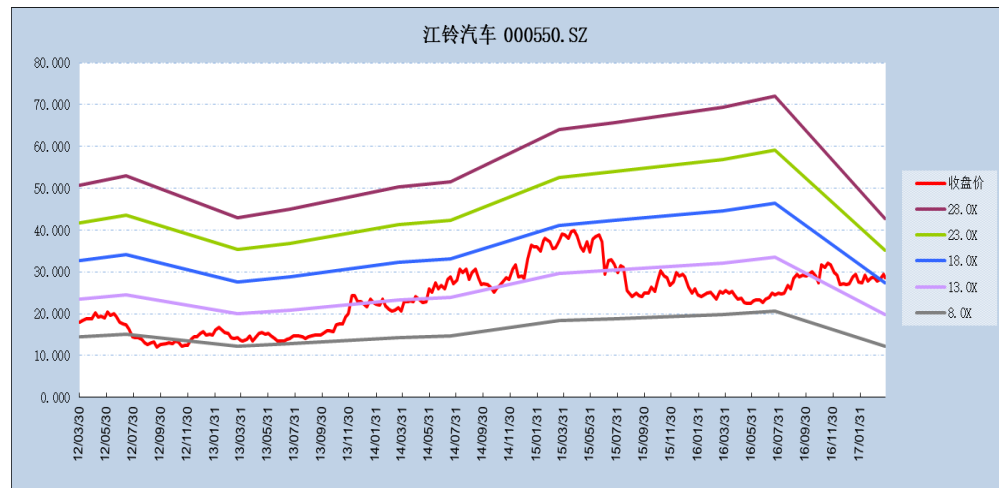
由于 2017 年 1-2 月份公司整车销量超预期, 我们上调了对公司营业收入的预期, 我们预测 2017, 2018, 2019 年营业收入分别为 366 亿元, 439 亿元, 497 亿元, 净利润为 22.27 亿元, 25.06 亿元, 28.88 亿元, EPS 分别为 2.58 元、2.90 元、3.35 元, 当前公司股价为 28.63 元, 对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 11.09 倍、9.86 倍、8.55 倍, 维持买入评级。

#### ◇ 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

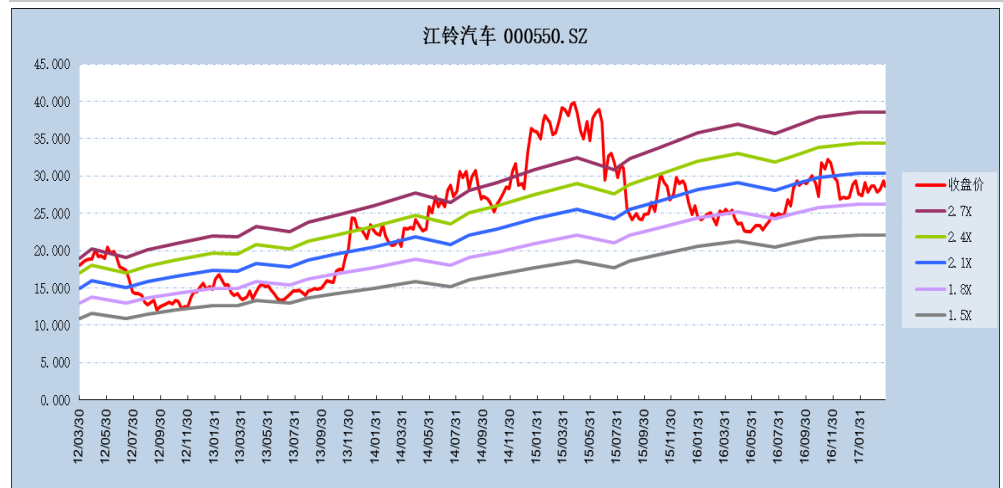


图表 1: P/E Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表 2: P/B Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	16,323	17,955	20,110	23,126	经营活动现金流	4,593	6,431	7,717	10,032
现金	11,667	16,365	22,391	30,585	净利润	1,318	2,242	2,521	2,903
应收账款	1,172	1,125	1,215	1,313	折旧摊销	766	804	885	973
其它应收款	86	132	158	190	财务费用	-195	-224	-258	-284
预付账款	459	365	402	442	投资损失	-17	-12	-19	-25
存货	1,934	2,010	2,211	2,432	营运资金变动	-236	683	3,180	1,837
其他	1,005	-2,042	-6,268	-11,835	其它	2,957	2,937	1,408	4,627
非流动资产	8,171	8,906	9,886	10,380	投资活动现金流	-875	-788	-669	-736
长期投资	40	40	40	40	资本支出	1,144	1,373	1,648	1,813
固定资产	5,588	5,450	5,995	6,595	长期投资	40	40	40	40
无形资产	742	805	886	974	其他	-2,059	-2,201	-2,357	-2,589
其他	1,801	2,611	2,966	2,772	筹资活动现金流	-900	-945	-1,021	-1,102
资产总计	24,494	26,861	29,996	33,507	短期借款	0	0	0	0
流动负债	11,868	12,817	11,792	12,971	长期借款	5	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	其他	-905	-950	-1,025	-1,107
应付账款	7,731	10,051	11,056	12,161	现金净增加额	2,818	4,698	6,027	8,193
其他	4,137	2,767	736	810					
非流动负债	217	249	269	285	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	5	5	5	5	成长能力				
其他	212	245	265	281	营业收入	9%	38%	20%	13%
负债合计	12,085	13,066	12,061	13,256	营业利润	-47%	118%	20%	21%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-41%	69%	13%	15%
归属母公司股东权益	12,409	13,795	17,935	20,250	获利能力				
负债和股东权益	24,494	26,861	29,996	33,507	毛利率	23%	22%	22%	22%
					净利率	5%	6%	6%	6%
<b>利润表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROE	11%	17%	16%	15%
营业收入	26,634	36,624	43,873	49,691	ROIC				
营业成本	20,613	28,567	34,221	38,759	偿债能力				
营业税金及附加	823	1,135	1,360	1,540	资产负债率	49%	49%	40%	40%
营业费用	1,962	2,256	2,707	2,978	净负债比率				
管理费用	2,462	2,708	3,250	3,575	流动比率	138%	140%	171%	178%
财务费用	-195	-224	-258	-284	速动比率	121%	124%	152%	160%
资产减值损失	39	108	112	135	营运能力				
公允价值变动收益	8	0	0	0	总资产周转率	1.17	1.43	1.54	1.57
投资净收益	17	12	19	25	应收账款周转率	20.27	31.88	37.49	39.32
营业利润	955	2,086	2,500	3,013	应付账款周转率	3.09	3.21	3.24	3.34
营业外收入	530	477	382	305	每股指标(元)				
营业外支出	3	15	17	19	每股收益	1.53	2.58	2.90	3.35
利润总额	1,482	2,548	2,865	3,299	每股经营现金	5.32	7.45	8.94	11.62
所得税	164	306	344	396	每股净资产	14.38	15.98	20.78	23.46
净利润	1,318	2,242	2,521	2,903	估值比率				
少数股东损益	0	15	15	15	P/E	17.65	11.09	9.86	8.55
归属母公司净利润	1,318	2,227	2,506	2,888	P/B	1.88	1.84	1.41	1.25
EBITDA	1,504	2,890	3,385	3,986	EV/EBITDA	878.69	7.62	4.43	2.01
EPS (元)	1.53	2.58	2.90	3.35					

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](http://www.lxsec.com)