江铃汽车(000550.SZ)

【联讯汽车公司研究】江铃汽车：福特新产品周期叠加行业复苏，高增长可期

2019 年 09 月 16 日

投资要点

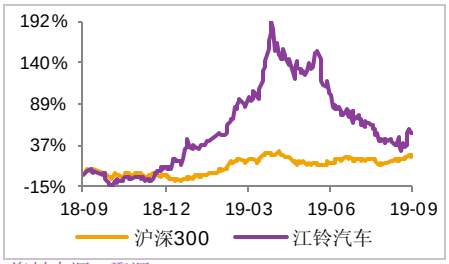
买入(维持)

当前价： 16.57 元

分析师：韩晨
执业编号：S0300518070003
电话：021-51759955
邮箱：hanchen@lxsec.com

分析师：徐昊
执业编号：S0300519040001
电话：010-66235709
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	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	28249	33430	42269	48896
（+/-）	-10%	18%	26%	16%
归母净利	92	481	1149	1821
（+/-）	-87%	423%	139%	58%
EPS(元)	0.11	0.56	1.33	2.11
P/E	116	30	12	8

资料来源：联讯证券研究院

✧ “福特中国 2.0”计划开启，领界销量攀升，公司乘用车业务步入新时代

2019 年福特发布了“福特中国 2.0”，计划未来 3 年通过附权在华合资公司开发出总计超过 30 款针对中国消费市场的车型。领界作为福特发布新战略规划后江铃福特的第一款新车型，在配置和颜值上更符合国内消费者偏好，是福特中国计划的重要一环，经历过刚上市的销量爬坡和波动后，2019 年 1-7 月领界累计销售近 3 万辆。我们认为，领界在销量稳定以及行业逐步复苏后，月销量有望达到 1 万辆，对公司业绩的边际改善明显，并且以领界为起点，公司将持续受益于福特的新产品周期，公司业绩高增长确定性强。

✧ 公司或将引入新战略投资者，推动新能源领域布局

公司目前正积极布局系能源汽车板块，拥有包括江铃 E400 在内的多款新能源车型，但中高端车型尚有空白。日前，福特汽车和江铃汽车计划将在领界基础上，开发领界纯电动车型，并预计今年内推出市场，加之福特计划在未来 3 年推出超过 10 款新能源汽车的目标，未来公司中高端新能源汽车车型有望得到填补。

公司控股股东拟通过公开挂牌增资扩股引入战略投资者，并要求投资方或其控股子公司的经营范围应包括新能源汽车的技术研发及产品开发且具有新能源汽车领域技术研发和产品开发的实际经验。若本次引资顺利，江铃汽车能够进一步提升自身在新能源汽车生产领域的技术，提高公司在新能源汽车领域的竞争性。

✧ 传统业务稳定，公司业绩有保障

公司在商用车领域拥有较高的市场份额，其中公司轻客市场占有率约 26%，排名全国第一。公司皮卡市占率约 18%，排名全国第二。公司 JMC 品牌轻卡去年累计销售 10.6 万辆，继续稳定在 10 万辆以上的高销售量。公司在商用车领域市场地位较为稳定，未来业绩市场份额稳定。

✧ 盈利预测和估值

我们预计公司 2019，2020，2021 年营业收入分别为 334.3 亿元，422.7 亿元，489.0 亿元，归母净利润为 4.81 亿元，11.5 亿元，18.2 亿元，EPS 分别为 0.56 元、1.33 元、2.11 元，我们认为，国内汽车行业拐点可期，行业将逐步复苏，公司还将受益于福特新产品周期，业绩有望加速回暖，综合考虑，维持“买入”评级。

✧ 风险提示

领界销量不及预期，新项目进展不及预期，国内汽车销量持续低迷。

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2019，2020，2021 年营业收入分别为 334.3 亿元，422.7 亿元，489.0 亿元，归母净利润为 4.81 亿元，11.5 亿元，18.2 亿元，EPS 分别为 0.56 元、1.33 元、2.11 元，我们认为，国内汽车行业拐点可期，行业将逐步复苏，公司还将受益于福特新产品周期，业绩有望加速回暖，综合考虑，维持“买入”评级。

关键假设点

1、2019-2020 年全球和国内汽车销量同比微增。

2、公司领界系列车型销量符合预期，其他新车型市场开拓顺利。

3、公司销售费用/管理费用/财务费用占营业收入比例分别为 4%/3%/1%。

4、领界单车净利润实现 1 万元。

有别于大众的认识

1、市场普遍认为公司主要深耕商用车领域，在乘用车领域的产品涉足较少，且国内乘用车市场目前竞争激烈，对公司这个新进入者实力存疑；我们认为公司早在 2010 年就已经推出过驭胜乘用车系列，期间还接连推出途睿欧、撼路者等系列乘用车，在乘用车领域并不是“新人”，另一方面作为福特的合资公司，能够受到福特在技术上的支持，从而在乘用车领域快速成长。

2、市场普遍认为公司近些年归母净利润大幅下滑，对公司的内部管理能力和盈利能力存疑；我们认为，公司近些年归母净利润大幅下滑的主要原因是研发投入上的大量支出，目前公司正在积极开发新能源汽车和重卡领域的新产品，需要大量资金用以支持，另一方面公司目前正在开拓乘用车市场，新产品上市的销售费用会给利润带来一定影响。未来随着公司在新产品和新领域上取得突破，公司业绩将会迎来拐点。

股价表现的催化剂

1、公司领界销量超预期，

2、公司新能源汽车项目进展超预期，

3、福特“中国 2.0”计划实施力度超预期。

核心风险提示

领界销量不急预期，新项目进展不及预期，国内汽车销量持续低迷。

目　录

一、公司概况：从商用车起步，不断探索新领域 5
（一）持续受益于福特新产品周期，业绩拐点可期 5
（三）商用车销量稳定攀升，乘用车销量承压 7
二、福特开启新篇章，商用乘用两开花 8
（一）福特中国 2.0 8
（二）领界销量持续爬坡，公司乘用车领域步入新时代 9
（二）建立全国分销服务机构，提高运营效率 11
（三）积极布局新能源汽车领域，新款车型可期 12
（四）政策推动行业周期，公司重卡逐步放量 13
（五）传统业务稳定，公司业绩有保障 13
三、盈利预测及投资建议 14
四、风险提示 15

图表目录

图表 1：　公司股权结构 5
图表 2：　公司各车型速览 5
图表 3：　公司营业收入情况 6
图表 4：　公司归母净利润情况 6
图表 5：　公司研投入情况（亿元） 6
图表 6：　公司销售毛利率、销售净利率、ROE 情况 6
图表 7：　公司应收账款情况（亿元） 7
图表 8：　公司速动比率、现金比率情况 7
图表 9：　商用车销量情况（万辆） 7
图表 10：　乘用车销量情况（万辆） 7
图表 11：　乘用车分车型销量情况（万辆） 7
图表 12：　商用车分车型销量情况（万辆） 7
图表 13：　福特中国 2.0 五大计划 8
图表 14：　福特撼路者外观 9
图表 15：　福特撼路者上市前两年销量（辆） 9
图表 16：　福特 Escape 外观 9
图表 17：　福特 Escape 外观 9
图表 18：　领界外观一览 10
图表 19：　领界内部设计 10
图表 20：　领界内饰 10
图表 21：　翼虎内饰 10
图表 22：　领界、翼虎正脸对比（领界上、翼虎下） 10

图表 23： 领界、翼虎侧颜对比（领界上、翼虎下） 10
图表 24： 领界及同价位车型参数对比 11
图表 25： 全国分销机构示意图 12
图表 26： 富山新能源汽车基地正式开工图 12
图表 27： 江铃 E400 12
图表 28： 江铃威龙 HV5 外观 13
图表 29： 江铃威龙载货车外观 13
图表 30： JMC 品牌卡车销量（辆） 13
图表 31： JMC 品牌皮卡(辆) 13
图表 32： 从左到右依次新全顺、新时代全顺、特顺 14
图表 33： 域虎 3 外观 14
图表 34： 公司整车部分收入拆分（单位：百万元） 14
附录：公司财务预测表（单位：百万元） 16

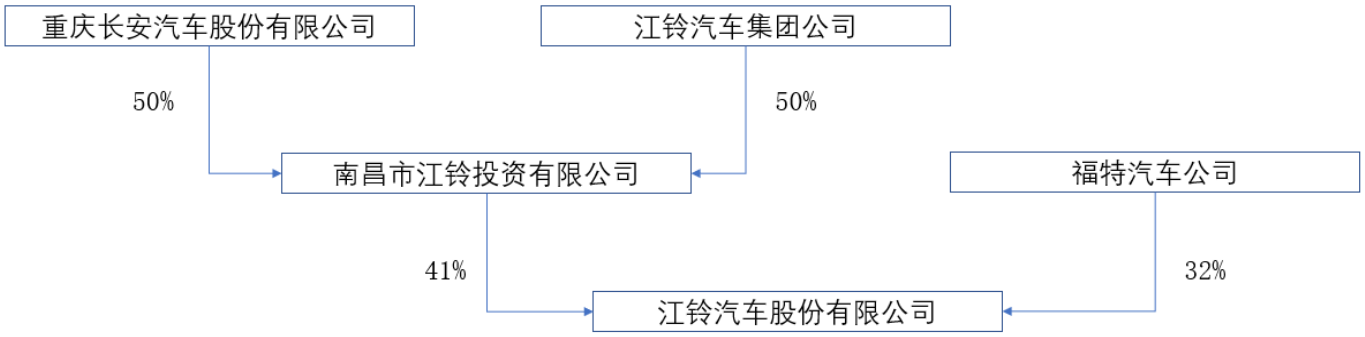
一、公司概况：从商用车起步，不断探索新领域

江铃汽车股份有限公司于 1993 年成立并在 A 股上市，起步于商用车制造业务，1995 年公司通过发行 B 股引入战略合作伙伴美国福特汽车公司，1997 年江铃与福特联合开发的全顺商用车投产，2010 年江陵旗下权胜系列上市，公司正式进军乘用车领域，同年公司销售收入成功突破 100 亿，2019 年初，作为公司乘用车业务转型的新作福特领界上市。

（一）持续受益于福特新产品周期，业绩拐点可期

公司总股本为 8.63 亿股，其中 B 股 3.44 亿股，其主要持有人是福特汽车公司。2019 年 4 月 4 日，公司控股股东江铃控股有限公司拟以存续分立的方式进行分立，分立后南昌市江铃投资和福特汽车分别持有公司 41%和 32%的股份，公司的实际控制人是国资委。

图表1： 公司股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券

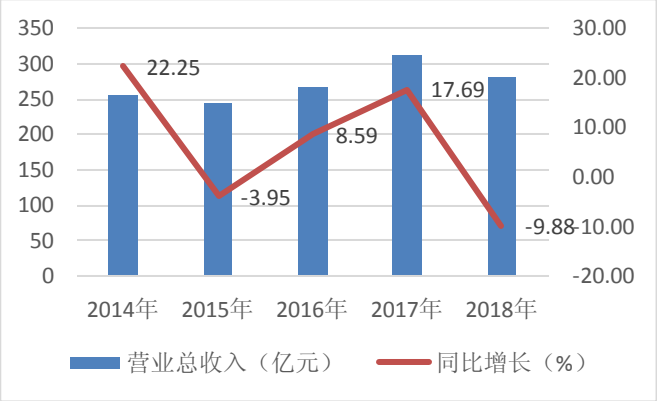
公司产品线覆盖商用车和乘用车，主要包括轻客、SUV、皮卡和重卡等，公司目前轻客及皮卡市占率处于行业领先地位，主要车型包括特顺、新全顺、新时代全顺等几个系列，皮卡核心车型为域虎系列。**我们认为，公司作为福特直接持股的车企，未来将成为福特在华重回一线合资的重要一环，将持续受益于福特的新产品周期。**

图表2： 公司各车型速览

资料来源：公司官网，爱卡汽车，联讯证券

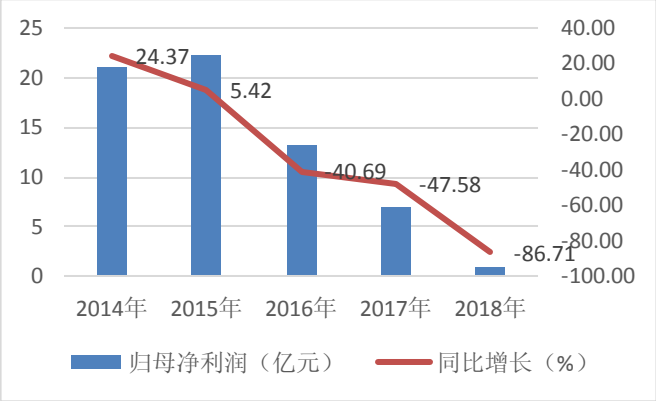
公司 2018 年实现营业收入 282 亿元，同下降 9.88%；归母净利润 0.92 亿元，同比下降 86.71%，公司去年营业收入和盈利能力大幅下降，主要有三方面原因：

图表3： 公司营业收入情况



资料来源：公司公告，联讯证券

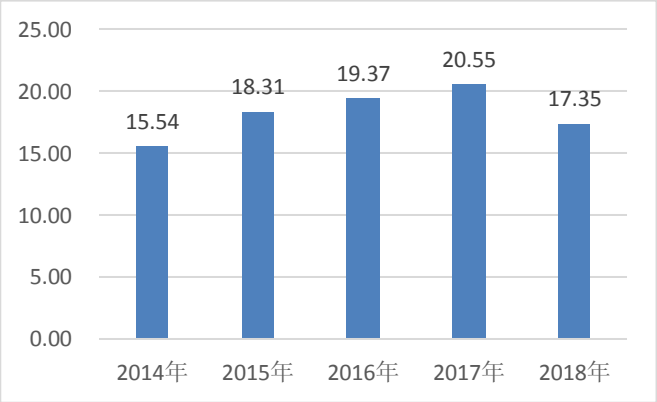
图表4： 公司归母净利润情况



资料来源：公司官网，联讯证券

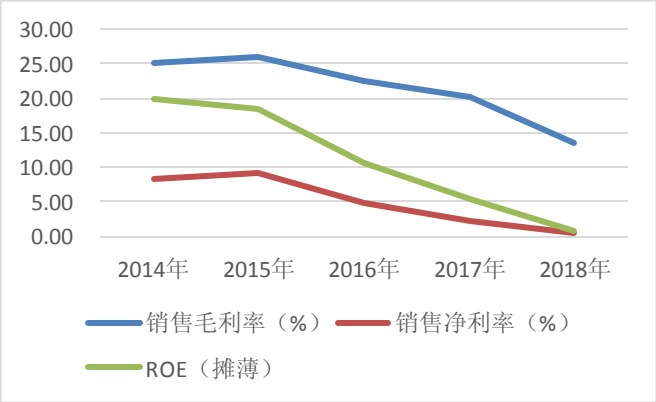
1）2018 年及 2019 年上半年国内汽车销量负增长，行业景气度持续下行影响，公司去年汽车销量承压，全年共销售整车 28.5 万辆，同比下降 8%。2）整车市场竞争加剧，公司去年毛利下降 6.5%，公司盈利能力出现下滑。3）公司连续多年保持着高额的研发投入，2018 年公司研发投入总计 17.35 亿元，占总营业收入的 6.14%，其中费用化占比 95.86%，一定程度上影响了利润总额。公司目前正处于上升的瓶颈期，我们认为未来随着领界销量持续爬坡以及新产品的陆续投放，公司业绩有望得到修复。

图表5： 公司研投入情况（亿元）



资料来源：公司公告，联讯证券

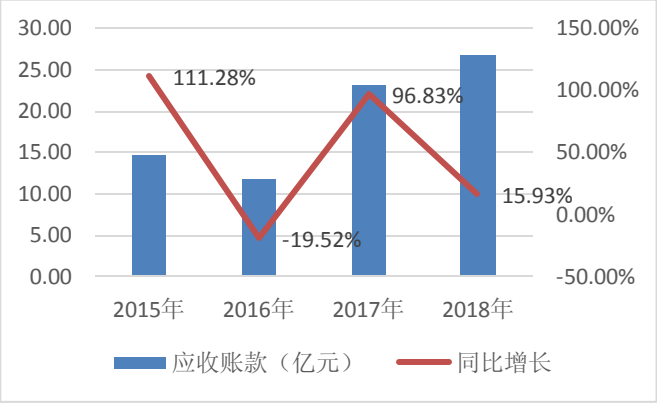
图表6： 公司销售毛利率、销售净利率、ROE 情况



资料来源：公司公告，联讯证券

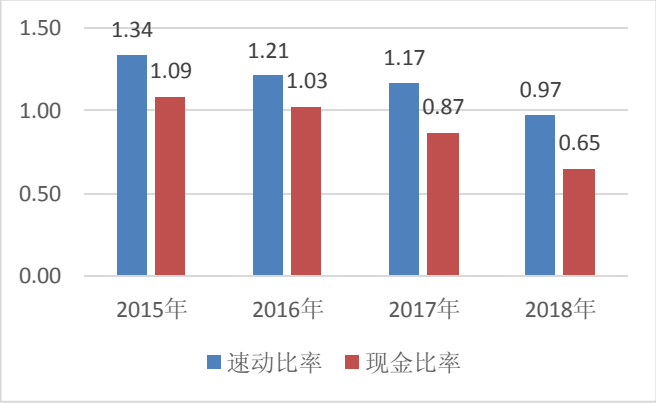
公司 2018 年应收账款为 26.75 亿元，同比增长 15.93%，主要是公司新能源汽车销售占比的上升导致补贴款款增加所致。根据公司年报显示，公司 2018 年末拥有货币资金 76.17 亿元，同时公司的速动比率和现金比率一直维持在一个较高水平，这一方面体现出公司现金流稳定健康，另一方面也为公司未来继续保持较高的研发投入提供了保障。

图表7： 公司应收账款情况（亿元）



资料来源：公司公告，联讯证券

图表8： 公司速动比率、现金比率情况

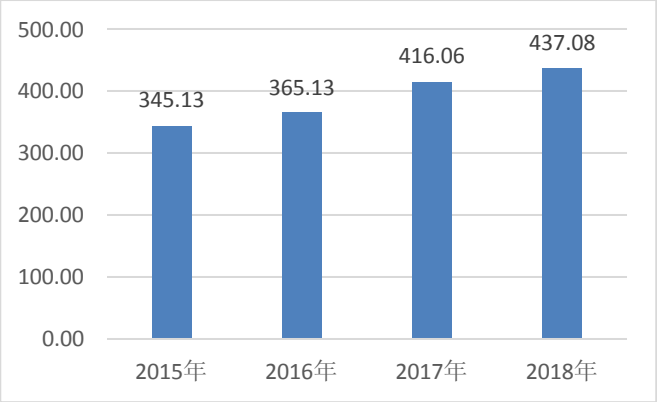


资料来源：公司公告，联讯证券

（三）商用车销量稳定攀升，乘用车销量承压

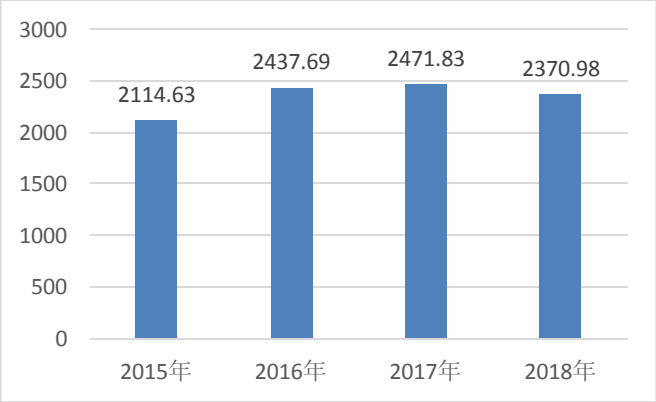
2018 年我国商用车实现销售量 437.1 万辆，同比增长 5.1%。分车型看，客车销售 48.5 万辆，同比下降 8 %；货车销售 388.6 万辆，同比增长 6.9%，其中重型货车销售 114.8 万辆，同比增长 2.8%。我国乘用车去年销量承压，全年实现销量 2371 万辆，同比下降 4.1%，根据车型划分，轿车销售 1152.8 万辆，同比下降 2.7%， SUV 销售 999.5 万辆，同比下降 2.5%，MPV 销售 173.5 万辆，同比下降 16.2%，交叉型乘用车销售 45.3 万辆，同比下降 17.3%。2018 年汽车销量整体微跌，但考虑到我国目前人均汽车保有量仅 0.17 辆，与美国（0.79 辆）、日本（0.59 辆）等发达国家还存在较大差距，未来仍有发展空间。

图表9： 商用车销量情况（万辆）



资料来源：wind，联讯证券

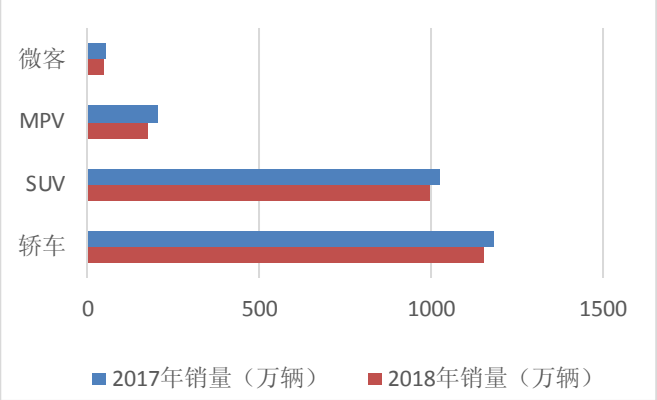
图表10： 乘用车销量情况（万辆）



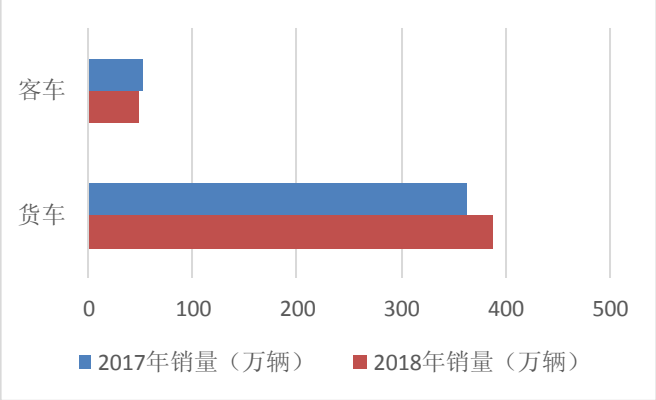
资料来源：wind，联讯证券

图表11： 乘用车分车型销量情况（万辆）

图表12： 商用车分车型销量情况（万辆）



资料来源：中汽协，联讯证券



资料来源：中汽协，联讯证券

二、福特开启新篇章，商用乘用两开花

（一）福特中国 2.0

2019 年 4 月 3 日福特发布了“福特中国 2.0”计划，该计划主要包括“新车型”、“科技”、“创新”、“战略伙伴”和“人才”五大核心计划。

图表13： 福特中国 2.0 五大计划

五大核心计划	
福特中国产品 330 计划	未来 3 年内推出超过 30 款专为中国消费者打造的福特和林肯品牌新车型；其中超过 10 款为新能源车型，并加大自动驾驶研发力度；全球首发专为中国消费者独特设计前脸造型的全新中型 SUV 车型福特 Escape
智能科技计划	正式发布基于中国和国际领先智能技术的全新智行信息娱乐系统 SYNC+；2021 年在中国量产首款搭载 C-V2X 技术的车型；加速车辆联网和 Co-Pilot360™智行驾驶辅助系统在更多车型上的应用
中国创新计划	福特汽车进一步加大在华产品中心的投入，并将设立中国创新中心、中国设计中心，及新能源中心。赋权福特中国工程研发中心与在华合资公司担当更多针对本土市场的车型开发工作
战略伙伴计划	加深、加大与战略合作伙伴的合作，形成全方位合作共赢战略关系，并与更多的中国本土科技公司组建战略合作伙伴关系；同时，在新能源汽车领域做更多的布局，引入多方面产业和资本资源，展开灵活、多元化的合作及运营方式
福特中国人才计划	为全新的福特中国管理层注入更多拥有丰富中国汽车市场经验的高端管理人才；同时着重培养和聘用更多本土员工，及时应对市场发展趋势调整战略，加速决策效率

资料来源：公司官网，联讯证券

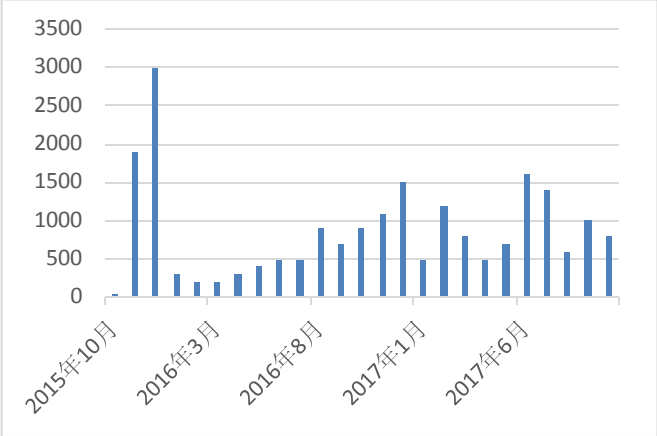
从计划的内容可以看出，福特将重新布局中国市场，通过附权在华合资公司开发出更多针对中国消费市场的车型。福特汽车计划在中国成立全新的中国创新中心和中国设计中心，此外，福特汽车位于南京的工程研发中心和测试中心，将转型成为以中国市场和中国消费者需求为核心的产品开发中心。在团队方面，福特将启动“福特中国人才计划”，为其在中国的业务制定最具针对性的战略决策。

此前国内曾上市撼路者系列车型，然而由于其美式的车型设计以及较高的定价销量并不尽如人意，上市后达到单月销量峰值为约 3000 辆，之后一直在 1000 辆左右徘徊。而在此次发布会上，福特推出了全新 SUV 福特 Escape，该车型拥有针对中国消费者喜好而全新设计的前脸造型，同时车体造型更加满足中国消费者对大气设计的喜好，充分彰显了福特汽车加速在华投放更多贴合本土消费者需求的产品的雄心。随着福特在中国开启新一轮产品周期，作为其合资公司的江铃汽车业绩有望提升。

图表14： 福特撼路者外观

资料来源：搜狐汽车网，联讯证券

图表15： 福特撼路者上市前两年销量（辆）



资料来源：搜狐汽车网，联讯证券

图表16： 福特 Escape 外观

资料来源：盖世汽车网，联讯证券

图表17： 福特 Escape 外观

资料来源：盖世汽车网，联讯证券

（二）领界销量持续爬坡，公司乘用车领域步入新时代

公司 2019 年初推出了其在乘用车业务转型后的首款车型——福特领界，这也是福特重新布局中国市场的重要一环。该车型的售价在 10.98 万元—16.78 万元之间，根据我们走访各 4s 店得来的的草根调查显示，CVT 铂领型最为热门的车型，其售价为 12.98 万元，相比于同价位类似车型，领界具有明显的优势。1）领界拥有更大汽车尺寸，长宽高分别达到 4580/1936/1674mm，2716mm 的超长轴距使车内空间更加宽敞舒适。2）性能方面，领界使用的是米勒循环涡轮增压直喷发动机，最大功率和最大扭矩分别为 103Kw 和 225N*m，相比同价位车型具备明显优势。3）安全方面，领界搭载了 Co-Pilot360™智行驾驶辅助系统，集智能感应制动保护系统、主动泊车辅助系统、ACC 全速智能自适应巡航控制系统等智能驾驶辅助于一身，为驾车人的安全提供了保证。

公司有望借助领界系列重新树立自己在乘用车领域的品牌形象，未来随着“福特中国 2.0 计划”的推进，预计会有一批新的乘用车型入驻江铃，推动公司业绩上升。

图表18： 领界外观一览

资料来源：公司官网，联讯证券

图表19： 领界内部设计

资料来源：公司官网，联讯证券

领界的内外设计不同于福特之前的几款合资车型，内饰方面，领界采用了木质饰板进行装饰、中控大屏用钢琴烤漆包裹，整体风格简约大方，驾驶室更具有空间感和美感。外观方面，领界前脸采用了六边形进气格栅设计，前车灯与进气格栅相连并带有一点弧度，整体表现柔美、流畅，更符合中国消费者的审美理念。从侧面比较，领界使用了多幅式轮圈，使汽车看起来更具活力，此外车身后的尾翼设计也使车体看起来更加修长。

图表20： 领界内饰

资料来源：汽车之家，联讯证券

图表21： 翼虎内饰

资料来源：汽车之家，联讯证券

图表22： 领界、翼虎正脸对比（领界上、翼虎下）

图表23： 领界、翼虎侧颜对比（领界上、翼虎下）

资料来源：汽车之家，联讯证券

资料来源：汽车之家，联讯证券

我们分别从合资和自主品牌中选取了两款市场上主流的同级别 SUV 与领界进行对比，在价格方面领界基本与自主品牌持平，但远远低于同级别其他的合资 SUV。配置方面，领界是这五款车型中尺寸最大的，此外还配置了 360 度全景影像、全速自适应巡航来辅助驾驶。内饰方面，领界的液晶仪表和中控液晶尺寸分别达到了 10.25 英寸和 10.1 英寸，同时配备了真皮座椅，各方面数据都具有一定优势。

图表24： 领界及同价位车型参数对比

车型	博越 2018 款运动版 1.8TD 自动四驱智尊型	陆丰 X7 2018 款 劲越 1.5T 铂金版	领界 2019 款 EcoBoost145CVT 尊领型 PLUS	途岳 2019 款 330TSI 旗舰版	本田 C-RV2019 款 240TURBO CVT 两驱风尚版
厂商指导价（万元）	16.18	15.08	**16.38**	22.38	20.38
长/宽/高(mm)	4519/1831/1694	4420/1910/1640	**4580/1936/1674**	4453/1841/1632	4585/1855/1679
轴距（mm）	2670	2670	**2716**	2680	2660
排量（mL）	1799	1490	**1490**	1984	1498
最大功率（kW）	135	120	**103**	137	142
最大扭矩（N·m）	285	250	**225**	320	243
变速箱类型	6 档手自一体	8 档手自一体	**CVT 无级变速**	7 挡双离合	CVT 无级变速
驾驶辅助影像	360 度全景影像	倒车影像	**360 度全景影像**	倒车影像	倒车影像
巡航系统	自适应巡航	定速巡航	**全速自适应巡航**	自适应巡航	定速巡航
液晶仪表尺寸	7 英寸	-	**10.25 英寸**	10.2 英寸	-
座椅材质	仿皮	仿皮	**真皮**	仿皮	真皮
中控液晶屏尺寸	8 英寸	10.2 英寸	**10.1 英寸**	8 英寸	7 英寸
前大灯	LED	卤素	**LED（矩阵）**	LED	卤素

资料来源：公司官网，汽车之家，联讯证券

公司还计划今年推出一款紧凑型 SUV 和中型 SUV，预计 2020 年公司福特品牌 SUV 销量能够达到 20 万辆。受到上半年汽车行业景气度持续下行影响，领界销量低于市场此前预期，2019 年 1-9 月销量累计接近 3 万辆。我们认为，国内汽车行业的复苏、福特中国战略的持续推进及江铃福特新车型的陆续推出将驱动领界销量出现超预期。

（二）建立全国分销服务机构，提高运营效率

2018 年福特宣布在中国组建全新的全国分销服务机构，将长安福特、福特中国和江铃福特三家经销商统一，来提升销售渠道的竞争力。新的全国分销服务机构将负责所有在华销售的福特品牌乘用车型的市场、销售及服务业务，不论是由合资公司本土生产或是进口的，通过减少组织架构的重复设置和投入，福特汽车在华的业务运营业会变得更加高效。

图表25： 全国分销机构示意图

资料来源：公司官网，联讯证券

（三）积极布局新能源汽车领域，新款车型可期

近三年国内新能源汽车持续高增长，2018 年我国新能源汽车累计销量 125.6 万辆，同比增长 62%。公司开始积极布局新能源汽车领域，2017 富山新能源汽车基地正式开工，项目建设及投产期共为 5 年，总投资约 33 亿元，产品为 SUV 系列产品。该项目建成达产年生产规模为新能源汽车及汽油车合计 30 万辆，其中一期 15 万辆，二期 15 万辆，产生年销售收入 193.6 亿元，年创造利润 9.7 亿元。

公司目前拥有包括江铃 E400 在内的多款新能源车型，价格普遍分布在 10 万元以下，缺少中高端车型来覆盖市场。在“福特中国 2.0 计划”中提到，福特汽车和江铃汽车将在福特领界 SUV 的联合开发的经验基础上，开发全新福特领界纯电动车型，并预计今年内推出市场，加之福特计划在未来 3 年推出超过 10 款新能源汽车的目标，未来公司 10 万以上的新能源汽车车型的空白有望得到填补。

图表26： 富山新能源汽车基地正式开工图

资料来源：公司官网，联讯证券

图表27： 江铃 E400

资料来源：第一电动网，联讯证券

公司控股股东目前拟通过公开挂牌增资扩股引入 1 家战略投资者，同时要求投资方或其控股子公司的经营范围应包括新能源汽车的技术研发及产品开发且具有新能源汽车领域技术研发和产品开发的实际经验。预计本次引资后，公司能够进一步提升自身在新能源汽车生产领域的技术，提高公司在新能源汽车领域的竞争性。

（四）政策推动行业周期，公司重卡逐步放量

2019 年 3 月国内重卡销量达到 14.9 万辆，同比增长 7.1%，第一季度销量达到 32.6 万辆，再次突破 30 万辆大关。受 2021 年 7 月 1 日全国范围内重卡实施国六影响，本轮重卡销售周期有望持续较长一段时间，存在较大的市场空间。

公司目前正加速重卡市场的开拓和培育，2012 年公司收购了太原重汽的全部股权开始涉足重卡领域，2017 年 4 月公司旗下首款重卡产品正式亮相发布上海国际车展，公司近三年重卡销量分别为 52 辆、636 辆以及 1516 辆，未来几年内大概率还能保持较高的增长速度，将持续对业绩增长产生贡献。公司首款 JMC 品牌重卡“江铃威龙”荣获“2018 中国年度卡车”大奖及“最具潜力重卡”奖，表现出其在商用车领域不俗的技术水平。

图表28： 江铃威龙 HV5 外观

资料来源：公司官网，联讯证券

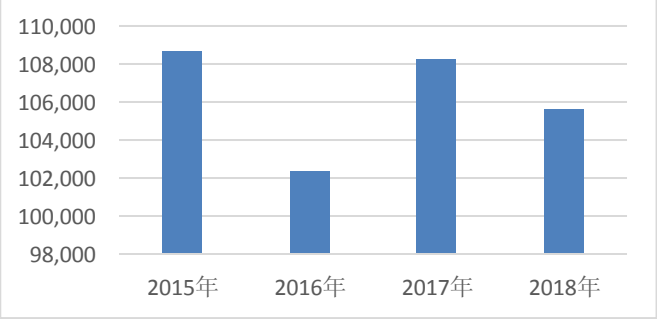
图表29： 江铃威龙载货车外观

资料来源：公司官网，联讯证券

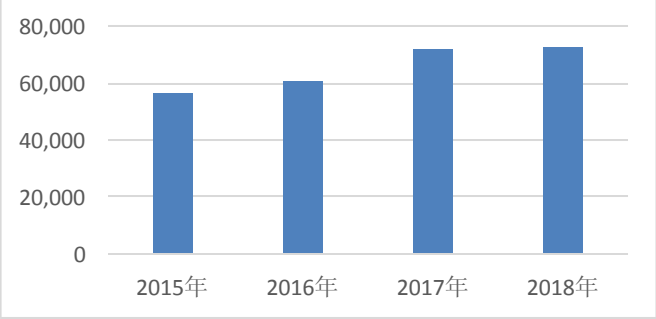
（五）传统业务稳定，公司业绩有保障

公司去年在商用车领域继续表现稳定，其中 JMC 品牌轻客车全年累计销售近 4 万辆，同比增长 28%，公司轻客端拥有特顺、新全顺、新世代全顺 3 个系列超 600 款车型，产品能够覆盖大多数客户的需求。公司 JMC 品牌皮卡去年累计销售 7.3 万辆，同比增长 0.8%，其中新上市的域虎 3 受到市场好评。公司 JMC 品牌轻卡去年累计销售 10.6 万辆，继续稳定在 10 万辆以上的高销售量，同时公司正顺应市场结构调整做转型，以进一步维持其轻卡的领先地位。公司目前轻客市占率第一，在 26%左右，并且仍呈现上升态势，皮卡市占率第二，达 18%，公司在这几个领域的市场地位较为稳定，未来业绩发生波动的概率较小。

图表30： JMC 品牌卡车销量（辆）



图表31： JMC 品牌皮卡(辆)



资料来源：公司官网，联讯证券

资料来源：公司官网，联讯证券

图表32： 从左到右依次新全顺、新时代全顺、特顺

资料来源：公司官网，联讯证券

图表33： 域虎 3 外观

资料来源：公司官网，联讯证券

三、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2019，2020，2021 年营业收入分别为 334.3 亿元，422.7 亿元，489.0 亿元，归母净利润为 4.81 亿元，11.5 亿元，18.2 亿元，EPS 分别为 0.56 元、1.33 元、2.11 元，我们认为，国内汽车行业拐点可期，行业将逐步复苏，公司还将受益于福特新产品周期，业绩有望加速回暖，综合考虑，维持“买入”评级。

图表34： 公司整车部分收入拆分（单位：百万元）

车型		2019E	2020E	2021E
福特商用车	营收	3925	4710	5746
	销量增速	-18%	20%	22%
福特-领界	营收	6000	12000	14880
	销量增速	0%	100%	24%
福特-撼路者	营收	207	145	123
	销量增速	-48%	-30%	-15%
福特-领界 EV	营收	1000	3000	4500
	销量增速	25%	200%	50%
JMC-卡车	营收	8032	9237	10622
	销量增速	-5%	15%	15%

JMC-皮卡	营收	6244	5307	4921
	销量增速	-22%	-15%	-15%
JMC-轻型客车	营收	4087	3678	3494
	销量增速	-21%	-10%	-5%
驭胜-SUV	营收	138	55	28
	销量增速	-80%	-60%	-50%
重卡	营收	557	630	725
	销量增速	5%	10%	15%
总计	营收	30191	38764	45041

资料来源：公司公告，联讯证券

四、风险提示

领界销量不急预期，新项目进展不及预期，国内汽车销量持续低迷。

附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,825	16,604	19,094	22,913
现金	7,617	8,524	10,200	11,601
应收账款	2,675	3,076	3,691	4,429
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	526	289	246	442
存货	2,522	2,428	3,069	3,551
其他	1,485	2,287	1,888	2,890
非流动资产	8,572	9,858	11,336	13,037
长期投资	40	44	49	51
固定资产	5,679	6,019	6,381	6,763
无形资产	838	1,019	1,209	1,445
其他	2,015	2,775	3,698	4,777
资产总计	23,397	26,461	30,430	35,950
流动负债	12,669	15,203	18,243	21,892
短期借款	0	0	0	0
应付账款	7,825	10,281	12,851	16,064
其他	4,844	4,922	5,392	5,828
非流动负债	343	360	378	378
长期借款	4	4	4	5
其他	339	356	374	373
负债合计	13,012	15,563	18,622	22,270
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	10,384	10,898	11,809	13,680
负债和股东权益	23,397	26,461	30,430	35,950

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,249	33,430	42,269	48,896
营业成本	24,410	28,002	34,289	39,201
营业税金及附加	687	903	1,141	1,320
销售费用	1,202	1,671	2,113	2,445
管理费用	797	1,003	1,691	1,956
研发费用	1,664	1,839	2,325	2,543
财务费用	-164	-167	-232	-220
资产减值损失	61	67	74	81
公允价值变动收益	9	-8	-9	-11
投资净收益	13	19	20	22
其他收益	153	168	171	176
营业利润	-198	292	1,060	1,767
营业外收入	248	250	223	258
营业外支出	10	12	15	18
利润总额	40	530	1,267	2,007
所得税	-52	49	118	187
净利润	92	481	1,149	1,821
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	92	481	1,149	1,821
EBITDA	586	1,389	2,266	3,034
EPS	0.11	0.56	1.33	2.11

现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-102	1,727	1,934	1,451
净利润	92	481	1,149	1,821
折旧摊销	997	1,097	1,207	1,267
财务费用	-164	-167	-232	-220
投资损失	-13	-19	-20	-22
营运资金变动	-2,430	-755	-550	170
其它	1,416	1,090	381	-1,565
投资活动现金流	-1,139	-1,276	-829	-705
资本支出	1,385	1,662	1,995	2,194
长期投资	2	4	4	2
其他	-2,526	-2,942	-2,828	-2,902
筹资活动现金流	-2,280	456	570	656
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	1
其他	-2,280	456	570	655
现金净增加额	-3,521	908	1,675	1,402

主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	-10%	18%	26%	16%
营业利润	-254%	247%	263%	67%
归属母公司净利润	-87%	423%	139%	58%
获利能力				
毛利率	14%	16%	19%	20%
净利率	0%	1%	3%	4%
ROE	1%	5%	10%	14%
偿债能力				
资产负债率	56%	59%	61%	62%
流动比率	117%	109%	105%	105%
速动比率	97%	93%	88%	88%
营运能力				
总资产周转率	1.13	1.34	1.49	1.47
应收帐款周转率	11.34	11.63	12.49	12.04
应付帐款周转率	2.97	3.09	2.96	2.71
每股指标(元)				
每股收益	0.11	0.56	1.33	2.11
每股经营现金	-0.12	2.00	2.24	1.68
每股净资产	12.03	12.63	13.68	15.85
估值比率				
P/E	116	30	12	8
P/B	1.06	1.31	1.21	1.05
EV/EBITDA	28.00	15.37	10.03	8.23

资料来源：公司财务报告、联讯证券

分析师简介

韩晨，同济大学工学硕士，2018 年 5 月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

徐昊，英国纽卡斯尔大学硕士，2017 年 1 月加入联讯证券，汽车及零部件行业分析师，证书编号：S0300519040001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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，旨为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