

江铃汽车

轻客皮卡销售回暖，驭胜 SUV 始受青睐

调研纪要

要点

近期我们调研了江铃汽车，与公司管理层和经销商进行了沟通交流，公司目前对驭胜 S330 的上市极为重视，经销商的渠道也在进行相应改革，公司经营回升趋势明显。

建议

驭胜 S330 需求：S330 主要针对年轻化的消费群体，由于处在紧凑型城市 SUV 细分市场，市场空间较大。相对竞争对手在轴距、配置和价格等方面都具有相当竞争力，将在 9 月底正式上市销售，S330 的主力车型在 10~12 万之间，公司目前对驭胜 S330 相对重视，我们预计未来在不断完善渠道布局的情况下，驭胜 S330 的月销量有望稳定在 5000 台左右，成为公司进军乘用车 SUV 市场领域的一款重量级车型。

驭胜 S350 配置进一步丰富，受益细分市场需求：6 月份配置福特 2.0T 汽油发动机的驭胜 S350 上市后，获得了终端消费者的认可。驭胜 S350 目前四驱和两驱版本的价差有所缩小，也带动了终端消费者对 S350 的认可，尽管目前 S350 月销量已经达到 2500 辆左右，但未来还有进一步上升潜力。驭胜 S350 在越野型的细分市场 SUV 市场已经获得终端用户认可，未来还将不断受益自驾休闲旅游和团体客户需求的增长。

下半年轻型商用车有所回暖，全顺 Q4 销量有望上行：今年下半年来看，轻型商用车的市场在回暖，对公司传统轻型商用车销量带来一定提振。经典全顺在销售 10 多年后将面临停产，预计将会对四季度全顺销量带来一定帮助。低基数效应下，今年公司皮卡销售回暖较为明显，未来还将有望受益皮卡进城刺激，未来在皮卡放开进城限制之后，预计对微面、微卡的部分市场形成替代。备受市场关注的途睿欧的自动挡将在明年一季度上市，预计上市之后将会对公司产生正面刺激作用。

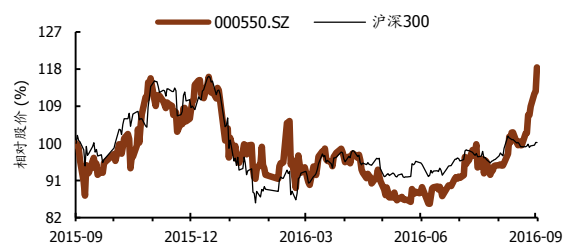
投资建议：公司基本面触底回升趋势明显，公司未来驭胜品牌 SUV 销量有望超预期，有望奠定公司后续继续扩大 SUV 产品的基础；明年预计公司还将有多款细分车型上市，而研发费用也将明年有望下降，公司业绩弹性将在明年体现。**维持江铃 A/B 股推荐评级和目标价 35 元/25 港元（对应 14.6x/8.9x 2016e P/E）。**

风险

新车型销量不及预期。

维持推荐

股票代码	000550.SZ	200550.SZ
评级	推荐	推荐
最新收盘价	人民币 30.91	港币 20.38
目标价	人民币 35.00	港币 25.00
52 周最高价/最低价	人民币 31.46~22.13	港币 26.10~16.54
总市值(亿)	人民币 221	港币 257
30 日日均成交额(百万)	人民币 66.76	港币 2.95
发行股数(百万)	863	863
其中：自由流通股(%)	60	40
30 日日均成交量(百万股)	2.46	0.16
主营行业	汽车及零部件	



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	25,537	24,528	26,938	38,017
增速	22.2%	-4.0%	9.8%	41.1%
归属母公司净利润	2,108	2,222	2,069	3,037
增速	24.1%	5.4%	-6.9%	46.8%
每股净利润	2.44	2.57	2.40	3.52
每股净资产	12.42	13.88	15.25	17.81
每股股利	0.97	1.03	0.96	1.41
每股经营现金流	4.85	2.23	3.72	4.20
市盈率	12.7	12.0	12.9	8.8
市净率	2.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	6.6	6.2	5.8	3.8
股息收益率	3.1%	3.3%	3.1%	4.6%
平均总资产收益率	12.2%	11.4%	9.3%	11.8%
平均净资产收益率	21.2%	19.6%	16.5%	21.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

李正伟

分析师

zhengwei.li@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080514030001

SFC CE Ref: BFFJ416

奉玮

分析师

wei.feng@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513110002

SFC CE Ref: BCK590



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表				
营业收入	25,537	24,528	26,938	38,017
营业成本	19,099	18,131	20,168	28,018
营业税金及附加	852	788	917	1,314
营业费用	1,738	1,591	1,729	2,471
管理费用	2,137	2,444	2,559	3,057
财务费用	-246	-247	-225	-237
其他	0	0	0	0
营业利润	1,838	1,791	1,669	3,195
营业外收支	594	716	681	200
利润总额	2,429	2,510	2,351	3,397
所得税	321	288	282	359
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,108	2,222	2,069	3,037
EBITDA	2,752	2,878	2,979	4,191
资产负债表				
货币资金	8,494	8,848	9,428	10,961
应收账款及票据	1,539	2,317	2,547	3,878
预付款项	288	223	245	346
存货	1,614	1,731	1,925	3,070
其他流动资产	54	342	742	342
流动资产合计	11,989	13,460	14,887	18,598
固定资产及在建工程	5,149	5,203	6,324	7,002
无形资产及其他长期资产	280	752	1,188	1,138
非流动资产合计	5,946	7,590	8,725	9,214
资产合计	17,935	21,051	23,612	27,811
短期借款	0	5	5	0
应付账款及票据	6,874	8,489	9,443	11,721
其他流动负债	274	275	303	419
流动负债合计	7,148	8,769	9,751	12,140
长期借款和应付债券	5	5	5	5
非流动负债合计	69	272	672	272
负债合计	7,218	9,070	10,451	12,440
股东权益合计	10,718	11,981	13,161	15,371
少数股东权益	0	0	0	0
负债及股东权益合计	17,935	21,051	23,612	27,811
现金流量表				
净利润	2,108	2,222	2,069	3,037
折旧和摊销	568	616	852	1,032
营运资本变动	292	784	535	-183
其他	1,103	-1,726	-365	-457
经营活动现金流	4,190	1,925	3,212	3,629
投资活动现金流入	266	346	-467	0
投资活动现金流出	-1,288	-1,543	-1,500	-1,500
投资活动现金流	-1,021	-1,197	-1,967	-1,500
股权融资	0	0	0	0
银行借款	0	5	0	-5
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	-685	-844	-664	-596
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	2,483	-115	580	1,533

资料来源：公司数据，中金公司研究部

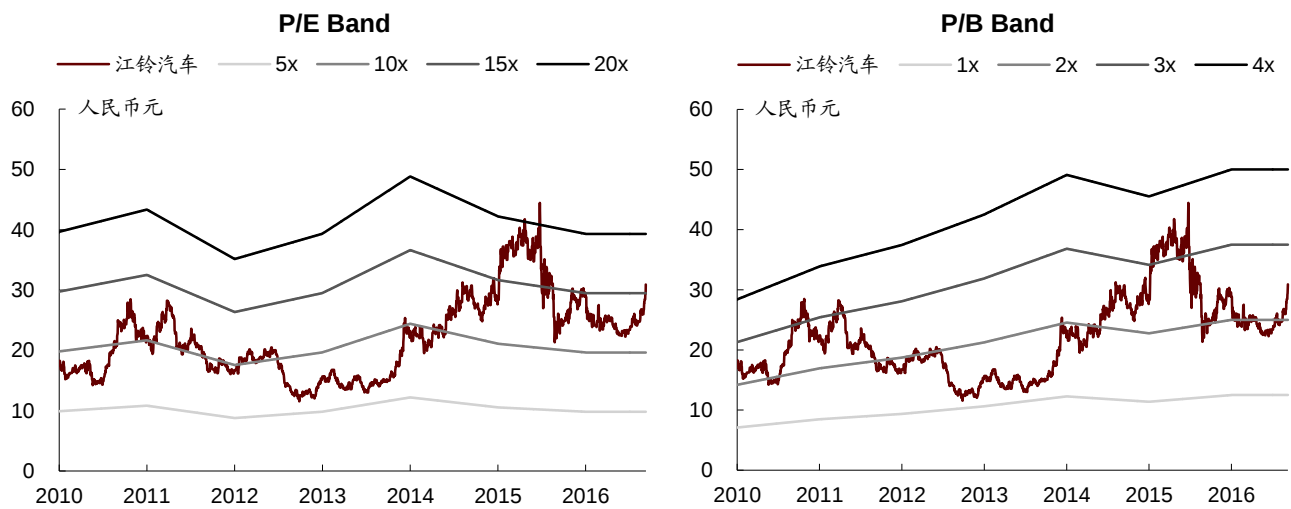
主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	22.2%	-4.0%	9.8%	41.1%
营业利润	5.5%	-2.5%	-6.8%	91.4%
EBITDA	25.5%	4.6%	3.5%	40.7%
净利润	24.1%	5.4%	-6.9%	46.8%
盈利能力				
毛利率	25.2%	26.1%	25.1%	26.3%
营业利润率	7.2%	7.3%	6.2%	8.4%
EBITDA 利润率	10.8%	11.7%	11.1%	11.0%
净利润率	8.3%	9.1%	7.7%	8.0%
偿债能力				
流动比率	1.68	1.53	1.53	1.53
速动比率	1.45	1.34	1.33	1.28
现金比率	1.19	1.01	0.97	0.90
资产负债率	40.2%	43.1%	44.3%	44.7%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	12.2%	11.4%	9.3%	11.8%
净资产收益率	21.2%	19.6%	16.5%	21.3%
每股指标				
每股净利润 (元)	2.44	2.57	2.40	3.52
每股净资产 (元)	12.42	13.88	15.25	17.81
每股股利 (元)	0.97	1.03	0.96	1.41
每股经营现金流 (元)	4.85	2.23	3.72	4.20
估值分析				
市盈率	12.7	12.0	12.9	8.8
市净率	2.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	6.6	6.2	5.8	3.8
股息收益率	3.1%	3.3%	3.1%	4.6%

公司简介

江铃汽车是国内成长最快、规模最大的整车制造商之一。目前拥有“全顺”轻客、“凯运”轻卡、“宝典”皮卡和驭胜 SUV 等品牌，产品具有节能、实用和环保的优势，未来还将大力开拓 SUV 领域。公司在欧系轻客和中高端轻卡等子行业中处于行业领先地位，其中“宝典”皮卡多年持续名列国内自主品牌柴油皮卡销量第一。



图表 1: P/E & P/B Bands



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表2：可比公司估值表

公司名称	类别	货币	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
			2016/9/7	百万美元	14A	15A	16E	14A	15A	16E	14A	15A	16E
中国A股上市公司													
中金覆盖													
长安汽车	PV	RMB	15.87	11,078	9.8	7.4	6.0	2.9	2.2	1.6	41.0	29.2	30.1
江淮汽车	CV/PV	RMB	12.61	3,574	30.0	21.0	17.0	2.3	2.7	2.4	17.1	13.0	10.8
潍柴动力	CV	RMB	9.16	5,483	3.6	26.2	20.8	1.2	1.1	1.1	8.5	7.2	6.8
中国重汽	CV	RMB	12.98	1,304	12.6	19.7	16.2	1.2	1.1	1.1	13.7	18.1	16.2
宇通客车	CV	RMB	22.12	7,331	12.5	13.8	11.8	3.8	3.6	3.2	13.4	10.9	9.9
江铃汽车	CV	RMB	30.91	3,994	12.7	12.0	12.0	2.2	2.0	1.7	4.9	4.7	3.7
金龙汽车	CV	RMB	13.66	1,241	24.4	15.5	13.7	2.5	2.1	2.0	23.1	14.3	11.6
福耀玻璃	Parts	RMB	16.79	6,305	19.1	16.1	14.1	3.8	2.6	2.4	11.6	11.8	8.7
银轮股份	Parts	RMB	8.59	927	18.7	15.3	12.8	1.9	1.8	1.6	22.0	19.0	15.6
威孚高科	Parts	RMB	23.40	3,534	15.5	15.6	13.4	2.2	2.2	2.0	12.0	12.0	12.1
均胜电子	Parts	RMB	32.19	3,322	58.5	55.5	25.3	8.5	5.9	4.7	33.9	28.5	20.3
万丰奥威	Parts	RMB	16.73	4,564	34.9	19.0	15.8	7.8	3.7	3.0	41.0	28.3	18.6
隆鑫通用	Parts	RMB	21.40	2,684	29.3	23.3	21.0	4.4	3.5	3.1	19.7	16.8	13.9
双林股份	Parts	RMB	35.58	2,120	104.6	56.5	40.4	7.4	6.7	6.0	56.7	40.1	30.3
亚太股份	Parts	RMB	17.71	1,955	73.8	93.2	70.8	5.3	5.1	4.9	42.1	45.8	37.7
大洋电机	Parts	RMB	11.69	4,139	68.8	83.5	46.8	5.6	7.7	4.3	58.5	50.3	26.7
精锻科技	Parts	RMB	15.48	939	32.9	29.8	22.4	3.5	3.2	2.9	28.7	24.0	19.8
中原内配	Parts	RMB	13.05	1,149	42.1	39.5	36.3	4.1	3.8	3.5	25.3	23.3	21.3
信质电机	Parts	RMB	28.19	1,688	30.3	55.3	38.6	4.3	7.6	6.4	41.8	40.3	28.7
宁波华翔	Parts	RMB	22.72	1,803	22.9	46.4	21.0	2.8	2.7	2.5	11.5	16.6	8.6
方正电机	Parts	RMB	30.48	1,210	762.0	138.5	50.0	10.0	3.7	3.4	181.2	79.1	35.4
东风科技	Parts	RMB	15.51	728	23.9	31.7	34.5	4.9	4.5	4.1	10.9	13.1	12.6
天润曲轴	Parts	RMB	8.56	1,435	35.7	31.7	26.8	1.5	1.4	1.4	29.3	25.4	22.1
广汇汽车	Dealer	RMB	9.43	7,765	19.6	26.2	18.5	2.2	2.5	2.2	26.4	20.8	14.7
中金未覆盖													
福田汽车	CV	RMB	2.81	2,806	16.5	n.a.	39.2	0.5	n.a.	1.0	11.3	n.a.	n.a.
一汽轿车	PV	RMB	10.53	2,565	106.3	n.a.	n.a.	2.0	n.a.	2.0	16.1	n.a.	35.8
东风汽车	CV	RMB	8.24	2,467	117.2	n.a.	34.0	2.7	n.a.	2.4	27.5	n.a.	28.7
一汽富维	Parts	RMB	13.59	861	5.2	n.a.	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	6.6	n.a.	n.a.
亚夏汽车	Dealer	RMB	11.53	787	71.9	n.a.	71.2	3.9	n.a.	5.9	22.4	n.a.	n.a.
平均值	Median				24.6	29.8	21.7	2.9	3.5	2.7	20.8	18.1	15.2
香港上市公司													
中金覆盖													
华晨汽车	PV	HKD	9.70	6,301	7.8	11.9	10.8	2.3	2.0	1.7	n.a.	n.a.	n.a.
吉利汽车	PV	HKD	6.95	7,911	37.4	23.0	18.7	2.7	2.7	2.4	7.0	5.4	4.6
东风汽车	PV	HKD	8.68	9,644	5.0	5.6	5.3	0.9	0.7	0.6	16.4	14.5	17.0
长城汽车	CV/PV	HKD	8.14	9,581	2.7	8.0	7.9	0.6	1.7	1.5	6.8	6.4	6.4
潍柴动力	CV	HKD	10.74	5,538	18.9	26.4	23.1	0.6	1.2	1.1	5.3	4.8	4.4
敏实集团	Parts	HKD	28.75	4,171	24.3	21.5	18.8	3.3	3.0	2.7	11.6	9.7	8.4
中升集团	Dealer	HKD	7.70	2,131	18.9	31.6	18.9	1.0	1.1	1.1	8.4	7.4	7.0
正通汽车	Dealer	HKD	2.75	784	6.6	7.2	5.6	0.6	0.6	0.6	n.a.	n.a.	n.a.
和谐汽车	Dealer	HKD	4.07	10	7.4	10.3	7.8	1.5	1.0	0.9	n.a.	n.a.	n.a.
永达汽车	Dealer	HKD	3.81	727	7.9	6.7	9.0	1.1	0.9	n.a.	6.0	5.8	4.4
中金未覆盖													
宝信汽车	Dealer	HKD	4.24	1398	16.6	13.5	9.6	1.8	1.6	1.4	9.1	8.0	7.7
大昌行	Dealer	HKD	3.49	825	6.3	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	6.4	5.8	5.3
平均值	Median				11.9	13.5	9.9	1.1	1.0	1.1	7.4	6.6	6.1

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

