

审慎推荐-A

江铃汽车 000550.SZ

当前股价: 14.1 元

2019 年 12 月 18 日

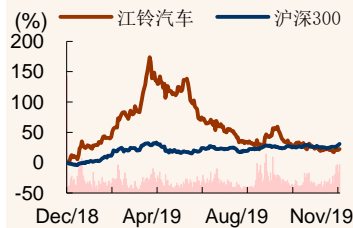
乘用车不断突破, 积极拓展海外市场

基础数据

上证综指	2984
总股本(万股)	86321
已上市流通股(万股)	51843
总市值(亿元)	122
流通市值(亿元)	73
每股净资产(MRQ)	12.2
ROE(TTM)	0.3
资产负债率	54.0%
主要股东	南昌市江铃投资有限
主要股东持股比例	41.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-36	20
相对表现	-6	-45	-6



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

杨献宇

yangxianyu@cmschina.com.cn  
S1090519030001

李懿洋

liyiyang@cmschina.com.cn  
S1090519070006

事件:

公司发布 2019 年 11 月产销数据, 11 月份公司共销售车辆 2.5 万台(+6.50%), 1~11 月累计销售车辆 25.0 万台(+3.0%)。

评论:

1、促销边际效用递减, 11 月销量增速放缓

11 月公司共销售整车 2.5 万辆(+6.50%), 其中福特品牌 8280 辆(+106.0%)、JMC 品牌 16,920 辆(-13.2%), 驭胜品牌 139 辆(-38.50%), 重卡 121 辆(-27.98%)。1~11 月累计销售整车 25.0 万辆(+3.0%), 其中福特品牌 8.1 万台(+83.7%)、JMC 品牌 16.7 万辆(-12.7%), 驭胜品牌 1,286 辆(-80.5%), 重卡 764 辆(-12.5%), 福特品牌 SUV 累计销售 46,012 辆(+757.95%), 为江铃销量增长做出了重要贡献。我们认为由于公司促销活动带来的边际效益递减及行业竞争加剧导致 11 月销量环比承压。

2、SUV 快速增长, 带动福特品牌销量上扬

福特商用车 11 月销量 4,413 辆(+17.74%), 1-11 月累计销量 34,991 辆(-9.67%); 福特 SUV 11 月销量 3,867 辆(+1326.94%), 1-11 月累计销量 46,012 辆(+757.95%)。福特 SUV 销量的增长带动了整体福特品牌销向好。随着“福特中国 2.0”计划的持续推行和公司在纯电动紧凑型 SUV 细分领域的持续深耕, 我们认为福特 SUV 将持续发力, 助力公司销量增长。

3、开拓海外市场, 打开新增长空间

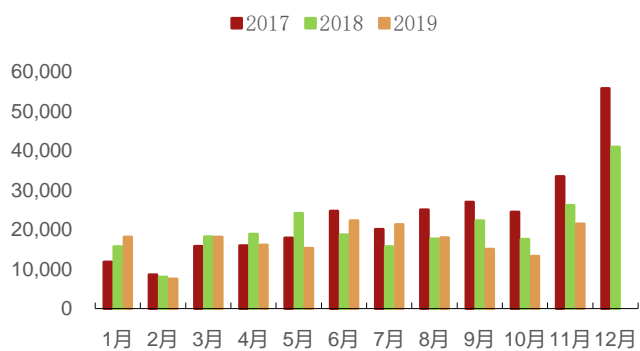
江铃汽车着力开拓海外市场, 尤其是在东南亚和南美洲等新兴市场。我们认为, 新兴市场如南美市场具有潜力, 同时领军兼具品牌和成本优势, 海外市场的开拓将为公司带来新增长空间。

4、盈利预测与投资建议

公司开拓乘用车市场效果显著, 同时积极拓展海外市场, 未来有望进一步打开公司的成长空间。预计 19 年~21 年净利润为 2.8 亿、4.3 亿、5.4 亿, 给予“审慎推荐-A”评级。

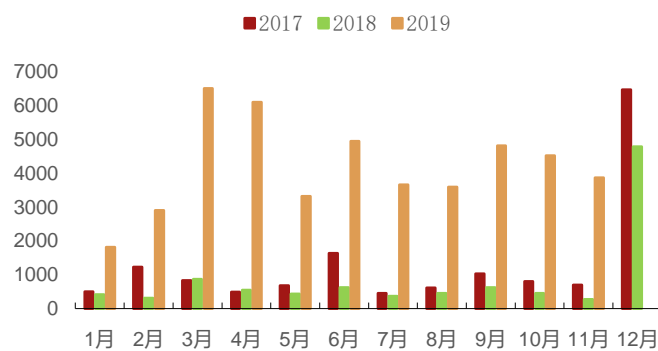
5、风险提示: 促销费用上升; 销量不及预期

图 1: 江铃汽车整车月度销量 (辆)



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 2: 福特品牌 SUV 月度销量 (辆)



资料来源: 公司官网, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	18126	14825	11417	12377	13700
现金	11138	7617	4141	4547	5257
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	654	627	642	694	749
应收款项	2307	2675	2725	2943	3178
其它应收款	131	0	0	0	0
存货	2339	2522	2504	2682	2886
其他	1557	1384	1404	1512	1630
<b>非流动资产</b>	8257	8572	8590	8601	8605
长期股权投资	38	40	40	40	40
固定资产	6037	5679	5781	5867	5939
无形资产	808	838	754	679	611
其他	1375	2015	2015	2015	2015
<b>资产总计</b>	<b>26384</b>	<b>23397</b>	<b>20007</b>	<b>20977</b>	<b>22306</b>
<b>流动负债</b>	13541	12669	9106	9864	10748
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	8603	7825	7797	8351	8986
预收账款	168	0	0	0	0
其他	4770	4844	1308	1514	1761
<b>长期负债</b>	270	343	332	233	244
长期借款	4	4	4	4	4
其他	266	339	328	229	241
<b>负债合计</b>	<b>13811</b>	<b>13012</b>	<b>9437</b>	<b>10097</b>	<b>10992</b>
股本	863	863	863	863	863
资本公积金	839	839	839	839	839
留存收益	10878	8693	8867	9189	9622
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	12572	10384	10570	10880	11314
<b>负债及权益合计</b>	<b>26384</b>	<b>23397</b>	<b>20007</b>	<b>20977</b>	<b>22306</b>

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	675	(102)	(2465)	1556	1740
净利润	691	92	277	426	537
折旧摊销	901	997	982	989	995
财务费用	(244)	(164)	(80)	(50)	(50)
投资收益	(8)	(13)	(13)	(13)	(12)
营运资金变动	(532)	(964)	(3631)	202	267
其它	(133)	(49)	0	2	2
<b>投资活动现金流</b>	(670)	(1139)	(1000)	(1000)	(1000)
资本支出	(1020)	(1385)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	350	246	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(534)	(2280)	(11)	(150)	(30)
借款变动	(720)	(2437)	(0)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)
其他	289	260	93	(47)	74
<b>现金净增加额</b>	<b>(528)</b>	<b>(3521)</b>	<b>(3476)</b>	<b>405</b>	<b>710</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	31346	28249	28956	31272	33774
营业成本	25045	24410	24323	26050	28032
营业税金及附加	967	687	782	844	912
营业费用	2695	1202	1390	1532	1655
管理费用	2705	797	869	938	1013
研发费用	1317	1863	1824	1970	2128
财务费用	(244)	(164)	(80)	(50)	(50)
资产减值损失	52	61	76	70	31
公允价值变动	(17)	9	(1)	(0)	1
<b>投资收益</b>	8	13	14	14	11
营业利润	129	(198)	119	265	399
营业外收入	637	248	200	220	210
<b>营业外支出</b>	4	10	8	6	5
利润总额	762	40	311	478	603
所得税	71	(52)	34	53	66
净利润	691	92	277	426	537
<b>少数股东损益</b>	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净</b>	<b>691</b>	<b>92</b>	<b>277</b>	<b>426</b>	<b>537</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	18%	-10%	2%	8%	8%
营业利润	-87%	-254%	-160%	122%	51%
净利润	-47.58%	-86.71%	201.80%	53.59%	26.17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.1%	13.6%	16.0%	16.7%	17.0%
净利率	2.2%	0.3%	1.0%	1.4%	1.6%
ROE	5.5%	0.9%	2.6%	3.9%	4.7%
ROIC	-0.8%	-8.1%	0.3%	1.8%	2.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.3%	55.6%	47.2%	48.1%	49.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5
存货周转率	11.7	10.0	9.7	10.0	10.1
应收帐款周转率	18.0	11.3	10.7	11.0	11.0
应付帐款周转率	3.1	3.0	3.1	3.2	3.2
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.80	0.11	0.32	0.49	0.62
每股经营现金	0.78	-0.12	-2.86	1.80	2.02
每股净资产	14.56	12.03	12.24	12.60	13.11
每股股利	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
<b>估值比率</b>					
PE	27.1	203.7	67.5	43.9	34.8
PB	1.5	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	15.0	19.4	10.7	9.1	8.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**汪刘胜**，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015年水晶球公募第一名，新财富最佳分析师第三名。2016年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。

**主要研究特点：**客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。