

运输设备业/可选消费品

江铃汽车（000550）

驭胜 SUV 带来显著业绩弹性

王炎学（分析师） 张姝丽（研究助理）
 010-59312757 010-59312859
 wangyanxue@gtjas.com zhangshuli@gtjas.com
 证书编号 S0880514040001 s0880115080221

本报告导读：

驭胜品牌 SUV 月销超过 8000，未来月销有望爬坡至 10000 台，超过此前市场 5000 台的预期。并带动公司 2017 年净利润实现 30% 左右的业绩增长。

投资要点：

- 维持“增持”评级：驭胜品牌 SUV 月销超过 8000 台，超过此前市场 5000 台预期，带来 2017 年净利润 30% 左右增长。上调 2016/17 EPS 预测至 2.04/2.70 元（原 1.89/2.51），结合 A 股相关公司估值，给予其 2107 年 14 倍 PE，上调目标价至 38 元。
- 驭胜 330 与 350 上市时间较短，仍处在销量爬坡期，未来月销有望提升至 10000 台。根据我们的经销商草根调研，目前公司产能仍有瓶颈，经销商手中订单仍难以全面交付。后续随着公司产能的逐渐释放，月销将继续爬坡。
- 产能利用率提升，带动公司利润大幅提升。公司福特及驭胜 SUV、域虎皮卡均为共线生产，小兰基地建成之后产能利用率不足，导致单品盈利能力较低。随着各个产品销量同时上涨，工厂产能利用率将大幅提升，预计驭胜 SUV 单车利润可达 5000 元左右，贡献 30% 业绩增长。
- 催化剂：撼路者销量爬坡，驭胜 S330 月销公布
- 风险提示：宏观经济增速下滑超预期，油耗积分强制管理政策出台

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：38.00

上次预测：35.00

当前价格：29.78

2016.12.05

交易数据

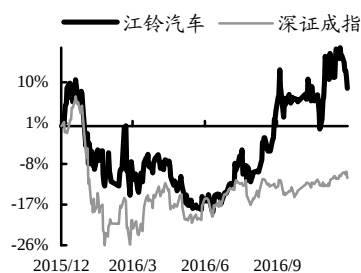
52 周内股价区间（元）	23.01-32.88
总市值（百万元）	25,707
总股本/流通 A 股（百万股）	863/517
流通 B 股/H 股（百万股）	344/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	193.76
日均成交值（百万元）	58.03

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	12,186
每股净资产	14.12
市净率	2.1
净负债率	-76.72%

EPS（元）	2015A	2016E
Q1	0.67	0.48
Q2	0.59	0.32
Q3	0.53	0.45
Q4	0.79	0.79
全年	2.57	2.04

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	5%	8%
相对指数	0%	2%	20%

相关报告

《SUV 开始放量》2016.11.02

《业绩进入回升通道》2016.10.10

《新车型带动销量持续增长》2016.09.04

《搭上自主 SUV 畅销的大潮》2016.09.01

《持续提升毛利率的优秀管理层》2016.03.20

财务摘要（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	25,537	24,528	28,361	35,735	44,669
(+/-)%	22%	-4%	16%	26%	25%
经营利润（EBIT）	1,711	1,573	1,134	1,680	2,233
(+/-)%	6%	-8%	-28%	48%	33%
净利润	2,108	2,222	1,758	2,331	2,850
(+/-)%	24%	5%	-21%	33%	22%
每股净收益（元）	2.44	2.57	2.04	2.70	3.30
每股股利（元）	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率(%)	6.7%	6.4%	4.0%	4.7%	5.0%
净资产收益率(%)	19.9%	18.5%	13.0%	14.8%	15.5%
投入资本回报率(%)	90.3%	44.4%	35.0%	33.2%	49.0%
EV/EBITDA	7.3	7.7	8.6	6.2	3.9
市盈率	12.2	11.6	14.6	11.0	9.0
股息率(%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2016.12.05

股票研究

可选消费品

运输设备业

江铃汽车 (000550)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **38.00**

上次预测: 35.00

当前价格: 29.78

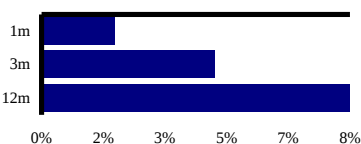
公司网址

www.jmc.com.cn

公司简介

公司是中国汽车行业成长最快的制造商和商用车行业最大的企业之一。公司充分满足不同顾客群的消费需求, "全顺"商用车、"凯运"轻卡、"宝典"皮卡、"宝威"多功能越野车成为节能、实用、环保汽车的典范。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

23.01-32.88

市值 (百万)

25,707

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

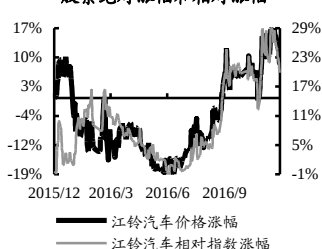
EV/EBITDA

P/S

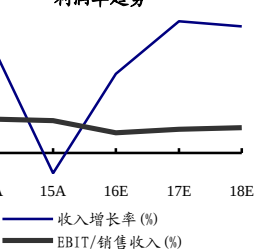
股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	25,537	24,528	28,361	35,735	44,669
营业成本	19,099	18,131	21,413	26,873	33,635
税金及附加	852	788	908	1,179	1,385
销售费用	1,738	1,591	2,184	2,716	3,350
管理费用	2,137	2,444	2,723	3,288	4,065
EBIT	1,711	1,573	1,134	1,680	2,233
公允价值变动收益	-2	2	0	0	0
投资收益	17	9	10	11	10
财务费用	-246	-247	-199	-267	-317
营业利润	1,852	1,802	1,343	1,957	2,560
所得税	321	288	228	302	369
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	2,108	2,222	1,758	2,331	2,850
货币资金、交易性金融资产	8,970	8,848	10,670	11,219	14,341
其他流动资产	176	347	356	456	234
长期投资	27	41	41	41	41
固定资产合计	5,736	6,324	6,290	6,227	6,133
无形资产及其他资产	657	752	849	907	968
资产合计	19,497	20,963	24,983	26,567	31,716
流动负债	8,587	8,769	11,210	10,638	13,104
非流动负债	261	248	241	239	245
股东权益	10,601	11,986	13,572	15,730	18,407
投入资本(IC)	1,644	3,135	2,866	4,477	4,036
NOPLAT	1,485	1,393	1,004	1,487	1,978
折旧与摊销	568	616	621	651	682
流动资金增量	1,583	-507	238	-1,562	181
资本支出	-1,277	-1,499	-43	29	9
自由现金流	2,359	3	1,821	606	2,849
经营现金流	4,190	1,925	1,851	684	3,270
投资现金流	-1,021	-1,197	-33	40	19
融资现金流	-685	-844	3	-175	-167
现金流净增加额	2,483	-115	1,822	549	3,122
收入增长率	22.2%	-4.0%	15.6%	26.0%	25.0%
EBIT 增长率	6.3%	-8.1%	-27.9%	48.0%	33.0%
净利润增长率	24.1%	5.4%	-20.9%	32.5%	22.3%
利润率					
毛利率	25.2%	26.1%	24.5%	24.8%	24.7%
EBIT 率	6.7%	6.4%	4.0%	4.7%	5.0%
净利率	8.3%	9.1%	6.2%	6.5%	6.4%
净资产收益率(ROE)	19.9%	18.5%	13.0%	14.8%	15.5%
总资产收益率(ROA)	10.8%	10.6%	7.0%	8.8%	9.0%
投入资本回报率(ROIC)	90.3%	44.4%	35.0%	33.2%	49.0%
存货周转天数	33	34	34	33	34
应收账款周转天数	8	16	26	28	28
总资产周转天数	257	301	296	263	238
净利润现金含量	1.99	0.87	1.05	0.29	1.15
资本支出/收入	5%	6%	0%	0%	0%
资产负债率	45.4%	43.0%	45.8%	40.9%	42.1%
净负债率	-84.5%	-73.7%	-78.6%	-71.3%	-77.8%
PE	12.2	11.6	14.6	11.0	9.0
PB	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.3	7.7	8.6	6.2	3.9
P/S	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
股息率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

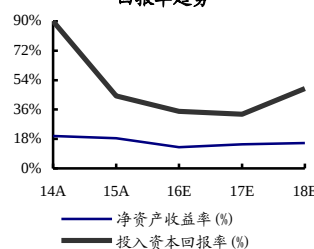
股票绝对涨幅和相对涨幅



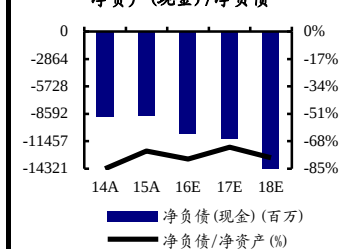
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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并进行证券或期权交易，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		