

收入持续逆势提升，原材料和缺芯影响盈利

江铃汽车 (000550)

事件

公司披露 2021 年年度报告，2021 年实现营业收入 352.21 亿元，同比增长 6.42%，实现归母净利润 5.74 亿元，同比增长 4.26%，扣非后归母净利润 0.30 亿元，同比下降 92.69%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.66 元(含税)。

动态信息评述

营业收入持续增长，归母净利稳步回升。2021 年公司实现营业收入 352.21 亿元，同比增长 6.42%，归母净利润 5.74 亿元，同比增长 4.26%，扣非净利润 0.30 亿元，同比下降 92.69%。Q4 单季度公司实现营业收入 97.30 亿元，同比下降 11.68%，环比增加 24.50%，实现归母净利 0.97 亿元，同比下降 49.66%，环比提升 34.72%。根据中汽协数据，2021 年国内商用车整体销量 479.3 万辆，同比下降 6.6%。公司 2021 年累计销量 34.10 万辆，在去年高基数的情况下实现同比增长 2.99%，表现优于行业总体水平。受国六行业切换、行业缺芯、原材料价格大幅上涨等因素影响，公司成本端显著承压，全年实现归母净利润 5.74 亿元，同比增加 4.26%；其中扣非净利润 0.30 亿元，同比减少 92.69%。公司 2022 年计划实现销售整车 38 万辆，对应营业收入达 390 亿元，较 2021 年上涨 11%，预计随着轻卡治理政策落地、缺芯和原材料压力缓解，公司业绩有望持续增长。

原材料上涨叠加缺芯毛利承压，持续推进降本增效缓解压力。受上游原材料价格持续上涨、行业缺芯、公司全面推进建设乘用车渠道等影响，21 年公司毛利率 14.49%，同比下降 2.36 个 pct；净利率 1.63%，同比下降 0.03 个 pct。21 年公司销售渠道持续扩张，公司建成 175 家“家空间·福特体验店”，遍布全国 150 多个城市，销售费用显著提升。另一方面，面对成本端压力高企公司持续积极推进降本增效，2021 年公司期间费用率 11.63%，同比提升 0.44 个 pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.35%、8.12%、4.85%、-0.84%，同比分别-0.32、+1.00、+0.79、-0.24 个 pct。2021 年末公司“三大工程”实施结束，随着缺芯压力逐步缓解、原材料价格边际改善，乘用车渠道建设进入尾声，公司盈利能力有望持续修复。

轻卡新规落地标载龙头受益，产品结构优化盈利有望修复。公司

维持

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440520070001

SFC 中央编号：BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-85156397

SAC 执证编号：S1440518060002

何俊艺

hejunyi@csc.com.cn

15121172110

SAC 执证编号：S1440521010002

马博硕

maboshuo@csc.com.cn

010-65608316

SAC 执证编号：S1440521050001

杨耀先

yangyaoxian@csc.com.cn

15216716535

SAC 执证编号：S1440521070001

发布日期：2022 年 03 月 29 日

当前股价：16.41 元

目标价格 6 个月：30 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.43/2.86	-18.56/-19.89	20.16/10.41
12 月最高/最低价 (元)		30.13/14.98
总股本 (万股)		86,321.4
流通 A 股 (万股)		51,846.32
总市值 (亿元)		141.65
流通市值 (亿元)		85.08
近 3 月日均成交量 (万股)		770.23

主要股东

是国内轻型商用车龙头企业，其中轻客市占率达 30.5%，稳居第一；皮卡市占率为 14.6%，位居行业第二；江铃轻卡市占率 7.7%，位居行业第四。22 年 1 月蓝牌新规正式落地，蓝牌轻卡新规是“大吨小标”治理的再推进，将从生产端降低轻卡超载能力，配合 21 年 9 月执行的年检新政 GB38900 倒逼不合规车型退出市场，政策从出厂（增量）、年检（存量）合规促进行业升级，随着蓝牌新规正式实施，2022 年 3 月 1 日起，轻卡企业停止生产不合格产品，江铃作为合规轻卡龙头企业，不断丰富产品线，引进云内动力（D20、D25）产品以及开发 4D25 动力新车型抢占市场、未来公司市场份额有望进一步提升，盈利水平有望持续修复。

投资建议

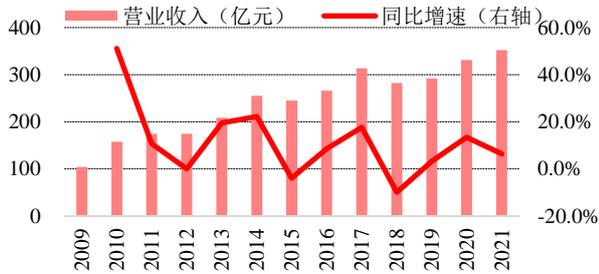
受上游原材料价格持续上涨、行业缺芯、公司全面推进建设乘用车渠道等影响，公司全年盈利能力持续承压，公司持续推进降本增效，利润有望随着行业压力缓解加速修复。随着 2022 年蓝牌新规正式落地，超载柴油车退市带来单车运力下降，公司作标载轻卡龙头有望受益于轻卡强周期带来的市场份额提升。预计公司 2022-2023 年归母净利润 10、20 亿元，对应当前股价 PE 为 12X、6X。

风险提示

新冠疫情影响反弹风险；新车型表现低于预期风险；内部控制及销售改革效果不及预期风险。

附录

图表1： 营收及同比增速



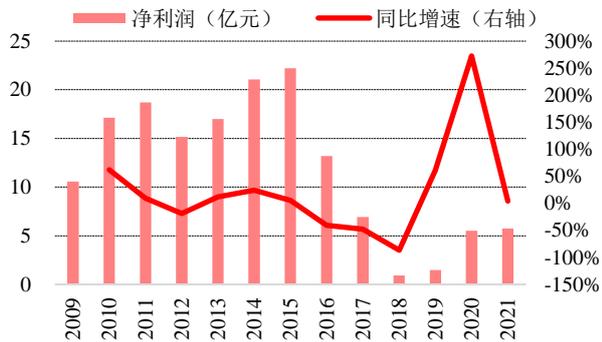
资料来源: WIND, 中信建投

图表2： 营收及同比增速（单季度）



资料来源: WIND, 中信建投

图表3： 净利润及同比增速



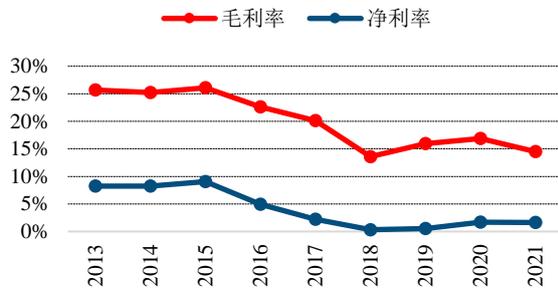
资料来源: WIND, 中信建投

图表4： 净利润及同比增速（单季度）



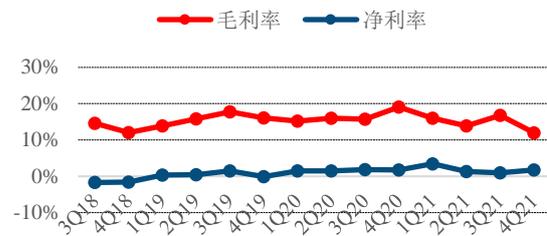
资料来源: WIND, 中信建投

图表5： 毛利率及净利率



资料来源： WIND， 中信建投

图表6： 毛利率及净利率（单季度）



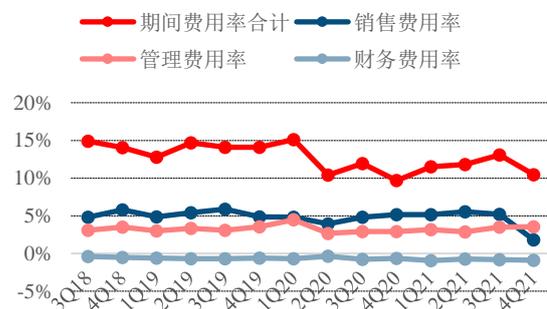
资料来源： WIND， 中信建投

图表7： 三费率



资料来源： WIND， 中信建投

图表8： 三费率（单季度）



资料来源： WIND， 中信建投

分析师介绍

程似骐：汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017 年新财富第二团队核心成员，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，2020 年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。

陶亦然：澳大利亚国立大学金融学硕士，IT 和金融学双学士，5 年证券行业研究经验。历任银河证券中小盘、汽车行业研究员，2018 年加入中信建投证券，2018/19 年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20 年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020 年金牛最佳行业分析团队核心成员。

何俊艺：汽车行业联席首席分析师，上海交通大学硕士，师从上海交通大学校长，汽车工程学院林忠钦院士。曾任职于国信证券，四年汽车行业研究经历，获得 2019/2020 年度新财富最佳分析师（第四），2017-2020 年水晶球最佳分析师等荣誉，深度跟踪汽车零部件，整车板块。

马博硕：特许金融分析师 CFA，美国哥伦比亚大学统计学硕士，爱荷华大学数学、精算双专业学士，北美准精算师协会会员。2018 年加入中信建投证券，2018/19 年万得金牌分析师团队核心成员，2020 年金牛最佳行业分析团队核心成员。

杨耀先：上海交通大学机械工程学士、硕士。曾就职于上汽集团前瞻技术研究部，两年汽车研发经历。此后加入券商研究所，两年汽车行业研究经历。2021 年加入中信建投，对整车、零部件、新能源车、智能化均有研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk