



买入

47% ↑

目标价格: 人民币 48.00

原目标价格: 人民币 36.00

000550.CH

价格: 人民币 32.71

目标价格基础: 8倍 2016年市盈率

板块评级: 中立

江铃汽车

进入腾飞通道

公司是国内中高端轻型商用车领导者,也是唯一的汽车合资企业直接上市公司。在现有轻型商用车业务稳定发展的前提下,公司加大战略转型力度,引进福特两款车型,并将继续丰富自主 SUV 产品线。2015年下半年开始新车陆续上市,公司进入快速发展期,我们将目标价格上调至 48.00 元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司是国内中高端轻型商用车领导者,其轻客、轻卡及皮卡均是各自细分领域中高端产品代表车型,2013年销售各类汽车 23 万辆,实现销售收入 208 亿元和净利润 17 亿元。公司也是国内唯一汽车合资企业直接上市公司,外方福特汽车直接持有上市公司 32% 股权,公司管理层是来自中外方的高素质职业经理人。公司是国内 A 股上市公司中信息披露最全最及时的公司之一,且信息透明度高。
- 2015 年下半年开始,公司将陆续投产两款福特车型 (B 级 SUV J08、厢式车 J09) 和自主研发的 A 级 SUV N330。J08 (Everest) 是定位偏越野型 B 级 7 座 SUV,动力性能强劲,预计月销量有望超过 3,000 辆。J09 是全新一代全顺系列中的 Transit Custom 和 Tourneo Custom,分别定位载货和载人市场,定位高端公商务接待、私营企业客货两用及高端物流市场。N330 是公司自主研发的 A 级 SUV,定位与长城 H6 和长安 CS75 相当。我们预计这 3 款车型有望在 2016 年给公司贡献 11.4 万辆销量、172 亿元收入和 25 亿元净利润。
- 从 2008 年至今,除 2012 年外的其他几年均是两位数的增长幅度。我们预计未来 2-3 年欧系轻客销量增速有望保持在 10% 左右,全顺在国内欧系轻客市场地位稳固,仍有望占据国内欧系轻客半壁江山,给予公司战略转型有力资金支持。

评级面临的主要风险

- 1) SUV 等新产品市场开发效果低于预期; 2) 中小企业经济活跃度下降,导致轻型商用车需求下降; 3) 原材料、人工生产成本快速上升。

估值

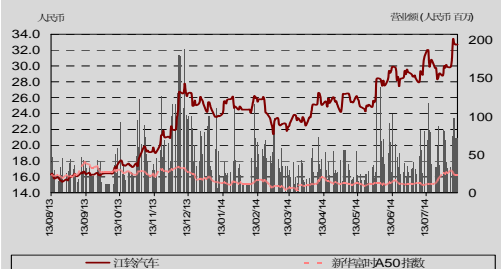
- 我们预计 2014-2016 年公司每股收益分别为 2.40 元、3.20 元和 6.03 元。考虑到江铃汽车是国内唯一汽车合资企业直接上市的公司,管理层优秀及信息透明,且历年分红及股息率高,我们认为公司能够享受一定的估值溢价,2015 年下半年开始新车陆续上市,将进入快速发展阶段,未来发展空间绝大,给予 2016 年 8 倍动态市盈率,我们将目标价格由 36.00 元上调至 48.00 元,维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	17,475	20,890	25,228	31,917	49,128
变动 (%)	0	20	21	27	54
净利润(人民币 百万)	1,517	1,698	2,074	2,760	5,208
全面摊薄每股收益(人民币)	1.757	1.967	2.402	3.197	6.034
变动 (%)	(18.9)	12.0	22.1	33.1	88.7
先前预测每股收益(人民币)			2.402	3.197	4.137
调整幅度 (%)			0	0	45.8
全面摊薄市盈率(倍)	18.6	16.6	13.6	10.2	5.4
每股现金流量(人民币)	2.63	3.65	2.35	4.28	5.70
价格/每股现金流量(倍)	12.5	9.0	13.9	7.6	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	6.9	10.4	5.0	3.0
每股股息(人民币)	0.700	0.790	0.961	1.279	2.414
股息率 (%)	2.1	2.4	2.9	3.9	7.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	28.7	11.5	28.4	101.2
相对新华富时 A50 指数	27.1	4.6	19.9	96.8

发行股数(百万)	863
流通股 (%)	19
流通股市值(人民币 百万)	28,229
3 个月日均交易额(人民币 百万)	50
净负债比率 (%) (2014E)	净现金
主要股东 (%)	
江铃控股	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 8 月 8 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 整车

彭勇

(8621) 2032 8596
yong.peng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

宋佳佳

(8621) 2032 8532
jiajia.song@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

目录

投资要点	3
中高端轻型商用车领导者	4
福特车型引进，带来强劲动力	9
自主研发持续推进，丰富 SUV 产品线	16
轻客地位稳固，是公司“现金牛”产品	18
盈利预测及估值	21
风险提示	23

投资要点

中高端轻型商用车领导者，国内唯一汽车合资企业直接上市。江铃汽车是国内中高端轻型商用车领军者，主要产品为福特品牌全顺轻客、江铃品牌轻卡、江铃品牌皮卡及驭胜品牌 SUV，其中全顺轻客是公司主要利润来源。2013 年销售各类汽车 23 万辆，实现销售收入 208 亿元和净利润 17 亿元。国内汽车合资企业大多数以上市公司的子公司形势存在，而江铃汽车是国内唯一的汽车合资企业上市公司，外方福特汽车直接持有上市公司 32% 股权。合资公司直接上市带来的好处是公司管理层是来自中外方的高素质职业经理人，且信息透明度高，公司是国内 A 股上市公司中信息披露最全最及时的公司之一。

福特车型引进和后续自主品牌 SUV 车型上市，带来强劲增长动力。2015 年下半年开始，公司将陆续投产两款福特车型（B 级 SUV J08、厢式车 J09）和自主研发的 A 级 SUV N330。J08（Everest）是定位偏越野型 B 级 7 座 SUV，配备福特 Ecoboost 2.0T 汽油增发发动机或 Puma 2.4L 柴油发动机以及 6 速手动或自动变速器，动力性能强劲，空间巨大，在国内并无直接竞争车型，预计月销量有望超过 3,000 辆。J09 是全新一代全顺系列中的 Transit Custom 和 Tourneo Custom，分别定位载货和载人市场，定位高端公商务接待、私营企业客货两用及高端物流市场，预计月销量有望达到 3,000-3,500 辆。N330 是公司自主研发的 A 级 SUV，定位与长城 H6 和长安 CS75 相当，预计月销量有望达到 3,000 辆。我们预计这 3 款车型有望在 2016 年给公司贡献 11.4 万辆销量和 172 亿元收入。

轻客市场地位稳固，持续贡献强劲现金流。自江铃汽车引进全顺轻客后，其一直欧系轻客市场领导者，近几年的市场占有率一直稳居 50% 以上。近几年欧系轻客一直处于增长趋势，从 2008 年至今，除 2012 年外的其他几年均是两位数的增长幅度。我们预计未来 2-3 年欧系轻客销量增速有望保持在 10% 左右。我们认为全顺在国内欧系轻客市场地位稳固，仍有望占据国内欧系轻客半壁江山，给予公司转型战略有力资金支持。

盈利预测及估值。在新车上市前，江铃汽车的盈利大部分来自于全顺和驭胜。即将在 2015 年下半年开始陆续上市的 J08、J09 和 N330 销售均价更高，产品盈利能力更强，量产后均能为公司贡献利润。考虑到 2015 年下半年开始新车上市后，公司需要支付研发费用大幅下降，我们预计新车上市后，公司三项费用率将下降。2015 年下半年开始，公司的净利润率有望攀升并超过历史最高水平（2011 年 11%）。考虑到后续新车上市对盈利大幅改善，我们上调了公司 2016 年盈利预测。我们预计 2014-2016 年公司每股收益分别为 2.40 元、3.20 元和 6.03 元。考虑到江铃汽车是国内唯一汽车合资企业直接上市的公司，管理层优秀及信息透明，且历年分红及股息率高，我们认为公司能够享受一定的估值溢价，给予 2016 年 8 倍动态市盈率，合理股价 48.00 元。我们认为公司管理完善，2015 年下半年开始新车陆续上市，将进入快速发展阶段，未来发展空间绝大，维持 **买入** 评级。

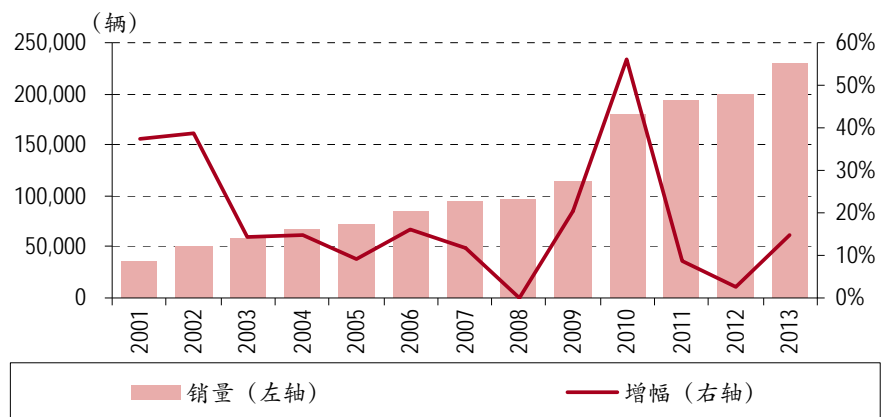
风险因素：1) SUV 等新产品市场开发效果低于预期；2) 中小企业经济活跃度下降，对公司轻型商用车需求下降；3) 原材料、人工生产成本快速上升。

中高端轻型商用车领导者

江铃汽车是国内中高端轻型商用车领军者，主要产品为福特品牌全顺 (Transit) 轻客、江铃 (JMC) 品牌轻卡、江铃 (JMC) 品牌皮卡及驭胜品牌 SUV。

2013 年公司销量达到 23 万辆 (约占商用车市场 5.7% 的市场份额)，其中福特品牌全顺轻客 6.8 万辆、JMC 品牌轻卡 (不含皮卡) 8.0 万辆、JMC 品牌皮卡 6.7 万辆、驭胜品牌 SUV 1.5 万辆。2001-2013 年公司销量规模从 3.7 万辆增长至 23 万辆，复合增速约为 16.5%。

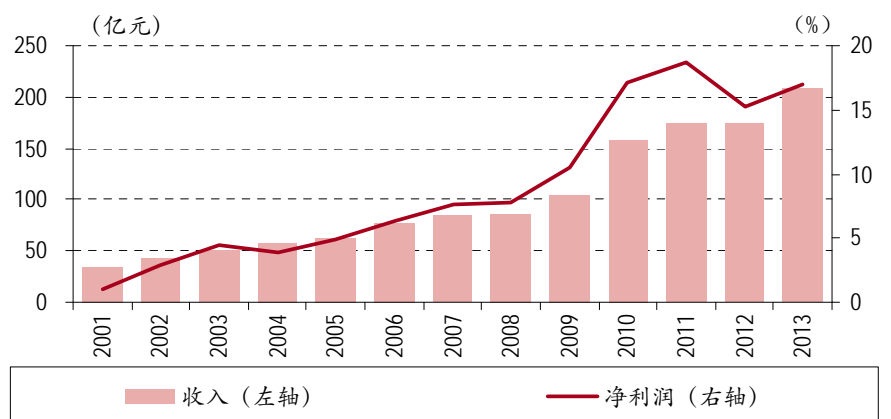
图表 1. 江铃汽车历年销量及增幅



资料来源：江铃汽车公告

2013 年公司收入规模约为 208 亿元，其中整车业务收入 190 亿元，零部件业务收入 17 亿元。2013 年实现净利润 17 亿元，净利率 8.1%。

图表 2. 江铃汽车历年收入及净利润



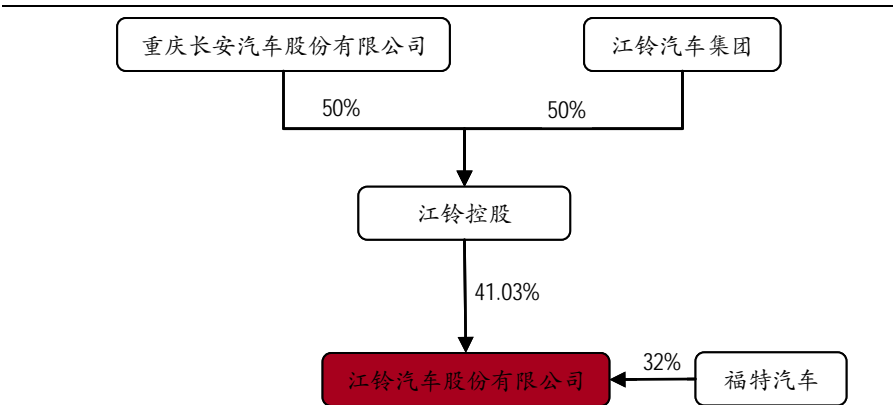
资料来源：江铃汽车公告

股权结构：唯一的汽车合资企业上市公司

江铃汽车是长安-福特联盟成员，公司董事会会有 3 席来自福特 (共 9 席)，管理层近半数来自福特。福特掌舵是公司稳健发展基石，江铃汽车是福特中国战略中的轻型商用车生产基地，目前公司拳头产品全顺即为引进福特技术和品。

国内汽车合资企业均以上市公司的子公司形势存在，而江铃汽车是国内唯一的汽车合资企业上市公司，外方福特汽车直接持有上市公司32%股权。合资公司直接上市带来的好处是公司管理层是来自中外方的高素质职业经理人，且信息透明度高，公司是国内A股上市公司中信息披露最全最及时的公司之一。

图表 3.江铃汽车股权结构



资料来源：江铃汽车公告，中银国际研究

发展历程：对外合作始于五十铃，强大于结盟福特

江铃汽车前身是成立于1968年的江西汽车厂，生产井冈山牌小货车。

1984年江铃汽车参与国家引进日本五十铃轻卡技术项目，并在1993年与日本五十铃合资成立江铃五十铃，生产轻型卡车（2013年日本五十铃结束与江铃汽车合作，与江铃集团成立合资公司江西五十铃）。公司充分吸收了五十铃轻卡底盘和4JB1轻型柴油机技术，凭借与五十铃合资，轻卡产品竞争力强，是国内第四大轻卡生产企业，中高端轻卡领导企业之一。

1995年公司与美国福特汽车战略结盟，并于1997年引进福特全顺（Transit）轻客，开辟欧系轻客市场新天地，公司也进入稳定成长时期。公司对福特全顺轻客换装五十铃技术的4JB1发动机，与公司轻卡及皮卡产品共享发动机，有效的降低了成本，使公司产品与竞品相比拥有更低的价格及保养成本、更好的舒适性等优势，迅速超越先期进入国内市场的依维柯，成为国内高端轻客主导厂商。

图表 4.江铃汽车发展历程

时间	重大事件
1968年	江西汽车厂成立，生产井冈山汽车
1984年	引进日本五十铃技术，生产轻型货车
1993年	合资成立江铃五十铃汽车有限公司
1995年	与美国福特汽车公司结成战略合作伙伴
1997年	第一辆福特全顺下线
2005年	江铃集团、福特汽车、长安汽车结成战略联盟，江铃控股成立
2006年	福特新世代全顺下线
2013年	小蓝基地30万辆整车项目完工

资料来源：江铃汽车网站，中银国际研究

产品：占据轻型商用车各细分市场中高端

公司轻客、轻卡及皮卡均是各自细分领域绝对的中高端产品。

福特品牌全顺轻客是国内欧系轻客市场绝对领导者，2013 年市占率已超过 60%。目前全顺轻客产品分为经典全顺 (VE83) 和新生代全顺 (V348) 两大类，涉及汽油、柴油、长轴距、短轴距等多款产品。

经典全顺配备的是江铃 4JB1 柴油发动机或三菱 4G63T 涡轮增压汽油发动机，主攻低端客运及城市物流市场；新生代全顺搭载福特技术的 2.4L Puma 系列高压共轨柴油发动机，主攻公商务出行及高端城市物流市场。

图表 5.经典全顺 (VE83)



资料来源：江铃汽车网站

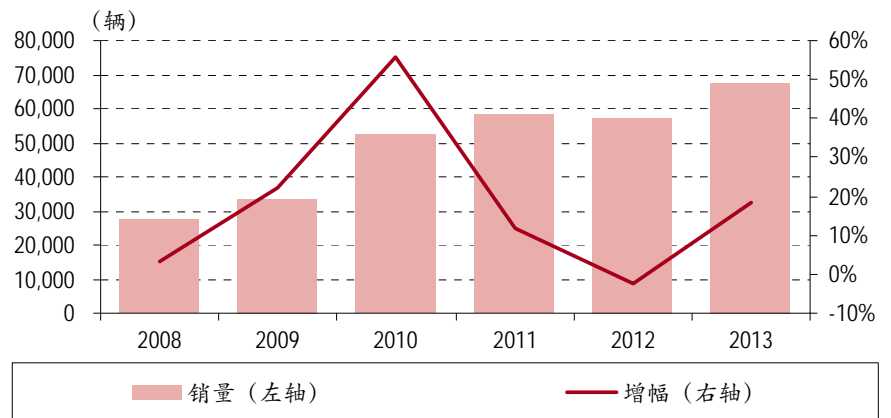
图表 6.新生代全顺 (V348)



资料来源：江铃汽车网站

全顺销量约占公司总销量的 25%-30%，销量规模一直处于欧系轻客第一名，高于南京依维柯、上汽大通和江淮星锐销量之和。

图表 7.江铃汽车福特全顺历年销量及增幅



资料来源：江铃汽车公告，中银国际研究

JMC 品牌皮卡拥有域虎和宝典两款高低搭配车型，产销规模位列行业第三位，仅次于长城汽车和郑州日产。宝典皮卡凭借五十铃技术的底盘和成熟的 4JB1 发动机，在国内市场获得较好的口碑，定位于满足中端市场需求。公司全新开发的域虎皮卡是与驭胜 SUV 同平台产品，配备福特技术的 2.4L Puma 系列柴油发动机或三菱 4G69 自然吸气汽油发动机，性能和配置全面超越现有宝典皮卡和国内其它品牌皮卡，外形与驭胜 SUV 相似，定位于满足高端需求。

2013 年公司皮卡销量约为 6.7 万辆，其中主要以宝典皮卡为主，域虎皮卡是 2012 年 7 月登陆国内市场，在高端皮卡市场已站稳脚跟，累计销量已过万。

图表 8. 宝典皮卡



资料来源：江铃汽车网站

图表 9. 域虎皮卡



资料来源：江铃汽车网站

驭胜品牌 SUV 是公司为了拓展发展空间进军 SUV 市场全新开发的一款车型，于 2010 年底推出，并在 2013 年 8 月进行了一次大改款。公司曾在宝典皮卡基础上开发了一款宝威 SUV，有技术陈旧，外形不够亮丽，销量一直不佳，于是公司携手福特全新开发驭胜 SUV。

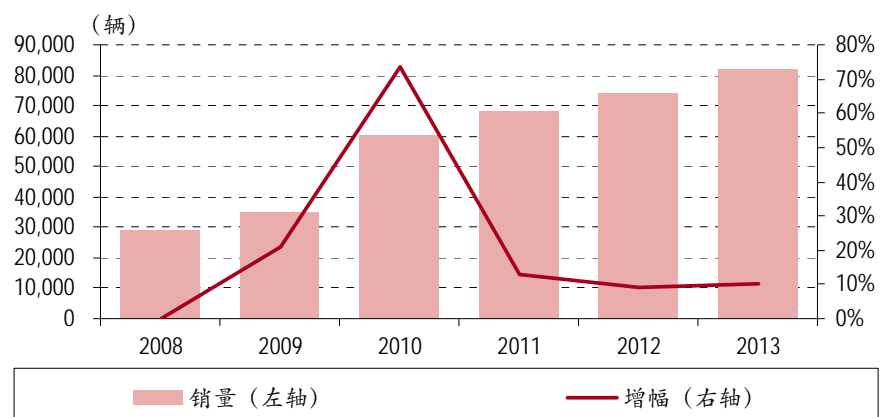
图表 10. 驭胜 S350



资料来源：江铃汽车网站

驭胜 SUV 配备福特技术 Puma 系列柴油发动机和格特拉克手动变速器，后期又开发了配备三菱发动机的汽油版车型和采埃孚 6 速自动变速器的自动挡车型。从 2013 年 8 月底全新改款的驭胜 S350 上市后，公司 SUV 销量占比逐渐提升，月销量已从前期几百辆上升至两千多辆水平。

图表 11. 江铃汽车皮卡及 SUV 历年销量及增幅



资料来源：江铃汽车公告，中银国际研究

公司 JMC 品牌轻卡传承了日本五十铃技术，一直是国内高端轻卡代表车型之一，现有凯锐、凯运、凯威、顺达四大系列产品。国内企业轻卡技术均是来自于日本五十铃，江铃是上世纪八十年代国内参与引进五十铃技术的 5 家企业之一，并且通过与五十铃合资，持续获得轻卡底盘技术，其轻卡产品皮实耐用，市场占有率较为稳定，产销规模位于行业第五位。

图表 12. 凯锐 N800 轻卡



资料来源：江铃汽车网站

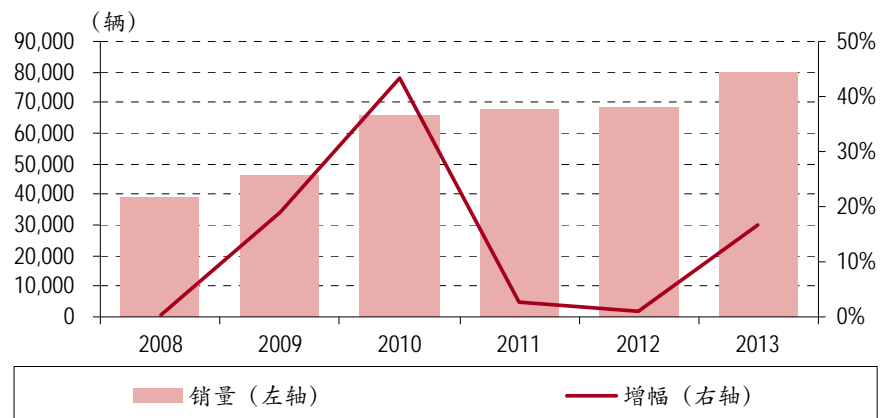
图表 13. 顺达轻卡



资料来源：江铃汽车网站

轻卡一直是公司产销规模最大单一产品类别，公司在迎接轻型商用车国 IV 排放实施上准备最为充分，产品全部升级到国 IV 标准且较国 III 产品加价较小（部分车型仅加价 2,000 元），从 2013 年 7 月国 IV 实施以后，轻卡月销量一直保持在 30% 左右的增速。

图表 14. 江铃汽车轻卡（不含皮卡）历年销量及增幅



资料来源：江铃汽车公告，中银国际研究

福特车型引进，带来强劲动力

福特支持一直是公司增长动力

江铃汽车目前产品主要分为五十铃平台技术和福特平台技术，其中五十铃平台技术包括轻卡、皮卡和 4JB1 柴油发动机，福特平台技术包括经典全顺、新世代全顺和福特 Puma 柴油发动机。

在引入福特之前，公司主要依赖 80 年代引进的五十铃技术轻卡及皮卡，五十铃平台技术成熟，具有较高的经济性，但是平台扩展性及先进性有限，已无法满足公司产品升级换代及扩展商用车其它细分市场的要求，需要引进更加先进的技术平台来提升公司技术实力和产品竞争力。

轻型客车主要用于载人，由于国内部分城市对轻卡及皮卡限行，因此部分轻型客车被改装成载货或客货两用。1997 年公司引进福特品牌全顺后，抓住轻客发展机遇，从单一的轻卡生产企业进入高端轻客领域，产品销售均价和盈利能力均大幅提升，利润规模也从引进前的 4,000 多万元增长到 2013 年的 17 亿元。2006 年福特将新一代全顺引入江铃生产，进一步提升公司在欧系轻客市场的竞争力。我们估算来自全顺轻客的收入约占江铃汽车总收入的 35% 以上，贡献的毛利接近一半。

来自福特管理层也是江铃汽车历年稳定经营及发展的坚实保障，公司总裁、负责研发的副总裁、财务总监均是福特输送的高级管理人员，保证了公司稳健经营和持续发展。

福特 SUV 引进，进入全新细分市场

2012 年 4 月江铃汽车发布公告拟引进福特汽车一款 SUV (福特第三代 Everest, 江铃汽车内部产品编号 J08)，标志着公司 SUV 业务将进一步加强。公司自主开发的驭胜 SUV 品牌知名度低车型较少，直到 2013 年 8 月改款后销量才有所改观。引进的福特品牌 SUV，有助于提高公司继续扩大产品线，并与现有驭胜高低搭配共同开拓越野型 SUV 市场。

图表 15.福特第三代 Everest



资料来源：汽车之家网站

图表 16.福特第二代 Everest 及相关参数


长(mm)	5,060	发动机	3.0L 柴油发动机
宽(mm)	1,788	变速器	5 速手动或自动
高(mm)	1,826	车身	非承载
轴距(mm)	2,860	售价 (南非)	折合人民币 22.2-26.0 万元

资料来源：福特南非网站，中银国际研究

公司引进 J08 后，将进入 SUV 领域一个全新细分市场。根据国外在售的第二代 Everest，我们预测第三代 Everest (J08) 车型长度约为 5 米，轴距将达 2.9 米左右，安装有 7 个座椅，配备 2.4L Puma 系列柴油发动机或 2.0T 涡轮增压汽油发动机，可选 6 速手动变速器或自动变速器，拥有两驱或四驱系统。

图表 17.福特第三代 Everest (J08) 主要参数及配置预测

长(mm)	4,900-5,100	发动机	2.4L 柴油或 2.0T 汽油
轴距(mm)	2,860-2,930	变速器	6 速手动或自动
离地间隙(mm)	210-225	驱动形式	两驱或四驱
整备质量(kg)	2,200-2,450	前悬架	双横臂独立悬架
车身	非承载式	后悬架	五连杆非独立悬架
座位数	7 个	售价	25-32 万元

资料来源：中银国际研究

我们预计第三代 Everest (J08) 在国内售价 25-32 万元之间，凭借 7 座非承载式车身及柴油或汽油发动机，将进入全新细分市场。

按照车型尺寸及车身结构来看，与 J08 对标车型是三菱帕杰罗劲畅、丰田兰德酷路泽和普拉多，三者均为 7 座非承载越野型 SUV，不同的是 J08 是柴油版或汽油增压版车型，后两者均为大排量自然吸气的汽油发动机。

J08 车型尺寸将接近丰田全尺寸 SUV 兰德酷路泽，大于丰田普拉多和三菱帕杰罗劲畅，可以归为中大型 SUV。J08 动力性能也接近丰田普拉多及兰德酷路泽 4.0L 版，远好于其 2.7L 版及三菱帕杰罗劲畅。

J08 的 2.4L 柴油版车型扭矩接近丰田普拉多及兰德酷路泽 4.0L 自然吸气汽油版车型，2.0L 涡轮增压器汽油版车型功率和扭矩与普拉多及兰德酷路泽 4.0L 汽油版相差不远，远超帕杰罗劲畅 2.4L 自然吸气汽油版，也高于其 3.0L 自然吸气汽油版。从动力性来看，J08 汽油版发动机额定功率和扭矩与 3.5L 自然吸气汽油发动机相当，完全能够拖动其 2.2-2.5 吨左右的整车重量，并能保障其具有较高的最高车速；J08 柴油版扭矩比汽油版更大，显然有能力拖动更大重量，拥有更好的越野能力，只是功率略低，最高车速不会太高，比较适合越野。

图表 18.J08 与丰田兰德酷路泽及普拉多参数对比

	J08	普拉多	兰德酷路泽	帕杰罗劲畅
长(mm)	4,900-5,100	4,780	5,170	4,695
宽(mm)	1,800-1,880	1,885	1,970	1,815
高(mm)	1,830-1,860	1,845	1,930	1,790
轴距(mm)	2,860-2,930	2,790	2,850	2,800
离地间隙(mm)	210-225	220	225	205-215
整备质量(kg)	2,200-2,450	2,080-2,310	2,540-2,725	1,815-2,020
车身	非承载式	非承载式	非承载式	非承载式
座位数	7	5/7	8	7
发动机排量	2.4L 柴油/ 2.0T 增压汽油	2.7L/4.0L 自然吸气汽油	4.0L 自然吸气汽油	2.4L/3.0L 自然吸气汽油
发动机功率(kW)	103/178	117/202	202/228	101/185
发动机扭矩(Nm)	375/350	244/381	385/453	205/310
变速器	6 速手动或自动	5 速手动、4/5 速自动	5 速自动	5 速手动或自动
驱动形式	两驱/四驱	四驱	四驱	两驱/四驱
售价(万元)	25-32	43.7-67.6	76.5-115.9	20.88-30.88

资料来源：中银国际研究，太平洋汽车网

按照价格及 7 座 SUV 来看，与 J08 对标的车型是三菱帕杰罗劲畅、丰田汉兰达、现代新胜达、雪佛兰科帕奇。

目前售价在 20-30 万元区间的 7 座 SUV 销量最高的是丰田汉兰达，月销量基本稳定在 8,000-9,000 辆，其中主要是 2.7L 版为主。J08 车身尺寸比汉兰达更大，其 2.0T 汽油版动力性能与汉兰达 3.5L 汽油版相当，远强于汉兰达 2.7L 汽油版。与汉兰达相比，J08 拥有更大的车内空间和更强劲的动力，并有适合越野的柴油版车型。

与 J08 同价位和同车身结构只有三菱帕杰罗劲畅，其车身尺寸和发动机动力完全处于弱势。虽然三菱帕杰罗轴距有 2,800mm，但车身长度仅 4,695mm，布置 7 个座位后空间较为拥挤，且其 2.4L 汽油机动力明显不足，3.0L 汽油机也就够用，不过燃油经济性差。

现代新胜达和雪佛兰科帕奇车身尺寸甚至不及汉兰达，布置 7 个座位空间不够，第三排座位基本无法乘坐成人。虽然进口的道奇酷威车身尺寸不小，但配备的 2.4L 汽油发动机动力性能较弱，难以满足大多数消费者的需求。

图表 19.J08 与丰田汉兰达、现代新胜达及雪佛兰科帕奇参数对比

	J08	汉兰达	新胜达	科帕奇	道奇酷威
长(mm)	4,900-5,100	4,795	4,725	4,673	4,910
宽(mm)	1,800-1,880	1,910	1,880	1,849	1,878
高(mm)	1,830-1,860	1,760	1,686	1,753	1,751
轴距(mm)	2,860-2,930	2,790	2,700	2,707	2,890
离地间隙(mm)	210-225	203			182
整备质量(kg)	2,200-2,450	1,775/2,020	1,625-1,816	1,750-1,845	1,831-1,974
车身	非承载式	承载式	承载式	承载式	承载式
座位数	7	5/7	5/7	5/7	7
发动机排量	2.4L 柴油/ 2.0T 增压汽油	2.7L/3.5L 自然吸气汽油	2.0T 增压/2.4L 自然吸气汽油	2.4L 自然吸气汽油	2.4L 自然吸气汽油
发动机功率(kW)	103/178	138/201	139/180	123	125
发动机扭矩(Nm)	375/350	252/337	240/350	230	220
变速器	6 速手动或自动	5 速或 6 速自动	6 速自动	6 速自动	6 速自动
驱动形式	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱
售价(万元)	25-32	26.88-42.98	21.98-28.88	21.98-26.38	27.49-37.29

资料来源：中银国际研究，太平洋汽车网

与更高端的普拉多及兰德酷路泽相比，江铃汽车 J08 与兰德酷路泽车身空间相当，甚至优于普拉多，动力性能接近其 4.0L 车型，但拥有更好的燃油经济性，及远低于上述两款车型的价格。

与丰田汉兰达、现代新胜达、雪佛兰科帕奇、三菱帕杰罗劲畅等国产车型及进口的道奇酷威相比，江铃汽车 J08 拥有远优于竞争车型的车身空间，且动力性能强于大多数车型，只有 3.5L 汉兰达和 2.0T 新胜达与其相当。

与所有竞争车型相比，江铃汽车 J08 还拥有柴油版车型，拥有更大的扭矩和更低的油耗，非常适合喜爱越野的人士需求，给消费者提供了更多的选择余地。

考虑到 2015-2016 年有望量产的车型，J08 的竞争车型还有新款福特锐界和大众 CrossBlue 等中型 SUV。我们预计福特锐界定价将与 J08 有部分重合，大众 CrossBlue 定价将高于 J08。上述两个竞争车型均是注重舒适性的偏轿车化的城市型 SUV，且车身尺寸也要小于 J08，与 J08 偏重越野的中大型 SUV 定位不同，并不构成直接竞争关系。

显然，J08 定位的 25-32 万元区间经济性越野 SUV 车型并无直接竞争车型，其将进入了一个全新的细分市场，未来月均销量有望达到 3,000 辆以上。

新一代全顺引进，扩展细分市场

除了引进福特全新 SUV 车型外，公司还拟引进全新一代福特 Transit Custom 及 Tourneo Custom（江铃汽车内部产品代号 J09）

自从福特 1965 年推出首款 Transit（全顺）车型开始，目前已发展到第八代，并从这一代开始发展成为独立品牌，并形成三大系列产品：1) 接替现有全顺轻客的 Transit；2) 尺寸更小的厢式车 Transit Custom 及 Tourneo Custom；3) MPV 化的 Transit Connect。

江铃汽车拟引进 J09 是尺寸更小的厢式车 Transit Custom(载货)和 Tourneo Custom（载人，Passenger Van）系列车型。

J09 将配备福特技术的 2.2L Puma 系列柴油发动机和 2.0T 增压汽油发动机，并可选择 6 速手动或自动变速器。J09 还会有短轴距及长轴距版，高顶或平顶车身版，以及货运版和客运版，预计未来衍生车型将多达十多种。

J09 客运版（Tourneo Custom）以客运为主，最多可以配备 9 个座位，并还有不错的行李厢空间，主要目标市场将是公商务接待及满足部分家庭客户需求，高端车型甚至可能会配备空气悬架，预计国内将主推汽油发动机+自动变速器高端版主攻高端公商务接待及私人 MPV 市场，并辅以柴油发动机+手动变速器的经济版满足中小企业公商务需求。

图表 20.Tourneo Custom（外）



资料来源：福特英国网站

图表 21.Tourneo Custom（内）



资料来源：福特英国网站

目前江铃汽车的全顺系列产品主要目标市场是高端物流、中小企业的公商务接待及通勤、专用车等，主流产品是配备的柴油发动机+手动变速器，噪音和振动大，加之车身尺寸较大，一直难以进入中高端商务接待车市场，加之手动变速器操作不便利，也不可能进入私人 MPV 市场。公司曾推出 7 座版的全顺欧尚，主攻公商务接待市场，但由于舒适性不够，加之车身尺寸较大，一直未能成为主流产品。

Tourneo Custom 的引进为公司进入中高端公商务接待车和私人 MPV 市场提供了良好契机，主要竞争车型是别克 GL8、江淮瑞风 M5、上汽大通 G10、福建戴姆勒威霆及唯雅诺等，其中威霆和唯雅诺单车售价均在 33 万元以上，预计跟 Tourneo Custom 不构成直接竞争，瑞风 M5 及上汽大通 G10 等动力性能、品牌力等均不及 Tourneo Custom。

与别克 GL8 相比，Tourneo Custom 具有更大的车身宽度，使之可以安排每排设置 3 个座位，其车身长度与 GL8 相当，从而可以使每排的间距更大，并可拥有不错的行李厢空间。Tourneo Custom 使用 2.0T 增压汽油机或 2.2L 柴油机，燃油经济性要远好于 GL8 的 2.4L 及 3.0L 自然吸气发动机，且动力性能更强。

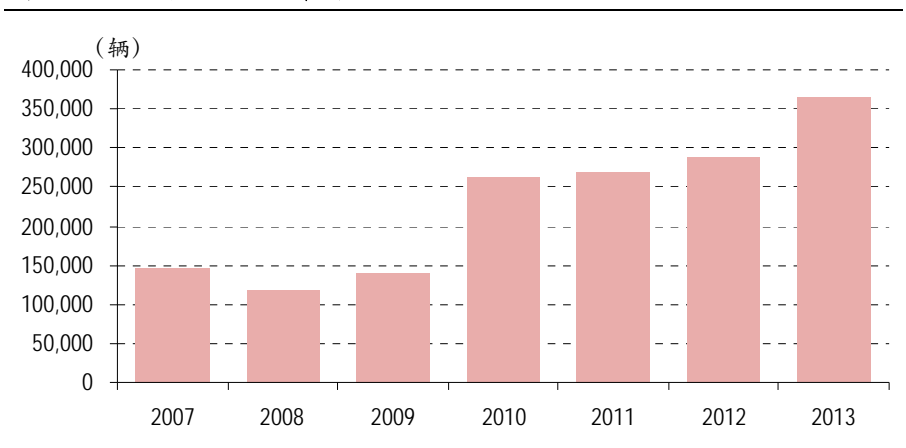
图表 22. Tourneo Custom 与国内竞争车型主要参数对比

	Tourneo Custom	别克 GL8	江淮瑞风 M5	上汽大通 G10
长(mm)	4,972/5,339	5,266	5,100	5,168
宽(mm)	2,272	1,847	1,970	1,980
高(mm)	1,984	1,750	1,840	1,928
轴距(mm)	2,933/3,300	3,088	3,080	3,210
座位数	9	7	7	7/9/10
发动机排量	2.2L 柴油或 2.0T 增压汽油	2.4L 或 3.0L 自然吸气汽油	2.0T 增压汽油	2.4L 自然吸气 / 2.0T 增压汽油
发动机功率(kW)	92-114/178	123/137/190	130	105/165
发动机扭矩(Nm)	350-385/350	225/240/290	260	210/345
变速器	6 速手动或自动	6 速自动	6 速手动或 5 速自动	5 速手动或 6 速自动
售价(万元)	18-28	20.9-39.99	13.95-15.95	13.38-21.98

资料来源：中银国际研究，太平洋汽车网

除 2008 年外，近几年商用 MPV 市场销量均有一定程度的增长，2013 年全行业销量规模约为 36 万辆，其中别克 GL8 销量达 7 万辆。

图表 23. 国内商用 MPV 历年销量



资料来源：中银国际研究，中汽协

参考别克 GL8 (月均销量 6,000 辆)、瑞风 M5 (月均销量 4,500 辆)、奔驰威霆及唯雅诺(月均销量 1,000 辆)等竞品车型销量,我们预计 J09 客运版(Tourneo Custom) 月销量有望达到 2,500 辆以上。

Transit Custom 以客货运混装为主,前部可以选择一排座椅或两排座椅的设计,后部为货厢,主要是物流公司用于高端物流运输,以及个体户及工商业者少量货物运输。

我们预计 J09 货运版 (Transit Custom) 主要车型是配备 2.2L 柴油发动机+手动变速器,并选择承载能力更强及成本更低的钢板弹簧作为后悬架,主攻城市内高端物流及中小企业主及个体户的少量货物运输车辆,允许运输货物重量 444-588kg。

由于很多低端对货车限行,目前国内用于城市内物流运输的车辆大多是欧系轻客(全顺、依维柯)和日系轻客(金杯),其中欧系轻客空间大,使用柴油发动机,动力强劲,价格略高;日系轻客空间略小,机动灵活,使用汽油发动机,价格便宜,但油耗略高。

J09 货运版 (Transit Custom) 车型尺寸跟日系轻客相当,但使用柴油发动机,集欧系轻客和日系轻客两种货运车型特点,填补高端货运车型市场空白。

图表 24.Transit Custom (外)



资料来源:福特英国网站

图表 25.Transit Custom (内)



资料来源:福特英国网站

我们预计 J09 货运版 (Transit Custom) 售价区间为 13-16 万元之间,月销量有望达到 500-800 辆。

综上所述,我们预计 J09 月销量有望达到 3,000-3,500 辆,也是江铃汽车未来重量级新车型,对公司销量和业绩贡献不容小觑。

福特核心动力总成支持,作用不可小视

福特对江铃汽车的支持不仅仅体现在加大了新车型的引进力度,也加大了对公司核心动力总成技术支持:1) 引入福特 Ecoboost 系列 2.0T 增压汽油发动机生产;2) 许可江铃汽车生产的福特品牌和 JMC 品牌车型使用福特 2.0T 增压汽油发动机、6 速自动变速器及全驱系统。

江铃汽车在核心动力总成上技术和产品储备不足,仅有五十铃技术 2.8L 排量的 4JB1 柴油发动机和福特 Puma 技术的 2.2L 和 2.4L 排量的柴油发动机,主力车型均是配备手动变速器。为了解决无配备汽油发动机和自动变速器车型的问题,后期公司引进了沈阳三菱生产的 2.0T 和 2.4L 汽油发动机和采埃孚的 6 速自动变速器,但产品成本、品质控制及生产供应上均难以把控,不利于公司长远的发展。

汽油发动机的缺失是江铃汽车的全顺轻客产品一直无法进入中高端公商务接待市场最大障碍，福特汽油发动机产品引进，有助于提升现有全顺产品的竞争力。汽油发动机的引进丰富了 J08 和 J09 车型动力配置，有助于两款产品在私人消费领域拓展。J08 是完全针对私人消费领域，拥有搭配有汽油发动机的车型，将极大提升产品吸引力。由于汽油机拥有较低的噪音和振动，J09 配套汽油发动机，将对于其拓展私人消费领域和高端公商务接待市场有所助益。

福特许可 JMC 品牌车型使用其汽油发动机，也将提升 JMC 品牌车型竞争力。公司现有驭胜 SUV 主力产品是使用福特 2.4L 柴油发动机，部分产品配备的是沈阳三菱的汽油发动机，预计未来改款将会使用福特汽油发动机。与使用三菱汽油机相比，使用福特汽油发动机有助于公司控制成本和提高供应链安全，并且福特汽油发动机性能要远远高于三菱的产品，也将进一步提升驭胜 SUV 的竞争力。目前驭胜 SUV 月销量已稳定在 2,500 辆左右，2015 年公司将会推出配备福特汽油机的驭胜升级产品，预计月销量有望达到 3,000-4,000 辆。

福特 6 速变速器及全驱系统技术引进，一是可以提高福特品牌车型竞争力，如 J08 和 J09，二是提高 JMC 品牌车型竞争力。

我们认为，福特核心动力总成产品和技术引进，对江铃汽车福特品牌和 JMC 品牌产品竞争力的提升明显，作用不亚于新车型的引进。

自主研发持续推进，丰富 SUV 产品线

公司一直在自主 SUV 市场积极探索，曾在宝典皮卡基础上改装推出宝威 SUV，但基于皮卡底盘舒适性较差，外形不靓丽，且只配备 4JB1 柴油发动机和手动变速器，技术较为落后，竞争不够。

图表 26.江铃汽车宝威 SUV



资料来源：江铃汽车销售公司网站

为了实现市场战略转型，公司在 2010 年底推出全新开发的驭胜 SUV。该车型配备福特技术 2.4L 柴油发动机和手动变速器，售价区间为 13-18 万元，基本与韩系 SUV 相当。驭胜与自主品牌 SUV 相比，存在无汽油发动机及自动挡车型，可选车型少、内饰差、安全配置低、保修里程少和价格缺乏竞争力等劣势，导致上市后其月销量一直只有 300-500 辆。2011 年公司宝威和驭胜 SUV 全年销量 1 万余量，宝威退市后，公司 SUV 销量紧靠月均销量几百台的驭胜支撑。

图表 27.老款驭胜（2010 年 12 月推出）



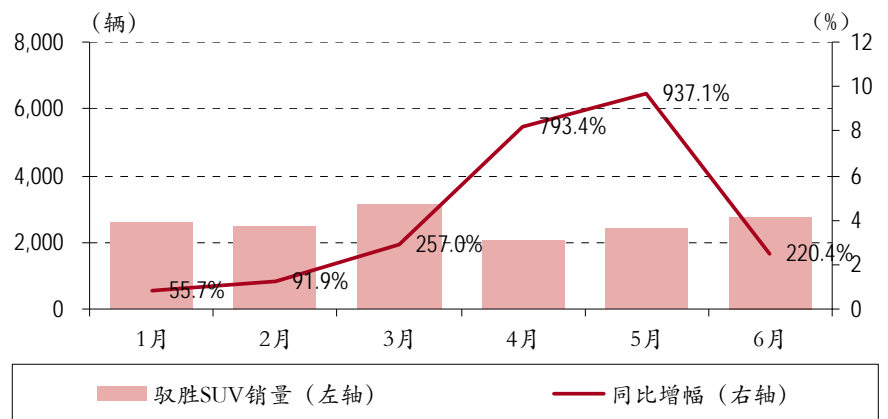
资料来源：易车网

图表 28.新款驭胜（2013 年 8 月底推出）



资料来源：易车网

2013 年 8 月底公司推出驭胜 SUV 的全新改款车型，并新增汽油机和自动挡车型，内饰改进并基本达到自主 SUV 内饰水平，价格也更加实惠，月均销量上升到 2,500 辆左右。

图表 29.江铃汽车 2014 年 SUV 月度销量及同比增幅


资料来源：江铃汽车公告，中汽协

在发展好福特品牌车型及 JMC 品牌轻型商用车之外，继续推进自主品牌 SUV 将是公司未来的战略重心之一，公司在对驭胜 SUV 继续改进升级的同时，也在进行全新的自主 SUV（公司内部产品代号 N330）研发，并同时研发与其配套的 1.5T/1.8T 汽油发动机（公司内部产品代号 J18）。

我们预计 N330 将是一款 A 级 SUV，车身尺寸较驭胜略小的城市型 SUV，采用承载式车身设计，配备自主研发的汽油增压发动机和 6 速手动或自动变速器，主要竞争车型是长城 H6、长安 CS75 等自主品牌 A 级 SUV。

图表 30.江铃汽车 N330 参数预测及与驭胜 S350 及长城 H6 对比

	N330	长城 H6	驭胜 S350
长(mm)	4,650-4,680	4,640	4,740
宽(mm)	1,800-1,850	1,825	1,895
高(mm)	1,650-1,700	1,690	1,862
轴距(mm)	2,660-2,700	2,680	2,750
离地间隙(mm)	170-180	180	225
车身	承载式	承载式	非承载式
驱动形式	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱
发动机排量	1.5T/1.8T 汽油机	1.5T、2.4L 汽油/2.0L 柴油	2.4L 柴油机
变速器	6 速手动或自动	6 速手动或 4 速自动	6 速手动或自动
车身	承载式	承载式	非承载式
售价(万元)	9.8-14.8	11.58-16.28	11.58-18.88

资料来源：中银国际研究，太平洋汽车网

我们预计 N330 动力性能、车身尺寸优于长城 H6，动力性能与长安 CS75 相当，但车身尺寸更大。

我们预计 N330 上市后，其月销量有望稳定在 3,000 辆以上。

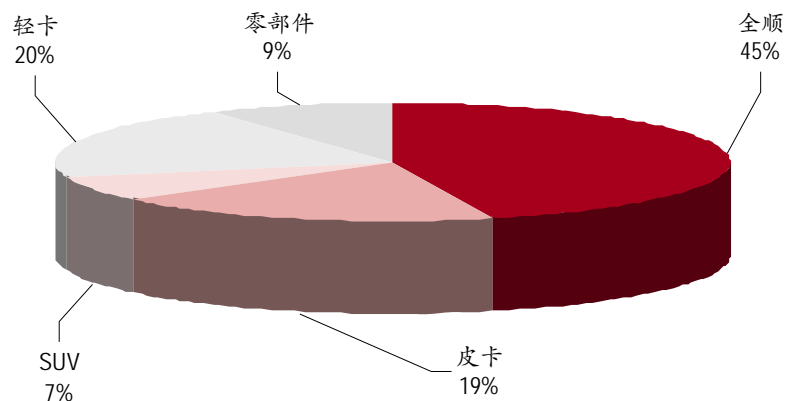
轻客地位稳固，是公司“现金牛”产品

福特自 1965 年推出第一代 Transit (全顺) 车型后至 2013 年全球已累计生产 700 万辆，是福特最成功的商用车型之一。

1997 年全顺通过江铃汽车引入国内市场，针对中国市场的经典全顺 (VE83) 是福特第四代 Transit 升级改进而来，2008 年投入国内市场的新世代全顺 (V348) 是第七代 Transit。

自江铃汽车引进全顺后，其一直欧系轻客市场领导者，近几年的市场占有率一直稳居 50% 以上，也是公司主要利润来源。

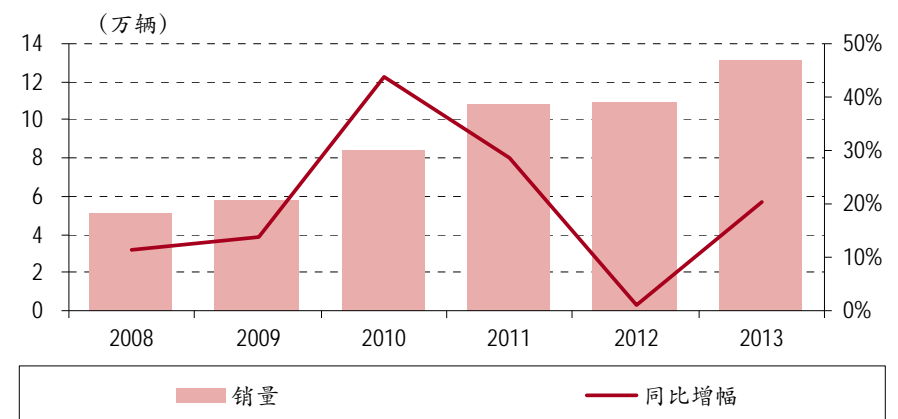
图表 31. 江铃汽车 2013 年分产品毛利占比估算



资料来源：中银国际研究

近几年欧系轻客一直处于增长趋势，从 2008 年至今，除 2012 年外的其他几年均是两位数的增长幅度。我们预计未来 2-3 年欧系轻客销量增速有望保持在 10% 左右。

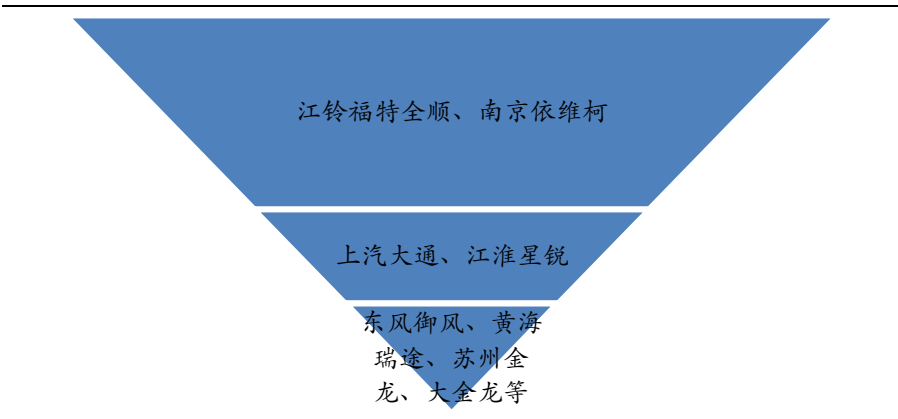
图表 32. 欧系轻客历年销量



资料来源：第一商用车网 (注：以上数据不含出口)

受行业销量高增长及高利润率的影响，上汽、江淮、东风和黄海等企业纷纷涌入欧系轻客市场，推出具有一定竞争力的新品，如上汽大通 V80、江淮星锐、东风御风和黄海瑞途等。市场担心欧系轻客市场竞争将越来越激烈，江铃汽车的欧系轻客市场份额及盈利能力均将受到较大影响。江铃和南京依维柯两大寡头构筑的欧系轻客第一阵营地位稳固，两者合计市场占有率一直处于 90% 左右。

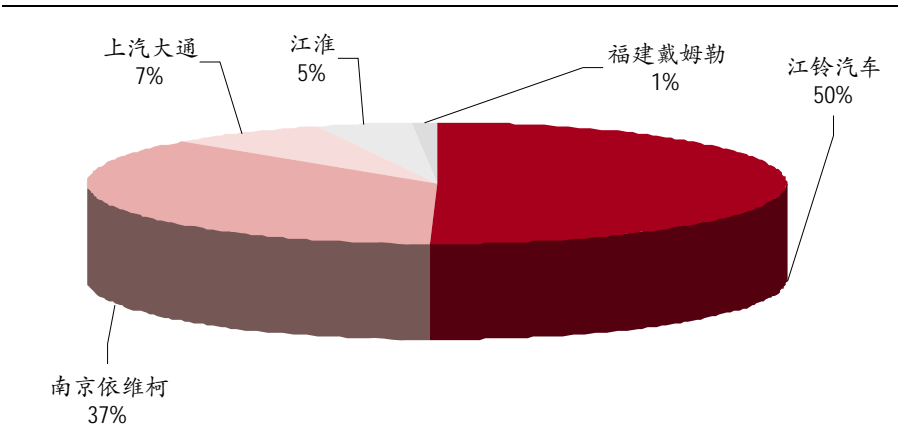
图表 33. 江铃福特全顺和南京依维柯占据欧系轻客第一阵营



资料来源：中银国际研究

2013 年上汽大通和江淮销量取得一定成果，产销规模分别超过 8,000 辆和 5,000 辆，但基本都是挤占南京依维柯的市场份额，并未对江铃汽车的市场龙头地位产生影响，其市场占有率仍然稳定在 50% 以上，其它厂商销量仅有几百辆甚至几十辆，尚不足以对行业格局产生影响。

图表 34. 2013 年欧系轻客主要厂商市场占有率



资料来源：第一商用车网，轻型商用车联合会

与竞争车型相比，经典全顺具有以下优势：

- 1) 拥有柴油和汽油两种发动机可选，满足不同需求；
- 2) 具有一定价格优势；
- 3) 供选择的车型更多；
- 4) 维修保养方便且便宜。由于引入国内较早，且使用国内非常成熟的 4JB1 柴油机和三菱 4G64 汽油机，售后维修保养方便、便宜。

与竞争车型比，新世代全顺优势明显：

- 1) 拥有柴油和汽油两种发动机可选，满足不同需求；
- 2) 更高的安全配置，全系配备 ABS，大部分车型可选配 ESP；
- 3) 福特柴油发动机动力强劲，噪音小；
- 4) 具有一定价格优势；
- 3) 供选择的车型更多。

经典全顺和新世代全顺高低搭配，经典全顺具有更实惠价格，凭借较高的性价比，维护便利及成本低，侧重于满足公务出行、高端物流和专用车，新世代全顺凭借更高的配置及舒适性，侧重于满足公务出行和商务接待，两者有望继续统领国内欧系轻客市场。

我们认为全顺在国内欧系轻客市场地位稳固，仍有望占据国内欧系轻客半壁江山，给予公司战略转型有力资金支持，是公司稳定的“现金牛”产品。

盈利预测及估值

江铃汽车现有产品竞争力有望保持，预计仍有 10%左右的销量增长，同时后续投产车型销售均价更高，产品盈利能力更强，加之研发费用支出下降，预计 2015 年下半年后公司将出现销量、收入快速增长，产品盈利能力提升，其利润增长将远远高于公司销量和收入增长。

凭借在福特和五十铃技术，江铃汽车在轻型商用车领域竞争优势有望保持，尤其是在轻客和轻卡领域。未来 2-3 年欧系轻客销量增幅有望保持 10%左右，公司有望保持目前 50%以上的市场份额。公司在国 IV 产品准备最为充分，且是少数能够完全自给自足优质轻型柴油发动机的轻卡企业。国 IV 排放日趋严苛，将导致轻卡行业产能收缩，为公司轻卡业务发展带来巨大机遇，我们预计 2014-2016 年公司轻卡销量复合增速将达到 10%以上，市场份额进一步提升。

我们预计 2014-2016 年公司在轻客、轻卡（含皮卡）等现有轻型商用车销量分别为 23.9 万辆（+11%）、26.0 万辆（+9%）和 28.1 万辆（+8%）。

自从公司驭胜 SUV 改款后，销量大幅提升，我们预计公司 SUV 已从 13 年 4 季度开始实现盈利，在后续新车上市前，驭胜将是公司业绩增长超预期的主要驱动因素。我们预计 2014-2016 年公司驭胜 SUV 销量分别为 3.1 万辆（+119%）、3.6 万辆（+16%）和 4.2 万辆（+17%）。

重卡项目一期是建成 1 万台发动机和 2 万辆整车的产能，总投资 7.5 亿元，预计 2015 年下半年，预计到 2016 年才会有较大的折旧压力和费用开支，2014-2015 年重卡业务亏损额不会大幅增长。

我们预计 2015 年下半年至 2016 年上半年公司新车型将陆续上市，其中从福特引进的 SUV（J08）和自主 A 级 SUV N330 有望在 2015 年下半年上市，从福特引进的厢式车（J09）有望 2016 年上半年上市，现有驭胜 SUV 升级改款车型也有望在 2015 年下半年上市。

图表 35.江铃汽车重大项目及完成时间

项目名称	预计投资额(亿元)	预计完成时间	备注
N330	7.24	2015 年下半年	自主研发的紧凑型 SUV
N350 单排皮卡	0.75	2016 年上半年	
J08	12.33	2015 年下半年	从福特引进的一款 SUV
J09	24.16	2016 年上半年	从福特引进的新一代全顺
J10	1.53	2013 年下半年	现有宝典皮卡的升级
J11	3.50	2015 年下半年	现有驭胜 SUV 升级产品
J12	0.39	2014 年下半年	右舵皮卡，针对海外市场
J16	0.38	2013 年下半年	重卡短期产品
J19	5.10	2015 年下半年	新开发的一款重卡产品
J15	1.97	2015 年上半年	从福特引进的一款直喷增压汽油发动机
J17 前期费用	1.89	2015 年下半年	从福特引进的重卡发动机
J18	7.24	2015 年下半年	自主研发的汽油发动机
E802 发动机	4.19	2015 年下半年	自主研发的 3.0L 柴油机
福特 Puma 2.2 升柴油机改 2.0 升			Puma 2.0L 发动机
JX4D24 二期	3.15	2013 年上半年	Puma 发动机扩产至年产 10 万台
江铃重汽年产 2 万辆重卡整车	3.62	2015 年上半年	
江铃重汽年产 1 万台发动机	3.38	2015 年下半年	重卡发动机一期项目
冲压/车架产能提升	5.96	2016 年上半年	

资料来源：江铃汽车公告，中银国际研究

我们预计随着后续新车上市，公司销量增速将会加快，2014-2016 年销量分别为 26.9 万辆 (+17%)、32.4 万辆 (+20%) 和 44.6 万辆 (+37%)。2016 年 J08、J09 和 N330 三款新车有望贡献 11.4 万辆销量和 172 亿元的收入。

图表 36.江铃汽车 2014-2016 年销量预测

(辆)	2013	2014E	2015E	2016E
现有轻型商用车	215,454	239,000	263,000	285,000
驭胜 SUV	14,160	31,000	35,000	42,000
J08			12,000	45,000
J09			5,000	30,000
N330			8,000	39,000
重卡	392	400	1,000	5,000
合计	230,006	270,400	325,000	446,000
同比增幅(%)	15	18	21	36

资料来源：中银国际研究，江铃汽车公告

在新车上市前，江铃汽车的盈利大部分来自于全顺和驭胜，轻卡及皮卡主要用于固定成本和费用的摊销，提升总体规模效应，但贡献的净利润非常有限。即将在 2015 年下半年开始陆续上市的 J08、J09 和 N330 销售均价更高，产品盈利能力更强，量产后均能为公司贡献利润。

考虑到 2015 年下半年开始新车上市后，公司需要支付给美国福特及其关联公司新车研发的工程服务费将大幅下降，同时公司自主研发的费用也将有所下降，我们预计新车上市后，公司的管理费用将会大幅下降。新车上市前后的营销推广和渠道开拓费用会有所上升，但总体来看，2015 年开始公司三项费用率将下降。

2015 年下半年开始，公司整体产品盈利能力（毛利率）提升，同时三项费用率下降，公司的净利润率有望攀升并超过历史最高水平（2011 年 11%）。

考虑到后续新车上市对盈利大幅改善，我们上调了公司 2016 年盈利预测。我们预计 2014-2016 年江铃汽车每股收益分别为 2.40 元、3.20 元和 6.03 元。

江铃汽车是国内 A 股唯一的汽车合资企业直接上市的公司，中外方股东（江铃控股、美国福特）直接持有上市公司股权，自 1993 年江铃汽车上市以来已经向全体股东现金分红人民币 48 亿元。目前 A 股及香港上市的汽车整车企业估值水平基本保持在 2014 年 7-12 倍的动态 PE。考虑到江铃汽车是国内唯一汽车合资企业直接上市的公司，管理层优秀及信息透明，且历年分红及股息率高，我们认为公司能够享受一定的估值溢价，给予 2016 年 8 倍动态市盈率，合理目标价在 48.00 元。

我们认为公司管理完善，2015 年下半年开始新车陆续上市，将进入快速发展阶段，未来发展空间绝大，维持买入评级。

风险提示

- 1) 中小企业经济活跃度下降，对公司轻型商用车需求下降；
- 2) 原材料、人工生产成本快速上升。
- 3) SUV等新产品市场开发效果低于预期。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	17,475	20,890	25,228	31,917	49,128
销售成本	(13,614)	(16,137)	(19,627)	(24,672)	(37,681)
经营费用	(1,964)	(2,726)	(3,010)	(3,814)	(5,203)
息税折旧前利润	1,897	2,026	2,591	3,432	6,244
折旧及摊销	(386)	(482)	(598)	(655)	(693)
经营利润(息税前利润)	1,511	1,544	1,993	2,777	5,551
净利息收入/(费用)	205	197	237	293	402
其他收益/(损失)	180	186	241	215	246
税前利润	1,895	1,927	2,471	3,284	6,199
所得税	(355)	(210)	(370)	(492)	(929)
少数股东权益	(23)	(19)	(27)	(33)	(62)
净利润	1,517	1,698	2,074	2,760	5,208
核心净利润	1,550	1,717	2,109	2,791	5,244
每股收益(人民币)	1.757	1.967	2.402	3.197	6.034
核心每股收益(人民币)	1.796	1.989	2.443	3.233	6.075
每股股息(人民币)	0.700	0.790	0.961	1.279	2.414
收入增长(%)	0	20	21	27	54
息税前利润增长(%)	(19)	2	29	39	100
息税折旧前利润增长(%)	(14)	7	28	32	82
每股收益增长(%)	(19)	12	22	33	89
核心每股收益增长(%)	(18)	11	23	32	88

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,895	1,927	2,471	3,284	6,199
折旧与摊销	386	482	598	655	693
净利息费用	(205)	(197)	(237)	(293)	(402)
运营资本变动	535	1,726	6	1,080	755
税金	(355)	(210)	(370)	(492)	(929)
其他经营现金流	10	(581)	(441)	(542)	(1,392)
经营活动产生的现金流	2,266	3,147	2,027	3,693	4,925
购买固定资产净值	(1,394)	(1,066)	(965)	(573)	(575)
投资减少/增加	(398)	(366)	5	5	6
其他投资现金流	477	261	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,315)	(1,171)	(960)	(568)	(569)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(0)	(424)	(0)	0	0
支付股息	(742)	(604)	(682)	(830)	(1,104)
其他融资现金流	(34)	(27)	215	294	403
融资活动产生的现金流	(777)	(1,055)	(468)	(536)	(701)
现金变动	175	920	600	2,589	3,655
期初现金	5,385	5,560	6,480	7,079	9,668
公司自由现金流	951	1,976	1,067	3,125	4,356
权益自由现金流	1,156	1,749	1,304	3,417	4,758

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	5,926	6,670	7,480	10,069	13,723
应收帐款	389	502	628	794	1,222
库存	1,195	1,746	2,090	2,628	4,018
其他流动资产	895	1,368	1,100	1,200	1,300
流动资产总计	8,405	10,286	11,297	14,691	20,264
固定资产	4,139	5,149	5,487	5,331	5,142
无形资产	545	1,014	1,090	1,164	1,234
其他长期资产	22	35	35	35	35
长期资产总计	4,707	6,198	6,612	6,529	6,411
总资产	13,111	16,484	17,909	21,220	26,675
应付帐款	3,689	5,388	5,249	6,596	7,882
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,024	1,641	1,809	1,809	1,810
流动负债总计	4,713	7,030	7,058	8,405	9,692
长期借款	6	5	5	5	5
其他长期负债	203	272	250	251	252
股本	863	863	863	863	863
储备	7,220	8,314	9,706	11,636	15,740
股东权益	8,083	9,177	10,569	12,499	16,604
少数股东权益	106	0	27	60	122
总负债及权益	13,111	16,484	17,909	21,220	26,675
每股帐面价值(人民币)	9.36	10.63	12.24	14.48	19.23
每股有形资产(人民币)	8.73	9.46	10.98	13.13	17.81
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.43)	(7.50)	(8.20)	(11.19)	(15.43)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.9	9.7	10.3	10.8	12.7
息税前利润率(%)	8.6	7.4	7.9	8.7	11.3
税前利润率(%)	10.8	9.2	9.8	10.3	12.6
净利率(%)	8.7	8.1	8.2	8.6	10.6
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.5	1.6	1.7	2.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.2	1.3	1.4	1.7
估值					
市盈率(倍)	18.6	16.6	13.6	10.2	5.4
核心业务市盈率(倍)	18.2	16.4	13.4	10.1	5.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	26.7	24.1	19.6	14.8	7.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.5	3.1	2.7	2.3	1.7
价格/现金流(倍)	12.5	9.0	13.9	7.6	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	6.9	10.4	5.0	3.0
周转率					
存货周转天数	31.3	25.7	27.7	27.0	24.7
应收帐款周转天数	7.4	7.8	8.2	8.1	7.5
应付帐款周转天数	73.1	79.3	76.9	67.7	53.8
回报率					
股息支付率(%)	39.8	40.2	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	19.7	19.7	21.0	23.9	35.8
资产收益率(%)	9.8	9.3	9.9	12.1	19.7
已运用资本收益率(%)	19.3	17.8	20.1	24.0	37.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371