



股票代码	000550.CH	200550.CH
评级	买入	买入
收盘价	人民币 17.67	港币 19.20
目标价	人民币 21.97	港币 24.80
原目标价	人民币 17.08	港币 17.08
上/下浮比例	24%	29%
目标价格基础	11倍13年市盈	10倍13年市盈
板块评级	中立	中立

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	1	19	(21)
相对新华富时 A50 指数	-	(6)	(4)	(30)

发行股数(百万)	863
流通股(%)	19
流通股市值(人民币 百万)	15,249
3个月日均交易额(人民币 百万)	29
净负债比率(%) (2012E)	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2013年1月28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：汽车

王玉莹

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120041

胡文洲，CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120004

* 宋佳佳为本报告重要贡献者

江铃汽车

迎接新一轮盈利较快增长期

我们认为，大规模研发投入和激烈的市场竞争导致公司2012年业绩表现较为低迷。展望未来两年，我们判断随着宏观经济回暖，公司所处的轻客、轻卡市场有望实现温和复苏，同时公司新产品有望逐渐放量，预计2013-14年公司销量分别增长15%、17.4%。由于公司新产品可共享生产平台及发动机，因此上市的边际成本较低，未来新产品放量后公司业绩弹性较大。另外，2014年起，随着新产品平台研发工作渐近尾声，预计公司研发费用有望快速下降。我们预计，2013-14年公司每股收益为2.00元、2.56元。考虑到公司的业绩弹性、管理水平及高股息率，我们认为公司估值水平具备较大提升空间，维持公司买入评级，将A、B股目标价格分别上调至21.97元和24.80港币。

支撑评级的要点

- 预计2013-14年公司汽车销量分别增长15%、17.4%。销量增长主要受益于轻型车市场回暖及公司新产品放量。SUV业务随着产品体系的健全及销售网络的铺开，有望成为公司销量的主要增长点。
- 研发费用2014年起有望明显降低。2009-11年，公司研发费用达到31亿元、55亿元和61亿元。我们认为2012-13年仍是公司新产品平台研发投入高峰期，但2014年起公司新产品平台的研发工作进入尾声，届时研发费用将明显下降。
- 2014年起公司业绩弹性较大。理由如下：1) 研发费用对公司业绩的拖累有望自2014年起缓解；2) 平台化生产、发动机共享，新产品上市的边际成本较小，预计未来新产品放量将助推公司盈利提升；3) 公司具有较强的成本、费用控制能力；4) 小兰基地新增折旧影响有限。
- 估值水平有待提升。我们认为，未来随着公司研发投入渐近尾声及新产品陆续上市，市场将逐步认识到公司的业绩弹性。此外，公司管理能力优异，并有福特大力支持，股息率高达5%。公司估值在我们已覆盖的A股商用车公司中处于最低水平，我们认为公司A股估值回归至11倍13年市盈率较合理。

评级面临的主要风险

- 轻客、轻卡市场竞争进一步加剧；重卡业务对公司业绩的拖累超出预期。

估值

- 我们将2013-14年每股收益预测上调至2.00元和2.56元，基于11倍、10倍2013年预期市盈率，我们将公司A、B股目标价由17.08元和17.08港币上调至21.97元和24.80港币，维持公司A、B股买入评级。

投资摘要 — A股

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经纪收入(人民币 百万)	15,768	17,457	17,475	20,009	23,455
变动(%)	51	11	0	15	17
净利润(人民币 百万)	1,712	1,871	1,544	1,724	2,213
全面摊薄每股收益(人民币)	1.983	2.167	1.789	1.997	2.564
变动(%)	62.1	9.3	(17.5)	11.6	28.4
市场预期每股收益(人民币)			1.879	2.048	2.319
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.774	1.838	2.15
调整幅度(%)	-	-	0.8	8.6	19.3
全面摊薄市盈率(倍)	8.9	8.2	9.9	8.8	6.9
价格/每股现金流量(倍)	3.15	1.33	1.61	2.67	3.19
每股现金流量(人民币)	5.6	13.3	11.0	6.6	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.3	4.5	5.8	4.6	3.0
每股股息(人民币 元)	0.790	0.860	0.715	0.799	1.026
股息收益率(%)	4.5	4.9	4.0	4.5	5.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—B股



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-	10	25	19
相对深圳B股	-	(12)	(18)	(24)

发行股数(百万)	863
流通股(%)	10
流通股市值(港币 百万)	16,574
3个月日均交易额(港币 百万)	3
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
福特汽车公司	30

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2013年1月28日收市价为标准

投资摘要—B股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	15,768	17,457	17,475	20,009	23,455
变动(%)	51	11	0	15	17
净利润(人民币 百万)	1,712	1,871	1,544	1,724	2,213
全面摊薄每股收益(人民币)	1.983	2.167	1.789	1.997	2.564
变动(%)	62.1	9.3	(17.5)	11.6	28.4
市场预期每股收益(人民币)			1.879	2.048	2.319
核心每股收益(人民币)	-	-	1.774	1.838	2.15
变动(%)	-	-	0.8	8.6	19.3
全面摊薄市盈率(倍)	7.8	7.1	8.6	7.7	6.0
每股现金流量(人民币)	3.15	1.33	1.61	2.67	3.19
价格/每股现金流量(倍)	4.9	11.6	9.6	5.8	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.4	3.7	4.7	3.7	2.3
每股股息(人民币)	0.790	0.860	0.715	0.799	1.026
股息率(%)	5.1	5.6	4.6	5.2	6.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

目录

2012 年净利润同比下滑约 17.5%.....	4
2013 年起，汽车销量有望恢复较快增长.....	6
公司具备较大的业绩弹性.....	8
盈利预测与估值.....	12

2012 年净利润同比下滑约 17.5%

2012 年公司销量同比增长 2.8%，其中 4 季度同比增长 14.7%

2012 年，江铃汽车总销量达到 20 万台，同比增长 2.8%。其中，全顺销量为 5.7 万台，同比下滑 2.4%。按照中国汽车工业协会统计的轻客销量口径，全顺在轻客市场份额由 2011 年的 18.2% 下滑至 16.9%。轻卡销量为 6.8 万台，同比增长 0.8%，皮卡销量约 6.2 万台，同比增长 8.4% 左右，按照中国汽车工业协会统计的轻卡销量口径，公司轻卡+皮卡在轻卡市场的份额由 2011 年的 6.7% 上升至 2012 年的 7.1%。2012 年，公司 SUV 总销量约 1.2 万台，同比增长 13.6%，其中驭胜销量约 1 万台，作为江铃旗下的第一款 SUV 产品，驭胜在产品质量、销售渠道等方面仍处于探索阶段，未能享受到近两年 SUV 市场的高增长。

图表 1. 江铃汽车 2012 年销量数据

(台)	2011 年	2012 年	同比增长(%)
福特全顺系列商用车	58,595	57,177	(2.4)
JMC 系列轻型卡车	67,916	68,447	0.8
JMC 皮卡+SUV	68,077	74,384	9.3
合计	194,588	200,008	2.8

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2. 江铃汽车季度销量数据

(台)	11 年 1 季度	11 年 2 季度	11 年 3 季度	11 年 4 季度	12 年 1 季度	12 年 2 季度	12 年 3 季度	12 年 4 季度	12 年 4 季度 同比(%)	12 年 4 季度 环比(%)
福特全顺系列商用车	15,724	14,267	13,782	14,822	14,354	12,548	13,949	16,326	10.1	17.0
JMC 系列轻型卡车	20,740	17,521	15,405	14,250	16,097	19,029	16,677	16,644	16.8	(0.2)
JMC 皮卡+SUV	18,979	18,073	14,861	16,164	22,241	18,345	14,895	18,903	16.9	26.9
合计	55,443	49,861	44,048	45,236	52,692	49,922	45,521	51,873	14.7	14.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

2012 年净利润同比下滑约 17.5%

根据公司业绩快报，2012 年公司营业收入同比增长 0.1% 至 175 亿元，净利润同比下滑 17.5% 至 15.4 亿元，折合每股收益 1.79 元。4 季度，公司营业收入约为 47 亿元，同比增长 14%，环比增长 17.5%，净利润约 3.7 亿元，同比下滑 6.2%，环比增长 9.4%，折合每股收益 0.43 元。

2012 年，公司营业利润率为 9.8%，较去年同期下降 1.8 个百分点。我们认为，公司盈利能力的下降主要受以下两方面因素影响：

- 1) **市场竞争日趋激烈。**2012 年，公司在传统轻型车市场上开始面临更加激烈的竞争压力。轻客市场出现以上汽大通、江淮星锐、东风御风等为代表的竞争产品，对全顺构成一定的威胁，全顺市场份额出现明显下滑。我们认为，短期内全顺并无应对竞争对手挑战的万全之策，未来并不排除市场份额进一步下滑。2012 年，除皮卡以外的轻卡市场延续下滑态势，整体市场竞争亦出现加剧。公司轻卡业务市场份额延续小幅提升态势，但市场份额的提升同样牺牲了一部分盈利能力。我们认为，激烈的市场竞争带来的降价及促销费用导致公司盈利能力下滑。

2) **研发费用大幅攀升。**我们认为，公司营业利润率的下降与公司研发费用攀升有一定关系，2012年以来，公司处于产品研发阶段的项目包括 N330（自主开发的 SUV 项目）、N351（SUV 自动挡项目）、J09（新一代全顺产品项目）、J08（从福特引进一款 SUV 项目）、J10（下一代升级皮卡项目）、J11（N350 产品升级项目）及自主开发汽油机项目等，研发支出持续攀升，同时公司研发支出绝大部分均直接计入当期损益，研发费用的攀升导致公司营业利润率下降。

虽然公司 2012 年收到政府补贴总计约 1.8 亿元，较去年同期大幅增加 7,800 万元左右，但受递延所得税税率调整影响，公司所得税费用亦较去年同期增加约 1 亿元。总体而言，2012 年公司净利润率为 8.8%，较 2011 年下滑 1.9 个百分点。

图表 3.江铃汽车 2012 年业绩快报披露数据及预测

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年(E)	同比增长 (%)	2012 年 4 季度(E)	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入*	17,457	17,475	0.1	4,729	14.0	17.5
营业成本	13,144	13,170	0.2	3,570	16.0	18.7
营业税金及附加	514	497	(3.2)	140	11.1	38.1
主营业务利润	3,799	3,808	0.2	1,019	7.9	11.4
销售费用	1,010	1,117	10.5	310	(8.2)	21.6
管理费用	915	1,182	29.2	490	28.9	52.5
财务费用	(168)	(202)	20.7	(45)	(8.1)	3.9
资产减值损失	11	1	(89.5)	(0)	(155.1)	(235.1)
公允价值变动净收益	(7)	7	(200.2)	0	-	-
营业利润*	2,024	1,717	(15.2)	264	(2.2)	(30.8)
投资收益	5	1	(74.4)	2	(281.6)	(18.4)
营业外收入	101	180	77.1	167	75.9	49341.8
营业外支出	3	3	(17.9)	0	-	-
利润总额*	2,127	1,895	(10.9)	433	19.1	12.7
所得税	226	327	44.4	62	(333.0)	39.4
少数股东损益	30	25	(18.1)	4	(437.1)	(7.2)
净利润*	1,871	1,544	(17.5)	367	(6.2)	9.4
每股收益(元)	2.17	1.79		0.43		

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

注：*部分为公司业绩快报披露数据，其余为我们的预测

2013 年起，汽车销量有望恢复较快增长

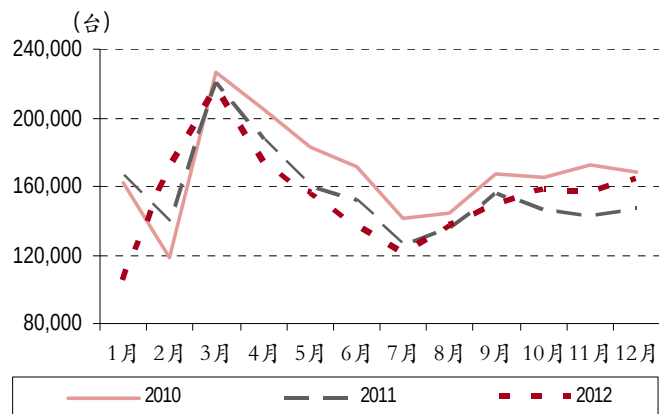
轻型车业务：有望受益于行业回暖及新产品放量

2012 年 4 季度以来，中国宏观经济呈现出明显的触底回升态势。伴随着实体经济的复苏，以轻卡、轻客为代表的轻型商用车市场销量亦呈现出明显的恢复。2012 年中国轻卡和轻客市场销量同比分别增长 2% 和 4.7%，而 4 季度单季度销量同比分别增长 9.7% 和 7.2%。我们认为，随着宏观经济的回暖，2013 年中国轻型车市场仍将延续 12 年 4 季度以来的复苏势头。我们预计，2013 年轻卡和轻客市场销量有望分别增长 8%。江铃汽车作为高端轻卡、轻客市场的领军企业，有望受益于行业整体需求的回暖。

新产品方面，2012 年下半年起，公司集中上市了凯锐 800、新凯运、域虎皮卡等新产品，凯锐 800 作为公司新一代轻卡产品平台的首款车型，搭载 Puma 发动机，致力于抢占高端轻卡市场份额，而新凯运则主打低价超值牌，降价不降质，有望在 6-8 万元区间轻卡市场迅速抢占份额。域虎皮卡则定位于高端皮卡市场，与宝典所在的中低端市场遥相呼应，借助于数十年来宝典所带来的客户基础，域虎亦有望迅速打开市场空间。2013 年，公司还将陆续向市场投放 N800 系列轻卡产品等；皮卡方面，2013 年下半年公司有望上市一款基于现有皮卡平台的升级皮卡，2014 年还将在海外投放一款皮卡产品。

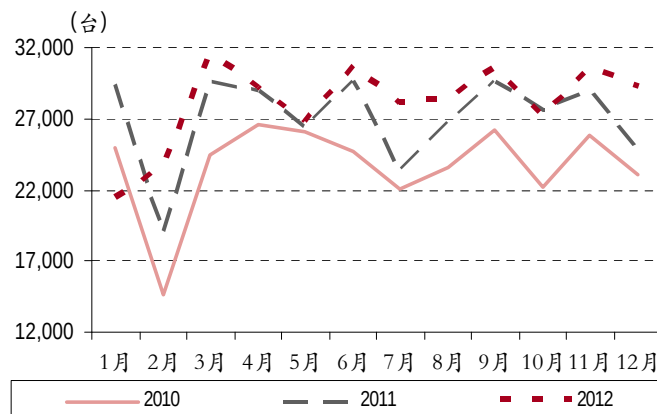
我们预计，2013-14 年，公司轻卡、皮卡销量增速将小幅超越行业增速。我们预计 2013-14 年公司轻卡销量有望达到 15.4%、13.9% 的增长，皮卡销量有望分别增长 9.5%、10.3%；轻客产品也将受益于行业需求回暖，实现 10.2%、11.1% 左右的增长。

图表 4. 中国轻卡销量分月度列示（2010-2012 年）



资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 5. 中国轻客销量分月度列示（2010-2012 年）



资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

SUV 业务：产品系列及销售渠道将逐步完善

公司首款 SUV 驭胜自 2010 年 12 月上市以来，并未能实现快速放量，反而出现一系列问题，但我们认为这并不影响公司 SUV 业务的发展前景。

首先，公司作为轻型车企业，通过自主研发试水 SUV 市场，必然要经历一个摸索的过程。驭胜上市以来，除价格偏贵外，动力系统环节也受到市场质疑，而公司积极对待市场的反馈，积极改进。我们认为，只要后续上市的车型能够规避现有产品存在的问题，公司 SUV 产品凭借强劲的动力，优异的越野性能，柴油的成本优势，销量应能再上一个台阶。

其次，公司正加紧在 SUV 市场的布局。除已上市的驭胜之外，目前公司正在研发驭胜自动挡车型、驭胜产品升级项目、N330 SUV 项目以及从福特引进的一款 SUV 产品，预计至 2015 年公司 SUV 产品有望达到 5 款。随着 SUV 产品系列的丰富，公司未来将面向更为广阔的客户群体，并通过平台化生产的规模经济效应来获得成本优势，从而打开 SUV 销量快速增长的空间。

最后，随着产品体系的丰富，销售渠道上的短板有望得到弥补。未来，公司将进一步加快 SUV 产品分网销售的步伐，SUV 独立经销商数量将快速增长，从而能够让公司的产品在更多的市场上销售。

我们预计，公司 SUV 产品 2013-14 年销量分别达到 2 万台、3.5 万台，2015 年及以后，随着 N330 和福特 SUV 产品陆续上市，公司 SUV 销量仍将保持快速增长。

图表 6. 江铃汽车 SUV 产品系列一览

	公告时间	投资金额(人民币, 百万元)
N350 项目 (已完成)	2006 年 7 月 12 日	652
JX4D24 发动机匹配 N350 开发项目 (已完成)	2007 年 9 月 18 日	30
N330 项目长周期费用	2010 年 7 月 1 日	327
N351SUV 自动挡车型项目拓展	2011 年 4 月 2 日	249
自主开发汽油机项目长周期费用	2011 年 4 月 2 日	125
J11 项目(驭胜产品升级项目)	2012 年 9 月 28 日	350
J08 项目工程服务费 (从福特引进的一款 SUV)	2012 年 12 月 25 日	259
合计		2,214

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

预计 2013-14 年销量分别增长 15%和 17.4%

我们预计 2013 年公司销量有望达到 23 万台，同比增长 15%，其中全顺、JMC 轻卡、皮卡及 SUV 销量增速分别达到 10.2%、15.4%和 18.3%；预计 2014 年公司销量有望达到 27 万台，同比增长 17.4%，其中全顺、JMC 轻卡、皮卡及 SUV 销量增速分别达到 11.1%、13.9%和 25%。

图表 4. 江铃汽车 2013-2014 年销量预测

(台)	2011 年	2012 年	同比增长(%)	2013 年(E)	同比增长(%)	2014 年(E)	同比增长(%)
福特全顺系列商用车	58,595	57,177	(2.4)	63,000	10.2	70,000	11.1
JMC 系列轻型卡车	67,916	68,447	0.8	79,000	15.4	90,000	13.9
JMC 皮卡+SUV	68,077	74,384	9.3	88,000	18.3	110,000	25.0
其中: SUV	10,792	12,264	13.6	20,000	63.1	35,000	75.0
合计	194,588	200,008	2.8	230,000	15.0	270,000	17.4

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

公司具备较大的业绩弹性

我们认为，过去两年，公司处于产能和新产品研发投入的高峰期，而新产品尚未集中投放市场，导致公司业绩受到一定的拖累。但展望未来两年，我们认为 2013 年公司仍将处于研发投入高峰期，预计盈利仅能实现小幅增长，但 2014 年起，公司有望实现盈利的快速增长，业绩弹性较大，理由如下：1) 研发费用对公司业绩的拖累有望自 2014 年起缓解；2) 平台化生产、发动机共享，新产品上市的边际成本较小，预计未来新产品放量将助推公司盈利提升；3) 公司具有较强的成本、费用控制能力；4) 小兰基地新增折旧影响有限。

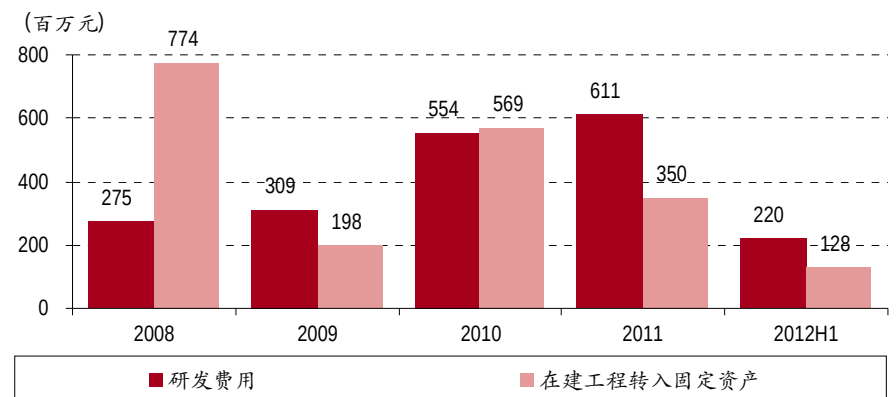
研发费用对业绩的拖累有望自 2014 年起缓解

根据公司的会计政策，公司新产品开发及生产过程中发生的研究支出、开发支出及各项当期费用大部分均于支出发生当期直接计入损益，仅设备、工装夹具等固定资产投资进行资本化处理。

过去几年，公司在 SUV、轻卡、皮卡等领域不断加快新车型及配套发动机的研发投入，导致研发费用高企。2009 年-2011 年，公司每年研发费用分别为 3.09 亿元、5.54 亿元、6.11 亿元，研发费用占公司营业收入的比重分别达到 3.0%、3.5%和 3.5%。我们预计 2012 年公司研发费用规模较 2011 年仍将增长。公司研发投入的费用化处理直接影响了过去几年公司盈利表现。

另一方面，我们也注意到，虽然公司产能规模及新产品线不断扩大，但公司固定资产规模却总体保持平稳。我们认为，这是由于公司新产品项目转固比例较低，仅部分工装夹具及生产设备转固，其余投资均进行费用化处理。这种会计处理政策，会加重公司大规模研发投入期的费用负担，但其好处在于，一旦公司研发工作完成，新产品成功上市，其折旧、摊销额均较低，新产品上市的边际成本和盈亏平衡点均较低。如新产品上市后能迅速放量，将推动公司业绩快速爆发。

2013 年仍是公司车型及发动机研发投入较为集中的一年，这一年 N351 SUV 自动挡车型、N330 项目、汽油发动机项目、新一代全顺车型引进项目、从福特引进的 SUV 车型项目、N800 项目、新一代皮卡项目仍将有序推进，同时重卡领域的研发工作也将开启，因此我们预计 2013 年公司研发费用仍将处于高位。但 2014 年起，公司新产品研究开发阶段的开支将大幅缩减，整体研发费用水平将逐步回落。随着公司新产能和新产品逐步投放市场，公司收入规模有望快速扩张，我们预计，2014 年起研发费用占公司营业收入的比重有望快速回落。

图表 8. 公司资本化与费用化对比分析


资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 9. 江铃汽车新产品研发项目列表

项目名称	投资金额	未来投资额
	(人民币, 百万元)	(人民币, 百万元)*
轻客业务 J09 项目前期费用 (新一代全顺项目)	612	604
V348 全顺排放升级项目	336	131
皮卡业务 J10 项目 (升级皮卡项目)	153	135
J12 项目 (现有皮卡的右盘车型)	39	39
轻卡业务 N800 项目	725	397
SUV 业务 N351SUV 自动挡车型项目拓展	249	202
N330 项目长周期费用	327	268
J11 项目 (N350 升级项目)	约 350	约 350
J08 项目工程服务费 (从福特引进的一款 SUV)	259	206
重卡业务 J16 项目前期费用	12	12
发动机项目 E802 发动机项目 (4JB1 发动机排放升级项目)	419	229
自主开发汽油机项目长周期费用	125	90
J15 发动机前期费用	44	44
合计	3,650	2,707

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

注：*未来投资额是指2012年下半年至项目完成阶段的期间投资总额

平台化生产、发动机共享，新产品上市的边际成本较小

目前公司已拥有轻卡、轻客、皮卡和 SUV 三大整车生产平台，及 4JB1、Puma 两大系列发动机技术。公司旗下主要车型能够共享生产平台及发动机资源，这为公司带来明显的成本优势。此外公司主要核心零部件均能实现自制，因此公司盈利能力遥遥领先于可比的几家轻型商用车公司。仅长城汽车盈利能力与公司不相上下，而这家公司恰恰也具备平台化生产、核心零部件自制的特特点。

平台化生产：由于公司皮卡和 SUV 生产工艺类似，可共享生产线资源，因此公司驭胜、域虎以及宝典皮卡均可共线生产，而未来拟投产的驭胜自动挡车型、升级皮卡项目均可使用现有的生产线，这将大幅降低公司新产品投放市场的成本，并增强公司生产线的柔性。

发动机共享：自 90 年代引进日本五十铃的 4JB1 发动机后，公司包括宝典、全顺及所有轻卡产品均采用这一国内技术最为领先的发动机，多产品线共用发动机为公司带来一定的规模经济效应，从而奠定了公司的成本优势。2005 年起，公司斥资引进福特的 Puma 发动机，对发动机技术进行一次整体升级。至 2008 年，公司完成发动机技术引进，并成功搭载在新世代全顺上。目前，公司新开发上市的包括驭胜 SUV、域虎皮卡、凯锐 800 轻卡等均将 Puma 发动机作为核心动力系统。

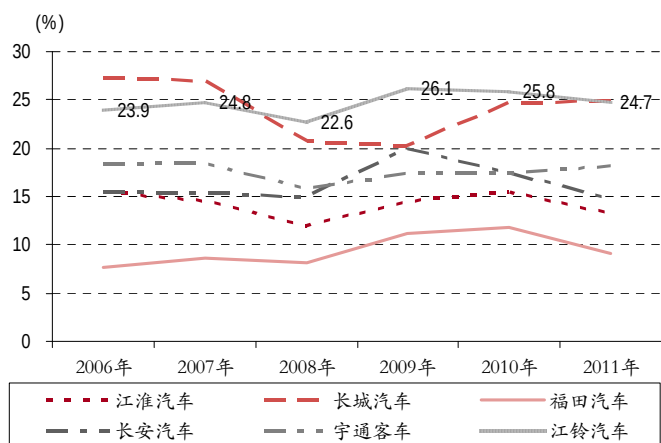
我们认为，公司这一业务特点决定公司新产品投产时，可与原有产品共同承担公司生产线及发动机的折旧和摊销，新产品上市的边际成本较小，如新产品能够快速放量，将助推公司业绩实现快速增长。

图表 10. 江铃汽车现有产品体系及生产平台

发动机平台	4JB1 发动机	Puma 发动机
生产线		
皮卡、SUV 生产线	宝典	驭胜、域虎、驭胜自动挡
轻客生产线	经典全顺	新世代全顺、新一代全顺产品
轻卡生产线	凯锐、凯运、凯威、顺达、新凯运	凯锐 800 及公司新一代轻卡产品

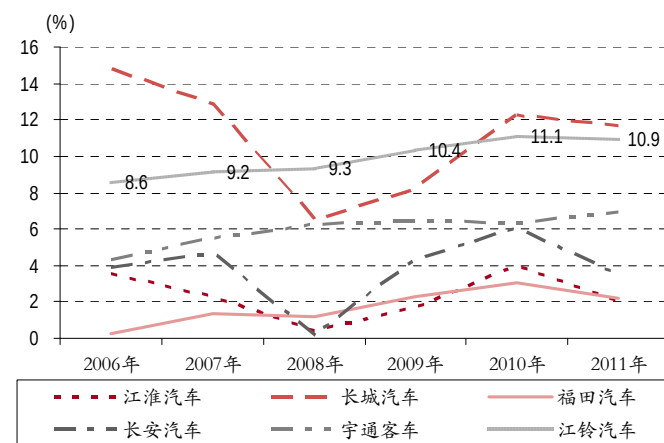
资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 11. 江铃汽车与可比公司销售毛利率比较



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 12. 江铃汽车与可比公司销售净利率比较

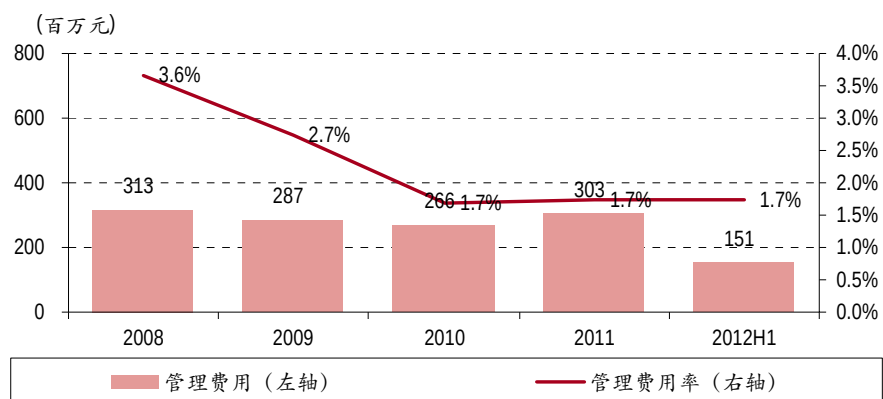


资料来源：公司数据，中银国际研究预测

公司成本、费用控制能力较强

公司拥有业内较为优秀的管理团队，成本控制能力也是业内领先水平。我们注意到，2008 年-2011 年，公司扣除研发费用的管理费用规模分别为 3.1 亿元、2.9 亿元、2.7 亿元和 3 亿元，而同期公司营业收入规模分别达到 86 亿元、104 亿元、158 亿元和 175 亿元，扣除研发费用后的管理费用率由 2008 年的 3.6% 下降至 2011 年的 1.7%。2012 年上半年，公司扣除研发费用的管理费用为 1.5 亿元，占当期营业收入的比重为 1.7%。我们认为，未来公司新产品上量后，卓越的成本费用控制能力也有望成为公司业绩弹性的重要来源。

图表 13. 江铃汽车管理费用水平（扣除研发费用）



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

小兰基地新增折旧影响有限

2013 年，公司投资规模 21 亿元的小兰基地生产线将陆续投入使用，同时全顺厂也将整体搬迁至小兰基地，新产能的投放将导致公司折旧压力增加。我们按照新基地机器设备平均 10 年期折旧、厂房 35 年期折旧计算，预计新产能完全投产后将每年新增 1.5 亿元折旧。但受益于全顺老厂的搬迁，原有固定资产折旧费用有望减少。考虑到小兰基地产能投放时间的影响因素，我们预计 2012-14 年，公司折旧金额分别为 3.71 亿元、4.36 亿元和 5.19 亿元，折旧占公司当期营业收入的比重分别为 2.1%、2.2%和 2.2%。2013-14 年，折旧对公司毛利率的负面影响较为有限。

盈利预测与估值

预计 2013-14 年每股收益分别为 2.00 元、2.56 元

我们预计，2013 年起，轻型车市场有望小幅回暖，公司新产品也将逐步上量，我们预计 2013-14 年公司汽车销量有望达到 23 万台、27 万台，同比分别增长 15%、17.4%。我们预计 2013 年公司毛利率仍将出现小幅下行，但 2014 年起公司期间费用率有望出现明显下降，从而推动 2014 年公司业绩快速释放。我们预计，2013-14 年公司归属于母公司的净利润分别为 17.2 亿元和 22.1 亿元，同比分别增长 11.6%、28.4%，折合每股收益 2.00 元、2.56 元。

估值处于 A 股商用车最低端，未来提升空间较大

公司当前股价对应 2013-14 年市盈率分别为 8.8 倍和 6.9 倍，在我们已覆盖的 A 股商用车公司中处于最低水平。我们认为，公司估值未来有较大提升空间，预计可以逐步回归至 2013 年 11 倍市盈率，支撑公司估值提升的因素有如下几点：

- 1) 随着新产品研发工作进入尾声及新产品销量逐步提升，市场将逐步认识到公司的业绩弹性。
- 2) 公司拥有业内最领先的管理及技术水平，未来第二大股东福特仍将持续向公司输出管理及新产品体系，这将支撑公司中长期发展。
- 3) 过去几年，公司股息率均在 4%-5% 之间，中小股东与福特共享公司经营成果，享受稳健的分红收益率。2009-11 年，公司累计分红达到 18.5 亿元，折合每股累计分红 2.14 元。

上调公司 A、B 股目标价至人民币 21.97 元、港币 24.80 元

基于 A 股、B 股 2013 年 11 倍、10 倍预期市盈率，我们将公司 A 股及 B 股目标价分别上调至 21.97 元人民币和 24.80 港币，维持公司 A、B 股 **买入** 评级。

图表 14. A 股商用车板块重点上市公司估值表

公司名称	评级	总市值 (人民币, 百万元)	每股收益 (人民币, 元)				每股收益增速 (%)				市盈率 (倍)				净资产收益率 (%)		
			2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E
江淮汽车	买入	10,297	0.48	0.43	0.53	0.68	(46.9)	(11.3)	25.7	28.0	16.7	18.8	14.9	11.7	10.8	9.0	10.4
长安汽车	买入	38,749	0.21	0.23	0.40	0.60	(52.4)	9.8	76.3	48.5	40.0	36.4	20.7	13.9	6.6	7.0	11.1
福田汽车	持有	20,539	0.41	0.51	0.57	0.63	(30.0)	24.3	11.8	10.5	17.8	14.3	12.8	11.6	13.0	10.1	10.2
江铃汽车	买入	15,218	2.17	1.79	2.00	2.56	9.3	(17.5)	11.6	28.4	8.1	9.9	8.8	6.9	25.6	19.1	18.7
宇通客车	买入	19,635	1.68	2.06	2.29	2.67	36.0	22.8	11.3	16.6	16.6	13.5	12.2	10.4	35.4	20.3	18.9
潍柴动力-A	买入	48,123	2.80	1.63	2.23	2.99	(17.5)	(41.8)	37.0	34.1	8.6	14.8	10.8	8.0	24.4	12.5	14.7
威孚高科	买入	24,444	1.77	1.24	1.65	2.21	(10.1)	(30.0)	33.3	33.9	20.3	29.0	21.8	16.3	23.8	9.8	11.9
中原内配	持有	3,260	1.07	1.28	1.62	1.93	21.0	19.8	26.4	18.9	25.9	21.6	17.1	14.4	12.6	9.1	10.5
*A 股商用车平均							(11.3)	(3.0)	29.2	27.4	19.3	19.8	14.9	11.6	19.0	12.1	13.3

资料来源：公司数据，万得资讯，中银国际研究

*股价为 2013 年 1 月 28 日收盘价

损益表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	15,768	17,457	17,475	20,009	23,455
销售成本	(11,984)	(13,658)	(13,667)	(15,717)	(18,400)
经营费用	(1,538)	(1,600)	(1,922)	(2,115)	(2,261)
息税折旧前利润	2,246	2,199	1,886	2,177	2,794
折旧及摊销	(305)	(342)	(371)	(436)	(519)
经营利润(息税前利润)	1,941	1,857	1,515	1,741	2,275
净利息收入/(费用)	93	168	203	196	244
其他收益/(损失)	(1)	103	178	67	53
税前利润	2,033	2,127	1,896	2,004	2,573
所得税	(286)	(226)	(327)	(260)	(334)
少数股东权益	(35)	(30)	(25)	(20)	(26)
净利润	1,712	1,871	1,544	1,724	2,213
核心净利润	1,710	1,881	1,575	1,732	2,219
每股收益(人民币)	1.983	2.167	1.789	1.997	2.564
核心每股收益(人民币)	1.981	2.179	1.824	2.006	2.571
每股股息(人民币)	0.790	0.860	0.715	0.799	1.026
收入增长(%)	51	11	0	15	17
息税前利润增长(%)	65	(4)	(18)	15	31
息税折旧前利润增长(%)	53	(2)	(14)	15	28
每股收益增长(%)	62	9	(17)	12	28
核心每股收益增长(%)	62	10	(16)	10	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,033	2,127	1,896	2,004	2,573
折旧与摊销	305	342	371	436	519
净利息费用	(93)	(168)	(203)	(196)	(244)
运营资本变动	1,165	(1,143)	(387)	348	384
税金	(286)	(226)	(327)	(260)	(334)
其他经营现金流	(406)	215	43	(27)	(141)
经营活动产生的现金流	2,718	1,148	1,392	2,305	2,756
购买固定资产净值	(460)	(1,032)	(1,686)	(1,154)	(669)
投资减少/增加	9	(307)	1	5	6
其他投资现金流	78	499	0	0	0
投资活动产生的现金流	(373)	(840)	(1,685)	(1,149)	(663)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	(25)	23	0	0
支付股息	(423)	(682)	(742)	(618)	(689)
其他融资现金流	(22)	(28)	210	216	274
融资活动产生的现金流	(445)	(735)	(510)	(402)	(415)
现金变动	1,899	(428)	(802)	754	1,679
期初现金	3,914	5,813	5,385	4,583	5,337
公司自由现金流	2,345	307	(292)	1,156	2,094
权益自由现金流	2,438	450	(67)	1,351	2,338

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	5,813	5,402	4,583	5,337	7,015
应收帐款	178	324	316	362	424
库存	1,436	1,140	1,244	1,367	1,602
其他流动资产	647	1,121	1,500	1,600	1,800
流动资产总计	8,075	7,987	7,643	8,665	10,841
固定资产	2,631	3,272	4,514	5,165	5,253
无形资产	514	543	616	683	744
其他长期资产	18	18	18	18	18
长期资产总计	3,163	3,833	5,148	5,866	6,015
总资产	11,238	11,820	12,791	14,531	16,857
应付帐款	3,822	3,309	3,292	3,787	4,433
短期债务	25	7	30	30	30
其他流动负债	915	878	1,009	1,109	1,209
流动负债总计	4,762	4,193	4,331	4,925	5,672
长期借款	7	6	6	6	6
其他长期负债	226	193	200	220	250
股本	863	863	863	863	863
储备	5,264	6,449	7,250	8,356	9,880
股东权益	6,127	7,312	8,113	9,220	10,743
少数股东权益	115	115	140	160	186
总负债及权益	11,238	11,820	12,791	14,531	16,857
每股帐面价值(人民币)	7.10	8.47	9.40	10.68	12.45
每股有形资产(人民币)	6.50	7.84	8.69	9.89	11.58
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.70)	(6.22)	(5.27)	(6.14)	(8.08)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.2	12.6	10.8	10.9	11.9
息税前利润率(%)	12.3	10.6	8.7	8.7	9.7
税前利润率(%)	12.9	12.2	10.8	10.0	11.0
净利率(%)	10.9	10.7	8.8	8.6	9.4
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	1.8	1.8	1.9
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)	1.4	1.6	1.5	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	8.9	8.2	9.9	8.8	6.9
核心业务市盈率(倍)	8.9	8.1	9.7	8.8	6.9
目标价对应核心业务市	11.1	10.1	12.0	10.9	8.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.5	2.1	1.9	1.7	1.4
价格/现金流(倍)	5.6	13.3	11.0	6.6	5.5
企业价值/息税折旧前利	4.3	4.5	5.8	4.6	3.0
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	38.0	34.4	31.8	23.8	23.1
应收帐款周转天数	2.9	5.2	6.7	6.2	6.1
应付帐款周转天数	73.1	74.5	68.9	64.6	64.0
回报率					
股息支付率(%)	39.8	39.7	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	31.2	27.8	20.0	19.9	22.2
资产收益率(%)	17.1	14.4	10.2	11.1	12.6
已运用资本收益率(%)	34.5	27.1	19.3	19.7	22.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	15,768	17,457	17,475	20,009	23,455
销售成本	(11,984)	(13,658)	(13,667)	(15,717)	(18,400)
经营费用	(1,538)	(1,600)	(1,922)	(2,115)	(2,261)
息税折旧前利润	2,246	2,199	1,886	2,177	2,794
折旧及摊销	(305)	(342)	(371)	(436)	(519)
经营利润(息税前利润)	1,941	1,857	1,515	1,741	2,275
净利息收入/(费用)	93	168	203	196	244
其他收益/(损失)	(1)	103	178	67	53
税前利润	2,033	2,127	1,896	2,004	2,573
所得税	(286)	(226)	(327)	(260)	(334)
少数股东权益	(35)	(30)	(25)	(20)	(26)
净利润	1,712	1,871	1,544	1,724	2,213
核心净利润	1,710	1,881	1,575	1,732	2,219
每股收益(人民币)	1.983	2.167	1.789	1.997	2.564
核心每股收益(人民币)	1.981	2.179	1.824	2.006	2.571
每股股息(人民币)	0.790	0.860	0.715	0.799	1.026
收入增长(%)	51	11	0	15	17
息税前利润增长(%)	65	(4)	(18)	15	31
息税折旧前利润增长(%)	53	(2)	(14)	15	28
每股收益增长(%)	62	9	(17)	12	28
核心每股收益增长(%)	62	10	(16)	10	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,033	2,127	1,896	2,004	2,573
折旧与摊销	305	342	371	436	519
净利息费用	(93)	(168)	(203)	(196)	(244)
运营资本变动	1,165	(1,143)	(387)	348	384
税金	(286)	(226)	(327)	(260)	(334)
其他经营现金流	(406)	215	43	(27)	(141)
经营活动产生的现金流	2,718	1,148	1,392	2,305	2,756
购买固定资产净值	(460)	(1,032)	(1,686)	(1,154)	(669)
投资减少/增加	9	(307)	1	5	6
其他投资现金流	78	499	0	0	0
投资活动产生的现金流	(373)	(840)	(1,685)	(1,149)	(663)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	(25)	23	0	0
支付股息	(423)	(682)	(742)	(618)	(689)
其他融资现金流	(22)	(28)	210	216	274
融资活动产生的现金流	(445)	(735)	(510)	(402)	(415)
现金变动	1,899	(428)	(802)	754	1,679
期初现金	3,914	5,813	5,385	4,583	5,337
公司自由现金流	2,345	307	(292)	1,156	2,094
权益自由现金流	2,438	450	(67)	1,351	2,338

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	5,813	5,402	4,583	5,337	7,015
应收帐款	178	324	316	362	424
库存	1,436	1,140	1,244	1,367	1,602
其他流动资产	647	1,121	1,500	1,600	1,800
流动资产总计	8,075	7,987	7,643	8,665	10,841
固定资产	2,631	3,272	4,514	5,165	5,253
无形资产	514	543	616	683	744
其他长期资产	18	18	18	18	18
长期资产总计	3,163	3,833	5,148	5,866	6,015
总资产	11,238	11,820	12,791	14,531	16,857
应付帐款	3,822	3,309	3,292	3,787	4,433
短期债务	25	7	30	30	30
其他流动负债	915	878	1,009	1,109	1,209
流动负债总计	4,762	4,193	4,331	4,925	5,672
长期借款	7	6	6	6	6
其他长期负债	226	193	200	220	250
股本	863	863	863	863	863
储备	5,264	6,449	7,250	8,356	9,880
股东权益	6,127	7,312	8,113	9,220	10,743
少数股东权益	115	115	140	160	186
总负债及权益	11,238	11,820	12,791	14,531	16,857
每股帐面价值(人民币)	7.10	8.47	9.40	10.68	12.45
每股有形资产(人民币)	6.50	7.84	8.69	9.89	11.58
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.70)	(6.22)	(5.27)	(6.14)	(8.08)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-B股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.2	12.6	10.8	10.9	11.9
息税前利润率(%)	12.3	10.6	8.7	8.7	9.7
税前利润率(%)	12.9	12.2	10.8	10.0	11.0
净利率(%)	10.9	10.7	8.8	8.6	9.4
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	1.8	1.8	1.9
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)	1.4	1.6	1.5	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	7.8	7.1	8.6	7.7	6.0
核心业务市盈率(倍)	7.8	7.1	8.4	7.7	6.0
目标价对应核心业务市	10.0	9.1	10.9	9.9	7.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.2	1.8	1.6	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	4.9	11.6	9.6	5.8	4.8
企业价值/息税折旧前利	3.4	3.7	4.7	3.7	2.3
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	38.0	34.4	31.8	23.8	23.1
应收帐款周转天数	2.9	5.2	6.7	6.2	6.1
应付帐款周转天数	73.1	74.5	68.9	64.6	64.0
回报率					
股息支付率(%)	39.8	39.7	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	31.2	27.8	20.0	19.9	22.2
资产收益率(%)	17.1	14.4	10.2	11.1	12.6
已运用资本收益率(%)	34.5	27.1	19.3	19.7	22.3

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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士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声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司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 10%以上；
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