



东兴证券
DONGXING SECURITIES

想象有空间 但仍需等待

——江铃汽车（000550）调研简报

2013 年 4 月 22 日

推荐/首次

江铃汽车

调研快报

苏杨

汽车行业分析师

执业证书编号：S1480512090002

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

事件：

我近日调研了江铃汽车，与公司领导进行了交流。

观点：

1. 三条腿走路，定位高端，根基稳固。

公司 20 万的销量中除了 SUV 的 1 万辆，轻卡、轻客、皮卡约各占三分之一。在三个分支领域，公司不一定是销量最高的，但几乎都是国内最高端的，价格和盈利能力也是最强的。毛利率长期保持在 25% 左右。公司轻卡、皮卡共平台生产，三大分支共用发动机，具有其他竞争对手难以企及的规模化优势。

2. 福特发力中国又一重要媒介，远期不乏看点。

福特发力中国又一重要媒介，未来不乏看点。目前福特持有公司 30% 的股份，江铃集团和长安汽车通过江铃控股分别持有 20% 的股份。福特在公司的董事会占据一半席位。公司完全是由福特主导，可以说投资江铃就是投资福特。而福特在华策略的由守转攻，意味着它可能是未来国内汽车市场最有品牌的品牌。福特一直把长安作为其乘用车在国内的主要合作伙伴，把江铃作为商用车的主要合作伙伴。虽然市场容量不及乘用车，但是福特在轻客和皮卡领域的巨大技术优势不可小觑。而且公司将与福特合作的 U375 项目是一款福特 T6 平台的 SUV 车型。公司借助 SUV 从福特乘用车爆发增长中共享成长是完全有可能的。

我们认为在商用车市场，江铃自身在国内深厚的根基，结合福特在多个商用车领域的实力将促成公司商用车业务多个看点。

①在轻卡领域，受城市物流兴起的拉动，未来轻卡将呈现明显的高端化趋势。即便公司市场占比不是最高的，但是产品质量、档次和价位均居自主品牌之首，其高端定位将充分受益高端化。虽然福特轻卡领域的积淀相对薄弱，但是其发动机产品仍能给江铃轻卡带来一定程度的提升。

②在欧系轻客领域，公司无论市占率还是产品品质档次来说，都处于领导者地位。而福特在轻客领域的全球领先的地位，无疑将为江铃持续提供高品质的福特全顺新品，保证江铃在这一领域的竞争力。虽然这一领域不断有新进入者，但考虑到欧系轻客替代日系轻客的大趋势，预计公司仍将保持稳健增长。

③皮卡领域。江铃处于领导地位，虽然销量低于长城，但在国内市场销量高于长城，产品也比长城高端，在柴油皮卡领域的技术和实力更是长城所不可比的。另外，福特皮卡几乎就是欧美皮卡的代名词，其在皮卡领域的超强实力完全是一骑绝尘。但是欧美皮卡的大排量、高档次、大体积跟国内皮卡是两个概念。未来若公司能很好利用福特的皮卡资源整合出适合国内市场特点的皮卡将进入新的成长通道。

④重卡领域。江铃在重卡方面完全是新手，通过收购太原重汽进入了该市场。但太原重汽原来也处于重卡行业边缘地位。收购的主要收获在于资质。未来江铃将向太原重汽投入 6-7 个亿，大幅提升其产能。而福特 cargo 在国际重卡领域地位也一般。但是考虑到国内重卡品质明显逊于国外，江铃依托福特在国内市场分一杯羹应该不是难事。

3. 近一两年仍是高投入期，启动增长期仍需等待。

虽然小蓝基地即将完工，但是公司最近一两年仍将面对众多研发项目和太原重卡产能的投入，预计最近两年的投入仍将接近 30 亿。但是在这波投入期之后，公司的众多研发项目将进入收获期。与福特合作的新产品将推向市场，巨额投入是否能够换来自主 SUV 研发创新实力的提升和有竞争力的产品将尘埃落定，公司的成长之路也将明晰。

盈利预测与评级：

预计公司 13-15 年 EPS 分别为 1.92 元、1.96 和 2.24 元，对应 PE 约 9 倍、8 倍和 7 倍。公司未来不乏看点，但仍需时间检验，最近几年的高投入能否换来创新和研发能力的提升将以及和福特的合作是公司未来成长的关键。考虑到前景的不确定性，首次给与公司“推荐”的评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	17,457.00	17,474.71	19,966.60	22,230.81	26,405.76
主营收入增长率	10.71%	0.10%	14.26%	11.34%	18.78%
EBITDA（百万元）	2,203.99	1,898.44	2,138.59	2,282.95	2,644.11
EBITDA 增长率	-2.20%	-13.86%	12.65%	6.75%	15.82%
净利润（百万元）	1,870.92	1,516.90	1,657.37	1,691.90	1,933.60
净利润增长率	9.31%	-18.92%	9.26%	2.08%	14.29%
EPS（元）	2.170	1.760	1.920	1.960	2.240

资料来源：东兴证券

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。