

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb9.79-4.73/US\$1.60-0.75
市值	Rmb12.6十亿/US\$2.06十亿
已发行股本	1,289百万 (ORDA)
流通股比例	56%
日均成交量 (千股)	21,403
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb173.4

资产负债表数据 12/13E

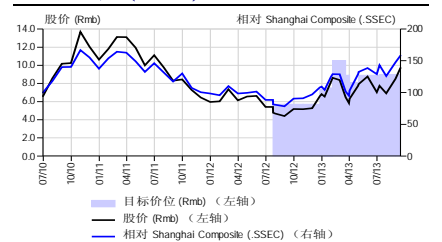
股东权益	Rmb6.88十亿
市净率 (UBS)	1.8x
净现金 (债务)	Rmb4.58十亿

预测回报率

预测股价涨幅	+22.6%
预测股息收益率	2.4%
预测股票回报率	+25.0%
市场回报率假设	8.7%
预测超额回报率	+16.3%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12 实际	
	从	到市场预测		
Q1	0.16	0.16	0.16	0.08
Q2	0.22	0.24	0.25	0.16
Q3E	0.16	0.17	0.16	0.07
Q4E	0.18	0.22	0.18	0.07
12/13E	0.73	0.80	0.73	
12/14E	0.81	1.11	0.81	

股价表现 (Rmb)


资料来源: UBS

www.ubssecurities.com
战略转变初见成效: 产品升级带动单车均价上升
■ 公司战略方向发生转变: 看淡规模、效益为主、产品升级

从2013年开始, 公司的战略方向发生转变, 从原来的一味扩大投资以追求规模, 转变为以效益为主、以提升毛利率为核心, 具体到执行层面主要体现在三个方面: 1) 对现有产品进行全面升级换代, 提升产品结构和单车均价; 2) 着力控制成本和费用, 通过灵活性定价降低采购成本; 3) 大力开发高毛利率新产品。

■ 未来新车型规划: 升级换代是主旋律, 着力提升产品结构

我们预计瑞风S5在2014年初将推出2.0T 自动挡以及1.5T GDI版本, 届时S5或将实现量价齐升, 月均销量有望达到8000台; 此外, 公司今年上半年推出高端MPV M5, 目前销售占比已经达到10%, 四季度公司还计划推出和悦A30轿车, 明年上半年推出S3以及和悦A20, 以完成对老产品的逐步替换。

■ 基于销量和ASP的上调, 我们上调公司2013~15年盈利预测

考虑到S5自动挡以及1.5T GDI版本的推出, 我们大幅上调了瑞风S5 2014~15年的销量预测至7.6万辆和9.1万辆; 此外, 基于对公司产品结构升级趋势的判断, 我们将公司各个产品的ASP预测进行了不同幅度上调。最终, 我们将公司2013~15年EPS预测上调至0.80、1.11、1.35元 (原预测为0.73、0.81、0.94元)。

■ 估值: 上调目标价至12元, 维持“买入”评级

我们认为公司的战略转变已初见成效, 未来产品升级有望带动单车均价继续上升, 基于盈利预测的上调, 我们将公司目标价上调至12元 (原9元), 对应公司2013~15E PE分别为15x/11x/9x。该目标价的推导是基于瑞银VCAM模型 (WACC为9.7%)。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	30,474	29,128	37,026	43,120	47,105
息税前利润 (UBS)	425	235	960	1,485	1,804
净利润 (UBS)	618	495	1,031	1,429	1,740
每股收益 (UBS, Rmb)	0.48	0.38	0.80	1.11	1.35
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.15	0.11	0.23	0.32	0.39

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	1.7	0.8	2.6	3.4	3.8
ROIC (EBIT) %	14.4	7.4	42.6	90.0	144.7
EV/EBITDA (core) x	6.6	4.1	3.9	2.4	1.6
市盈率 (UBS) (x)	37.3	15.0	12.2	8.8	7.3
净股息收益率 (%)	1.4	1.9	2.4	3.3	4.0

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
 估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2013年09月17日20时26分的股价 (Rmb9.79) 得出;

邹天龙

 分析师
 S1460512070001
 tianlong.zou@ubssecurities.com
 +86-105-832 8775

陈实

 分析师
 S1460511070002
 shi.chen@ubssecurities.com
 +86-213-866 8854

公司战略转变：轻规模、重效益

从2013年开始，公司的战略方向发生转变，从原来的一味扩大投资以追求规模，转变为以效益为主、以提升毛利率为核心，具体到执行层面主要体现在以下几点：

- 对现有产品进行全面升级换代，提升产品结构和单车均价；
- 着力控制成本和费用，通过灵活性定价降低采购成本；
- 大力开发高毛利率新产品。

新车规划：升级换代是主旋律，着力提升产品结构

- **瑞风S5：明年有望量价齐升。**今年3月份瑞风全新SUV S5正式上市，目前在售的主要是2.0L 手动版，现在的月均销量约为4000台；我们预计瑞风S5在2014年初将推出2.0T 自动挡以及1.5T GDI版本；其中，1.5T GDI版本将是公司未来重点销售的车型，该发动机是江淮完全自主开发，动力性能要好于目前的2.0L发动机，但油耗却可降低20%以上；由于1.5T GDI版本的车型比目前在售车型具备更高的价格和基本持平的成本，我们预计届时S5有望实现量价齐升，月均销量将达到8000，单车利润进一步提升；
- **高端MPV M5：高端占比逐渐提升。**公司今年5月份正式推出中高端MPV瑞风M5，该车型在内饰和配置方面做了全面的整改和升级，同时销售价格提升至16~20万区间（现有瑞风祥和版定价约为12万左右，瑞风时光版定价约为10万左右）；目前M5的销售占比已经升至10%左右，公司预计未来有望进一步升至20%；
- **和悦：RS占据半壁江山，即将推出A30和A20。**和悦RS对内饰进行了全面升级，价格也相对原有车型有所提升，目前销量已经占到和悦销量的60%左右；此外，我们预计和悦A30将在10月份正式上市销售，该车型定位于和悦与同悦之间，而同悦的换代车型A20也计划于明年上半年正式推出，以逐步完成对老车型的替换；
- **轻卡：顺应轻卡行业的高端化需求，市场份额进一步上升。**公司的轻卡产品也逐步走产品升级及高端化路线，其中，中高端品牌帅铃轻卡今年推出了第三代产品，产品性能和内部舒适度远好于前两代产品，市场反馈良好，消费接受程度很高，公司将逐步替换一代和二代产品；借此产品升级契机，公司轻卡市场份额获得了大幅提升，今年销量增速有望超过20%，远高于行业平均的5%；

综合以上，我们预计江淮汽车2013年汽车总销量有望达到54.8万辆，同比增长22%，其中，轻卡23.8万辆、重卡3.2万辆、轿车14.5万辆、MPV 6万辆、SUV 4.2万辆、客车底盘2.7万辆。此外，我们预计公司2014、2015年汽车总销量将达到62.6万辆和68万辆，分别同比增长14.3%和8.7%。（详见表1）

表1:江淮汽车销量预测

销量(千辆)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
轻卡	190.0	191.8	238.0	249.9	262.4
重卡	34.3	26.7	32.0	35.2	38.0
卡车合计	224.4	218.5	270.0	285.1	300.4
客车底盘	25.6	26.1	27.0	28.4	29.8
多功能性商用车	0.0	2.9	4.0	4.6	5.1
商用车合计	249.9	247.5	301.0	318.1	335.2
轿车	145.9	138.3	145.0	166.8	183.4
MPV	59.5	54.0	60.0	66.0	71.3
SUV	11.2	9.1	42.0	75.6	90.7
狭义乘用车合计	216.5	201.3	247.0	308.4	345.4
销量合计	466.5	448.8	548.0	626.4	680.7
YoY%	5.4%	-3.8%	22.1%	14.3%	8.7%

数据来源: CAAM、瑞银证券估算

盈利预测调整

考虑到S5自动挡以及1.5T GDI版本的推出,我们大幅上调了瑞风S5 2014~15年的销量预测至7.6万辆和9.1万辆;此外,基于对公司产品结构升级趋势的判断,我们将公司各个产品的ASP预测进行了不同幅度上调(详见表2)。最终,我们将公司2013~15年EPS预测上调至0.80、1.11、1.35元(原预测为0.73、0.81、0.94元)。

表2:核心假设变化

销量(千辆)	2013E			2014E			2015E		
	New	Old	变化	New	Old	变化	New	Old	变化
轻卡	238.0	235.0	1.3%	249.9	246.8	1.3%	262.4	259.1	1.3%
重卡	32.0	32.0	0.0%	35.2	35.2	0.0%	38.0	38.0	0.0%
卡车合计	270.0	267.0	1.1%	285.1	282.0	1.1%	300.4	297.1	1.1%
客车底盘	27.0	27.0	0.0%	28.4	28.4	0.0%	29.8	29.8	0.0%
多功能性商用车	4.0	4.0	0.0%	4.6	4.6	0.0%	5.1	5.1	0.0%
商用车合计	301.0	298.0	1.0%	318.1	314.9	1.0%	335.2	331.9	1.0%
轿车	145.0	140.0	3.6%	166.8	161.0	3.6%	183.4	177.1	3.6%
MPV	60.0	60.0	0.0%	66.0	66.0	0.0%	71.3	71.3	0.0%
SUV	42.0	42.0	0.0%	75.6	60.9	24.1%	90.7	73.1	24.1%
狭义乘用车合计	247.0	242.0	2.1%	308.4	287.9	7.1%	345.4	321.5	7.5%
销量合计	548.0	540.0	1.5%	626.4	602.8	3.9%	680.7	653.4	4.2%
ASP(千元)									
轻卡	53.9	53.3	1.0%	54.7	54.1	1.0%	55.2	54.7	1.0%
重卡	92.3	92.3	0.0%	93.6	93.6	0.0%	94.6	94.6	0.0%
轿车	52.0	50.5	3.0%	51.7	50.2	3.0%	51.5	50.0	3.0%
MPV	91.8	90.9	1.0%	91.3	90.4	1.0%	90.9	90.0	1.0%
SUV	91.0	90.1	1.0%	90.5	89.6	1.0%	90.1	89.2	1.0%
客车底盘	78.6	77.8	1.0%	78.6	77.8	1.0%	78.6	77.8	1.0%
多功能性商用车	146.2	146.2	0.0%	146.2	143.2	2.0%	146.2	141.8	3.1%

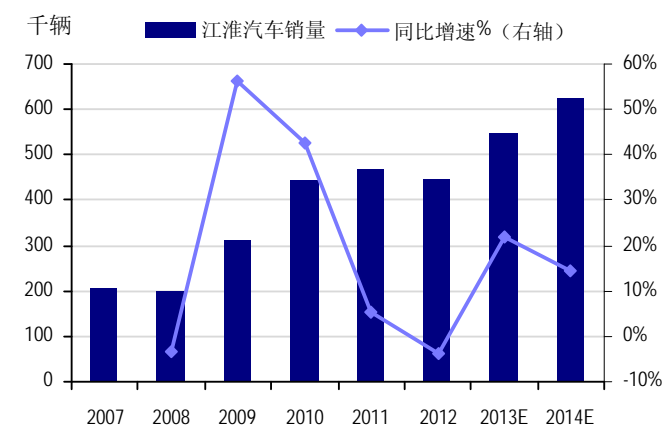
数据来源: 瑞银证券估算

表3:公司利润表

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	20,092	29,704	30,474	29,128	37,026	43,120
YoY		47.8%	2.6%	-4.4%	27.1%	16.5%
营业成本	17,179	25,124	26,438	24,802	30,901	35,712
毛利	2,913	4,580	4,036	4,326	6,125	7,408
期间费用	2,539	3,388	3,611	4,084	5,165	5,923
EBIT	373	1,192	425	242	960	1,485
YoY		219.1%	-64.4%	-43.1%	297.3%	54.7%
财务费用	(4)	(29)	(86)	(47)	(62)	(102)
投资收益	3	39	34	20	0	0
其他收益	43	103	161	250	125	129
税前利润	424	1,363	706	551	1,147	1,715
所得税	81	186	81	47	96	257
少数股东损益	6	14	7	10	21	29
净利润	336	1,163	618	495	1,031	1,429
YoY		246.3%	-46.9%	-19.9%	108.3%	38.7%
基本每股收益	0.26	0.90	0.48	0.38	0.80	1.11
比率分析:						
毛利率	14.5%	15.4%	13.2%	14.9%	16.5%	17.2%
期间费用率	12.6%	11.4%	11.8%	14.0%	13.9%	13.7%
营业利润率	1.9%	4.0%	1.4%	0.8%	2.6%	3.4%
税前利润率	2.1%	4.6%	2.3%	1.9%	3.1%	4.0%
有效税率	19.2%	13.7%	11.5%	8.5%	8.4%	15.0%
净利润率	1.7%	3.9%	2.0%	1.7%	2.8%	3.3%

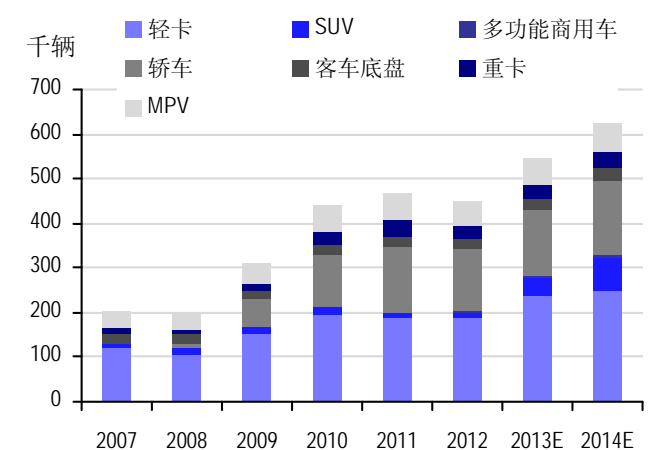
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图1:江淮汽车销量以及同比增速



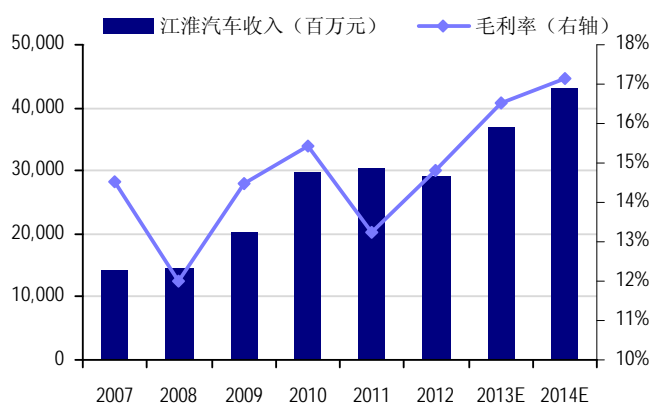
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图2:江淮汽车产品组合



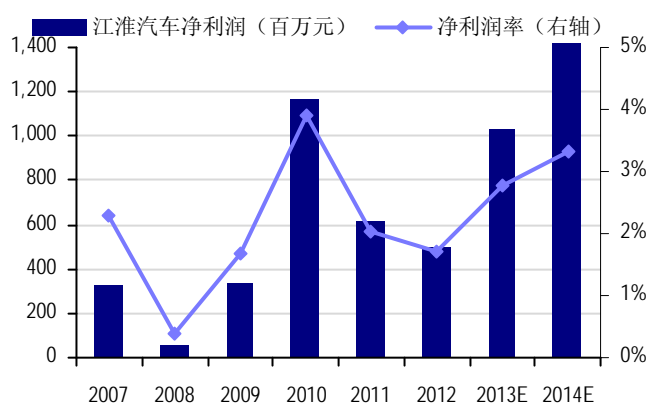
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图3:江淮汽车收入及毛利率趋势



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图4:江淮汽车净利润及净利润率趋势



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

乐观/悲观情景分析

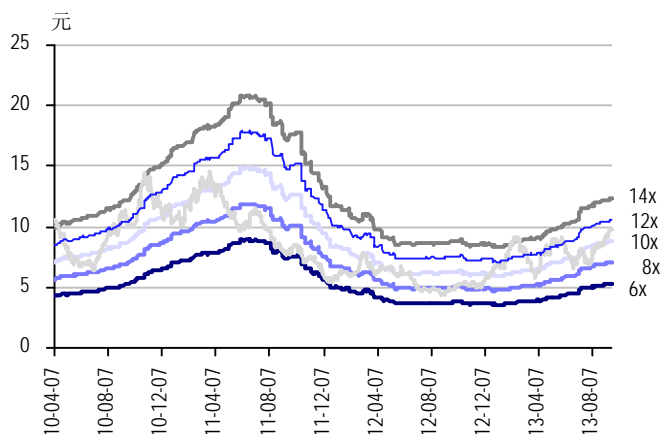
乐观情景：在较为乐观的假设下，我们预计瑞风S5的月均销量有望达到1万辆，2014年全年销量有望达到12万辆，在此假设下，我们估算公司2014年EPS有望达到1.33元，比我们当前的预测高20%，对应每股估值约为14.6元（基于11x 2014E PE）。

悲观情景：在较为悲观的假设下，我们预计瑞风S5的月均销量可能仅为4000辆，2014年全年销量仅为4.8万辆，在此假设下，我们估算公司2014年EPS约为0.97元，比我们当前的预测低13%，对应每股估值约为8.73元（基于下调的9x 2014E PE）。

估值以及目标价的推导

基于盈利预测的上调，我们将公司的目标价由原来的9元上调至12元，该目标价对应公司2013~15E PE分别为15x/11x/9x，该估值水平略高于A股汽车行业的平均水平（汽车行业2013/14E PE分别为14x/10x），因为我们预期公司未来三年的利润增速远高于行业，因此公司享有一定的估值溢价是合理的；我们的目标价的推导是基于瑞银VCAM模型（WACC为9.7%）。

图5:江淮汽车PE Band



数据来源：Bloomberg

表4:全球汽车行业估值表

Company	Ticker	Price	Price\$	PE		PB		ROE(%)	
				2013E	2014E	2013E	2014E	2012E	2013E
上汽集团	600104 CH Equity	14.07	2.3	6.6	5.8	1.1	1.0	18.8	16.5
悦达投资	600805 CH Equity	10.39	1.7	7.1	6.1	1.7	1.4	28.7	23.1
江淮汽车	600418 CH Equity	9.79	1.6	13.6	10.4	1.8	1.6	9.9	14.2
长城汽车	601633 CH Equity	47.37	7.7	17.4	13.8	5.0	3.8	25.9	30.8
长安汽车	000625 CH Equity	10.42	1.7	14.9	10.7	2.6	2.1	9.3	16.8
一汽轿车	000800 CH Equity	14.49	2.4	17.3	11.8	2.6	2.1	-3.8	13.2
广汽集团	601238 CH Equity	8.44	1.4	22.0	13.2	1.6	1.5	5.3	8.2
Geely Auto	175 HK Equity	4.15	0.5	13.6	11.6	1.8	1.5	17.3	18.2
Dongfeng Motor	489 HK Equity	11.38	1.5	9.9	9.2	1.2	1.1	16.9	16.9
Brilliance China	1114 HK Equity	12.48	1.6	18.9	15.6	3.7	2.9	28.8	28.4
Guangzhou Automobile	2238 HK Equity	8.68	1.1	22.3	15.2	1.3	1.2	5.7	7.9
Great Wall Motor	2333 HK Equity	43.25	5.6	16.6	13.9	3.8	3.0	28.4	30.9
Nissan	7201 JP Equity	993.00	10.0	12.4	9.0	1.2	1.0	11.3	10.3
Toyota	7203 JP Equity	6240.00	62.9	21.8	11.0	1.7	1.5	2.7	8.4
Daihatsu Motor	7262 JP Equity	1955.00	19.7	10.6	9.2	1.7	1.5	13.6	17.1
Honda	7267 JP Equity	3795.00	38.2	17.3	10.9	1.4	1.2	5.3	8.8
Suzuki Motor	7269 JP Equity	2236.00	22.5	16.5	12.0	1.2	1.0	5.9	7.5
Fuji Heavy Ind.	7270 JP Equity	2571.00	25.9	20.7	11.7	3.7	2.7	10.6	19.7
Volkswagen	VOW GR Equity	175.35	234.1	8.3	7.1	1.0	0.9	26.8	12.5
Volkswagen Pref	VOW3 GF Equity	180.86	241.5	8.5	7.4	1.0	0.9	26.8	12.5
Daimler	DAI GR Equity	57.10	76.2	12.1	10.4	1.3	1.2	12.5	12.1
BMW	BMW GF Equity	79.37	106.0	10.1	9.7	1.5	1.4	17.7	16.1
Renault	RNO FP Equity	58.45	78.0	10.2	6.2	0.7	0.6	7.9	5.9
Fiat	F IM Equity	6.09	8.1	19.4	10.6	0.7	0.6	4.2	5.1
General Motors	GM US Equity	36.22	36.2	10.6	8.0	1.5	1.3	21.1	18.3
Ford	F US Equity	17.35	17.4	11.2	9.8	3.1	2.5	31.0	33.9
A share average				14.1	10.3	2.4	1.9	13.5	17.5
H Share average				16.3	13.1	2.4	1.9	19.4	20.5
Japan average				16.5	10.6	1.8	1.5	8.2	12.0
EU average				11.4	8.6	1.0	0.9	16.0	10.7
US average				10.9	8.9	2.3	1.9	26.0	26.1
Global auto average				13.9	10.1	1.9	1.6	15.6	16.1

数据来源: Bloomberg, 数据截止2013-09-17, 估值基于市场一致预期。

表 5:江淮汽车瑞银VCAM估值摘要

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	960	1,485	1,804	2,113	2,435	2,643	2,398	2,103	1,756	1,354
折旧及摊销*	1,222	1,368	1,538	1,728	1,898	1,762	1,802	1,836	1,862	1,880
资本支出	(1,729)	(1,729)	(2,151)	(2,070)	(1,670)	(2,349)	(2,476)	(2,604)	(2,731)	(2,858)
运营资本变动	596	869	561	579	545	527	697	726	754	781
所得税(营运)	(80)	(223)	(271)	(317)	(365)	(396)	(360)	(315)	(263)	(203)
其他	(790)	(609)	(398)	(399)	(379)	(384)	(396)	(408)	(417)	(426)
自由现金流	179	1,160	1,083	1,634	2,464	1,802	1,665	1,339	961	528
增长		549.3%	-6.7%	50.9%	50.8%	-26.9%	-7.6%	-19.6%	-28.2%	-45.0%

估值	
明计现金流现值	8,189
期末价值(第10年)现值	5,258
企业价值	13,447
占永续价值百分比	39%
联营公司及其他	466
-少数股东权益	177
现金盈余**	2,352
-债务***	1,547
权益价值	14,542
已发行股数[m]	1,288.7
每股权益价值(Rmb/股)	11.30
权益成本	9.7%
股息收益率	3.0%
1年期目标价(Rmb/股)	12.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	6.0%	5.0%	3.0%
息税前利润率	1.8%	2.0%	1.0%
资本支出/销售收入	3.8%	3.0%	3.0%
投资资本回报率	12.7%	11.7%	5.1%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值/息税折旧摊销前利润	6.2x	4.7x	5.1x
企业价值/息税前利润	14.0x	9.1x	10.1x
自由现金流收益率	1.3%	8.6%	6.5%
市盈率(现值)	14.1x	10.2x	11.1x
市盈率(目标)	15.0x	10.8x	11.8x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.70%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.21
债务/权益比	12.2%
边际税率	25.0%
权益成本	9.7%
债务成本	5.3%
WACC	9.7%

期末假设值	
VCH(年数)	10
对应的自由现金流增长	5.9%
投资资本回报率增幅	10.4%
企业价值/息税折旧摊销前利润	3.7x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

资料来源: 瑞银证券估算

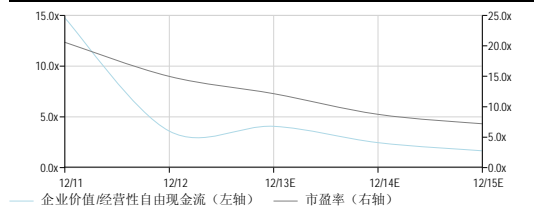
损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	14,725	20,092	29,704	30,474	29,128	37,026	27.1	43,120	16.5	47,105	9.2
营业费用 (不含折旧)	(14,200)	(18,966)	(27,707)	(29,253)	(28,037)	(34,843)	24.3	(40,267)	15.6	(43,763)	8.7
息税折旧摊销前利润 (UBS)	524	1,126	1,997	1,221	1,091	2,182	100.0	2,853	30.7	3,342	17.1
折旧	(492)	(753)	(805)	(796)	(857)	(1,222)	42.7	(1,368)	11.9	(1,538)	12.4
营业利润 (息税前利润, UBS)	32	373	1,192	425	235	960	308.9	1,485	54.7	1,804	21.5
其他盈利和联营公司盈利	16	46	142	195	270	125	-53.7	129	2.9	129	0.0
净利息	(26)	4	29	86	47	62	32.5	102	64.1	155	52.6
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	23	424	1,363	706	551	1,147	108.0	1,715	49.5	2,088	21.7
税项	37	(81)	(186)	(81)	(47)	(96)	105.3	(257)	168.5	(313)	21.7
税后利润	60	342	1,176	625	505	1,051	108.3	1,458	38.7	1,774	21.7
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(3)	(6)	(14)	(7)	(10)	(21)	105.3	(29)	38.7	(35)	21.7
净利润 (本地会计准则)	57	336	1,163	618	495	1,031	108.3	1,429	38.7	1,740	21.7
净利润 (UBS)	57	336	1,163	618	495	1,031	108.3	1,429	38.7	1,740	21.7
税率 (%)	0	19	14	12	8	8	-1.3	15	79.6	15	0.0
不计非正常项目税率 (%)	0	19	14	12	8	8	0.0	15	79.6	15	0.0
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.04	0.26	0.90	0.48	0.38	0.80	108.3	1.11	38.7	1.35	21.7
每股收益 (UBS)	0.04	0.26	0.90	0.48	0.38	0.80	108.3	1.11	38.7	1.35	21.7
每股股息净值	0.01	0.10	0.20	0.15	0.11	0.23	110.5	0.32	38.7	0.39	21.7
每股现金收益	0.43	0.84	1.53	1.10	1.05	1.75	66.7	2.17	24.2	2.54	17.2
每股账面净值	3.11	3.35	4.17	4.44	4.65	5.34	14.9	6.21	16.5	7.24	16.6
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	4,711	5,297	5,747	5,722	6,775	6,940	2.4	7,168	3.3	7,756	8.2
无形固定资产净值	370	506	805	804	871	1,156	32.6	1,259	9.0	1,270	0.8
净营运资本 (包括其他资产)	(506)	(3,506)	(4,160)	(2,246)	(4,298)	(5,235)	21.8	(6,287)	20.1	(6,971)	10.9
其他负债	(125)	(196)	(292)	(437)	(851)	(851)	0.0	(851)	0.0	(851)	0.0
运营投入资本	4,450	2,100	2,100	3,843	2,497	2,009	-19.5	1,290	-35.8	1,204	-6.6
投资	23	26	39	44	466	466	0.0	466	0.0	466	0.0
运用资本总额	4,473	2,126	2,139	3,887	2,964	2,476	-16.5	1,756	-29.1	1,670	-4.9
股东权益	4,005	4,323	5,371	5,723	5,987	6,876	14.9	8,009	16.5	9,337	16.6
少数股东权益	74	109	122	161	162	183	12.7	211	15.6	246	16.4
总股东权益	4,079	4,432	5,493	5,883	6,149	7,059	14.8	8,220	16.4	9,583	16.6
净债务 / (现金)	394	(2,306)	(3,354)	(1,996)	(3,185)	(4,583)	43.9	(6,464)	41.0	(7,912)	22.4
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	4,473	2,126	2,139	3,887	2,964	2,476	-16.5	1,756	-29.1	1,670	-4.9
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	32	373	1,192	425	235	960	308.9	1,485	54.7	1,804	21.5
折旧	492	753	805	796	857	1,222	42.7	1,368	11.9	1,538	12.4
营运资本变动净值	(63)	2,090	(525)	(2,195)	1,447	980	-32.3	1,076	9.8	695	-35.4
其他 (经营性)	94	218	245	241	456	71	-84.4	26	-64.1	(30)	-
经营性现金流 (税前/息前)	555	3,434	1,717	(734)	2,994	3,233	8.0	3,954	22.3	4,007	1.3
收到 / (支付) 利息净值	(26)	4	29	86	47	62	32.5	102	64.1	155	52.6
已付股息	(103)	(15)	(129)	(258)	(193)	(141)	-27.00	(297)	110.48	(412)	38.68
已缴付税项	37	(81)	(186)	(81)	(47)	(96)	105.3	(257)	168.5	(313)	21.7
资本支出	(1,089)	(672)	(416)	(464)	(619)	(1,729)	179.4	(1,729)	0.0	(2,151)	24.4
并购/处置净值	(18)	(6)	(307)	299	(1,139)	0	-	0	-	0	-
其他	34	93	187	336	353	173	-51.0	209	20.5	256	22.7
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(622)	2,717	766	(1,003)	1,136	1,398	23.0	1,881	34.5	1,448	-23.0
外汇/非现金项目	(40)	(17)	282	(354)	53	0	-	0	-	0	-81.4
资产负债表净债务增加/减少	(662)	2,700	1,048	(1,358)	1,189	1,398	17.6	1,881	34.5	1,448	-23.0
核心息税折旧摊销前利润	524	1,126	1,997	1,221	1,091	2,182	100.0	2,853	30.7	3,342	17.1
维护资本支出	(218)	(134)	(83)	(93)	(124)	(331)	167.8	(331)	0.0	(416)	25.5
维护营运资本净支出	(13)	418	(105)	(439)	289	196	-32.3	215	9.8	139	-35.4
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	294	1,410	1,809	689	1,257	2,047	62.8	2,737	33.7	3,065	12.0

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

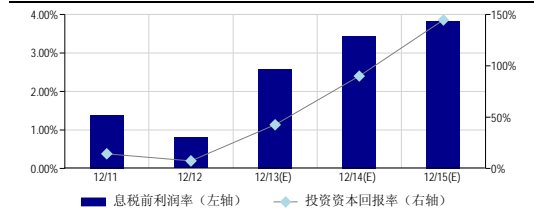
公司概况

江淮汽车从事轻卡、重卡、轿车、SUV、MPV 和汽车相关零部件的设计、研发、生产和销售。公司主要产品包括 JAC 品牌系列轻卡、重卡，瑞鹰 SUV、瑞风 MPV 以及同悦、宾悦、悦悦品牌系列轿车。公司同时还专注于出口市场。

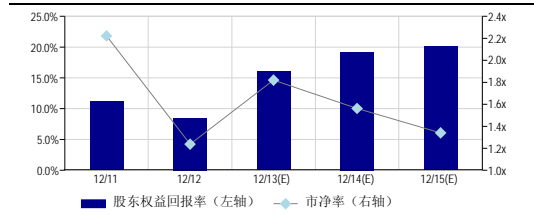
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



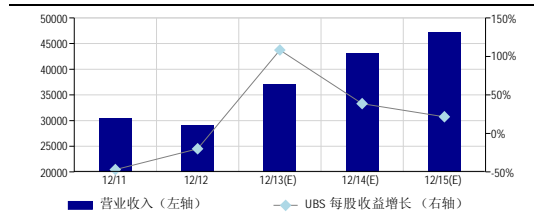
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	37.3	20.6	15.0	12.2	8.8	7.3
市盈率 (UBS)	37.3	20.6	15.0	12.2	8.8	7.3
股价/每股现金收益	8.2	9.0	5.5	5.6	4.5	3.8
净股息收益率 (%)	1.4	1.5	1.9	2.4	3.3	4.0
市净率	1.9	2.2	1.2	1.8	1.6	1.4
企业价值/营业收入 (核心)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	6.6	8.3	4.1	3.9	2.4	1.6
企业价值/息税前利润 (核心)	17.3	23.9	19.2	8.8	4.6	2.9
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	7.2	14.7	3.6	4.1	2.5	1.7
企业价值/运营投入资本	2.5	3.4	1.4	3.7	4.1	4.2

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	12,714	7,409	12,617	12,617	12,617
+ 少数股东权益	161	162	183	211	246
+ 平均净债务 (现金)	(2,675)	(2,591)	(3,884)	(5,524)	(7,188)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(44)	(466)	(466)	(466)	(466)
核心企业价值	10,156	4,514	8,449	6,838	5,208

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	18.6	2.6	-4.4	27.1	16.5	9.2
息税折旧摊销前利润 (UBS)	20.1	-38.9	-10.6	100.0	30.7	17.1
息税前利润 (UBS)	64.6	-64.4	-44.7	NM	54.7	21.5
每股收益 (UBS)	71.6	-46.9	-19.9	108.3	38.7	21.7
每股现金收益	25.2	-28.2	-4.4	66.7	24.2	17.2
每股股息净值	73.8	-25.0	-27.0	110.5	38.7	21.7
每股账面净值	10.6	6.6	4.6	14.9	16.5	16.6

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	4.7	4.0	3.7	5.9	6.6	7.1
息税前利润/营业收入	1.7	1.4	0.8	2.6	3.4	3.8
净利润 (UBS) /营业收入	1.9	2.0	1.7	2.8	3.3	3.7

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	14.4	14.3	7.4	42.6	NM	NM
税后投资资本回报率	-	12.6	6.8	39.0	NM	NM
净股东权益回报率	10.6	11.1	8.5	16.0	19.2	20.1

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	3.5	3.2	3.5	3.5	3.5	3.5
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	29.5	31.3	28.5	28.8	28.8	28.8
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	7.9	10.3	9.2	16.4	26.1	NM
营业收入/固定资产	4.2	4.7	4.1	4.7	5.2	5.4
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	2.4	1.6	5.4	2.1	1.8	1.7
资本支出/营业收入 (%)	2.6	1.5	2.1	4.7	4.0	4.6
资本支出/折旧	0.9	0.6	0.7	1.4	1.3	1.4

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(41.1)	(34.9)	(53.2)	(66.7)	(80.7)	(84.7)
净债务/(净债务 + 权益)	(69.8)	(53.6)	NM	NM	NM	NM
净债务 (核心) /企业价值	(23.0)	(26.3)	(57.4)	(46.0)	(80.8)	NM

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年09月17日20时26分的股价 (Rmb9.79) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

邹天龙

分析师

S1460512070001

lianlong.zou@ubssecurities.com

+86-105-832 8775

陈实

分析师

S1460511070002

shi.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8854

■ 江淮汽车

江淮汽车从事轻卡、重卡、轿车、SUV、MPV和汽车相关零部件的设计、研发、生产和销售。公司主要产品包括JAC品牌系列轻卡、重卡，瑞鹰SUV、瑞风MPV以及同悦、宾悦、悦悦品牌系列轿车。公司同时还专注于出口市场。

■ 风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：（1）宏观经济增长放缓，导致对商务用MPV需求下滑，公司瑞风销量不达预期；（2）我们预计公司乘用车的产能扩张项目将于2013年投产，届时如果销量增长不达预期，我们担心固定成本增加将给利润率带来压力；（3）全球经济增长的不确定性，导致公司出口下滑。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	45%	35%
中性	持有/中性	44%	37%
卖出	卖出	10%	22%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR) : 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 邹天龙; 陈实。

涉及报告中提及的公司的披露

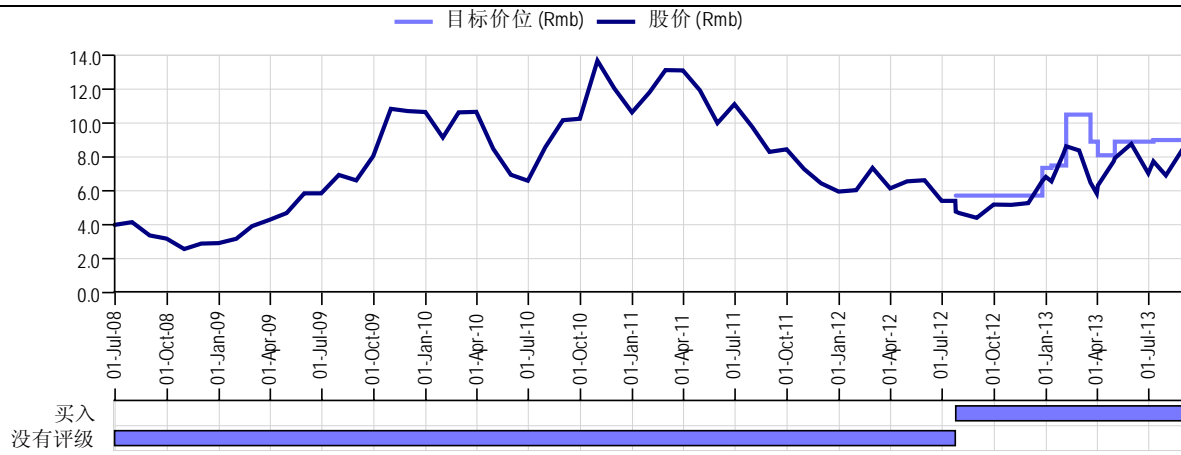
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
江淮汽车	600418.SS	买入	不适用	Rmb9.71	2013年09月16日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

江淮汽车 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年9月16日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可不在发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用 and 解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场监管局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:**由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。意大利:由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:**由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:**由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 033/11/2012和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发行人。**澳大利亚:**由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码:+912261556000 SEBI 注册号:NSE 现金交易:INB230951431, NSE 期货与期权:INF230951431; BSE 现金交易:INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。©UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。