

江铃汽车

公司研发和资本开支投入或进入尾声，业绩有望进入加速上升期，上调至“买入”

收入有望增加：14、15年轻型商用车应助公司业绩增长，SUV 或成为亮点

乘用车方面，13年投入到市场的驭胜 SUV 和 15年福特计划引入的大型 SUV 应将提升公司在 SUV 细分市场中的竞争力。商用车方面，行业：我们认为轻客、轻卡 14/15年增速为 13%/10%、11%/8%，由于：1) 城镇化对客流运输的需求；2) 城市物流的需求；3) 农村经济发展。公司：我们认为轻客、轻卡 14/15年销量增速有望高于行业，实现 15.9%/16.1%、12.6%/15.4%，由于：1) 新产品投放；2) 国 IV 排放法规升级；3) 产品定位于高端市场。

支出有望减少：公司研发费用和资本性支出 14年或进入尾声

公司 10 年以来进入了研发投入密集期，13 年公司研发费用占营业收入比为 5.7%，在行业中处于较高的水平；从目前重要项目完工程度来看，新产品（福特引进 SUV 和新一代全顺）投放市场的时间约为 15 年，我们预计公司 14 年研发费用占收入比将会有所下降。同时，10 年以来高资本支出带来的产能扩张和新产品上市，有望使得 14-15 年进入业绩加速上升期。

外方支持：福特持续增持江铃 B 股，表明其对公司未来发展的信心

福特对公司持股比例由 12 年底的 30% 上升至 32%，表明福特看好公司未来的盈利能力和发展前景。福特有占江铃总股本 5.5% 的优先购买权仍未行使，我们认为福特有可能进一步增持江铃股票。

估值：上调至“买入”，目标价 30 元

我们将公司 14/15/16 年的 EPS 预测从 2.09/2.12/2.44 元上调到 2.36/3.17/4.00 元，基于瑞银 VCAM 模型（WACC 为 7.6%），上调目标价至 30 元（之前为 27.25），我们将公司评级由“中性”上调到“买入”。

Equities

中国
汽车制造业

12 个月评级	买入		
	之前：中性		
12 个月目标价	Rmb30.00		
	之前：Rmb27.25		
股价	Rmb23.52		
路透代码：000550.SZ 彭博代码 000550 CH			
交易数据和主要指标			
52 周股价波动范围	Rmb27.78-14.90		
市值	Rmb20.3 十亿/US\$3.27 十亿		
已发行股本	863 百万 (ORDA)		
流通股比例	27%		
日均成交量(千股)	1,782		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb42.9		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb10.9 十亿		
市净率 (12/14E)	1.9x		
净债务 / EBITDA	NM		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	% 市场预测
12/14E	2.09	2.36	12.96
12/15E	2.12	3.17	49.66
12/16E	2.44	4.00	64.25

陈实

分析师

S1460511070002

shi.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8854

邹天龙

分析师

S1460512070001

tianlong.zou@ubssecurities.com

+86-105-832 8775

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	17,457	17,475	20,890	24,984	33,763	42,767	52,721	59,886
息税前利润(UBS)	1,864	1,504	1,544	2,020	2,786	3,560	5,712	6,160
净利润 (UBS)	1,871	1,517	1,698	2,040	2,734	3,456	5,409	5,909
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	2.17	1.76	1.97	2.36	3.17	4.00	6.27	6.85
每股股息 (Rmb)	0.86	0.70	0.79	0.95	1.27	1.61	2.51	2.75
现金 / (净债务)	(7)	(6)	(6)	353	3,012	7,250	13,079	18,452
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	10.7	8.6	7.4	8.1	8.3	8.3	10.8	10.3
ROIC (EBIT) (%)	27.3	22.3	20.3	20.5	24.1	25.8	33.5	29.3
EV/EBITDA(core)x	7.4	5.8	4.4	4.7	2.8	3.5	2.3	2.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	11.6	10.9	9.0	10.0	7.4	5.9	3.8	3.4
权益 FCF (UBS) 收益率 %	0.5	5.1	13.2	4.9	15.7	23.8	34.0	34.4
净股息收益率(%)	3.4	3.7	4.4	4.0	5.4	6.8	10.7	11.7

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 2014 年 04 月 01 日 18 时 26 分的股价(Rmb23.52)得出；

投资主题

江铃汽车

投资理由

我们预计江铃 14 年的业绩增速可达 19.8%左右，我们的判断主要基于：1) 我们看好 13 年投入市场的驭胜 SUV 和 15 年即将从福特引入的大型 SUV 将提升公司在 SUV 细分市场上的份额和竞争力；2) 高端产品福特全顺轻客全年保持 16%左右的增长；3) 由于高端车型销量增速较快，使得公司整体毛利率有望提升至 26%左右。我们预计公司 14 年研发费用占收入比将会有所下降，公司的净利率有望提升，上调公司至“买入”评级。我们预计公司 2014 年净利润是 20.4 亿元，14/15/16 年的 EPS 为 2.36/3.17/4.00 元，对应的增速分别为 20%/34%/26%。

乐观情景

若 2014 年公司在轻客市场占有率超预期进一步提升至 22%，使得 2014 年全年福特全顺的销量实现 41.6% 的增长，在这样的情形下，我们预计公司 2014 年 EPS 为 3.03 元，对应每股估值约为 38 元。

悲观情景

若行业竞争的加剧使得福特全顺在高端轻客市场的占有率降低，我们预计 2014 年福特全顺的增长率可能为 -3.4%。在这种情形下，我们预计公司 2014 年 EPS 为 1.86 元，对应每股估值约为 24 元。

近期催化剂

14 年上半年，公司计划推出自动挡 SUV 车型驭胜；

15 年上半年，公司计划从福特引入大型 SUV。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb30.00

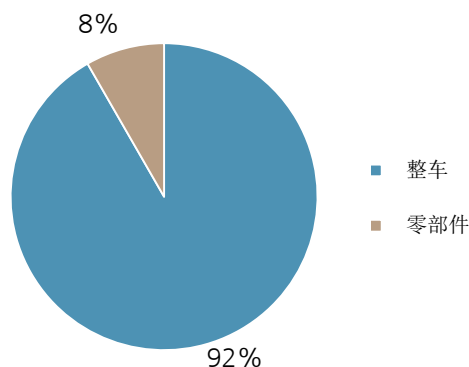
公司简介

江铃汽车是中国汽车行业成长最快的制造商和商用车行业最大的企业之一。公司产品包括“全顺”商用车、“凯运”轻卡、“宝典”皮卡和“宝威”多功能越野车。公司自主品牌的宝典皮卡销量自 2005 年起就排在国内柴油皮卡首位，凯运及 JMC 轻卡系列继续占据中高档轻卡市场的主导地位。

行业展望

2009-13 年我国 SUV 实现销量复合增速 46%，13 年 SUV 销量占狭义乘用车之比已达 18%，未来仍将有上升空间，未来几年，我们依旧看好中国 SUV 行业，销量有望维持在 20%左右的增长中枢。轻型商用车方面，我们预计未来 2 年中国轻客销量复合增速为 11.5%。主要基于：1) 轻客逐渐成为城市物流主力车型；2) 更多城镇中所使用的专用车来自于轻客的改造。我们预计在未来 2 年中国轻卡销量复合增长率将达到 9.5%，主要基于：1) 新农村建设的开展和传统农用车的升级；2) 二三线城市区域化所带来的城际运输需求。

图表 1: 收入按主营业务分布, 2013 (%)



来源: 公司信息

图表 2: 各类业务的毛利

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
整车	3950	4883	6204	8876	10776
配件	373	476	514	534	541
销售材料	44	9.5	47	54	55
其他	0	-2.3	4	4.2	4
合计	4367	5366	6768	9468	11376

来源: 公司信息、瑞银证券估算

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

目录

14、15 年公司业绩有望加速上涨	4
14 年驭胜 SUV 有望进入盈利期，15 年福特新 SUV 或促公司业绩加速上升5	
14、15 年轻型商用车业务应助公司业绩增长	9
公司研发和资本开支高峰或已进入尾声	13
13 年为研发费用的高峰，研发费用占收入比重或已见顶	13
14 年在建工程有望陆续完工，大规模资本开支或将告一段落	15
预计福特对于江铃的扶持力度将持续加大	16
福特对合资公司的扶持有助于业绩增长	16
由于福特支持，未来 3 年公司产品结构有望逐渐偏向高附加值产品.....	19
估值：上调评级至“买入”，给予目标价 30 元	20

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

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

结论:

14 年, 公司或进入高研发投入和高资本支出的末期; 由于产品结构的改善和产能的释放, 公司业绩有望在 14~16 年进入加速增长期:

- 1) 公司过去几年的高投资将在 14-15 年体现为产能的扩张以及新产品的上市, 这将有力地推动公司 14-15 年产品结构的上移和收入的高增长;
- 2) 公司 13 年的研发费用占收入比或已见顶, 在 14-15 年公司整体净利率水平将有望提升;
- 3) 福特对江铃的持股比例不断加大, 显示其扶持力度有望在未来加强。

14、15 年公司业绩有望加速上涨

瑞银关键假设表

图表 3: 销量假设调整

(辆)	2014E			2015E			2016E		
	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
福特全顺	78,540	64,722	21%	91,194	69,900	30%	108,857	76,890	42%
JMC 轻卡	90,004	78,969	14%	103,908	87,027	19%	109,104	91,379	19%
JMC 皮卡	76,177	72,833	5%	85,210	78,659	8%	89,470	82,592	8%
JMC SUV	25,061	23,554	6%	55,318	29,082	90%	84,313	32,282	161%
合计	269,782	240,078	12%	335,630	264,669	27%	391,743	283,142	38%

来源: 瑞银证券估算

图表 4: 14、15 年公司各类产品销量对业绩的支撑

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量 (辆)							
福特全顺	52,358	58,595	57,177	67,785	78,540	91,194	108,857
JMC 轻卡	66,224	67,916	68,540	79,936	90,004	103,908	109,104
JMC 皮卡	56,439	56,332	65,945	67,604	76,177	85,210	89,470
JMC SUV	3,978	11,745	8,346	14,289	25,061	55,318	84,313
合计	178,999	194,588	200,008	229,614	269,782	335,630	391,743
ASP (元)							
福特全顺	152,000	150,480	151,304	149,791	151,289	155,828	157,386
JMC 轻卡	45,000	44,325	43,217	42,353	43,200	44,496	44,941
JMC 皮卡	60,000	58,200	57,019	55,878	56,437	57,001	56,431
JMC SUV	70,000	73,150	72,419	108,628	111,887	139,858	156,641
营业收入 (百万元)							
福特全顺	7,958	8,817	8,651	10,154	11,882	14,211	17,133
JMC 轻卡	2,980	3,010	2,962	3,385	3,888	4,623	4,903
JMC 皮卡	3,386	3,279	3,760	3,778	4,299	4,857	5,049
JMC SUV	278	859	604	1,552	2,804	7,737	13,207
合计	14,603	15,965	15,978	18,869	22,874	31,428	40,292

来源: 中汽协、瑞银证券估算

瑞银预测对比市场预期

我们对公司 2014 年的盈利预期比市场高约 4%，2015 年比市场高约 5%，2016 年 EPS 预测略高于市场 7%，主要基于以下原因：

- 15 年我们比市场更为看好全顺商用车和驭胜 SUV 的销量增长；
- 16 年我们更为看好福特对公司的扶持力度，以及新投放的大型 7 人座 SUV 在市场上的反响。

图表 5: 瑞银预测对比市场一致预期

	2014E	2015E	2016E
市场一致预期 EPS(元)	2.28	3.02	3.74
瑞银预测 EPS(元)	2.36	3.17	4.00
瑞银对比市场预期	4%	5%	7%

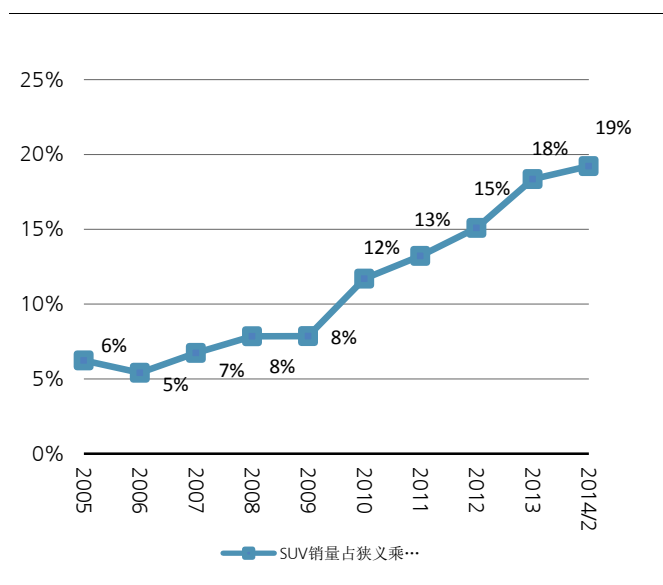
来源: Wind、瑞银证券估算、市场一致预期截至 2014 年 4 月 1 日。

14 年驭胜 SUV 有望进入盈利期，15 年福特新 SUV 或促公司业绩加速上升

SUV 行业：14、15 年行业仍有望延续高增长

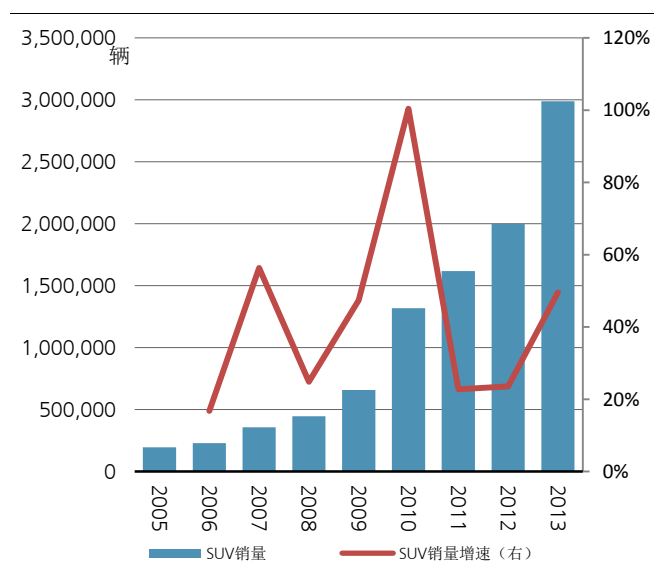
我们认为未来几年中国 SUV 行业依然会维持 20% 左右的增长中枢。市场空间：未来中国的 SUV 占狭义乘用车的比例依然有提升的空间。目前为 18% 左右，而美国市场 SUV（含皮卡）占乘用车比例一度达到过近 40%。需求层面：随着消费者越来越年轻化，以及对汽车个性化需求的提升，乘坐舒适、驾驶安全的 SUV 产品越来越受到市场青睐。

图表 6: 历年来我国 SUV 销量占狭义乘用车之比有着较为明显的提升



来源: 中汽协

图表 7: 历年来我国 SUV 销量增速明显



来源: 中汽协

驭胜 SUV：14、15 年有望实现高增长

驭胜 SUV 的优势在于动力性和空间性。我们选择了同驭胜相类似的哈弗 H5、瑞风 S5 和陆风做比较，从数据上看驭胜在动力性和空间性上明显占优势。

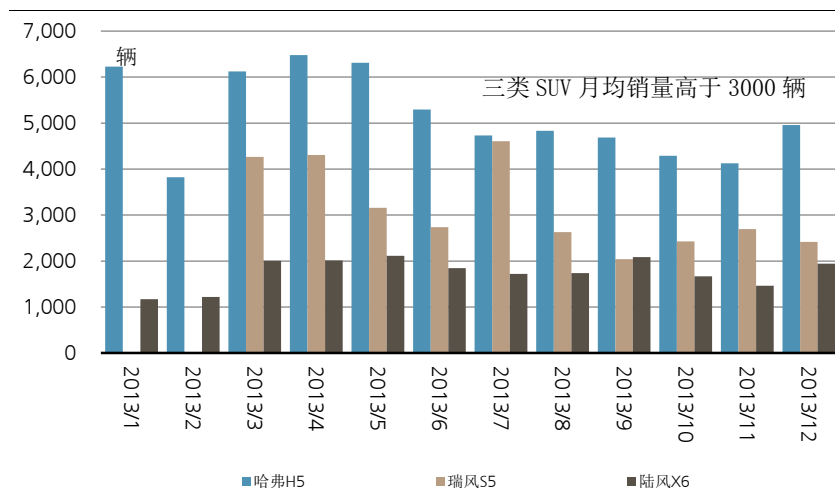
图表 8: 江铃新驭胜和同类车型相比较

车型	官方售价	排量	最大扭矩	变速器	轴距	长宽高	百公里油耗
新驭胜	12.88-17.68	2.0/2.4	250/375	5MT/6AT	2750	4775*1895*1862	8-8.5
陆风 X6	7.98-12.58	2.0/2.8	163/210	5MT	2760	4800*1800*1750	
哈弗 H5	9.48-17.08	2.0/2.4	170/310	5AT/6MT	2700	4650*1800*1755	8.6-10.6
瑞风 S5	8.98-13.58	1.8/2.0	180/265	5/6MT	2645	4475*1840*1670	7.7-8.0
比亚迪 S6	7.99-12.99	2.0/2.4	186/240	4AT/6MT	2720	4810*1855*1680	

来源: 汽车之家

从销量上看，我们预计驭胜 SUV 有可能 14 年销量达到 2.5 万辆左右，并进入盈利阶段。我们综合分析哈弗 H5、瑞风 S5 和陆风 X6 历史销量数据，结合我们对公司新驭胜性能的评估，估计新驭胜至少平均每月能卖出约 2,100 辆。从 14 年 1~2 月的销量数据上看，新驭胜月度销量分别为 2,504 辆和 2,301 辆。

图表 9: 同江铃驭胜相似的车型，平均每月销量均达 3,000 辆以上



来源: 中汽协

我们预计驭胜汽油版上市后 16 年的销量有望达到 6 万辆一年。进入 13 年下半年，驭胜 SUV 单月销量靓丽，9/10/11 单月销量同比分别为 633%/684%/391%，进入 14 年 1/2 月的单月销量同比继续维持高位，分别为 129%/155%，1-2 月累计销售已超过 5 千辆。我们认为，驭胜在 13 年底推出了汽油版的 SUV 推动了销量，我们认为汽油比柴油 SUV 的优势在于：汽油 SUV 不需要预热，在加油方面更加方便，发动机噪音控制更为出色，因此在乘用车市场用户的接受程度更高。

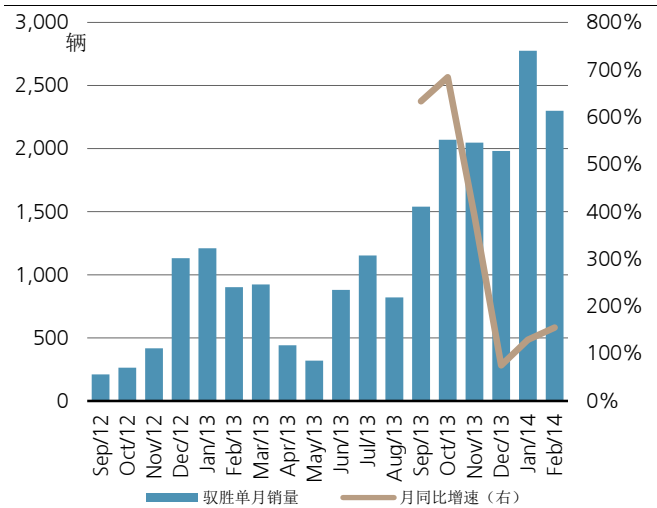
我们预计驭胜 SUV 在 16 年年销量将有望达到 6 万辆，13-16 年销量复合增速有望实现 61%。

图表 10: 驭胜 SUV 汽油 VS 柴油车型的比较

车型	官方售价 (万)	最高车速 (km/h)	最大功率 (kW)	最大扭矩	燃油
驭胜 S350 (汽油)	15.88	165	130	250	93 号汽油
驭胜 S350 (柴油)	16.88	150	92	310	0 号柴油

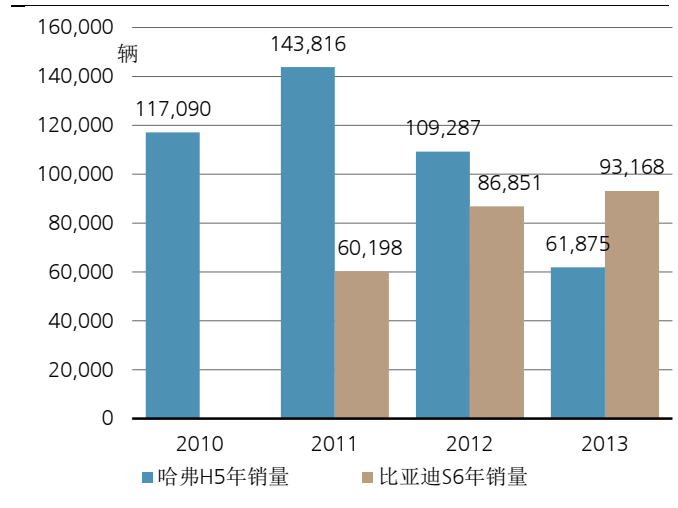
来源: 汽车之家

图表 11: 驭胜 SUV 月度销量及月同比增速



来源: 中汽协

图表 12: 竞争车型年度销量

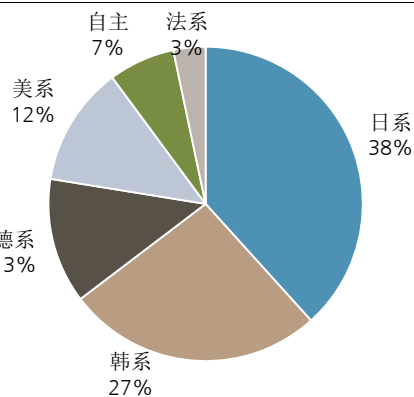


来源: 中汽协

福特 SUV: 投放大型 SUV 有望提升市场份额

美系 SUV 在我国市场份额存在上升空间。目前我国中高端 SUV 销售市场中, 日系、韩系占比较大, 13 年两者占据了约 65% 的市场份额。排在之后的为德系和紧随其后的美系 SUV。美系车若希望扩展在华 SUV 销量的市场份额, 需要投入更具有竞争力的产品同日韩系列产品进行竞争。按照福特的计划, 公司将在 2015 年以前向中国市场投放 15 款全新车型, 力争挽回在华竞争处于相对劣势的局面。

图表 13: 2013 年我国国产 SUV 各派系销售占比情况



来源: 中汽协

我们认为 2015 年江铃汽车将从福特引入 Everest (J08) 7 人座大型 SUV。新款 SUV 为 7 座, 并配备先进的发动机技术, 届时或将在江铃汽车小蓝工厂投产; 福特有望在丰富在华产品线的同时, 凭借新车型中大型 SUV 抢占更多

目前处于上升期的 SUV 国内市场。和相同类型的 SUV 比较，Everest 的优势在于安全性和空间感。

我们预计 Everest 在 15 年中上市，15/16/17 年销量有望实现 1.5/3/5 万辆。福特即将引进的 Everest 在外形上线条圆润且充满力量感；在结构上突出的轮拱、较高的地盘设计且配有车底护板使得它具备了出色的越野性能；在动力方面，汽油版搭载福特最新的 Ecoboost 系列发动机，柴油版搭载福特 PUMA 系列 2.2L TDCI 发动机，最大扭矩达 390Nm，领先同类大型 SUV。

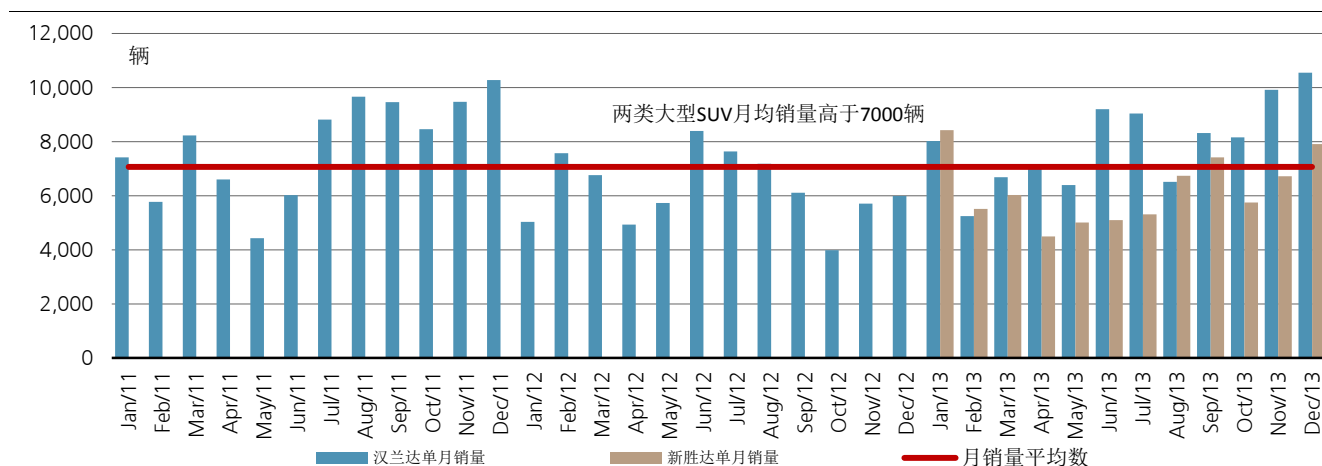
目前大型 SUV 市场中较有代表性的车型有丰田的汉兰达和新胜达，两者进入中国市场以来实现了较为稳定的销量，其中 11-13 年的月均销量约为 7000 辆；而价位较高的普拉多月均销量大约在 1500 辆左右。我们认为福特 Everest 和这三款车型相比具备更高的性价比，投入市场后将更受消费者青睐，考虑到产品投入市场到被消费者逐渐认可期间存在过渡期，我们估计福特 Everest 15/16/17 年实现销量 1.5/3/5 万辆。

图表 14: 福特新投放的大中型 SUV 在市场上的竞争车型

车型	官方售价 (万)	车身结构	排量	最大扭矩	变速器	轴距	长宽高	百公里油耗
Everest*	25-45 (预计)	5 门 7 座 SUV	2499-2953	330/390	6AT MT	2860	5062*1788*1826	
探险者	45.98-51.98 (进口)	5 门 7 座 SUV	3496	354	6AT	2680	5006*2005*1743	10.2
汉兰达	24.88-42.98	5 门 7 座 SUV	2672-3456	252/337	5/6AT MT	2790	4795*1910*1730	9.9-12.1
普拉多	53-69.8	5 门 7 座 SUV	3956	381	5AT MT	2790	4780*1885*1845	
新胜达	21.98-31.18	5 门 7 座 SUV	1998-2359	240	6AT MT	2700	4725*1880*1686	9.7-10.2

来源:汽车之家、注: *为我们预计福特于 15 年向江铃投放的车型

图表 15: 同福特 Everest 相类似的汉兰达和新胜达月度销量约为 7000 辆，13 年年度销量分别为 9.5 万和 7.4 万



来源: 中汽协

14、15 年轻型商用车业务应助公司业绩增长

公司在轻型商用车领域布局完善，产品线完整

公司在轻型商用车领域布局完善，产品线完整，定位中高端市场，为细分市场的龙头。从公司的产品销售结构来看，占比最高的产品依次为轻卡、皮卡和江铃全顺轻客；SUV 产品目前占比较小。

图表 16: 公司轻型商用车产品线完善

车型	分类	类型	子品牌
乘用车	驭胜	柴油 SUV	新驭胜
		柴油 SUV	驭胜 S350 特装版
商用车	皮卡	高端皮卡	域虎
		中端皮卡	宝典
	全顺	高端轻客	新世代
		高端轻客	经典
	轻卡	高端轻卡	凯锐 800
		高端轻卡	凯锐
高端轻卡		凯威	
高端轻卡		凯运	
		高端轻卡	顺达

来源:瑞银证券

轻客：未来两年轻客行业有望回暖，公司全顺产品将高于行业平均增长

▪ 轻客行业：后工业化时代，轻客需求旺盛

现代城市物流需求有望成为轻客未来两年发展的主要推动因素。轻客的主要用途在于客运、客货两运、高端商务接待和改装四个方面。近年来，电商的迅速兴起，有力促进了城市物流行业，而承载城市或近郊物流的车辆基本是厢式轻客或厢式轻卡。

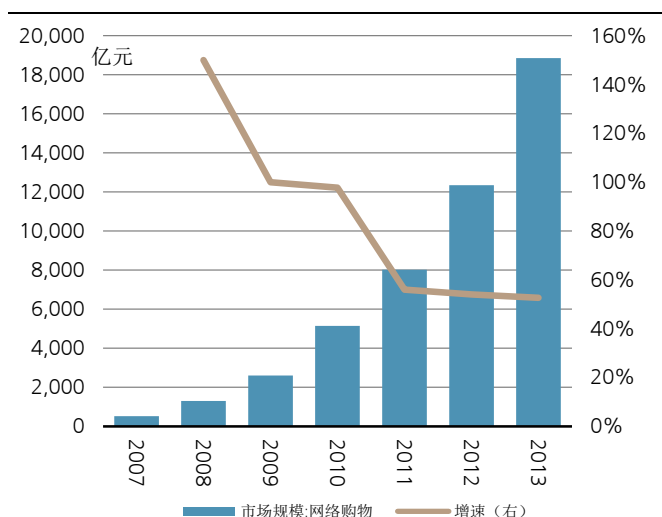
促进轻客市场增速的因素主要有二方面：1) 客流，我国城镇化加速，提高城乡客运和城镇物流用车需求；2) 物流，近几年来，消费者购物方式的改变从网络购物以及同城快递的高增速可见一斑，专业的物流市场促进了对高端轻客的需求。

图表 17: 轻客市场受多重因素影响

宏观因素	城镇化建设加速，人口流动促进城乡客运、城镇物流
消费因素	消费升级、市场细分有望促进行业及专用车需求增长
	电商及城市物流的促进
	新产品投放市场有望促进消费者增购、换购
	车用燃油价格的涨跌或将左右消费者对轻客经济性的判断
	大微型客车对于轻客的货运、客运市场构成侵蚀
政策因素	城市限购政策或抑制轻客市场
	排放、安全、节能等法规升级可能抑制产品供给

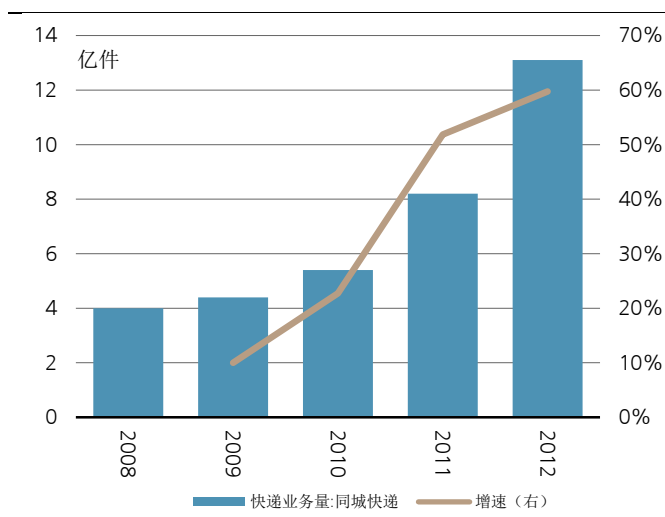
来源: 瑞银证券、加粗部分为公司在市场上所具备的优势

图表 18: 网络购物市场规模扩张迅速



来源: WIND

图表 19: 同城快递业务量近年大幅增长



来源: WIND

我们认为轻客行业在 14、15 年的同比增速分别为 13%、10%。

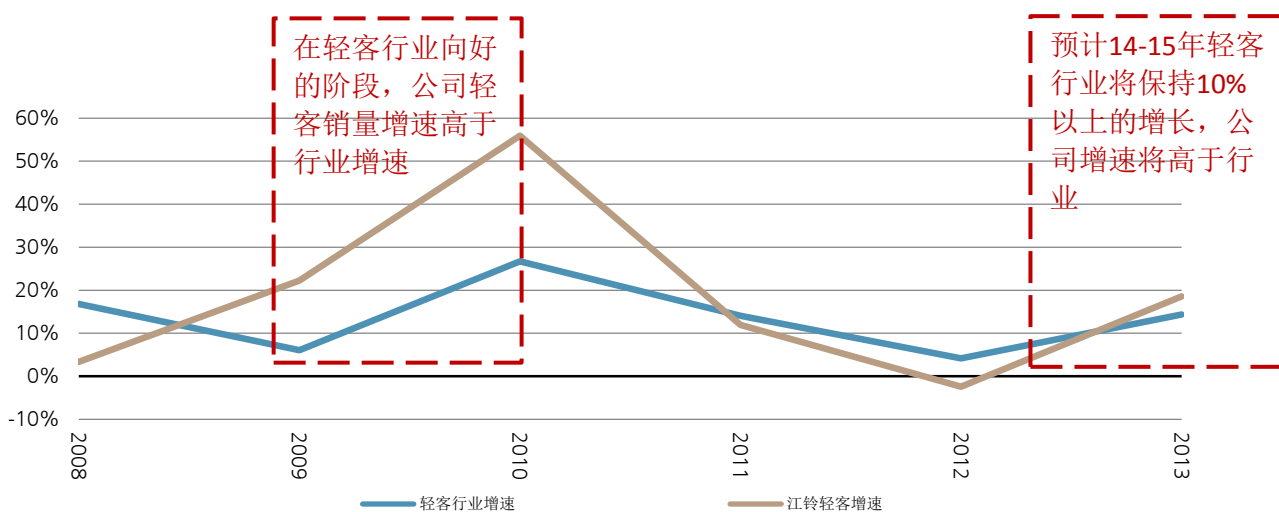
▪ **轻客业务：江铃全顺产品增长有望高于行业**

目前整个轻客行业受益于城镇化建设和电商物流的兴起，我们通过分析公司轻客产品在市场中的位置，进一步总结出公司具备的三点额外优势：

- **新产品引进：**进入 15 年，公司计划从福特引进新一代全顺（J09）投向市场，我们预计将是 8-9 座的 Tourneo MPV。新产品作为轻客市场的主力车型应将有提升公司在高端轻客中的竞争力与市场份额。
- **排放标准：**公司主营的高端轻客将受益于国 IV 排放法规的升级；这使得公司的产品在日益严格的国家排放政策中占得先机。
- **产品定位于高端市场：**公司轻客产品主要定位于高端轻客市场，因此大微型客车面对轻客市场低端货运及客货混装功能的侵蚀度对公司影响不大。

同时，公司的中高端轻客有望受益于我国轻客行业景气度的提升。我们认为，在轻客行业景气，即销量增速处于上升期时，产品的运营效率和舒适度更受消费者关注，因此，市场中高端产品将更为受益；而在行业低迷时，性价比则相对更受重视。我们认为公司目前产品线中的经典全顺和全顺新世代将作为高端轻客产品在行业上升期中受益。

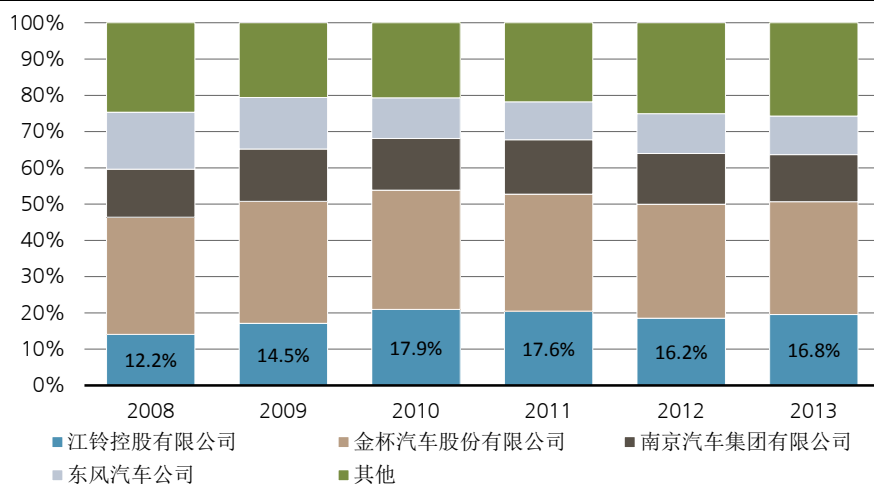
图表 20: 2013 年轻客市场销量增速回升，公司轻客销量增速再次超越行业



来源: 中汽协, 瑞银证券估算

轻客行业的市场集中度较高，销量排名前四的公司占据了 65%左右的市场份额；公司是前四中唯一一个实现 13 年市场份额增长的企业，此外，13 年公司轻客销量增速超越行业。我们认为在整个行业向好的情况下，上述三点将使得公司保持自身在轻客市场中的份额，并在未来进一步地扩大此份额。

图表 21: 在轻客市场份额前四强中，江铃全顺市场份额在 13 年回升，我们预计在新产品投放市场后市占率将进一步扩大



来源: 公司信息

我们认为公司 2014、15 年轻客销量有望实现 15.9%和 16.1%的增长，主要是基于：1) 电商发展促进城际和城市物流，物流需求提振帮助轻客行业维持高景气度；2) 在轻客行业景气度较高时，江铃全顺产品销量增速略高于行业。

轻卡：公司在高端轻卡领域市场份额稳固，未来 2 年增速有望快于行业

我们认为未来两年轻卡行业依然会维持正增长，支撑行业长期发展的因素依然存在。目前驱动轻卡行业长期发展的驱动因素主要有：1) 受益于农村经济的不断发展、我国新农村建设的开展和传统农用车的替换需求，低端轻卡市场的容量依然很大；2) 城市化进程的推进、二三线城市区域化经济的发展将推动中高端轻卡需求的增长。我们认为随着新农村不断建设，政府将会实施更多的惠农政策并且向农村乡镇地区倾斜更多的资源，农村居民收入水平有望不断提高，从而有望拉动作为农用车和微型车更新车型——皮卡及低端轻卡的需求。

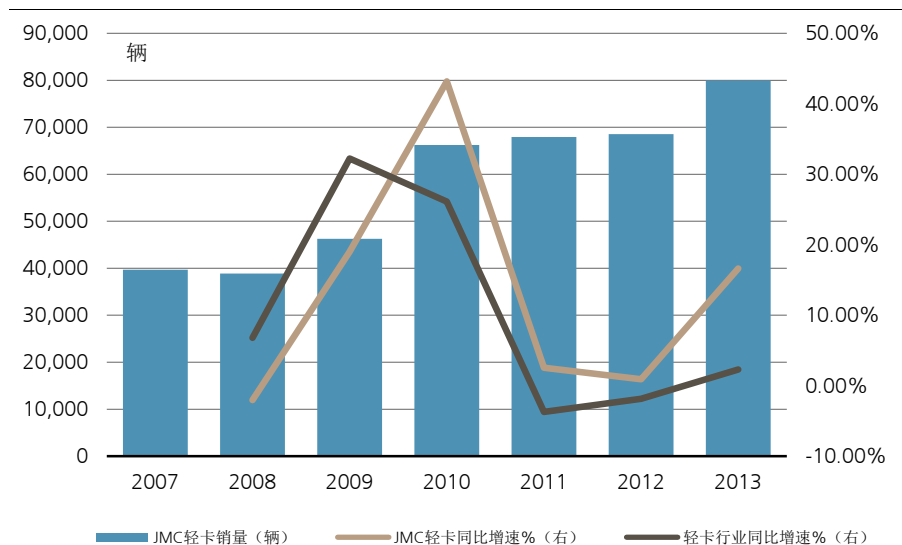
公司轻卡业务高端定位保障市场份额稳固。公司轻卡产品中，高端轻卡（凯运、凯悦、凯威等）占比较高，目前国内生产高端轻卡产品的公司只有江铃、庆铃和郑州日产，其售价为 8~15 万元，而江淮汽车和东风汽车主要定位于中高端市场，其售价为 5~12 万元，而市场份额占有最大的福田汽车其主要产品时代轻卡的市场定位为农村和城乡结合部，其售价只有 3~5 万元；产品结构的优化保障了公司长期稳健的盈利能力。

图表 22: 江铃汽车定位于高端市场

厂商	产品定位	价位
庆铃、江铃、郑州日产	高端市场	8-15 万元
江淮、东风、奥铃	中端市场	5-12 万元
福田	低端市场	3-10 万元

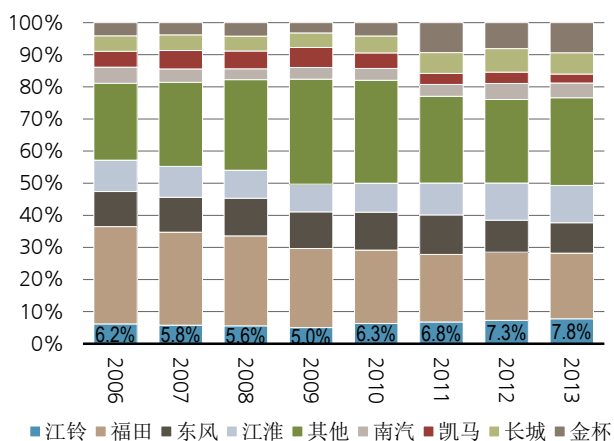
来源:瑞银证券

图表 23: 近年来公司轻卡销量增速高于行业



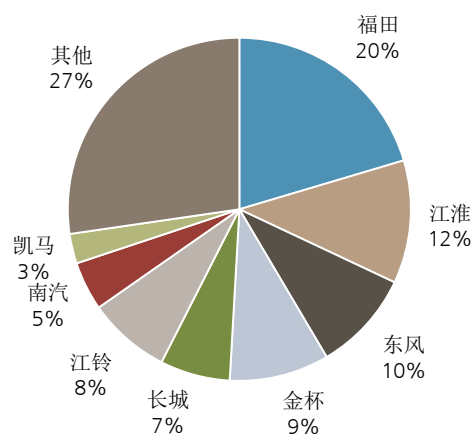
来源: 中汽协

图表 24: 江铃轻卡产品市场份额稳定在 5%~8%之间



来源: 中汽协

图表 25: 2013 年, 江铃在轻卡第二梯队的地位趋于稳定



来源: 中汽协

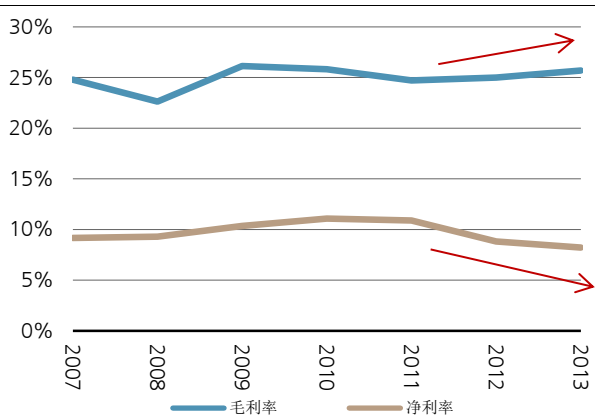
我们认为公司 2014、15 年轻卡（含皮卡）销量有望实现 12.6%和 15.4%的增长，主要是基于：1）低端轻卡及皮卡替代传统农用车的市场容量依然很大；2）城市化进程的不断推进和区域经济的发展而导致的城市、城际物流的增长有望拉动公司中高端轻卡的需求；3）国 IV 升级，使得公司轻卡产品更具市场竞争力。

公司研发和资本开支高峰或已进入尾声

13 年为研发费用的高峰，研发费用占收入比重或已见顶

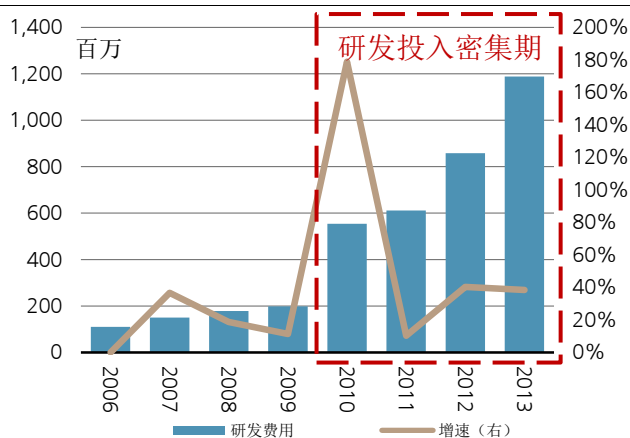
过去三年，公司的毛利率呈现出上行趋势，但净利率的却出现下行趋势，两者的差值不断加大。我们认为其主要原因是公司不断加大研发投入，并将其全部费用化。

图表 26: 2007~13 年公司毛利率 vs 净利率，差额在近年来加大



来源: WIND

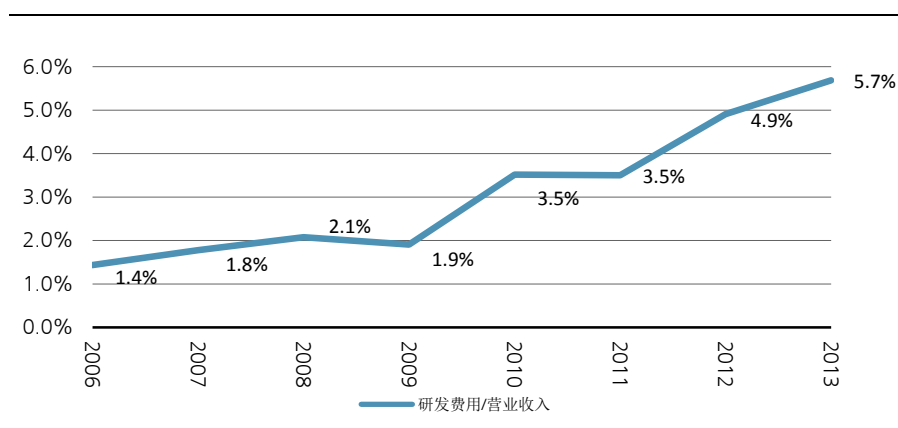
图表 27: 进入 2010 年后，公司进入研发投入密集期



来源: WIND

公司研发费用占收入比重远高于同行业公司，我们认为 14 年研发占收入比重继续提高的概率很小。公司在进入 2010 年后加大了产品研发的投入，将业务的重点放在乘用车的车型开发和品牌建设中，这其中主要包括推出自主品牌 SUV 驭胜；此外，公司着力于自主创新，在新车型、汽油发动机的开发和排放升级方面进行了大额的投入，使得公司在过去 3 年的研发费用/营业收入远高于整车厂行业的其他公司。在 13 年年报披露的数据中，该比值高达 5.7%。我们认为，1) 从行业的横向判断，公司研发费用占比已经触及高位，未来继续上行的空间不大；2) 公司新产品福特 SUV、新全顺、自主 SUV 等产品将在 2014 年底以及 2015 年投放市场，未来继续保持费用高投入的可能性不大。

图表 28: 公司研发费用占营业收入比不断提升



来源: WIND

图表 29: 江铃汽车的研发费用/营业收入在整车同行业中处于高位

单位: 百万	2009	2010	2011	2012	2013
江淮汽车					
研发费用	88	190	562	505	833
营业收入	20,092	29,704	30,471	29,117	33,620
占比	0.4%	0.6%	1.8%	1.7%	2.5%
上汽集团					
研发费用	1,433	3,431	5,726	5,756	5,287
营业收入	138,875	312,485	433,095	478,433	565,807
占比	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	0.9%
长城汽车					
研发费用	335	447	635	957	1,693
营业收入	12,815	22,986	30,089	43,160	56,784
占比	2.6%	1.9%	2.1%	2.2%	3.0%
长安汽车					
研发费用		691	1,189	1,694	
营业收入		33,072	26,552	29,463	
占比		2.1%	4.5%	5.7%	
江铃汽车					
研发费用	199	554	611	858	1,188
营业收入	10,433	15,768	17,457	17,475	20,890
占比	1.9%	3.5%	3.5%	4.9%	5.7%

来源: WIND

投资项目显示公司 14 年研发费用或仍将维持高位，但占收入比例将下滑，15 年后研发费用或下降。根据公司 13 年年报披露，14 年后续研发项目中，公司将会持续对 N800、N352、N330、E802、J08、J09、J10、J18 等产品在新增载重，新外形，动力提升等方面的研发投入；同时在动力系统中，公司将继续致力于自主开发汽油机项目和全顺排放升级等发动机项目。

从工程进度来看，公司对于轻卡、柴油发动机项目以及全顺的排放升级项目已接近投资尾声，项目大概率事件将在 2014 年完成；然而公司重要的 J08 项目（从福特引进的一款 SUV 产品）、J09 项目（从福特引入的新一代全顺产品）和 J10 项目（在现有皮卡平台上开发的一款升级皮卡）的研发完成期将持续到 15 年，同时也包括投资数额较大的小蓝厂区产能投资项目。因此，我们认为，公司 14 年的研发投入绝对额难以下降，但是占收入比例将有所下降。到 15 年后，随着上述重要产品的研发完成投放市场，公司的研发费用或开始下降。

图表 30: 公司 2013 年重大在建项目列表

2013 重大在建项目	预算数目 (百万元)	工程进度
自主开发汽油机项目	467	12%
J08 项目 (从福特引进的一款 SUV 产品)	590	14%
J10 项目 (在现有皮卡平台上开发的一款升级皮卡)	72	22%
小蓝试模压力机项目	41	27%
N351SUV 自动挡车型项目 (自主开发的 N350 SUV 自动挡车型, 即取胜自动挡 SUV)	29	42%
J09 项目前期 (从福特引入的新一代全顺产品)	87	45%
产品开发技术中心小蓝一期批准项目	413	55%
N800 项目 (自主开发的轻卡产品, 即凯锐 800 轻卡产品)	297	62%
E802 发动机项目 (升级公司现有的 4JB1 柴油发动机的项目)	195	64%
小蓝厂区产能投资项目	2118	77%
V348 全顺排放升级项目	23	84%
产能扩展项目	509	86%
JX4D24 发动机二期项目	183	88%
铸造厂发动机缸体熔炼工艺技改项目	3272	92%
V348 项目	546	98%
A4 冲压线项目	345	99%
小蓝新厂区整车物流库	34	100%

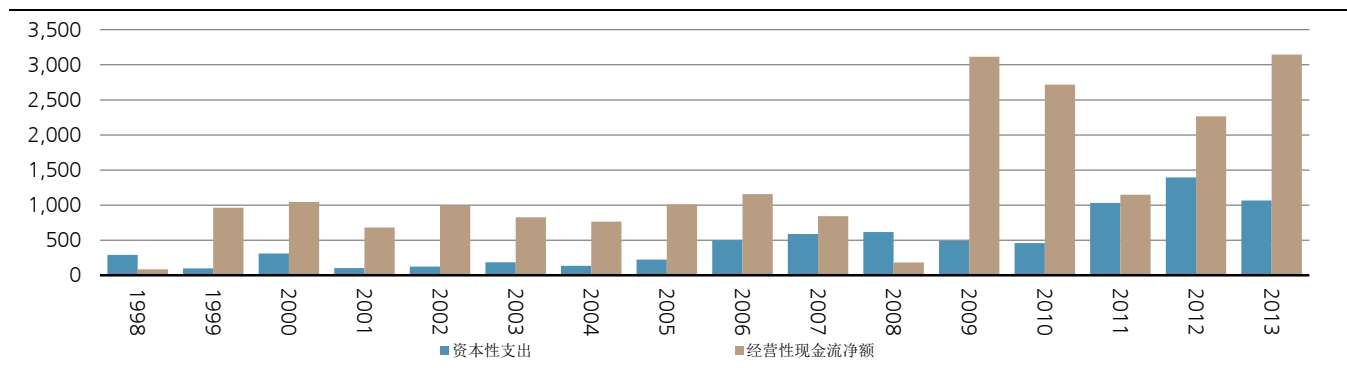
来源: 公司信息、红色部分为影响公司 15 年研发费用的重要项目

14 年在建工程有望陆续完工，大规模资本开支或将告一段落

2014 年公司将在建工程有望陆续完工，大规模资本性支出或将告一段落。13 年底公司各重大在建工程项目接近完工，我们预计 14 年公司将继续加大资本性支出，在 15 年接近尾声。

公司的良好现金流支撑高投资。从我们了解到的项目进度来看，10~14 年是公司资本性开支的密集期；公司良好的经营业绩和资金管理提供了充足的经营性现金流，公司资产结构良好，自有资金为大额度的投资活动提供了支撑。

图表 31: 公司 2010 年后进入高资本性开支时期，同时也伴随着高经营性现金流对资金的支撑

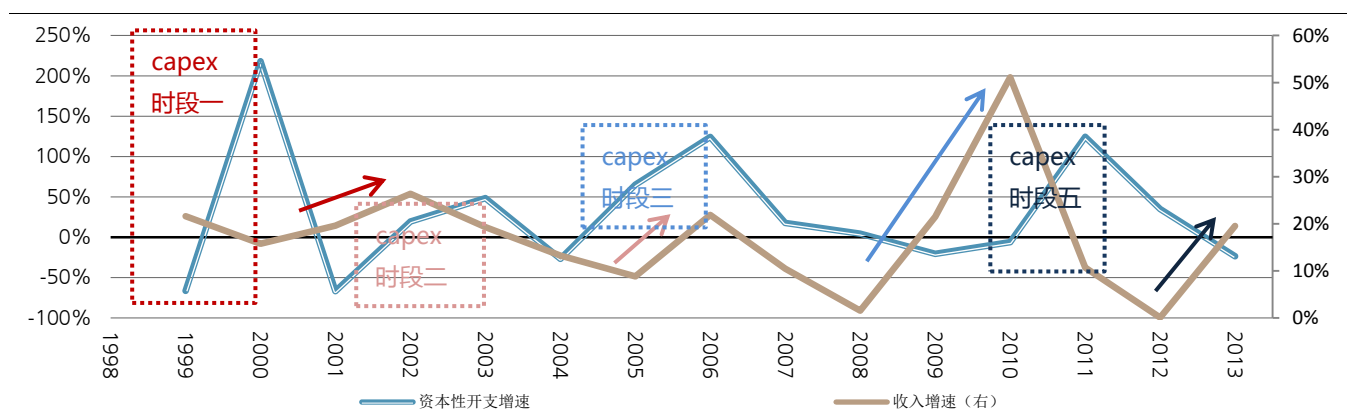


来源: WIND

11 年资本性支出高增速带动公司后续营业收入增长。从公司历年来资本性支出增速和收入增速的关系，我们发现了资本性支出高速增长之后往往出现营业收入的高速增长；这显示出公司在高额资本性支出后，后续产能的释放和新产品的市场投放良好地体现在收入业绩上。

下图时段一中，2000 年投入的高资本性支出对应 02 年的高收入增速；时段二中 03 年的资本性支出对应 06 年的高收入增速；同理，在时段三中 06 年对应 09-10 年；我们推测公司资本性支出的高投入往往在 2-4 年对业绩产生积极影响，我们认为 11 年的高速增长将促进公司的业绩在 13~15 年中实现高速增长。

图表 32: 从历史上看，在经历较高资本开支 2~3 年后，公司便迎来高收入增长



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

预计福特对于江铃的扶持力度将持续加大

福特对合资公司的扶持有助于业绩增长

纵向比较：从历史上看，福特对于江铃的支持有利于公司的业绩提升。近年来福特加大了对公司的持股，截至 13 年底，福特持有公司的股权上升至

32%，反映出了其对合资品牌的良好预期，以及后续新产品投入市场的信心。除此之外，福特还拥有占江铃总股本 5.5% 的优先购买权仍未行使，不排除未来福特进一步对公司进行增持的可能。

图表 33: 福特持续增持江铃汽车股份

时间	2012/12	2013/03	2013/04	2013/06	2013/09	2013/12
增持比例		0.40%	1.11%	0.20%	0.12%	0.17%
增持说明		增持 B 股流通股 3472747 股	增持 B 股流通股 9529649 股	增持 B 股流通股 1770480 股	增持 B 股流通股 1022365 股	增持 B 股流通股 1468953 股
占股比例	30%	30.40%	31.51%	31.71%	31.83%	32%

来源: WIND

图表 34: 近两年公司和福特合作过程中，毛利率有向上趋势，但净利率还维持在低位

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
收入 (百万)	4,271	5,095	5,771	6,281	7,655	8,456	8,587	10,433	15,768	17,457	17,475	20,890
收入增速		19%	13%	9%	22%	10%	2%	21%	51%	11%	0%	20%
净利润 (百万)	287	449	387	495	629	759	784	1,056	1,712	1,871	1,517	1,698
净利润增速		57%	-14%	28%	27%	21%	3%	35%	62%	9%	-19%	12%
ROE	16.7%	22.0%	16.2%	18.4%	21.3%	23.2%	20.7%	23.8%	31.2%	27.8%	19.7%	19.7%
净利率	7.27%	9.56%	7.21%	8.23%	8.57%	9.17%	9.29%	10.35%	11.08%	10.89%	8.81%	8%
毛利率	26.26%	26.25%	21.26%	21.98%	23.93%	24.79%	22.62%	26.13%	25.82%	24.71%	24.99%	26%
江铃汽车销量						95,059	95,171	114,688	178,999	194,588	200,008	229,614
销量增速							0%	21%	56%	9%	3%	15%

来源: WIND、中汽协

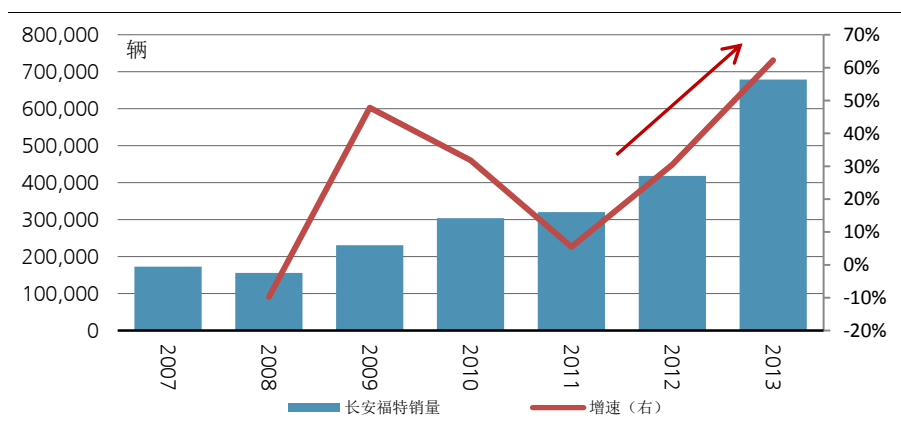
横向比较：事实证明，福特对于长安汽车的扶持使其销量改善明显。从过去几年福特在长安汽车投放的车型来看，每一次新车型的推出都会对长安福特在销量上产生较大的推动。2013 年福特对长安汽车高频度地投放了翼虎、翼博、全新蒙迪欧和新嘉年华，使得长安福特 13 年销量同比大涨 62%，效果显著。

图表 35: 福特对长安汽车投放新车型对其销量市场的影响

	2005	2008	2011	2012	2013
投放车型	福特福克斯	改款福克斯	改款福克斯	新福克斯	翼虎、全新蒙迪欧、新嘉年华、翼博
影响	福特福克斯作为福特公司重要的战略车型进入中国市场	月均销量近万辆	月均销量达 1.57 万辆	强大的产品力和养眼的外观设计深受消费者的推崇，2012 年福特福克斯销量同比增加 57%	多种新车型密集投入，2013 年福特系汽车销量增速高达 62%

来源: 中汽协，瑞银证券

图表 36: 历年长安福特系汽车销量及其增速



来源: 中汽协

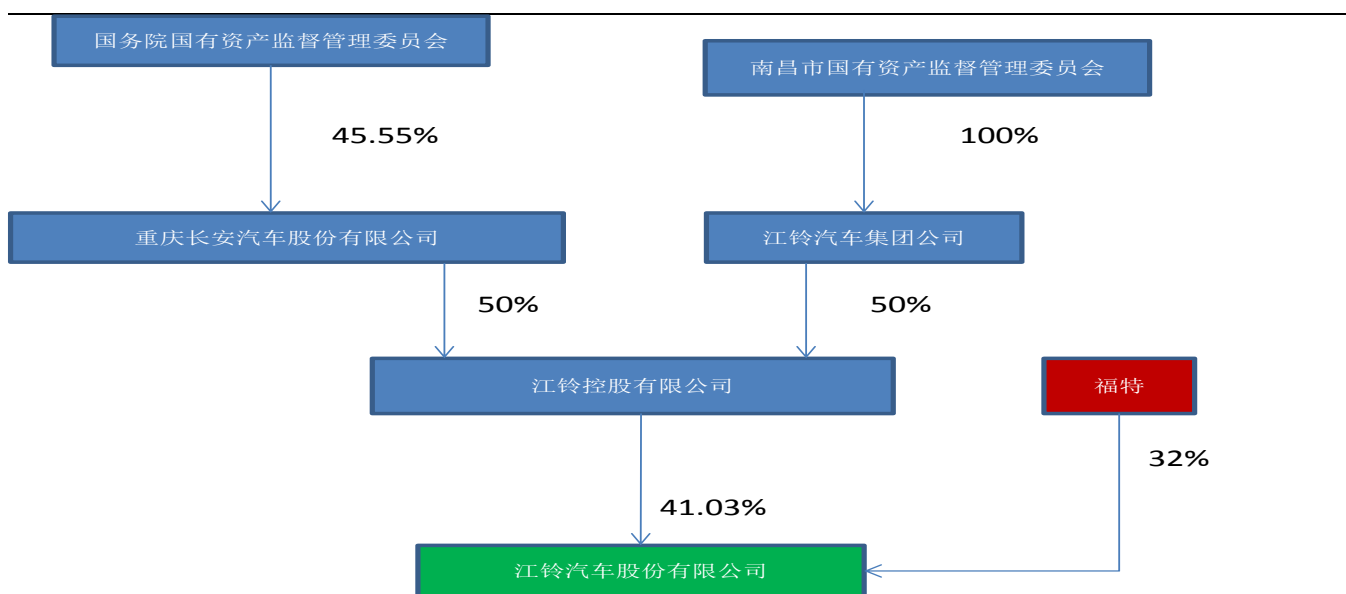
福特对于长安和江铃的定位: 我们认为, 江铃未来或成福特在华重要商用车平台, 而长安将成为福特在华的乘用车平台。从福特和长安汽车的合资情况上来看, 福特倒入的福克斯、翼虎、翼博以轿车和紧凑型 SUV 为主。而多年来, 福特和公司的合作车型主要集中在全顺商用车; 未来新一代 7 座 SUV 的引入, 显现出福特对公司在乘用车领域上的支持, 叠加近年福特股份的增持, 我们认为未来公司很有可能成为福特向中国市场引入商用车和大中型 SUV 产品的平台。

图表 37: 福特在中国投放车型的布局

公司	投放车型
长安福特	嘉年华 蒙迪欧-致胜 经典福克斯 麦柯斯 全新福克斯 翼虎 翼博
福特进口	锐界
江铃福特	全顺 福特 Everest*

来源: 瑞银证券、注: *为我们预计福特于 15 年向江铃投放的车型

图表 38: 公司股权结构与实际控制人之间的关系

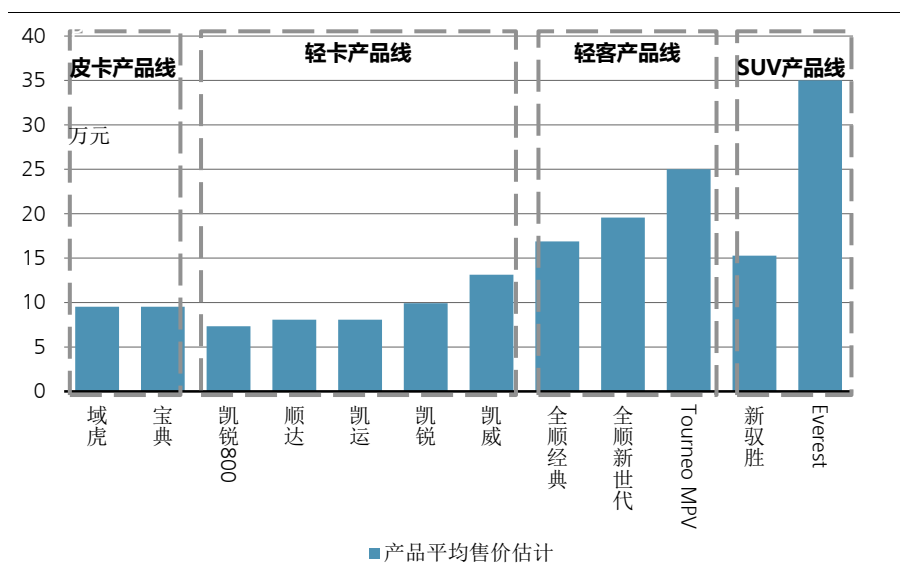


来源: 公司信息, 截至 2013 年末。

由于福特支持，未来 3 年公司产品结构有望逐渐偏向高附加值产品

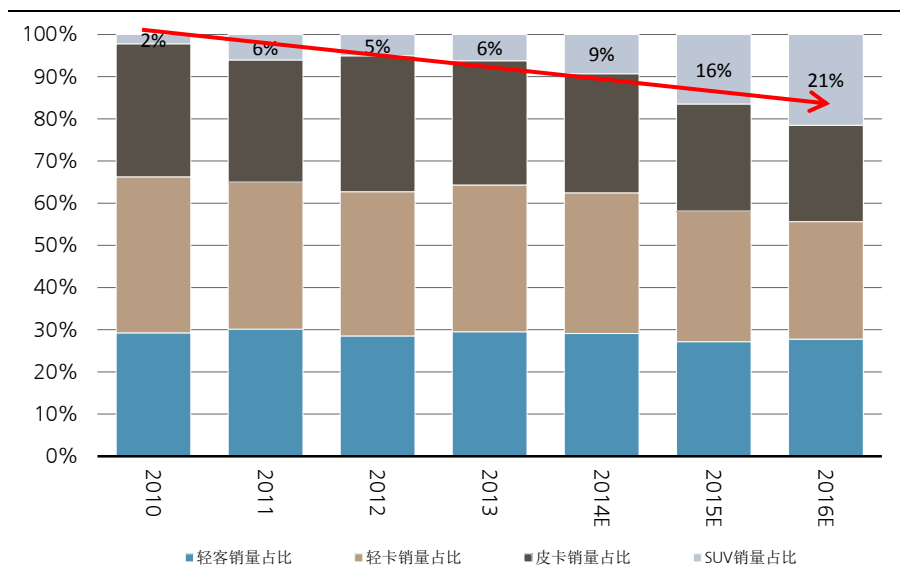
长期来看，产品结构优化应将提高公司整体毛利率。我们认为随着福特以公司作为平台，投放高端轻型商用车以及大型 SUV，公司未来的发展方向将更加偏向于产品附加值更高的高端产品，产品结构的优化将使得公司整体毛利率呈现上升趋势。

图表 39: 公司相关产品售价一览



来源: 瑞银证券估算。注: Tourneo MPV 和 Everest 尚未上市。

图表 40: 公司附加值较高的 SUV 产品销量占比有望逐年提高



来源: 中汽协, 瑞银证券估算

估值：上调评级至“买入”，给予目标价30元

我们预计 14/15/16 年公司净利润分别为 20.4/27.3/34.6 亿元，对应 14/15/16 年 EPS 分别为 2.36/3.17/4.00，相比市场一致预期 2.28/3.02/3.74，分别高出 4%/5%/7%；我们 15 年高于市场一致预期的理由为更加看好全顺商用车的销量，16 年为更加看好福特 SUV 的销量。基于瑞银证券 VCAM 贴现现金流模型（WACC 为 7.6%），上调目标价至 30 元，对应公司 2014 年市盈率为 12.7 倍，和行业平均的 12.3 倍接近。

瑞银预测对比市场预期

我们对公司 2014 年的盈利预期比市场高约 4%，2015 年比市场高约 5%，2016 年 EPS 预测略高于市场 7%，主要基于以下原因：

- 15 年我们比市场更为看好全顺商用车和驭胜 SUV 的销量增长；
- 16 年我们更为看好福特对公司的扶持力度，以及新投放的大型 7 人座 SUV 在市场上的反响。

图表 41: 瑞银预测对比市场一致预期

	2014E	2015E	2016E
市场一致预期 EPS(元)	2.28	3.02	3.74
瑞银预测 EPS(元)	2.36	3.17	4.00
瑞银对比市场预期	4%	5%	7%

来源: Wind、瑞银证券估算、市场一致预期截至 2014 年 4 月 1 日。

图表 42: A 股商用车企业估值表

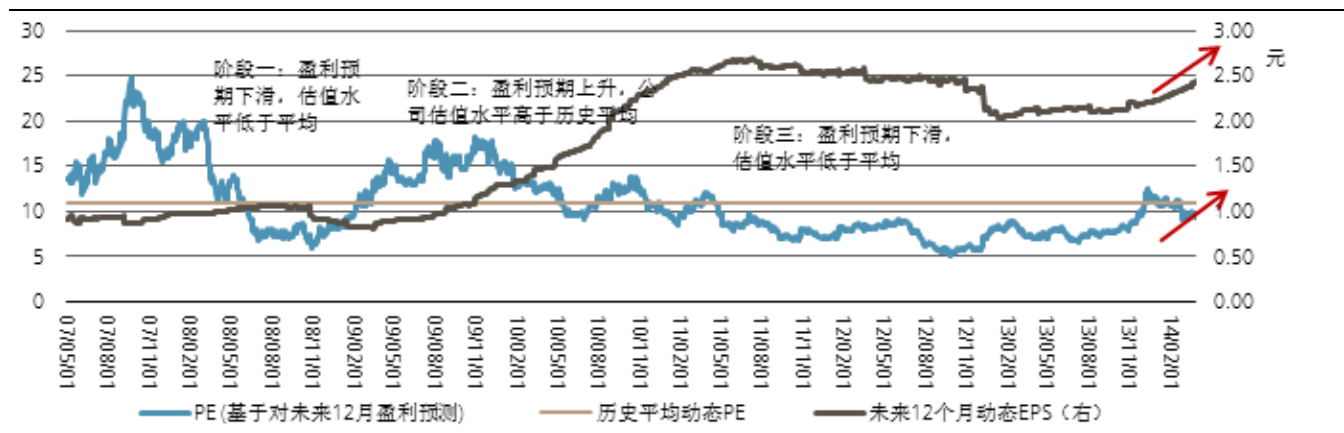
公司	股票代码	股价（元）	EPS			PE		增长率%		PB		ROE%	
			2013E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
中国重汽	000951	11.4	0.94	1.19	1.34	9.6	8.5	26%	13%	1.1	1.0	11.2	11.5
华菱星马	600375	11.2	0.45	0.58	0.63	19.5	17.8	28%	10%	1.4	1.4	7.4	7.6
福田汽车	600166	5.3	0.32	0.41	0.47	13.0	11.3	29%	15%	0.9	0.8	7.1	7.4
江淮汽车	600418	10.2	0.75	1.03	1.24	9.8	8.2	37%	20%	1.6	1.4	16.8	17.7
江铃汽车	000550	23.5	1.94	2.26	2.98	10.4	7.9	17%	32%	2.0	1.7	18.9	21.2
行业平均						12.5	10.7	27%	18%	1.4	1.2	12.3	13.0

来源: Bloomberg，采用市场一直预期，股价截至日期为 2014/4/01

盈利预期的向好将使得公司估值有提升空间。通过观察公司历史上动态 PE 和 EPS 的变化情况我们发现规律：当公司处于业绩预期下滑的阶段，公司的动态 PE 低于历史平均值 10.89X，这可以从下图中的阶段一、阶段三中反映出来；在阶段二中，公司动态 EPS 呈现上升态势，表明市场看好公司未来业绩的提升，这使得公司动态估值提升到了平均值水平以上。进入 14 年，我们认为基于：1) 轻型商用车市场的复苏，2) 公司未来高端新产品的投放，公司业绩

有望实现高增长，业绩预期呈现向上趋势，这使得公司未来估值有望再次提升到平均值以上。

图表 43: 在业绩预期呈下降趋势的时段，公司动态估值低于历史平均水平

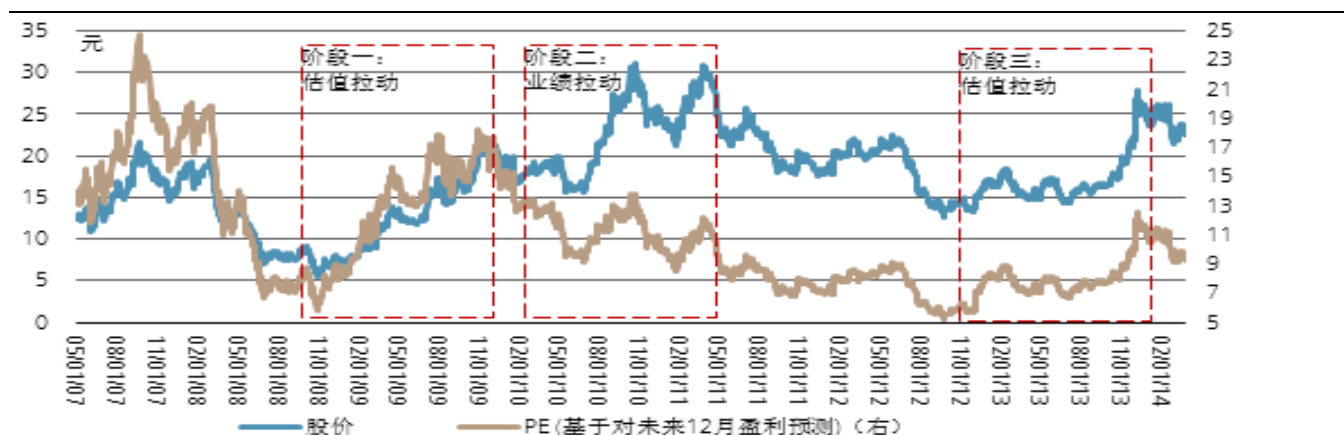


来源: Bloomberg, 注: 历史平均估值为 10.89X

公司股价上涨分为估值拉动在先，业绩拉动在后。从公司历史上股价变动的趋势我们粗略观察到了公司股价、估值和业绩之间的关系：在股价上涨的过程中，在前期先由估值拉动，而后转为业绩拉动。从下面两张图中，我们发现在公司股价上涨的过程中（阶段一和阶段二），阶段一的股价上涨主要由于这一阶段的估值所拉动；而在进入阶段二，公司股价的上涨主要由公司业绩的提升而拉动，即市场上对公司的盈利预期看好。

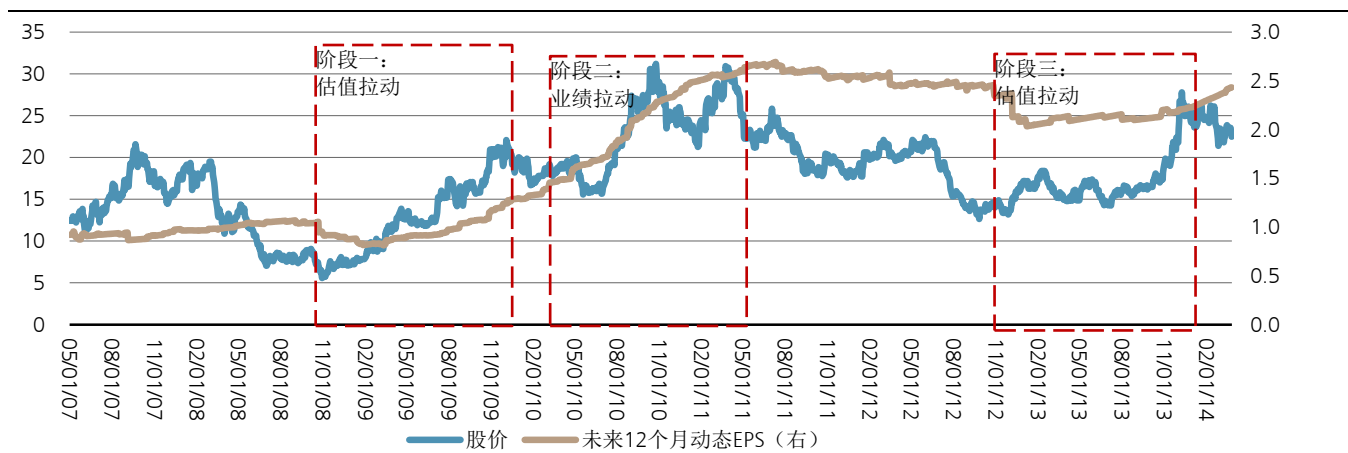
同理，在阶段三中，公司经历了一波股价的上涨，由上图可知，上涨主要是由于预期估值的推动，而在进入 14 年后，公司的估值出现回落，而在下图中，公司的动态 EPS 出现上涨趋势。我们认为目前公司目前的股价从历史上来看处于阶段一和阶段二之间，即在接下来的股价趋势中，公司上行的盈利预期将支撑公司未来股价的上涨。

图表 44: 公司历史股价和动态市盈率之间的关系



来源: Bloomberg, 瑞银证券估算

图表 45: 公司历史股价和动态 EPS 之间的关系



来源: Bloomberg, 瑞银证券估算

江铃汽车 (000550.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	17,457	17,475	20,890	24,984	19.6	33,763	35.1	42,767	52,721	59,886
毛利	3,799	3,860	4,752	5,777	21.6	7,905	36.8	10,064	12,518	13,889
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,206	1,890	2,026	2,676	32.1	3,538	32.2	4,395	6,611	7,115
折旧和摊销	(342)	(386)	(482)	(657)	36.2	(752)	14.5	(835)	(899)	(955)
息税前利润(UBS)	1,864	1,504	1,544	2,020	30.8	2,786	37.9	3,560	5,712	6,160
联营及投资收益	7	9	12	7	-43.1	7	0.0	7	7	7
其他非营业利润	89	178	174	174	0.0	174	0.0	174	174	174
净利息	168	205	197	136	-31.2	164	20.8	216	300	425
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,127	1,895	1,927	2,336	21.2	3,131	34.0	3,957	6,193	6,766
税项	(226)	(355)	(210)	(254)	-21.2	(340)	-34.0	(430)	(674)	(736)
税后利润	1,901	1,540	1,717	2,082	21.2	2,790	34.0	3,526	5,520	6,030
优先股股息及少数股权	(30)	(23)	(19)	(42)	-116.2	(56)	-34.0	(71)	(110)	(121)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,871	1,517	1,698	2,040	20.1	2,734	34.0	3,456	5,409	5,909
净利润(UBS)	1,871	1,517	1,698	2,040	20.1	2,734	34.0	3,456	5,409	5,909
税率(%)	10.6	18.8	10.9	10.9	0.0	10.9	0.0	10.9	10.9	10.9
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	2.17	1.76	1.97	2.36	20.1	3.17	34.0	4.00	6.27	6.85
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	2.17	1.76	1.97	2.36	20.1	3.17	34.0	4.00	6.27	6.85
EPS(UBS, 基本)	2.17	1.76	1.97	2.36	20.1	3.17	34.0	4.00	6.27	6.85
每股股息净值(Rmb)	0.86	0.70	0.79	0.95	20.0	1.27	34.0	1.61	2.51	2.75
每股账面价值	8.47	9.36	12.98	12.62	-2.8	17.99	42.6	25.63	37.04	47.60
平均股数(稀释后)	863.21	863.21	863.21	863.21	0.0	863.21	0.0	863.21	863.21	863.21
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	5,385	5,560	6,480	8,181	26.2	13,550	65.6	21,806	33,560	44,301
其他流动资产	2,602	2,845	3,805	4,136	8.7	5,546	34.1	6,995	8,589	9,780
流动资产总额	7,987	8,405	10,286	12,317	19.7	19,096	55.0	28,800	42,149	54,081
有形固定资产净值	2,280	2,302	4,288	5,020	17.1	5,750	14.5	6,092	6,190	6,143
无形固定资产净值	293	283	713	851	19.3	891	4.8	839	787	734
投资/其他资产	1,260	2,122	3,222	1,377	-57.3	1,470	6.8	1,117	944	861
总资产	11,820	13,111	18,509	19,564	5.7	27,207	39.1	36,849	50,070	61,819
应付账款和其他短期负债	4,193	4,713	7,029	8,352	18.8	11,245	34.6	14,219	17,479	19,996
短期债务	0	0	0	0	0.00	61	15,117.3 0	61	61	61
流动负债总额	4,193	4,713	7,030	8,353	18.8	11,306	35.4	14,280	17,540	20,057
长期债务	6	6	5	5	-11.0	4	-12.4	3	3	2
其它长期负债	193	203	272	272	0.0	272	0.0	272	272	272
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	4,393	4,922	7,307	8,630	18.1	11,582	34.2	14,556	17,815	20,331
普通股股东权益	7,312	8,083	11,202	10,893	-2.8	15,528	42.6	22,125	31,977	41,089
少数股东权益	115	106	0	42	-	97	134.0	168	278	399
负债和权益总计	11,820	13,111	18,509	19,564	5.7	27,207	39.1	36,849	50,070	61,819
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	1,871	1,517	1,698	2,040	20.1	2,734	34.0	3,456	5,409	5,909
折旧和摊销	342	386	482	657	36.2	752	14.5	835	899	955
营运资本变动净值	(865)	469	1,173	0	-	1,478	-	1,522	1,661	1,322
其他营业性现金流	(200)	(141)	(264)	0	-	(167)	-	(219)	(303)	(429)
经营性现金流	1,149	2,231	3,090	2,697	-12.7	4,797	77.9	5,593	7,667	7,758
有形资本支出	(1,030)	(1,391)	(1,061)	(1,518)	-43.0	(1,518)	0.0	(765)	(765)	(765)
无形资本支出	0	0	0	(181)	-	(90)	50.0	0	0	0
净(收购)/处置	7	4	1	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	182	73	(110)	42	-	56	-	71	110	121
投资性现金流	(840)	(1,315)	(1,171)	(1,657)	-41.5	(1,552)	6.3	(694)	(655)	(644)
已付股息	(682)	(742)	(604)	(682)	-12.9	(818)	-20.0	(1,097)	(1,386)	(2,169)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(27)	(32)	(25)	0	-	164	-	216	300	425
债务及优先股变化	(26)	(2)	(426)	0	-	60	-	(1)	(1)	(1)
融资性现金流	(735)	(777)	(1,055)	(682)	35.4	(594)	12.8	(881)	(1,086)	(1,745)
现金流量中现金的增加/(减少)	(427)	140	863	358	-58.5	2,650	640.0	4,018	5,926	5,369
外汇/非现金项目	(1)	35	57	1,343	2247.1	2,719	102.5	4,238	5,828	5,372
资产负债表现金增加/(减少)	(428)	175	920	1,701	84.8	5,369	215.7	8,255	11,754	10,741

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。

江铃汽车 (000550.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	11.6	10.9	9.0	10.0	7.4	5.9	3.8	3.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	11.6	10.9	9.0	10.0	7.4	5.9	3.8	3.4
股价/每股现金收益	9.8	8.7	7.0	7.5	5.8	4.7	3.2	3.0
权益 FCF (UBS) 收益率 %	0.5	5.1	13.2	4.9	15.7	23.8	34.0	34.4
净股息收益率(%)	3.4	3.7	4.4	4.0	5.4	6.8	10.7	11.7
市净率	3.0	2.0	1.4	1.9	1.3	0.9	0.6	0.5
企业价值/营业收入(核心)	0.9	0.6	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.4	5.8	4.4	4.7	2.8	3.5	2.3	2.2
企业价值/息税前利润(核心)	8.8	7.3	5.7	6.2	3.6	4.3	2.7	2.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	9.0	6.5	4.3	5.3	2.8	3.4	2.3	2.1
企业价值/运营投入资本	2.4	1.6	1.2	1.3	0.9	1.1	0.9	0.7
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	21,658	16,481	15,365	20,302	20,302	20,302	20,302	20,302
净债务 (现金)	(5,378)	(5,554)	(6,475)	(7,819)	(10,409)	(5,131)	(5,131)	(5,131)
少数股东权益	115	106	0	42	97	168	278	399
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	16,395	11,033	8,890	12,526	9,991	15,340	15,450	15,570
- 非核心资产	(18)	(22)	(35)	(42)	(49)	(56)	(63)	(70)
核心企业价值	16,377	11,011	8,855	12,484	9,942	15,283	15,387	15,500
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	10.7	0.1	19.5	19.6	35.1	26.7	23.3	13.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	-1.8	-14.3	7.2	32.1	32.2	24.2	50.4	7.6
息税前利润(UBS)	-4.0	-19.3	2.7	30.8	37.9	27.8	60.5	7.8
每股收益(UBS 稀释后)	9.3	-18.9	12.0	20.1	34.0	26.4	56.5	9.2
每股股息净值	75.5	-18.6	12.9	20.0	34.0	26.4	56.5	9.2
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	21.8	22.1	22.7	23.1	23.4	23.5	23.7	23.2
息税折旧摊销前利润率	12.6	10.8	9.7	10.7	10.5	10.3	12.5	11.9
息税前利润率	10.7	8.6	7.4	8.1	8.3	8.3	10.8	10.3
净利 (UBS) 率	10.7	8.7	8.1	8.2	8.1	8.1	10.3	9.9
ROIC (EBIT)	27.3	22.3	20.3	20.5	24.1	25.8	33.5	29.3
税后投资资本回报率	24.3	18.1	18.1	18.3	21.5	23.0	29.9	26.1
净股东权益回报率(UBS)	27.8	19.7	17.6	18.5	20.7	18.4	20.0	16.2
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.9)	(1.6)	(2.0)	(2.6)
净债务/总权益	0.1	0.1	0.0	(3.2)	(19.3)	(32.5)	(40.5)	(44.5)
净债务/(净债务 + 权益)	0.1	0.1	0.0	(3.3)	(23.9)	(48.2)	(68.2)	(80.1)
净债务/企业价值	0.0	0.1	0.1	(2.8)	(30.3)	(47.4)	(85.0)	NM
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	97.8	90.3	84.7
资本支出/营业收入(%)	5.9	8.0	5.1	6.1	4.5	1.8	1.5	1.3
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
股息支付率 (UBS) %	39.7	39.8	40.2	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	17,457	17,475	20,890	24,984	33,763	42,767	52,721	59,886
总计	17,457	17,475	20,890	24,984	33,763	42,767	52,721	59,886
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,864	1,504	1,544	2,020	2,786	3,560	5,712	6,160
总计	1,864	1,504	1,544	2,020	2,786	3,560	5,712	6,160

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。

预测回报率

预测股价涨幅	+27.6%
预测股息收益率	4.0%
预测股票回报率	+31.6%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+22.0%

风险声明

我们认为公司可能面临的风险包括：中国宏观经济和政策变化引起的汽车销量波动；中国政府汽车消费政策的改变；其它竞争对手扩产带来的压力；江铃合作伙伴中国市场战略的变化；江铃乘用车网络建设步伐放缓。

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。

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。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

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述及内容的限制。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：陈实；邹天龙。

涉及报告中提及的公司的披露

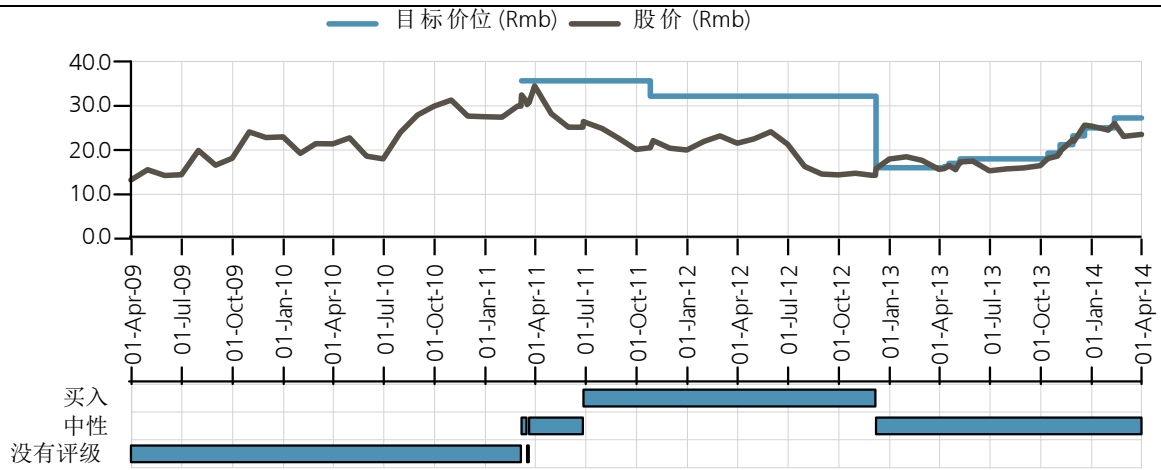
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
江铃汽车	000550.SZ	中性	不适用	Rmb23.52	2014 年 04 月 01 日

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。

江铃汽车 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 1 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在不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很高的风险,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而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、使用和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表述的观点不一致。

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）和金融市场管理局（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：** 本文件由 UBS Limited 分发，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。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/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，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。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。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 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，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 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 761G 条所定义的“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。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发。给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此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咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**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对象或元素。© UBS 2014 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。

