

江铃汽车 (000550.SZ)

货车行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

市价(人民币): 30.38元

依托福特加大投入, 有望迎来持续快速增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	517.39
总市值(百万元)	26,837.32
年内股价最高最低(元)	33.39/18.55
沪深300指数	2311.28
深证成指	7743.54



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.757	1.967	2.385	3.220	4.960
每股净资产(元)	9.36	10.63	12.02	14.24	18.20
每股经营性现金流(元)	2.63	3.65	2.67	4.57	7.20
市盈率(倍)	17.29	15.44	12.74	9.43	6.13
行业优化市盈率(倍)	8.00	8.22	8.50	8.50	8.50
净利润增长率(%)	-18.92%	11.95%	21.24%	35.02%	54.01%
净资产收益率(%)	18.77%	18.51%	19.85%	22.62%	27.26%
总股本(百万股)	863.21	863.21	863.21	863.21	863.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内高端轻型商用车龙头, 依托福特加大投入, 有望迎来持续快速增长。公司从1984年引进五十铃、1995年与福特合资以来, 已经成长为国内高端轻型商用车领导企业。目前销量构成主要为轻卡(37%)、皮卡(25%)和轻客(26%), SUV销量占比快速提升, 今年前7月已达12%。我们认为, 公司是福特在国内商用车和基于商用车平台的越野型SUV基地, 依托于福特对江铃的加大投入, 公司业绩有望迎来持续快速增长。
- 轻型商用车行业领先地位有望进一步提升。公司是国内高端轻卡领导者, 受益于国四升级加快推进, 今年以来轻卡份额显著提升, 今年1-7月份额已达9.3%。随着国四升级的持续推进, 公司轻卡份额有望进一步提升。公司轻客主要依托于与福特的强强联合, 江铃全顺是国内欧系轻客的第一品牌。今年以来受竞争者降价影响公司轻客份额有所下滑, 但随着后续新产品的加快导入, 公司仍有望保持较大的领先优势。此外, 福特全顺 Custom 将切入MPV市场(16年投产), 将为公司带来新的增量。
- 自主SUV已崭露头角, Everest将带来显著业绩弹性。公司于12年进入SUV领域, 目前自主产品驭胜已初具销量规模。公司15年将投产福特大中型越野Everest, 将由此打开高端SUV市场。Everest竞争力突出, 预计稳定后月销将达2000-4000台左右, 乐观预计可达4000-5000台。中性预测下, 15-16年Everest销量将分别达约1万、3万辆, 可分别贡献EPS约0.40元、1.34元, 占公司总体业绩的约12%、27%。
- 资本支出下降、销量结构改善, 盈利能力有望继续提升。我们分析, 公司资本支出方面随着小蓝整车基地的投产将继续有所下降, 研发支出增幅也有望减小。而且, 随着盈利能力突出的Everest、Custom将陆续投产、销量结构有望改善。综合判断, 公司未来盈利能力有望继续提升。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司14-16年EPS为2.39、3.22、4.96元。公司是国内高端轻型商用车龙头, 受益于行业升级趋势及福特新产品加快导入, 领先地位有望进一步提升。SUV福特Everest有望贡献显著业绩弹性。公司当前对应14年约13倍PE, 首次给予“增持”评级, 建议可积极关注并逢低买入。

风险提示

- 汽车行业整体景气度大幅下降, 原材料价格大幅上涨, 新车型销量不达预期

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwz@gjzq.com.cn

闵东旭 联系人
(8621)61038313
mindongxu@gjzq.com.cn

内容目录

江铃汽车：高端轻型商用车龙头，福特加大投入是主要看点.....	4
轻型商用车领先地位有望提升，SUV有望成新的增长点.....	6
轻卡：高端轻卡领导者，有望充分受益行业升级.....	6
轻客：国内欧系轻客领导品牌，有望继续保持领先优势.....	8
SUV：自主品牌已崭露头角，福特 Everest 有望贡献显著业绩弹性.....	11
资本支出下降、销量结构改善，盈利能力有望继续提升.....	15
盈利预测与投资建议.....	17
风险提示.....	17
附录：三张报表预测摘要.....	19

图表目录

图表 1: 公司产品结构图	4
图表 2: 公司近年销量构成.....	5
图表 3: 公司近年收入及增速 (百万元)	5
图表 4: 公司近年净利润及增速 (百万元)	5
图表 5: 近年国内汽车、重卡、轻卡增速变化.....	6
图表 6: 近年国内轻卡 (含皮卡) 行业分企业竞争格局.....	7
图表 7: 公司近年轻卡销量及增速 (辆)	8
图表 8: 公司轻卡市场份额逐年提升	8
图表 9: 公司轻卡月度销量及增速 (辆)	8
图表 10: 公司今年以来轻卡月度份额显著提升	8
图表 11: 轻客行业销量及增速 (辆)	9
图表 12: 公司轻客销量及增速 (辆)	9
图表 13: 近年国内轻客行业分企业竞争格局.....	9
图表 14: 福特 Tourneo custom 外观图	10
图表 15: 别克 GL8 外观图	10
图表 16: 福特 Tourneo custom 与别克 GL8 主要参数对比	11
图表 17: 别克 GL8 2013 年以来月度销量表现 (辆)	11
图表 18: 驭胜 SUV 2013 年以来月度销量 (辆)	12
图表 19: 福特 Everest 外观图	12
图表 20: 福特 Everest 与普拉多、汉兰达主要参数对比	13
图表 21: 主要竞争车型今年 1-7 月月度销量 (辆)	13
图表 22: 公司 2013 年资本支出额和资本支出比例均已明显下降	15
图表 23: 公司研发支出占收入比例也有一定下降	16
图表 24: 公司近年毛利率和净利率情况.....	16
图表 25: 可比公司估值情况 (2014 年 8 月 27 日)	17
图表 26: 公司分车型收入及毛利预测	18

江铃汽车：高端轻型商用车龙头，福特加大投入是主要看点

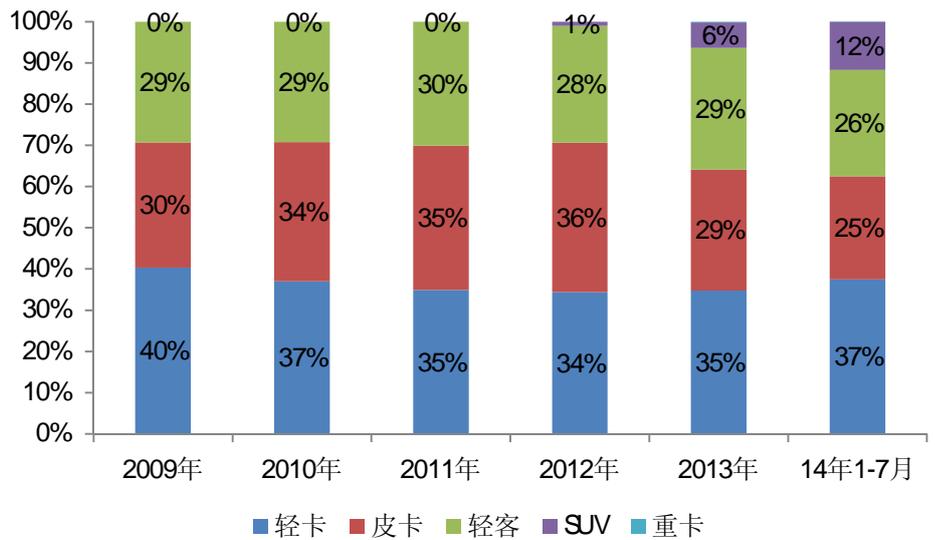
- 公司从合资起步并逐渐成长为国内的高端轻型商用车领导企业。公司从1984年引进五十铃、1995年与福特合资以来，已经成长为国内高端轻型商用车领导企业。目前江铃汽车控股股东是江铃控股（持股41.03%），其次是福特汽车（持股32%）。随着江铃和福特合作的持续深化，福特汽车在2013年增持江铃2%的股本至32%，与此同时，福特未来也将加快对江铃的新车投放。公司将于15年投产福特Everest，16年投产新一代全顺轻客和全顺MPV Tourneo custom，公司有望迎来持续快速增长。
- 轻卡、皮卡和轻客是公司目前主要的销量和业绩来源，SUV占比持续提升。公司业务主要覆盖商用车领域，包括轻卡、皮卡、轻客和重卡，其中轻卡、皮卡、轻客定位均偏高端，在国内高端轻型车领域占据领导地位。目前，公司销量和业绩均主要来源于轻卡、皮卡和轻客三大业务，销量占比分别占三成左右。2010年底，公司通过SUV进入乘用车领域，SUV的销量占比逐步上升，今年上半年已达12%，随着公司将SUV作为未来发展的重点之一，预计SUV在公司销量和业绩中的占比将继续提升。此外，公司于2012年收购太原重汽后进入重卡领域，且已获得福特重卡的技术支持，目前该业务仍处于发展初期，业绩占比相对较小。

图表1：公司产品结构图

	江铃品牌	福特品牌	指导价	定位
商用车				
轻卡	凯运		7.38-8.28万	定位相对高端，主要以城市 和新兴城镇物流为主，城际 物流为辅
	顺达		6.68-9.46万	
	凯锐		8.58-10.75万	
	凯锐800		11.38万-12.18万	
皮卡	凯威		11.58-14.18万	通勤旅游、商务接待、城市 物流
	宝典 域虎		7.08-11.78万 11.68-16.48万	
轻客		经典全顺 新世代全顺	11.18-18.13万 16.70-24.50万	中高端商务车、城市物流客 货两用车
重卡	远威		15.20-20.10万	-
乘用车				
SUV	宝威		9.48-10.98万	经济型城市SUV
	驭胜		11.58-18.88万	
	N330		预计低于10万	
MPV		Everest	预计25-45万	硬派越野大中型SUV
		Tourneo custom	预计20-25万	中高端商务型MPV

来源：汽车之家、公司网站

图表2: 公司近年销量构成



来源: CAAM、国金证券研究所

- 公司近两年销量和业绩增长均较为快速。2010年,公司销量大幅增长56%,相应地,公司收入和业绩也高速增长;2011-2012年,受行业(特别是商用车)景气下降影响,公司销量增速明显回落,公司业绩也出现一定下滑。2013年之后,受益于轻型车行业升级趋势和公司在SUV市场的扩张,公司销量恢复较快增长,公司收入和利润也相应步入快速增长通道。今年上半年,公司收入增长27%,净利润增长24%。我们认为,随着轻型车行业升级的加快推进(国四升级、黄标车淘汰)和福特未来将持续导入新车型,公司销量和业绩将维持快速增长。

图表3: 公司近年收入及增速(百万元)



图表4: 公司近年净利润及增速(百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

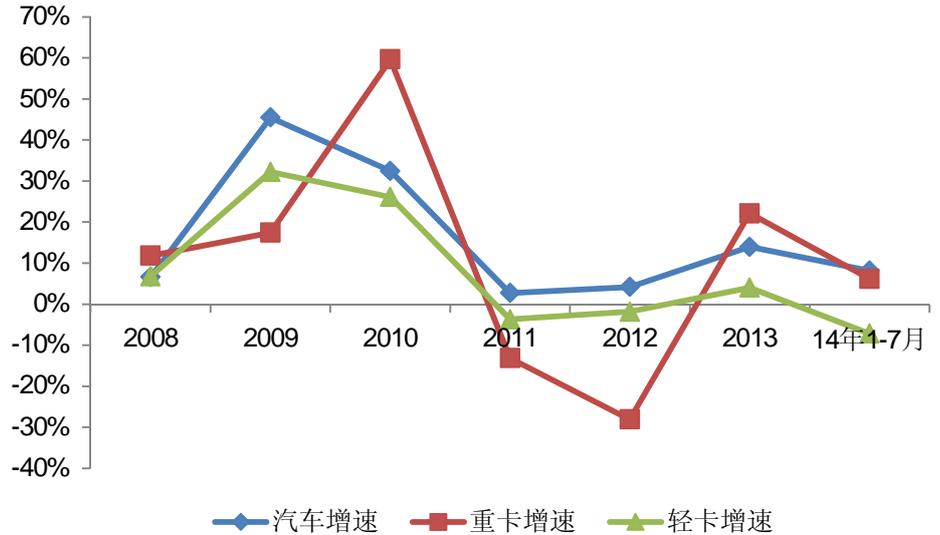
- 公司与福特将深入合作,长期发展具有可靠保障。2011年,福特中国正式公布了“1515战略”,福特中国新任管理层定下2015年前引入中国15款车的计划,其中包括引进江铃的商用车及SUV。我们认为,福特在国内市场对于长安福特及江铃汽车的定位均有清晰的思路,长安福特将是福特在国内的乘用车及基于乘用车平台的城市型SUV基地,江铃汽车则是商用车及基于商用车平台的越野型SUV基地。依托于福特对江铃产品的持续投入,公司有望迎来持续快速增长。

轻型商用车领先地位有望提升，SUV 有望成新的增长点

轻卡：高端轻卡领导者，有望充分受益行业升级

- 轻卡行业需求波动较小，预计未来仍将平稳增长。在商用车中，轻卡行业总体增长较为稳健，与汽车行业增速基本一致，波动幅度明显小于重卡。以 11-12 年为例，国内重卡行业销量大幅下滑，但轻卡行业销量仅微幅下降（降幅均小于 5%）。今年以来，受国四升级影响，轻卡行业销量累计下降约 7.2%，预计下半年会有所好转。我们预计，未来几年轻卡行业仍将随汽车行业整体保持平稳增长。

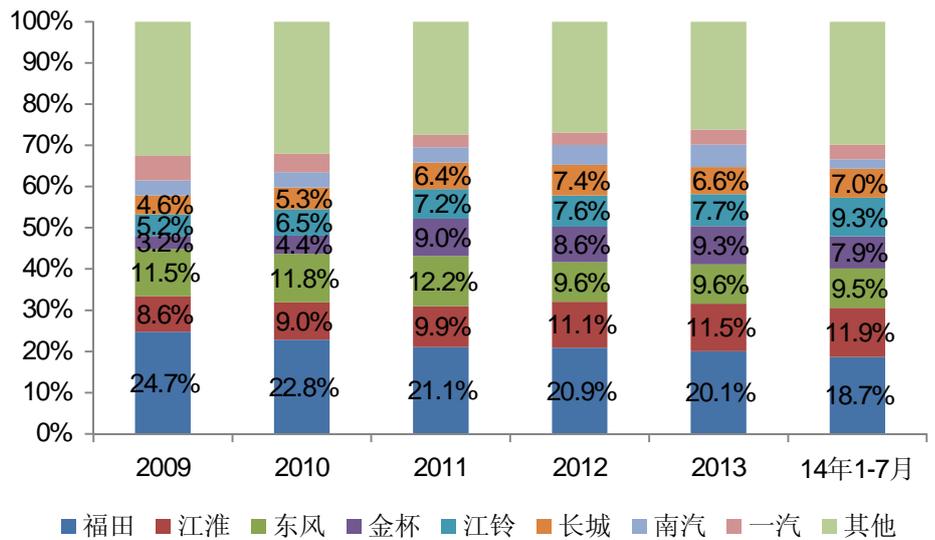
图表5：近年国内汽车、重卡、轻卡增速变化



来源：CAAM、国金证券研究所

- 轻卡行业集中度有望持续提升。国内轻卡生产企业主要为福田、江淮、东风、金杯、江铃和长城等，行业集中度较高，且近年来轻卡行业集中度呈上升趋势。09 年，轻卡行业 CR8 约为 67.5%；13 年，CR8 已达约 73.8%。今年以来，受国四升级影响，前几大厂商中福田、东风、金杯市场份额均有一定下降，但江铃和江淮的市场份额继续提升，且江铃份额提升幅度更为明显。我们认为，未来随着环保标准持续升级，落后产能将加速淘汰，轻卡行业集中度也有望持续提升。

图表6: 近年国内轻卡(含皮卡)行业分企业竞争格局

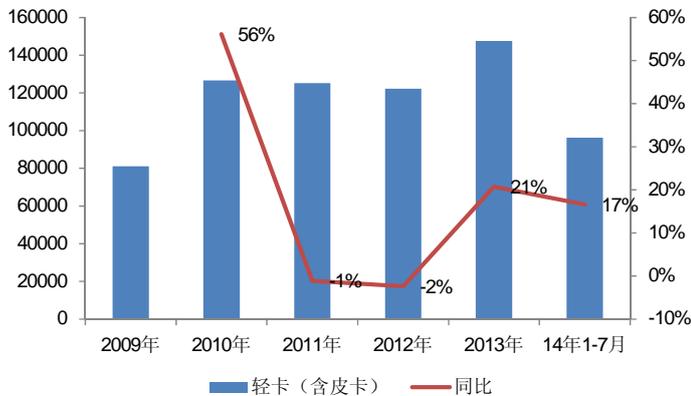


来源: CAAM、国金证券研究所

- **公司是国内高端轻卡(包括皮卡)市场领导者。**公司自上世纪 80 年代率先引进五十铃技术生产高端轻卡后,便一直居于国内高端轻卡领导地位。皮卡领域,公司于 1993 年引进五十铃技术,此后又与福特展开深度合作,同样成为国内高端轻卡市场的领导者。
 - **轻卡:**公司从上世纪 80 年代开始率先引进五十铃技术生产高端轻卡。目前五十铃技术依然广泛用于轻卡产品之中,并成为高端产品的标志性指标之一。公司轻卡主要产品包括凯运、顺达、凯锐(7-10 万元级别)和凯锐 800、凯威(11-14 万元级别)。江铃高端轻卡凯威于 2010 年 5 月上市,主要定位于城际物流用车,随着江铃与国内大型物流企业结成战略同盟,江铃凯威已逐渐成为国内中距离城际公路物流运输的领导品牌。
 - **皮卡:**公司从 1993 年引进五十铃技术生产皮卡,且与美国福特拥有深厚的技术合作背景,目前已成为国内中高端皮卡市场的领军者。公司皮卡产品包括中端产品宝典(7-8 万元)和高端产品域虎(10 万元以上)。域虎于 2012 年 7 月上市,是国内首款超大尺寸高端皮卡,搭载了福特的 PUMA 2.4L 发动机,配备博世 8.0 版本 ABS+EBD,综合竞争力突出,在上市第二年后年销量就已近万台,占据高端皮卡市场约 20%的份额,并获得了“2013 年度高端皮卡”的殊荣。
- **受益于国四升级加快推进,公司轻卡份额显著提升。**公司轻卡由于定位高端,受益于排放标准升级,份额持续提升,已从 09 年的 5.2%上升至今年前 7 月的 9.3%。特别是今年全国范围推进轻卡国四升级以来(今年 2 月,国务院提出今年年底前全面供应国四车用柴油),公司更是显著受益,7 月份市场份额高达 12.1%。我们认为,随着轻卡国四升级的持续推进,公司作为高端轻卡领导者有望继续受益,市场份额有望进一步提升。
 - 公司轻卡产品定位高端,以高品质和省油耐用著称。据了解,自 2013 年下半年开始,公司轻卡产品的 90%以上都已达到国四标准,至今年 7 月份已基本全部切换成国四产品。今年以来,全国开始推进轻卡国四升级,公司产品由于本身定位高端且绝大部分产品均符合国四标准,产品过渡较为平稳。其他厂商由于产品主要偏低端,消费者对价格敏感度较高,升级国四后平均需加价约 1-2 万元(增加高压共轨和 SCR),因此需求受到明显抑制,销量普遍下滑较大。

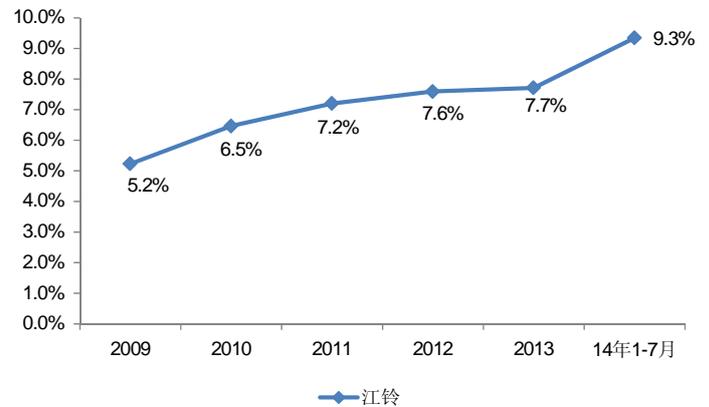
- 今年以来，公司轻卡份额持续提升，已从年初的 7%-8% 上升至 7 月份的 12.1%，1-7 月累计市场份额也已达 9.3%，相比 13 年全年大幅提升 1.6 个百分点。

图表7：公司近年轻卡销量及增速（辆）



来源：CAAM、国金证券研究所

图表8：公司轻卡市场份额逐年提升

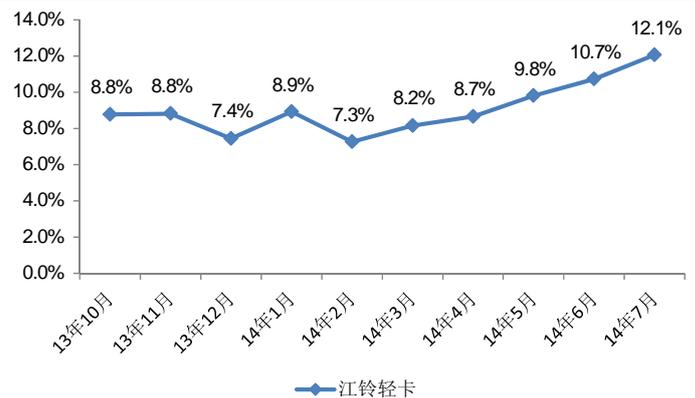


图表9：公司轻卡月度销量及增速（辆）



来源：CAAM、国金证券研究所

图表10：公司今年以来轻卡月度份额显著提升

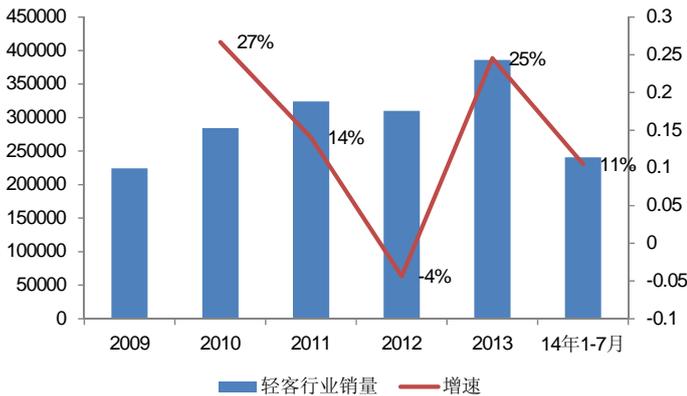


轻客：国内欧系轻客领导品牌，有望继续保持领先优势

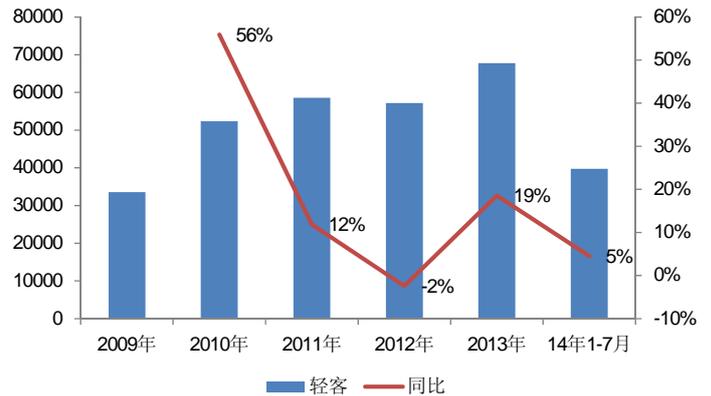
- 公司轻客产品依托于与福特的强强联合。公司于 1995 年与福特汽车签署战略合作协议——联合开发全顺品牌轻客产品。1997 年，全顺轻客成功上市；2008 年，福特又导入了新世代全顺；2013 年，全新新世代全顺上市。全顺品牌自引进国内以来，依托其优良的品质和性能获得了国内消费者的青睐，且近年来随着全顺系列新车型的不断引进，在国内中高端轻客市场已占据领军地位。
- 1997 年，美国福特与江铃汽车联合开发了全顺轻客。凭借福特强大的品牌影响力、宽敞舒适的驾乘空间和突出的安全性能等优势，全顺自上市以来连续 10 年销量保持 30% 以上的复合增长。
- 新世代全顺于 2008 年 1 月在上海正式上市，其原型车是福特欧洲全顺系列的最新车型，也是目前欧洲轻客的主流车型，曾凭借先进科技与出众品质，荣膺欧洲商用车领域的最高奖项——“2007 年度国际最佳商用车大奖”。

- 全新世代全顺于 2013 年 6 月在国内上市，全新车型拥有 5 大系统创新，凭借其突出的外形、空间和动力性能等优势备受消费者青睐，也进一步巩固了全顺在高端轻客市场的领导地位。
- 轻客行业总体增长较快，公司轻客增速与行业基本一致。近年来，轻客行业增速总体增长较快，10 年增速达 27%，11-12 年增速分别约 14%和-4%，13 年以来又恢复较快增长，增速为 25%。公司轻客销量与行业整体增长趋势较为一致。2013 年，受益于行业景气回升，加之福特全新世代全顺的导入，公司轻客销量增速回升至 19%；今年 1-7 月，销量增速约为 5%。

图表11: 轻客行业销量及增速 (辆)



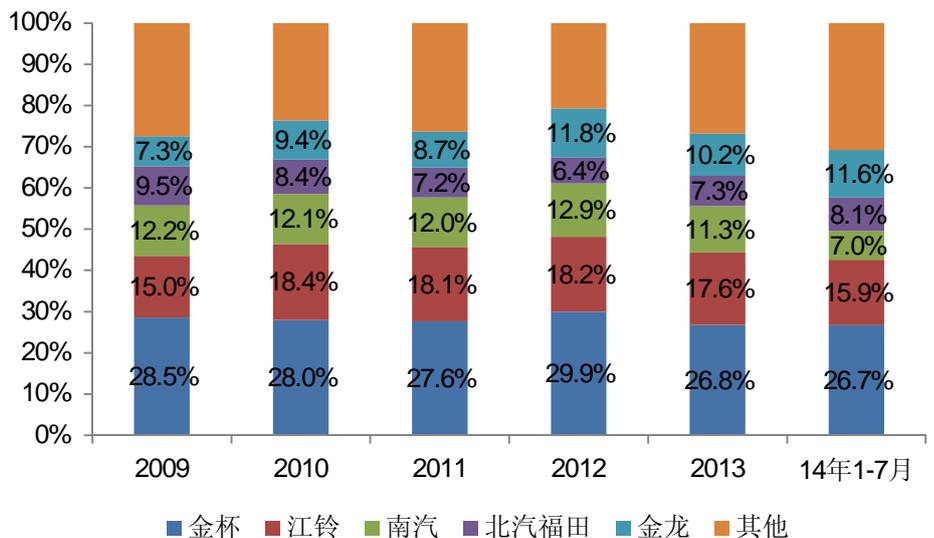
图表12: 公司轻客销量及增速 (辆)



来源: CAAM、公司公告、国金证券研究所

- 公司是国内欧系轻客领导品牌，未来仍有望保持领先优势。公司轻客综合市占率位居行业第二，仅次于金杯汽车。在国内欧系轻客领域，公司产品福特全顺与南京依维柯为传统双强。2011 年，随着上汽大通和江淮星锐（均为欧系轻客）的上市以及今年以来受到黄海瑞途、东风御风、南京金龙创维等其他企业降价策略的影响，江铃和南汽的市场份额均出现不同程度的下降。我们认为，尽管公司轻客受竞争者增多和竞争者降价策略的影响，短期内市场份额可能仍将小幅下降，但随着后续全新系列福特全顺产品仍将不断导入，公司仍有望保持较大的领先优势。

图表13: 近年国内轻客行业分企业竞争格局



来源: CAAM、国金证券研究所

- **福特全顺下一代车型将切入 MPV 市场，有望为公司带来新的增量。**公司于 2012 年 3 月发布公告称，拟从福特汽车公司引进新一代全顺产品 V362。据了解，公司除了将国产新一代全顺轻客以外，还将有一款福特全新 MPV ——Tourneo custom 投产，预计投产时间为 2016 年。福特 Tourneo custom 定位中高端商务型 MPV，该细分领域目前基本为别克 GL8 独占。我们认为，Tourneo custom 综合竞争力较为突出，上市后有望在中高端 MPV 市场占据一定份额，预计 custom 稳定后有望获得月均 2000-4000 辆左右的销量表现。
 - **尺寸和空间方面：**福特 Tourneo Custom 有 2933mm 和 3300mm 两个轴距版本可选，相应的车身长度分别为 4.97 米和 5.34 米，与别克 GL8 的大小基本类似，福特 Tourneo Custom 为八座，座椅布置灵活，可客货两用，略优于 GL8 的七座。
 - **动力性能方面：**福特 Tourneo Custom 采用 2.2L 四缸涡轮增压柴油发动机，功率和扭矩分为 74.6kW/310N•m、93.2 kW /350 N•m 和 115.6 kW /385 N•m 三款，6MT 变速箱，功率低于 GL8，扭矩则明显高于 GL8。
 - **配置和燃油经济性方面：**福特 Tourneo Custom 配备了自动启停系统、智能再生充电系统、车道保持警报系统、驾驶员警报系统等智能技术，相比 GL8 有明显优势。此外，福特 Tourneo Custom 平均油耗为 6.5-7.0L/100km，而别克 GL8 为 10.3-11.6L/100km，比前者高出 60%左右，相比之下 Tourneo 更具经济性优势。

图表14：福特 Tourneo custom 外观图



来源：公司网站、互联网、国金证券研究所

图表15：别克 GL8 外观图

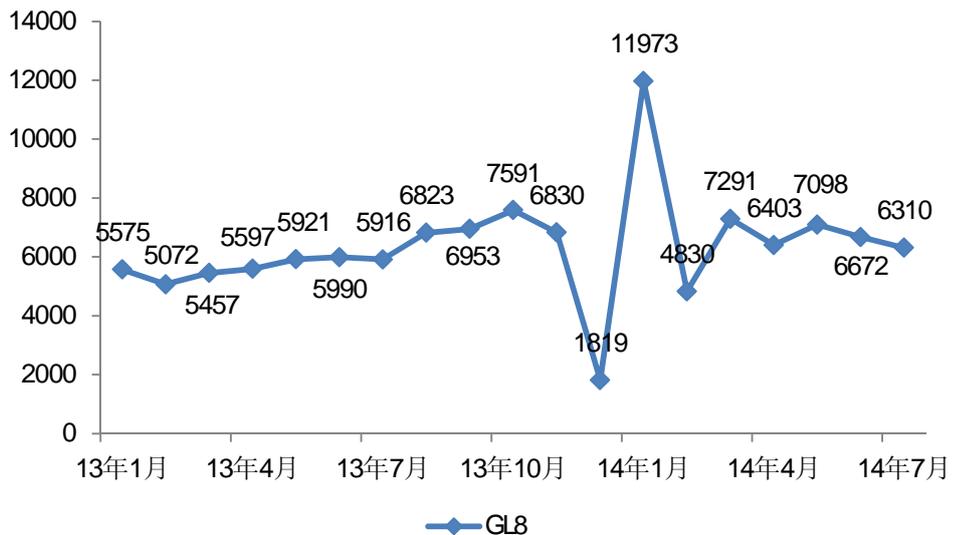


图表16: 福特 Tourneo custom 与别克 GL8 主要参数对比

车型	Tourneo custom	别克GL8
尺寸		
长-宽-高 (mm)	4970/5340 (长)	5213*1847*1750/5256*1878*1800
轴距 (mm)	2933/3300	3088
发动机及变速箱		
排量 (L)	2.2	2.4/3.0
最大功率 (kW)	74.6/93.2/115.6	123/137/190
最大扭矩 (N·m)	310/350/385	225/240/290
变速箱	6MT	6AT
配置		
亮点配置	多功能方向盘、行车电脑显示屏、自动启停系统、智能再生充电系统、SYNC声音激活连通性系统、后视摄像头、车道保持警报系统、驾驶员警报系统	多功能方向盘、行车电脑显示屏
价格		
指导价 (万元)	预计20-25万元	20.9-39.99

来源: 汽车之家、互联网、国金证券研究所

图表17: 别克 GL8 2013 年以来月度销量表现 (辆)

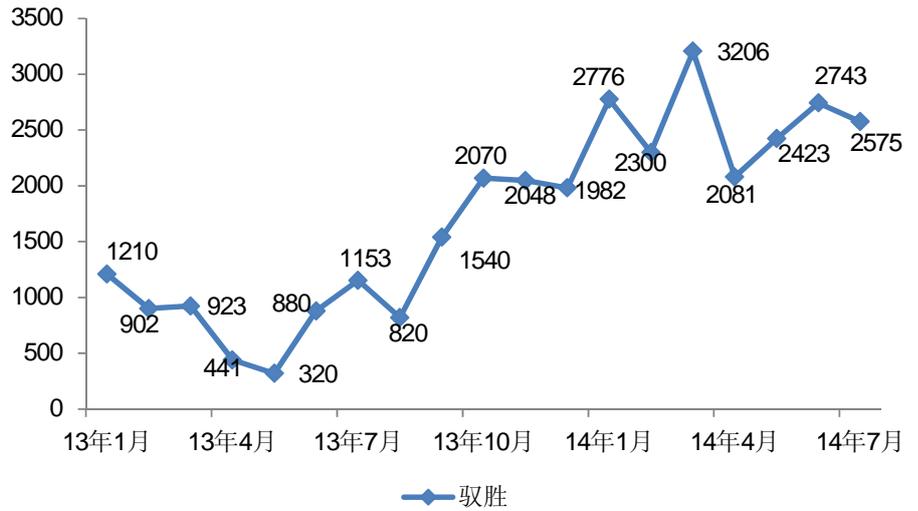


来源: CAAM、国金证券研究所

SUV: 自主品牌已崭露头角, 福特 Everest 有望贡献显著业绩弹性

- 公司于 12 年进入 SUV 领域, 初期销量不温不火。公司于 2010 年 12 月推出首款自主 SUV 驭胜, 并由此进入乘用车领域。由于驭胜定价较高 (售价为 13.88 万-18.68 万), 缺乏性价比优势, 加之又是柴油 SUV 和仅有手动档等因素, 上市后销量表现较为一般, 12 年全年销量约 1 万辆。
- 新驭胜 S350 上市后, 自主 SUV 销量得到明显提升。2013 年 9 月, 公司推出新款驭胜 S350, 新款驭胜无论在外观、动力等方面均有明显改进 (动力方面增加了 VGT 技术), 同时增加手动档车型, 综合竞争力明显提升, 新车型上市后驭胜销量也得到大幅提升。今年初, 驭胜 S350 2.0T 车型 (搭载三菱的汽油发动机) 也已上市, 驭胜 SUV 的车型配置更为丰富, 未来维持良好销量也将更具保证。目前, 驭胜 SUV 月均销量已攀升至 2500-3000 辆左右, 我们预计今年全年销量有望达约 3 万辆, 同比增长超过一倍。

图表18: 驭胜 SUV 2013 年以来月度销量 (辆)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司明年将投产福特 Everest, 将由此打开高端 SUV 市场。公司于 2012 年 4 月公告称, 将从福特引入一款 SUV 产品 U375(J08)。据公开资料, 该款 SUV 为福特新一代中大型 SUV Everest, 预计于 2015 年国产, 预计售价约 25-45 万元, 这也将是江铃首款面向高端市场的 SUV 产品。

图表19: 福特 Everest 外观图



来源: 网易汽车、国金证券研究所

- Everest 相比竞品普拉多较为明显的性价比优势。福特 Everest 是一款中大型 SUV 车型, 基于福特 Ranger 皮卡的底盘改进而来, 外观大气时尚兼具运动越野风格。国产版 Everest 轴距将达 2850mm, 车身接近 5m, 提供 7 座车型, 主要竞品为丰田普拉多。动力方面, Everest 汽油版将搭载福特最新 Ecoboost 发动机, 包括 2.0L 和 3.5L 两种排量, 而柴油版搭载的是福特 PUMA 系列 2.2L TDCI 发动机, 最大扭矩可达 390Nm。售价方面, Everest 比普拉多更具优势。
- Everest 最直接的竞品为丰田普拉多, 两者均定位为硬派的越野型 SUV。Everest 和普拉多相比, 车长和轴距更长, 空间更为宽敞; 动力方面则更为丰富, Everest 搭载了汽油版和柴油版两种不同的柴油发动机, 而柴油版的最大扭矩预计将达到 390Nm, 这也将高于普拉多的

381Nm; 价格方面, Everest 预计仅约 25-45 万元, 与普拉多 53 万以上的售价相比具有突出的性价比优势。

- Everest 和丰田汉兰达定位不同, 但价格相近。与汉兰达相比, Everest 在外形尺寸上同样更大更宽敞; 动力性能上, Everest 2.0L 和 2.2L 汽油发动机的参数预计不会低于汉兰达 2.7L, 3.5L 柴油发动机的动力则明显强于汉兰达 3.5L。

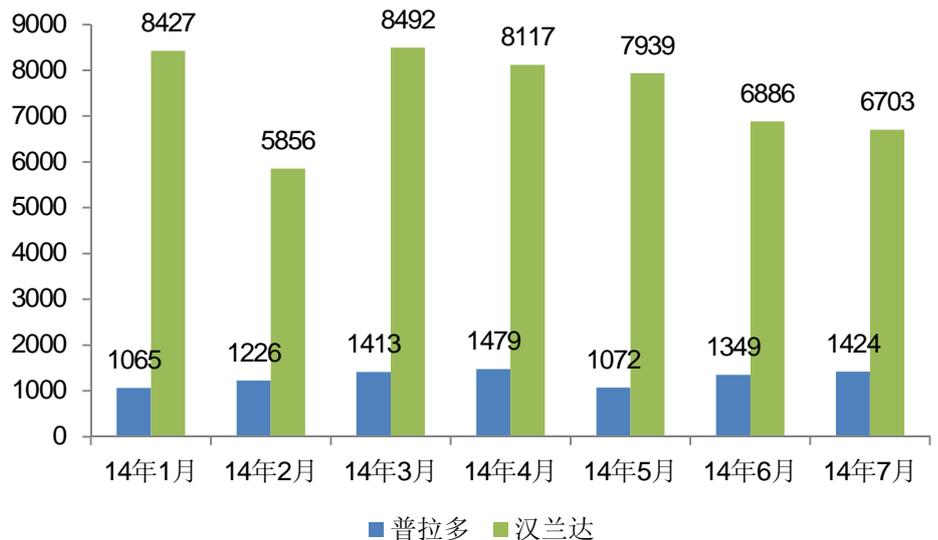
图表20: 福特 Everest 与普拉多、汉兰达主要参数对比

车型	福特Everest	丰田普拉多	丰田汉兰达
尺寸			
长-宽-高 (mm)	长接近5000mm	4780*1885*1890	4795*1910*1730
轴距 (mm)	2850	2790	2790
发动机及变速箱			
排量 (L)	2.0/2.2/3.5	4.0	2.7/3.5
最大功率 (kW)		202	138/201
最大扭矩 (N·m)	390 (柴油3.5L)	381	252/337
变速箱	6AT	5AT	5AT/6AT
价格			
指导价 (万元)	预计25-45	53-67.6	24.88-42.98

来源: 汽车之家、国金证券研究所

- 预计 Everest 月销有望达 2000-4000 台, 乐观预测可能达 4000-5000 台。参考主要竞品国内的销量表现, 同样定位为越野大中型 SUV 的丰田普拉多目前月销量在 1400 辆左右。定位于城市大中型 SUV 的丰田汉兰达销量表现较为突出, 2013 年销量在 9.5 万辆左右, 目前月销量接近 8000 辆。我们认为, Everest 风格偏越野, 与普拉多更为接近, 因此普拉多的销量数据更具参考意义。考虑到 Everest 相比普拉多有较为突出的性价比优势, 因此其销量表现也有望明显好于普拉多, 但又无法与城市型 SUV 汉兰达相比。综合判断, 我们预计 Everest 稳定后月销量有望达 2000-4000 辆, 乐观预测可能达到 4000-5000 辆。

图表21: 主要竞争车型今年 1-7 月月销量 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

- Everest 盈利能力突出, 有望为公司明后两年带来显著业绩弹性。我们认为, 目前国内 SUV 普遍盈利能力突出, 福特 Everest 为大中型 SUV, 售

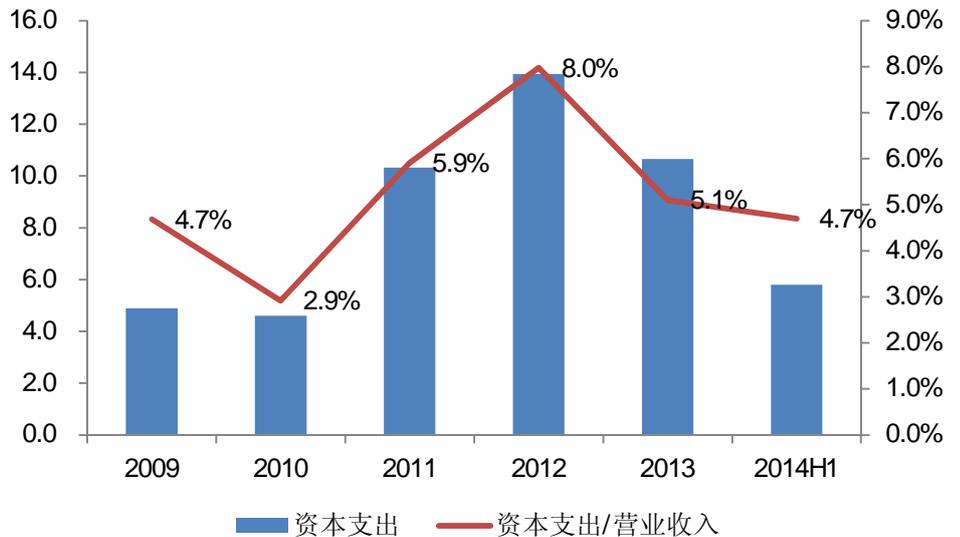
价较高，其盈利能力预计将更高，我们大致测算 Everest 量产后毛利率将在 30%以上，净利率预计在 10%以上。而且，我们在上文的分析中指出 Everest 竞争力不俗，上市后销量表现有望较为突出。综合判断，Everest 将为公司未来两年带来显著业绩弹性：中性预测下，15-16 年 Everest 销量将分别达约 1 万辆、3 万辆，分别贡献净利润约 3.5 亿、11.7 亿元，对应 EPS 约 0.40 元、1.34 元，占公司总体业绩的约 12%、27%；乐观预测下，Everest 带来的业绩弹性将更为突出。

- 未来还将有全新 SUV N330 上市，有望为公司贡献增量。公司在驭胜自主品牌和引入福特合资品牌 SUV 的基础上，还将逐步完善 SUV 产品线，公司自主研发的经济型 SUV N330 预计于 2016 年上市。依托公司自主 SUV 驭胜已经取得的不错销量表现，以及福特品牌支持对公司自主品牌形象的提升，预计 N330 上市后也有望获得不错销量，由此也将为公司贡献一定增量。

资本支出下降、销量结构改善，盈利能力有望继续提升

- **资本支出高峰已过，研发支出增幅也有望减小。**近年，公司资本支出和研发支出的持续上升对公司业绩造成了一定影响。我们预计，公司资本支出方面随着小蓝整车基地的投产或将继续有所下降，研发方面由于新产品仍然较多可能仍将维持较高水平，但增加幅度可能将有所减小。
- **资本支出方面：**近年，公司资本支出持续上升，从09年的约5亿元增长至12年的约14亿元，资本支出占收入比例在12年达到8.0%，公司资本支出高企主要是小蓝厂区项目增加了较多投入。2013年6月，随着小蓝整车基地的投产，公司资本支出绝对额和资本支出比例均有明显下降。我们预计，公司未来几年不会有大的建设项目，资本支出将继续有所下降。

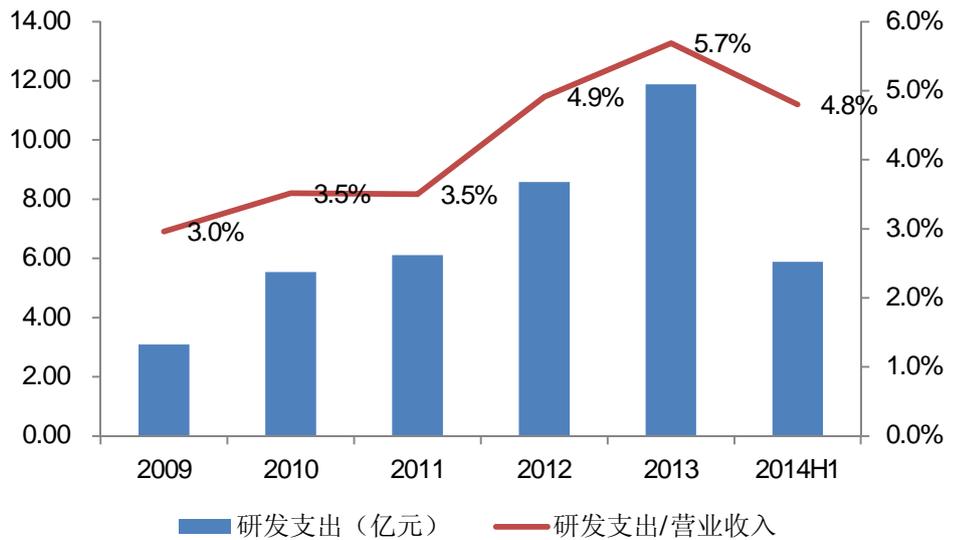
图表22：公司2013年资本支出额和资本支出比例均已明显下降



来源：公司公告、国金证券研究所

- **研发支出方面：**2009年至2013年，公司研发支出总额和研发支出占比均持续上升，研发支出额从09年的约3亿元增加至13年的近12亿元，研发支出占比也从09年的3.0%上升至13年的5.7%。今年上半年，公司研发支出占比已回落至4.8%。展望未来，公司将持续推进新产品研发，研发支出可能仍将维持较高水平，但增加幅度有望有所减小。

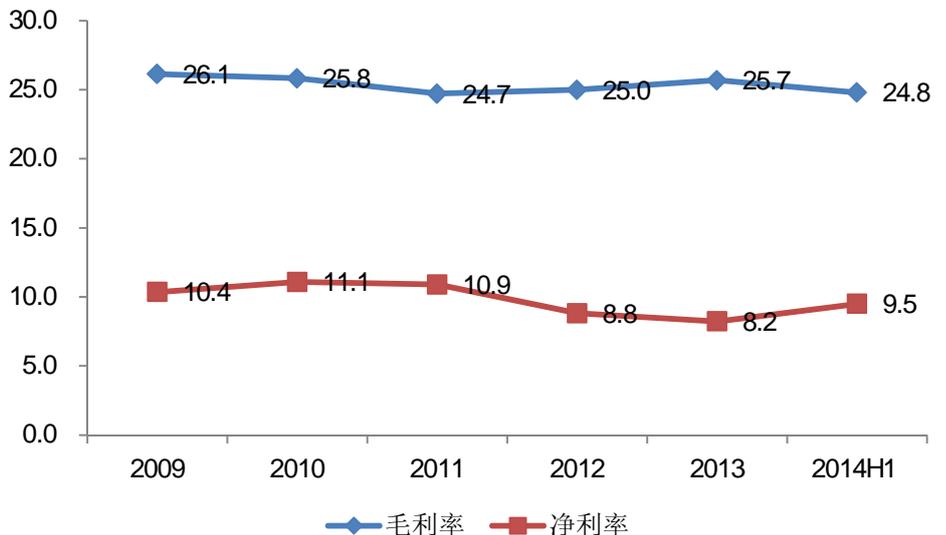
图表23: 公司研发支出占收入比例也有一定下降



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 今年上半年公司盈利能力已有显著改善, 未来有望继续提升。公司 12-13 年净利率相比之前出现较大下降, 分别为 8.8% 和 8.2%; 14 年上半年已回升至 9.5%, 相比 13 年提升 1.3 个百分点。我们分析, 公司 12-13 年净利率下降的因素主要就是研发支出和资本支出的大幅增加。今年以来, 受益于公司资本支出和研发支出占比的大幅下降, 公司净利率明显回升。从上文分析可知, 公司资本支出高峰已过, 未来将继续有所下降, 研发支出增幅也可能减小, 且盈利能力突出的 Everest、Custom 等车型将陆续投产, 公司销量结构有望提升, 综合判断, 公司未来盈利能力有望继续提升。

图表24: 公司近年毛利率和净利率情况



来源: Wind、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们预测，公司 14-16 年实现收入分别为 247.19、301.92、418.81 亿元，同比分别增长 18.3%、22.1%、38.7%；实现归母净利润分别为 20.59、27.80、42.81 亿元，同比分别增长 21.2%、35.0%、54.0%，对应 EPS 分别为 2.39、3.22、4.96 元。
- 核心假设如下：
 - **SUV**：公司 SUV 主要增量来自于 15 年上市的福特 Everest，中性预测 15-16 年销量分别约 1 万辆和 3 万辆。经济型 SUV N330 16 年销量中性预测约 1.5 万辆。
 - **轻卡（含皮卡）**：公司轻卡将充分受益国四升级带来的份额提升，预计 14-16 年公司轻卡销量增速分别为 35%、25%、15%，皮卡销量增速分别为 0、4%、4%。
 - **轻客**：Custom 预计于 2016 年上半年上市，16 年销量中性预测约 1 万辆。福特全顺新车型预计于 2016 年上市，预计 14-16 年全顺轻客整体销量增速分别约 5%、5%、15%。
 - **综合毛利率**：公司未来导入新产品福特 Everest 和 Tourneo custom 均属中高端车型，盈利能力应较为突出，预计毛利率均在 30%左右。随着公司结构提升，公司综合毛利率有望持续提升，预计 14-16 综合毛利率分别为 25.7%、25.8%、26.7%。
- 我们认为，公司是国内高端轻型商用车的龙头企业，受益于产业升级及福特新产品的加快导入，行业领先地位有望进一步提升。SUV 福特 Everest 有望为公司贡献显著业绩弹性，公司也有望迎来持续快速增长。公司当前股价对应 14 年约 13 倍 PE，15 年约 10 倍 PE，首次覆盖给予公司“增持”评级，建议可积极关注并逢低买入。

图表25：可比公司估值情况（2014 年 8 月 28 日）

	收盘价/元	总市值/亿元	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
601633.SH 长城汽车	31.61	961.71	2.70	3.10	4.14	11.71	10.20	7.64
000625.SZ 长安汽车	12.66	590.32	0.75	1.56	2.06	16.88	8.12	6.14
600418.SH 江淮汽车	12.52	160.87	0.71	0.87	1.11	17.63	14.36	11.32
600166.SH 福田汽车	5.31	149.19	0.27	0.40	0.53	19.52	13.15	10.11
均值						18.01	11.88	9.19

来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

- **汽车行业景气度大幅下降**：公司作为整车企业，其受汽车行业整体景气的影响仍不容忽视，若行业整体销量大幅下滑，公司销量和业绩增长也必将受到抑制。
- **公司资本支出和研发费用超预期增加**：资本支出的减少和研发费用的基本稳定有助于公司盈利能力的提升，若公司资本支出和研发费用增加幅度超出预期，对公司整体业绩也将造成一定不利影响。
- **原材料价格大幅上涨**：公司传统商用车业务盈利能力对成本较为敏感，若未来原材料价格大幅上涨，公司整体盈利能力也可能下滑。
- **新产品销量不达预期**：公司未来新车型较多，尤其 Everest 将为公司带来显著业绩弹性，若未来销量不达预期，则公司未来成长性将受到较大影响。

图表26: 公司分车型收入及毛利预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
轻卡销量	68447	79936	107914	134892	155126
增速	0.8%	16.8%	35.0%	25.0%	15.0%
均价(万元)	6.00	6.10	6.10	6.10	6.00
收入(百万元)	4107	4876	6583	8228	9308
毛利率	22.0%	23.0%	23.0%	23.0%	22.8%
毛利(百万)	904	1122	1514	1893	2122
皮卡销量	72217	67604	67604	70308	73120
增速	6.1%	-6.4%	0.0%	4.0%	4.0%
均价(万元)	7.20	7.10	7.10	7.00	7.00
收入(百万元)	5200	4800	4800	4922	5118
毛利率	22.8%	23.8%	23.7%	23.5%	23.2%
毛利(百万)	1186	1142	1138	1157	1187
轻客销量	57177	67785	71174	74733	85943
增速	-2.4%	18.6%	5.0%	5.0%	15.0%
均价(万元)	11.50	11.60	11.50	11.30	11.00
收入(百万元)	6575	7863	8185	8445	9454
毛利率	28.0%	29.0%	29.0%	28.5%	28.5%
毛利(百万)	1841	2280	2374	2407	2694
MPV销量-Tourneo custom					10000
增速					
均价(万元)					19.00
收入(百万元)					1900
毛利率					28.0%
毛利(百万)					532
SUV销量-驭胜	2022	14289	31436	34579	38037
增速		606.7%	120.0%	10.0%	10.0%
均价(万元)	9.60	10.00	10.00	9.80	9.80
收入(百万元)	194	1429	3144	3389	3728
毛利率	22.0%	23.0%	26.0%	26.0%	25.0%
毛利(百万)	43	329	817	881	932
SUV销量-Everest				10000	30000
增速					200.0%
均价(万元)				30.00	30.00
收入(百万元)				3000	9000
毛利率				30.0%	32.0%
毛利(百万)				900	2880
SUV销量-N330					15000
增速					
均价(万元)					6.30
收入(百万元)					945
毛利率					23.0%
毛利(百万)					217
重卡销量		392	300	330	363
增速			-23.5%	10.0%	10.0%
均价(万元)		10.50	10.50	10.40	10.20
收入(百万元)		41	32	34	37
毛利率		-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利(百万)		-2	-2	-2	-2
整车收入合计(百万)	16076	19009	22743	28018	39489
毛利率	24.7%	25.6%	25.7%	25.8%	26.7%
整车毛利合计(百万)	3973	4871	5841	7235	10563

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	17,457	17,475	20,890	24,719	30,192	41,881	货币资金	5,385	5,560	6,480	9,162	12,434	17,886
增长率		0.1%	19.5%	18.3%	22.1%	38.7%	应收款项	1,258	1,077	1,453	1,644	2,008	2,785
主营业务成本	-13,144	-13,108	-15,523	-18,331	-22,352	-30,653	存货	1,140	1,195	1,746	1,723	2,101	2,881
%销售收入	75.3%	75.0%	74.3%	74.2%	74.0%	73.2%	其他流动资产	204	573	607	575	656	810
毛利	4,313	4,367	5,367	6,388	7,840	11,228	流动资产	7,987	8,405	10,286	13,104	17,198	24,362
%销售收入	24.7%	25.0%	25.7%	25.8%	26.0%	26.8%	%总资产	67.6%	64.1%	62.4%	70.7%	78.2%	85.2%
营业税金及附加	-514	-507	-614	-727	-888	-1,231	长期投资	18	22	35	36	37	38
%销售收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	固定资产	3,272	4,139	5,149	4,435	3,792	3,222
营业费用	-1,010	-1,117	-1,443	-1,669	-1,947	-2,638	%总资产	27.7%	31.6%	31.2%	23.9%	17.2%	11.3%
%销售收入	5.8%	6.4%	6.9%	6.8%	6.5%	6.3%	无形资产	293	283	713	612	600	589
管理费用	-915	-1,237	-1,700	-1,978	-2,264	-3,015	非流动资产	3,833	4,707	6,198	5,422	4,789	4,229
%销售收入	5.2%	7.1%	8.1%	8.0%	7.5%	7.2%	%总资产	32.4%	35.9%	37.6%	29.3%	21.8%	14.8%
息税前利润 (EBIT)	1,874	1,507	1,609	2,016	2,740	4,343	资产总计	11,820	13,111	16,484	18,526	21,988	28,591
%销售收入	10.7%	8.6%	7.7%	8.2%	9.1%	10.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	168	205	197	178	223	313	应付款项	3,943	4,424	6,640	6,525	7,939	10,882
%销售收入	-1.0%	-1.2%	-0.9%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	其他流动负债	250	289	389	1,312	1,410	1,616
资产减值损失	-11	-3	-66	-45	-10	-21	流动负债	4,193	4,713	7,030	7,837	9,349	12,498
公允价值变动收益	-7	7	0	0	0	0	长期贷款	6	6	5	5	5	6
投资收益	5	2	12	14	16	18	其他长期负债	193	203	272	290	300	310
%税前利润	0.2%	0.1%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	负债	4,393	4,922	7,307	8,132	9,654	12,815
营业利润	2,029	1,717	1,753	2,162	2,969	4,654	普通股股东权益	7,312	8,083	9,177	10,373	12,289	15,708
营业利润率	11.6%	9.8%	8.4%	8.7%	9.8%	11.1%	少数股东权益	115	106	0	21	44	69
营业外收支	98	178	174	175	180	185	负债股东权益合计	11,820	13,111	16,484	18,526	21,988	28,591
税前利润	2,127	1,895	1,927	2,337	3,149	4,839	比率分析						
利润率	12.2%	10.8%	9.2%	9.5%	10.4%	11.6%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-226	-355	-210	-257	-346	-532	每股指标						
所得税率	10.6%	18.8%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%	每股收益	2.167	1.757	1.967	2.385	3.220	4.960
净利润	1,901	1,540	1,717	2,080	2,803	4,306	每股净资产	8.470	9.364	10.631	12.016	14.237	18.197
少数股东损益	30	23	19	21	23	25	每股经营现金净流	1.329	2.625	3.645	2.671	4.566	7.197
归属于母公司的净利润	1,871	1,517	1,698	2,059	2,780	4,281	每股股利	0.490	0.790	0.860	1.000	1.000	1.000
净利率	10.7%	8.7%	8.1%	8.3%	9.2%	10.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.59%	18.77%	18.51%	19.85%	22.62%	27.26%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	15.83%	11.57%	10.30%	11.11%	12.64%	14.97%
净利润	1,901	1,540	1,717	2,080	2,803	4,306	投入资本收益率	22.53%	14.94%	15.57%	17.20%	19.72%	24.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	353	389	548	682	674	712	主营业务收入增长率	10.71%	0.10%	19.54%	18.33%	22.14%	38.72%
非经营收益	-210	-143	-329	-228	-216	-223	EBIT增长率	-3.63%	-19.62%	6.82%	25.25%	35.95%	58.49%
营运资金变动	-865	469	1,173	-229	680	1,417	净利润增长率	9.31%	-18.92%	11.95%	21.24%	35.02%	54.01%
经营活动现金净流	1,178	2,254	3,109	2,305	3,941	6,213	总资产增长率	5.18%	10.93%	25.72%	12.39%	18.69%	30.03%
资本开支	-1,030	-1,391	-1,061	353	169	74	资产管理能力						
投资	0	-81	-292	0	0	0	应收账款周转天数	5.0	7.1	7.3	7.5	7.5	7.5
其他	189	158	182	14	16	18	存货周转天数	35.8	32.5	34.6	35.0	35.0	35.0
投资活动现金净流	-840	-1,315	-1,171	367	185	92	应付账款周转天数	84.2	87.2	94.5	90.0	90.0	90.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	47.7	48.1	74.9	57.2	41.5	25.8
债权募资	-25	0	-424	18	10	11	偿债能力						
其他	-710	-776	-631	-9	-864	-864	净负债/股东权益	-72.42%	-67.82%	-70.56%	-88.10%	#####	-113.33%
筹资活动现金净流	-735	-777	-1,055	9	-854	-853	EBIT利息保障倍数	-11.2	-7.4	-8.2	-11.3	-12.3	-13.9
现金净流量	-397	163	882	2,682	3,272	5,452	资产负债率	37.16%	37.54%	44.33%	43.90%	43.91%	44.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	15	28	34	67
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.04

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD