



**买入**

**92%**

目标价格:人民币 6.00

600166.CH

价格:人民币 3.13

目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

# 福田汽车

## 再造宝沃，另辟康庄大道

福田汽车是中国品种最全、规模最大的商用车企业，品种包括轻卡、中重卡、客车及发动机等，旗下拥有欧曼、欧马可、欧辉、奥铃等品牌，已连续 12 年销量领跑商用车领域。公司积极向市场空间更广阔、增速较高的乘用车市场拓展，全资收购德国前豪车品牌宝沃，首款产品 BX7 SUV 已站稳脚跟，还将陆续推出 BX5、BX6 等多款产品，业绩有望迎来爆发式增长。公司注重技术革新，通过整合全球资源，在互联网超级卡车、无人驾驶卡车等最新科技产品均有所布局。考虑到公司商用车业务盈利改善，宝沃将打开高增长 SUV 市场，以及布局未来终极方向的无人驾驶超级卡车，我们认为公司合理目标价 6.00 元，首次给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **行业复苏，福田商用车板块盈利改善可期。**随着 GB1589 及治理超限超载的严格执行，重卡行业有望在 2017 年保持增长趋势。轻型柴油车国五排放标准将在 2018 年 1 月 1 日全面实施，2017 年轻卡或有提前购买。我们预计 2017 年卡车行业进入全面复苏阶段，公司轻卡业务、福田戴姆勒（中重卡）、福田康明斯（重卡及轻卡发动机）盈利均有望实现较好增长。
- **收购宝沃，开拓广阔乘用车市场。**公司收购德国前豪华车品牌宝沃，并引入中国市场，推出的第一款产品 BX7 SUV 已在市场站稳脚跟。随后宝沃品牌还将推出多款 SUV 产品，我们预计 2017 年有望实现 16 万销量，并贡献 16 亿元净利润，促使福田汽车业绩出现爆发式增长。
- **积极布局互联网超级卡车及无人驾驶卡车，掌控未来。**公司携手美国康明斯和德国戴姆勒，打造绿色环保、高效节能、安全智能互联网超级卡车。公司还与百度联合推出无人驾驶超级卡车，蓄力未来发展。

### 评级面临的主要风险

- 1) 宝沃汽车销量不及预期；2) 固定成本及费用增加超预期；3) 与北汽股份同业竞争。

### 估值

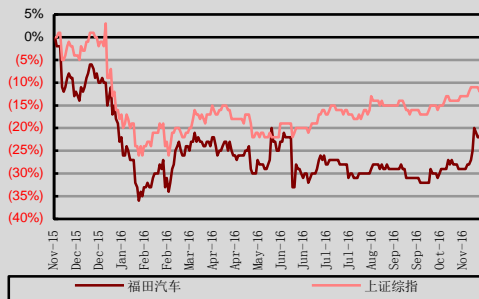
- 我们预计福田汽车 2016-2018 年每股收益分别为 0.05 元、0.37 元和 0.52 元。采取分部估值法，给予公司商用车业务 1 倍市净率，合理市值为 160 亿元，以宝沃汽车 2017 年业绩为基础，给予其乘用车业务 15 倍动态市盈率，认为公司合理目标价为 6.00 元，首次给予买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	33,691	33,997	36,934	59,412	79,002
变动(%)	(1)	1	9	61	33
净利润(人民币 百万)	477	406	331	2,490	3,485
全面摊薄每股收益(人民币)	0.072	0.061	0.050	0.373	0.522
变动(%)	(37.5)	(14.8)	(18.6)	652.7	39.9
全面摊薄市盈率(倍)	43.8	51.4	63.1	8.4	6.0
价格/每股现金流量(倍)	18.9	42.6	(13.1)	6.8	3.7
每股现金流量(人民币)	0.17	0.07	(0.24)	0.46	0.85
企业价值/息税折旧前利润(倍)	61.3	64.3	54.8	7.3	3.9
每股股息(人民币)	0.022	0.018	0.016	0.115	0.157
股息率(%)	0.7	0.6	0.5	3.7	5.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(6.0)	12.6	11.4	(19.6)
相对上证指数	7.8	8.5	7.9	(8.2)

发行股数(百万)	6,670
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	20,878
3 个月日均交易额(人民币 百万)	213
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
北京汽车集团有限公司	27

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2016 年 11 月 21 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: 汽车整车

彭勇\*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

\*魏敏、朱朋为本报告重要贡献者

## 目录

福田汽车——中国商用车第一品牌.....	3
2017 年行业趋势向上，促卡车业务盈利增长.....	7
再造宝沃，另辟康庄大道.....	10
依托科技创新，超级卡车驶入发展快速道.....	15
盈利预测和投资建议.....	16
风险提示.....	17
研究报告中所提及的有关上市公司.....	19

## 福田汽车——中国商用车第一品牌

### 公司主营业务、主要股东和子公司情况

北汽福田汽车股份有限公司是中国品种最全、规模最大的商用车企业，连续12年销量领跑商用车领域。公司自1996年成立以来一直快速发展，截至2015年底，累计产销汽车超过700万辆。目前福田汽车旗下拥有欧曼、欧辉、欧马可、雷萨、奥铃、拓陆者、萨瓦纳、图雅诺、风景、北京福田伽途等产品品牌。

公司先后携手美国康明斯和德国戴姆勒，在借鉴其先进的管理模式、流程及经验，提高自身管理能力的同时，两个合资公司成为公司主要的重卡整车和发动机平台，推动公司产品向高端化升级，并有助于公司开拓海外市场。

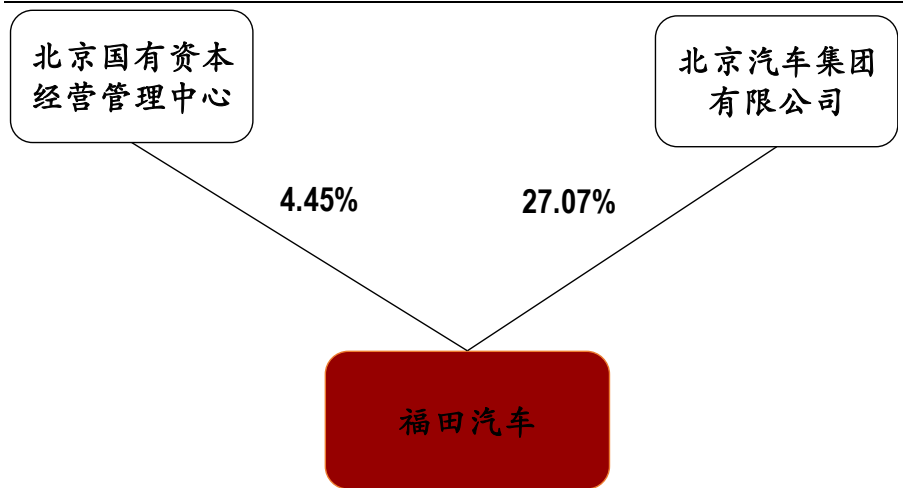
图表 1. 主要业务车系



资料来源：公司公告，公司网站，中银证券

北京汽车集团有限公司是福田汽车第一大股东，截至2016年3季度末，北京汽车集团合计持有福田汽车27.07%股份。公司董事长为徐和谊，实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会。

图表 2. 公司主要股东持股情况



资料来源：中汽协，中银证券

公司现拥有参控股公司共 33 家，其中直接加间接完全控股子公司 29 家，2 家合营企业。福田汽车在国内的京、鲁、湘、粤、冀、鄂等多省市拥有整车和零部件基地；在中国、日本、德国、印度、俄罗斯等国家拥有研发分支机构；在印度、俄罗斯设立了事业部，在全球 20 多个国家设有 KD 工厂，产品出口到 80 多个国家和地区，成为中国汽车行业自主品牌和自主创新的中坚力量。

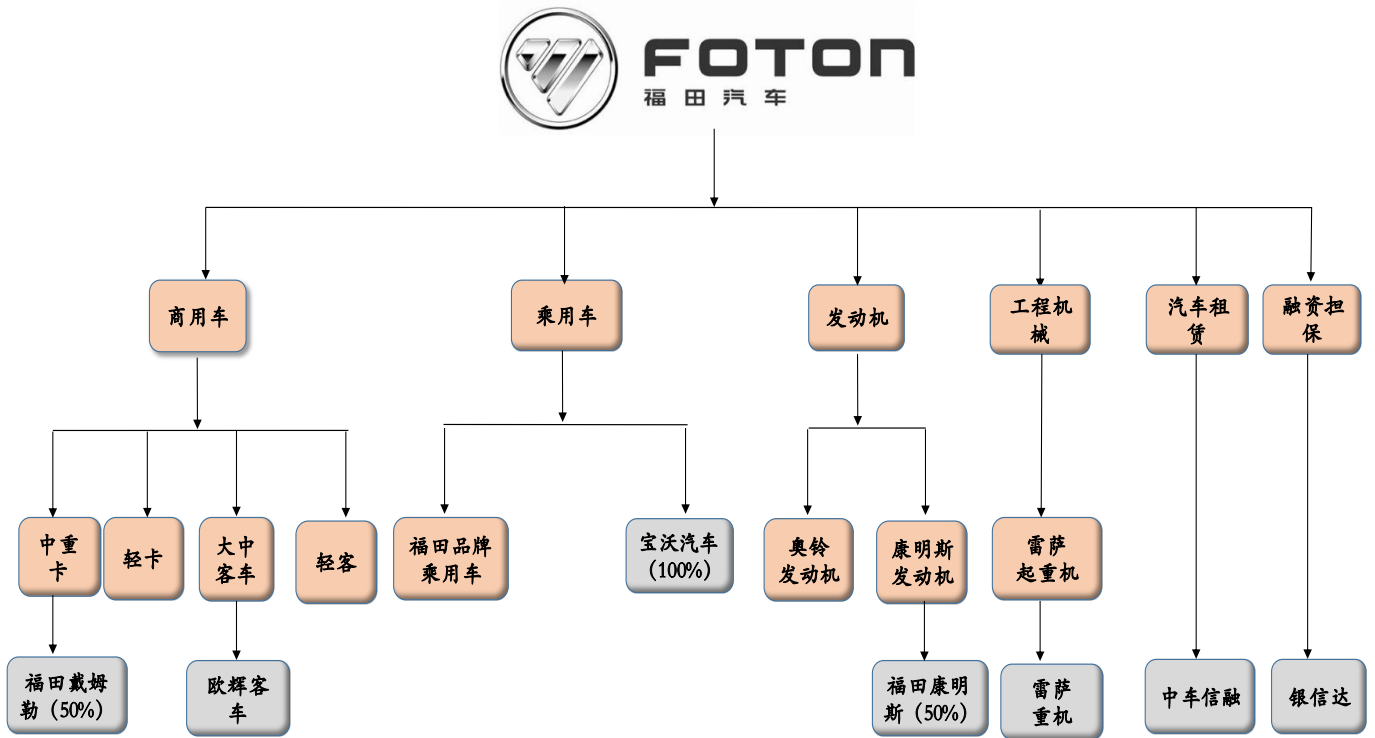
**图表 3. 主要子公司与合营公司**

序号	被参控公司	持股比例(%)	主营业务
1	宝沃汽车(中国)有限公司	100	汽车产品研发, 技术开发
2	北京银达信融资担保有限责任公司	100	融资性担保业务
3	Foton Motors Manufacturing India Pvt.Ltd	100	车辆及零部件研发, 制造, 销售及进出口
4	河北北汽福田汽车部件有限公司	51	汽车零部件制造销售
5	北京中车信融汽车租赁有限公司	100	汽车租赁
6	BW Trademark Holdings GmbH	100	商标租赁无形资产管理
7	北京福田雷萨重型机械销售有限公司	100	销售机械设备, 货物进出口, 技术开发服务
8	Foton Germany Constrction Machines GmbH Construction achines	100	各种车辆的研发, 尤其是工程机械及相关产品的研发和销售
9	潍坊福田汽车科技有限公司	100	汽车研发, 销售
10	Foton Automobile(thailand)Co.Ltd	100	车辆及零部件研发, 制造, 销售, 相关技术服务
11	BW Group AG	100	电池, 电子控制系统等的研发
12	北京福田国际贸易有限公司	100	汽车出口销售
13	诸城福田汽车科技开发有限公司	100	汽车研发, 销售
14	Foton Motor Kenya.Ltd	100	进口, 出口及技术咨询
15	山东潍坊福田模具有限责任公司	100	汽车模具加工销售
16	北京知融知识产权咨询有限公司	100	经济贸易咨询; 技术开发, 技术转让, 技术咨询, 技术服务, 技术推广; 投资咨询等
17	青岛福田青特欧辉客车销售有限责任公司	70	销售客车
18	Foton Pemasaran Dan Penjualan Indonesia.Pt	100	进口, 出口及技术咨询
19	宁夏福田欧辉汽车销售有限公司	100	汽车销售; 机械设备及配件, 电器设备, 汽车, 零售; 货物及技术进出口
20	BW AG	100	开发, 制造机销售汽车, 水上交通工具及飞机; 开发营销及实现现代交通概念及相关咨询服务
21	佛山福田汽车科技有限公司	100	汽车销售
22	Foton Motors Marketing&Sales India Pvt.Ltd	100	进口, 出口及技术咨询
23	北汽福田(香港)有限公司	100	整车及关键零部件的国际贸易, 投资, 技术与服务贸易, 培训及咨询
24	BW Automotive AG	100	开发, 制造机销售汽车, 水上交通工具及飞机; 开发营销及实现现代交通概念及相关咨询服务
25	Foton Motor Co.,Ltd	100	汽车销售
26	Foton Motor Australia LTD	100	进口, 出口及技术咨询
27	山东福田模具销售有限公司	100	模具, 检具, 冲压件销售及相关技术开发, 咨询; 货物进出口
28	日本福田自动车株式会社	100	汽车研发
29	长沙福田汽车科技有限公司	100	汽车研发销售
30	北京宝沃汽车有限公司	100	整车生产制造(含轿车)
31	北京福田保理有限公司	100	为企业提供贸易融资; 应收账款管理等
32	北京福田康明斯发动机有限公司	50(合营企业)	发动机制造及销售
33	北京福田戴姆勒汽车有限公司	50(合营企业)	制造中型卡车和重型卡车及发动机

资料来源: 公司公告, 中银证券



图表 4. 公司主要业务板块与子公司

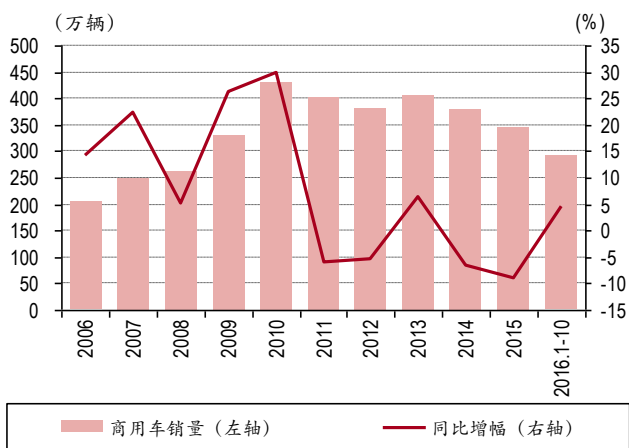


资料来源：公司公告，中银证券

## 2017 年行业趋势向上，促卡车业务盈利增长

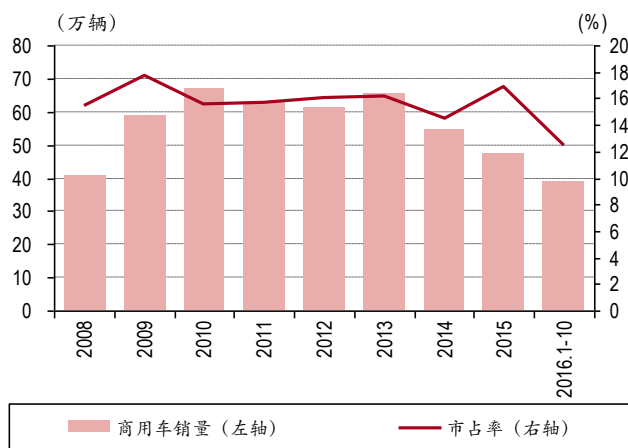
公司主要从事商用车整车及发动机的生产及销售，在商用车领域品种最全、规模最大，品种包括轻卡、中重卡、客车，2016 年 1-10 月份，商用车全行业销售 292.1 万辆，同比增长 4.6%，处于恢复增长趋势。公司 1-10 月销售汽车 423,138 辆，较上年同期增长 4.8%，其中商用车销售 387,173 辆，同比下滑 1.3%。公司商用车销量虽有所下滑，但市场占有率 12.5%，继续保持中国商用车第一品牌的市场地位。

图表 5. 中国商用车销量及增速



资料来源：中汽协，中银证券

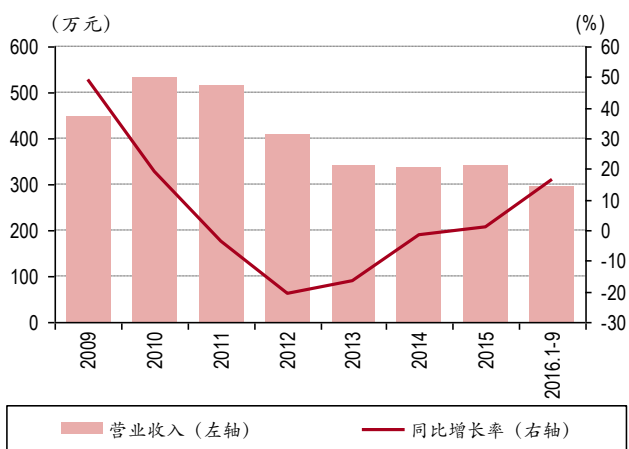
图表 6. 公司商用车销量及市占率



资料来源：中汽协，中银证券

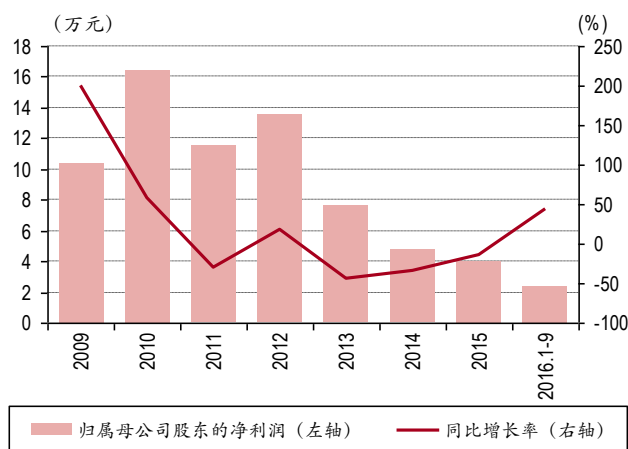
公司前三季度实现销售收入 297.7 亿元，同比增长 16.6%，归属母公司的净利润 2.3 亿元，同比增长 44.0%。公司注重战略转型，调整产品结构，由低端产品向高端产品过渡，前三季度公司中高端产品比重达到 61.5%，较去年同期增长 4.7 个百分点，综合毛利率同比提升 2.6 个百分点，转型初见成效。

图表 7. 营业收入及增长率



资料来源：公司公告，中银证券

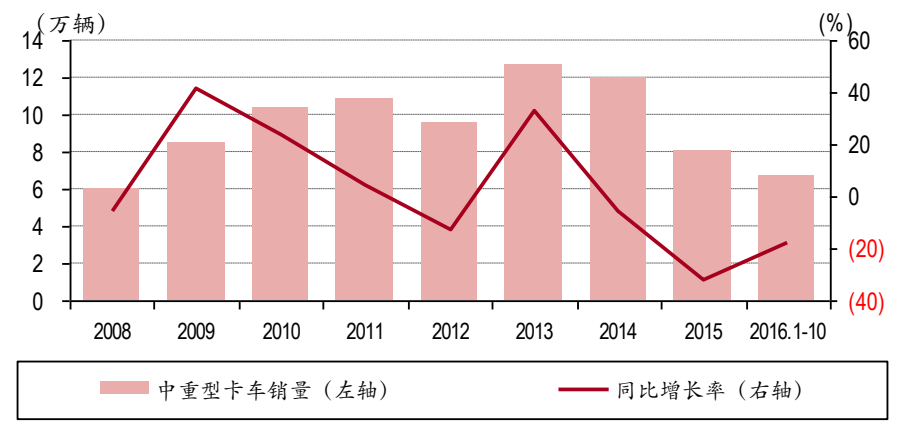
图表 8. 归属母公司股东的净利润及增长率



资料来源：公司公告，中银证券

近期新实施的《超限运输车辆行驶公路管理规定》与《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》对超载超限造成了严厉打击，显著降低了市场运力，用户在短暂观望之后开始加快淘汰老旧货车和运力下降明显的车辆，重卡在未来两个季度的复苏力度也有望超预期，行业景气度有望持续到 2017 年。福田戴姆勒在“治超”前期储备不足以及配套的零部件供应商产能不足，导致其中重卡业务增速低于行业增速，但随着零部件厂商扩大产能将逐渐满足供应需求，产销规模也将随之扩大。福田戴姆勒在重卡领域产品覆盖广泛，竞争力较强，预计 2017 年公司中重卡销量会有较好增长。

**图表 9. 公司中重型卡车销量及同比增长率**



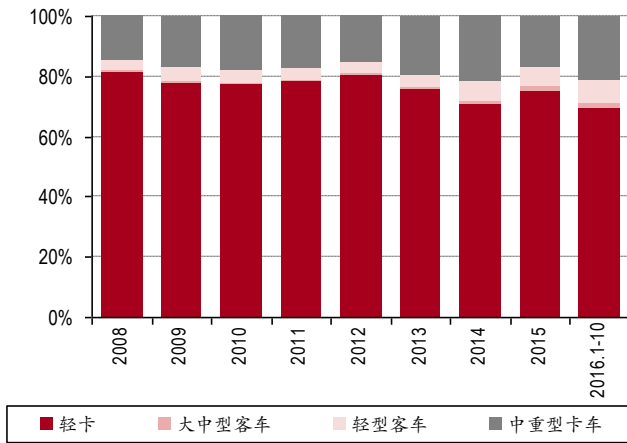
资料来源：中汽协，中银证券

2016 年 1-10 月公司轻卡（含微卡）实现销量 28.9 万辆，较去年同期下滑 2.6%，这主要是由于公司低端产品向高端产品转化，着力于其高端产品欧马可业务，放弃部分低端市场，但总销量仍大幅超越其竞争对手江淮汽车与江铃汽车，位列行业第一。产品结构升级后，中高端产品的净利润将高于升级前的低端产品。2018 年 1 月 1 日开始全面实施轻型柴油车国 V，将促使轻卡行业出现提前购买，预计公司 2017 年轻卡业务将恢复增长，作为行业龙头，公司也将会受益。

福田康明斯重型发动机有排量 11L 和 12L 两款产品，主要供给公司重卡车型；轻型发动机有排量 2.8L 和 3.8L 两款产品，主要供给公司轻卡、商务汽车等产品，其发动机系列能够较好满足国 V、欧 V 等一系列技术标准要求。预计随着公司重卡与轻卡业务恢复增长，为之配套的福田康明斯出货量将继续增加，为公司贡献较大的投资收益。



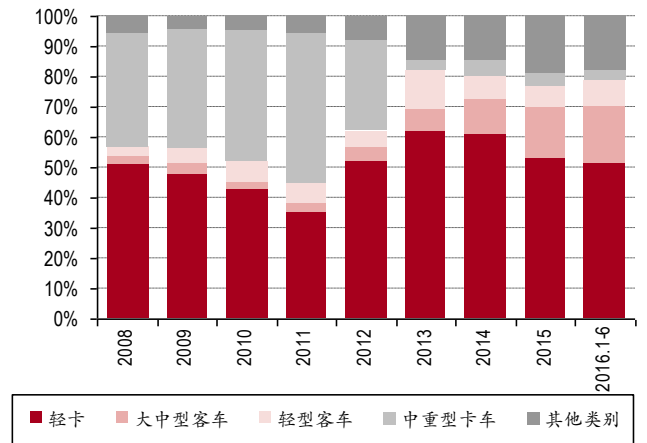
图表 10. 销量分产品构成



资料来源：中汽协，中银证券

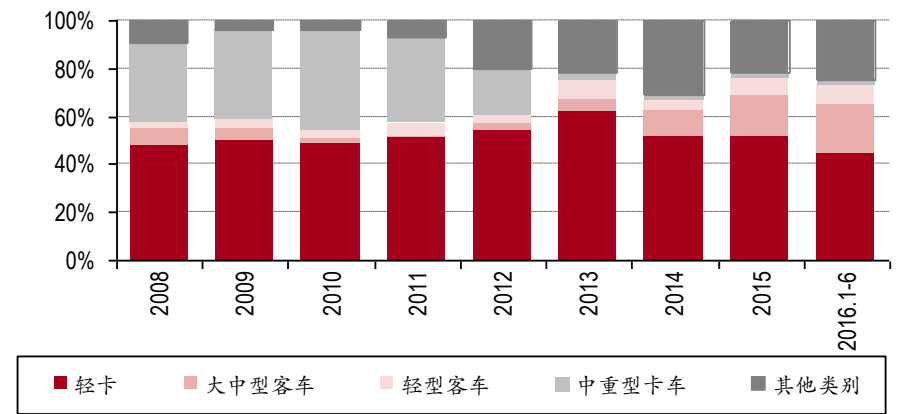
注：不含福田戴姆勒销量

图表 11. 营业收入分产品构成



资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 毛利润分产品构成



资料来源：公司公告，中银证券

## 再造宝沃，另辟康庄大道

2014年1月1日福田汽车以500万欧元的价格全资收购拥有90多年历史的宝沃品牌，并将其引入中国市场，再造宝沃品牌，公司由商用车领域全面进军乘用车的转型。

宝沃诞生于1919年，曾是德国第三大汽车制造商，一度年产销量突破100万台，仅次于大众和欧宝，定位豪华车品牌，品牌价值比肩奔驰、宝马、保时捷，后因资金问题在1961年宣布破产。公司为宝沃复活和发展提供资金、生产基地和销售渠道，利用中国、德国两地研发中心联合研发，大力引进跨国汽车公司的运营人才，基于商用车成功运营经验打造卓越的乘用车运营管理模式。同时加大“宝沃”品牌包装与推广，让宝沃快速在中国树立成熟而稳重的中高端德系豪车品牌形象。

2016年2月26日，国家发展改革委发布关于“北汽福田汽车股份有限公司设立北京宝沃汽车有限公司乘用车技术改造项目”核准的批复公告，同意公司通过内部重组方式设立独立法人乘用车生产企业北京宝沃汽车有限公司，并随后获得了全系乘用车（含轿车）生产资质。

图表 13. 宝沃汽车在北京望京的巨大展厅



资料来源：搜狐汽车，中银证券

### 宝沃汽车未来产品发展规划

2016年3月日内瓦车展上，宝沃品牌创世人 Carl Borgward 的孙子 Christian Borgward 宣告了宝沃品牌的正式回归。其中中型 SUV BX7 在今年4月正式上市，紧凑型 SUV BX5 的量产版在今年11月18日开幕的广州车展上正式发布，并将于2017年初上市。公司计划每年推出两款车型，2017年还将推出 SUV BX6，未来推出5款 SUV，产品线不断延伸，覆盖从 A0 级至 D 级市场，中期目标是在全球范围内销售 50 万辆汽车，到 2018 年、2019 年，宝沃在进一步完善 SUV 车型布局的同时，还将进入 MPV 领域。从 2020 年起，宝沃还会正式进入轿车领域。

宝沃项目建设地点为北京市密云云西开发区，总投资 47.2 亿元，将北汽福田北京多功能汽车厂的整车生产资源、北汽福田沙河发动机工厂的乘用车发动机生产设备、北汽福田汽车工程研究总院和北京多功能汽车厂的研发资源并入到北京宝沃汽车有限公司，并新增部分生产工艺设备和研发设备投资，对现有生产线以及配套设施进行技术改造，使用的设备及生产标准均遵循德国的标准。

在不新增产能的情况下，使北京宝沃汽车有限公司拥有年产“宝沃”品牌 10 万辆轿车和 8 万辆其它类乘用车（包含新能源汽车产品），以及 16 万台配套发动机的生产能力。福田汽车北京多功能汽车厂是公司在北京地区规模最大、生产产品最多、现代化程度最高的工厂，按照当初规划，新工厂最大产能可达到 36 万辆/年，BX7 等一系列产品均会在此投产。

图表 14. 宝沃汽车北京工厂占地面积及产能



资料来源：爱卡汽车，中银证券

技术层面，北京宝沃汽车有限公司工厂搭建了领先的平台化和模块化生产体系，是一座基于智能制造模式的智能工厂。根据官方公布的消息，德国宝沃汽车的平台化和模块化生产体系，将包括 BSP-T（中型平台）和 BSP-S（小型平台）两个模块化架构，分别用于开发车身长度在 4.5 到 5 米和 4 到 4.6 米之间的车型。此外，两大平台还将实现动力系统多样化，覆盖多种排量的汽油、柴油发动机以及插电混动系统和纯电动系统。

图表 15. 宝沃汽车构建模块化组合，快速实现产品全面布局



资料来源：网通社（摘自宝沃（中国）品牌及设计沟通会）

### 宝沃汽车重点车型介绍

#### 中型 SUV 宝沃 BX7，宝沃首款量产车型

2016年4月25日，宝沃品牌首款SUV—宝沃BX7在北京车展正式上市。新车定位于中型SUV，搭载2.0T动力推出共四款车型，售价为16.98万-30.28万元。宝沃汽车BX7由德国设计中心前期开发。该车还会推出搭载插电式混动系统的车型。BX7自今年4月上市以来，目前月销量攀升至超过5,000台（乘联会数据，与公司公告数据统计口径有所差异），其主打的性价比优势得到消费者认可。

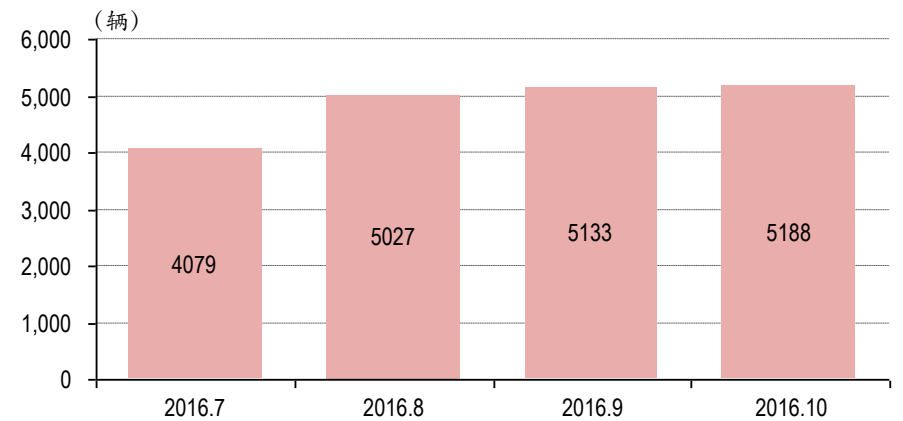
图表 16. 宝沃汽车 BX7



资料来源：宝沃汽车公司网站



图表 17. 宝沃 BX7 月销量超过 5,000 辆



资料来源：盖世汽车网根据乘联会数据整理，中银证券

注：与公司产销快报数据差异为统计口径不同。

### 紧凑型 SUV 宝沃 BX5

2016 年 11 月 18 日，宝沃品牌第二款 SUV—定位于紧凑型 SUV 的量产版宝沃 BX5 在广州车展正式发布，预计将于 2017 年初上市，直面合资及自主品牌的竞争，福特翼虎、现代 ix35 等产品作为竞争目标。根据宝沃汽车的规划，BX5 将分别推出汽油和插电式混合动力两种动力形式的车型应对市场考验，其中汽油车型将搭载一台 1.8T 涡轮增压发动机，匹配 6 速手自一体变速器，最大功率 140kW；混动版预计将采用 1.4T 涡轮增压发动机+电动机，最大功率 105kW。

图表 18. 宝沃汽车 BX5



资料来源：爱卡汽车，中银证券

### 全新豪华运动型 SUV 车型宝沃 BX6

宝沃 BX6 概念车在 2016 年的日内瓦车展首次亮相，定位中高端紧凑型 SUV 车型，造型设计与 BX5 相差不大。动力方面，BX6 预计将会搭载 2.0T 发动机与 6 速手自一体变速箱，与之前宝沃 BX7 相同。混动配置公司也在规划中，预计使用 200 千瓦的 2.0T 涡轮增压发动机配合 110 千瓦电动机组成混动系统。

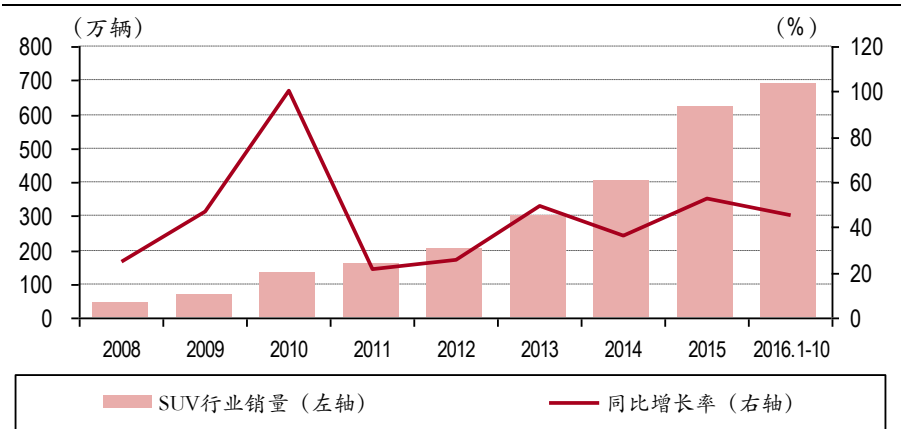
图表 19. 宝沃汽车 BX6



资料来源：宝沃汽车公司网站

2016年1-10月份，乘用车销售1,909.6万辆，同比增长15.4%；SUV得益于车型创新尤其是自主品牌的快速发展，1-10月累计销量689.5万辆，同比增长高达45.6%，占狭义乘用车比例攀升至37.3%，成为乘用车主要增长动力。随着越来越多SUV车型的推出，预计近几年SUV仍将维持高增长。

图表 20. SUV 销量及同比增长率



资料来源：中汽协，中银证券



## 依托科技创新，超级卡车驶入发展快速道

### 福田互联网超级卡车=绿色智能卡车+智能物流

福田汽车集团携手美国康明斯和德国戴姆勒，整合全球资源，通过节能与新能源、车联网和智能整车三大核心科技，打造绿色环保、高效节能、安全智能的互联网超级卡车，以构建智能物流生态系统。在动力系统方面，将形成高效柴油机、混合动力及电动化三级动力系统层级，最终实现整车油耗降低 30%（或纯电动），整车碳排放减少 30%（或零排放），货运效率提升 70% 的目标。

目前，公司已基本搭建并完善了商用车“工业 4.0”顶层架构，以车联网、大数据及云平台为基础，建立了以客户为中心的生态系统，利用大数据驱动企业管理的智能化，通过智能产品、智能工厂及智能制造实现了大规模的客户个性化定制。公司的萨瓦纳智联版产品如今已实现辅助驾驶、智能互联、信息查询等信息交互功能。其中智能互联功能可以实现团队路线分享和组队导航功能，为团队出行提供高效行车解决方案。欧曼 GTL 超能版则配备了北斗智能车载终端，方便物流公司对车辆、人员、货物和业务管理的“智能化车队管理系统”，有效提高了匹配效率，降低了空载与损耗。

图表 21. 福田超级卡车



资料来源：搜狐汽车，中银证券

2016 年 11 月 14 日，公司与百度联合推出无人驾驶超级卡车发布。福田无人驾驶卡车搭载“ifon”车联网云平台，实现与外部信息的实时联通；在感知方面，采用雷达加相机识别周边环境，融合高精地图实现车辆定位；自主研发控制策略完成驾驶过程，实现了低碳化、信息化、智能化核心技术的融合，福田无人驾驶卡车有望于 2025 年实现量产。自动驾驶超级卡车在实现无事故自动驾驶的同时，能够实现更高效的物流效率，更低的燃油消耗，是未来汽车的终极方向。公司超前布局最前沿技术，重塑中国商用车产品形态，未来发展前景值得期待。

未来，福田互联网超级卡车战略将分为三阶段实现，2016-2017 年，实现油耗降低 5~10%，货运效率提升 30%，融入辅助驾驶设计；2018-2020 年，进一步降低燃油消耗，提升货运效率，实现半自动；2021-2025 年为“超级卡车”的最终阶段，达成碳排放减少 30%、油耗降低 30%、货运效率提升 70% 的最终产品目标，并实现自动驾驶。

## 盈利预测和投资建议

### 公司商用车业务经营情况

公司轻卡业务由低端产品向高端产品转化，毛利率逐渐提升。2018年1月1日轻型柴油车国V标准全面实施，将促使轻卡行业出现提前购买，公司轻卡业务将恢复增长。预计2016-2018年轻卡业务收入分别为207.6亿、220.8亿和235.5亿，毛利分别为26.0亿、28.7亿和30.6亿。重卡行业今年复苏，加之新实施的两部“限超”法规，需求有望进一步扩张，预计公司与其合营公司福田戴姆勒中重卡业务将迎来回升，预计2016-2018年福田戴姆勒为公司贡献的投资收益为-0.9亿、0.9亿和0.5亿。与公司卡车配套的福田康明斯发动机，2017年销量也将有大幅增长，预计2016-2018年福田戴姆勒为公司贡献的投资收益分别为4.0亿、4.5亿和4.7亿。

### 宝沃汽车经营情况

公司全资收购宝沃品牌，乘用车成为公司转型的重要战略。首款量产车型宝沃BX7自今年4月上市以来，目前月销量攀升至超过5,000台，其主打的性价比优势得到消费者认可。宝沃汽车切入黄金成长期的SUV市场，计划每年推出两款新车型，预计2017年三款宝沃SUV销量可达16万辆，2018年五款宝沃SUV销量可超30万辆，带动公司业绩飞跃式增长。预计2016-2018年宝沃乘用车业务收入分别为27.0亿、236.8亿和422.0亿，毛利分别为5.4亿、47.4亿和84.4亿。

### 盈利预测和投资建议

我们预计福田汽车2016-2018年每股收益分别为0.05元、0.37元和0.52元。采取分部估值法，预计公司商用车业务净资产为160亿，给予其1倍市净率，合理市值为160亿元。以宝沃汽车2017年业绩为基础，给予其乘用车业务15倍动态市盈率，认为公司合理目标价为6.00元，首次给予**买入**评级。

## 风险提示

- 1) 宝沃汽车销量不及预期；
- 2) 固定成本及费用增加超预期；
- 3) 与北汽股份同业竞争。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	33,691	33,997	36,934	59,412	79,002
销售成本	(29,904)	(30,005)	(31,837)	(50,496)	(66,563)
经营费用	(3,430)	(3,698)	(4,750)	(6,383)	(8,431)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>357</b>	<b>295</b>	<b>346</b>	<b>2,533</b>	<b>4,008</b>
折旧及摊销	(1,002)	(1,208)	(1,312)	(1,423)	(1,637)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>(645)</b>	<b>(913)</b>	<b>(966)</b>	<b>1,109</b>	<b>2,371</b>
净利息收入/(费用)	(184)	(12)	(53)	(83)	(49)
其他收益/(损失)	1,289	1,326	1,328	1,686	1,540
<b>税前利润</b>	<b>460</b>	<b>401</b>	<b>310</b>	<b>2,712</b>	<b>3,862</b>
所得税	(1)	(45)	(43)	(280)	(391)
少数股东权益	(18)	(50)	(12)	25	35
<b>净利润</b>	<b>477</b>	<b>406</b>	<b>331</b>	<b>2,490</b>	<b>3,485</b>
<b>核心净利润</b>	<b>442</b>	<b>447</b>	<b>398</b>	<b>2,576</b>	<b>3,610</b>
每股收益(人民币)	0.072	0.061	0.050	0.373	0.522
核心每股收益(人民币)	0.066	0.067	0.060	0.386	0.541
每股股息(人民币)	0.022	0.018	0.016	0.115	0.157
收入增长(%)	(1)	1	9	61	33
息税前利润增长(%)	(573)	42	6	(215)	114
息税折旧前利润增长(%)	(63)	(17)	18	631	58
每股收益增长(%)	(37)	(15)	(19)	653	40
核心每股收益增长(%)	(43)	1	(11)	547	40

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	460	401	310	2,712	3,862
折旧与摊销	1,002	1,208	1,312	1,423	1,637
净利息费用	184	12	53	83	49
运营资本变动	(1,471)	(149)	(2,164)	2,747	2,314
税金	(19)	(95)	9	(197)	(342)
其他经营现金流	948	(887)	(1,109)	(3,695)	(1,863)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>1,102</b>	<b>490</b>	<b>(1,589)</b>	<b>3,074</b>	<b>5,657</b>
购买固定资产净值	693	1,248	1,494	1,927	1,835
投资减少/增加	(259)	(147)	(25)	210	217
其他投资现金流	(2,726)	(2,794)	(2,799)	(3,913)	(3,694)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(2,292)</b>	<b>(1,693)</b>	<b>(1,330)</b>	<b>(1,776)</b>	<b>(1,642)</b>
净增权益	(143)	(123)	(106)	(769)	(1,045)
净增债务	1,101	(612)	2,054	2,305	711
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(242)	3,467	2,548	(25)	(131)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>716</b>	<b>2,759</b>	<b>4,549</b>	<b>1,615</b>	<b>(244)</b>
现金变动	(474)	1,556	1,630	2,912	3,771
期初现金	2,916	2,191	4,558	6,187	9,100
公司自由现金流	(1,190)	(1,203)	(2,919)	1,297	4,015
权益自由现金流	95	(1,803)	(813)	3,686	4,776

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	3,685	6,783	7,990	10,940	14,827
应收帐款	5,159	7,434	3,795	16,342	11,813
库存	2,051	2,059	3,837	6,706	7,920
其他流动资产	376	374	807	866	1,621
<b>流动资产总计</b>	<b>11,272</b>	<b>16,650</b>	<b>16,430</b>	<b>34,855</b>	<b>36,182</b>
固定资产	11,978	12,814	12,978	13,276	13,280
无形资产	6,373	7,621	7,639	7,844	8,038
其他长期资产	4,740	5,333	5,223	5,727	6,056
<b>长期资产总计</b>	<b>23,091</b>	<b>25,768</b>	<b>25,840</b>	<b>26,847</b>	<b>27,374</b>
<b>总资产</b>	<b>34,697</b>	<b>42,753</b>	<b>42,531</b>	<b>62,013</b>	<b>63,858</b>
应付帐款	7,960	12,736	7,473	16,944	17,795
短期债务	2,222	1,327	941	826	504
其他流动负债	6,663	6,716	6,903	12,536	10,293
<b>流动负债总计</b>	<b>16,845</b>	<b>20,779</b>	<b>15,317</b>	<b>30,305</b>	<b>28,592</b>
长期借款	953	2,280	3,670	6,443	7,591
其他长期负债	1,352	942	1,261	1,185	1,130
股本	2,810	3,335	6,670	6,670	6,670
储备	12,585	15,264	15,414	17,186	19,617
<b>股东权益</b>	<b>15,395</b>	<b>18,599</b>	<b>22,084</b>	<b>23,856</b>	<b>26,287</b>
少数股东权益	260	210	198	223	258
<b>总负债及权益</b>	<b>34,697</b>	<b>42,753</b>	<b>42,531</b>	<b>62,013</b>	<b>63,858</b>
每股帐面价值(人民币)	2.31	2.79	3.31	3.58	3.94
每股有形资产(人民币)	3.21	3.29	2.17	2.40	2.74
每股净负债/(现金)(人民币)	0.35	(0.58)	(0.29)	(0.34)	(0.80)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	1.1	0.9	0.9	4.3	5.1
息税前利润率(%)	(1.9)	(2.7)	(2.6)	1.9	3.0
税前利润率(%)	1.4	1.2	0.8	4.6	4.9
净利率(%)	1.3	0.9	0.7	4.1	4.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.8	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	(3.5)	(77.7)	(18.4)	13.4	48.4
净权益负债率(%)	6.3	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	43.8	51.4	63.1	8.4	6.0
核心业务市盈率(倍)	47.2	46.7	52.5	8.1	5.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	70.9	70.2	78.8	12.2	8.7
市净率(倍)	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	18.9	42.6	(13.1)	6.8	3.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	61.3	64.3	54.8	7.3	3.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	32.5	25.0	33.8	38.1	40.1
应收帐款周转天数	48.7	67.6	55.5	61.9	65.0
应付帐款周转天数	83.4	111.1	99.9	75.0	80.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	32.6	40.2	41.9	31.3	29.8
净资产收益率(%)	2.9	1.8	1.2	10.7	14.0
资产收益率(%)	(1.9)	(2.1)	(1.9)	1.9	3.4
已运用资本收益率(%)	0.7	0.5	0.3	2.1	2.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

江淮汽车(600418.CH/人民币 12.96, 谨慎买入)

江铃汽车(000550.CH/人民币 31.97, 谨慎买入)

以2016年11月21日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入



## 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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
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，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  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 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) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371