

2019-2-11

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 维持

当前股价: 16.29 元

分析师 **高登**

☎ (8621) 61118738

✉ gaodeng@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490517120001

分析师 **高伊楠**

☎ (8621) 61118738

✉ gaoyin@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490517060001

分析师 **邓晨亮**

☎ (8621) 61118738

✉ dengcl@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490518040003

| 公司基本数据 | 2019.02.11 |
|-------------|------------|
| 总股本(万股) | 86321 |
| 流通A股/B股(万股) | 51843/0 |
| 资产负债率 | 51.04% |
| 每股净资产(元) | 12.18 |
| 市盈率(当前) | 20.35 |
| 市净率(当前) | 1.34 |
| 12个月内最高/最低价 | 19.86/9.12 |

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《业绩略超预期, 后续增长明确》2015-1-20

《Q3 增速平稳, 增长逻辑将逐步兑现》2014-10-29

《8月跳点不影响整体趋势, 轻客继续复苏》2014-9-2

江铃汽车(000550)

福特领界上市, 开启新篇章

报告要点

■ 牵手福特, 成长为轻型商用车领导者

江铃前身创立于1968年, 1995年与福特结成战略合作伙伴。在江铃的发展过程中, 引进福特产品成为公司发展的强助推剂, 福特先后导入了旗下全顺轻客、撼路者SUV、途睿欧MPV等优势产品。与福特的合作助力江铃成长为轻型商用车领导者, 公司轻客、轻卡、皮卡业务在行业内均具备领先优势。

■ 从驭胜到领界, 乘用车业务历史性拐点

公司实行商乘并举战略, 2010年驭胜350上市, 2016年驭胜330上市, 但是受限于品牌、产品、渠道三方面能力, 驭胜品牌于2016年取得3.7万辆的历史最佳销量后, 近两年销量连续下滑, 销量不佳使得自主乘用车业务对公司业绩拖累加大。吸收驭胜经验, 公司联合福特研发全新SUV车型领界, 开启公司乘用车业务新篇章。领界定位于10-15万紧凑级SUV, 相比竞品实力优秀, NDSO全渠道销售保障销量, 有望给公司带来较大的业绩弹性。

■ 打造家族产品系列, 轻客龙头地位稳固

2015年以来, 随着中国经济增长放缓+物流集约化, 轻客行业需求持续下滑, 预计未来短期仍将延续。从结构看, 欧系轻客因综合性能突出, 逐渐替代低端日系轻客。公司欧系轻客已形成“新世代全顺+新全顺+特顺”高中低产品布局, 销量稳居行业龙头, 但竞争加剧和产品结构恶化导致公司业绩承压。竞争加剧的负面影响已充分体现, 公司轻客业务盈利能力有望逐步企稳。

■ 受益国五升级国六, 轻卡强化市场地位

2011年以来排放标准升级使得轻卡行业销量波动较大, 预计2019年轻卡行业销量将受益国六前抢装与国三及以下老旧车型淘汰而提升。排放升级加速行业洗牌, 公司严格遵守排放法规, 在2014年国三升国四阶段市占率大幅提升, 2020年国六的实施有望继续强化公司龙头地位。

■ 投资建议: 领界开启乘用车新篇章, 商用车有安全边际

领界开启乘用车新篇章, 商用车有安全边际, 给予“买入”评级。1) 乘用车业务: 领界正式上市, 依托NDSO渠道, 凭高性价比有望取得热销, 将贡献明显业绩增量。2) 轻客业务: 公司打造家族产品系列, 竞争加剧负面影响已充分体现, 盈利能力有望企稳。3) 轻卡业务: 公司定位中高端, 国六产品准备充分, 有望受益于排放升级。预计公司2018-2020年EPS分别为0.11、1.15和1.95元, 对应PE为153.7X、14.2X和8.3X, 给予买入评级。

风险提示:

1. 乘用车新车型销量低于预期;
2. 轻型商用车业务竞争加剧超出预期。

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 牵手福特，成长为轻型商用车领导者 | 4 |
| 从驭胜到领界，乘用车业务历史性拐点 | 7 |
| 驭胜：品牌、产品、渠道三大短板，发展受阻 | 7 |
| 福特领界：全方位提升竞争力，热销可期 | 8 |
| 打造家族产品系列，轻客龙头地位稳固 | 11 |
| 经济放缓+效率提升，行业销量预计小幅下滑 | 11 |
| 江铃轻客销量稳健增长，盈利能力逐步企稳 | 15 |
| 受益国五升级国六，轻卡强化市场地位 | 17 |
| 受排放升级影响，预计短期行业销量将提升 | 17 |
| 定位中高端市场，江铃轻卡有望受益排放升级 | 20 |
| 投资建议：领界开启乘用车新篇章，商用车有安全边际 | 21 |

图表目录

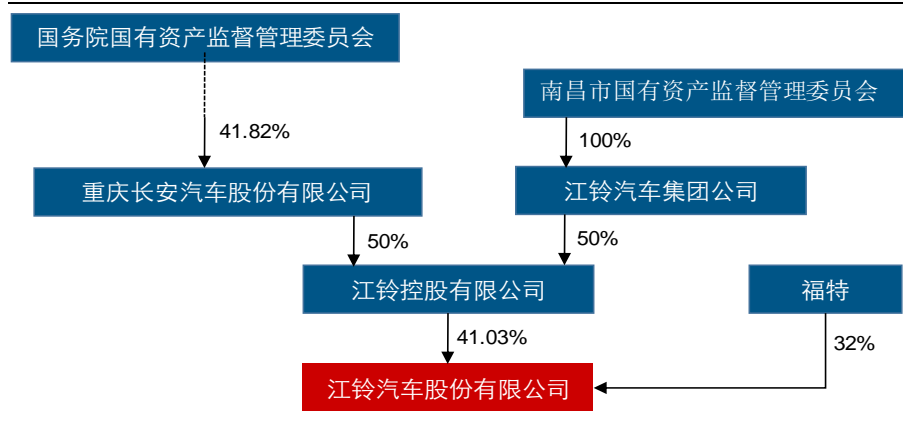
| | |
|--|----|
| 图 1：公司股东结构（2017） | 4 |
| 图 2：公司轻型商用车销量占比常年在 90%以上 | 5 |
| 图 3：2018 年公司各细分品类车型销量（单位：万辆） | 5 |
| 图 4：2018 年前三季度公司收入同比下滑 10% | 6 |
| 图 5：2018 年前三季度公司归母净利润同比下滑 66% | 6 |
| 图 6：驭胜 350 外观 | 7 |
| 图 7：驭胜 330 外观 | 7 |
| 图 8：驭胜 330 上市时间较晚导致公司错失 SUV 行业红利 | 7 |
| 图 9：2018 年驭胜销量同比大幅下滑 76.4% | 7 |
| 图 10：驭胜发展过程遇到三大问题 | 8 |
| 图 11：近年来公司研发费用率和销售费用率有所提升 | 8 |
| 图 12：福特在中国成立分销中心 NDSD | 9 |
| 图 13：领界外观 | 9 |
| 图 14：领界内饰 | 9 |
| 图 15：轻型客车销量自 2015 年以来持续下滑 | 12 |
| 图 16：2011 年以来中国 GDP 增速逐渐放缓 | 12 |
| 图 17：2011 年以来私营企业利润增速逐渐放缓 | 12 |
| 图 18：平头轻客 | 13 |
| 图 19：凸头轻客 | 13 |
| 图 20：日系轻客定位较低端，欧系轻客偏高端 | 14 |
| 图 21：日系轻客份额逐渐被欧系轻客反超 | 14 |
| 图 22：江铃、上汽大通等欧系轻客车企份额提升，日系轻客车企华晨金杯份额大幅下滑 | 15 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 23: 江铃轻客销量持续稳健增长 (单位: 辆) | 15 |
| 图 24: 江铃三款轻客产品覆盖高中低价位..... | 16 |
| 图 25: 上汽大通销量持续增长, 而江铃轻客销量出现下滑 | 17 |
| 图 26: 江铃特顺上市助力市场份额提升 | 17 |
| 图 27: 江铃特顺上市后福特全顺销量受到挤压 | 17 |
| 图 28: 2011 年以来轻卡销量处于波动状态 | 18 |
| 图 29: 国一到国六排放标准时间 | 18 |
| 图 30: 估计当前国三及以下轻卡保有量在 900 万辆左右 | 19 |
| 图 31: 轻卡保有量持续增长 | 19 |
| 图 32: 江铃汽车轻卡销量在 2014 年实现逆势高速增长..... | 20 |
| 图 33: 江铃汽车轻卡市场份额在 2014 年迎来大幅提升..... | 20 |
| 图 34: 江铃汽车轻卡产品线 | 21 |
| 图 35: 江铃凯锐 800 重载金刚 | 21 |
| | |
| 表 1: 公司重要的发展历程事件 | 4 |
| 表 2: 公司轻型商用车主要产品线 | 5 |
| 表 3: 公司近年来业绩表现不佳原因分析..... | 6 |
| 表 4: 领界空间和配置优于竞品车型 | 10 |
| 表 5: 三种情景下领界业绩弹性测算 | 11 |
| 表 6: 不同类型轻客特征 | 13 |
| 表 7: 在售欧系轻客品牌 | 16 |
| 表 8: 排放标准升级带来技术升级 | 19 |

牵手福特，成长为轻型商用车领导者

股权结构：福特、长安、江铃集团三方持股。江铃汽车是一家集汽车研发、制造和销售的现代化中外合资股份制企业，是依托轻型商用车市场领导地位及领先技术，为智慧物流领域提供优秀产品及解决方案的行业先锋。依托福特汽车先进技术及管理经验支持，公司在业内影响力稳步提升。公司是长安汽车、江铃汽车集团各持股 50% 的江铃控股与福特的合资公司，虽然福特并非公司第一大股东，但是其实质主导了公司整体管理运营。

图 1：公司股东结构（2017）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

纵观江铃的历史，引进福特技术和产品成为公司发展的跳跃点。江铃前身创立于 1968 年，1995 年与福特汽车结成战略合作伙伴。在江铃的发展过程中，引进福特产品成为公司发展的强助推剂，福特先后导入了旗下全顺轻客、撼路者 SUV、途睿欧 MPV 等优势产品。经典全顺从 1997 年引进中国生产以来，近 20 年累计销售达 50 万辆。与福特的合作助力江铃成长为轻型商用车领导者，公司轻客、轻卡、皮卡业务在行业内均具备领先优势。2019 年 1 月，全新福特领界正式上市，将开启公司乘用车业务发展新篇章。

表 1：公司重要的发展历程事件

| 日期 | 发展历程 |
|-------|--|
| 1968年 | 江西汽车制造厂成立，生产井冈山汽车 |
| 1984年 | 在国内率先引进技术制造五十铃汽车 |
| 1986年 | 引入JMC品牌，替换五十铃品牌 |
| 1993年 | 11月，江铃汽车股份有限公司成立 12月，“赣江铃” A股上市 |
| 1995年 | B股上市，与美国福特汽车公司结成战略合作伙伴 |
| 1997年 | 江铃/福特成功推出中国第一辆中外联合开发的汽车——全顺 |
| 2005年 | 江铃集团、福特汽车、长安汽车结成战略联盟，江铃控股成立 |
| 2008年 | 新世代全顺和凯锐宽体卡车上市 |
| 2009年 | 年销售收入破百亿、销量超10万辆 |
| 2010年 | 江铃股份小蓝基地30万辆整车项目开工 |
| 2010年 | 江铃首款乘用车导向的SUV产品驭胜（N350）上市，并立项城市SUV产品N330 |
| 2013年 | 全顺老厂区完成搬迁，小蓝基地投入使用，为公司后续发展奠定产能基础 |
| 2015年 | 11月，福特撼路者正式上市 |

5月，福特途睿欧正式上市

| | |
|-------|--|
| 2016年 | 9月，经典全顺的换代产品新全顺上市，年底经典全顺停产 |
| | 10月，驭胜330正式上市 |
| | 5月，经典全顺换标产品江铃特顺上市 |
| 2017年 | 11月，首款重卡正式上市 |
| | 11月，披露拟建富山新工厂，一期投资33.77亿元，预计2020年上半年投产 |
| 2019年 | 1月，全新福特领界正式上市 |

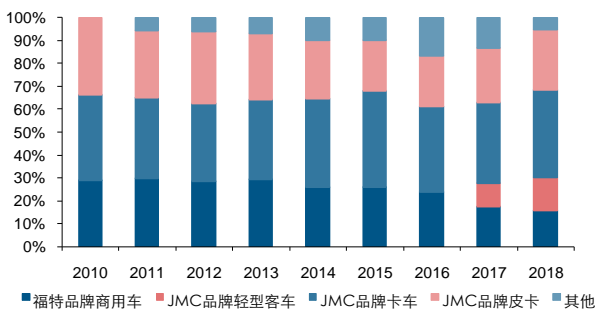
资料来源：招股说明书，公司官网，长江证券研究所

公司在轻型商用车领域布局完善，且定位中高端市场，是各自细分市场的佼佼者。公司轻型商用车产品主要包括高端轻客福特全顺、低端轻客江铃特顺，JMC 品牌轻卡以及 JMC 品牌皮卡。公司的福特全顺、JMC 轻卡、皮卡主要定位于中高端轻型商用车。公司轻客产品福特全顺在欧系轻客市场市占率第一，特顺上市后进一步巩固龙头地位；公司皮卡产品源于五十铃技术，同样定位中高端，常年在皮卡市场市占率排名第二；公司轻卡产品在高端市场也具备领先优势。从销量来看，公司轻型商用车（轻客+轻卡+皮卡）销量占比常年在 90% 左右，2018 年公司总销量 27.6 万辆，其中轻客（福特全顺+江铃特顺）销量 8.4 万辆，轻卡销量 10.6 万辆，皮卡销量 7.3 万辆，三者合计占比高达 95%。

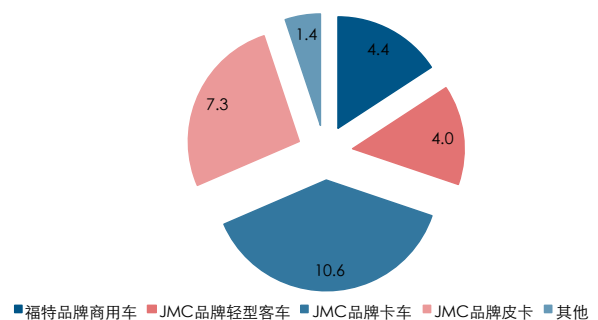
表 2：公司轻型商用车主要产品线

| 类型I | 类型II | 车型 | 指导价（万元） | 用途 |
|-----|-------|-------|-------------|-------------------------|
| 轻客 | 低端轻客 | 江铃特顺 | 10.13-14.27 | 通勤旅游、商务接待、城市物流 |
| | 中端轻客 | 新全顺 | 12.64-16.99 | |
| | 高端轻客 | 新世代全顺 | 16.45-24.15 | |
| 轻卡 | 中端轻卡 | 顺达 | 7.18-10 | 产品定位相对高端，以城市物流为主城际物流为辅 |
| | 中高端轻卡 | 凯运 | 8.78-11.74 | |
| | 高端轻卡 | 凯锐 | 10.98-14.68 | |
| 皮卡 | 中端皮卡 | 宝典 | 7.28-10.53 | 企业或小业主工具车，政府、事业单位行政执法用车 |
| | 中端皮卡 | 域虎3 | 8.68-11.67 | |
| | 中高端皮卡 | 域虎5 | 10.28-13.38 | |
| | 高端皮卡 | 域虎7 | 13.56-17.63 | |

资料来源：汽车之家，长江证券研究所

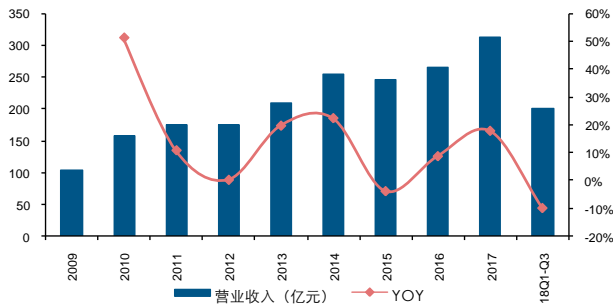
图 2：公司轻型商用车销量占比常年在 90% 以上


资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：2018 年公司各细分品类车型销量（单位：万辆）


资料来源：公司公告，长江证券研究所

商用车行业竞争加剧+取胜业务发展遇阻，公司近年来业绩明显承压。公司过去 5 年营业收入实现了稳健增长，由 2012 年的 174.8 亿元增长至 2017 年的 313.5 亿元，复合增速达到 12%。由于行业竞争加剧导致费用投放增加，以及轻客销售结构恶化，公司归母净利润由 2012 年的 15.17 亿元下降至 2017 年的 6.91 亿元。具体来看，1)2013-2015 年期间，撼路者、取胜 330、新全顺多款新车上市前的研发投入带来研发费用率持续提升，导致 2013、2014 年业绩增长慢于收入；2) 2016-2017 年期间，为应对上汽大通竞争，全顺系列产品降价，叠加取胜销量低迷，共同导致 2016、2017 年毛利率持续下滑；此外，撼路者、取胜、轻型商用车促销带来 2017 年销售费用率提升，毛利率下滑和销售费用率提升使得公司 2016、2017 年净利润连续大幅下滑。受取胜销量大幅下跌影响，2018 年前三季度公司实现营业收入 201.9 亿元，同比下滑 10%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比下滑 66%。公司发布 2018 年度业绩预告，预计 2018 年全年归母净利润 0.92 亿元，同比下滑 87%。

图 4：2018 年前三季度公司收入同比下滑 10%


资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2018 年前三季度公司归母净利润同比下滑 66%


资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：公司近年来业绩表现不佳原因分析

| 财务指标 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 说明 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 营业收入 (亿元) | 174.75 | 208.90 | 255.37 | 245.28 | 266.34 | 313.46 | |
| YOY | 0.1% | 19.5% | 22.2% | -4.0% | 8.6% | 17.7% | |
| 扣非后归母净利润 (亿元) | 13.35 | 15.26 | 15.56 | 15.88 | 8.67 | 1.64 | 毛利率下滑和费用率提升导致 2016、2017 年净利润连续下滑 |
| YOY | -24.2% | 14.3% | 2.0% | 2.1% | -45.4% | -81.1% | |
| 毛利率 | | 25.7% | 25.2% | 26.1% | 22.6% | 20.1% | 为应对上汽大通竞争，全顺系列产品降价，叠加取胜销量低迷，共同导致 2016、2017 年毛利率持续下滑 |
| 研发费用 (亿元) | 8.58 | 11.88 | 15.54 | 18.31 | 19.37 | 20.55 | 撼路者、取胜 330、新全顺多款新车上市前的研发投入导致 2013-2015 年研发费用率持续提升 |
| 研发费用率 | 4.9% | 5.7% | 6.1% | 7.5% | 7.3% | 6.6% | |
| 销售费用 (亿元) | 11.17 | 14.43 | 17.38 | 15.91 | 19.62 | 26.95 | 新车上市、销量增长导致 2016 年销售费用率提升；撼路者、取胜、轻型商用车促销导致 2017 年销售费用率提升 |
| 销售费用率 | 6.4% | 6.9% | 6.8% | 6.5% | 7.4% | 8.6% | |

资料来源：Wind，长江证券研究所

从驭胜到领界，乘用车业务历史性拐点

驭胜：品牌、产品、渠道三大短板，发展受阻

2010年12月，江铃进军乘用车市场的首款车型——驭胜350正式上市，驭胜350定位硬派越野中型SUV。驭胜350上市时间甚至早于哈弗H6，但是越野的定位导致驭胜350整体销量表现一般（2015年销量2万辆）。此后，驭胜品牌的发展十分缓慢，直到2016年10月，驭胜第二款SUV驭胜330才上市，定位城市紧凑型SUV。

图6：驭胜350外观



资料来源：汽车之家，长江证券研究所

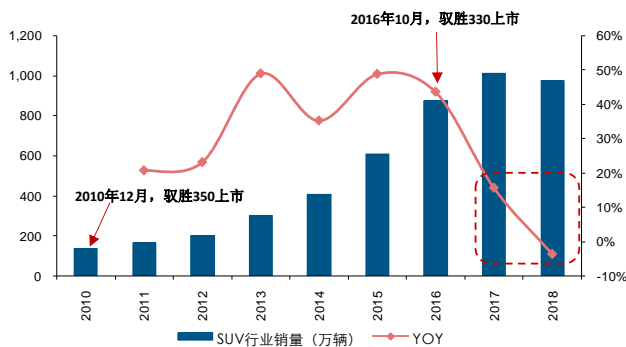
图7：驭胜330外观



资料来源：汽车之家，长江证券研究所

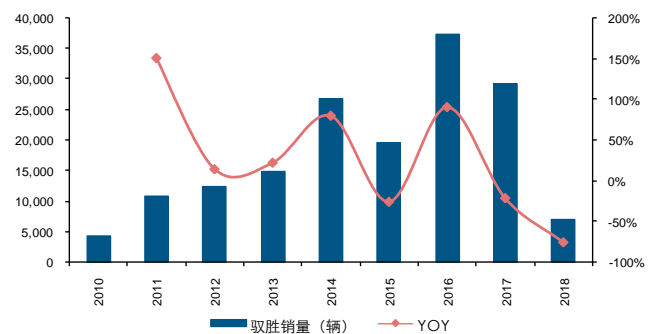
三大短板导致驭胜发展受阻。驭胜330上市时间太晚导致公司错失了国内SUV发展的行业红利，SUV行业销量增速已由前几年40%的高增速放缓至2017年的16%增长。除了产品研发速度慢以外，还有两方面原因阻碍了驭胜品牌业务发展：1) 品牌认知缺失，作为一个新品牌，驭胜品牌知名度一直没有打开；2) 渠道网络不足，驭胜和全顺等商用车在一个渠道销售，商用车渠道在乘用车客户服务方面缺乏经验，且渠道数量也十分有限。驭胜品牌于2016年取得3.7万辆的历史最佳销量，近两年销量持续下滑，2018年驭胜销量仅实现0.7万辆，同比大幅下滑76.4%。驭胜经验表明仅依靠自主力量公司乘用车业务较难取得突破。

图8：驭胜330上市时间较晚导致公司错失SUV行业红利



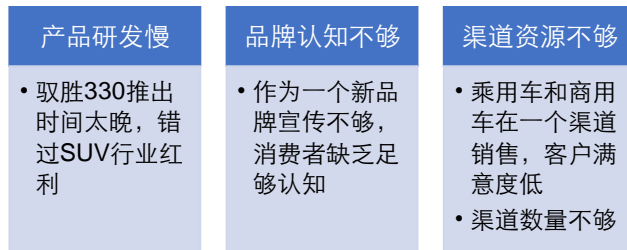
资料来源：中汽协，长江证券研究所

图9：2018年驭胜销量同比大幅下滑76.4%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

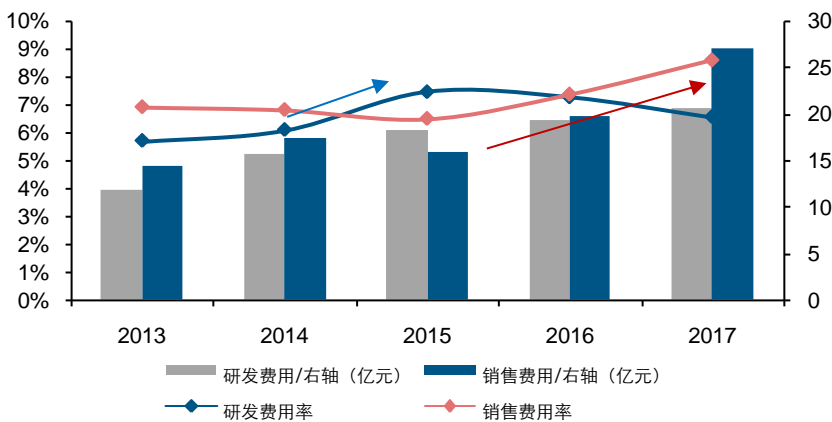
图 10：驭胜发展过程遇到三大问题



资料来源：长江证券研究所

公司大力发展驭胜业务，费用投放加大拖累业绩。公司投入大量费用开发驭胜新车型，研发费用由 2013 年的 11.88 亿元增长至 2015 年的 18.31 亿元，研发费用率逐步提升至 2015 年的 7.5%。驭胜 330 上市后，公司继续投入费用扩建销售渠道和加大促销，销售费用由 2015 年的 15.91 亿元增长至 2017 年的 26.95 亿元，销售费用率逐步提升至 2017 年的 8.6%，但是 2017 年和 2018 年驭胜销量出现连续下滑，2018 年全年销量已经下滑至仅 0.7 万辆，驭胜销量表现不佳使得自主乘用车业务对公司业绩拖累加大。

图 11：近年来公司研发费用率和销售费用率有所提升



资料来源：Wind, 长江证券研究所

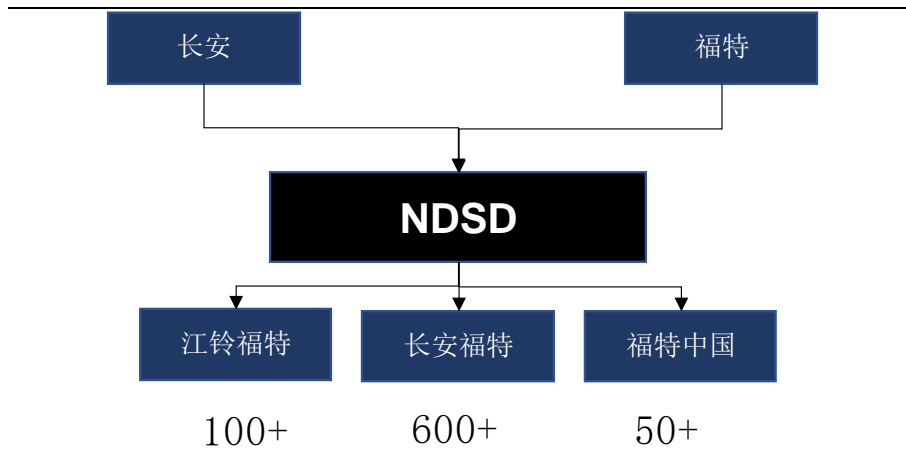
福特领界：全方位提升竞争力，热销可期

驭胜经验总结：乘用车车型要取得好的销量，品牌力+渠道力+产品力三者缺一不可。我们认为福特领界在这三方面都具备较强的能力，将开启公司乘用车业务新篇章，领界未来销量中枢有望超过 1 万辆，为公司带来较大的业绩弹性。

品牌方面，领界为福特最新 SUV 车型。福特自从“1515 战略”后连续多年没有新车型推出，导致近年来在华销量持续下滑，其背后深层的原因是相较于大众、通用等竞争对手，福特对中国市场车型的定制化程度较低。作为福特 SUV 家族的最新成员，全新福特领界由福特与江铃汽车联合开发，经福特澳大利亚及中国的研发中心依照福特全球标准测试验证，充分受益于福特超过 50 年的 SUV 设计、研发及制造经验积淀，并为中国消费者量身打造。相比于驭胜这样的新品牌，福特为领界提供了重要的品牌背书。

渠道方面，福特成立 NDS，销售渠道数量大大拓宽。2018 年 5 月，福特全球大中华区成立了一个单一整车销售渠道命名为“福特全国分销服务机构（NDS）”，将原本长安福特、福特中国和江铃福特三家经销商实现“三网统一”，进行合并管理。2018 年长安福特、江铃福特和福特中国的经销商数量分别超过 600 家、100 家和 50 家，合并后整体 NDS 的销售渠道接近 800 家经销商门店。相比于驭胜车型只能在 100 家门店销售，领界可销售渠道数量大幅增加。

图 12：福特在中国成立分销中心 NDS



资料来源：福特官网，长江证券研究所

产品方面，福特领界具备大空间、高配置，性价比高。2019 年 1 月 22 日，江铃福特领界正式上市，定位于紧凑型 SUV，介于翼搏与翼虎之间，同时推出 6 款车型，长宽高 4580*1936*1674mm，轴距 2716mm，官方指导价区间为 10.98-16.78 万元。福特领界的推出对于福特中国战略具有重要意义，也标志着江铃商乘并举战略全新局面开启，江铃乘用车业务迎来新篇章。

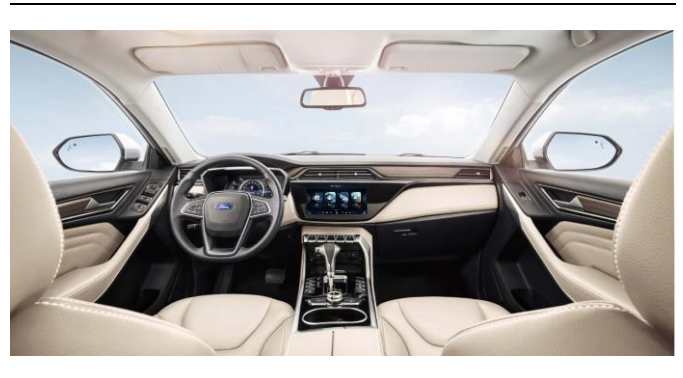
1) 外观方面，前脸采用福特六边形家族式进气格栅，配以独特造型的中网，正面视觉效果大气稳重。2) 内饰方面，领界不仅拥有大尺寸中控屏、全景天窗、后排空调出风口等常见配置，而且配备福特 Co-Pilot360TM 智行驾驶辅助系统、智能化语音控制系统和带有 4G LTE 无线热点功能的“福特派互联”，科技感十足。3) 动力方面，搭载福特 EcoBoost145 1.5T 缸内直喷涡轮增压发动机，最大功率 140 马力，匹配 CVT 变速箱，未来还将推出 48V 微混车型和插电式混合动力车型。

图 13：领界外观



资料来源：福特官网，长江证券研究所

图 14：领界内饰



资料来源：福特官网，长江证券研究所

与竞品车型相比，领界空间、配置明显优于 ix35、逍客和智跑，且售价也更低；领界空间优于博越，配置相当，且综合油耗低于博越。紧凑型 SUV 是最大的细分市场，目前市场上热销车型月销量能达到 1.5-2 万辆，鉴于领界较大的空间和较高的性价比，未来领界销量中枢有望超过 1 万辆。

表 4：领界空间和配置优于竞品车型

| 类别 | 车型 | 现代 ix35 2019 款 | 日产逍客 2017 款 | 起亚智跑 2018 款 | 吉利博越 2018 款 | 福特领界 2019 款 |
|---------------|----------------|-----------------|--------------|--------------|-----------------------|----------------------|
| | | 2.0L 自动两驱智勇·畅享版 | 2.0L CVT 精英版 | 2.0L 自动智享豪华版 | 1.8TD 自动两驱 智联型 4G 互联版 | EcoBoost 145 CVT 铂领型 |
| 指导价 (万元) | | 13.99 | 15.38 | 13.99 | 12.98 | 12.98 |
| 2018 年销量 (万辆) | | 14.35 | 17.50 | 8.95 | 25.57 | |
| 车身尺寸 | 长 (mm) | 4435 | 4384 | 4460 | 4519 | 4580 |
| | 宽 (mm) | 1850 | 1837 | 1850 | 1831 | 1936 |
| | 高 (mm) | 1715 | 1594 | 1695 | 1694 | 1674 |
| | 轴距 (mm) | 2640 | 2646 | 2640 | 2670 | 2716 |
| 动力性能 | 排量 (L) | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.8 | 1.5 |
| | 最大功率 (kw) | 118 | 110 | 118 | 135 | 103 |
| | 最大扭矩 (N·m) | 193 | 200 | 193 | 285 | 225 |
| | 综合油耗 (L/100km) | 7.1 | 6.9 | 6.9 | 7.8 | 6.7 |
| 变速箱 | | 6挡手自一体 | CVT无级变速 | 6挡手自一体 | 6挡手自一体 | CVT无级变速 |
| 安全装备 | 胎压监测 | ● | - | ● | ● | ● |
| | 主动刹车 | ○ | - | ○ | - | - |
| 操控配置 | 巡航系统 | - | - | ● | ● | ● |
| | 自动驻车 | - | - | ● | ● | ● |
| 灯光配置 | 近光灯 | ●卤素 | ●卤素 | ●卤素 | ●卤素LED | ●卤素LED |
| | 远光灯 | ●卤素 | ●卤素 | ●卤素 | ●卤素LED | ●卤素LED |
| 多媒体配置 | 中控台彩色大屏尺寸 | 9.6英寸 | 7英寸 | 8英寸 | 8英寸 | 10.1英寸 |
| | 车联网 | ○ | - | ● | ● | ● |
| 说明 | | ●=标配 ○=选配 -=无 | | | | |

资料来源：汽车之家，长江证券研究所

领界热销有望给公司带来较大业绩弹性。我们基于悲观、中性、乐观三种情景对领界潜在业绩弹性进行测算：1) 悲观情景：领界 2019 年销量 6 万辆，毛利率 15%；2) 中性情景：领界 2019 年销量 9 万辆，毛利率 18%；3) 乐观情景：领界 2019 年销量 12 万辆，毛利率 21%。根据公司公告，江铃与福特相关方在领界车型上涉及三项费用，分别是向长安福特支付的分销服务费（2019 年度金额预计不超过人民币 2.8 亿元）、按季度向福特支付的持续性提成费（年度金额预计在人民币 1 亿元至 3 亿元之间）以及向长安金融（或福特金融）支付的贴息金额（2019 年度预计不超过人民币 8000 万元）。我们基于不同销量情况测算了上述三项费用，并且对其他与销量相关的费用进行了测算，得出 2019 年增加的费用金额，据此测算领界全年销量分别为 6 万辆、9 万辆、12 万辆

三种情景下，2019 年给公司贡献的净利润增量分别为 2.5 亿、6.4 亿和 11.9 亿。凭借高性价比，领界如能取得热销，将给公司带来较大的业绩弹性。

表 5：三种情景下领界业绩弹性测算

| 单位：(亿元) | 悲观情景 | 中性情景 | 乐观情景 |
|----------------------|------------|------------|-------------|
| 销量 (万辆) | 6 | 9 | 12 |
| 官方指导价 (万元) | 12.98 | 12.98 | 12.98 |
| 均价 (扣增值税和渠道折扣, 万元) | 10.5 | 10.5 | 10.5 |
| 收入增量 | 63 | 95 | 126 |
| 毛利率 (%) | 15% | 18% | 21% |
| 毛利增量 | 9 | 17 | 27 |
| 销售费用增量 | 4.0 | 5.7 | 7.4 |
| 向长安福特支付的分销服务费 | 1.4 | 2.1 | 2.8 |
| 送车费 | 0.9 | 1.5 | 2.0 |
| 保修费 | 0.5 | 0.8 | 1.1 |
| 广告及新产品策划费 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 工资及福利 | 0.2 | 0.3 | 0.5 |
| 管理费用增量 | 2.1 | 3.3 | 4.4 |
| 向福特支付的提成费 | 1.5 | 2.3 | 3.0 |
| 工资及福利 | 0.6 | 1.0 | 1.4 |
| 财务费用增量 | 0.4 | 0.6 | 0.8 |
| 向长安金融 (或福特金融) 贴息计划费用 | 0.4 | 0.6 | 0.8 |
| 净利润增量 (扣所得税) | 2.5 | 6.4 | 11.9 |

资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

福特 2025 战略正式开启，后续有望继续在江铃投放新车型。经历过去几年在华市场的发展失利，福特从组织架构、研发投入、高管设定、渠道整合、车型规划五大方面对中国市场全面升级。福特预计在 2025 年之前推出 50 款新车型，包括 8 款全新 SUV 和 15 款电动车，其中领界为福特‘2025 计划’中的首款 SUV 车型。福特有意在中国推出高性价比 SUV 系列车型，领界之后或继续在江铃投放其他新车。乘用车新车周期的启动有望持续改善公司业绩。

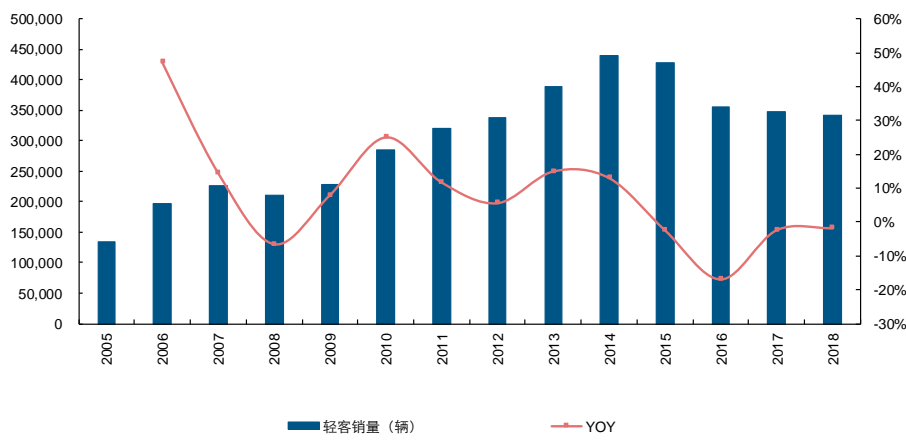
打造家族产品系列，轻客龙头地位稳固

经济放缓+效率提升，行业销量预计小幅下滑

轻型客车是指不超过 9 座的客车，主要面向的是物流和城市客货两用车为主的市场，其销量增长与城市物流和宏观经济紧密相关。

2015 年以来轻客销量持续下滑。中国轻型客车的发展可以分为两个阶段：1) 2014 年之前处于高速增长阶段，除 2008 年受金融危机影响销量出现下滑之外，销量每年均保持了一定增长，2005-2014 年销量由 13.4 万辆增长至 43.9 万辆，复合增速为 14%；2) 2015 年以来每年轻客销量均出现下滑，其中 2016 年销量有明显退坡，当年销量同比下滑 17%，2014-2018 年销量由 43.9 万辆减少至 34.2 万辆，累计下降 22%。

图 15：轻型客车销量自 2015 年以来持续下滑



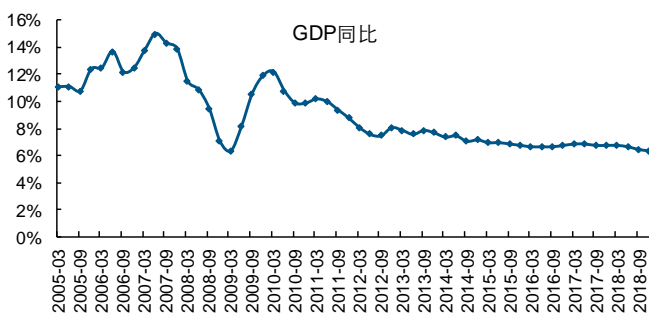
资料来源：中汽协，长江证券研究所

近年轻型客车销量的下滑主要受需求与供给两个因素影响。

需求侧：经济增速放缓+城市物流集约化，降低了轻客需求。 轻型客车主要面向物流和城市客货两用车为主的市场，主要采购群体为私营企业。近年来，宏观经济增速有所放缓，私营企业盈利也随之放缓，购车意愿降低。

另一方面，随着线下连锁超市、便利店等业态的快速发展，统一管理、统一采购、集中配送成为发展趋势，物流运输也更加规模化，车辆使用效率得到提升，整体需求减少；同时，电商零售的快速发展虽然增加了物流配送需求，但挤压部分中小企业生存空间，整体来看使得轻客销量有所下滑。

图 16：2011 年以来中国 GDP 增速逐渐放缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：2011 年以来私营企业利润增速逐渐放缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

供给侧：“453 号”文件执行导致平头车销量大幅下滑，拖累轻客行业增长。 轻客从车头类型来看可分为平头车与凸头车，过去平头车凭借廉价的定位获得了较为广泛的市场基础，但同时平头造型使得车头较短，前脸较薄，发生撞击时安全防护等级较差，诸多安全事故由此衍生。2014 年，工信部发布了“453 号”文件，对平头车的安全技术性提出了各类要求，并规定自 2016 年 7 月 1 日起，平头车应符合全部要求规定，2016 年起相关车辆将无法上牌。“453 号”文件的出台极大程度上打压了平头车的销售，短期内造成了轻客销量的下滑，2016 年同比下滑 17%。

图 18: 平头轻客



资料来源: 中国客车网, 长江证券研究所

图 19: 凸头轻客



资料来源: 中国客车网, 长江证券研究所

未来需求研判: 经济增速放缓+城市物流集约化, 轻客销量预计仍将面临下滑。短期来看, 经济增速预计仍会小幅放缓, 同时规模化、集约化、智能化提升物流车效率, 一定程度上仍会压制轻客需求, 预计未来短期内轻客需求或继续小幅下滑。长期来看, “453号”文件的影响将逐渐消除, 在中国经济稳增长背景下, 预计轻客销量长期将保持在40-50万辆水平。

市场格局: 日系轻客份额逐渐被欧系轻客反超。

轻客市场两大派系: 日系轻客定位低端, 欧系轻客定位中高端。轻客按照技术来源和产品特点对轻型客车市场进行划分, 主要可分成日系轻客、欧系轻客和轻型客车三类, 其中日系轻客、欧系轻客为主要类型, 二者是不同的技术路径, 分别源自日本、欧美轻客技术, 沿用不同设计风格, 分别遵循日本、欧美碰撞标准。

日系轻客: 主要源自以丰田新海狮为代表的日本技术, 车辆设计以窄体轻客较多, 多定位于10万元以下市场。代表车企为华晨金杯、福田汽车, 代表车型分别为金杯海狮、福田风景;

欧系轻客: 源自欧美技术, 车辆设计以宽体轻客较多, 多定位于10万元以上市场。代表车企为江铃汽车、上汽大通、南京依维柯, 代表车型分别为江铃福特全顺、上汽大通V80、南京依维柯 Daily;

轻型客车: 以东风莲花、江淮星巴、奇瑞万达(贵州)、郑州宇通等自主企业生产的7米以下客车为代表, 用途以通勤旅游、公交、城乡客运为主。

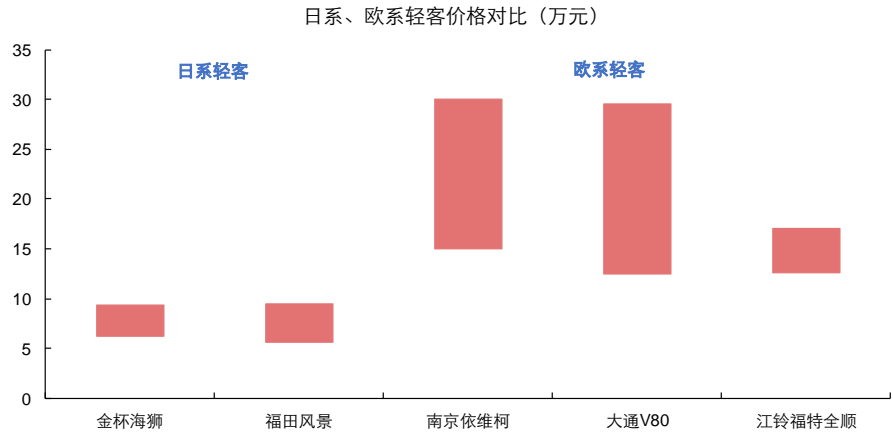
表 6: 不同类型轻客特征

| 类别 | 主要品牌 | 燃油 | 设计风格 | 主要用途 | 价位 |
|------|------------------------|------|---------------------------|-------------------|-------|
| 日系轻客 | 金杯海狮、福田风景 | 汽油为主 | 多采用发动机中置 与前部平头设计, 车体较窄 | 客货两用、城市物流、通勤等 | 10万以下 |
| 欧系轻客 | 江铃全顺、依维柯、上汽大通V80、江淮星锐等 | 柴油为主 | 多采用发动机前置 与前部短鼻设计, 车体较宽 | 客货两用、城市高端物流、专业改造等 | 10万以上 |

轻型客车 东风莲花、江淮星巴 柴油为主 - 通勤旅游、公 10万以上
交、城乡客运等

资料来源：中国客车网，长江证券研究所

图 20：日系轻客定位较低端，欧系轻客偏高端

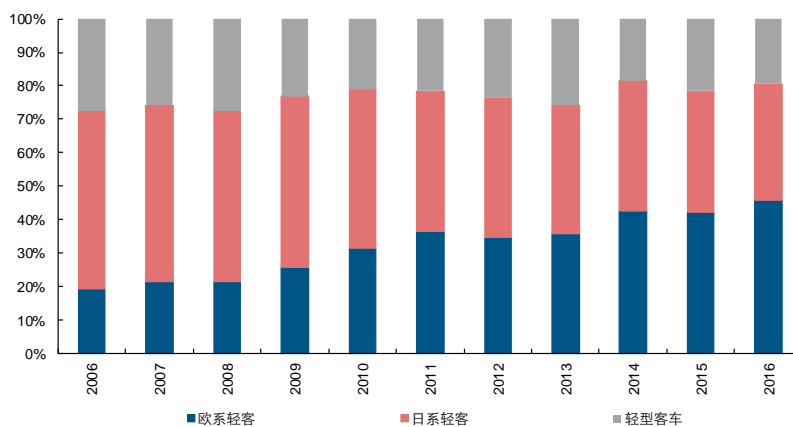


资料来源：易车网，长江证券研究所

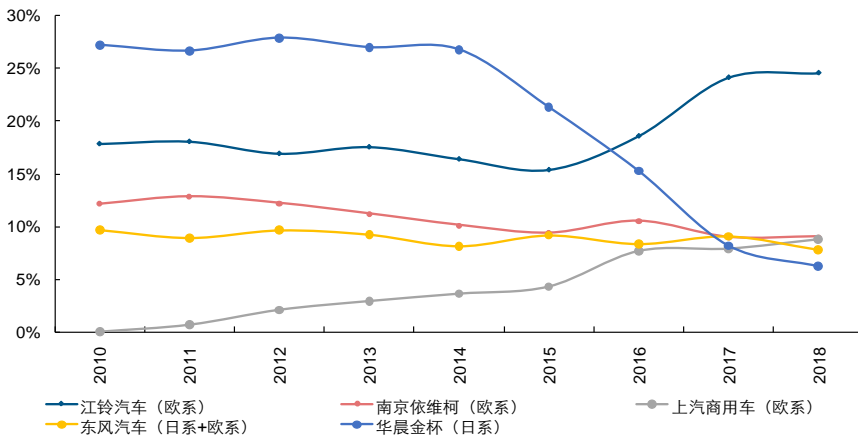
日系轻客份额逐步下滑，欧系轻客成为市场主流，江铃汽车、上汽大通等欧系轻客车企份额提升。2010 年之前，日系轻客凭借较低的价格占据轻客市场过半份额，2010 年以来，日系轻客份额逐渐被欧系轻客反超，2016 年，日系轻客份额下滑至 35%，欧系轻客上升至 46%，成为轻客主体。

从车企角度来看，由于不同车企沿用轻客技术不同，以江铃汽车、上汽大通为代表的欧系轻客车企市场份额逐步提升，而以华晨金杯为代表的日系轻客市场份额快速萎缩。

图 21：日系轻客份额逐渐被欧系轻客反超



资料来源：国家信息中心，长江证券研究所

图 22：江铃、上汽大通等欧系轻客车企份额提升，日系轻客车企华晨金杯份额大幅下滑


资料来源：中汽协，长江证券研究所

欧系轻客逐渐替代日系轻客，主要原因有四点：1) 消费升级下，消费者对安全、舒适、面子等要求逐渐提高，对价格敏感度下降，定位中高端的欧系轻客更受青睐；2) 欧系轻客在空间、动力、载重等多个方面相比日系轻客更优，用途场景更广，更符合中国轻客运输效率提升的要求；3) 更多欧系中低端车型的引入（如江铃特顺、长安睿行 M70 等），使得欧系轻客价格下探至 10 万左右水平，日系轻客性价比优势进一步降低；4) 日系轻客当中平头车较多，受“453 号”文件影响最大，销量出现较多下滑。

江铃轻客销量稳健增长，盈利能力逐步企稳

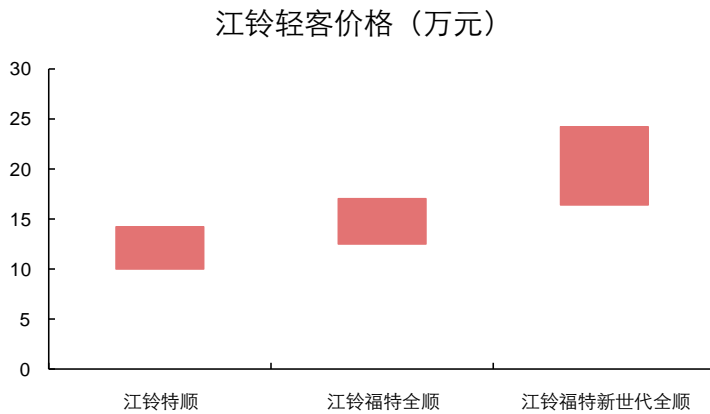
引入全顺，江铃作为欧系轻客龙头销量稳居市场前列。福特全顺由福特在 1965 年创立，推出之后成为了欧洲市场 40 多年来最为畅销的轻型商用车，并于 1997 年向江铃引入第五代车型（经典全顺）。受益全顺的引入，江铃轻客销量保持了较快增长，2005-2018 年由 1.9 万辆增长至 8.3 万辆，复合增速 12%，目前稳居中国欧系轻客龙头。

图 23：江铃轻客销量持续稳健增长（单位：辆）


资料来源：公司公告，中汽协，长江证券研究所

新世代全顺+新全顺+特顺，江铃汽车目前已形成高中低产品布局。江铃汽车于 1997 年引入福特全顺，并于 2008 年引入福特新世代全顺，渗透高端轻客市场；于 2016 年 9 月完成全顺的换代，产品竞争力得到提升；于 2017 年 5 月推出江铃特顺，补足低端轻客市场空白。

图 24：江铃三款轻客产品覆盖高中低价位



资料来源：易车网，长江证券研究所

竞争者陆续进场，欧系轻客市场竞争加剧。随着欧系轻客成为轻客市场主流，更多车企纷纷推出欧系车型，欧系轻客市场竞争日趋激烈。2011 年之前，欧系轻客主要呈现福特全顺、南京依维柯双寡头格局，2011 年开始上汽大通 V80 成为轻客市场有力竞争者，随后江淮星锐、东风御风等竞争者陆续进场，欧系轻客车型日益多样化，目前市场上竞争品牌多达近 20 家。

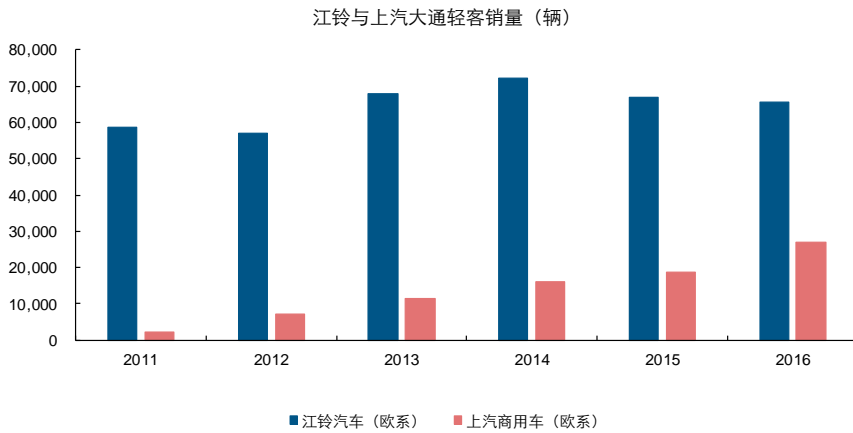
表 7：在售欧系轻客品牌

| 类别 | 品牌车型名称 |
|----|--|
| 进口 | 奔驰凌特、标致Traveler、依维柯daily |
| 合资 | 南京依维柯、江铃福特全顺 |
| 国产 | 上汽大通V80、北汽幻速H6、福田图雅诺、江淮瑞风、长安睿行、东风御风、东南得利卡、曙光瑞途、金龙海格、厦门金龙凯特、南京金龙开沃、宇通 |

资料来源：易车网，长江证券研究所

为应对上汽大通竞争降价+推出特顺，公司盈利恶化，未来有望企稳。

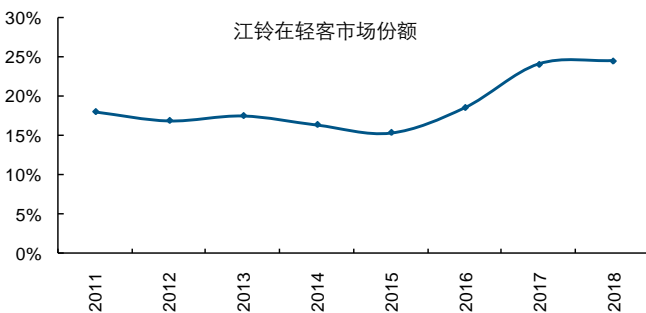
2011 年上汽大通 V80 上市后以其出色的性价比对江铃轻客造成了较大影响，2011-16 年上汽大通销量持续增长，而江铃轻客销量在 2014 年之后持续下滑。

图 25：上汽大通销量持续增长，而江铃轻客销量出现下滑


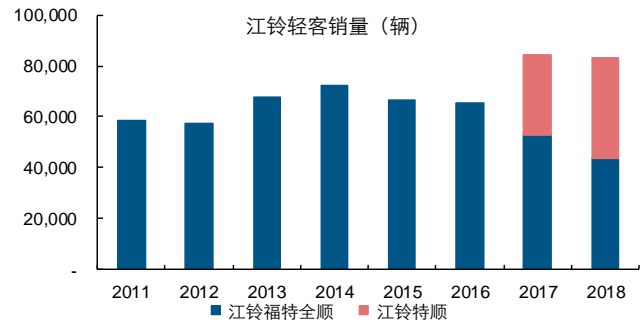
资料来源：公司公告，中汽协，长江证券研究所

应对上汽大通 V80 的竞争，江铃汽车主要采取了两条措施：1) 原有产品降价。自 2016 年 3 月起对包括经典全顺和新世代全顺在内的车型实施降价，4 月份又进一步加大降价力度。2) 推低端车型。于 2017 年推出江铃特顺，以低价车型获得低端市场的销量。

公司在与上汽大通竞争下轻客业务盈利恶化，但负面影响已充分体现，轻客盈利能力有望企稳。一方面，原有产品的降价使公司盈利能力受损；另一方面，虽然江铃特顺的上市推动了公司轻客销量与市占率的提升，但盈利贡献主体新全顺的销量也受到了低盈利的特顺挤压，福特全顺销量已从 2016 年的 6.5 万辆下滑至 2018 年的 4.4 万辆。我们认为特顺对新全顺的挤压已在 2018 年完全体现，未来新全顺销量有望企稳，公司轻客业务盈利能力也将逐步企稳。

图 26：江铃特顺上市助力市场份额提升


资料来源：公司公告，中汽协，长江证券研究所

图 27：江铃特顺上市后福特全顺销量受到挤压


资料来源：公司公告，长江证券研究所

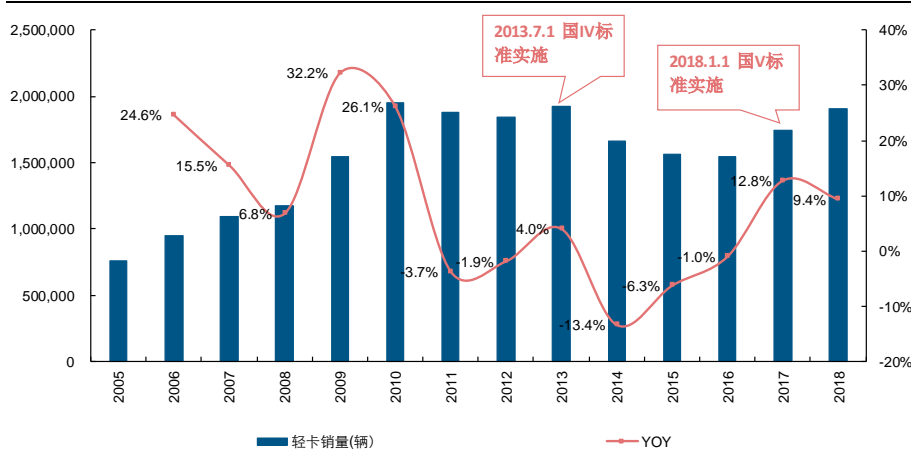
受益国五升级国六，轻卡强化市场地位
受排放升级影响，预计短期行业销量将提升

在中国，轻卡主要指车型分类中的 N 类载货车中最大设计总质量不大于 3.5 吨的 N1 类车型，以及设计总质量大于 3.5 吨不大于 12 吨的 N2 类车型，同时皮卡在中国也被纳入轻卡统计范围当中。

从用途上看，轻卡主要用于城镇物流，需求主要受城乡经济的影响。2010 年之前受益中国经济高速发展，中国轻卡销量实现了持续增长，尤其 2009-2010 年国家出台汽车产业振兴调整规划，以旧换新、汽车下乡等多项政策组合拳极大地刺激了轻卡放量，2005-2010 年销量由 76.2 万辆增长至 205.3 万辆，复合增速达 21%。

2011 年以来，排放标准升级使得轻卡销量波动较大。 1) 国四排放标准于 2013 年 7 月 1 日起正式实施，新排放标准执行之前国三车型集中抢装使得 2013 年轻卡销量达到 192 万辆，同比增长 4%，之后随着中国经济增长的放缓以及淘汰黄标车力度不及预期，轻卡销量出现连续 3 年下滑，2016 年仅有 154 万辆；2) 国五排放标准于 2018 年 1 月 1 日起正式实施，2017 年国四轻卡的抢装使得销量回升至 174 万辆。2018 年受益于皮卡销量的上涨，轻卡销量重回 190 万辆水平。

图 28：2011 年以来轻卡销量处于波动状态



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 29：国一到国六排放标准时间

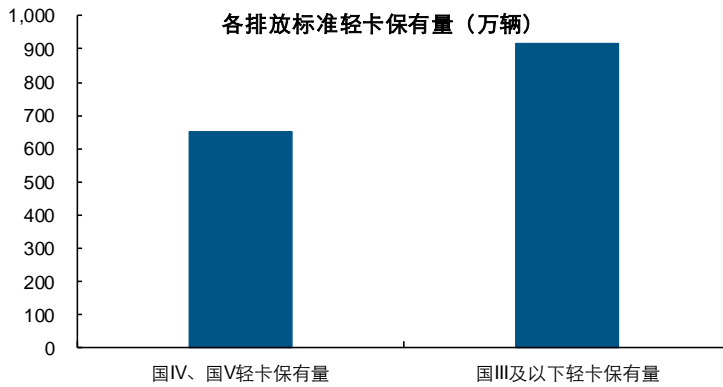


资料来源：机动车环保网，工信部，长江证券研究所

短期来看预计轻卡销量受益国五抢装有所提升，长期来看销量中枢有望上移。 短期来看，一方面，2020 年国六标准正式执行前轻卡销量将受国五车型抢装影响有所增加；另一方面，2019 年 1 月发改委发布汽车消费刺激方案，对报废国三及以下排放标准汽车同时购买新车的车主，给予适当补助。我们测算国三及以下排放标准的轻卡保有量约 900

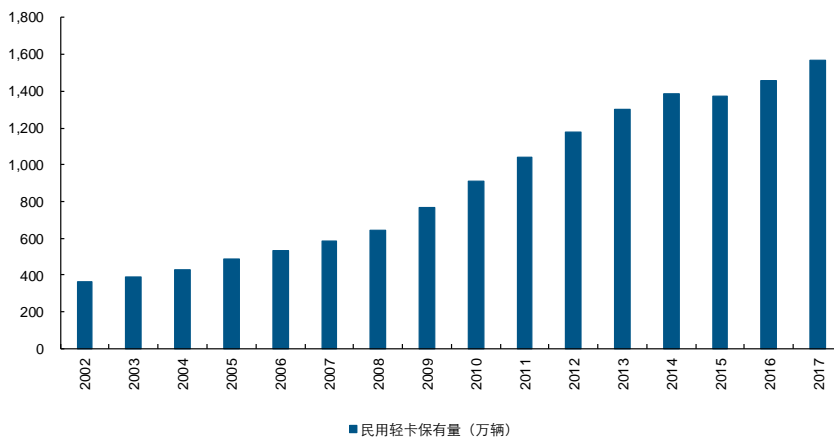
万辆，未来这些轻卡的加速淘汰有望提升轻卡行业销量。**长期来看**，轻卡保有量跟随经济持续稳定增长，销量中枢有望得到提升。

图 30：估计当前国三及以下轻卡保有量在 900 万辆左右



资料来源：Wind，中汽协，长江证券研究所

图 31：轻卡保有量持续增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

排放标准升级推动轻卡产品高端化。过去历次排放标准升级来看，每一次都带来了技术的大幅提升，技术提升使得成本有所增加，如国 VI 升级的市场主流技术路线一般是 SCR+EGR+DPF。排放标准的升级将促进轻卡产品逐渐高端化。一方面，老旧车型面临淘汰，同时原先经济型轻卡的售价提升使其市场竞争力进一步削弱，高端轻卡性价比相对更高。另一方面，受轻卡成本的影响，消费群体逐渐从个体向企业过渡，对价格敏感性有所下降，对轻卡整体品质更加注重，可靠性更好、产品寿命更长的高端轻卡更加受到欢迎，江铃轻卡作为中高端轻卡龙头有望显著受益。

表 8：排放标准升级带来技术升级

| 排放标准 | 改进内容 |
|------|----------------------------|
| 国一 | 柴油机为机械式供油系统，在进气系统增加了废气增压技术 |
| 国二 | 降低进气温度增加中冷器。供油系统依然使用机械式 |

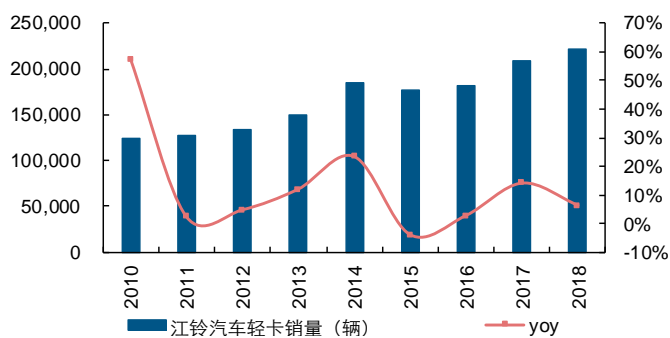
| | |
|----|---|
| 国三 | 供油系统本质变化，从机械控制转变为电子控制，电控系统更精准供油，供油压力更大。技术路线：电控泵喷嘴、电控高压共轨、电控单体泵和电控H泵+EGR |
| 国四 | 供油系统未变化，采取一系列机内净化技术，比如提高供油系统的控制灵敏性和压力，优化燃烧室和进气。增加机外净化后处理技术 |
| 国五 | 后处理两条技术路线：1、采用SCR（选择性催化还原）技术，通过发动机内部净化PM（颗粒物），机外催化还原NOx(氮氧化物)；2、EGR+DPF或EGR+DOC技术，通过机内净化降低NOx，然后机外后处理系统捕捉PM |
| 国六 | 根据国IV采取的技术路线不同进行调整。采用SCR技术的采油机，进行部分配件和电控参数上的局部调整；采用EGR技术路线的发动机需要再重新设计 |
| 国六 | 供油系统使用电控高压共轨系统，高压共轨在排放控制上更灵活。通过引入EGR技术降低NOx,然后通过后处理SCR将NOx进一步降低，通过DPF过滤PM |

资料来源：卡车之家，长江证券研究所

定位中高端市场，江铃轻卡有望受益排放升级

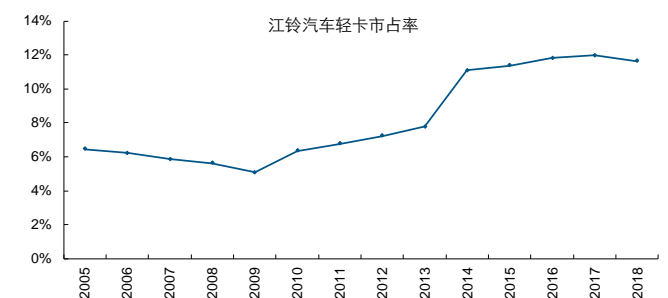
严格对待排放升级，受益国三升国四时行业洗牌，公司市场份额快速提升。2013年7月1日国四正式执行，国三升国四技术难度较大，部分企业并未严格遵从排放标准规定，销售的柴油车仍然存在排放不合规的情况。随后随着法规执行力度趋严，这些企业承诺不再销售不达标车辆，但自身技术并未完全升级背景下产品销售存在断档。江铃汽车因受福特的影响较深，严格对待排放升级，提前做好技术升级，国四标准实施时能保证产品稳定供应，另一方面，竞争对手产品的断档也给了江铃更大增长空间，2014年在轻卡行业销量下滑背景下江铃汽车销量逆势实现了23.4%增长，在轻卡市场份额达到11.1%，同比提升了3.3个百分点。

图 32：江铃汽车轻卡销量在 2014 年实现逆势高速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

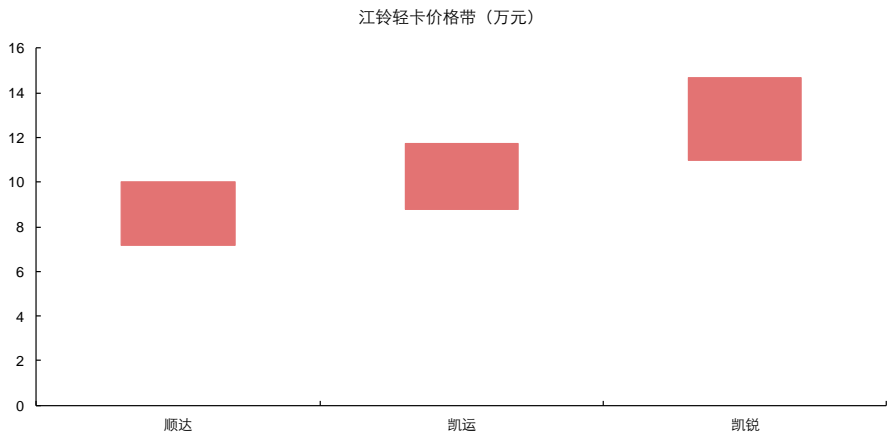
图 33：江铃汽车轻卡市场份额在 2014 年迎来大幅提升



资料来源：公司公告，中汽协，长江证券研究所

公司作为中高端轻卡龙头，受益国五升国六市占率有望提升。国六排放标准 6a 与 6b 将分别于 2020 年 7 月 1 日与 2023 年 7 月 1 日实施，新排放标准有望加速行业洗牌，并使轻卡进一步高端化。公司自 1980 年代开始率先引进五十铃技术，是国内中高端轻卡龙头，受益新排放标准市占率有望持续提升。

图 34：江铃汽车轻卡产品线



资料来源：易车网，长江证券研究所

重载金刚上市打开重载市场增长空间。公司轻卡主要布局标载市场，2018年5月8日江铃凯锐重载金刚正式上市，标志着公司正式进入重载市场。重载金刚售价区间为12.08-12.91万元。新车整车采用满足ECE法规的高强度车身，首次引入康明斯动力（ISF3.8系列），最大功率为115kw，除拥有强大的动力性能外，发动机在耐用性方面同样表现优秀，平均50万公里无大修，最大保养间隔长达2万公里，并且比同级发动机节油8%等优势。重载金刚的上市有望巩固江铃汽车在中高端轻卡市场龙头地位。

图 35：江铃凯锐 800 重载金刚



资料来源：易车网，长江证券研究所

投资建议：领界开启乘用车新篇章，商用车有安全边际

领界开启乘用车新篇章，商用车有安全边际，给予“买入”评级。1) 乘用车业务：领界正式上市，依托NDS渠道，凭高性价比有望取得热销，将贡献明显业绩增量。2) 轻客业务：公司打造家族产品系列，竞争加剧负面影响已充分体现，盈利能力有望企稳。3) 轻卡业务：公司定位中高端，国六产品准备充分，有望受益于排放升级。预计公司2018-2020年EPS分别为0.11、1.15和1.95元，对应PE为153.7X、14.2X和8.3X，给予买入评级。

主要财务指标

| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 31346 | 26922 | 36688 | 39980 |
| 增长率(%) | 18% | -14% | 36% | 9% |
| 归属母公司所有者净利润 (百万元) | 691 | 92 | 993 | 1687 |
| 增长率(%) | -48% | -87% | 979% | 70% |
| 每股收益(元) | 0.80 | 0.11 | 1.15 | 1.95 |
| 净资产收益率 (%) | 5.50% | 0.91% | 11.14% | 19.97% |

财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| 营业收入 | 31346 | 26922 | 36688 | 39980 | 货币资金 | 11138 | 12097 | 12894 | 13169 |
| 营业成本 | 25045 | 23207 | 31075 | 33383 | 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利 | 6301 | 3715 | 5613 | 6597 | 应收账款 | 2307 | 1494 | 2036 | 2219 |
| %营业收入 | 20.10% | 13.80% | 15.30% | 16.50% | 存货 | 2339 | 1980 | 2651 | 2848 |
| 营业税金及附加 | 967 | 831 | 1132 | 1233 | 预付账款 | 571 | 529 | 708 | 761 |
| %营业收入 | 3.08% | 3.08% | 3.08% | 3.08% | 其他流动资产 | 1771 | 655 | 893 | 973 |
| 销售费用 | 2695 | 1131 | 1357 | 1399 | 流动资产合计 | 18126 | 16755 | 19183 | 19970 |
| %营业收入 | 8.60% | 4.20% | 3.70% | 3.50% | 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 2705 | 2369 | 2752 | 2839 | 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 8.63% | 8.80% | 7.50% | 7.10% | 长期股权投资 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| 财务费用 | -244 | -141 | -151 | -159 | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | -0.78% | -0.52% | -0.41% | -0.40% | 固定资产合计 | 6037 | 5169 | 4296 | 3426 |
| 资产减值损失 | 52 | 45 | 37 | 29 | 无形资产 | 808 | 766 | 723 | 680 |
| 公允价值变动收益 | -17 | -20 | -20 | -20 | 商誉 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 投资收益 | 8 | 8 | 8 | 8 | 递延所得税资产 | 690 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 129 | -531 | 474 | 1243 | 其他非流动资产 | 681 | 1678 | 2478 | 3278 |
| %营业收入 | 0.41% | -1.97% | 1.29% | 3.11% | 资产总计 | 26384 | 24409 | 26721 | 27395 |
| 营业外收支 | 633 | 633 | 633 | 633 | 短期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 762 | 102 | 1108 | 1876 | 应付款项 | 8603 | 7568 | 10134 | 10886 |
| %营业收入 | 2.43% | 0.38% | 3.02% | 4.69% | 预收账款 | 168 | 144 | 197 | 214 |
| 所得税费用 | 71 | 11 | 114 | 189 | 应付职工薪酬 | 278 | 258 | 345 | 371 |
| 净利润 | 691 | 92 | 993 | 1687 | 应交税费 | 254 | 218 | 298 | 324 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 691 | 92 | 993 | 1687 | 其他流动负债 | 4237 | 6136 | 6827 | 7150 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动负债合计 | 13541 | 14324 | 17800 | 18946 |
| EPS (元/股) | 0.80 | 0.11 | 1.15 | 1.95 | 长期借款 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流净额 | 675 | 1573 | 3566 | 2612 | 递延所得税负债 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 取得投资收益 | 10 | 8 | 8 | 8 | 其他非流动负债 | 240 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 13811 | 14328 | 17804 | 18950 |
| 无形资产投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司 | 12572 | 10081 | 8916 | 8445 |
| 固定资产投资 | -920 | -363 | -167 | -167 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 240 | -20 | -20 | -20 | 股东权益 | 12572 | 10081 | 8916 | 8445 |
| 投资活动现金流净额 | -670 | -375 | -179 | -179 | 负债及股东权益 | 26384 | 24409 | 26721 | 27395 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 基本指标 | | | | |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS | 0.80 | 0.11 | 1.15 | 1.95 |
| 银行贷款增加 (减少) | -5 | 0 | 0 | 0 | BVPS | 14.56 | 11.68 | 10.33 | 9.78 |
| 筹资成本 | -527 | -5 | -2590 | -2158 | PE | 20.35 | 153.65 | 14.15 | 8.34 |
| 其他 | -1 | -233 | 0 | 0 | PEG | — | — | 0.01 | 0.12 |
| 筹资活动现金流净额 | -534 | -239 | -2590 | -2158 | PB | 1.12 | 1.39 | 1.58 | 1.67 |
| 现金净流量 | -528 | 959 | 797 | 275 | EV/EBITDA | 3.64 | 6.72 | 0.92 | 0.44 |
| | | | | | ROE | 5.50% | 0.91% | 11.14% | 19.97% |

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。