

固本培元夯实主业，轻商龙头王者归来

福特商用车合作伙伴，新总裁上任扭转颓势。江铃汽车是福特在华合作历史最久的公司，主要承担其商用车业务。福特导入的全顺、途睿欧、领界等车型热销，同时建立了自主研发体系，目前已形成种类齐全、价格段覆盖完善的产品矩阵。随着福特“中国 2025 计划”的逐步落地，有望向江铃导入更多乘用车型。2018 年公司归母净利润下滑 87%，在福特效力多年的新总裁王文涛临危受命，公司重新转型再出发，2019 年公司销量逆势上涨 3%，归母净利润 1.48 亿元，同比上升 60.96%。

国内轻型商用车领导者，专注细分领域深耕细作。江铃是国内轻型商用车龙头，常年占据轻客第一，皮卡第二，轻卡前四位置。以全顺为代表的欧系轻客在日系逐步衰落的背景下取得显著领先优势，诸多高毛利板块成为公司轻客经营的一大亮点；旗下中高端轻卡在物流方面具有极大优势，未来有望获得市占率的提升；皮卡行业面临历史机遇，江铃也加速向乘用车化、舒适化进军。

持续深化与福特合作，SUV 新车注入强心剂。我国 SUV 市场 2018 年以来进入消费升级阶段。公司打造的自主品牌驭胜积累了经验但是销量偏弱，从福特导入的领界、撼路者优势突出持续贡献增量，未来将逐步成为公司乘用车业务重点。

降本增效成效显著，迎来三年业绩修复期。公司重卡板块连年亏损，2020H1 亏损达 2.59 亿元，极大地拖累了公司业绩，1-8 月重卡销量同比增长 163.75%，未来有望持续优化。公司通过“三大工程”持续降本增效，2020H1 成效显著，在疫情影响下实现营收 140.73 亿元，同比增长 2.56%，归母净利润 2.08 亿元，逆势增长 252.98%，远超去年全年盈利。我们预计公司在 2020-2022 年期间将迎来业绩强势修复期。

投资建议：公司是轻型商用车龙头，发挥自身优势聚焦中高端商用车，未来乘用车将持续导入福特车型。公司应对困境积极实施三大工程降本增效且取得显著成效，将迎来三年业绩修复期。预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 5 亿、9 亿、12 亿元，对应当前股价 PE 分别为 26X、15X、11X，给予“买入”评级。

风险提示：新冠疫情持续发酵风险；福特营销体系不及预期风险；新车型表现低预期风险；三大工程效果低预期风险；重卡业绩持续拖累风险。

江铃汽车 (000550)

维持
买入
陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-85156397

SAC 执证编号：S1440518060002

余海坤

yuhaikun@csc.com.cn

010-86451002

SAC 执证编号：S1440518030002

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440520070001

发布日期：2020 年 09 月 15 日

当前股价：15.68 元

目标价格 6 个月：24 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	10.73/12.57	20.36/8.01	-4.69/-14.46
12 月最高/最低价 (元)			19.0/11.21
总股本 (万股)			86,321.4
流通 A 股 (万股)			51,846.32
总市值 (亿元)			135.35
流通市值 (亿元)			81.3
近 3 月日均成交量 (万)			890.42
主要股东			
南昌市江铃投资有限公司			41.03%

股价表现



目录

一、福特商用车合作伙伴，新总裁上任扭转颓势.....	1
1.1 轻型商用车白马龙头，福特在华主要合作伙伴.....	1
1.2 新总裁上任扭转颓势，福特车型导入表现优异.....	4
二、轻型商用车：国内轻型商用车领导者，专注细分领域深耕细作.....	5
2.1 轻客：位居第一的国内龙头，把握高毛利细分板块机会.....	5
2.2 轻卡：市占率第四，高端轻卡领跑物流行业.....	9
2.3 皮卡：市场份额第二，行业面临历史机遇.....	12
三、乘用车：持续深化与福特合作，SUV 新车注入强心剂.....	15
3.1 驭胜 SUV：迈向乘用车领域的排头兵，自主品牌展示研发实力.....	15
3.2 福特 SUV：打开江铃汽车商乘并举的新篇章.....	16
四、降本增效成效显著，迎来三年业绩修复期.....	21
4.1 重卡：江铃、长安、福特的共赢变成拖累.....	21
4.2 开源节流：降本增效强势推进，迎来三年业绩修复期.....	21
五、投资建议.....	24
六、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：江铃汽车发展历程.....	1
图表 2：福特在华布局.....	2
图表 3：江铃汽车股权结构.....	3
图表 4：江铃汽车股价复盘.....	3
图表 5：江铃汽车产品矩阵.....	4
图表 6：国内轻客市占率.....	5
图表 7：2019 年国内轻客市占率.....	5
图表 8：我国三大城市经济圈（左）和城市物流运输车（右）.....	6
图表 9：我国城镇化水平.....	6
图表 10：2018 年我国冷链运输方式结构.....	7
图表 11：我国公路冷链运输货车保有量（万辆）.....	7
图表 12：全顺系列车型动力参数.....	7
图表 13：轻客分类与代表车型.....	8
图表 14：江铃汽车轻客销量（辆）.....	8
图表 15：江铃福特全顺部分改装车（公路、救护、冷藏）.....	9
图表 16：全国轻客销量（万辆）.....	9
图表 17：国内轻卡（含皮卡）市占率.....	10
图表 18：2019 年国内轻卡（含皮卡）市占率.....	10
图表 19：2000-2017 年轻卡增长动力转变.....	10

图表 20: 凯锐 800 (左)、凯锐 EV (中) 和凯运 (右)	11
图表 21: 江铃凯锐 800、凯运强劲版和凯运蓝鲸版主要参数	11
图表 22: 皮卡政策松绑有序进行	12
图表 23: 2019 年国内皮卡市场份额	13
图表 24: 新宝典的全面升级	13
图表 25: 宝典 (左)、新宝典 (中) 与域虎 9 操控台 (右)	14
图表 26: 全国乘用车销量结构 (万辆)	15
图表 27: 江铃驭胜上市以来销量 (辆)	16
图表 28: 江铃汽车销量结构	16
图表 29: 新款领界车型配置	17
图表 30: 领界与三款竞争车型配置对比	18
图表 31: 领界及三款对标车型生命周期	19
图表 32: 撼路者及主要竞品 SUV 定位	19
图表 33: 撼路者及主要竞品 SUV 价格区间 (万元)	19
图表 34: 撼路者及主要竞品 SUV 最高配置	20
图表 35: 江铃重卡亏损额 (万元) 及重卡销量 (辆)	21
图表 36: 江铃汽车月度销售情况 (辆)	22
图表 37: 江铃汽车单车收入 (左) 和单车净利 (右)	23
图表 38: 江铃汽车毛利率和单车净利率	23
图表 39: 江铃汽车期间费用 (万元)	23
图表 40: 江铃汽车销售费用率和管理费用率	23
图表 41: 江铃汽车目前产能布局	23

一、福特商用车合作伙伴，新总裁上任扭转颓势

1.1 轻型商用车白马龙头，福特在华主要合作伙伴

江铃汽车前身是成立于 1968 年的江西汽车厂，与日本五十铃的合作打开轻卡市场。江铃汽车前身是成立于 1968 年的江西汽车厂，生产井冈山牌小货车。1984 年江铃汽车参与国家引进日本五十铃轻卡技术项目。1993 年，江铃、日本五十铃及伊藤忠商事株式会社合资成立江铃五十铃汽车有限公司，其中江铃拥有 75% 的股份，日本五十铃拥有另外 25% 股份中的 12.5%，江铃集团与日本五十铃步入了技术、资本、管理的全面合作时期。凭借与五十铃的合资，江铃汽车充分吸收了五十铃轻卡底盘和 4JB1 轻型柴油机技术，极大地提高了轻卡产品的竞争力。2013 年日本五十铃结束与江铃汽车的合作，与江铃集团成立合资公司江西五十铃。

福特输血江铃，双方合作不断深化。福特和江铃的合作可以追溯到 25 年前，1995 年福特与江铃结成战略合作伙伴，由福特汽车出资 4000 万美元，购买江铃汽车股份有限公司发行的江铃 B 股股票，占江铃股票总股本 20%。1997 年江铃与福特成功推出中国第一辆真正意义上的中外联合开发的汽车产品——全顺轻客，公司对全顺换装了从五十铃吸收技术的 4JB1 发动机，使全顺与竞品相比拥有更便宜的价格、更低的保养成本和更好的舒适性，全顺也迅速超越了更早进入国内市场的依维柯，成为国内欧系轻客、高端轻客乃至整体轻客市场的王牌车型。同时，福特不断增持江铃，1998 年，江铃增发 B 股，福特增持至 29.96%，并利用全顺的优势陆续开发全顺救护车、计划生育车、物流车、防弹运钞车等，凭借多功能配置和个性化订单生产的强大优势，江铃专用车的改装开发生产能力和销量排名全国第一。同时，福特还积极对江铃汽车进行改造，包括但不限于建立 4S 营销体系、加强应收账款管理、资产“瘦身”、分红政策、提升盈利能力、引进福特技术等，并取得了明显的改造效果，1995 年至 2005 年，江铃汽车 10 年间销售量年均增幅达 37%，销售收入增长 4 倍，净利润增长 10 倍以上。2005 年，江铃控股由长安汽车和江铃集团各出资 50% 成立，江铃控股与福特汽车共同持股控制上市公司江铃汽车。

图表1：江铃汽车发展历程

时间	事件
1968 年	江西汽车厂成立，生产井冈山牌小货车
1984 年	引进日本五十铃技术，生产轻型货车
1993 年	合资成立江铃五十铃汽车有限公司，持续获得五十铃技术支持
1995 年	与美国福特汽车公司结成战略合作伙伴
1997 年	第一辆全顺轻客下线，后来全顺成为公司主要利润来源
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
2006 年	新世代全顺轻客下线，全顺系列重回市场领先地位
2010 年	小蓝基地 30 万辆整车项目开工
2010 年	驭胜发布，迈出乘用车化步伐
2013 年	小蓝基地 30 万辆整车项目投产

2013 年	小蓝基地 20 万台汽油发动机项目启动
2014 年	福特撼路者发布
2015 年	小蓝基地 20 万台汽油发动机项目投产
2016 年	福特途睿欧上市
2016 年	福特新全顺上市
2017 年	富山新能源汽车基地正式开工
2017 年	江铃首款重卡——威龙重卡上市
2017 年	江铃特顺上市
2018 年	福特领界正式下线
2019 年	域虎 9 上市
2020 年	新宝典正式下线

资料来源：公司官网，中信建投

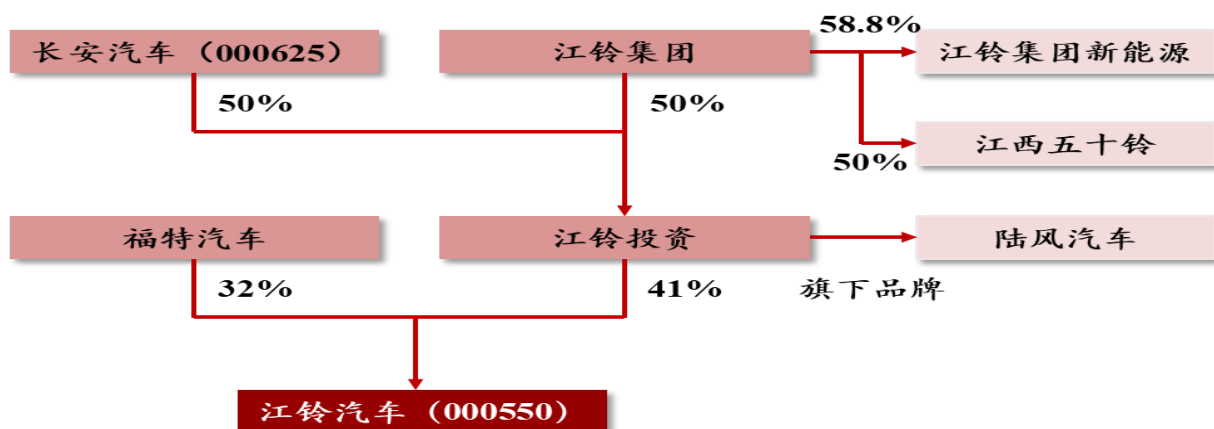
江铃汽车是福特在华三家合作伙伴中合作历史最久的公司，主要承担其在华的商用车业务。福特在华共有江铃、长安和众泰三家合作伙伴，与长安和众泰分别于 2001 年和 2017 年开始，而 1995 年江铃汽车以 ADRs 发行 B 股的方式引入美国福特汽车公司作为外资战略合作伙伴。从目前福特在华的布局来看，长安福特是其主要乘用车生产企业，众泰福特负责电动车业务，江铃福特主要承担其商用车的在华业务。

图表2： 福特在华布局

合作方	开始时间	合作方式	合作范围
江铃汽车	1995 年	参股江铃汽车，目前持有上市公司 32% 的股份	主要为商用车的开发，福特导入的乘用车正在增加
长安汽车	2001 年	合资成立长安福特，双方分别持股 50%	主要为乘用车，也是福特在华导入车型的核心企业
众泰汽车	2017 年	合资成立众泰福特，双方分别持股 50%	从事纯电动乘用车的生产和研发

资料来源：公司公告，中信建投

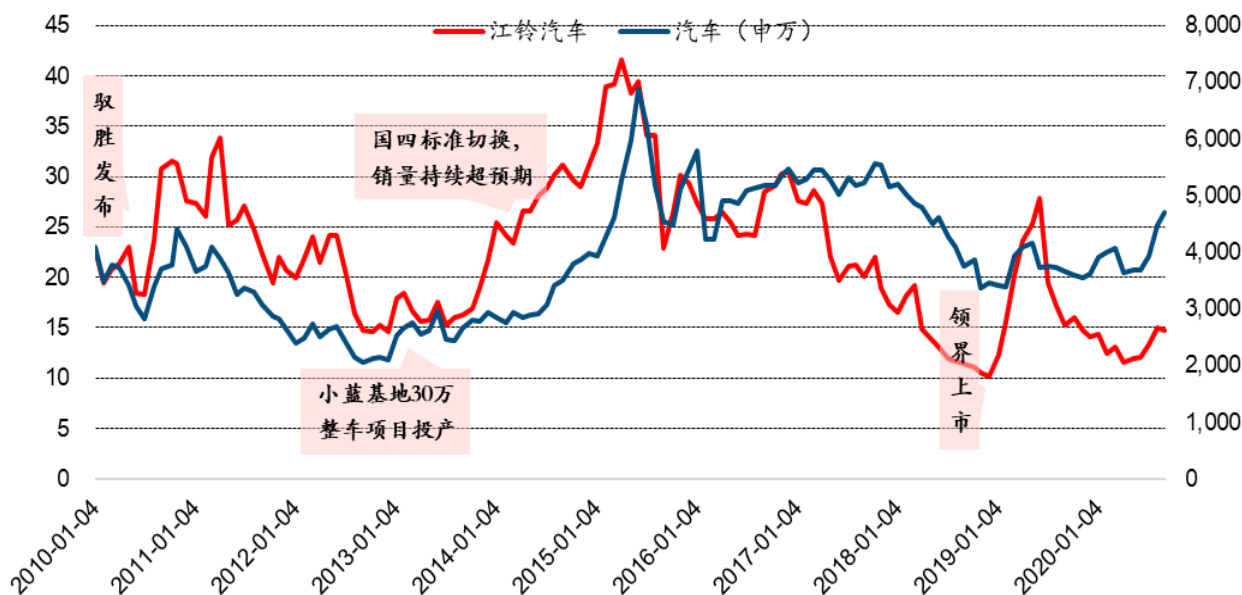
图表3：江铃汽车股权结构



资料来源：公司公告，中信建投

历史复盘公司股价，盈利向好提升公司估值。复盘公司 2010 年- 2020 年的股价走势，公司股价分别在几个阶段走出超额收益：（1）2010 年底公司推出自主品牌驭胜驭胜发布，乘用车业务踏出关键一步，同时公司轻卡轻客销量向好，市占率持续提升，推动公司业绩上行；（2）2014-2015 年：国四标准切换临近拉动抢装需求，公司轻卡轻客销量持续提升，轻卡市占率从 4.4% 提升至 7.4%，轻客市占率维持稳定，单车净利润突破 8000 元；（3）2019 年福特领界上市，公司和福特合作持续深入，乘用车产品结构大幅改善，单车净利润触底反弹。

图表4：江铃汽车股价复盘






















资料来源：公司官网，wind，中信建投

1.2 新总裁上任扭转颓势，福特车型导入表现优异

福特老兵王文涛再次出马，审时度势力挽狂澜。2018 年受行业销量下滑、新品处于投入期和销量结构恶化影响，江铃汽车整体销量 27.59 万辆，同比下滑 9%，归母净利润 9200 万元，同比下滑 87%，公司处于危急时刻。2019 年 2 月 22 日公司发布董事会决议，聘任王文涛担任公司总裁。王文涛曾任长安福特财务副总裁、福特中国副总裁兼首席财务官、福特亚太经营战略总监、福特日本业务首席财务官、江铃汽车财务总监及福特美国市场分析部部长，在福特汽车效力多年，2009 年就曾临危受命担任公司财务总监，具备丰富的经验。新总裁上任后深化与福特的合作，公司重新转型再出发。福特为了扭转在华业务颓势，建立全国销售服务机构，并将长安福特、福特进口车、林肯和江铃福特整合进新的销售公司。通过与福特在研发、产品、销售、管理等多方面加强合作，2019 年公司销量 28.32 万辆，逆势上涨 3%，归母净利润 1.48 亿元，同比上升 60.96%。

江铃汽车在消化和转化福特导入的技术平台和车型的同时，借助福特的全球化平台建立了完善的自主研发体系。公司是国内轻型商用车领军企业，轻客、皮卡和轻卡行业地位领先。1997 年江铃福特下线了福特导入的全顺轻客，作为在全球累计销售超过 1000 万辆的车型，同时是 50 年来欧洲最畅销的轻型商用车、占据美国全尺寸货车市场 57% 的最畅销货车，全顺在导入中国后也表现优异，帮助江铃汽车稳坐国内轻客市场的头把交椅。同时，福特江铃品牌旗下还有领界、撼路者两款 SUV 和途睿欧一款 MPV。在吸收和转化福特导入车型的同时，江铃汽车也在积极利用福特的全球化平台，培养自身自主研发的核心竞争力，在 SUV、轻卡、皮卡等领域展示出强大的实力。目前江铃汽车已经形成种类齐全、价格段覆盖完善的产品矩阵。

图表5：江铃汽车产品矩阵

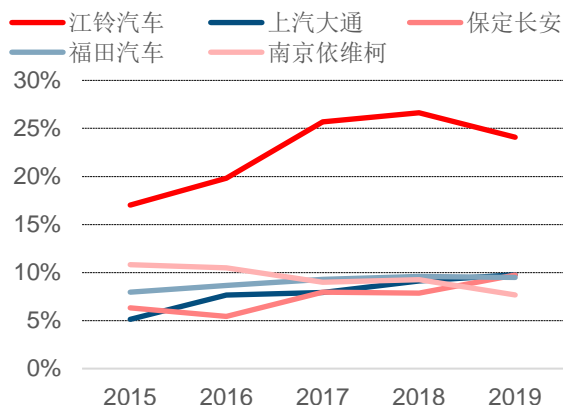
	SUV		轻卡		轻客	
	JMC	Ford	轻卡 JMC	皮卡	JMC	Ford
40 万		 撼路者	 特顺EV	 域虎9	 特顺EV	 新世代全顺
20 万	 驭胜S350		 凯锐800H/L	 域虎7		 途睿欧 (MPV)
10 万		 领界	 凯运蓝鲸	 域虎5	 特顺	 新全顺
			 顺达宽体	 域虎神盾版		
			 顺达窄	 宝典		
				 域虎3		

资料来源：公司官网，中信建投

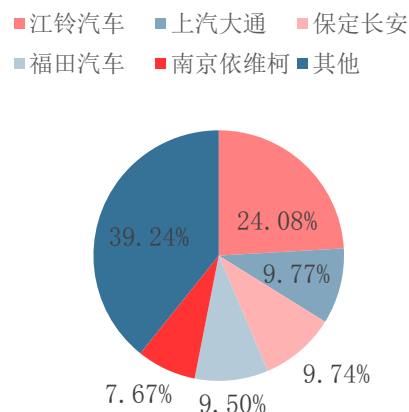
二、轻型商用车：国内轻型商用车领导者，专注细分领域深耕细作

2.1 轻客：位居第一的国内龙头，把握高毛利细分板块机会

在国内轻客市场中，江铃汽车保持着多年的领先地位。2019 年江铃汽车轻客销量为 8.01 万辆，占全国销量的 24.80%，这是公司连续第四年占据轻客销量第一，而原来轻客市场的龙头金杯汽车、南京依维柯等则逐渐衰落。由于政策原因，原本以性价比为主的日系轻客正逐步退出市场，为以江铃福特全顺为代表的欧系轻客腾出更多空间。随着我国城市化进程的推进，区域物流、城市物流向中高端轻型商用车打开了市场，同时，全顺以其全能的实力，在物流、公路、救护等诸多特种改装车领域取得了显著领先的优势地位，这些高毛利板块成为公司经营的一大亮点。在乘用车领域遇到阻碍后，公司希望在继续开拓乘用车市场的同时重新聚焦高端商用车领域，继续发扬公司优势。

图表6：国内轻客市占率


资料来源：中汽协，中信建投

图表7：2019 年国内轻客市占率


资料来源：中汽协，中信建投

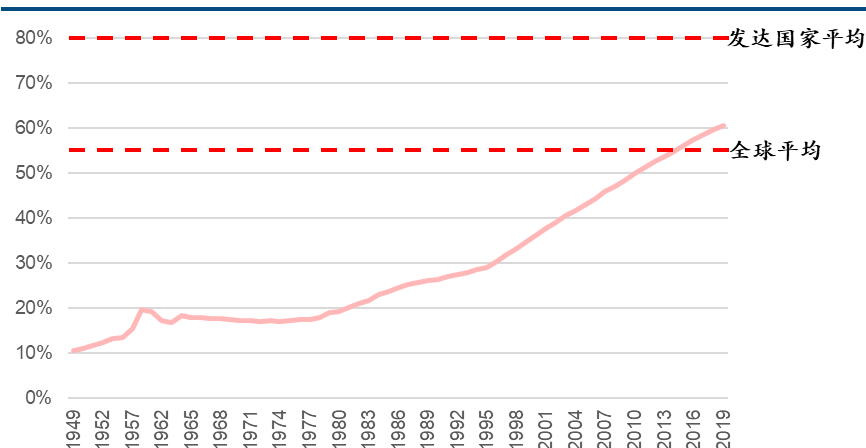
城市化进程加速提升，引发区域物流和城市物流需求。根据国家统计局数据，2019 年我国城镇化率达到 60.60%，比上年提高 1.02 个百分点。我国城市化正处于中期加速阶段，虽然 2019 年我国城镇化率突破 60%，但仅略高于全球平均城镇化率 55%，与发达国家相比仍有很大提升空间。城镇化率的快速提高引发了对物流体系完成度和效率的高要求。区域物流是指全面支撑区域可持续发展总体目标而建立的适应区域环境特征、提供区域物流功能、满足区域经济、政治、自然、军事等发展需要，具有合理空间结构和服务规模，实现有效组织与管理的物流活动体系。我国长三角、珠三角、环渤海等经济发展进度快的城市区已经先后展开了区域经济一体化进程，为区域经济合作带来了更多可能性，同时也对建立区域物流体系、提高物流运输效率提出了更高要求。城市物流是指为城市服务的物流，它服务于城市经济发展的需要，指物品在城市内部的实体流动，城市与外部区域的货物集散以及城市废弃物清理的过程。

图表8： 我国三大城市经济圈（左）和城市物流运输车（右）



资料来源：百度图片，中信建投

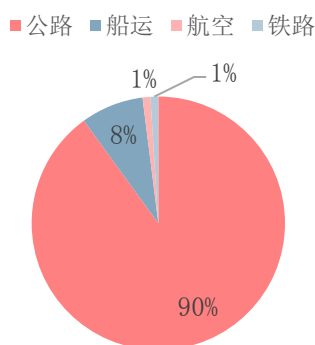
图表9： 我国城镇化水平



资料来源：Wind，世界银行，中信建投

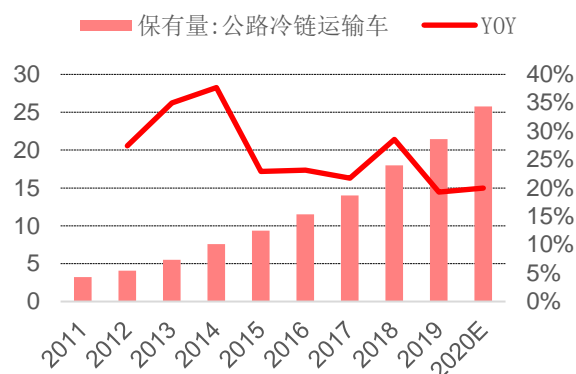
城市冷链运输需求崛起，中高端商用车面对全新增量市场。随着城市消费升级，居民饮食消费、医药针剂需求对运输过程提出了更高要求，冷链运输能够更好地保证货物的新鲜和安全。冷链运输是指在运输全过程中，无论是装卸搬运、变更运输方式、更换包装设备等环节，都使所运输货物始终保持一定温度的运输。冷链物流所涉及的商品主要分为：肉制品、速冻食品、冷饮、果蔬、乳制品、生鲜食品、医药针剂等。在公路运输方面，加装专业设备的中高端轻客轻卡承担起城市冷链运输的责任，根据中物联冷链委车辆认证中心数据，2018 年我国冷链运输方式种有 90%是由公路运输完成的。2019 年我国公路冷链运输货车保有量达 25.76 万辆，预计 2020 年将继续保持 20%的高速增长。

图表10： 2018 年我国冷链运输方式结构



资料来源：中物联冷链委车辆认证中心，中信建投

图表11： 我国公路冷链运输货车保有量（万辆）



资料来源：wind，中信建投

畅销经典传奇导入中国热度不减，凭借实力塑造国内轻客王牌。40 年前英国兰利生产线下线了第一辆福特全顺，开启了福特又一传奇典范的时代。福特全顺以其出色的运动性能、优异的安全性和舒适宽广的运载空间迅速获得了市场的青睐，既可以作为封闭货箱的货车，也可以作为运载乘客的 MPV，至今全球销量累计已经超过 1000 万辆。全顺是欧系轻客的经典车型，引入中国后以福特的品牌影响力和良好口碑、国际累积的优质品质、宽大舒适的驾乘空间、以人为本的安全设计迅速成为中国中高端轻型客车市场的领军品牌，帮助江铃汽车稳坐国内轻客市场的头把交椅。从动力方面来说，新全顺提供汽油与柴油两个版本，汽油发动机是曾经连续两年评为“沃德十佳发动机”荣誉的福特王牌发动机，最大马力 202P，最大扭矩 300Nm，锐界、途睿欧、猛禽等福特经典车型都有搭载。柴油版车型搭载的是 2.0TPUMA 柴油发动机，最大马力 121P，最大扭矩 300Nm，符合国六排放标准。从安全性和舒适性来说，新全顺秉持承载式设计，搭载国内最高版本的博世 9.1 版 ABS+EBD+ESP 以及四点式倒车雷达，车身材料与结构都充分使用硼钢强化和高铅毒镀锌板材加固，并采用 EVA 隔音、PU 发泡吸音技术等高品质静音工程，重点部分采用高品质隔音棉，怠速噪音成绩几乎赶上家用轿车，兼顾安全性与舒适性。过硬的自身实力让全顺成为一台全能车型。

图表12： 全顺系列车型动力参数

车型	发动机	变速箱	最大功率（马力）	峰值扭矩（牛·米）
新全顺	2.0T 汽油	5 速手动	202	300
	2.0T 柴油		121	300
新世代全顺	2.2T 柴油	6 速手动	125/155	350
	2.4T 柴油		115/140	285/310/375
经典全顺	2.4L 汽油	5 速手动	125/136	196/200
	2.8T 柴油		108	260

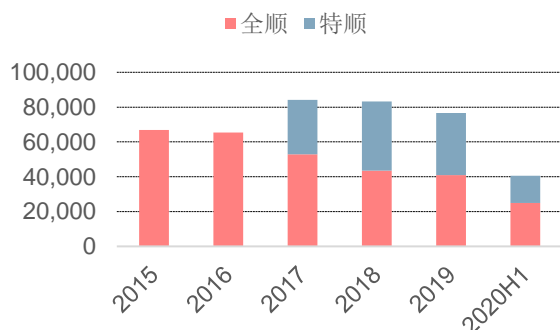
资料来源：公司官网，中信建投

以全顺系列为代表的江铃轻客占据国内市场显著地位。轻客可以大致分为日系轻客和欧系轻客，日系轻客以平头车为主，价格相对较低，曾一度占据国内轻客的主流市场。工信部联产业【2014】453 号文件《关于加强小型微型面包车、摩托车生产和登记管理工作的通知》对平头车的安全、技术、性能提出了严格要求，法规中所涉及的车辆如未达到标准会面临无牌可上的局面，加之由于物流业的快速发展，导致承载式车身传统平头型轻客和微客不断提升承载性，大型微型客车越来越向轻型客车靠近，或将使长期垄断城市物流货运市场的传统平头轻客、微客退出历史舞台。而安全性更高的欧系轻客虽然价格更高，但或将面对一个竞争空间更宽松的市场。江铃福特的全顺系列一直是欧系轻客的销量典范，同时 2017 年基于经典全顺平台打造的新产品江铃特顺上市后广受欢迎，江铃轻客形成了江铃特顺、福特新全顺、新世代全顺的完整欧系轻客产品系，覆盖了中高端物流和客运市场。

图表13： 轻客分类与代表车型

类别	代表车型	车企	特点	售价
日系	金杯海狮，福田风景	华晨金杯、福田汽车	以平头车为主，多采用发动机中置与前部平头设计，车体较窄	低端（8 万以下） 中端（8-15 万）
欧系	全顺，大通 V80，依维柯	江铃汽车、上汽大通、南京依维柯	以短头为主，多采用发动机前置和前部短鼻设计，车体较宽	低端（10-12 万） 中端（12-16 万） 高端（16 万以上）

资料来源：公司公告，中信建投

图表14： 江铃汽车轻客销量（辆）


资料来源：公司公告，中信建投

轻型商用车的龙头，把握高端化细分车型市场机会。福特全顺在商用车领域有着“百变金刚”的美称，主要原因就在于全顺衍生出的改装车型种类繁多、覆盖面广，已经产生了多达 600 余种改装车型，能够满足不同行业用户的实际需求。以改装救护车为例，全顺救护车提供短轴低顶、短轴中顶、长轴中顶、长轴高顶等丰富的车型选择，同时医疗舱空间大，灵活多变，动力性能强，悬挂系统舒适安全，并拥有 CAN-BUS 车载智能网络系统、ESP 电子稳定系统、Bosch8.0 版 ABSEBD 等高科技配置，同时具备双安全气囊、3H 高刚性安全车身、四轮盘刹、尾部安全系统及安全锁孔等安全配置。同时，全顺改装车还在路政、电力、警用等多种领域取得了好成绩。据公司表示，在救护车等高毛利率车型市场中，江铃的市占率已经超过了 50%，未来将进一步向高毛利细分市场前进。

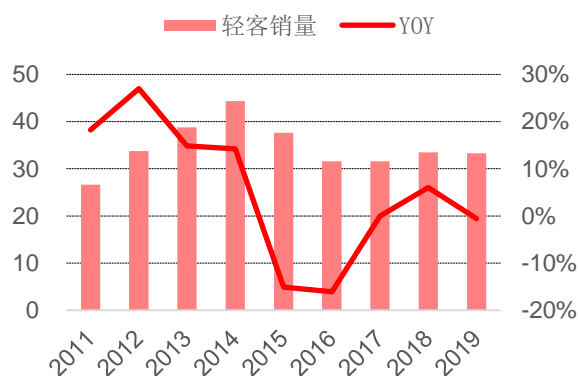
图表15：江铃福特全顺部分改装车（公路、救护、冷藏）



资料来源：公司官网，中信建投

轻客为高毛利板块，有望贡献增量利润。2020 年上半年疫情抑制轻客销量，但考虑到上半年疫情刺激高毛利特种车辆需求，叠加城市化进程带来的物流运输需求，预计 2020 年轻客市场总销量保持平稳。随着日系轻客逐步退出市场，以全顺为代表的欧系轻客将获得更多市场空间，按照日系轻客每年市占率退减 10% 计算，预计江铃轻客将获得 8000 台以上增量空间。

图表16：全国轻客销量（万辆）

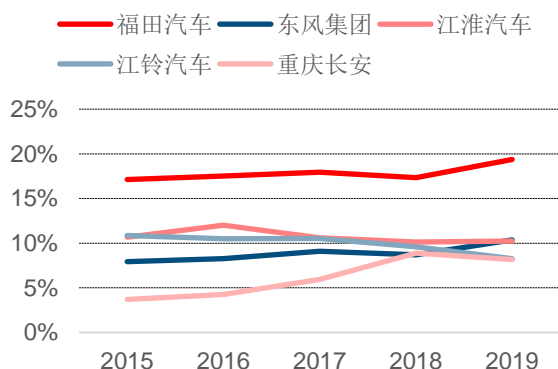


资料来源：公司公告，中信建投

2.2 轻卡：市占率第四，高端轻卡领跑物流行业

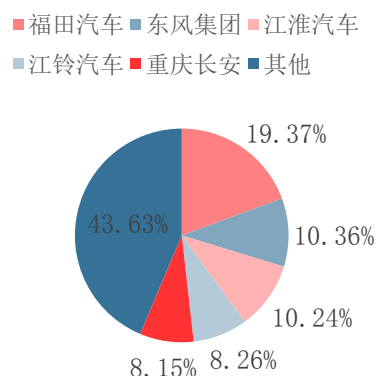
江铃汽车占据轻卡市场重要地位，未来市占率有望提升。2019 年江铃轻卡（含皮卡）共销售 15.55 万辆，占全国销量的 8.26%，按市场份额来算江铃汽车为第四。目前轻卡市场进入存量更新为主的时代，主要由排放政策、车型换代周期引发存量更新需求，而区域物流、城市物流带动轻卡市场由中低档车型向中高端车型升级。江铃汽车是国内首个达标国六 B 排放标准的轻卡车企，旗下凯锐、凯运等中高端轻卡车型在物流方面具有极大优势，得到市场的认可，未来有望在轻卡市场获得市占率的提升。

图表17：国内轻卡（含皮卡）市占率



资料来源：中汽协，中信建投

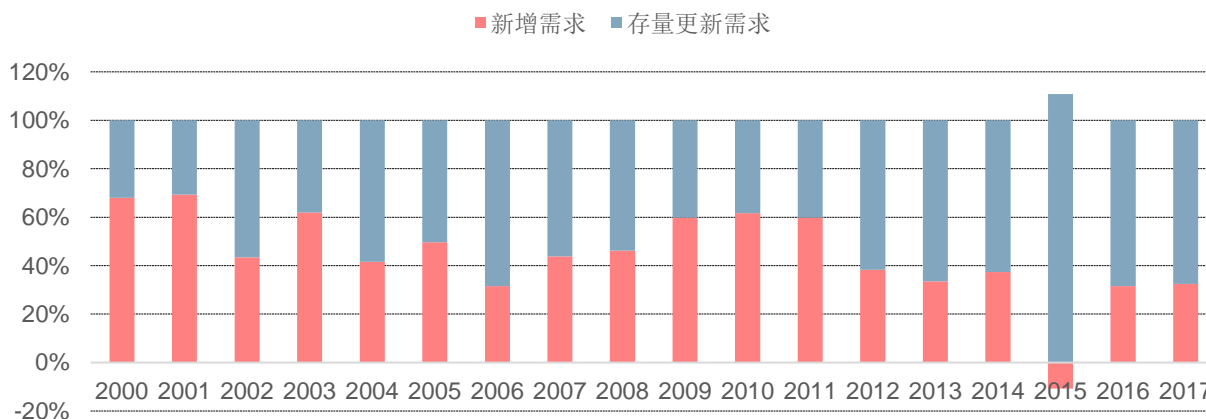
图表18：2019年国内轻卡（含皮卡）市占率



资料来源：中汽协，中信建投

物流运输带动中高端轻卡销量提升，排放升级叠加换代更新。经过 10 年的调整，轻卡的趋势基本平稳，主要受政策影响波动。随着黄标车淘汰、老百姓生活水平改善，以及电商兴起，冷链、快递等专业物流市场越来越大，带动轻卡市场由中低档车型向中高端车型升级，促进轻卡市场进入更新周期。同时，逐步落地的国六政策、国三淘汰更新政策对轻卡的存量更新拉动作用明显，轻卡增长动力转变，新增需求呈下降趋势，更新需求呈上升趋势，份额上看，存量更新需求份额已经两倍于新增需求。江铃汽车是国内首个达标国六 B 排放标准的轻卡车企，旗下轻卡车型在物流运输领域竞争力强，有望进一步提升市占率，按照轻卡市场规模基本不变的假设，2020 年江铃轻卡销量有望重回 10 万台。

图表19：2000-2017 年轻卡增长动力转变



资料来源：国家信息中心，中信建投

针对城市快递运输推出车型，旗下凯锐 800 为高端轻卡的代表。凯锐品牌下车型众多，其中凯锐 800 是江铃针对城市快递运输推出的轻卡，在排放、能耗、载物能力、价位上颇得市场青睐，以强劲的动力、安全性、驾乘舒适性成为许多物流公司的首选车型。搭载一款福田康明斯 ISF3.8s5154 发动机，最大功率为 115kW、峰值扭矩为 491N·m，与之匹配的传动系统是格特拉克 6MTI420 变速箱。另一方面，该发动机在结构、技术方面得到了进一步的优化提升，尤其尾气处理方面，创新性地 EGR 废气通道集成到缸盖内部，既解决发动机 EGR 废气路径问题，又可以减少零件数量、节约成本，并提升排放性能，最终达到最佳的排放环保性、动力强劲性和燃油经济性。让货运不仅高效还很经济。安全性方面，凯锐整车重心明显低于竞品车型，提升了车辆平衡性、

转向稳定性和行驶安全性。同时，江铃凯锐在后保险杠配备了 4 个倒车雷达传感器，用于检测车后是否有障碍物以及障碍物距离远近，并升级为无主机雷达，最远探测距离增加至 1.8m，为行车安全再添一重保障。在外观上，凯锐 800 尺寸为 5995*2140*2360，轴距 3360mm，箱长达 4.09 米，比例兼顾安全和性能。同时，凯锐率先推出了纯电动车型凯锐 EV，在拥有高性能、长续航、强承载的同时，配备智能网联，标配 T-Box 江铃智行，提供车况查询、自助诊断等功能，智享科技便捷，在纯电动轻卡市场份额、保有量、运营商反馈、用户评价等综合多方面表现较好。

大空间、强实力的凯运，升级后品质全面提升。江铃凯运定位优秀高品质轻卡，并在 2019 年进行全面升级，推出了江铃凯运强劲版。强劲版拥有江铃轻卡最大的货箱，其货箱尺寸提升至 4080x2300x2200mm，拥有高达 21 立方米的货箱容积，让用户可以跑一趟抵两趟。并且江铃凯运强劲版的货箱采用了加宽设计，2.3 米的宽度能并排容纳两个标准托盘，基本满足国际所有托盘标准。除此之外，货箱由江铃自己打造，外廓尺寸与设计完全符合国家标准，可以免除用户自己找改装厂定做以及上牌等方面的烦恼。凯运强劲版还有强劲的动力以及高品质的安全配置，搭载 JX4D30A5H 柴油发动机，最大功率为 112kW（凯运升级版为 85kW），最大扭矩为 382N·m，最高车速满载达 100km/h，低速加速爬坡能力更强。除此之外，该发动机除了能在 -35℃ 正常启动之外，还可保持 40 万公里无大修。配置方面，凯运强劲版全系标配多功能方向盘，搭载多媒体影音娱乐系统、转向助力、离合助力、蓝牙导航系统、电动车窗、倒车雷达等配置。此外，新车还提供定速巡航的选配以及宽体车型标配框架式后视镜，进一步提升了驾驶舒适性。2020 年 6 月 20 日，凯运产品继续升级，推出了凯运蓝鲸版。蓝鲸版在保留江铃轻卡始终贯彻的严格排放要求的同时，对承载、空间等进行了进一步升级，加强了其在同类竞品中的竞争力。凯运蓝鲸版标配 2.3 米宽货箱，可以根据消费者需求选择 2.45 米宽度的大货箱，容积高达 23m³。同时，随着容量的提高，蓝鲸版的承载能力也有了很大的提升，在控制并进一步降低车身自重的前提下，额定载重量提升至 1.735 吨，轻量化、高承载的车身，完全满足轻卡蓝牌政策。

图表20： 凯锐 800（左）、凯锐 EV（中）和凯运（右）



资料来源：公司官网，中信建投

图表21： 江铃凯锐 800、凯运强劲版和凯运蓝鲸版主要参数

	凯锐 800 154 马力 4.08 米单排厢式载货车	凯运强劲版 豪华版 152 马力 4.045 米单排仓栅式轻卡	凯运蓝鲸 豪华款 152 马力 4.1 米单排栏板轻卡
厂商指导价	14.68 万	13.35 万	13.10 万
轴距	3360mm	3360mm	3360mm
发动机	福田康明斯 ISF3.8s5154	江铃 JX4D30A5H	江铃 JX4D306H
变速箱	格特拉克 6MTI420	格特拉克 5 挡	万里扬 6 挡
车身长度	5.995 米	5.995 米	5.995 米

车身宽度	2.37 米	2.39 米	2.39 米
车身高度	3.39 米	3.14 米	2.41 米
整车重量	2.805 吨	2.72 吨	2.565 吨
额定载重	1.495 吨	1.58 吨	1.735 吨
总质量	4.495 吨	4.495 吨	4.495 吨
最高车速	110KM/h	100KM/h	100KM/h
排量	3.76L	2.892L	2.892L
最大输出功率	115kw	112kw	112Kw
最大马力	154 马力	152 马力	152 马力
扭矩	491N m	382N m	382N m
货箱长度	4.08 米	4.045 米	4.1 米
货箱宽度	2.3 米	2.3 米	2.45 米

资料来源：卡车之家，中信建投

顺势推出顺达小卡，弥补细分市场空白。 小卡是介于轻卡和微卡之间的一种货运车型，自 2020 年 1 月 1 日之后，货运市场开启“按轴收费”标准，对货运配送车辆提出了更高要求，尤其在城市物流中，蓝牌合规已经成为货运车辆进入城区的通行证，灵活小巧、又能满足货运要求的小卡逐渐成为市场追捧的新秀。在这样的背景下，江铃顺势推出顺达小卡，弥补了江铃在小卡领域的空白。顺达小卡的长宽高分别为 5400/2040/1930mm，轴距为 2800mm，整体仅比一辆全尺寸 SUV 略长一点。小巧的车身三围让这辆小卡的转弯半径只有 5.5m，更加方便在城市、乡村道路行驶，同时全顺小卡的驾驶室高度只有 1930mm，基本可以无视一般的地库限高（2.1-2.3m）和道路限高（2.6-2.9m）。在动力方面，全顺小卡虽然定价实惠，但搭载了同级少见的 3L 动力，发动机最大输出 116 马力，最大扭矩 285N·m，这一参数与江铃的高品质轻卡凯运升级版一致，并且还可选装江铃独特研发的“智换挡”，通过 ICS 智能芯片自动学习驾驶者的操控，通过自动的方式控制离合器，既能够保留手动挡带来的运输能力，也能免去驾驶者换挡来回踩踏离合的操作，提高舒适性和安全性。

2.3 皮卡：市场份额第二，行业面临历史机遇

皮卡政策逐渐松绑，行业面临历史机遇。 2016 年 2 月国家三部委颁发通知，在河北、河南、云南和辽宁四省对皮卡进城解禁试点，随后陆续出台各类皮卡松绑政策，旨在破除一些城市实施的货车进程限制措施，促进扩大皮卡车市场消费，推进汽车产业和相关服务业发展。在这样的政策背景下，众多皮卡厂商更加重视皮卡市场，并着手向乘用车化皮卡进军。长城皮卡占据国内皮卡市场份额第一，19 年下半年推出全新皮卡——炮系列，并陆续推出乘用车版、越野版，在冲击国产高端皮卡的同时开拓乘用车皮卡板块，江铃皮卡也加速向乘用车化、舒适化进军。

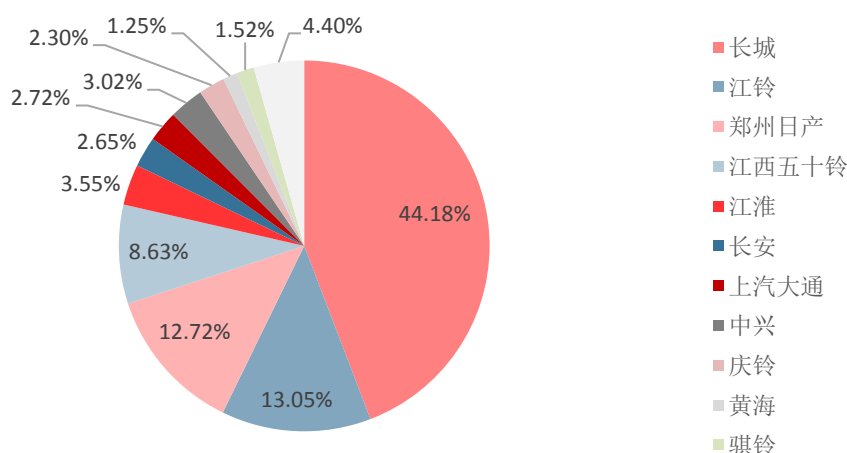
图表22： 皮卡政策松绑有序进行

时间	事件
2016 年 2 月	在河北、河南、云南和辽宁四省对皮卡进城解禁试点
2017 年	新疆、湖北实施放宽皮卡车进城试点，部分省份可为皮卡办理免停车 ETC
2018 年 1 月	取消皮卡反光条、喷字规定
2018 年底	确定取消皮卡车营运证
2019 年	稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围

资料来源：公开资料整理，中信建投

江铃皮卡国内市场份额居第二，向乘用车皮卡发力。江铃汽车目前有域虎、宝典两个系列的皮卡产品，覆盖从商用到乘用车、从低端到高端的范围，2019 年江铃皮卡销量 59366 台，占全国皮卡销量的 13.05%。江铃是中国最早生产柴油皮卡的企业，距今已有三十余年的历史。在江铃和五十铃深度合作的历史中，江铃皮卡完美继承了五十铃的优秀生产工艺，旗下皮卡性能卓越、经济省油、舒适耐用，曾连续十二年全国柴油皮卡销量第一。2001 年，江铃宝典正式上市，迅速造就了国内“实用皮卡之王”，2012 年行业首款超大尺寸高端皮卡江铃域虎隆重上市。同时，随着皮卡行业政策逐步松绑，皮卡乘用车趋势逐步明确，江铃也将联手福特继续深挖皮卡市场，开发包括商用化、乘用车、商乘两用在内的多元产品序列，旗下皮卡产品系列向着舒适高端的乘用车转型。

图表23： 2019 年国内皮卡市场份额



资料来源：皮卡车市网站，中信建投

“创富帮手”实用可靠，新宝典上市延续传奇。江铃宝典皮卡曾连续十年占据柴油皮卡销量榜首位，拥有超过百万车主，被称为“实用皮卡之王”。对于中国皮卡界而言，江铃宝典的地位可以比作乘用车领域的捷达和桑塔纳。虽然宝典车型在市场曾有过“高光”表现，但是面对科技进步与时代发展，消费对皮卡各方面要求也全面“升级”。宝典车型不仅在设计上跟时代有些脱节，在排放方面也难以满足日益严苛的法规要求。面对创富型皮卡巨大的市场潜力，宝典焕新已成为必然之举。8 月 25 日江铃新宝典全新上市，既保留了性价比优势，汽油两驱舒享版 82800 元起，还在品质、油耗、承载、舒适方面进行了全面升级，货厢容积优于行业水平 14%，后悬架 7 片簧设计多拉 143 公斤，承载量 1.2 吨优于行业水平 30%，SMC 神盾货厢终身防腐蚀，官方做出了行业首个发动机终身质保的承诺，并降油耗降到 7.3L/百公里，市区油耗优于同类竞品 6.3% 以上。除此之外，新宝典在外观设计方面延续江铃家族式设计的同时，增加了车身三围，改进了进气格栅风格，搭配鹰眼前大灯，大大削弱了其工具属性，反而更偏向乘用车，兼具宜商宜家属性。

图表24： 新宝典的全面升级

	升级内容
外观内饰	大灯改为鹰眼大灯，采用镀铬装饰的全新中网，采用运动套件的全新下包围，内饰采用皮革+软质材料组合搭配
运输性能	车长加长到 5700mm，货厢尺寸最大能达到 1820/1475/500mm，拥有 1342L 的超大载货量，配备耐腐蚀、防磨损的 SMC 神盾货箱

动力系统 达到国六排放标准，搭载的博世第三代高压共轨技术、BOSCH 新一代尿素喷射系统，提升燃油经济性和动力输出

内置配置 配备特殊改进后的空调系统，降温更有效，并搭载 N95 级别的防护系统，空调滤芯也更换为 PM2.5 高效滤芯

资料来源：皮卡车市网站，中信建投

域虎系列全领域覆盖，域虎 9 冲击高端展现实力。从 2012 年江铃域虎皮卡上市以来，江铃陆续推出了域虎 3、域虎 5、域虎 7 和域虎 9 系列车型，逐渐形成了覆盖国内从低端到中高端、从商用、越野到乘用的全部细分市场的产品矩阵。域虎 3 定位为超值实用型皮卡，域虎 5 是江铃皮卡的主销车型之一，定位上是此前老款域虎皮卡的升级换代改款车型。而域虎 7 定位高端全领域 SUV 级皮卡，拥有大气外观和承载空间、SUV 级别的内饰和不俗的性能，既可以满足货运需求，也可以提供优秀的乘用体验，并且还能够满足较为小众的越野需求。域虎 9 作为国产皮卡领头羊，从内饰设计、配置、智能化水平、动力等方面都为驾乘者提供了不输乘用车的体验。智能驾驶方面，域虎 9 搭载科大讯飞智能语音系统、ADAS 高端智能驾驶辅助系统，有全速域自适应巡航、前碰撞预警、自动紧急制动、车道偏离预警、车道保持、交通标志识别、智能远光灯等安全技术，达到了 L2 级别自动驾驶。并配有博世 9.3 版本的 ESP，真正做到了全方位防护。

图表25：宝典（左）、新宝典（中）与域虎 9 中控台（右）

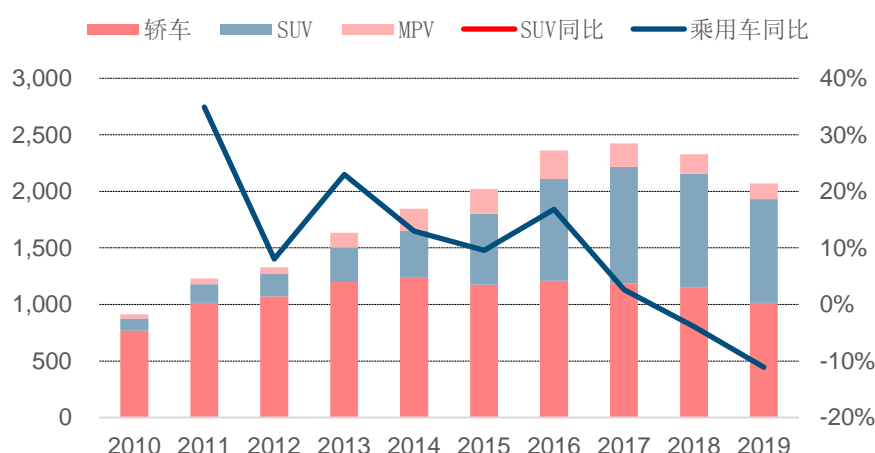


资料来源：公司官网，搜狐汽车·TopTest，中信建投

三、乘用车：持续深化与福特合作，SUV 新车注入强心剂

我国 SUV 市场自 2010 年起快速发展，近年来增速进入稳固期。中国 SUV 品类始于合资，兴于自主，再次发展于合资，合资与自主交替引领。2004 年前 SUV 更注重功能上的越野性，消费者受众面小；2004 年随着合资品牌城市 SUV 上市，SUV 逐渐进入普通消费者视野；2012 年起，自主品牌开始大规模进入 SUV 市场，进一步降低 SUV 门槛，推动经济型 SUV 市场增长；2018 年，豪华、主流合资迎合消费升级趋势，加快 SUV 战略，推动中高端市场增长，同时我国 SUV 销量增速逐步回落至与乘用车增速接近，SUV 市场进入稳固期。随着 SUV 市场进入存量博弈的红海市场，各整车厂更多通过新车型投放互相攫取市场份额，市场竞争局面十分激烈。

图表26： 全国乘用车销量结构（万辆）

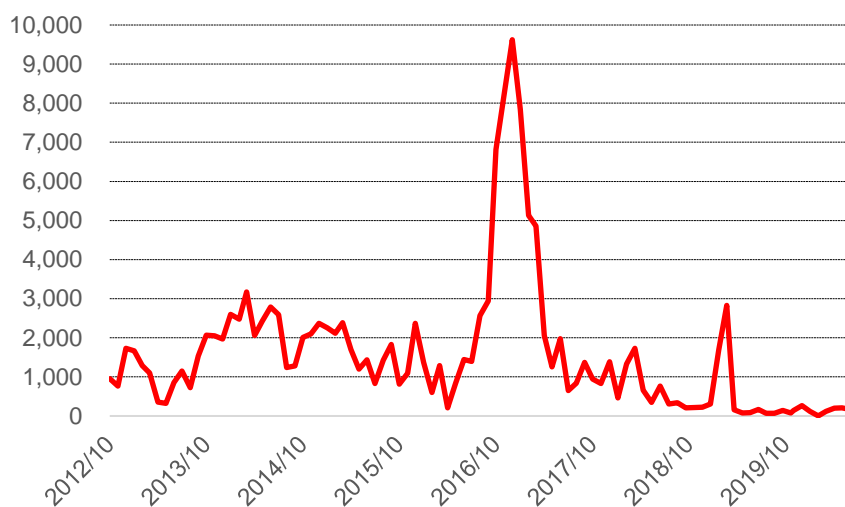


资料来源：乘联会，中信建投

3.1 驭胜 SUV：迈向乘用车领域的排头兵，自主品牌展示研发实力

打造自主品牌驭胜，迈向乘用车领域的排头兵。驭胜来源于江铃汽车 2006 年启动的 N350 项目，于 2010 年下半年完成，目前拥有驭胜 S350 和 S330 两款车型。驭胜上市后以强大的综合实力、时尚协调的外观和较高的性价比引起了市场的关注。但是由于江铃在乘用车领域影响力不高、营销经验欠缺，在哈弗 H6、荣威 RX5、吉利博越等一众实力强劲的对手包围中，驭胜 SUV 销量的快速增长未能持续突破。驭胜品牌的推出是江铃汽车向乘用车市场迈出的坚实一步，既展示了江铃向乘用车领域进军的决心，也为江铃后续乘用车计划增补了经验。

图表27：江铃驭胜上市以来销量（辆）

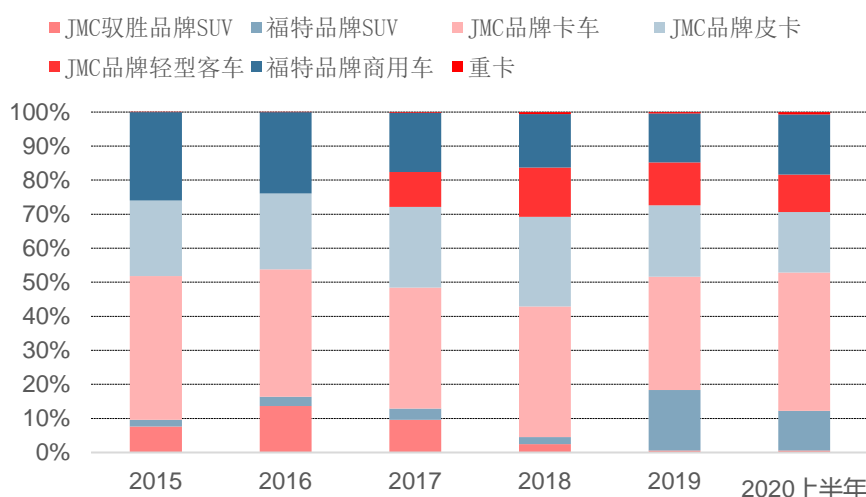


资料来源：公司公告，中信建投

3.2 福特 SUV：打开江铃汽车商乘并举的新篇章

福特 SUV 领界和撼路者有望打开江铃乘用车新的市场空间。乘用车方面，江铃汽车自主研发的驭胜销量不温不火，但福特江铃旗下的领界和撼路者有望打开新的市场空间，随着 SUV 领界的推出，江铃汽车的销售结构也呈现逐渐改善的趋势，商乘并举虽在初期遇到一定阻碍，但从江铃汽车市场表现来看乘用车板块正在发力，未来有望占据更重要地位。

图表28：江铃汽车销量结构



资料来源：公司公告，中信建投

领界是福特“中国 2025 计划”的首款车型，打开江铃汽车商乘并举的新篇章。2017 年 12 月，福特正式宣布其在中国下一阶段的发展战略——“中国 2025 计划”，包括聚焦 SUV 车型、推出更多智能互联和电动车型，打造更为精简的业务结构，并进一步走近中国消费者，更好地了解他们的需求。对于福特来说，全球汽车消费增速放缓，2018 年福特销量下跌，中国市场的地位越发重要。领界作为其“中国 2025 计划”的首款车型，对于福特来说具有重要意义。而从江铃汽车的角度来看，在提出商乘并举战略后，其乘用车销量，比如自主研发的 SUV 驭胜销量一直不温不火。而此次福特的新 SUV 领界选择江铃福特品牌，有望为江铃汽车商乘并举战略打开新的篇章，未来新款车型有望持续导入。最新款领界于 2020 年 5 月上市，共推出 5 种配置，覆盖从 10.98 万到 16.48 万的价格区间。

图表29：新款领界车型配置

	手动 精领型	CVT 精领型	CVT 铂领型	CVT 尊领型	CVT 48V 尊领型 Plus
厂商指导价	10.98 万	12.28 万	13.28 万	14.98 万	16.48 万
排量	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
进气形式	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压
变速箱	6 挡手动	CVT 无级变速	CVT 无级变速	CVT 无级变速	CVT 无级变速
轴距	2716	2716	2716	2716	2716
发动机特有技术	-	-	-	-	48V+启发电机 并线辅助、车道偏离 预警系统、主动刹车 /主动安全系统
主动安全配置	-	-	-	-	自适应巡航
巡航系统	-	-	定速巡航	定速巡航	自适应巡航
前后雷达	后	后	后	前/后	前/后
泊车影像系统	-	-	倒车影像	全景影像	全景影像
自动泊车入位	-	-	-	-	●
自动驻车	-	●	●	●	●
天窗类型	-	-	单天窗	可开启式全景	可开启式全景
全液晶仪表盘	-	-	-	●	●
仪表盘尺寸	3.5 英寸	3.5 英寸	3.5 英寸	10.25 英寸	10.25 英寸
远近灯光光源	卤素	卤素	LED	LED	LED
车内氛围灯	-	-	-	●	●
中控台大屏	8 英寸	8 英寸	10.1 英寸	10.1 英寸	10.1 英寸

资料来源：太平洋汽车，中信建投

与同级别对手车型相比领界优势突出。领界上市后覆盖价格区间 10.98-16.48 万元，将与同级别的一众合资 SUV 形成激烈的竞争。领界定位于福特翼博和福特翼虎之间，属于一款紧凑型 SUV，在设计、空间和配置几个方面都比较符合国人胃口，并且在该价位下罕见地提供了一款配置 48V 轻混车型。从尺寸来看，车身三围与轴距均大于东风日产逍客、北京现代 ix35、广汽菲克 Jeep 指南者等合资竞争对手，且内部空间尤其后排空间更加宽阔舒适。车型配置来看，我们选择 16-17 万元区间内的同价位车型进行对比，领界在安全驾驶配置、灯光配置、多媒体等多方面都具有突出优势。

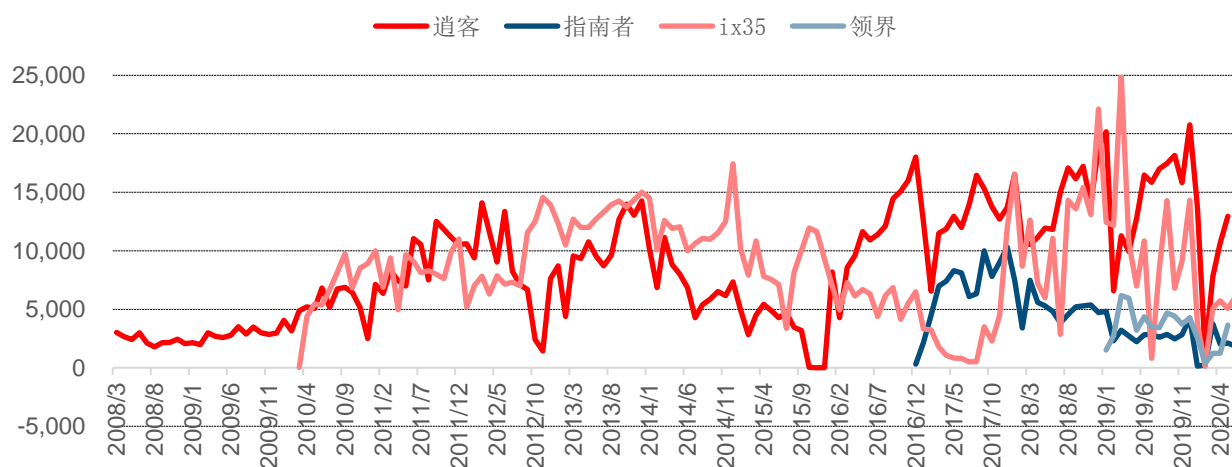
图表30： 领界与三款竞争车型配置对比

车型	江铃福特领界 EcoBoost 145 CVT 尊领型 PLUS	东风日产逍客 2.0L CVT 豪华版	北京现代 ix35 2.0L 自 动四驱智勇 旗舰版	广汽菲克 Jeep 指南者 200T 自动驭享版 -互联网大屏版
售价	16.48 万	16.88 万	16.19 万	16.28 万
长 (mm)	4580	4384	4435	4415
宽 (mm)	1936	1837	1850	1819
高 (mm)	1674	1594	1680	1625
轴距 (mm)	2716	2646	2640	2636
定速巡航	●		●	
自适应巡航	●			
全景摄像头	●	●		
手机无线充电	●			
自动泊车入位	●			
发动机启停技术	●			●
并线辅助	●			
车道偏离预警系统	●		●	
主动刹车/主动安全 系统	●		●	
疲劳驾驶提示			●	
LED 车灯	●	●		
车内氛围灯	●			
车窗防手夹	●	●		●
全车一键升/降窗	●	●	●	
感应雨刮	●	●		

资料来源：公司公告，中信建投

领界借助长安营销体系有望贡献更多销量。2018 年下半年，长安福特全国销售服务机构正式成立，整合了进口福特、长安福特与江铃福特乘用车产品的宣传与销售工作，江铃福特两款乘用车领界和撼路者进入长安福特销售体系。从月销数据看，进入长安销售体系后江铃福特销量起色十分明显，凭借车辆不俗的品质和更强大的营销，上市首月销量超过 6000 台。疫情影响下江铃福特仍表现出不小的销售热度，2020 年首月，福特品牌国产乘用车累计销量达 17,925 辆，同比增长 8.3%（去年同期 16,553 辆）。其中江铃福特两款 SUV 销量同比增幅高达 41.28%，增速远高于长安福特 4.22% 的增速。从几款对标车型的生命周期来看，领界处于产品生命周期的初期，未来通过长安营销体系有望贡献更多销量。

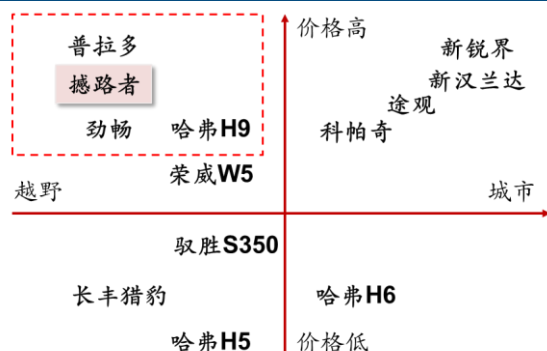
图表31： 领界及三款对标车型生命周期



资料来源：乘联会，中信建投

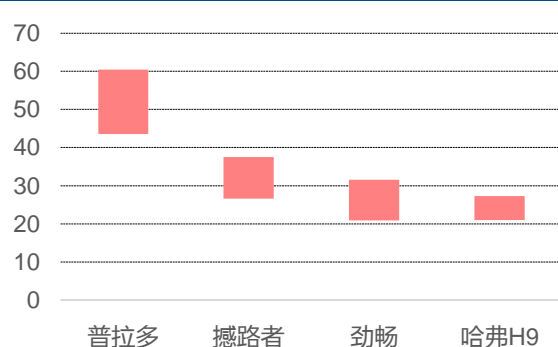
黄金时期机遇到来，撼路者有望突出重围。撼路者是福特江铃在 2015 年正式上市的非承载式车身的 ORV 越野车，2020 年 7 月撼路者最新款上市，9 种配置覆盖了 27.58 万元至 37.48 万元的价格区间，在竞品中填补了市场空缺的价格区间，并且在轴距、动力总成、汽车电子配置方面具有突出优势。内功方面，撼路者福特 Ranger 皮卡打造，2020 款对发动机进行了升级，搭载野马同型号的 2.3T 涡轮增压发动机，最大功率 275 马力 202 千瓦，最大功率转速 5500rpm，最大扭矩 455 牛米/2500rpm，并匹配一台林肯领航员同款 10AT 变速箱，在兼顾动力的同时具有不错的经济性。外观方面，在国内市场一众日系车型的围绕下，撼路者既保持了美系硬派越野的风格特点，同时又不失设计感，具备一些高级感和精致感，并提供 5 座/7 座两种选择，同时新款撼路者还增加了运动版，内外兼修的撼路者成为越野家用两不误的实用车型。市场环境方面，撼路者正面临着有利的黄金时期。此前撼路者在市场上受到帕杰罗等一众日系越野车型的前后夹击，日系品牌的光环让撼路者市场表现并不尽如人意，但随着《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》和国六政策的出现，撼路者的小排量涡轮增压开始凸显优势，而大排量自吸式的短板逐渐显露。如丰田普拉多一直坚持使用自家的自吸发动机，导致其尽管仍受消费者喜爱但却不得不在中国停产，而三菱帕杰罗作为已经有着 14 年历史的“老将”，却仍然坚持使用原先的 6G7X（6G72/6G74/6G75）系列发动机，由于动力不足而广受诟病。相比之下，撼路者在不断提升自身实力的同时，正逢有利的外部环境，突出重围十分有望。

图表32： 撼路者及主要竞品 SUV 定位



资料来源：公开资料整理，中信建投

图表33： 撼路者及主要竞品 SUV 价格区间（万元）



资料来源：太平洋汽车网，中信建投

图表34： 撼路者及主要竞品 SUV 最高配置

	撼路者 运动版 2.3T 汽油自动四驱旗舰版 7 座	普拉多 3.5L 自动 TX-L 尊享版 后挂备胎	哈弗 H9 2.0T 七座豪华	帕杰罗劲畅(进口) 2020 款 3.0L 尊贵版
指导价	37.48 万	50.48 万	27.27 万	30.98 万
轴距 (mm)	2850	2790	2800	2800
长 (mm)	4892	4840	4856	4825
宽 (mm)	1862	1885	1926	1815
高 (mm)	1837	1890	1900	1805
进气形式	涡轮增压	自然吸气	涡轮增压	自然吸气
供油方式	直喷	混合喷射	直喷	多点电喷
最大马力 (Ps)	275	280	224	209
最大功率 (kW)	202	206	165	154
最大功率转速 (rpm)	5500	6000	5500	6000
最大扭矩 (Nm)	455	365	385	291
最大扭矩转速 (rpm)	2500	4500	1800-3600	-
排放标准	国 VI	国 V	国 VI	国 V
转向助力	电动助力	机械液压助力	电动助力	机械液压助力
驱动方式	全时四驱	分时四驱	适时四驱	全时四驱
自动驻车	-	-	●	●
上坡辅助	●	●	●	●
陡坡缓降	●	●	●	●
倒车雷达	前●/后●	前●/后●	前●/后●	前●/后●
泊车影像系统	倒车影像	-	360° 全景影像	360° 全景影像
巡航系统	自适应巡航	定速巡航	定速巡航	自适应巡航

资料来源：太平洋汽车，中信建投

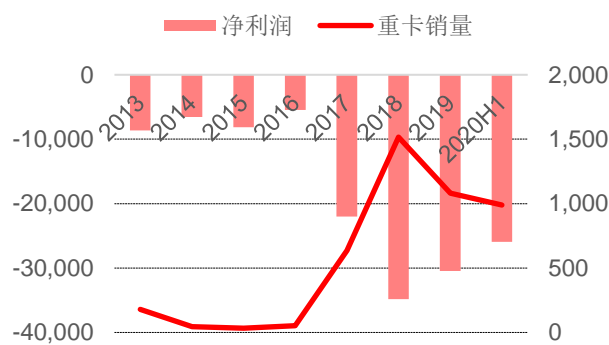
四、降本增效成效显著，迎来三年业绩修复期

4.1 重卡：江铃、长安、福特的共赢变成拖累

江铃汽车收购长安重汽，福特借江铃涉足中国重汽市场。2012 年 7 月 17 日公司发布公告，董事会决议以不超过 2.7 亿元的价格收购中国兵器装备集团公司及中国长安汽车集团股份有限公司合计持有的太原长安重型汽车有限公司 100% 的股权。收购完成后，长安重汽成为江铃汽车全资子公司。此举意味着长安和福特的重卡项目将借到江铃启程。福特来对进入中国重卡市场早有打算，2005 年业内传闻福特将通过江铃汽车的经销网络引入重卡产品 CARGO，并计划于 2007 年下半年问世，但后因种种原因不了了之，而福特与长安、江铃的多年合作也为福特打入中国重卡市场奠定了基础。对于长安来说，自 2007 年长安收购太原重汽以来，长安汽车在重卡领域的境况并不理想。对于当时江铃基于多元化的发展思路，有必要进一步拓展产品线，基于当下和未来市场的演变开拓重汽产品布局。

江铃重卡改善甚微，连续亏损拖累公司业绩。长安重汽被江铃收购前经营情况一路下坡，亏损严重。被江铃收购后经营情况销售状况未见起色，且由于长期大规模的投入拖累公司业绩，亏损额逐渐提高。2019 年公司重卡销量 1080 台，而同时期全国重卡销量 117.43 万台，市占率不足 0.1%。2019 年江铃重卡亏损达 3.04 亿元，2020 年上半年亏损达 2.59 亿元，几乎相当于公司当期净利润的 2 倍，江铃重汽的持续亏损极大地拖累了公司业绩。2020 年 1-8 月公司重卡累计销售 1266 辆，同比增长 163.75%。9 月公司在投资者互动平台表示，将积极致力于采取各种方案改善重卡业务经营状况。

图表35：江铃重卡亏损额（万元）及重卡销量（辆）



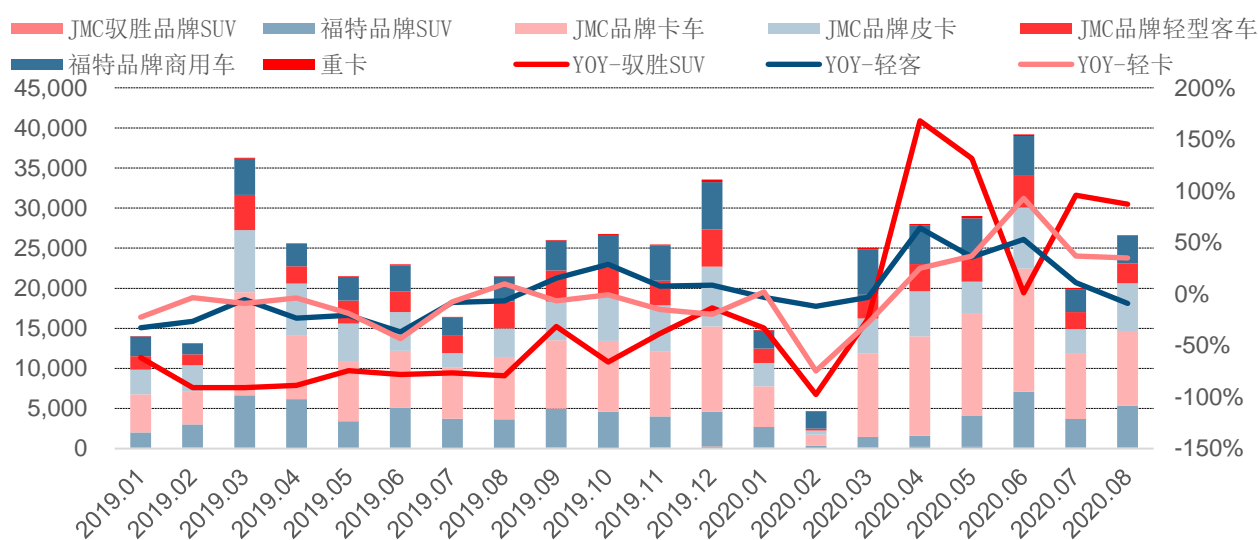
资料来源：公司公告，中信建投

4.2 开源节流：降本增效强势推进，迎来三年业绩修复期

乘用车板块拓展不及预期，营销渠道亟需优化。2016 年江铃汽车提出了商乘并举战略，意图改善销售结构，拓展新的市场空间。尽管江铃汽车在商用车领域已经积累了非常好的研发技术和制造实力，但乘用车板块的拓展并不能直接复制商用车板块的经验，跨界的难题让江铃汽车在人才储备、市场观念或是网络渠道等方面都遇到了阻碍，导致驭胜这一江铃自主研发的 SUV 品牌市场表现不佳。商用车与乘用车的销售对象不同，商用车主要销售对象是企业，乘用车市场面对的是大众消费者，也意味着客户需求的不同。而江铃汽车很多经销商存在商用车和乘用车共同销售的情况，既无法充分发挥经销商的数量优势，也无法树立乘用车的品牌形象。

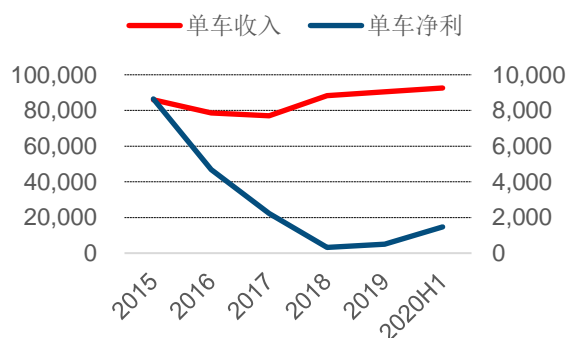
“战狼计划”提高渠道及营销能力，全面构造有狼性竞争力的一流营销体系及经销网络能力。江铃汽车通过“战狼计划”全力以赴推广重点产品，以高品质产品和优质服务赢得市场和客户，产销、利润都逆市大涨。SUV 江铃福特领界作为新车型上市冲击销量，同比可比性较弱；而看江铃驭胜 SUV、轻客、轻卡，其销量同比均有大幅度的增长，公司销售局面正在好转。2020 年上半年公司销量累计 14.2 万辆，同比增长 3.3%，已完成全年销量目标 43%，下半年“金九银十”叠加疫情复苏后消费反弹，有望超额完成销售目标。同时，福特整合在华营销，江铃福特有望借助长安福特营销网络。2018 年 3 月福特汽车公司与长安汽车进行磋商，并重点商讨福特中国、长安福特以及江铃福特三方并网销售的相关事宜，表现出福特强化中国营销的意图。在 2018 年下半年，长安福特全国销售服务机构正式成立，整合了进口福特、长安福特与江铃福特乘用车产品的宣传与销售工作，既有利于江铃福特品牌借助更发达的长安营销网络提高销量表现，也有利于江铃重新整顿自身营销网络，对于自主驭胜品牌 SUV、JMC 品牌商用车、福特品牌商用车分配更加合理的营销力量。

图表36：江铃汽车月度销售情况（辆）

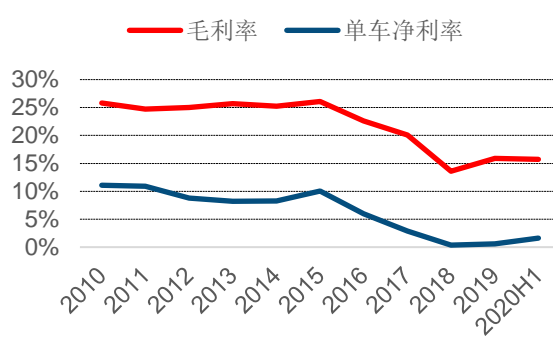


资料来源：公司公告，中信建投

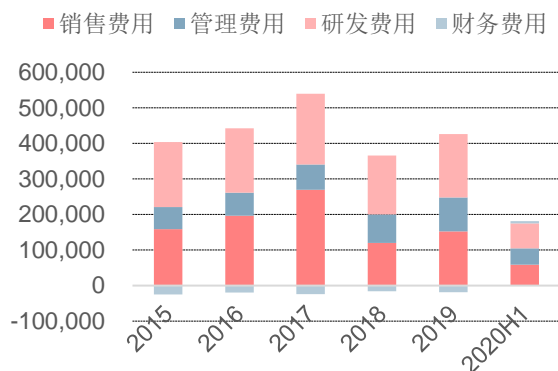
“211 工程”、“1/2 工程”持续降本，2020H1 利润逆势增长。2019 年 7 月底江铃汽车正式启动“211 工程”，即截止 2021 年底，整个公司需实现单台成本下降 1 万元的目标。江铃汽车制造部陆续对各工厂进行走访，深挖控制生产环节中存在降本机会的项目，如辅料通用化、辅料经济化、辅料耗用下降、优化辅料工艺、供应商以统参与降本工程等。江铃汽车单车毛利率从 2015 年开始逐年下降，2018 年触底达到 13.59%，2019 年企稳并逐渐回升。2015 年至 2018 年公司单车净利润从 8646 元下滑至 322 元触底，随着新总裁上任局势逐步扭转，2019 年及 2020H1 单车净利逐步回升，分别达到 510 元和 1477 元，降本增效效果显著，未来有望持续推进。同时，江铃汽车还开展了“1/2 工程”，就是将现存所有程序文件进行精简整合，缩减一半的程序文件数量，从而达到工作流程精简、工作效率提高的效果，通过简化工作流程、消除部门界限控制期间费用，按照公司的预测，优化项目实施一年后，77%有明显可持续效果，在项目实施两年后，44%有明显可持续效果。公司降本增效在 2020 年上半年成效显著，在疫情影响下实现营收 140.73 亿元，同比增长 2.56%，归母净利润 2.08 亿元，逆势增长 252.98%，远超去年全年盈利。同时公司发布三季度预告，预计 2020Q3 将延续上半年经营状况，实现净利 3.15-3.94 亿元。

图表37：江铃汽车单车收入（左）和单车净利（右）


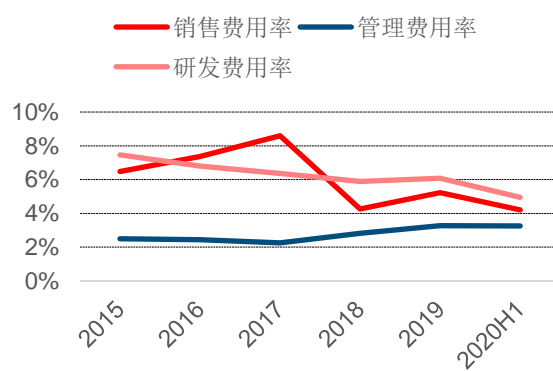
资料来源：公司公告，中信建投

图表38：江铃汽车毛利率和单车净利率


资料来源：公司公告，中信建投

图表39：江铃汽车期间费用（万元）


资料来源：公司公告，中信建投

图表40：江铃汽车销售费用率和管理费用率


资料来源：公司公告，中信建投

老工厂搬迁整合，推进公司产能优化。江铃汽车目前共有三大生产基地，乘用车江铃驭胜、撼路者和领界，江铃福特途睿欧、全顺等中大型车都在小蓝工厂进行生产；富山工厂建成后将实现乘用车和卡车并举、传统燃油车和新能源车并举的生产。明年位于南昌市青云谱区的老工厂将进行搬迁改造，减去部分老旧产能，轻卡整车产能将搬迁到公司富山工厂，零部件产能将搬迁到公司小蓝工厂，增进规模效应，进一步提升产能利用率。

图表41：江铃汽车目前产能布局

工厂	投产时间	产品	产能（万台）
青云谱工厂	-	轻卡皮卡	20
小蓝工厂（乘用车）	2015	SUV	15
小蓝工厂（商用车）	2013	轻客	15
富山工厂一期	2020	SUV	15
富山工厂二期	-	-	15

c 资料来源：公司公告，中信建投

五、投资建议

公司是国内轻型商用车龙头，持续发挥自身优势聚焦中高端商用车，乘用车有望持续导入福特新车型。公司应对困境积极实施三大工程且取得显著成效，未来有望迎来三年业绩修复期。我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 5 亿、9 亿、12 亿元，对应当前股价 PE 分别为 26X、15X、11X，给予“买入”评级。

六、风险提示

- 1、新冠疫情影响超预期风险；
- 2、长安福特营销体系表现不及预期风险；
- 3、新车型上市表现低于预期风险；
- 4、三大工程实施效果不及预期风险；
- 5、重卡业绩持续拖累风险。

报表预测
资产负债表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	14825	15074	15975	17793	19246
现金	7617	8938	7711	11470	10676
应收票据及应收账款合计	3301	2294	3938	2356	4140
其他应收款	123	116	130	123	137
预付账款	526	517	557	549	590
存货	2522	1947	2657	2023	2710
其他流动资产	736	1262	982	1271	991
非流动资产	8572	9224	8694	8144	7545
长期投资	40	41	48	53	57
固定资产	5679	5714	5477	5136	4706
无形资产	838	949	954	956	955
其他非流动资产	2014	2520	2216	1999	1827
资产总计	23397	24299	24669	25937	26790
流动负债	12669	13424	13623	13887	13911
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	7825	8148	8431	8487	8624
其他流动负债	4844	5277	5192	5399	5287
非流动负债	343	378	377	376	375
长期借款	4	3	2	1	0
其他非流动负债	339	374	374	374	374
负债合计	13012	13802	14000	14263	14286
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	863	863	863	863	863
资本公积	839	839	839	839	839
留存收益	8692	8805	9110	9664	10402
归属母公司股东权益	10384	10497	10669	11674	12504
负债和股东权益	23397	24299	24669	25937	26790

现金流量表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-102	2737	-1069	4036	-637
净利润	92	148	504	916	1218
折旧摊销	997	1060	779	838	892
财务费用	-164	-190	-175	-208	-249
投资损失	-13	-39	-19	-20	-23
经营性应收项目的减少	-216	226	-1684	1589	-1825
经营性应付项目的增加	-458	895	212	263	24
其他经营现金流	-798	1532	-475	920	-651
投资活动现金流	-1139	-1365	-258	-260	-256
资本支出	1385	1617	-500	-556	-603
长期投资	0	0	-7	-4	-4
其他投资现金流	246	252	-765	-820	-863
筹资活动现金流	-2280	-51	100	-18	99
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-0	-0	-1	-1	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2280	-50	101	-17	100
现金净增加额	-3521	1321	-1227	3759	-794

利润表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	28249	29174	30049	30950	31879
营业成本	24410	24531	25271	25689	25981
营业税金及附加	687	745	766	790	813
销售费用	1202	1526	1566	1634	1753
管理费用	797	956	977	1114	1403
研发费用	1664	1776	1797	1842	1945
财务费用	-164	-190	-175	-208	-249
资产减值损失	61	-92	16	9	-2
公允价值变动收益	9	-2	-0	-2	1
其他收益	153	247	103	128	158
投资净收益	13	39	19	20	23
营业利润	-198	-111	-38	237	430
营业外收入	248	223	410	379	315
营业外支出	10	7	6	7	8
利润总额	40	105	365	610	737
所得税	-52	-43	-139	-307	-481
净利润	92	148	504	916	1218
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	92	148	504	916	1218
EBITDA	809	897	895	1160	1297
EPS（元）	0.11	0.17	0.58	1.06	1.41

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-9.9	3.3	3.0	3.0	3.0
营业利润(%)	-254.2	44.2	65.4	720.5	81.3
归属于母公司净利润(%)	-86.7	61.0	240.9	81.8	32.9
获利能力					
毛利率(%)	13.6	15.9	15.9	17.0	18.5
净利率(%)	0.3	0.5	1.7	3.0	3.8
ROE(%)	0.9	1.4	4.6	7.9	9.6
ROIC(%)	-15.4	-13.8	4.8	204.3	31.9
偿债能力					
资产负债率(%)	55.6	56.8	56.8	55.0	53.3
净负债比率(%)	-72.3	-83.8	-69.3	-97.5	-83.1
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	11.3	11.9	11.6	11.8	11.7
应付账款周转率	3.0	3.1	3.1	3.0	3.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.17	0.58	1.06	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	2.63	-1.24	4.68	-0.74
每股净资产(最新摊薄)	12.03	12.16	12.67	13.48	14.71
估值比率					
P/E	144.2	89.6	26.3	14.5	10.9
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.1	5.0	6.3	1.6	2.1

分析师介绍

陶亦然：澳大利亚国立大学金融学硕士，3 年行业研究经验。历任银河证券中小盘、汽车行业研究员，2018 年加入中信建投证券，2018/19 年万得金牌分析师团队成员，2019 年金麒麟新锐分析师团队成员。

余海坤：清华大学工商管理硕士，南开大学工商管理学士，8 年汽车产业经验，4 年行业研究经验，汽车市场专家。曾在国内某知名汽车品牌任销售部门总监，并在汽车电商、汽车后市场、汽车金融、新能源汽车和电池材料领域持续创业。2016 入职民生证券负责汽车行业研究小组。2017 年加入中信建投证券任汽车行业首席分析师。先后获得 2018/19 年万得金牌分析师，2019 年金麒麟新锐分析师。

程似骐：上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券。3 年证券行业研究经验。深度跟踪整车和智能驾驶产业链，覆盖产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 Robotaxi，持续跟踪大部分一二级标的。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：杨洁
邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海
证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 B 座 22 层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk