

## 江淮汽车 (600418)

# 产品升级以自强，合作共赢创佳绩

### 推荐 (维持)

现价: 11.71 元

#### 主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.jac.com.cn
大股东/持股	安徽江淮汽车集团控股有限公司/23.55%
总股本(百万股)	1,893
流通 A 股(百万股)	1,017
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	221.71
流通 A 股市值(亿元)	119.13
每股净资产(元)	7.29
资产负债率(%)	68.60

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《江淮汽车\*600418\*拟联姻大众、分享新能源美好前景》 2016-09-08
- 《江淮汽车\*600418\* 短期 SUV 新能源承压, 中长期各业务稳健向好》 2016-05-27

#### 证券分析师

**王德安** 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

**余兵** 投资咨询资格编号  
S1060511010004  
021-38636729  
YUBING006@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**杨献宇** 一般从业资格编号  
S1060117010030  
18818203151  
YANGXIANYU687@PINGAN.COM.CN

### 投资要点

#### 平安观点:

- **16 年业绩增长 35.5%，17 年目标已定。**公司公布 2016 年年报，报告期内公司销售各类汽车及底盘 64.33 万辆，同比增长 9.43%，实现营业收入 524.91 亿元，同比增长 13.16%，实现归属于上市公司股东的净利润 11.62 亿元，同比增长 35.49%。
- **乘用车产品升级，提升公司盈利能力。**2017 年公司将重点推进乘用车产品升级，包括推出新款 SUV 瑞风 S7 和新款 MPV 瑞风 M6。S7 将助力公司进入 SUV 的主流领域，提升公司业绩。瑞风 M6 的推出不仅可以优化产品结构，最重要的是打造高端品牌形象，助力其他产品开辟市场。
- **轻卡布局全面，市占率有望继续提升。**环保升级带来行业格局变化，对江淮比较有利，江淮已经完成了产品升级，而且江淮的产品线覆盖全面，实现了超行业的增速。2017 年 1~2 月，公司累计销售轻卡 4.1 万辆，市占率 16.4% 为行业第一。我们认为江淮轻卡市占率提高的趋势有望继续延续下去。此外，公司在电动轻卡领域已有布局，未来将分享电动物流车领域的发展红利。
- **新能源车再推新品，定增项目提升竞争力。**2017 年，公司推出多款新能源车，新老产品将共同提高公司新能源汽车的销量。同时，公司不断加深新能源汽车产业链纵向布局，从合资公司采购零部件，将有效降低公司的生产成本。定增项目重点在于新能源汽车，项目的顺利实施将有大幅度提高公司的竞争力。
- **蔚来汽车有望年底量产，大众合作共创未来。**江淮与蔚来合作，双方优势互补，蔚来汽车可能在 2 季度发布其量产车型，并于 2017 年年底量产。公司与大众合作的事项稳步推进，合作双方都极为重视，双方为尽早投放车型做了积极准备，投放时间节点有可能超此前预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	46386	52,491	57,103	63,201	69,522
YoY(%)	35.8	13.2	8.8	10.7	10.0
净利润(百万元)	858	1,162	1,327	1,582	1,848
YoY(%)	62.2	35.5	14.2	19.3	16.8
毛利率(%)	11.1	9.6	10.8	10.7	12.2
净利率(%)	1.8	2.2	2.3	2.5	2.7
ROE(%)	8.5	7.9	8.2	9.1	9.8
EPS(摊薄/元)	0.45	0.61	0.70	0.84	0.98
P/E(倍)	25.9	19.1	16.7	14.0	12.0
P/B(倍)	2.6	1.6	1.5	1.4	1.3

- **盈利预测与投资建议：** 公司将对自有产品进行升级，同时与优秀的企业合作，共同发掘新的成长机会。在与不考虑蔚来汽车、大众合资企业的情况下，预测公司 2017 年、2018 年、2019 年的归母净利润 13.3 亿，15.8 亿、18.5 亿人民币，对应 EPS 为 0.7 元，0.84 元、0.98 元（原业绩预测 2017 年/2018 年 EPS 为 0.78/0.95 元），维持“推荐”评级。
- **风险提示：** 1) 车市竞争加剧，车市出现价格战，公司盈利受影响；2) 公司新品销量不及预期。

# 正文目录

<b>一、乘用车、商用车并进，业绩增长 35%</b> .....	<b>5</b>
1.1 乘用车与商用车并进，产品多元布局 .....	5
1.2 16 年业绩增长 35.5%，17 年目标已定 .....	5
<b>二、乘用车产品升级，提高盈利能力</b> .....	<b>7</b>
2.1 推出瑞风 S7，力争进入 SUV 主流 .....	7
2.2 MPV 领域产品升级——推出 M6 .....	9
2.3 发展轿车为平台化生产奠定基础 .....	11
<b>三、新能源汽车：自身推出新品，外结优秀盟友</b> .....	<b>12</b>
3.1 2017 年新能源汽车进入新的成长周期 .....	12
3.2 江淮纯电动乘用车再出新款 .....	12
3.3 产业链纵向延伸，降低生产成本 .....	14
3.4 联姻大众，共创美好前景 .....	15
3.5 与蔚来合作——等待花开 .....	16
3.6 定增项目为新能源汽车再添动力 .....	16
<b>四、轻卡领域布局全面，市占率有望继续提升</b> .....	<b>17</b>
<b>五、实施股权激励为公司发展注入活力</b> .....	<b>18</b>
<b>六、盈利预测与投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>七、风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图表 1 公司主要产品.....	5
图表 2 公司历年营业收入及同比增速 单位：亿元.....	6
图表 3 公司历年归母净利润及同比增速 单位：亿元.....	6
图表 4 公司历年汽车销量 单位：万辆.....	7
图表 5 公司近年来乘用车的销量及结构 单位：万辆.....	7
图表 6 S3 上市以来月度销量 单位：辆.....	8
图表 7 瑞风 S7.....	8
图表 8 瑞风 S7 内饰.....	8
图表 9 25 万以下主要 7 座 SUV 价格分布 单位：万元.....	9
图表 10 25 万以下主要 7 座 SUV 的月度销量 单位：辆.....	9
图表 11 MPV 领域各国产品市占率.....	10
图表 12 江淮在 MPV 领域的市占率.....	10
图表 13 江淮 MPV 系列车型及售价.....	10
图表 14 国内 MPV 历年销量及同比增速 单位：万辆.....	11
图表 15 公司 MPV 历年销量及同比增速 单位：万辆.....	11
图表 16 A60 外观.....	11
图表 17 A60 内饰.....	11
图表 18 新能源汽车月度销量 单位：万辆.....	12
图表 19 新能源乘用车月度销量 单位：万辆.....	12
图表 20 江淮 iEV 系列新能源车.....	13
图表 21 江淮纯电动车在各地售价 单位：万元.....	13
图表 22 纯电动乘用车国补方案调整前后对比.....	14
图表 23 江淮纵向布局新能源产业链情况.....	14
图表 24 募集资金用于以下项目.....	16
图表 25 国内轻卡历年销量及同比增幅 单位：万辆.....	17
图表 26 2017 年 1~2 月轻卡销量前十的企业销量及增速 单位：万辆.....	18
图表 27 纯电动轻卡帅铃 i3 外观.....	18
图表 28 纯电动轻卡帅铃 i3 参数.....	18
图表 29 授权股票期权行权期和条件.....	19

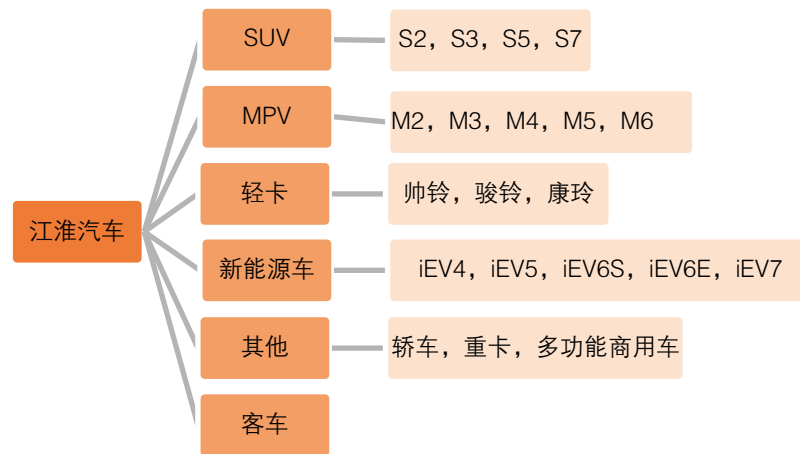
## 一、乘用车、商用车并进，业绩增长 35%

### 1.1 乘用车与商用车并进，产品多元布局

公司是一家集商用车、乘用车及动力总成研发、制造、销售和服务于一体的综合型汽车厂商，公司产品主要是整车和客车底盘，其中整车产品分为乘用车和商用车，乘用车包括瑞风 SUV、瑞风 MPV、和悦轿车、IEV 纯电动乘用车等产品，商用车产品包括帅铃、骏铃、康铃系列轻卡、格尔发重卡、星锐多功能商用车、客车等产品。

目前，公司的主要业务包括 SUV、MPV、轻卡和新能源汽车。公司坚持以效益为中心，紧紧围绕国 V 产品、新能源车和高附加值产品等重点项目，深化结构调整，推进产品升级和技术进步，强化成本和质量管控。

图表1 公司主要产品

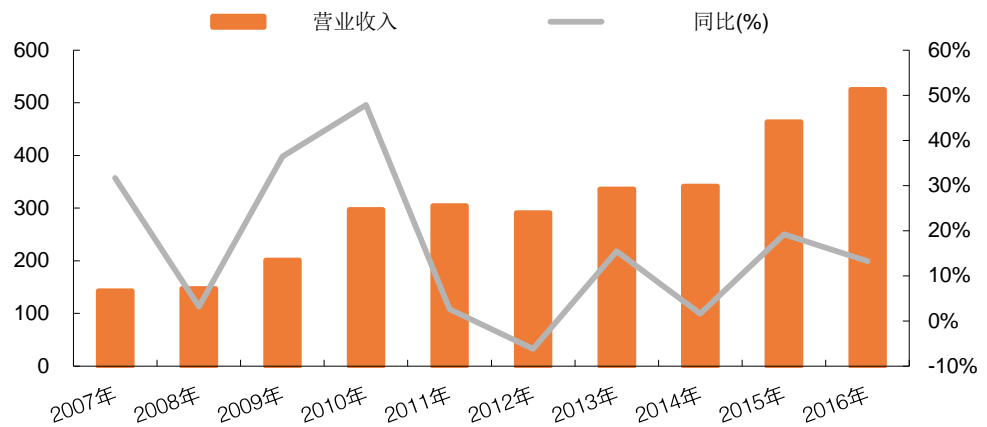


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 1.2 16 年业绩增长 35.5%，17 年目标已定

公司公布 2016 年年报，2016 年公司销售各类汽车及底盘 64.33 万辆，同比增长 9.43%，实现营业收入 524.91 亿元，同比增长 13.16%，实现归属于上市公司股东的净利润 11.62 亿元，同比增长 35.49%。报告期内，公司利润增幅好于收入增幅，收入增幅好于销量增幅，整体保持了良好的发展态势。在零部件采购环节，公司采取自配+外购模式，其中乘用车发动机自配率达 100%，商用车发动机自配率进一步提升。

图表2 公司历年营业收入及同比增速 单位：亿元

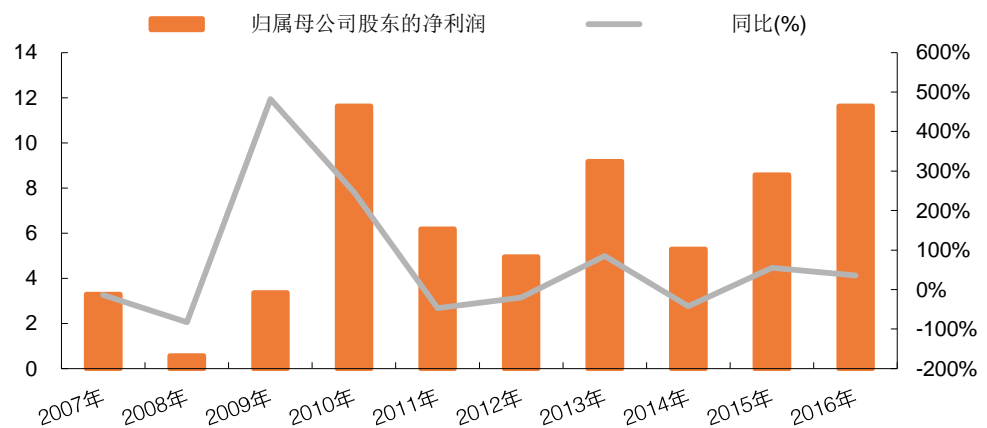


资料来源：公司公告、平安证券研究所

2015年起，公司的净利润增幅显著高于营业收入的增幅，主要原因是公司会计准则发生变化，将政府对新能源汽车的补助计入了营业外收入。

公司宣布，2017年计划销售各类汽车及底盘 65-72 万辆，同比增长 1-12%。整车销售收入 540-600 亿元，同比增长 3-14%。

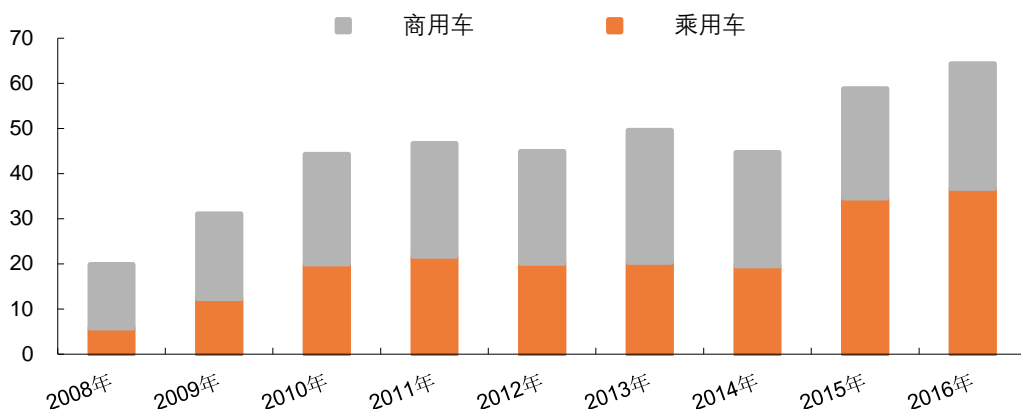
图表3 公司历年归母净利润及同比增速 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司此前完成了轻卡产品的升级，2017年公司将进行乘用车产品的升级。通过产品的升级提高公司的竞争力和盈利能力。我们判断，在公司完成了轻卡和传统乘用车产品升级后，2018年大概率会进行新能源汽车的产品的升级。

图表4 公司历年汽车销量 单位：万辆



资料来源：公司公告、平安证券研究所

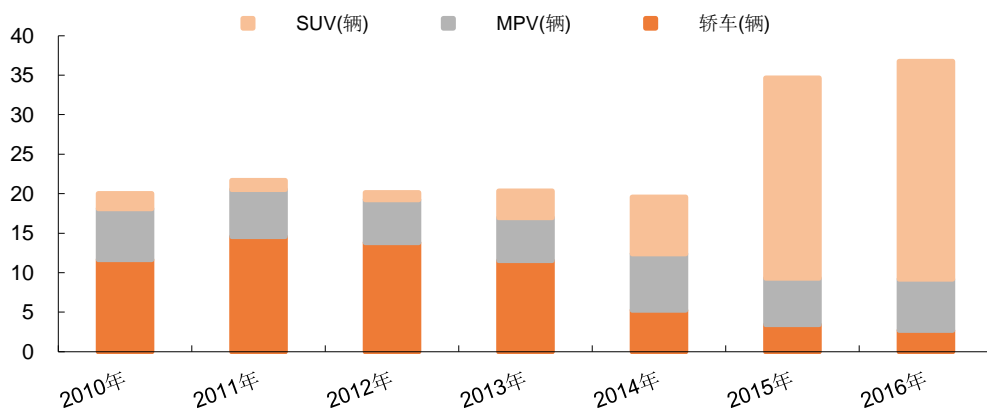
## 二、乘用车产品升级，提高盈利能力

2016 年公司累计销售乘用车 36.72 万辆，同比增长 6.11%。

### 2.1 推出瑞风 S7，力争进入 SUV 主流

2016 年国内销售 SUV 904.7 万辆，同比增加 44.6%，是中国汽车市场上发展最快的细分领域。而且自主品牌在 SUV 市场的占有率最高，2016 年自主品牌在 SUV 中的占比达到 58.2%。公司顺应市场需求，加大对 SUV 的投入力度，三代 S3、二代 S2、S2mini 相继上市，小型 SUV 产品线不断丰富，有效提升了公司乘用车产品的销量。

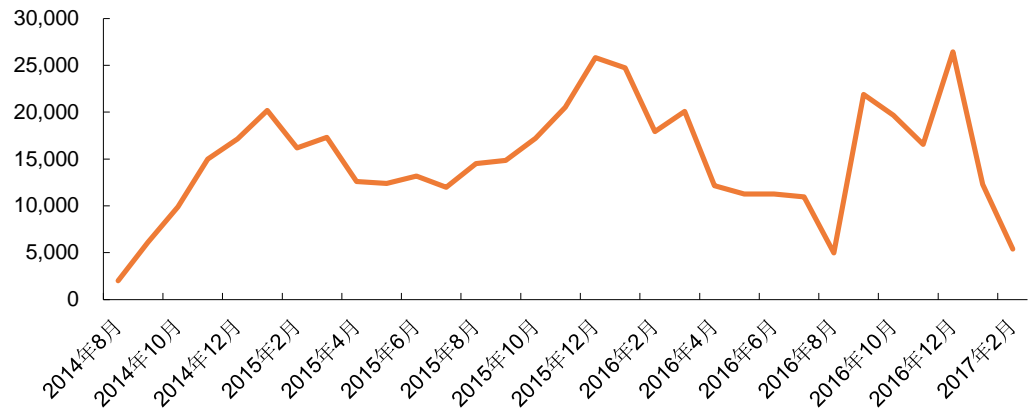
图表5 公司近年来乘用车的销量及结构 单位：万辆



资料来源：wind、平安证券研究所

2014年，公司推出小型SUV瑞风S3，该车上市以来深受市场喜爱，一度成为小型SUV的销量冠军，2015年和2016年分别销售19.7万辆和19.8万辆。

图表6 S3上市以来月度销量 单位：辆



资料来源：wind、平安证券研究所

**瑞风S7推出，助力公司进入SUV主流市场。**随着消费升级，市场对紧凑型SUV和中型SUV的需求不断增加，公司根据市场需求再次调整战略，推出中型SUV瑞风S7，S7预计在第二季度上市。该车将会搭载1.5T和2.0T两款发动机，提供5座和7座布局，在传动系统方面，将会搭载6速手动变速箱和自动变速箱。

图表7 瑞风S7



资料来源：汽车之家、平安证券研究所

图表8 瑞风S7内饰

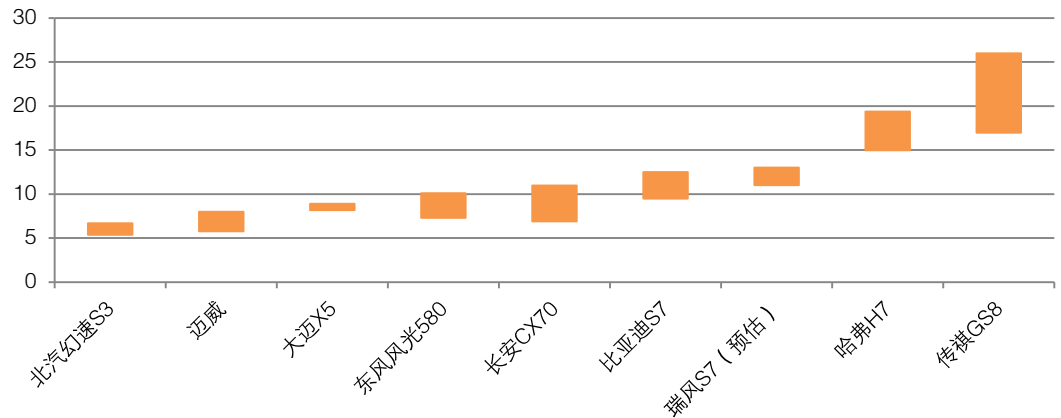


资料来源：汽车之家、平安证券研究所

虽然瑞风S7还没有上市，但是，我们对江淮4S店进行终端调研（包括上海、北京、安徽、江苏、河南等地区），4S店的销售人员反映，瑞风S7大概率会在10~16万的价格区间，主力车型的价格可能在12万左右，目前市场上12万元的SUV主要是紧凑型5座的，7座SUV在此价位上具有较高的性价比和竞争力，销售人员对该车型充满信心。随着二胎政策的开放，越来越多的家庭会考虑购买7座的SUV。S7的推出将优化公司SUV的产品结构，助力公司进入SUV的主流市场。

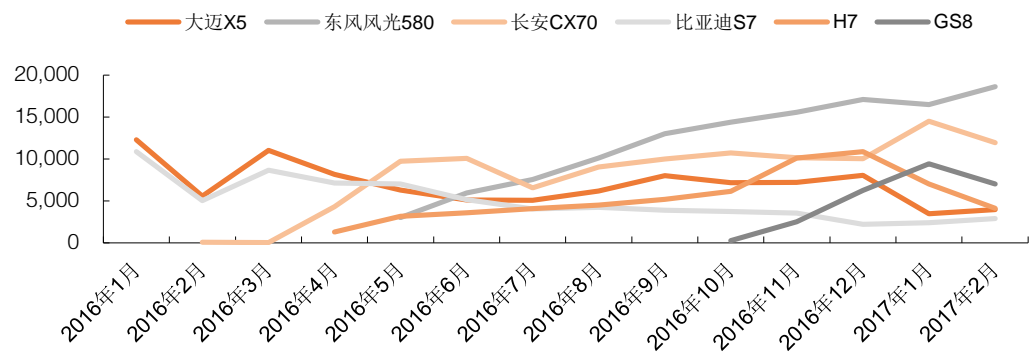


图表9 25万以下主要7座SUV价格分布 单位：万元



资料来源：汽车之家、平安证券研究所

图表10 25万以下主要7座SUV的月度销量 单位：辆



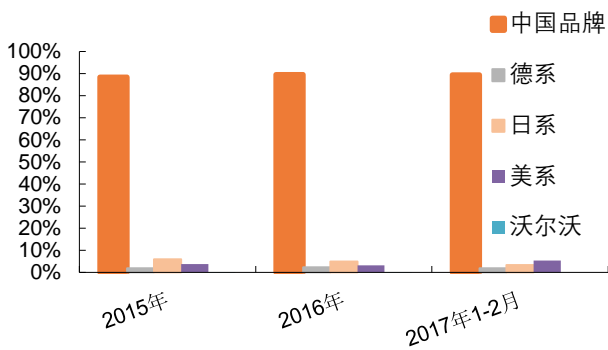
资料来源：中汽协、平安证券研究所

根据我们的终端调研，目前 S7 已经开始接受预定，市场反应良好。参考相近价位的国产中型 SUV 的销量，我们认为 S7 销量稳定后，年销量大概率可以突破 7.5 万辆。

## 2.2 MPV 领域产品升级——推出 M6

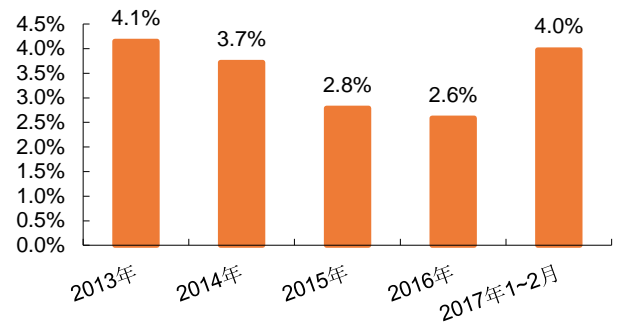
近几年，国产品牌在 MPV 领域占比将近九成，是该领域的绝对霸主，自主 MPV 目前主要集中在 10 万元以下的价格区间。江淮的 MPV 产品在市场上一直以来具有良好的口碑，包括 M2，M3，M4，M5 等产品。2014 年~2016 年，公司 MPV 的市占率持续下滑，我们认为主要原因是在这段时间内，公司推出的新品数量有限。2016 年公司 MPV 产品线全面升级，二代 M5、M3 宜家版、M4 成功上市，强化了产品组合优势，随着公司对 MPV 重视程度的提升，未来公司的市占率也将有所改善。

图表11 MPV 领域各国产品市占率



资料来源: 中汽协,平安证券研究所

图表12 江淮在 MPV 领域的市占率



资料来源: wind,平安证券研究所

图表13 江淮 MPV 系列车型及售价



瑞风 M3  
售价: 6.98~8.88万



瑞风 M3宜家版  
售价: 7.38~8.88万



瑞风 M4  
售价: 8.65~11.65万



二代瑞风 M5  
售价: 13.65~16.15万

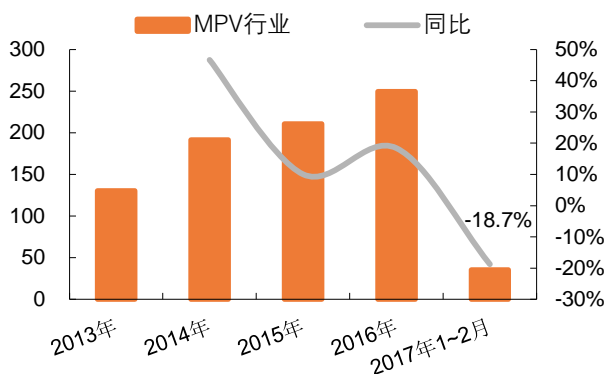


M6  
售价: 未公布

资料来源: 公司官网、汽车之家、平安证券研究所

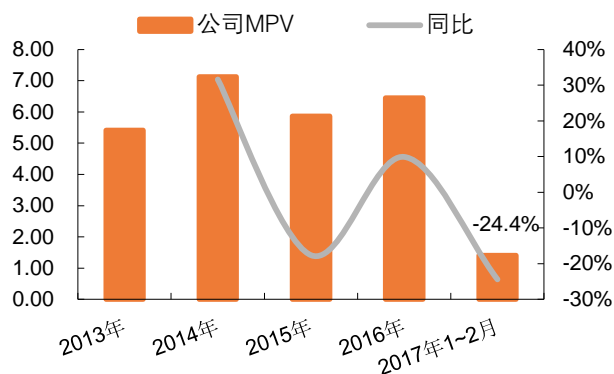
**推出全新瑞风 M6，打造高端形象。**江淮瑞风 M6 是一款主打高端商务市场的全新 MPV，配备有四辐式多功能方向盘，大尺寸娱乐信息显示屏、一键启动、分区空调等配置。动力方面，新车将搭载一台 2.0T 涡轮增压发动机，最大功率为 190 马力，传动部分匹配一台双离合变速箱。

图表14 国内MPV历年销量及同比增速 单位：万辆



资料来源: 中汽协,平安证券研究所

图表15 公司MPV历年销量及同比增速 单位：万辆



资料来源: wind,平安证券研究所

从公司MPV产品布局来看，M6的定价很有可能高于M5，而在这个价格区间国产MPV并不多。M6的推出，不仅可以提升MPV整体的销量，优化公司的产品结构，提升产品的毛利率，最重要的是，公司通过打造高端产品，在市场上树立良好形象，助力中端产品开辟市场。我们判断，2017年公司MPV的销量有望突破8万台。

### 2.3 发展轿车为平台化生产奠定基础

近几年来，公司不断增加对SUV的投入力度，轿车销量逐年下降。公司推出轿车产品A60，不代表公司战略方向发生了改变，公司目前以平台化的方式进行生产，以轿车作为基本车型，开发出新的轿车车型，待轿车产品成熟以后，公司在成熟的轿车产品基础上做新产品的升级，开发SUV和MPV，此前公司的SUV瑞风S2和瑞风S3便是基于该思路进行开发的产品。

我们认为，未来公司可能会在A60的基础上，开发SUV和MPV的升级产品。

图表16 A60外观



资料来源: 汽车之家,平安证券研究所

图表17 A60内饰



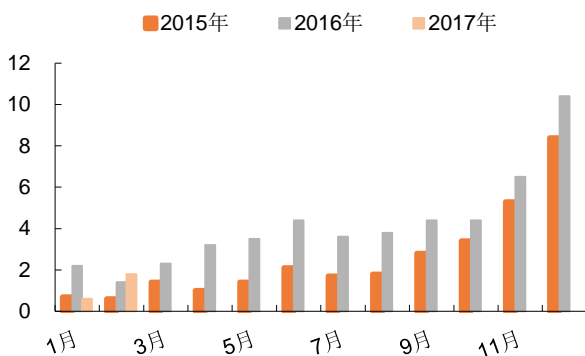
资料来源: 汽车之家,平安证券研究所

### 三、 新能源汽车：自身推出新品，外结优秀盟友

#### 3.1 2017 年新能源汽车进入新的成长周期

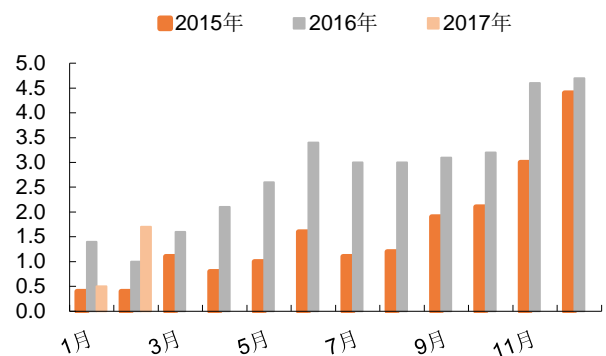
产业链完成价格谈判后，新能源车将逐步放量。继2017年新能源车第一批推广目录在2017年1月下旬公布后，2017年第二批目录也在3月份公布。我们认为，2017年的补贴力度虽然出现退坡，但是国家会通过其他方式给予新能源汽车支持。地方补贴将陆续出台，随着供应商、主机厂和销售终端谈判的完成，新能源车销量将逐渐放量，预计2017年全年销量可以突破70万辆。新能源乘用车产销量达到49万辆，包括纯电动乘用车38万辆，同比增加47.9%，插电混动乘用车11万辆，同比增加38.5%，而新能源专用车销量也将突破10万辆。由于2017年和2018年补贴政策不变，企业经营环境稳定，新能源车在2018年有望取得更好的表现。

图表18 新能源汽车月度销量 单位：万辆



资料来源：中汽协,平安证券研究所

图表19 新能源乘用车月度销量 单位：万辆



资料来源：中汽协,平安证券研究所

**新能源乘用车的占比将继续提高。**在传统汽车市场中，乘用车占比最高，我们认为，现阶段的新能源车最终也将成为“传统车”，新能源车中乘用车和商用车的结构最终将与传统车中的结构类似。新能源乘用车的销量和占比将不断提高。

市场需求主要来源于以下几个方面：

一线城市，由于限牌限行等政策因素，政策倒逼市场对新能源汽车有需求；

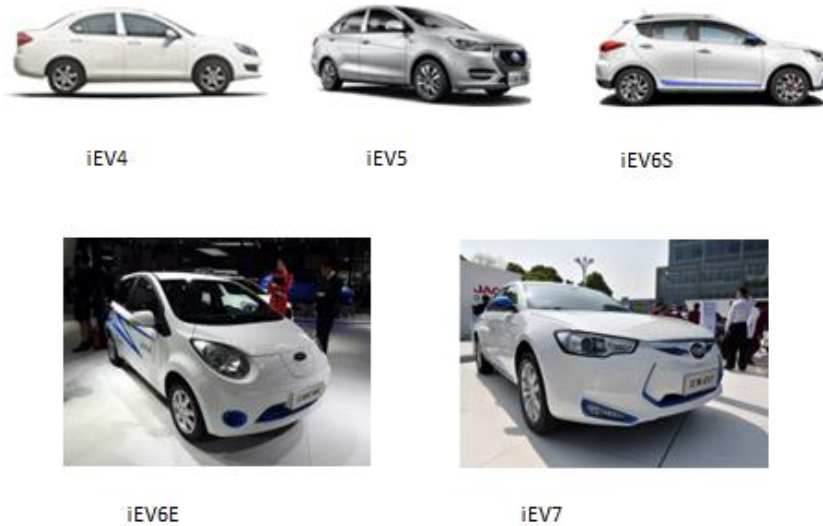
二线城市，随着汽车保有量的增加和对环境重视程度的提高，未来有望推出对新能源车的优惠政策，同时在租赁市场有望实现突破，新能源汽车具有采购成本高、使用成本低的特点，适合租赁市场。

在四线及以下城市，微型电动车具有一定优势，可以部分替代低速电动车。充电设施的普及，降低了新能源车的使用成本，提高了使用的便捷性，电池等核心零部件的采购成本未来有望持续下降，进而促使新能源汽车价格的下降，提高了市场对新能源汽车的接受程度。

#### 3.2 江淮纯电动乘用车再出新款

公司对新能源汽车极为重视，制定战略目标，到2025年江淮新能源汽车总产销量占江淮总产销量的30%以上。2016年，公司共销售纯电动乘用车1.8万辆，同比增长74.59%，其中iEV4和iEV5是市场上极具竞争力的车型，而iEV6S由于电池的缘故补贴受到影响，下半年的销量受到了影响。

图表20 江淮 iEV 系列新能源车



资料来源：公司官网、汽车之家、平安证券研究所

根据我们终端调研的情况，目前江淮的纯电乘用车已经在全国进行销售，全国各 4S 店的销售价格已经确定。其中 iEV4 (iEV4 的豪华版) 的终端售价从 6.28 万元提高到了 6.75 万元，与此同时续航里程提高了 20 公里。iEV4S (iEV4 的豪智版) 比 iEV4 多了导航和倒车影像的功能，价格为 6.95 万元。

图表21 江淮纯电动车在各地售价

单位：万元

	iEV4	iEV4s	iEV5	iEV6E	iEV7
北京	6.75	6.95	/	5.95	8.95
上海	6.75	6.95	/	5.95	8.95
广州	6.75	6.95	/	5.95	8.95
深圳	6.75	6.95	/	5.95	8.95

资料来源：平安证券研究所

注：北京地区目前还没有正式销售 iEV7，部分 4S 店有样车，4S 店表示后续应该会销售。

2017 年，公司已经推出的新款新能源车包括 iEV6E 和 iEV7。iEV6E 基于江淮悦悦进行打造的一款微型纯电动车，续航里程可达 170km，价格仅为 5.95 万元。微型电动车市场需求大，增长快，我们认为 iEV6E 将取得优秀的销量成绩。江淮 iEV7 搭载了一台液冷永磁同步电动机，其电动机最大功率 68 马力 (50kW)，峰值扭矩 215 牛·米，其续航里程提升至 200 公里。

图表22 纯电动乘用车国补方案调整后对比

纯电动乘用车	纯电动续航里程 R(工况法、公里)				地方财政单车补贴上限(万元)
	100≤R < 150	150≤R < 250	R≥250	R≥50	
2017年	2	3.6	4.4	/	不超过中央财政单车补贴额的50%
2015年	2.5	4.5	5.5	/	无要求

资料来源：公司官网、汽车之家、平安证券研究所

我们分析判断，2016年江淮新能源单车的净利润大概在1.5万元左右。受到新能源汽车补贴退坡影响，新能源车整体产业链受到影响，电池厂首当其冲，价格降幅应在20%以上，电池以外的其他零部件降幅也将超过10%。

面对新能源补贴大幅退坡，公司在降低采购成本的同时，还将加速新品研发，通过增加产品续航里程、降低充电时间等措施，增强产品的吸引力，巩固公司在新能源细分市场中的产品优势和成本优势。另一方面，公司也在积极布局零部件配套、生产制造、销售服务等产业链，通过合资合作，进一步提升新能源产品的市场竞争力。

我们认为，虽然新能源补贴政策出现了一定程度的调整，但是公司的新老产品结合，共同发力，2017年纯电动乘用车的销量有望达到2.7万辆。

### 3.3 产业链纵向延伸，降低生产成本

目前，公司分别与华霆动力、安徽巨一、以及普天达成新能源战略合作，不断纵向延伸产业链，我们认为，随着电池、电机、电控等关键新能源零部件由外包供应逐步转移到合资公司生产，公司新能源汽车的生产成本有望进一步降低，公司的竞争力也将随之提升。

图表23 江淮纵向布局新能源产业链情况

公告日	合作公司	合作方式	布局领域	合作公司简介
2015.1 1.18	华霆动力	成立1:1合资公司， 注册资本6000万	BMS和电池总成	从事新能源汽车动力系统总成及关键部件的研发及制造，核心业务为乘用车动力电池系统，核心团队成员均具有10年以上电池系统的开发、设计经验，累计具有数十款电动汽车项目的开发资历。
2015.1 1.25	安徽巨一	成立1:1合资公司， 注册资本1亿元	电机和电控	国内领先的汽车关键部件自动化生产线、工业机器人集成应用系统和新能源汽车电驱动系统研发及制造企业，连续3年在国内高端纯电驱动轿车配套率处于国内第一位。
2015.1 2.03	普天新能源	业务合作	充电桩相关服务	以新能源汽车充电网络建设、运营和服务为主业的中央企业，中国普天信息产业集团公司控股子公司，目前已在深圳、北京、上海、合肥、广州、江苏等地相继发展新能源汽车运营服务产业，在全国建设运营充电站80座，5000个分布式公共和私家车充点电，服务于公交车、出租车、公务车等多种类型车辆8000余辆。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

**与华霆动力合作布局BMS和电池总成。**公司2015年11月18日公告拟与华霆动力在合肥成立一家研发、生产新能源汽车用电池重组及电池管理系统(BMS)的合资公司，注册资本6000万元人民币，双方各以现金出资3000万元人民币，各占合资公司股比50%。合资公司将发挥江淮和华霆各自优势，共同开发、生产、销售新能源汽车用电池系统，产品应优先供应江淮汽车。

**与安徽巨一合作布局电机与电控。**公司 2015 年 11 月 25 日公告拟与安徽巨一自动化装备有限公司在合肥市合资设立一家开发生产电机及电控系统技术的合资公司，合资公司注册资本 1 亿元，双方各以现金出资 5000 万人民币，各占合资公司注册资本 50%。合资公司初期采用租赁厂房形式生产，后续适时自建工厂，将利用双方优势，共同生产销售电机及电控系统产品，产品供给江淮汽车配套使用。

**与普天新能源合作布局充电桩。**公司 2015 年 12 月 3 日公告将与普天新能源有限责任公司在市场推广、充电网络建设、创新服务模式等方面开展全面合作。江淮汽车向购买其电动汽车的客户销售充电终端设备并委托普天新能源提供设备安装及售后服务或者推荐给普天新能源，由普天新能源自行与此类客户沟通，并提供充电设备终端以及配套安装和售后服务，同时协调江淮新能源授权 4S 店为普天新能源在 4S 店设立充电卡的办理网点提供便利；普天新能源负责提供充电设备终端以及配套安装及售后服务。

### 3.4 联姻大众，共创美好前景

9 月 7 日，江淮汽车发布《安徽江淮汽车股份有限公司与大众汽车(中国)投资有限公司签署合资合作谅解备忘录的公告》。根据对等合作原则，双方各缴纳 50% 初始注册资本。大众是较早在中国成立合资车企的汽车品牌，已拥有上汽大众、一汽大众两家重量级合资车企。此次大众与江淮合作，标志着国际汽车巨头在中国这个新能源汽车全球最具潜力的市场要扎根本土以分享巨大市场机遇。江淮汽车在纯电动汽车领域表现较为出色。谅解备忘录显示拟成立的新合资公司研产销一体化，双方将在整车及零部件的研发/生产/销售/出行方案等领域展开全方位合作。

**大众发布 2025 战略，力争新突破。**大众在 2016 年发布了“2025 战略”，战略内容包括，大众集团未来将只有四个模块化产品平台：经济型（Economy）、价值型（Value）、豪华型（Premium）和跑车型（Sports）；到 2025 年，集团将推出超过 30 个纯电动车型，并努力达到年销量 200~300 万辆的水平，力争使纯电动车销量占集团总销量的 20~25%。中国市场对大众极为重要，大众也将投入更多精力来发展中国市场的业务。

**新合资企业有望共享供应链、平台、技术等，优势互补获取更高份额。**江淮大众合资公司有望成为大众在华战略新的增长点，通过异于上汽大众和一汽大众的产品定位，江淮与大众将联手获取我国新能源汽车市场更高份额。江淮汽车作为自主品牌车企，分享了我国新能源汽车爆发机遇期，具备成功的销售、采购、制造经验，而大众的品牌、成熟的产品研发积累亦可为双方所用，二者优势互补，未来可共享产能、技术平台、供应链等，凭借规模效应获取新能源汽车领域更高份额。

**新车型完善江淮的产品布局。**江淮目前的自主纯电动车价格主要集中在 20 万元以下（补贴前价格），而蔚来汽车的产品定位中高端，两者产品中间仍然有一定的价格带区间，我们认为江淮为了避免自己的产品相互竞争，与大众合作产品的定位，大概率是高于江淮现有自主产品定位而低于蔚来汽车的产品定位。同时。这样的产品定位也比较符合大众在中国产品布局的差异化竞争。

**新车投放时间点有望超此前预期。**双方合作，如果完全新建生产线，开发新产品，从头到尾从新来，需要 2019 年才有产品。2017 年日内瓦车展期间，大众汽车集团总裁兼 CEO 海兹曼教授表示，大众与江淮汽车的合作，在纯电动汽车方面已经在全力推进这一项目，期望在 2018 年会有第一款车投放市场。集团监事会之前已经正式审批了集团与江淮汽车的合作，在此之前双方在纯电动汽车方面的合作取得重要进展，多方面同步进行的工作为 2018 年在中国投放第一款车型提供了保障。大众与江淮的合作可能是多个车型的项目，SUV 大概率是首先推出的车型。

如果像大众总裁海兹曼所说，双方已经为 2018 年投放车型做了一定的准备工作，新车的投放时间节点有望超过此前预期的 2019 年，对江淮和大众都是重大利好。

### 3.5 与蔚来合作——等待花开

2016年4月，安徽江淮汽车股份有限公司关于与蔚来汽车签署战略合作框架协议，双方将全面推进新能源汽车、智能网联汽车产业链合作，预计整体合作规模约100亿元。蔚来汽车是一家从事高性能智能电动汽车研发的公司，主要专注于研发和用户体验，产品定位中高端；江淮汽车拥有较为成熟的新能源汽车开发及制造经验。

**发挥各自优势，合作共赢。**双方合作过程中，蔚来汽车主要负责设计和销售，江淮汽车主要负责生产，并适当参与两端的设计和营销。我们认为，双方合作，将有效整合资源，促进能力互补、优势互补，实现互利共赢，可以产生“1+1>2”的效果。蔚来汽车定位高端电动车，与江淮已有产品定位不同，短中期来看，蔚来的产品与江淮的产品并不构成竞争。如果此产品验证成功，江淮在合作过程中也提升了自身的水平。

**首批车有望于2017年2季度上市，年底量产。**据了解，蔚来首款纯电动SUV有望在2017年第二季度发布，并于2017年年底进行量产，产品价格可能在30~40万之间。我们认为，如果此次合作顺利，车辆可以如期量产并销售，则有助于公司新能源业务的纵深发展，促进公司新能源业务的推广和销售。

### 3.6 定增项目为新能源汽车再添动力

2016年8月，公司以10.62元/股的价格发行股份4.3亿股，募集资金45.7亿元，扣除发行费用后募集资金净额为45亿元。本次非公开发行募集的资金将主要用于与公司核心产品相关的新能源汽车项目建设，符合国家相关的产业政策以及本公司未来整体战略发展方向，三个项目的税后投资回收期在6~7年，具有良好的经济效益。本次发行完成后，控股股东的股权比例减少至23.55%，仍为公司控股股东，实际控制人亦未发生变化。本次非公开发行不会导致公司的实际控制权发生变化。

图表24 募集资金用于以下项目

序号	投资项目名称	总投资金额(万元)	拟使用募集资金金额(万元)
1	新能源乘用车及核心零部件建设项目	237300	200000
2	高端及纯电动轻卡建设项目	229540	200000
3	高端商用车变速器建设项目	56523	50000
	合计	523363	450000

资料来源：公司公告、平安证券研究所

**新能源乘用车及核心零部件建设项目。**总投资额为23.73亿元，项目建设期为24个月，主要建设内容为在充分利用乘用车基地生产管理中心等现有设施的基础上，新建冲压车间、焊装车间、涂装车间、总装车间、核心零部件车间等设施，建设完成新能源乘用车及核心零部件的完整生产系统。项目完成后，将形成单班10万辆/年的新能源乘用车、15万套/年的动力电池总成及15万套/年的电机电控的产能。本项目建设完成并全部达产后，预计可实现年收入约237亿元，净利润约8.10亿元，税后投资回收期为7.18年。

**高端及纯电动轻卡建设项目。**总投资额为22.95亿元，项目建设期为24个月，主要建设内容为新建冲压、焊装、涂装、总装及下线调试、检测等生产车间及相关设施。项目完成后，将形成单班10万辆/年高端及纯电动轻卡可共线生产的产能。本项目建设完成并全部达产后，预计可实现年收入约109亿元，净利润约6.27亿元，税后投资回收期为6.90年。

**高端商用车变速器建设项目。**本项目总投资额为5.65亿元，项目建设期为24个月，主要建设内容为新建联合厂房、壳盖机加厂房，锻造加工厂房，新增部分工艺设备等。项目完成后，将形成47.5



万套/年的商用车变速器总成的生产产能。本项目建设完成并全部达产后，预计可实现年收入约 17 亿元，净利润约 1.53 亿元，税后投资回收期为 6.17 年。

此次定增主要用于新能源汽车项目，我们认为，此举将有效增强公司在新能源乘用车和专用车的竞争力。

## 四、轻卡领域布局全面，市占率有望继续提升

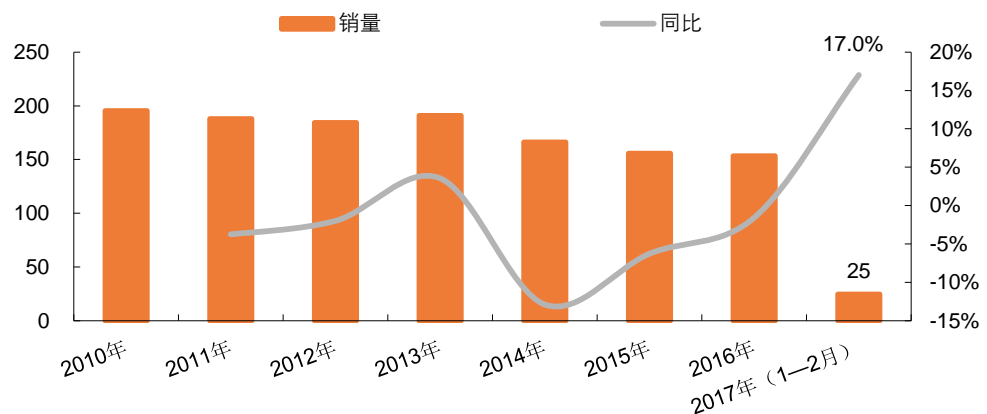
**轻卡升级完成，产品覆盖面广。**目前，公司的轻卡已经完成了全面升级，其中，帅铃品牌主要针对城市物流市场，骏铃品牌主要针对公路运输市场、康铃品牌主要针对区域物流市场。

**环保可能导致行业份额重新划分。**轻卡市场发展路径非常清晰，环保要求的提高倒逼轻卡产品结构从低端向中高端升级。排放标准从国四升国五的过程中，一方面会导致市场集中度进一步升级，另一方面可能会导致行业份额的重新划分。

**公司轻卡的销量和市占率逐年提高。**2016 年公司共销售轻卡 19.2 万辆，比 2015 年增加 16.4%，继续保持行业前列。2017 年 1~2 月，行业累计销售轻卡 24.9 万辆，公司累计销售轻卡 4.1 万辆，市占率为 16.4%，超过北汽福田，成为行业第一，北汽福田销售轻卡 3.7 万辆，市占率 14.8%。

图表25 国内轻卡历年销量及同比增幅

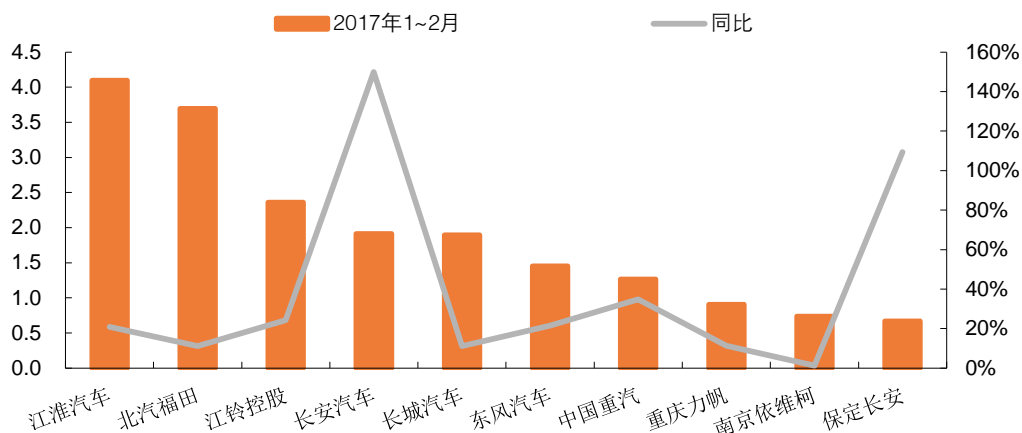
单位：万辆



资料来源：中汽协、平安证券研究所

图表26 2017年1~2月轻卡销量前十的企业销量及增速

单位：万辆



资料来源：中汽协、平安证券研究所

**江淮轻卡市占率有望进一步提升。**环保升级带来行业格局变化，对江淮比较有利，江淮已经完成了产品升级，而且江淮的产品线覆盖全面，包括中高端产品，因此实现了超行业的增速。我们认为江淮轻卡市占率提高的趋势有望继续延续下去。

**自配率提升有助于提高毛利率。**随着公司商用车发动机自配率的提升（包括江淮纳威司达、江淮朝柴动力两家合营公司在内，2015年商用车发动机自配率已经达到30%），公司的轻卡的盈利能力也将随之提高。

此外，公司在电动轻卡领域已有布局，未来将分享电动物流车领域的发展红利。

图表27 纯电动轻卡帅铃 i3 外观



资料来源：公司官网,平安证券研究所

图表28 纯电动轻卡帅铃 i3 参数

车辆参数	
燃料种类	电动
续航里程	180km
驱动形式	4*2
整车重量	1.58 吨
总质量	2.98 吨
最高时速	80km/h

资料来源：公司官网,平安证券研究所

## 五、 实施股权激励为公司发展注入活力

公司在2016年8月公布了《安徽江淮汽车股份有限公司股票期权激励计划》(草案)。此次激励计划拟向激励对象授予1885.20万份股票期权，约占本激励计划签署时公司总股本189,331.21万股的1%，股票期权的行权价格为12.42元。自股票期权授权日起计算，公司股权激励计划有效期5年，激励计划的激励对象为354人，激励对象均为公司管理骨干和技术（业务）骨干。

图表29 授权股票期权行权期和条件

行权期	行权时间	业绩考核目标	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	自本次授权日起 24 个月后的首个交易日起至本次授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	以 2016 年净利润为基数，2018 年净利润年均增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 6%，且上述两个指标都不低于同行业对标企业 75 分位值；主营业务收入占营业收入比重不低于 94%。	1/3
第一个行权期	自本次授权日起 36 个月后的首个交易日起至本次授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	以 2016 年净利润为基数，2019 年净利润年均增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 6%，且上述两个指标都不低于同行业对标企业 75 分位值；主营业务收入占营业收入比重不低于 94%。	1/3
第三个行权期	自本次授权日起 48 个月后的首个交易日起至本次授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	以 2016 年净利润为基数，2020 年净利润年均增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 6%，且上述两个指标都不低于同行业对标企业 75 分位值；主营业务收入占营业收入比重不低于 94%。	1/3

资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司实施股票期权激励计划有利于进一步健全公司激励机制，增强公司技术、管理等业务骨干对实现公司持续、健康发展的责任感、使命感，有利于公司的持续发展。

目前方案等待安徽省国资委审批，我们认为如果此次股权激励可以顺利实施，未来公司有望扩大股权激励的范围，为公司持续发展注入活力。

## 六、 盈利预测与投资建议

我们认为，接下来，公司将对自有产品进行升级，同时与优秀的企业合作，共同发掘新的成长机会。

**乘用车产品升级，提升公司盈利能力。**2017 年，公司将重点推进乘用车产品升级，包括推出新款 SUV 瑞风 S7 和新款 MPV 瑞风 M6，形成一定规模与中高端品牌效应。公司曾推出小型 SUV 瑞风 S3，一度成为小型 SUV 领域的明星产品，公司紧跟市场需求，2017 年推出紧凑型 SUV 瑞风 S7，S7 将助力公司进入 SUV 的主流领域，提升公司业绩。瑞风 M6 的推出不仅可以提升公司 MPV 的销量，重要的是优化公司产品结构，树立高端形象，有助于中端产品提高销量。

**轻卡布局全面，市占率有望继续提升。**环保升级带来行业格局变化，对江淮比较有利，江淮已经完成了产品升级，而且江淮的产品线覆盖全面，实现了超行业的增速。2017 年 1~2 月，公司累计销售轻卡 4.1 万辆，市占率 16.4% 为行业第一。我们认为江淮轻卡市占率提高的趋势有望继续延续下去。此外，公司在电动轻卡领域已有布局，未来将分享电动物流车领域的发展红利。

**新能源车再推新品，定增项目提升竞争力。**2017 年，公司将推出多款新能源车，新老产品将共同提高公司新能源汽车的销量。同时，公司不断加深新能源汽车产业链纵向布局，从合资公司采购零部件，将有效降低公司的生产成本。定增项目重点在于新能源汽车，项目的顺利实施将有大幅度提高公司的竞争力。

**蔚来汽车有望年底量产，大众合作共创未来。**江淮与蔚来合作，双方优势互补，有望产生“1+1>2”的效果。蔚来汽车可能在 2 季度发布其量产车型，并于 2017 年年底量产。公司与大众合作的事项稳步推进，双方为尽早投放车型做了积极准备，投放时间节点有可能超此前预期。

在不考虑与蔚来汽车、大众合资企业的情况下，对公司业绩作出预测。预测公司 2017 年、2018 年、2019 年的归母净利润 13.3 亿、15.8 亿、18.5 亿人民币，对应 EPS 为 0.7 元、0.83 元、0.98 元（原业绩预测 2017 年/2018 年 EPS 为 0.78/0.95 元），维持“推荐”评级。

## 七、 风险提示

- 1) 车市竞争加剧，车市出现价格战，公司盈利受影响；
- 2) 公司新品销量不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	31091	30990	36687	36514
现金	16032	18673	19178	21771
应收账款	3366	2424	3985	3065
其他应收款	4554	2035	5257	2765
预付账款	378	555	478	658
存货	2839	2169	3382	2618
其他流动资产	3921	5135	4407	5638
<b>非流动资产</b>	18123	18751	19536	20189
长期投资	1409	1847	2286	2724
固定资产	10286	10425	10693	10831
无形资产	3645	3811	3945	4080
其他非流动资产	2783	2669	2612	2554
<b>资产总计</b>	49215	49741	56223	56703
<b>流动负债</b>	30238	30114	35646	34901
短期借款	1664	1664	1664	1664
应付账款	11048	10581	13392	12523
其他流动负债	17527	17869	20590	20714
<b>非流动负债</b>	3508	3166	2833	2483
长期借款	1783	1442	1109	759
其他非流动负债	1724	1724	1724	1724
<b>负债合计</b>	33746	33280	38479	37384
少数股东权益	1674	1700	1732	1769
股本	1893	1893	1893	1893
资本公积	5330	5330	5330	5330
留存收益	6477	7426	8563	9878
<b>归属母公司股东权益</b>	13794	14761	16012	17549
<b>负债和股东权益</b>	49215	49741	56223	56703

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	-350	5435	3259	5479
净利润	1215	1352	1614	1885
折旧摊销	1839	1532	1735	1959
财务费用	-107	-184	-172	-135
投资损失	-229	-258	-262	-257
营运资金变动	-3280	2983	334	2016
其他经营现金流	213	10	10	10
<b>投资活动现金流</b>	-1315	-1912	-2268	-2366
资本支出	800	189	346	215
长期投资	-911	-439	-439	-439
其他投资现金流	-1426	-2161	-2360	-2590
<b>筹资活动现金流</b>	5100	-884	-486	-521
短期借款	896	0	0	0
长期借款	21	-341	-333	-350
普通股增加	430	0	0	0
资本公积增加	4032	0	0	0
其他筹资现金流	-280	-542	-152	-171
<b>现金净增加额</b>	3446	2640	506	2592

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	52491	57103	63201	69522
营业成本	47456	50918	56438	61009
营业税金及附加	1020	1142	1264	1350
营业费用	3285	3426	3792	4204
管理费用	3336	3426	3792	4319
财务费用	-107	-184	-172	-135
资产减值损失	400	220	240	216
公允价值变动收益	-6	-10	-10	-10
投资净收益	229	258	262	257
<b>营业利润</b>	-2655	-1598	-1901	-1196
营业外收入	4015	3156	3750	3372
营业外支出	18	55	55	55
<b>利润总额</b>	1342	1503	1794	2121
所得税	127	150	180	236
<b>净利润</b>	1215	1352	1614	1885
少数股东损益	53	26	32	38
<b>归属母公司净利润</b>	1162	1327	1582	1848
EBITDA	2918	2668	3104	3598
EPS (元)	0.61	0.70	0.84	0.98

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	13.2	8.8	10.7	10.0
营业利润(%)	-73.1	39.8	-19.0	37.1
归属于母公司净利润(%)	35.5	14.2	19.3	16.8
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	9.6	10.8	10.7	12.2
净利率(%)	2.2	2.3	2.5	2.7
ROE(%)	7.9	8.2	9.1	9.8
ROIC(%)	5.0	5.1	5.9	6.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	68.6	66.9	68.4	65.9
净负债比率(%)	-76.7	-92.4	-90.4	-98.2
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	1.0	0.9	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	19.7	19.7	19.7	19.7
应付账款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.70	0.84	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	2.87	1.72	2.89
每股净资产(最新摊薄)	7.29	7.80	8.46	9.27
<b>估值比率</b>				
P/E	19.1	16.7	14.0	12.0
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.7	3.9	3.1	1.9

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033