

汽车国企改革的先行者

江淮汽车 (600418.SH)

推荐 首次评级

核心观点:

1. 事件

国企改革呈现步伐加快迹象,包括格力集团引进战略投资者、中石化下游销售公司向民营资本放开。江淮汽车作为江汽集团核心资产,江汽集团目前已完成引入外部投资者、优化内部股权结构等重大改革工作,江淮汽车作为国企改革的早期受益者,将会得到市场持续关注。此外公司的新能源汽车业务具有较大看点,市场略有低估。

2. 我们的分析与判断

(1) 规模和技术领先的汽车整车企业

江淮汽车 2013 年累计实现汽车销量 49.57 万辆,同比+10.46%;其中 SUV 3.3 万辆,同比+273.32%;整体销量规模在国内整车企业中处于第二梯队,但技术积淀和市场能力具有很大的上升空间。

(2) 经营稳步改善,管理结构优化

新一任管理团队及时调整经营策略,发展公司传统优势业务(轻卡和 MPV),以效益为中心,做强做大商用车,做精做优乘用车,毛利率低于 15% 的产品要全部削减掉,实行精品战略,全面向以效益为先转变。

(3) 新能源汽车业务的价值有一定低估

江淮在电动车上已经具备成熟的集成技术,目前推出第 4 代爱意(iEV)电动车。就销量规模和产品推广上,江淮纯电动汽车领先国内自主品牌厂家,在新能源汽车大力推广的背景下,公司未来将在市场获得明显市场份额,公司新能源汽车业务存在低估。

(4) 国企改革将提升公司长期竞争能力

我们认为江淮汽车作为优秀的上市公司,国企背景下企业经营和效率仍有巨大提升空间,本届政府持续强调深化改革的基调,国企改革的推进势不可挡,对于早期实现制度嬗变的优秀企业,将获得很大的制度优势和未来竞争优势。

3. 投资建议

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.69、1.10 和 1.30 元,对应 PE 为 11、8 和 7 倍,给予推荐评级。

4. 风险提示

经济放缓影响汽车市场景气度,国企改革进度遇到严重阻碍。

分析师

邓学

☎: (0755) 8283 7691

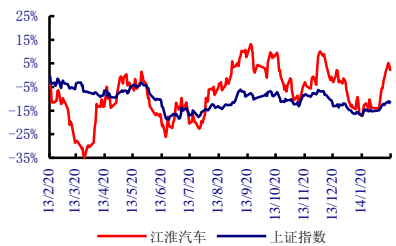
✉: dengxue@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512080001

市场数据 时间 2014.02.19

A 股收盘价(元)	9.00
A 股一年内最高价(元)	10.37
A 股一年内最低价(元)	5.81
上证指数	2142.55
市净率	1.93
总股本(万股)	128490.58
实际流通 A 股(万股)	106903.76
限售的流通 A 股(万股)	21586.82
流通 A 股市值(亿元)	96.21

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

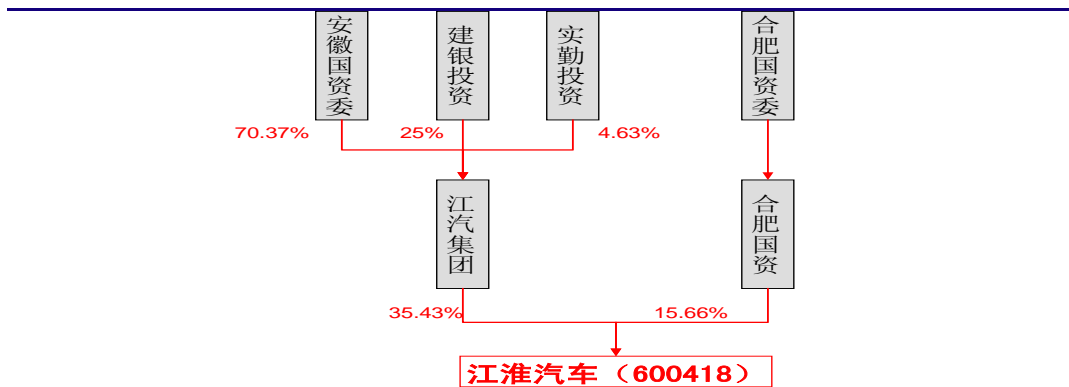
相关研究

一、江淮汽车：领跑汽车国企改革，制度将强化竞争优势

公司 2013 年 12 月 12 日公告，江淮集团注册资本由 17.97 亿元增至 19.3 亿元，公司股权结构也发生相应变化：安徽省国资委控股比例由 78.21% 降至 70.37%，仍为江淮集团控股股东；新引入的战略投资者建设投资持股 25%，成公司第二大股东；合肥实勤投资持有剩余的 4.63% 股权。江淮集团原持股 21.79% 的股东安徽旺众投资有限公司完全退出。

江淮集团从“全员持股”（旺众投资）变为管理层（合肥实勤投资）持股，有利于进一步发挥股权激励作用。也打开了公司未来经营效率和企业效益的上升空间，未来通过更进一步的合并重组、整体上市等方式方法实现管理层和股东利益高度一致，成为可能。

图 1 公司股权结构及主要控股子公司情况



资料来源：公司公告、中国银河证券研究所

安徽省国资委《关于进一步推动省属企业理顺产权关系，优化产权结构工作的指导意见》要求，安徽省省属企业须运用改制退出、产权转让、股权收购、合并重组、无偿划转、增资扩股、产权变更、提升级次、依法破产、清算注销、引进战投等手段，建立“产权关系明晰、管理层次扁平、股权比例合理、业务板块明显”的产权结构，要求在 2013 年 12 月底前基本完成任务。安徽省省委常委、合肥市委书记吴存荣 12 月 10 日赴江淮集团调研，吴存荣表示，下一步，江淮集团要充分利用股改后的新局面，进一步深化改革，坚持以市场为导向，进一步提升企业自主创新能力和核心竞争力。

二、新能源汽车在启动前夜

2013 年 12 月公布了 28 个城市或区域作为首批新能源汽车推广应用城市名单后，日前，财政部、科技部、工信部、发改委等四部委又批复了 12 个城市或区域作为第二批推广城市名单。截止目前，共有 40 个城市或区域入选新能源汽车推广应用城市名单。推广城市总数达到了 86 个，计划推广总数超过 33 万辆。如果未来第二批申报新能源汽车示范的城市达到 12 个，两批总计 40 个城市，2015 年实现新能源汽车总量 50 万辆的目标成为可能，拆到 2014-2015 年都要完成 17 万台/年，相当于 1 年要完成过去 3 年的总量。

过去公司实现 iEV 销售接近 5000 辆，在车队运行规模和示范运行层面有深厚的技术积淀，产品也经受了市场考验，并占据领先的市场份额。公司的纯电动车型爱意（iEV）将陆续进入北京、上海等城市的新能源汽车车型目录，同时随着更多的城市公布新能源汽车公告目录，我

们认为公司将抢占对应市场份额，给市场惊喜。

盈利预测及投资建议

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.69、1.10 和 1.30 元，对应 PE 为 11、8 和 7 倍，给予推荐评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邓学，行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171

fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn