

# 新能源汽车和国企改革双重标的

# 买入 维持

### 投资要点:

■ 新能源和国企改革将是贯穿全年的主题, 江淮是汽车国企改革中的先锋, 同时其电动车累计推广量国内第一, 看好其发展, 推荐买入。

## 报告摘要:

- ▶ 市场并未认识到江淮在新能源汽车行业地位远高于其传统乘用车市场地位。2014年是新能源汽车元年,部分新能源汽车有望逐渐上量,销量能占据一定市场份额的企业将获得先发优势。江淮电动车累计销量全国第一,保守预计其 2014 年电动车销量将达到 2000 台以上。我们梳理了未来 2 年可能上量的新能源车型,江淮 IEV 市场定位合理,累计销售量最大,技术相对成熟,车价便宜,预计实现 4%以上的市场占有率,并有超预期可能。公司有望占据新能源市场的先机,带动公司新能源品牌和技术提升。
- ▶ 江淮受益国企改革,安徽推动力度大,江汽集团整体上市渐近,公司 利润率有较大改善空间。公司 2013 年引入战略投资者,并在江汽顶 层设计上实现了股权激励。公司有望继续推动公司的层面的股权激励 等,目前公司毛利率和净利率分别为 16%和 3%,中期有望进一步提 升至 20%和 6%。
- ▶ 更换管理层后,公司经营出现战略转向,目前处于企业的上升期。公司明确了重点产品线、逐渐产品升级换代、开展营销改革等一系列动作,在公司经营业绩(2013 利润增 80%,毛利率提升)、销量数据(卡车超越市场成长,SUV 业务逐步转好)上均有所反应,预计这个过程还将持续,业绩将进一步释放。
- 》 投资建议: 江淮目前处于经营向上周期,2014年公司 SUV、MPV 和 卡车业务均能提供业绩增长的动力,目前股价相对2014年估值为10 倍,具备安全性。同时,伴随着新能源汽车和国企改革两大主题的 深入,江淮估值和业绩有望双提升,维持"买入"评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	30470.83	29116.75	33737.71	38798.37	44618.12
增长率(%)	2.58	-4.44	15.87	15	15
归母净利润(百万)	617.64	494.77	890.58	1157.75	1389.30
增长率(%)	-46.88	-19.89	80.00	30	18
每股收益	0.48	0.38	0.70	0.90	1.09
市盈率	19.51	24.35	13.16	10.23	8.45

## 汽车研究组

### 分析师:

### 何亚东(S1180513050001)

电话: 010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

研究助理: 蔡麟琳

电话: 010-88013562

Email: cailinlin@hysec.com

### 市场表现



## 相关研究

《第二批新能源汽车试点城市公布等政策点评:新能源汽车扬帆正当时》

2014-2-10

《江淮汽车—业绩低于预期的背后》

2014-1-27

《江淮汽车 12 月销量点评:终端实销于 批发数据》

2014-1-6



# 目录

一、	新能源汽车的隐性冠军,未来有望占据一席之地	.4
	(一) 江淮新能源汽车发展情况	
	(二)江淮新能源汽车未来将占据新能源市场一席之地	
	(三)对于新能源的估值	
	公司长期稳健,中期业绩有弹性,短期业绩高增长	
	投资建议	



表	杦	
ハ	-110	

表 1: 主流新能源汽车情况.......4



# 一、新能源汽车的隐性冠军,未来有望占据一席之地

## (一) 江淮新能源汽车发展情况

江淮汽车的电动车开发和推广到市场均较早,同时受到了合肥市的大力支持,得到了较为良好的推广效果。 1月10日上午,中共中央政治局委员、国务院副总理马凯来到江淮汽车,专题考察调研新能源汽车产业发展情况。此次马凯一行主要考察了奇瑞、江淮和比亚迪三家整车企业。江淮在新能源汽车行业的地位可见一斑。

江淮 2010 年设立了新能源汽车研究院,在同悦的平台上开发设计了第一代电动车(IEV),并进行了批量销售。2012 年至 2014 年每年进行更新换代,截止目前,已经推出了第 4 代车型,即爱意为 4 (IEV4)。公司的车型根据消费者反馈和设计改进,技术不断提升,一代车 100 公里续航,二代车 110-120 公里,三代续航在 130-150 公里。未来第五代电动车将基于电动车平台开发,将于 2014 年底推出。

截止到 2012 年底, 江淮汽车生产的 iEV 电动车共销售 4785 辆, 仅 2012 年爱意为共销售新车 2485 辆, 占据了 20.56%的市场份额, 私人领域纯电动汽车推广量全国第一。由于和传统乘用车共线、共平台开发和生产,投入较低, 2012 年公司电动车业务基本实现盈亏平衡。2013 年公司电动车销量为 1000 台左右。公司累计销售了电动车 5000 多台, 是电动车领域的隐性冠军。2013 年公司与 GTA 签署了 2000 台的出口计划。目前已实现了良好的示范效应和数据积累。

公司目前 IEV4 售价 16.98 万,补贴后到手价将控制在 10 万以内,是市面上性价比相当高的一款纯电动车。 未来爱意为 5 代将在非乘用车平台上开发,产品性能将更佳。

江淮电动车和比亚迪电动车略有不同。比亚迪的电动车部署了大量电池,以提高续航里程。在电池技术上, 比亚迪的技术要领先于江淮。江淮目前的电动车开发平台还是基于原有乘用车平台的,会存在电池布置空间不合 理等问题。目前江淮电动车的技术储备主要在电机和电控部分,公司具有自主知识产权。电机由江汽集团下属 的巨一自动化制造。电池主要由安徽国轩提供。成本控制上具有一定的保障。

# (二) 江淮新能源汽车未来将占据新能源市场一席之地

我们梳理了目前市面上主流的新能源汽车情况。

未来新能源汽车能否放量的主要因素是地方政府支持,北汽、江淮等品牌都会受到各自地方政府的支持而确保一定的销量。合肥新能源汽车推广计划中 4500 台是私人领域用车,我们预计 70%将给江淮电动车,则平摊到 2 年则有每年 1700 台的保底销量。

在自由竞争的地区,我们判断低价和品牌将带来一定的优势。江淮 IEV4 售价为 16.98 万,在所有主流的品牌中售价最低。此外,江淮的电动车有近 4 年的推广和使用历史,产品已经多次改型设计,在安全性和使用性上相较其他公司具有较高的成熟度。公司有望进入北京、上海等多个城市的新能源汽车目录,将带来一定的销量贡献。江淮已经进入北京第一批目录的生产企业,IEV4 有望在 3 月 10 日发布名单。

江淮的年销量有望达到 3000 台, 我们预计明年新能源乘用车市场将达到 6 万台左右。江淮的市占率将达到 5%。远高于目前乘用车不到 1%的市场占有率。

#### 表 1: 主流新能源汽车情况

公司	类型	车型号	售价	简要说明
上汽	PHV	荣 威	550 24.88-25.98 万	2013年底发售,公司保守估计年销 1000 以上,是成熟车



		hybrid		型,但25万售价吸引力有限。
上汽	EV	荣威 E50	23.49 万	2012 年销售,上汽的示范性电动车,政府和租赁有一定市场,全面推广有难度。
北汽	EV	E150EV	24.98 万	北汽的示范电动车,产品成熟度一般,在在政府和租赁有一定市场。地方政府强烈支持,公司计划 2014 年销售 2 万台。
奇瑞	EV	QQ3 EV	4.88 万元	上量车型,2012年销售5000多台,2013年前10个月卖了4000多台,但是采用的是铅酸电池。
江淮汽车	EV	爱意为	16.98 万元	从 2010 年上市已经开发到第 4 代,上量车型,且已经过一定范围的试用,具有一定成熟度。在示范地区有一定私人购买量。2012 年 2500 台, 2013 年 1000 台(主要是出口)。价格便宜,性价比高,补贴之后只要 10 万以内。公司计划 2014 年销售 2000-3000 台
比亚迪	PHV	秦	18.98-20.98 万	比亚迪最重量级车型,产品成熟度高,公司推广意愿强,价格适中(19-20万),有大范围推广的前途,有望实现月销 2000台
比亚迪	EV	е6	36.98 万	比亚迪电动车平台,深圳出租车大范围推广,效果良好,有少量私人用户,年度销量在1000-2000。售价偏贵,大规模推向私人有难度
比亚迪	EV	e9	待定	高端电动车 E9, 有望 2014 年上市,采用轮边电机新技术
比亚迪	PHV	唐	待定	双模 SUV,成熟度较高,有望上量,SUV 是卖点,需要看市场营销情况。
比亚迪戴 姆勒	EV	Denza EV	30-50万	高端车型,2014年下半年推出,公司不作为重点推广
东风日产	EV	启辰 e30	30 万以上	技术较为成熟,leaf 的国产版本,售价较贵
长安	EV	E30	20 多万	
众泰	EV	5008EV	19.7 万	
众泰	EV	3008EV	11.98 万	
力帆	EV	LF7002EV	26.7 万元	
力帆	EV	LF7002CEV	24.98 万元	
奇瑞	EV	M1EV	14.98-22.98 万 元	售价便宜,有上量可能
上汽	EV	赛欧	25.8 万	

资料来源: 宏源证券

## (三)对于新能源的估值

目前市场给予比亚迪较高的估值,原因在于就是预期比亚迪未来将在新能源汽车市场中占据主导地位。由于新能源汽车消费过程中,消费者会担心车型的安全等问题,所以具有良好销售历史的车型会获得青睐,同时,较多的客户使用和反馈可以用到车型的迭代更新设计中,完善车型,上量的车型电池和电机等采购成本也较低。总而言之,具有先发优势的车企未来更有可能在新能源汽车市场中获得一席之地。

比亚迪市值 1100 亿,对应 2014 年盈利 15 亿元(一致性预测),如果传统业务给予 30 倍估值,则剩下的 650 亿是电动车的估值,预计公司 2014 年电动车的销售金额为 100 亿(K9 为 40 亿,新能源乘用车 60 亿),则市销率为 6.5 倍。目前特斯拉按照 2013 年销售额计算,其市销率在 13 倍左右。**江淮如果按 6.5 倍市销率估算,电动** 



车业务价值 27 亿 (2500 台\*16 万/台,销售金额为 4 亿元)。

# 二、国企改革加速公司转型

安徽是此次国企改革的前沿阵地,从安徽省的推动进度和力度来看,是继上海之后又一个积极推动国企改革的省份,有望成为中西部的试点身份。安徽大力进行国企改革又恰逢江汽集团和江淮汽车转型之年。

江淮汽车是安徽国资委下属的重要企业。2013 年 12 月 12 日公司公告, 江汽集团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 4.63%股权。江汽集团原持股 21.79%的股东安徽旺众投资有限公司完全退出。退出的旺众投资是江汽集团的全员持股平台, 而合肥实勤投资则为江汽集团管理层持股平台(含下属子公司)。

此次股权结构调整的意义在于两点:一是建设投资作为财务投资者,其主要的目的是赚取利润,将使江汽集团将盈利性放在更重要的位置上,二是此次股权变化实际是股权激励在集团层面的顶层设计,未来有望继续推动到包括江淮在内的各个子公司。从长期来看,实现了公司高层和股东利益的一致。

公司董事长安进上台后,推动公司管理改善意愿强,自上任以来,提出了以利润为导向的方向,强调公司的盈利性。期间公司变革颇多,包括公司产品线的升级替代,提升产品线毛利率;将总部管理人员下放一线基层,实行营销改革;改变经营策略,提出"做强做大商用车,做精做优乘用车"的战略,较为务实。未来江淮公司内部有望推进股权激励等措施,实现公司中、高级管理层和股东利益保持一致。

# 二、公司长期经营扎实,中期 SUV 带来弹性

公司 2013 年虽然遭遇 315 重创,但是在营销和业绩上都交出了一份持续改善的答卷。公司 2013 年利润增长 80%,公司的毛利率从 14%提升至 16%,公司的净利润率从 1%提升至 3%,利润率的水平有较大的上行空间和弹性,公司中期毛利率目标为 20%,而净利润率将有望达到 6%。即在销售规模不变的情况下,有望实现 100%的利润增长。同时,公司的 S5 上市之初问题多多,导致销量不佳,徘徊在 2000 台/月,公司及时根据网络和经销商反馈已经进行了设计改善,同时加强了营销,10 月后逐步爬升至 3000 台以上,至 2014 年 1 月已经实现了近 5000 台/月的终端实销。卡车全年增速为 18.2%,明显快于卡车行业 7%的增速。无论是销量还是利润表现上均出现了向上的趋势。我们预计这种向上的趋势除了有行业整体好转的原因之外,与公司积极向上的动力有密切关系。中期来看,我们预计这种经营向上的势头仍将持续。

公司的经营优势在于轻卡和 MPV,将保持稳定增长。从新的管理层开始,公司管理思路发生了转变,从追求经营规模转向了追求经营利润,并在 2013 年对于经营战略进行了调整,提出了"做强做大商用车,做精做优乘用车"的战略目标,取得了良好的效果,2013 年公司早遭受 315 巨大打击的情况下,实现了 80%的利润增长。公司在卡车领域,尤其是轻卡领域,每年的市占率逐年提升,具有一定的成长性。而 MPV 产品线,公司上下拓展产品线,看好公司 2014 年底推出的 M3 取得成功。未来公司有望进一步通过产品线升级和内外部改革实现销售收入和利润率水平的提升。

中期来看,公司 SUV 车型的陆续推出和成熟将给公司带来利润弹性。S5 上市之初质量不稳定,产品单一,导致销量持续低于预期。根据我们终端调研发现,从 2013 年 9 月份开始终端的销售就发生了积极的变化,环比持续改善,10 月和 11 月维持在 3000 台附近,12 月爬坡至 4000 台左右。但是因为前期大量库存积压,导致 4 季度一直处于去库存情况,所以批发数持续低于实销数。2014 年 1 月,公司月销接近 5000 台,与我们终端调研基本一致,部分地区甚至出现了断货的情况。1 月数据虽然存在节日因素,但是保守预计未来销量将稳定在 3000-4000



台。我们进行了利润测算,在公司完成 5 万台的模具摊销后,毛利率将从 20%提升至 25%。全年有望实现平均 23%的毛利率水平,公司费用率在 13%,则净利润率有望达到 10%,单台车扣税后单价为 9 万,则在年销 6 万台的情况下,预计将贡献 4 亿以上净利润。相对于公司 2013 年 8.5 亿的净利润,弹性很大。最保守情况下,S5 今年月销 3000 台,也能带来 1 亿以上的净利润。

短期来看,公司一季度业绩有望保持快速增长。主要有以下几个原因:

- 1) 公司利润车型的销售良好。公司利润车型主要是 MPV、卡车和 SUV。其中卡车从一月情况来看增长 15%,一季度行业景气度有望维持,卡车有望保持该销量增速。2013 年一季度 SUV 有营销费用,未贡献利润。如果一季度 SUV 月均 3500 台,预计将贡献千万以上利润。 MPV 车型目前保持平稳。
- 2) 2013年一季度中包含了部分 S5 上市营销费用, S5 整体费用约 8000 万, 分布在 3-6 月, 按照 1500 万计算,则今年一季度将不存在该费用。

综上所述, 2013Q1 的净利润为 2 亿元, 保守预计 2014Q1 利润将实现 2.4 亿元, 实现 20%以上的增长。

## 三、投资建议

我们预测 2013/2014/2015 年三年 EPS 分别为 0.7、0.9 和 1.09,公司目前股价有支撑。一方面,S5 将给江淮带来大幅业绩提升的可能。如果 S5 表现超预期,未来稳定在 5000 台/月的销售水平,则 2014 年 EPS 将达到 1.2。此外,江淮电动车在未来两年新能源汽车市场占据一席之地,这部分从市销率的角度这部分估值将实现 27 亿的估值。

如果按照传统车业绩 10 倍估值,新能源汽车给予 6.5 市销率的计算方式,则公司合理股价在 12 元。同时 S5 带来的利润弹性,公司经营改善等有望使业绩超预期,则公司合理估值将达到 15 元。在新能源投资热潮以及公司批发数据开始验证 S5 销量走强的情况下,我们维持公司"买入"评级。

风险提示: 1)由于国四提前消费影响,下半年重卡销售可能存在下滑风险 2)SUV 竞争环境激烈,公司采取降价销售或者 S5 销量不佳。



### 作者简介:

何亚东:清华大学汽车工程系毕业,4年广汽集团汽车设计及项目管理经验,3年汽车行业证券分析经验

蔡麟琳:清华大学汽车工程系毕业,2年银行汽车行业融资分析经验,1年汽车行业分析经验

			机构销售团队		
	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	30 A 7   E	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
		李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
公	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
募		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
机		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

## 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义		
	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上		
<b>吹西机次流加</b>	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%		
股票投资评级	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%		
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上		
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上		
行业投资评级	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%		
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上		

## 免责条款:

本报告分析及建议所依据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,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、刊发,需注明出处为宏源证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。