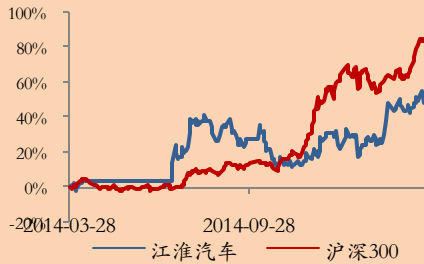




公司评级：增持

报告日期：2015-3-30



相关研究

宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

江淮汽车 (600418):

看精品战略扶摇羊角 待传统优势春暖花开

主要观点:

□ 自主典范敢当改革先锋，战略变革正当时

公司正处于国企改革、战略定位、产品创新多维度变革叠加期，国企改革敢当先锋，实现集团整体上市，同时引入混合所有制、股权激励，国企改革亮点多，激发后续发展活力；“精品化战略”转型清晰，效果显著，夯实公司竞争力，江淮汽车目前属于一个典型的变革中样本，正朝着正确的方向前进。

□ 国内汽车行业整体承压，亮点要看细分品种带来的机会

国内汽车行业目前整体仍承压，乘用车销量不温不火；商用车销量下滑显著，尤其是货车；新能源汽车继续保持较高的景气度，但占比太低。政策层面上，变量基本被预期，而增量政策值得期许，随着宏观经济企稳，新一轮基建投资开工，行业 15 年筑底是大概率事件。承压之势下行业仍不乏亮点，乘用车领域的 SUV、MPV 等品种仍有望保持高增速，对标中美消费者 SUV 消费偏好，中小型品种 15 年仍将保持高增速。

□ 看精品战略扶摇羊角 待传统优势春暖花开

SUV 仍将是 15 年的闪亮点，S3 单品突破向长价值链拓展；瑞风 S2、新瑞风 S5 望接力，储备瑞风 S7，公司 SUV 市场阶梯布局趋丰满；MPV 消费仍处旺盛周期，M3 上市助力公司 MPV 销量爬升；传统优势轻卡望走出国 IV 升级阴影，重卡好势头望延续；新能源汽车 iEV5 五月份投放市场，销量望翻翻。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2015、2016 年营收增速分别为 30%、15%，对应的 EPS 分别为 0.78 元、1.08 元，对应的市盈率分别为 19 倍、14 倍，给予“增持”评级。

盈利预测:

单位：百万元

财务指标	2013	2014A	2015E	2016E
营业收入	33641	34216	41059	45165
收入同比 (%)	15%	2%	20%	10%
归属母公司净利润	917	527	1002	1385
净利润同比 (%)	85%	-43%	90%	38%
毛利率 (%)	16.2%	15.6%	16.3%	17.0%
ROE (%)	13.3%	7.3%	12.6%	15.4%
每股收益	0.71	0.41	0.78	1.08
P/E	20.75	36.11	19.00	13.74
P/B	2.78	2.65	2.41	2.13
EV/EBITDA	4	22	14	11

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1. 公司概况：自主典范敢当改革先锋，战略变革正当时.....	4
1.1. 治理结构：自主典范敢当改革先锋，省国企改革排头兵.....	4
1.2. 战略定位渐清晰，产品创新显波澜.....	6
2. 国内汽车行业当前基本情况：整体仍承压，亮点要看细分品种带来的机会.....	8
2.1. 国内汽车行业当前基本运行情况：整体承压.....	8
2.2. 乘用车：SUV、MPV 撑乘用车市场颓势，SUV 销量同比大增 50.36%.....	9
2.3. SUV 细分市场机会：从中美消费者偏好看自主品牌的优势及未来发展趋势.....	11
2.4. 商用车市场：客车市场保持稳定，货车市场景气下行.....	13
2.5. 新能源汽车：继续保持高增长.....	14
3. 2015 汽车行业政策走向：变量基本被预期，而增量政策得期许.....	15
4. 江淮汽车：看精品战略扶摇羊角，待传统优势春暖花开.....	16
4.1. SUV：仍将是 15 年的闪亮点，S3 单品突破向长价值链拓展.....	16
4.2. 瑞风 S2、新瑞风 S5 望接力，储备瑞风 S7，公司 SUV 市场阶梯布局趋丰满.....	17
4.3. MPV 消费仍处旺盛周期，M3 上市助力公司 MPV 销量爬升.....	17
4.4. 轻卡走出升级阴影，重卡好势头望延续.....	18
4.5. 新能源汽车：IEV5 五月份投放市场，销量望翻翻.....	20
5. 盈利预测与估值.....	20
6. 风险提示.....	20

图表目录

图 1、江淮集团整体上市前股权结构.....	4
图 2、江淮集团整体上市及配套融资以后股权结构.....	5
图 3、2013 年公司营收占比分布.....	6
图 4、2013 年公司海内外业务占比且一直较为稳定.....	6
图 5、公司近年来的营收及同比趋势.....	7
图 6、公司近年来净利润及同比走势.....	7
图 7、公司近年来主要产品的销量增速情况.....	7
图 8、SUV 放量极大改善了公司的产品结构体系.....	7
图 9、SUV、MPV 放量引致的产品结构的改善提升了公司毛利率水平.....	8
图 10、1-2 月汽车销量同比增但当月同比下降.....	8
图 11、商用车销售同比增幅下滑显著是主因.....	8
图 12、1-2 月份乘用车依照车型销量数据（万辆）.....	9
图 13、1-2 月份乘用车依照车型销量累计同比（%）.....	9
图 14、1-2 月份国产乘用车市场份额提升（%）.....	9
图 15、1-2 月份轿车市场份额情况（%）.....	9
图 16、1-2 月份 SUV 销量依国别表现情况.....	10



图 17、1-2 月份 SUV 市场占有率依国别变动趋势.....	10
图 18、中美 SUV 分类型结构对比.....	11
图 19、中美消费者需求尺寸偏好对比.....	11
图 20、中美 SUV 排量结构对比.....	12
图 21、国内 SUV 历年来排量结构变动趋势.....	12
图 22、中美 SUV 依车系市场占比情况.....	12
图 23、国内 SUV 历年来依车系市场份额变动趋势.....	12
图 24、1-2 月份我国商用车累计销量同比 (%).....	13
图 25、国内商用货车市场累计销量同比增速趋势 (%).....	13
图 26、轻卡厂商 1-2 月份累计销量同比异化.....	14
图 27、国内卡车市场细分领域现差异 (%).....	14
图 28、国内新能源汽车产量累计走势.....	14
图 29、国内新能源汽车销量累计走势.....	14
图 30、瑞风 S3 去年 8 月份上市以来助推公司 SUV 业务销售迅速上量.....	16
图 31、江淮汽车历年来 MPV 月度销售量及同比增速情况.....	18
图 32、江淮汽车历年来卡车月度销售量及同比增速情况.....	18
图 33、江淮重卡 2014 年销售放量效应显著.....	19
表 1、江淮汽车目前主要产品系情况.....	6
表 2、2015 年 2 月份国内市场 SUV 销量前十.....	10
表 3、2015 年汽车行业面临的主要政策变量梳理.....	15

1. 公司概况：自主典范敢当改革先锋，战略变革正当时

安徽江淮汽车股份有限公司，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。公司于 1999 年改制为股份制，2011 年在上交所挂牌上市。公司是国内汽车行业自主品牌的典范企业，目前公司正处于国企改革、战略定位、产品创新多维度变革叠加期，我们介绍公司的基本面主要看变化，找趋势。

1.1. 治理结构：自主典范敢当改革先锋，省国企改革排头兵

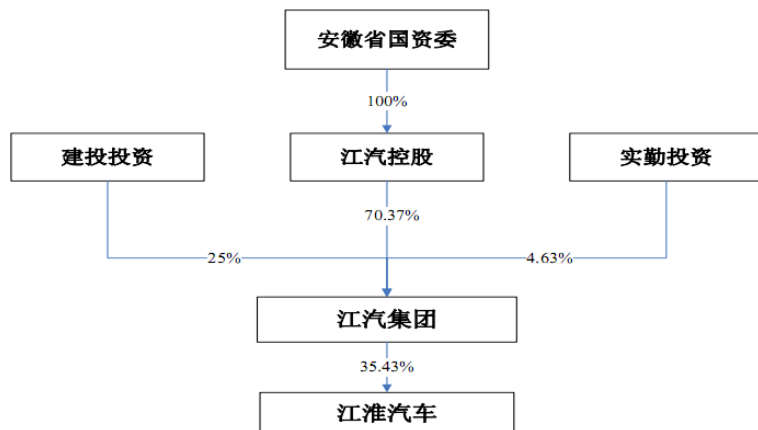
安徽省国企改革被列为省 2014 年一号工作，安徽省“十二五”期间将加大省属企业主业整合重组，促进主业规模化。在引导国有企业进一步突出主业的同时，**对主业相同或相近似的国有企业实施合理重组，即“同业同级”间的合并；在未来 3 至 5 年内，安徽将把 90% 的国有资本集中到四大板块中，即能源、交通板块，原材料板块，先进制造业板块及现代服务业板块。**按照安徽省的部署，到 2020 年，安徽省内竞争性国企将基本全部采取混合所有制，将积极引入外资和民间资本参与国企改制重组，以增量促进存量优化，实现双向获益。

江淮模式：实现集团整体上市，同时引入混合所有制，股权激励，江汽集团整体上市，分两步走：

第一步，首先，安徽省国资委将江淮集团的股权转让给安徽江淮汽车集团控股有限公司。江汽控股是以投资及管理，企业管理咨询服务等为其业务。

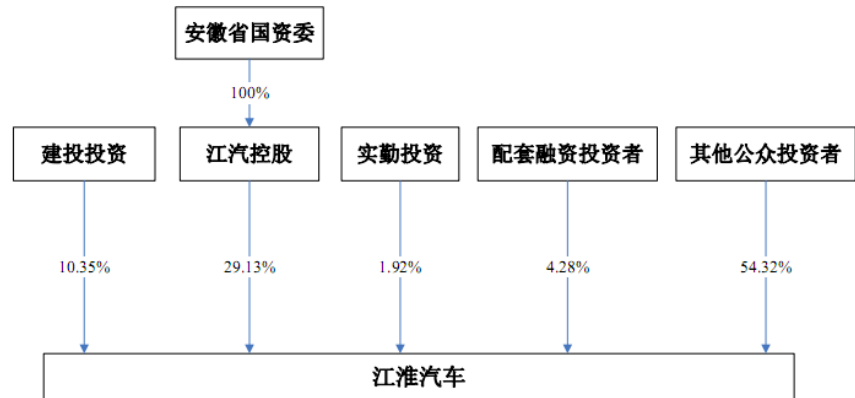
第二步，公司拟通过向江汽集团的全体股东：江汽控股、建投投资、实勤投资发行股份的方式吸收合并江汽集团，即股权兑换。江淮汽车发行 6.32 亿股，收购江淮集团所有资产以后，江淮集团注销，（江淮集团持有江淮汽车 4.55 亿股），实际新增股份约为 1.77 亿股。同时，江淮汽车拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份进行配套融资(不超过本次重组交易额的 25%)。

图 1、江淮集团整体上市前股权结构



数据来源：公司公告、华安证券研究所

图 2、江淮集团整体上市及配套融资以后股权结构



数据来源：公司公告、华安证券研究所

亮点之一：整体上市方面

本次交易，属于汽车制造业同行业整合，吸收合并范围的江汽集团所从事的业务均为汽车生产制造及其相关业务，整体上市，一方面，有利于凝聚集团内核心优势资源，获取规模效应，提升上市公司核心竞争力；另一方面，有利于实现集团内企业资源共享和整合，实现采购和生产协同、技术研发协同、市场销售协同以及财务协同等，最大程度实现优势互补和发挥协同效应，降低经营管理成本，增强公司盈利能力与抗风险能力。

亮点之二：引入混合所有制方面

整合之前，江汽集团已经引入建投投资作为外部战略投资者（建投持有集团25%股权），建设投资是中国建设投资有限责任公司专门从事股权投资的全资子公司，聚焦先进制造和现代服务业专注并购交易，整合国内外资源，进行全球化业务布局，支持国内优秀企业实现国际化发展，引入战略投资者，公司借助战略投资者的资源、市场、理念、资金等优势，有利于吸收合并完成后上市公司长远发展。而建设投资也属于国企，按照公司的改革思路，目前改革还处于投石问路的阶段，未来条件成熟，将进一步引入民营甚至跨国资本，实现“解决资本筹集困难、借助各方面经验与力量使资本运作效率高涨、形成各方利益的相互制衡”。

亮点之三：股权激励方面

整合之前，江汽集团已经建立了内外部激励机制：通过实勤股权投资合伙企业持股 4.63%，该股份为江淮汽车高层和核心技术人员所拥有，股份接近 9000 万股，股权激励将管理层的利益与企业经营效益挂钩。尤其是在整体上市以后，公司管理层从之前通过江汽集团间接持有上市公司股权转变为直接持有上市公司股权，有利于管理层利益与股东利益趋于一致。

1.2. 战略定位渐清晰，产品创新显波澜

公司目前具有年产 70 万辆整车、50 万台发动机及相关核心零部件的生产能力，2013 年公司营收占比重整车收入占比高达 93%，底盘占比约 7%。这个数据基本上体现了公司前些年从一家底盘优秀企业向整车领域全面迈进的战略思路。

图 3、2013 年公司营收占比分布

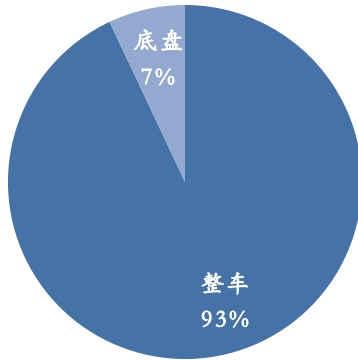
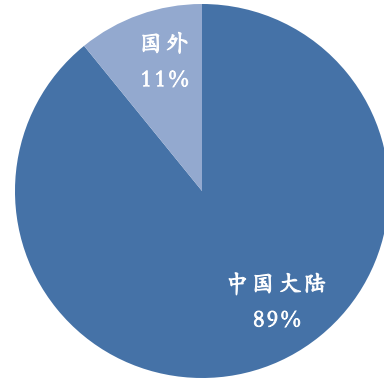


图 4、2013 公司海内外业务占比且一直较为稳定



数据来源：WIND 华安证券研究所

经过多年的发展，公司的在整车领域的产品系覆盖日趋丰满，涵盖乘用车（SUV、MPV、轿车）、商用车（轻卡、重卡）、多功能商用车（客车）等整车品系，同时配套底盘、发动机等零部件及配套服务。

表 1、江淮汽车目前主要产品系情况

车系	类型	主要产品细分
乘用车	SUV	瑞风 S3、瑞风 S5
	MPV	瑞风 M3、瑞风 M5、瑞风穿梭、瑞风祥和
	轿车	全新和悦、和悦 A30、新和悦 RS、和悦 A13、和悦 iEV4
商用车	卡车	轻卡：帅铃系列（W 系、威司达、N 系、X 系、皮卡 T6）
		轻卡：骏铃系列（W 系、M 系、N 系）
		轻卡：好运系列（G 系、Q 系、V 系）
		重卡：格尔发系列（载货车、牵引车、工程车、专用车等）
多功能商用车	客车	星锐客车、星锐厢式车、星锐改装车
底盘	客车底盘	村村通系列、商旅通系列、校运通系列、城际通系列
	专用车底盘	环卫车系列、清障车系列、冷保车系列、危险品运输系列
发动机	平台	锐捷特系列（4GA 平台、4GB 平台、4GC 平台、4DB 平台）

资料来源：公司网站 华安证券研究所

产品系的丰富及放量实现了公司之前的战略构想，但从经济效益上来评价，我们认为这种丰满并未在业绩端带来了实质性的体现，产品系的丰富并未带来营收的大幅放量，而公司的净利润走势却叠加行业经济周期震荡下行。实质上，之前的公司战略做大了公司规模，而没有做强公司竞争力，资本回报率较低。

图 5、公司近年来的营收及同比趋势

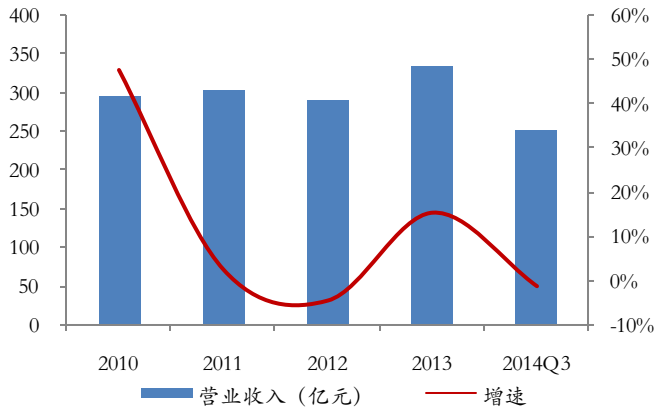
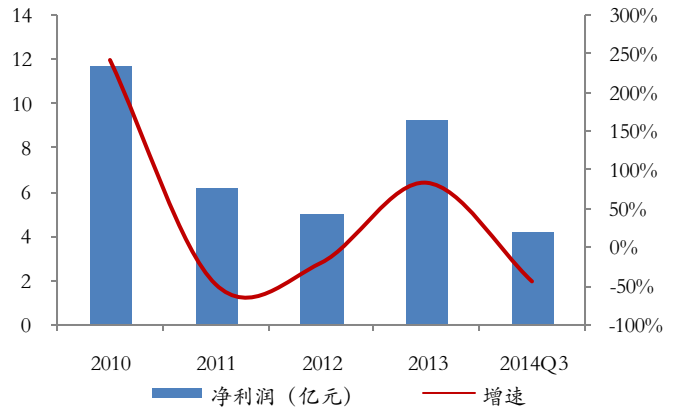


图 6、公司近年来净利润及同比走势



数据来源：WIND 华安证券研究所

近年来，公司在战略布局上进行了调整，提出了“精品战略”，对于传统规模较大的轿车平台，公司定位其为基本品种、平台测试型品种，竞争战略重心放在了在细分领域做精。目前公司依托二代产品平台相继推出了瑞风 S3（2014 年 2 月份全国 SUV 销量市场占比第三）、和悦 A30（2014 年 CRC 拉力赛夺六连冠）、瑞风 M3（即将上市的小型 MPV）等差异细分创新产品，市场反响强烈。

图 7、公司近年来主要产品的销量增速情况

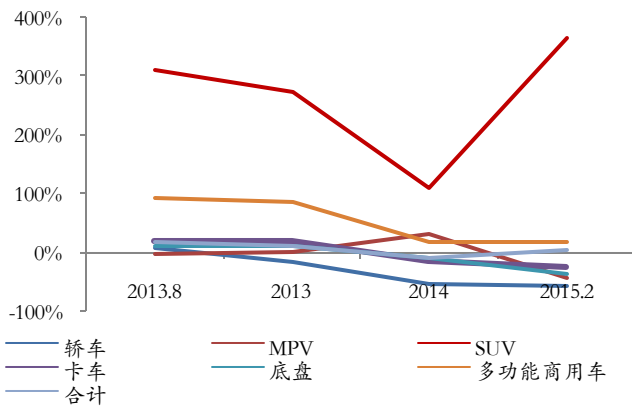
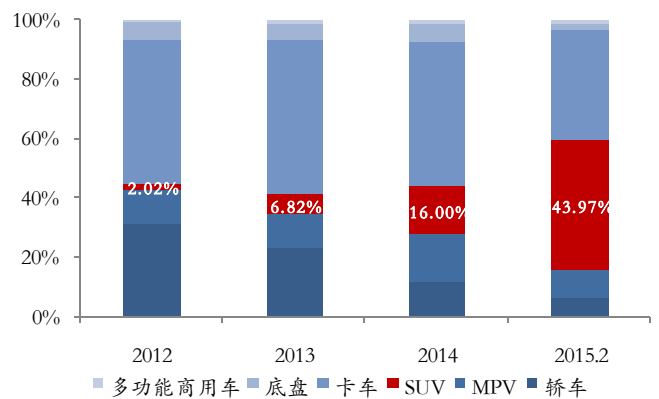


图 8、SUV 放量极大改善了公司的产品结构体系

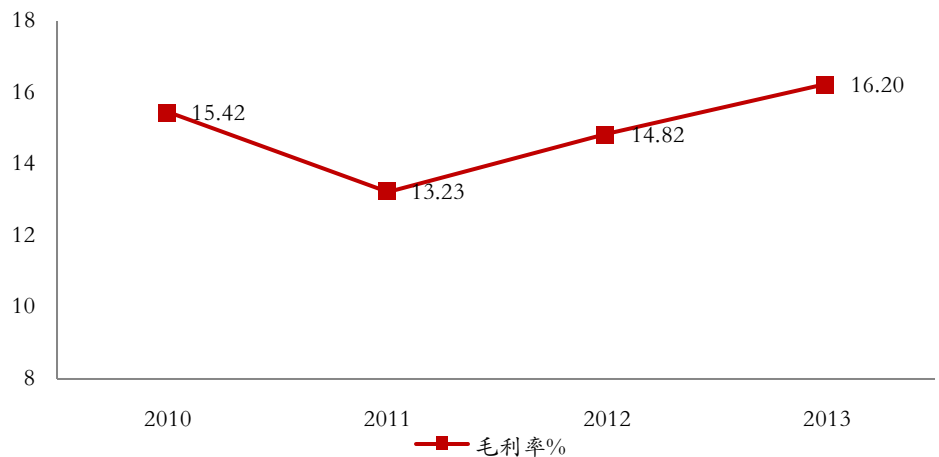


数据来源：WIND 华安证券研究所

从公司主要产品系的销量增速来看，细分精品放量显著，尤其是瑞风 S3 的成功是公司新战略功力见效的缩影。瑞风 S3 去年 8 月份上市后，助推公司 SUV 销量迅速爬升，特别是瑞风 S3 单品 2015 年 1 月份销量达 20190 台，2 月份销量达 16193 台，上市四个月来累计销量突破 2 万台，S3 今年 2 月份的单月销量位列全国 SUV 车型销量排行榜第三位。

公司精品化产品 SUV、MPV 等产品的毛利率较传统乘用车和商用车较高，随着这些新战略布局产品的持续放量，公司的毛利率得到了持续的改善。

图 9、SUV、MPV 放量引致的产品结构的改善提升了公司毛利率水平



数据来源：WIND 华安证券研究所

我们认为，从江淮汽车公司基本情况来看，公司处于国企改革、战略定位、产品创新多维度变革叠加期，我们认为国企改革增活力，精品化战略强竞争力，江淮汽车作为一个变革中的样本，正朝着正确的方向前进。

2. 国内汽车行业当前基本情况：整体仍承压，亮点要看细分品种带来的机会

2.1. 国内汽车行业当前基本运行情况：整体承压

按照中国汽车工业协会的数据，2015 年 1-2 月份全国汽车销量为 391 万辆，累计同比增 4.3%，去年同期增速为 10.73%，增速放缓 6.5 个百分点。其中 2 月份当月销售数据同比下降尤为显著。2015 年 2 月份当月同比为-0.22%，较去年同月销量下降 20.06 个百分点。1-2 月份，全国乘用车和商用车的销售累计同比增速分别为 8.7%、-19.5%，增速较去年同期分别回落 2.6、27.1 个百分点。商用车销售同比增速的大幅下滑是整体增幅下滑的主因。

图 10、1-2 月汽车销量同比增但当月同比下降

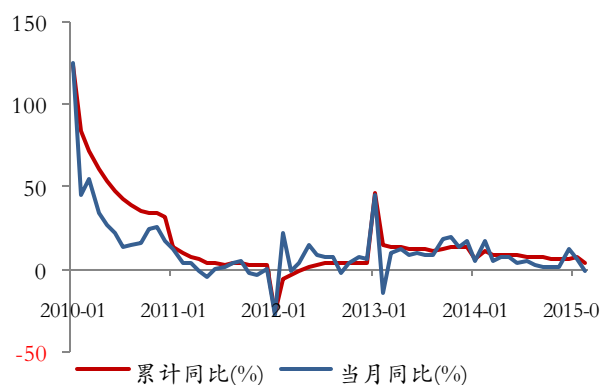
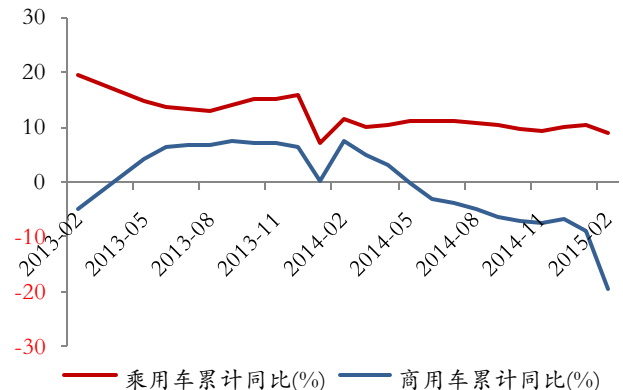


图 11、商用车销售同比增幅下滑显著是主因



数据来源：WIND 中国汽车工业协会 华安证券研究所

2.2. 乘用车：SUV、MPV 撑乘用车市场颓势，SUV 销量同比大增 50.36%

1-2 月份全国乘用车销售累计 343.5 万辆，累计同比增 8.7%，其中轿车、MPV、SUV、交叉型乘用车销量分别为 201.85 万辆、38.32 万辆、80.87 万辆、20.23 万辆，较去年同期分别增 0.74%、50.36%、-17.96%。SUV 车型的放量增长成为遏制乘用车增速进一步回落的重要支撑。

图 12、1-2 月份乘用车依照车型销量数据（万辆）

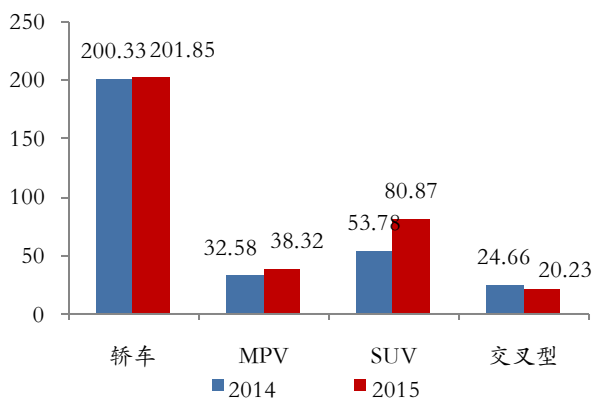
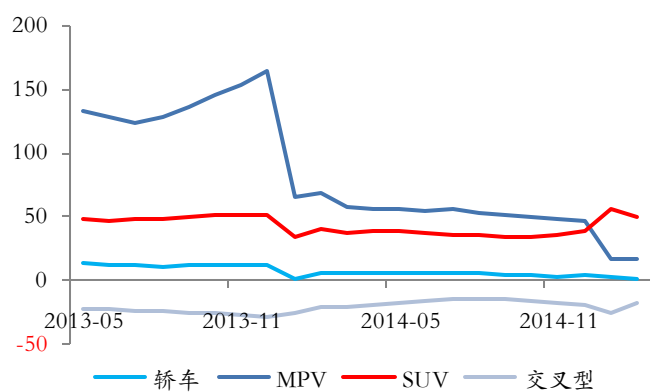


图 13、1-2 月份乘用车依照车型销量累计同比 (%)



数据来源：WIND 中国汽车工业协会 华安证券研究所

2015 年 1-2 月份国产乘用车的市场份额延续提升之势：提升至 43.33%，较去年同期增 4.94 个百分点，日系车市场份额下滑最大，下降 2.82 个百分点至 10.57%，其次为德系车下降 1.6 个百分点至 21.78%，唯一保持市场份额增长的外资车型为法系车，升 0.13 个百分点至 3.23%。

图 14、1-2 月份国产乘用车市场份额提升 (%)

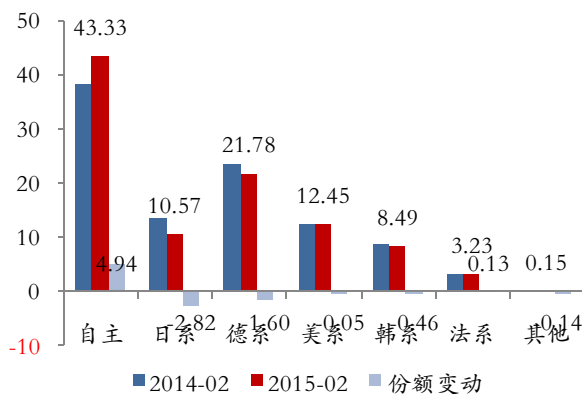
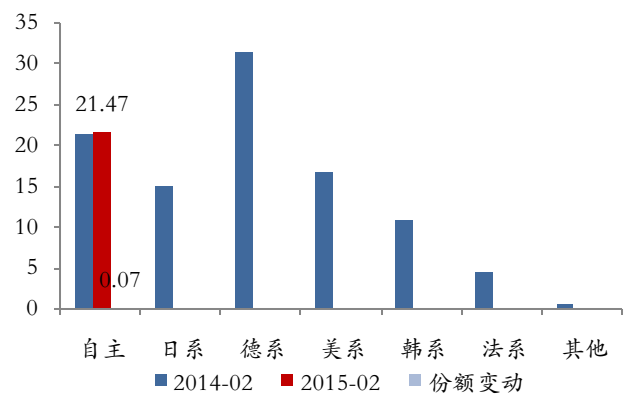


图 15、1-2 月份轿车市场份额情况 (%)



数据来源：WIND 中国汽车工业协会 华安证券研究所

1-2 月份国产乘用车市场份额的提升主要贡献因子来自于 SUV 的全面放量。1-2 月份国产轿车的市场份额为 21.47%，与去年同期相比仅微增 0.07 个百分点，

而 SUV 市场进入 15 年以来销量火力全开。1-2 月份自主品牌 SUV 销量达 46.39 万辆较去年同期 22.56 万辆同比大增 105.6%，销量翻番。市场占有率方面，自主品牌 SUV1-2 月份累计销售市场份额占比达 53.58%，较去年同期高 10.38 个百分点。

图 16、1-2 月份 SUV 销量依国别表现情况

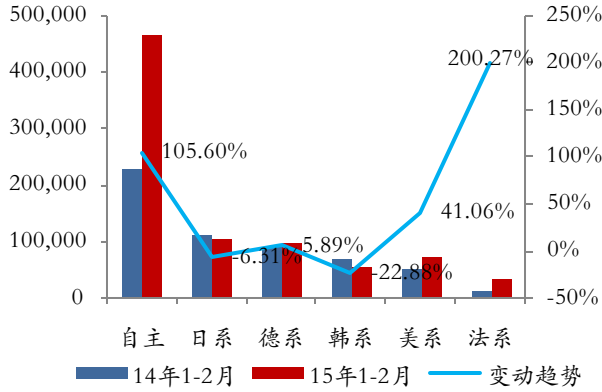
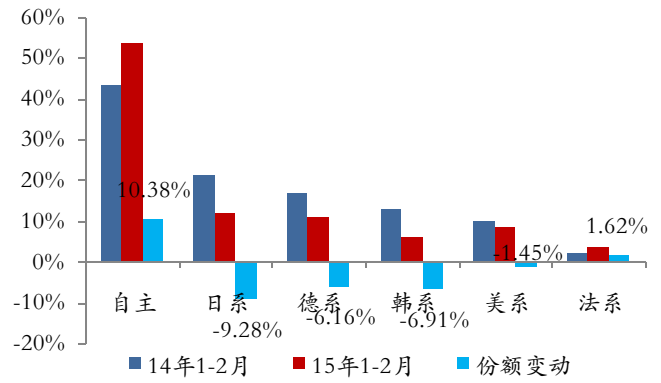


图 17、1-2 月份 SUV 市场占有率依国别变动趋势



数据来源：WIND 中国汽车工业协会 华安证券研究所

SUV 车型的销售放量成为 2015 年以来乘用车市场最大的惊喜：而自主品牌延续着 14 年以来携 SUV 放量延缓自主品牌车型下滑速度的策略，1-2 月份这种策略演绎的仍十分显著，自主品牌 SUV 保持高速增长，中汽协 SUV 销量前十名车型排行榜中自主车型占据 8 席，2 月份，自主品牌在 SUV 市场销量同比激增逾九成，由去年同期的 9.82 万辆攀升至 19.00 万辆，占自主品牌总销量的 37.1%。

表 2、2015 年 2 月份国内市场 SUV 销量前十

排名	品牌	销量 (万辆)
1	哈佛 H6	2.02
2	途观	1.88
3	瑞风 S3	1.62
4	CS35	1.33
5	幻速	1.29
6	瑞虎	1.21
7	S7	1.07
8	哈弗 H2	1.06
9	CS75	1.01
10	翼虎	0.83

资料来源：爱卡汽车网 华安证券研究所

2.3. SUV 细分市场机会：从中美消费者偏好看自主品牌的优势及未来发展趋势

毋庸置疑，在国内整个乘用车市场增长放缓的大趋势下，SUV 销量的节节攀升依然成为乘用车板块最大的亮点，特别对于国产自主品牌，SUV 更是成为实现弯道超车，扩大市场占有率的利器。SUV 有望成为影响未来 A 股汽车上市公司乘用车板块业绩波动的核心变量，SUV 的爆发不是偶然，自主品牌 SUV 的短期腾跃之势确立必然有其商业模式的合理性，我们通过对国际上的 SUV 消费大国美国与新兴 SUV 消费国中国的消费者偏好，以期探寻国内 SUV 市场风口爆发后的未来风向。

SUV (Sport Utility Vehicle) 全称为运动型多用途汽车，起源于美国，它同时具备轿车的舒适性同时兼顾越野车的越野性能，具备“大空间”、“高通过性”、“视野开阔等特点”。根据 SUV 的生产平台、技术及功能性，可以分为越野型（卡车底盘、非承载式车神，代表车型大切诺基）、城市型（轿车底盘、承载式车神，代表车型本田 CR-V）。

图 18、中美 SUV 分类型结构对比

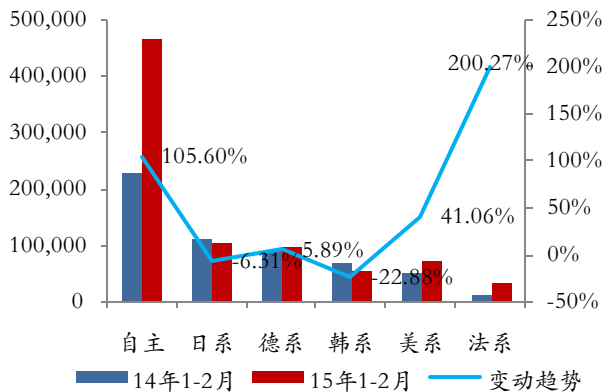
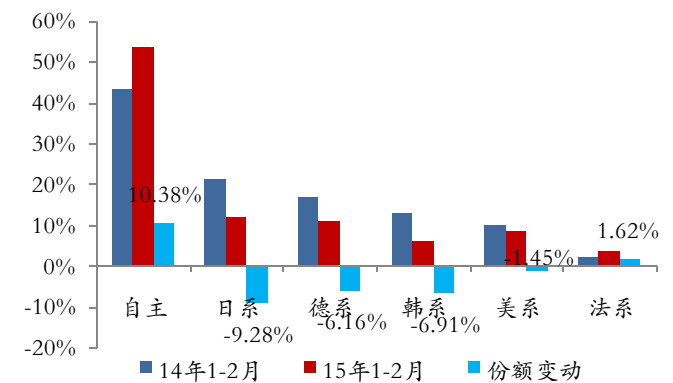


图 19、中美消费者需求尺寸偏好对比



数据来源：国家信息中心信息资源开发部（江智杰）华安证券研究所

消费者对于 SUV 车型的偏好是世界性的，自 2007 年以来，全球 SUV 的年均销售增速均高于乘用车市场速度。2014 年，全球 SUV 销量突破 480 万辆，美国市场更是在 2014 年 SUV 市场份额超过了轿车。国内市场对于 SUV 的热衷近五年也得到了集中的释放，国内市场复合增速将近 30%，2013 年国内市场 SUV 市场占有率达 23%，而成熟市场美国的市占率高达 39%，可以预见国内 SUV 市场的仍处于爆发期。

中美消费者 SUV 分类型结构对比来看，美国的消费者更偏好越野型，而中国消费者更偏好城市型。美国汽车家庭普及率高，车辆选择上这种差异体现出了典型的个人车概念。而国内汽车家庭普及率还比较低，买车、用车更多体现出了家庭车的特征。从 SUV 尺寸消费上来看，美国消费者更偏好中大型尺寸 SUV，而中国消费者更倾向于紧凑型 and 小型 SUV。这种差异背后更多折射的是两国消费者在经济实力、油耗成本方面的不同。

图 20、中美 SUV 排量结构对比

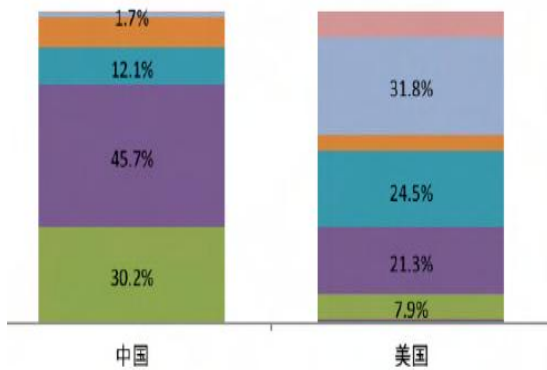
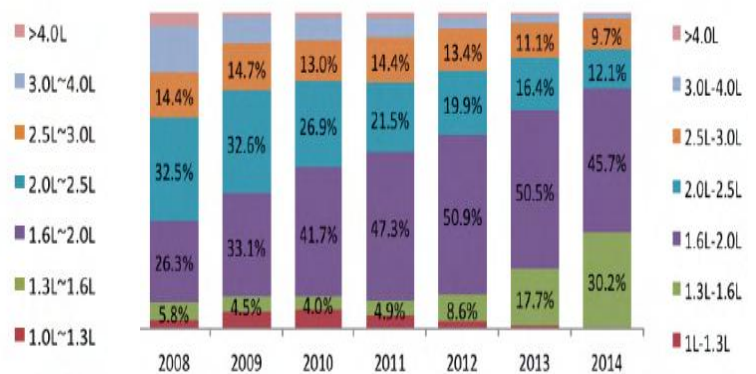


图 21、国内 SUV 历年来排量结构变动趋势



数据来源：国家信息中心信息资源开发部（江智杰）华安证券研究所

美国消费者更偏好大排量 SUV，美国目前 70% 以上的 SUV 均为排量为 2.0L 以上的，3.0L 排量以上的 SUV 占比达 40%。中国消费者虽然同样偏好 SUV 的大尺寸，但节油指标的关注度明显更高，国内市场 SUV 车型的主销车型为 1.6L-2.0L，并且小型 SUV 呈崛起之势。

图 22、中美 SUV 依车系市场占比情况

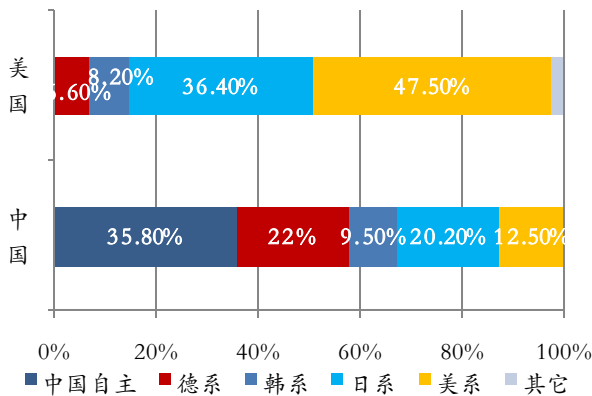
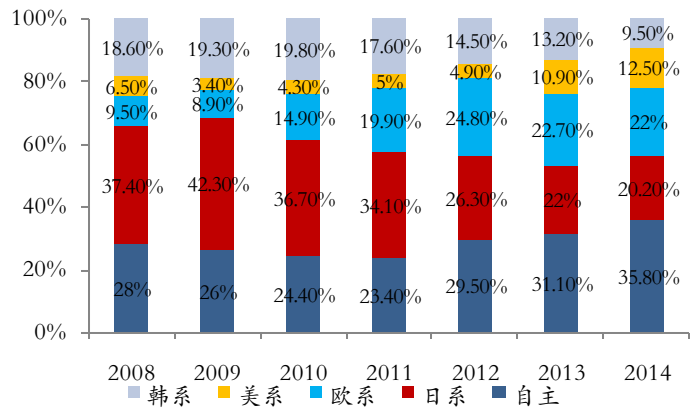


图 23、国内 SUV 历年来依车系市场份额变动趋势



数据来源：国家信息中心信息资源开发部（江智杰）华安证券研究所

中美国两国消费者都对自主品牌“偏爱有加”，美国消费者更偏好“本土+日本”，而国内消费者延续着“本土+德系”的传承。美国有发达的汽车工业，本土拥有诸如福特、通用等世界知名品牌，更多体现出一种本土显示性偏好。而国内消费者拥有较高的价格敏感性，同级别自主品牌 SUV 较合资品牌便宜 20%-30% 的价格优势成为本土车企在中小型 SUV 品种崛起的利器。

对标 SUV 成熟市场消费者偏好看国内市场现状与趋势：

1、国内 SUV 市场偏好相对单一，发力中小型策略正当时：国内消费者偏好“大尺寸”，但受制于经济条件、油耗成本、社会环境等因素，“中小型”、“城市型”、“性价比”成为首要的购车考虑因素，紧抓这一细分领域并拥有大需求区间的策略仍将是国内上市车企能否在乘用车市场扩大占有率的关键。在资本市场上，

拥有成熟 SUV 畅销车型，能够覆盖中小领域并打造差异竞争优势的车企将在乘用车领域具有更好的业绩弹性。

2、提前布局消费者偏好多样性，向中大尺寸渗透的车企也需引起关注：对标中美我们可以看到美国畅销的 SUV 车型中，紧凑型、中大型、城市型及越野型各领风骚，消费者偏好趋于多样性。随着中国家庭 4+3 结构的增长以及对“大”面子消费向功能用途实际需求的转变，未来大尺寸 SUV 望迎来增长。目前国内大尺寸 SUV 大部分被非自主品牌占据，提前布局大尺寸 SUV 的车企望在未来国内消费者偏好转变中抢得先机。

2.4. 商用车市场：客车市场保持稳定，货车市场景气下行

1-2 月份我国商用车销量累计达 47.8 万辆，同比下降 19.49%，销量增幅进一步下挫。其中货车销量增速同比下降 23.36%，客车销量同比增 6.75%，客车市场基本保持稳定，而货车市场的不景气是导致商用车景气度下行的主因。

图 24、1-2 月份我国商用车累计销量同比 (%)

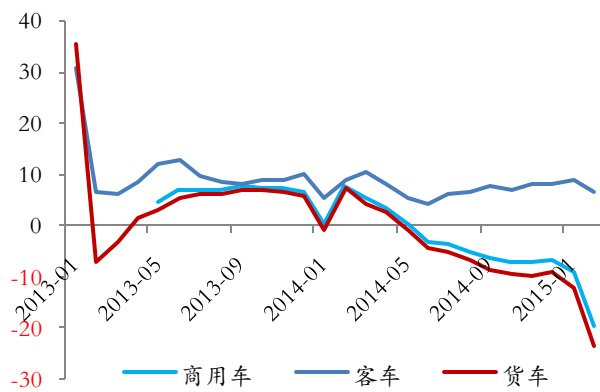
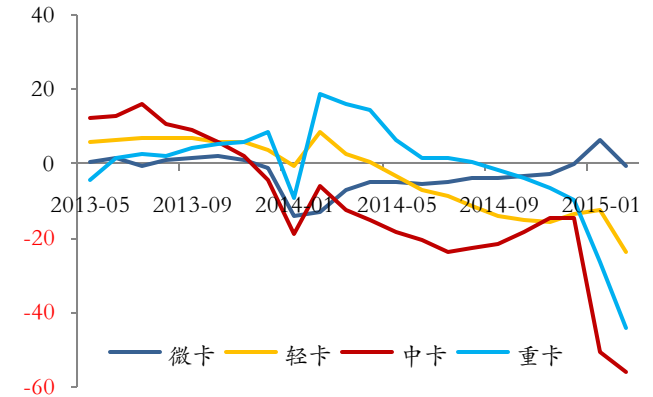


图 25、国内商用货车市场累计销量同比增速趋势 (%)



数据来源：WIND 中国汽车工业协会 华安证券研究所

货车市场 1-2 月份重卡、中卡、轻卡、微卡的累计销量增速同比增速分别为 -43.96%、-55.79%、-23.59%、-0.36%，货车市场的产品线销售数据淋漓尽致的反映了宏观经济的景气周期波动，当前国内房地产投资增速疲态放缓，制造业持续回落是需求下滑的主因。不过随着新一轮基础设施建设周期的开启拉动，且政策层面上淘汰黄标车、对“超载超限”的治理力度加强等有助于产品销量筑底企稳。

2014 年，半挂牵引车累计产销 286702 辆和 278990 辆，同比分别增长 9.36%和 5.93%。5.93%的增幅使半挂牵引车市场成为 2014 年整个卡车市场中的最大亮点。2014 年 12 月份半挂牵引车市场同比下降 13.27%，降幅超过 10 个百分点却也跑赢整个重卡市场（同比增速为-29.49%）。

图 26、轻卡厂商 1-2 月份累计销量同比异化

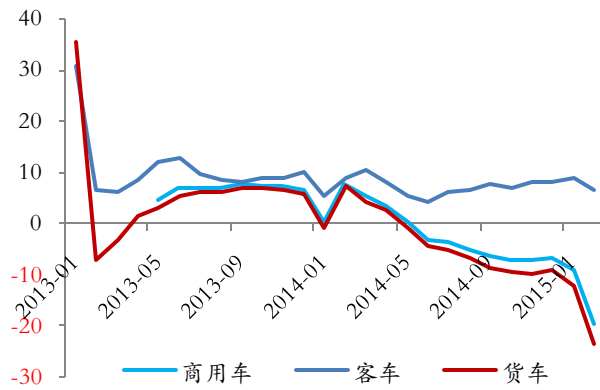
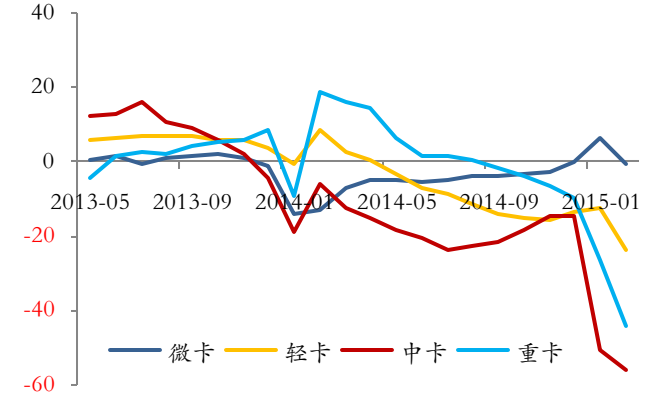


图 27、国内卡车市场细分领域现差异 (%)



数据来源: WIND 中国汽车工业协会 华安证券研究所

2.5. 新能源汽车: 继续保持高增长

工信部发布《2015 年 2 月汽车工业经济运行情况》，其中数据显示，2 月新能源汽车产量同比增长近 5 倍。

根据机动车整车出厂合格证统计,2015 年 2 月,我国新能源汽车生产 5260 辆,同比增长近 5 倍。其中,纯电动乘用车生产 2029 辆,同比增长近 4 倍;插电式混合动力乘用车生产 1691 辆,同比增长近 4 倍;纯电动商用车生产 827 辆,同比增长近 20 倍,插电式混合动力商用车生产 713 辆,同比增长 7 倍。列入《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》前三批的新能源汽车生产 4529 辆,占 2 月产量的 86%。

2015 年 1—2 月,新能源汽车累计生产 1.19 万辆,同比增长近 5 倍。其中,纯电动乘用车生产 4137 辆,同比增长 4 倍,插电式混合动力乘用车生产 3969 辆,同比增长 5 倍;纯电动商用车生产 2170 辆,同比增长近 9 倍,插电式混合动力商用车生产 1583 辆,同比增长 3 倍。

图 28、国内新能源汽车产量累计走势

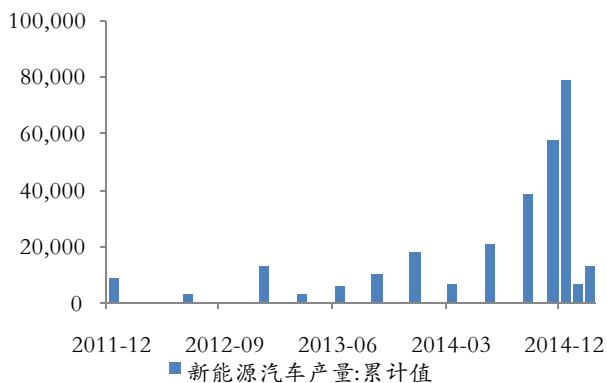
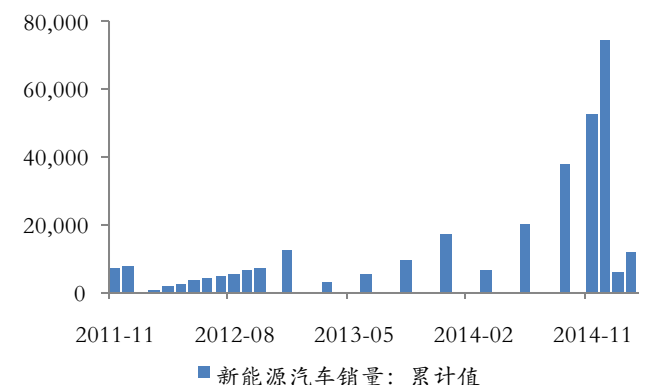


图 29、国内新能源汽车销量累计走势



数据来源: WIND 中国汽车工业协会 华安证券研究所

3. 2015 汽车行业政策走向：变量基本被预期，而增量政策得期许

从 2015 年国内汽车行业面临的政策环境来看，行业主要面临的政策变量聚焦于三点。

1、节能减排方面：关注国 IV 标准的全面实施，未来重卡和轻卡的市场格局将发生改变，特别是轻卡行业，产品线布局完善，中高端的品系望更受青睐。工信部第三阶段车企平均油耗量 6.9L 标准对当前火热的 SUV/MPV（排量偏大）市场形成钳制，我们认为这种钳制将加速车企向小排量畅销品种覆盖步伐，同时拥有新能源汽车布局的车企在 6.9L 标准调剂上闪转腾挪空间大，受限制较少。此外节能补贴目录的再公布也有望重塑车企的品系战略。

2、新能源汽车政策看点多：2015 年新能源汽车补贴下降已成定局，但我们认为新能源汽车面临的政策配套在 2015 年可能落地面更宽，意义更大。参考一二月份新能源汽车火爆的销售数据就可见一斑。2015 年对新能源汽车推进政策的补贴力度望放大，如充电桩、电池等产业的扶持力度望超预期。同时，2015 年将是“十三五”政策酝酿年，未来五年的国内的新能源汽车补贴方案有望落地。

3、车辆流通领域改革走向纵深：2015 年汽车流通领域望风起云涌，围绕汽车销售、维修、拆解等以往并不被重视的层面将会有新变化，有利于汽车市场均衡发展。当前“车联网”概念已经开始变得炙手可热，相信车联网概念也将是贯穿行业全年的重要投资线索。

我们认为 2015 年汽车行业面临的政策环境很多在 2014 年已经被提及，部分变量已经或正在被消化，超预期的政策方面我们认为临时出台的可能性不大，毕竟 2015 年时“十二五”收官年，增量方面，汽车行业对于“十三五”的政策期许规划更值得期待。

表 3、2015 年汽车行业面临的主要政策变量梳理

国 IV 排放标准	按照工信部 2014 年第 27 号公告要求，2015 年 1 月 1 日起柴油车国四排放标准在全国范围内实施，国三柴油车不得销售。国四排放升级，将淘汰一些产品技术落后的企业，成就起点较高的新品牌，市场格局由此发生改变。2015 年，受国四排放标准升级的影响，重卡和轻卡市场格局或将发生改变，轻卡行业将更为明显。
汽车品牌销售管理办法	整车企业在产业链的强势及垄断地位将被削弱，同时，将给予经销商更大的话语权，重新平衡汽车厂家和经销商之间的关系，将在一定程度上改善中国汽车流通秩序，促进汽车市场均衡发展。
平均燃料消耗量降至 6.9 升/百公里	2015 年 1 月 1 日起，国内生产的乘用车平均燃料消耗量需降至 6.9 升/百公里，节能型乘用车燃料消耗量降至 5.9 升/百公里以下的目标。对于达不到平均燃料消耗量目标的整车企业，将采取限产、停产等措施。不少企业尤其是自主品牌企业技术提升压力陡增，SUV、

豪华车等大排量汽车生产企业也将面临油耗限值挑战。

车购税将调整

2015年2月1日起4S店经销商提供的市场价格信息，将作为车购税征收的重要核定依据，在以前的车购税征收规定中，最低计税价格主要是根据机动车生产企业提供的车辆价格信息核定的，新办法增加了以经销商提供的价格信息作为核定依据。车市上有各种优惠，买车价格往往会低于标价买车时的价格越低、缴税有望更少。

新能源汽车补贴再降

1月1日起，国家对新能源汽车的补贴标准将进一步降低，即在2013年标准的基础上下调10%，而去年这一补贴标准是在2013年的基础上下降5%。

资料来源：互联网 华安证券研究所

4. 江淮汽车：看精品战略扶摇羊角，待传统优势春暖花开

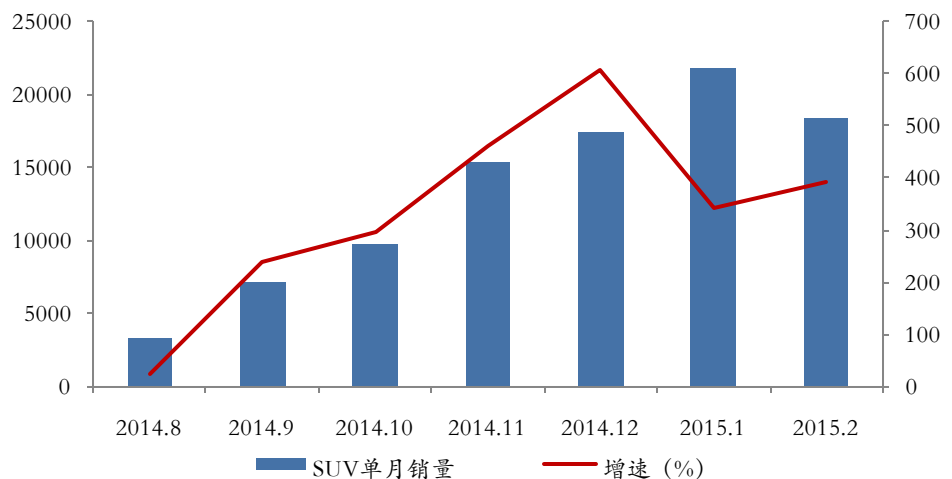
4.1. SUV：仍将是15年的闪亮点，S3单品突破向长价值链拓展

S3短爬坡期实现单品突破，是2014公司乘用车板块最大惊喜

S3是江淮汽车首款小型SUV并于2014年8月27日以网络上市的形式与车友见面，定价在6.58万-8.48万之间，开启了江淮汽车的年轻化之路，客户群体直指80后、90后家庭首部车，低油耗、时尚、易操控等特征开启了单品突破之旅。

瑞风S3去年8月份上市后，助推公司SUV销量迅速爬升，特别是瑞风S3单品2015年1月份销量达20190台，2月份销量达16193台，上市四个月来累计销量突破2万台，S3今年2月份的单月销量位列全国SUV车型销量排行榜第三位。

图 30、瑞风S3去年8月份上市以来助推公司SUV业务销售迅速上量



数据来源：WIND 华安证券研究所

瑞风 S3 累计销量若突破 5W 台即可摊销掉企业成本投入,而 S3 短短 4 个月近 2W 台的销量着实是公司乘用车新培育产品的惊喜。目前瑞风 S3 同时在三个工厂生产,当前产能极限在 2.4 万台左右,产能利用基本饱和,未来公司可以通过调整车间生产班次及销售策略等进行调剂,可以预见 2015 年瑞风 S3 仍将是公司乘用车领域的主导车型,并望满产能跨年。

4.2. 瑞风 S2、新瑞风 S5 望接力, 储备瑞风 S7, 公司 SUV 市场阶梯布局趋丰满

新瑞风 S5 亮点足, 销售前景看好: 新瑞风 S5 正式定名为“第二代瑞风 S5”, 将于 4 月 1 日上市, 第二代瑞风 S5 定位于“乐驾 SUV”, 集高效动力、智能科技、人性设计三大优势于一体, 是江淮首次将自主研发的白金传动系与二代平台技术结合打造的最新成果, 在继承了第一代产品丰富配置及操控性能等优势基础上, 对动力性能、智能化、外观内饰等方面均作了多处升级。

老款瑞风 S5 于 2012 年广州车展上亮相, 老款 S5 定位于中端消费群体, 当时新品上市急, 存在一些细节方面的小毛病, 新款 S5 在性能、智能化、外观等方面均有大幅提升, 且搭载江淮自主研发的白金转动系统油耗望降低 20%, 销售价格基本保持不变。江淮老款 S5 从公司近年来月度产销量数据推测销量基本维持在月 3000 台上下, 较为平稳。我们认为新款 S5 销售前景更好, 有望推动 S5 销售上量。

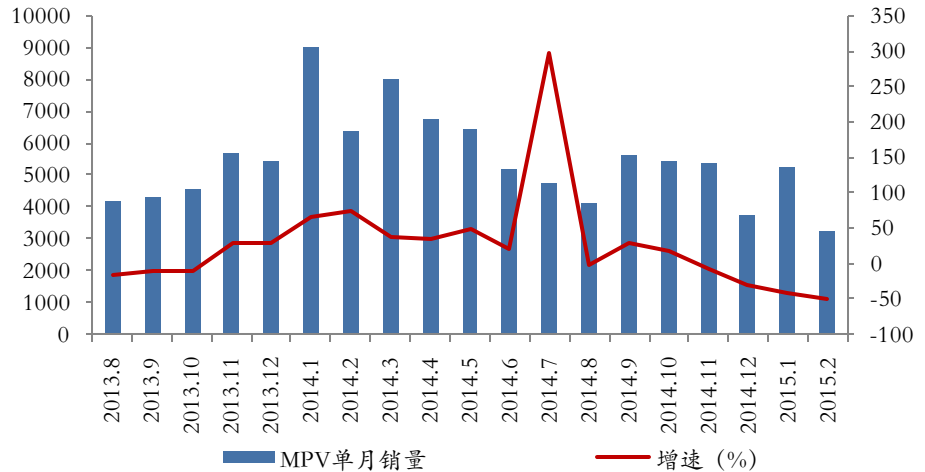
微型 SUV 瑞风 S2 今年四季度上市, 望接棒 S3 续写销量传奇: 公司预计在今年四季度推出瑞风 S2, 瑞风 S2 定位于微型 SUV, 公司将二分厂定位为 SUV 专用工厂, S2 车型将在二工厂生产, 目前来看不存在产能瓶颈问题。瑞风 S2 的推出将使公司 SUV 品系定位更为优化, 产品市场更加细分, 瑞风 S2 遵循了自主品牌价格实惠、配置丰富的特点, S2 作为一款入门级 SUV 定位明显低于 S3, 对于预算有限又有 SUV 需求的客户提供了选择的机会。通过对比中美 SUV 市场消费者偏好来看, 我们认为国内 SUV 市场中短期内的趋势仍将是中小型化, 公司 S2 产品系满足当前国内 SUV 市场消费者偏好趋势, 未来前景看好。

储备瑞风 S7, 公司 SUV 市场阶梯布局趋丰满: 瑞风 S7 是公司的储备项目, 预计 2016 年下半年推向市场。目前公司 SUV 系列品系主打产品为中小型 S3/S5, 下半年推出微型 S2, 产品线中下端布局日趋完善。公司产品线往下走简单, 往上走难度大, S7 的推出填补了公司中高端 SUV 品系的空白, 使得公司产品线丰富起来, 并起到了品牌支撑的作用。中国的 SUV 市场中短期内以中小型化为主, 但远景是向中大趋势过渡, 瑞风 S7 布局战略意义宣示特征更为显著。

4.3. MPV 消费仍处旺盛周期, M3 上市助力公司 MPV 销量爬升

进入 2015 年以来受去年 12 月份销售冲量及春节滞后效应的影响，公司 MPV 业务弱势起航。但我们认为 MPV 和 SUV 一样仍然处于消费者偏好旺盛期。从 2014 年乘用车市场的消费数据来看，全国乘用车销售增速为 9.89%，而 MPV、SUV 的销售增速分别为 47%、36%，消费仍处于旺盛周期。

图 31、江淮汽车历年来 MPV 月度销售量及同比增速情况



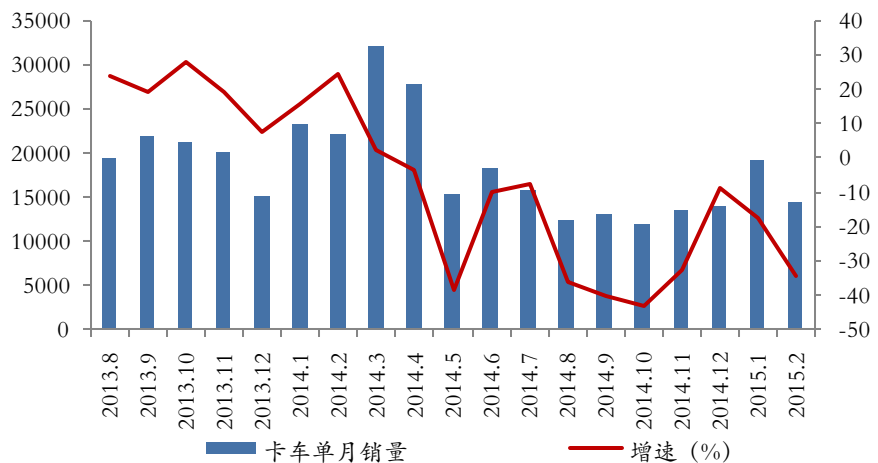
数据来源：WIND 华安证券研究所

MPV 是江淮汽车 SUV 车型销售放量前，多年来弥补倚重于轻卡业务的有益补充。瑞风系列商用车主打中高端商务用车，市场占有率稳定，2014 年公司 MPV 系列车型销量同比增 31.6%。目前公司主打车型为瑞风 M5、瑞风穿梭和瑞风祥和，今年 5 月份公司将推出瑞风 M3，瑞风 M3 定位于私人企业主，可商用同样可家用，公司的产品线将进一步得到丰富。目前国内的 MPV 市场以自主品牌消费为主导，而江淮作为 MPV 市场的引领者销售前景同样值得期待。

4.4. 轻卡走出升级阴影，重卡好势头望延续

2014 年卡车市场进入了“准国 IV 时代”，国 IV 排放标准的出台逼近对卡车厂商加快国 IV 产品的布局与转型，排放升级对厂商的影响比较大，2014 年公司轻卡销售多年来首现负增长。

图 32、江淮汽车历年来卡车月度销售量及同比增速情况



数据来源：WIND 华安证券研究所

轻卡产品是江淮汽车的拳头级产品，多年来利润贡献度一直维持在 50% 以上，是公司业绩表现的中流砥柱。我们认为经过 2014 年公司缜密的升级准备，2015 年公司有望走出升级阴影。2014 年江淮汽车对国 IV 轻卡进行了大力推广，而且与全国经销商签署了《环保一致性承诺书》，禁止经销商销售排放不达标的车。国 III 升国 IV 对消费者最直接的影响在于价格，升级国 IV 后每台车的成本提升约 2 万元，对于轻卡消费者来说，价格敏感性较高，对销售不利。针对这种情况，公司去年发布约 100 款国 IV 车型，除了配备 4DA1、JND 和康明斯 3 个系列的国 IV 动力外，还配备了潍柴、朝柴、锡柴、玉柴、云内、扬柴、全柴等多款动力，丰富的动力组合使得公司成为当前国 IV 车型最多的轻卡品牌之一。

国 IV 技术目前已是国内行业成熟技术，各主流轻卡厂商排放技术上已经都做好了相关准备，水平差距并不大，未来轻卡行业的竞争仍然将体现在产品的品质上。用户使用环境及多种需求的差异性要求轻卡除了发动机外，承载性、耐用性、适应性等指标都应有较高的标准。目前江淮汽车旗下的帅铃和骏铃两款车型均采用整体冲压成型车架，由亚洲最大的 6000T 级冲压机一次冲压成型，板材厚度达 6mm。国内气压制动应用也始于江淮，大大提高了轻卡在山区道路行驶的安全性，目前该装置已成为国内轻卡品牌高吨位产品的标配。

受宏观经济增速放缓、投资减弱及行业升级等多重因素叠加影响，重卡行业 2014 年行业整体下行，而江淮重卡全年销量逆市增 21.4%，2014 年江淮重卡销售约 3.5 万辆（中汽协数据为 3.98 万辆，含出口），市场占有率达 5.4%，是国内主流重卡企业中唯一超额完成年度销售目标的公司。

图 33、江淮重卡 2014 年销售放量效应显著



数据来源：WIND 华安证券研究所

江淮重卡的逆市高增长除了自身市场占有率还不是很高，基数效应较低外，格尔发品牌的成功推行，成为其扩大市场的主力，市场影响力颇深。同时，江淮出口市场拓展也较为成功，2014 年与委内瑞拉的 5239 台重卡订单为其后续发展注入强劲动力。

我们认为 2015 年行业基建投资增速望冲高，行业面临的宏观经济基本面持续

改善，同时，中东、南美等出口市场景气度不减，重卡行业望迎来新一轮景气回暖周期。

4.5. 新能源汽车：iEV5 五月份投放市场，销量望翻翻

江淮 5 代电动车预计于今年五月份上市，五代电动车在内饰上较四代车有了巨大的提升，不同于四代车磷酸铁锂电池，动力系统采用了 18650 电池组，续航里程望突破 200 公里。预计五代电动车 2015 年销量约 5000 台，较四代电动车 2014 年 2500 台的销量翻翻。

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2015、2016 年公司的营收增速分别为 30%、15%，对应的 EPS 分别为 0.78 元、1.08 元，对应的市盈率分别为 19 倍、14 倍，给予“增持”评级。

6. 风险提示

行业消费政策环境变化、SUV 销量不及预期、商用车市场回暖低于预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	12,494	13,129	14,878	16,210	营业收入	33,641	34,216	41,059	45,165
现金	6,368	7,347	8,785	9,659	营业成本	28,175	28,868	34,387	37,487
应收账款	576	501	639	713	营业税金及附加	701	719	862	948
其他应收款	130	124	160	172	销售费用	1,996	2,121	2,464	2,710
预付账款	465	437	518	581	管理费用	1,962	2,053	2,464	2,710
存货	1,230	1,390	1,573	1,719	财务费用	(107)	(47)	(63)	(81)
其他流动资产	3,725	3,329	3,203	3,366	资产减值损失	67	(26)	(26)	(26)
非流动资产	11,178	9,363	8,956	8,449	公允价值变动收益	(9)	(93)	15	21
长期投资	633	381	493	502	投资净收益	27	20	20	20
固定资产	7,093	6,644	6,195	5,745	营业利润	853	455	1,007	1,457
无形资产	973	718	598	499	营业外收入	186	179	197	204
其他非流动资产	2,479	1,620	1,670	1,702	营业外支出	4	5	5	5
资产总计	23,672	22,492	23,834	24,659	利润总额	1,035	630	1,199	1,656
流动负债	14,644	12,180	15,961	17,439	所得税	103	94	180	248
短期借款	0	106	102	98	净利润	932	535	1,019	1,408
应付账款	4,144	3,833	4,971	5,303	少数股东损益	15	8	18	23
其他流动负债	10,500	8,241	10,888	12,037	归属母公司净利润	917	527	1,002	1,385
非流动负债	2,011	1,991	1,439	1,392	EBITDA	1,825	922	1,448	1,871
长期借款	880	880	880	880	EPS (元)	0.71	0.41	0.78	1.08
其他非流动负债	1,131	1,111	559	512					
负债合计	16,655	14,171	17,400	18,831					
少数股东权益	178	186	204	227					
股本	1,285	1,285	1,285	1,285					
资本公积	1,361	1,361	1,361	1,361					
留存收益	4,190	4,548	5,261	6,294					
归属母公司股东权益	6,840	7,194	7,907	8,939					
负债和股东权益	23,672	21,551	25,511	27,997					

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	15.49%	1.71%	20.00%	10.00%
营业利润	183.23%	-46.63%	121.15%	44.65%
归属于母公司净利润	85.39%	-42.55%	90.09%	38.25%
获利能力				
毛利率(%)	16.25%	15.63%	16.25%	17.00%
净利率(%)	2.73%	1.54%	2.44%	3.07%
ROE(%)	13.28%	7.25%	12.57%	15.36%
ROIC(%)	28.82%	23.58%	11.73%	14.95%
偿债能力				
资产负债率(%)	70.36%	65.75%	68.21%	67.26%
净负债比率(%)	78.45%	104.57%	49.07%	68.24%
流动比率	0.85	1.08	0.93	0.93
速动比率	0.77	0.96	0.83	0.83
营运能力				
总资产周转率	1.56	1.48	1.77	1.86
应收账款周转率	88.79	83.13	95.96	88.57
应付账款周转率	8.45	8.58	9.33	8.79
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.41	0.78	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.93	(0.83)	3.30	2.13
每股净资产(最新摊薄)	5.32	5.60	6.15	6.96
估值比率				
P/E	20.7	36.1	19.0	13.7
P/B	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	3.55	21.77	13.87	10.73

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2,478	(1,065)	4,245	2,733
净利润	932	527	1,002	1,385
折旧摊销	1,067	514	503	494
财务费用	(116)	(47)	(63)	(81)
投资损失	(27)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(17)	(1,929)	2,816	937
其他经营现金	638	(110)	7	18
投资活动现金流	(793)	365	(108)	(10)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(166)	252	(112)	(9)
其他投资现金	(626)	113	5	(1)
筹资活动现金流	(182)	(305)	(146)	(235)
短期借款	(137)	106	(4)	(4)
长期借款	(150)	0	0	0
普通股增加	(4)	0	0	0
资本公积增加	57	0	0	0
其他筹资现金	51	(412)	(143)	(231)
现金净增加额	1,503	(1,006)	3,991	2,488

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。