

**江淮汽车 (600418) :**
**----踏入康庄大道**
**摘要:**

在新能源汽车面临大发展前景下,公司较早介入新能源汽车领域,在技术研发和市场推广上均具备了相对优势。目前公司已经系统制定了新能源汽车发展战略,欲使其成为构筑未来核心竞争力的战略业务。由此,公司面临成立以来又一次具有阶段性意义的转型。

加码新能源汽车战略。公司很早就进入新能源汽车领域,经过多年积累,已经确立了在新能源汽车的综合优势。目前公司新能源汽车正处于由技术准备阶段向大规模商品化阶段过渡的时期。公司纯电动技术路线与国家新能源汽车政策即定的优先发展路线相一致。

SUV 产品表现格外突出,上市后短时期内即登上同属细分行业销售冠军,并在第一阵营中站稳脚跟。后续随着产品线进一步丰富,公司将分享国内 SUV 的高增长盛宴。

传统商用车业务正在企稳。未来公司将其电动车技术横向拓展至轻型商用车领域,技术优势和传统轻卡市场优势的结合,将为公司开辟出一片新天地。

**盈利预测:** 预测公司 2015-2017 年每股收益分别 0.71、1.05、1.78 元,对应当前股价市盈率 18.3、12.3、7.3 倍。看好公司管理团队、战略把控以及执行能力,给予公司 2016 年 20 倍市盈率估值,“买入”评级。

**风险提示:** 市场系统性风险,国内 SUV 价格战白热化,新能源汽车推广低于预期

估值结果汇总	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	34169.4	39294.8	46367.9	55641.5
营收增长率(%)	1.6	15.0	18.0	20.0
净利润(百万)	539.1	1058.9	1560.1	2657.9
净利润增长率(%)	-42.2	96.4	47.3	70.4
ROE(%)	7.6	7.9	10.6	15.5
EPS	0.41	0.71	1.05	1.78
P/E	34.0	19.6	13.3	7.8
P/B	2.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.0	12.6	8.4	6.0

**公司深度**
**作者简介**

编辑: 阎立建

电话: 66006297

执业证书: S0400514050001

报告日期: 2015-07-31

**主要数据**

江淮汽车 [600418]

当前价: 12.32

目标价: 20

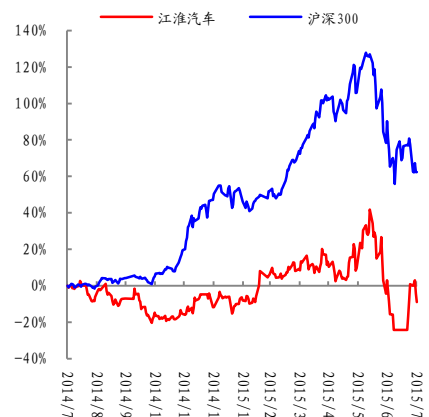
评级: 买入

**股票价格涨幅/市场表现 (%)**

1 个月	3 个月	12 个月
-6.97/11.43	-15.38/24.45	0.53/-38.43
总股本		1463.23(百万股)
流通 A 股		102.21(百万股)
3 月日均成交量		46.33(百万股)

**主要股东**

安徽江淮汽车集团控股有限公司	30.47
建投投资有限责任公司	10.83
合肥市国有资产控股有限公司	2.35

**股价表现**

**公司动态**

2015-07-30	江淮汽车(600418)募资45 亿加码新能源车
2015-07-28	江淮汽车(600418)加码新能源救市前景难料



## 目录

1.公司经营现状 .....	3
2.我国新能源汽车进入高速增长阶段 .....	4
3.公司转型：深耕新能源汽车市场 .....	5
3.1 纯电动汽车的先行者 .....	5
3.2 加码新能源汽车战略 .....	6
4.分享国内 SUV 高增长盛宴，进入第一阵营 .....	6
4.1 国内 SUV 市场持续高增长 .....	6
4.2 公司 SUV 新品领跑细分市场 .....	7
5.传统商用车业务企稳 .....	7
6.盈利预测和投资建议 .....	8
7.风险提示 .....	8
指标分析与报表预测 .....	9
其他明细条目 .....	10

## 1.公司经营现状

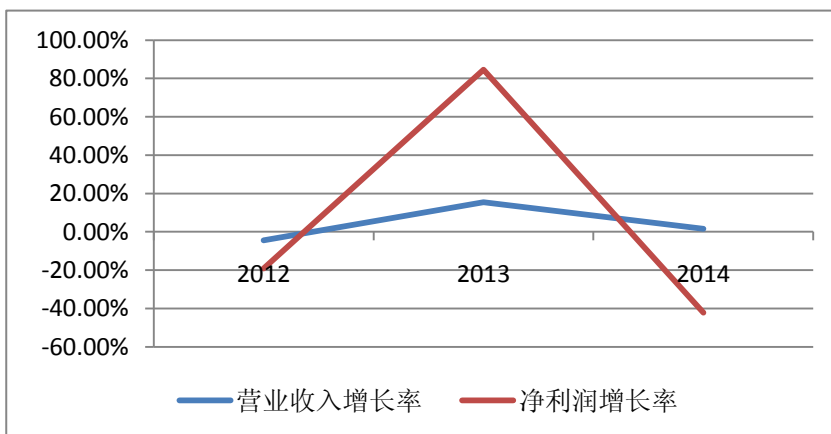
公司以单一生产客车底盘起始，几经转型，如今产品已经覆盖了商用车、乘用车、底盘等多品类，成为国内一家重要的综合性汽车厂商。

公司的轻卡业务长期雄踞行业前三位置，近年来市场占有率有了阶段性提升。乘用车业务在新领导层入主后进行了调整，停止在轿车业务上的大规模投入，而以有限发展 SUV 业务为主。目前江淮 SUV 已经进入国内同行业第一阵营。

在新能源汽车面临大发展前景下，公司较早介入新能源汽车领域，在技术研发和市场推广上均具备了相对优势。目前公司一系系统制定了新能源汽车发展战略，欲使其成为构筑未来核心竞争力的战略业务。由此，公司面临成立以来又一次具有阶段性意义的转型。

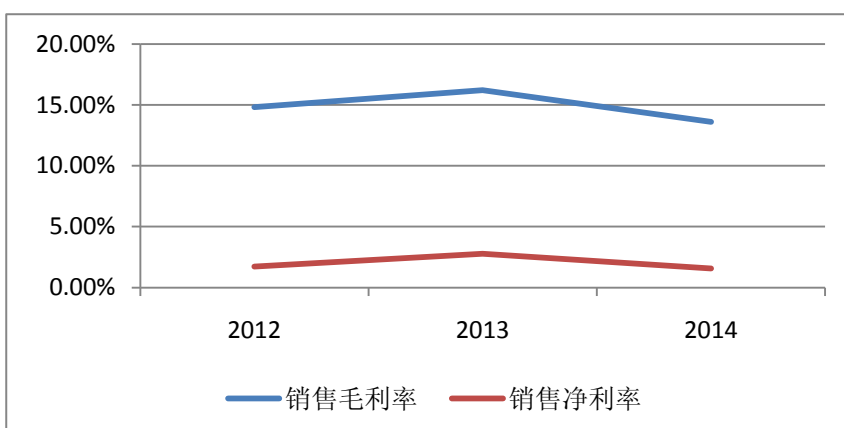
受国内宏观经济以及升级国 IV 排放政策以及公司业务重点调整因素等影响，2014 年主营业务无论收入和利润均出现增速下滑。这一局面预计将在 2015 年出现明显改善，原因在于轻卡排放升级后单车毛利率提高，以及公司优先发展的 SUV 业务突飞猛进，迅速进入行业第一阵营。公司在自主研发上的长期大力投入预计开始进入收获季。

图 1: 公司营收和净利润增速



资料来源：公司公告

图 2: 公司盈利能力变化



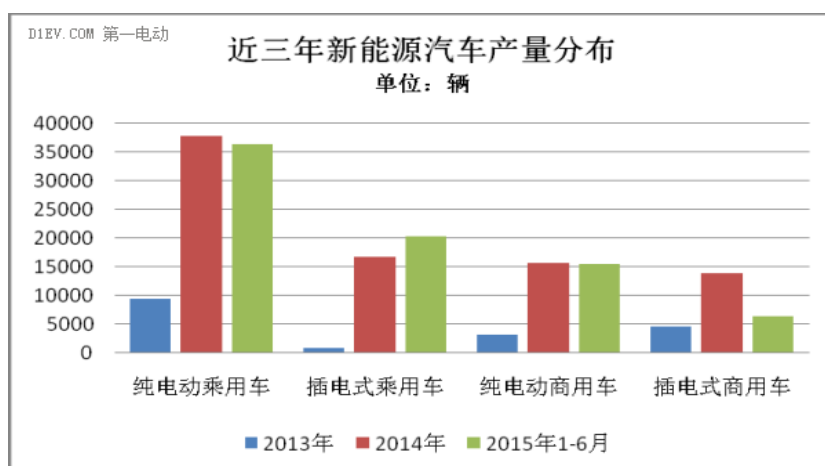
资料来源：公司公告

## 2.我国新能源汽车进入高速增长阶段

在政府自上而下的大力推动下，我国新能源汽车迎来了快速增长。2014 年我国新能源汽车销售同比增长达到了 3.2 倍。而根据国务院《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》的规划以及新能源汽车的技术和成本的市场化进度，2020 年前，中国的新能源汽车产销量都将高速增长。2014 年 12 月份四部委联合发布《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》征求意见稿，稳定了未来六年的新能源汽车推广补贴政策，并推广至全国。随着新能源汽车产品性能的不断改进，以及公共领域日趋成熟的试验运行示范作用积累，私人消费市场的打开将指日可待。

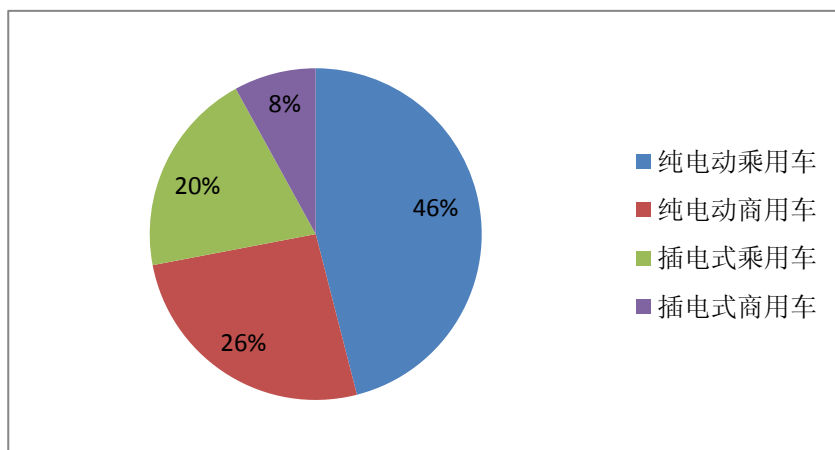
工信部统计数据显示，2015 年上半年，新能源汽车产销增速延续了去年的高速增长态势，累计生产 7.85 万辆，同比增长 3 倍。新能源汽车高速增长中，有两个特征值得注意。一是新能源乘用车达到 5.67 万辆，在整体新能源汽车中占比达 72%，这一数字比 2014 年提高了 7 个百分点。同时，新能源乘用车销售数据的波动上，已经开始具备了与传统乘用车类似的特征。这两个特征表明，新能源汽车的市场化程度正在提高，这正是政府自上而下大力推动想要取得的效果。

图 3: 近三年新能源汽车产量分布



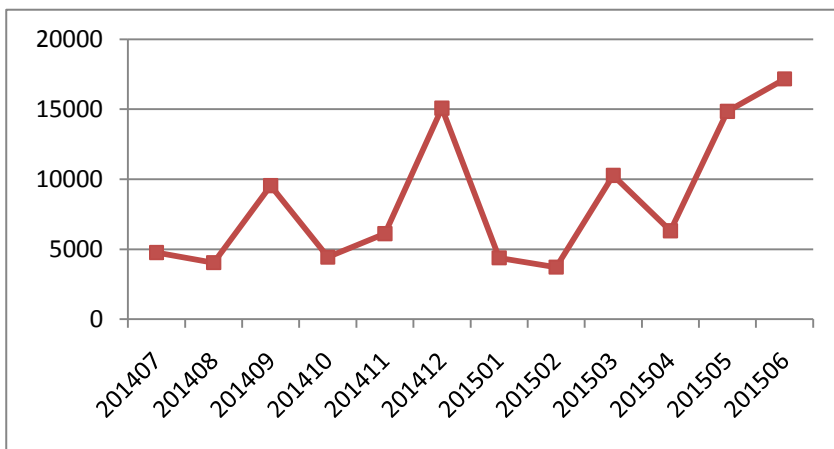
资料来源：第一电动汽车网

图 4: 2015 上半年新能源汽车产量分布



资料来源：第一电动汽车网

图 5: 新能源乘用车产量变化 (单位: 辆)



资料来源: 第一电动汽车网

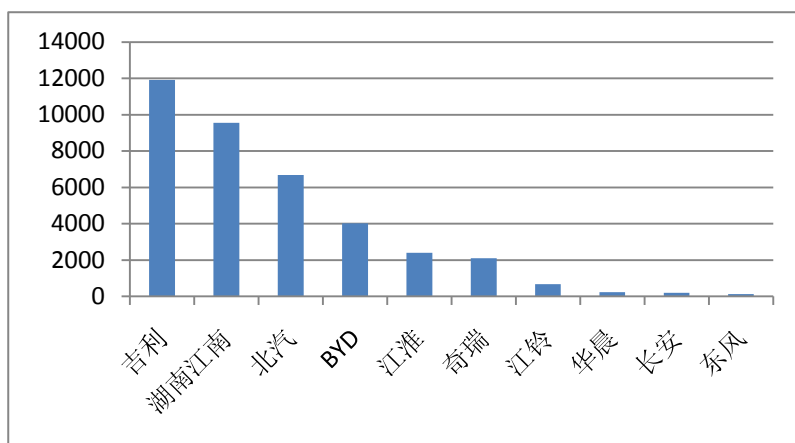
### 3.公司转型：深耕新能源汽车市场

#### 3.1 纯电动汽车的先行者

公司早在 2002 年就开始进入新能源汽车领域, 经过多年积累, 已经确立了在新能源汽车的综合优势。公司在新能源汽车技术掌控、研发体系建设、价值链关键环节的整合运用能力、人才培养等方面积累了比较优势, 掌握了新能源汽车整车平台的核心技术和能力, 并通过联合技术攻关和产品开发, 掌握了电池、电机、电控等核心零部件的开发能力。目前公司新能源汽车正处于由技术准备阶段向大规模商品化阶段过渡的时期。公司坚持纯电动技术路线, 与国家新能源汽车政策即定的优先发展纯电动路线相一致。截至目前, 公司已经研发了五代纯电动乘用车 (iEV1-5)。最新的 iEV5 具有了质的提升, 是江淮完全正向开发的纯电动车, 具有纯电动车专用底盘和车身结构, 续航能力也明显提升, 该产品已经在上半年上市销售。根据最新公告, 公司新能源汽车业务将扩展至商用车领域, 这将有利于其新能源技术优势与传统的市场优势的结合。

从市场表现看, 公司纯电动车累计销量曾长期占有第一的位置, 2015 上半年的排名中, 公司在主流厂商中仍然位于前列。在 2014 年, 公司与美国 GreenTech Automotive, Inc. 签署了出口 2000 台电动车的框架性协议, 并启动首批 200 台采购订单。该事件表明公司的纯电动汽车技术得到了较为广泛的认可, 对国内也将产生较强的示范作用。

图 6：2015 上半年车企纯电动乘用车产量（单位：辆）



资料来源：第一电动汽车网

### 3.2 加码新能源汽车战略

公司新进制订了新能源汽车业务发展战略（i. EV+战略），将新能源汽车业务作为构筑公司未来核心竞争优势的战略业务。公司将重点发展纯电动和插电式混合动力两大技术平台。战略概要中提到“系统布局，通过资本运作和产融结合，突出产品实现过程一致性能力建设，强化电池、电机、电控“三大电”及能量回收、远程监控、电动转向等“六小电”的核心零部件产业链建设。”市场目标为“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，形成节能汽车、新能源汽车、智能网联汽车共同发展的新格局。”

结合公司的发展规划，公司于 7 月份推出非公开发行方案，拟募资 45 亿元进行三个项目的建设：（1）新能源乘用车及核心零部件建设项目；（2）高端及纯电动轻卡建设项目；（3）高端商用车变速器建设项目。项目完成后将具备新能源乘用车及核心零部件的完整生产系统，形成十个重点区域的“江淮新能源汽车运营服务中心”。产能上分别形成单班 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，以及单班 10 万辆/年高端及纯电动轻卡可共线生产的产能。

## 4.分享国内 SUV 高增长盛宴，进入第一阵营

### 4.1 国内 SUV 市场持续高增长

在乘用车市场中，suv 由于其时尚、个性化、大空间等特点越来越赢得年轻一代的青睐。根据美国等成熟汽车市场的发展经历，suv 在乘用车市场的总体占比能够达到 25%左右，而我国目前尚较为明显低于这一水平。

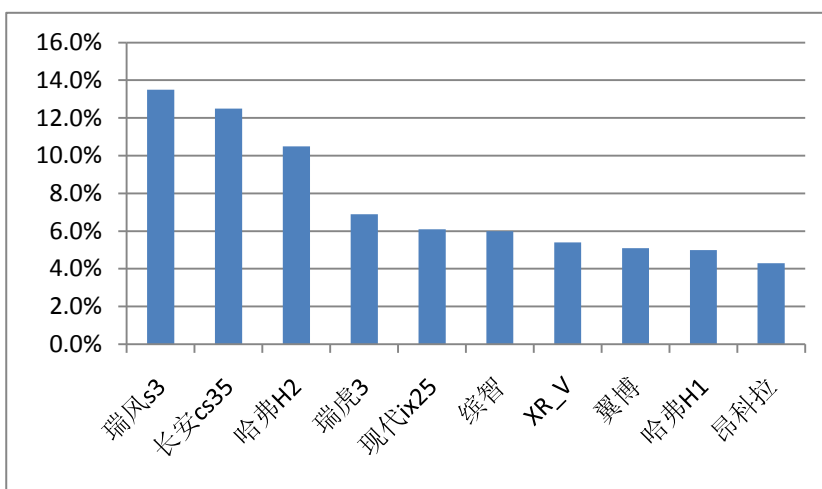
我国 SUV 市场呈现出了持续高增长态势，连续超过两年以上占据乘用车各细分行业增速第一的位置，且增速远高于其他。即使在 2015 年以来整体乘用车市场增速下滑背景下，suv 仍然保持了以往的高增速，呈现出一枝独秀的局面。2015 上半年上市的车型中，60%以上属于 SUV，国内主机厂已经从 A 级车为主的增量战略转移到 SUV 导向。中汽协数据显示，上半年乘用车销量同比增长 6.4%，回落 4.7 个百分点，其中轿车同比下降 5.89%，而 SUV 销量同比增长高达 45.94%

## 4.2 公司 SUV 新品领跑细分市场

上市车企纷纷加速布局 SUV，而江淮汽车的 SUV 产品表现格外突出。2015 年前 5 个月，江淮汽车旗下的瑞风 S3 销量达 12400 辆，在 SUV 总体销量中排名第七。而在 S3 所属的 A0 级 SUV 细分行业中，江淮瑞风 S3 销量高居榜首。从时间上看，瑞风 S3 于 2014 年 8 月上市，之后两三个月就快速登顶，显示出江淮新产品不凡的竞争实力。

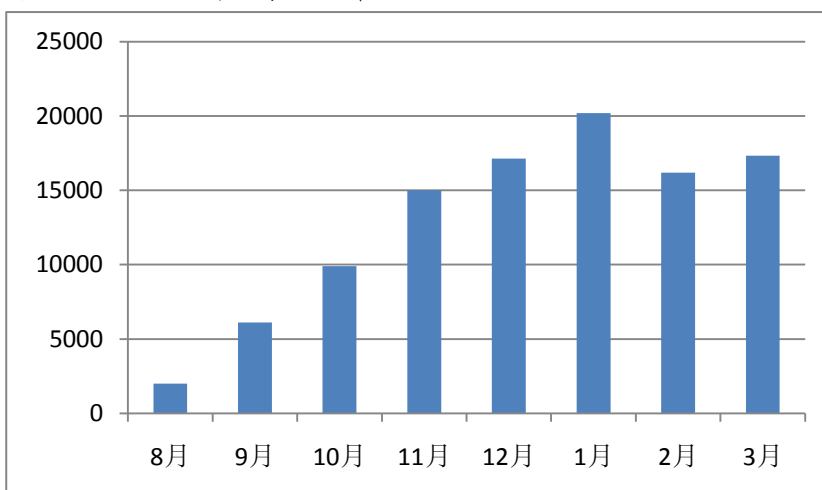
SUV 产品储备丰富。上半年已经推出二代瑞风 S5，搭载了新的动力组合，在汽车之家等汽车网站上的反响强烈，口碑排行榜上名列前茅；下半年小型 SUV 瑞风 S2 上市，中大型产品 S7 计划于 2016 年上市。在具有良好的新开端后，产品线的丰富将进一步提升公司 SUV 产品的综合竞争力。

图 7：2015 一季度瑞风 S3 在细分领域排名第一



资料来源：乘用车联合会 财达证券

图 8：瑞风 S3 上市后表现（单位：辆）



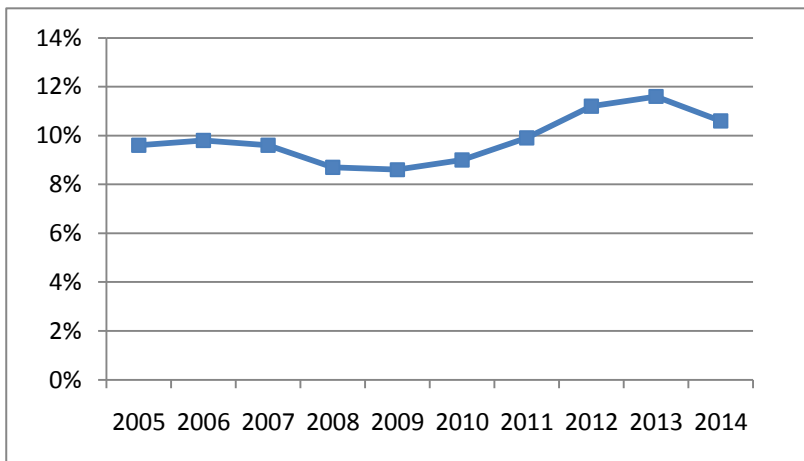
资料来源：公司公告

## 5.传统商用车业务企稳

收入结构上商用车业务占据主要部分。公司商用车品类齐全，覆盖了重卡、轻卡、客车及其底盘、MPV 等，其中轻卡是公司最主要的收入来源，其轻卡连续多年占据行业前三位置。受国内基建投资减缓以及商用车排放升级政策等影响，国内商用车近两年来持续低迷。

最新 6 月数据显示，在汽车业整体增速放缓同时，商用车月度销售增速由此前的长期负值开始转正，表明行业负面因素的影响正在减弱。而 6 月份的轻卡销售同比增长 13%，成为商用车增速转正的主要动力。而根据公司的新能源战略，未来将其电动车技术横向拓展至轻型商用车领域，技术优势和传统轻卡市场优势的结合，将为公司开辟出一片新天地。

图 9：江淮轻卡市占率



资料来源：中汽协网站 财达证券

## 6.盈利预测和投资建议

预测公司 2015-2017 年每股收益分别 0.71、1.05、1.78 元，对应当前股价市盈率 18.3、12.3、7.3 倍。看好公司管理团队、战略把控以及执行能力，给予公司 2016 年 20 倍市盈率估值，“买入”评级。

## 7.风险提示

1. 市场系统性风险。
2. 国内 SUV 价格战白热化。
3. 新能源汽车推广低于预期、



**指标分析与报表预测**

资产负债表					利润表				
(百万元)					(百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	7973.1	2020.8	3411.7	2993.8	主营业务收入	34169.4	39294.8	46367.9	55641.5
应收帐款	3100.6	3225.3	4534.2	4839.3	主营业务成本	29522.0	33204.1	38717.2	45626.0
存货	1324.4	1648.9	1674.4	2297.9	主营业务利润	4647.4	6090.7	7650.7	10015.5
预付款项	581.5	388.0	814.6	631.4	营业费用	1783.7	1964.7	2318.4	2782.1
其他应收款	75.8	193.0	119.4	243.1	管理费用	2191.9	2357.7	2782.1	3338.5
非核心资产	1124.0	1124.0	1124.0	1124.0	财务费用	-93.8	143.6	270.8	271.5
固定资产	7682.1	9755.5	10270.2	10713.9	折旧摊销	1181.0	766.6	908.5	979.5
无形资产	1284.6	1984.9	1914.0	1843.2	资产减值损失	64.6	69.5	66.9	67.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动	8.7	8.7	8.7	8.7
其他非流动资产	99.9	99.9	99.9	99.9	投资收益	98.0	0.0	0.0	0.0
总资产	26418.1	21422.1	24944.1	25768.2	营业利润	178.1	755.1	1297.5	2467.9
短期借款	415.0	273.9	0.0	0.0	营业外净收入	393.0	395.1	394.7	394.0
应付款项	12457.5	0.0	0.0	0.0	利润总额	571.1	1150.2	1692.2	2861.9
预收款项	2091.6	289.6	2701.4	1167.4	所得税费用	32.0	91.3	132.1	204.0
其他应付款	1190.0	1190.0	1190.0	1190.0	净利润	539.1	1058.9	1560.1	2657.9
其他流动负债	893.0	893.0	893.0	893.0					
长期借款	860.0	2487.9	2487.9	2487.9	<b>主要财务指标</b>				
应付债券	0.0	1627.9	1627.9	1627.9		2014A	2015E	2016E	2017E
长期经营性负债	0.0	0.0	0.0	0.0	收入增长率(%)	1.6	15.0	18.0	20.0
其他非流动负债	1159.8	1159.8	1159.8	1159.8	净利润增长率(%)	-42.2	96.4	47.3	70.4
负债合计	19066.9	7922.1	10059.9	8525.9	EBITDA 增长率(%)	-16.9	18.0	40.2	44.0
少数股东权益	351.2	371.6	401.6	452.8	EBIT 增长率(%)	-47.7	143.6	53.9	61.6
股东权益	7000.1	13128.4	14482.6	16789.5	主营利润率(%)	1.6	2.7	3.4	4.8
净营运资本	-2326.3	14736.6	-653.7	2495.9	EBITDAMargin	0.0	0.1	0.1	0.1
投入资本 IC	926.1	14565.2	14355.3	17224.1	ROE	7.6	7.9	10.6	15.5
					ROIC	9.9	80.6	9.3	16.9
<b>现金流量表</b>					基本 EPS	0.41	0.71	1.05	1.78
					稀释 EPS	0.41	0.62	0.91	1.55
					每股红利	1.5	2.7	3.0	3.5
					每股现金流	1.1	-8.9	2.1	0.7
					每股净资产	4.8	9.0	9.9	11.5
					净负债/权益(%)	18.2	21.0	17.2	14.8
					总负债/总资产(%)	72.2	37.0	40.3	33.1
					流动比率	0.8	3.2	2.4	3.7
					速动比率	0.7	2.2	1.9	2.7
净利润	539.1	1058.9	1560.1	2657.9					
折旧摊销	1181.0	766.6	908.5	979.5					
净营运资金增加	22.1	-14632.4	724.5	-2403.2					
经营现金流	1554.6	-13044.6	3065.6	1087.0					
投资现金流	-347.0	-1047.1	-1046.9	-1044.8					
融资现金流	-570.2	8139.5	-627.9	-460.0					
现金净增(减)	673.5	-5952.3	1390.8	-417.9					
现金期末余额	7973.1	2020.8	3411.7	2993.8					

## 其他明细条目

### 评级定义

#### 【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

#### 【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

#### 【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

### 免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 联系方式

地址：石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层  
电话：0311-66006330      传真：0311-66006364      邮编：050000