

# 江淮汽车 (600418)

## 新能源厚积薄发，小型SUV稳健前行

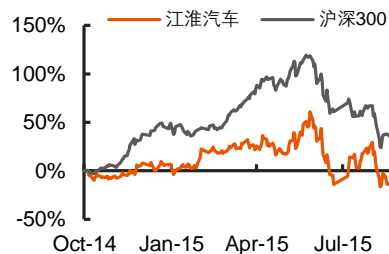
### 推荐 (维持)

现价: 14.41 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/30.47%
实际控制人/持股	安徽省国有资产监督管理委员会/21.44%
总股本(百万股)	1,463
流通 A 股(百万股)	830
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	210.85
流通 A 股市值(亿元)	119.55
每股净资产(元)	5.58
资产负债率(%)	74.64

#### 行情走势图



#### 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

**戴畅** 一般从业资格编号  
S1060115050033  
021-20667852  
DAICHANG706@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 平安观点:

- **新能源业务高速发展，16 年纯电产品销量有望翻倍。电池供应突破：**电池供应瓶颈 9 月份得到缓解，单月纯电动轿车销量爬升至 1400 辆，环比大增 400 辆，预计随着国内动力电池行业急速扩张，公司电池供应问题 16 年将进一步缓解。**异地扩张加速：**公司拟在武汉和当地企业合资建厂，在 16 年底形成 1 万辆的新能源汽车产能，公司有望在全国复制该模式加速新能源业务的异地扩张。**新能源产品种类拓展：**预计公司电动轻卡产品将于 2016 年上半年上市，电动 SUV 也有望随后上市，产品种类拓展将进一步促进公司新能源业务的发展。
- **SUV 产品销售火爆，超越市场预期。**公司小型 SUV 销售火爆，其 S3 月销稳定在 1.5 万左右，领跑小型 SUV 市场，新上市 S2 产品 9 月份销量达 6930 辆。公司明后年还会推出中型 SUV S7 以及另一款小型 SUV S1，届时公司 SUV 将覆盖从 A0 到 B 级所有领域，顺应我国 SUV 行业内部结构分化的大趋势 (B 级和小型 SUV 扩张，紧凑型 SUV 萎缩)，有望持续分享 SUV 行业高速发展的红利。
- **轻卡景气回升，MPV 深度调整。**8、9 月公司分别销售轻卡 1.3、1.4 万辆，同比增长 41.7%、42.8%，明显好于行业 16.3%和 7.6%的增速。从三季度销售看，我们认为公司轻卡业务最艰难时期已经过去，并将先于行业景气回升。公司 MPV 产品谱系过于老化，前 9 月销量 4.3 万辆，同比减少 23.4%，而全行业同比增长 8.1%。公司将于 2015 年底 2016 年初对老瑞风 MPV 进行改款，预计产品序列的更新将改善 MPV 销售。
- **盈利预测与投资建议。**看好公司新能源、SUV 业务的发展，以及传统轻卡业务的景气回升，同时购置税减半将使公司主打产品性价比更加突出。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.70、1.16、1.26 元，对应 PE 分别为 20.5、12.4、11.4 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 新能源汽车销量不及预期；2) SUV 新品销售不及预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	33620	34169	44517	48888	53660
YoY(%)	15.5	1.6	30.3	9.8	9.8
净利润(百万元)	917	529	1029	1696	1848
YoY(%)	85.4	-42.4	94.7	64.7	9.0
毛利率(%)	16.2	13.6	12.3	9.7	9.0
净利率(%)	2.7	1.5	2.3	3.5	3.4
ROE(%)	13.3	5.7	10.1	14.5	13.9
EPS(摊薄/元)	0.63	0.36	0.70	1.16	1.26
P/E(倍)	23.0	39.9	20.5	12.4	11.4
P/B(倍)	3.1	2.7	2.4	2.1	1.8

# 正文目录

<b>一、新能源业务高速增长</b> .....	<b>4</b>
1.1 新能源业务高速发展，16 年有望销量翻倍。.....	4
1.2 发布“i.EV+战略”，新能源发展规划更加清晰.....	7
1.3 定增不超过 45 亿，为新能源业务发展保驾护航.....	8
<b>二、SUV 产品销售火爆，超越市场预期</b> .....	<b>9</b>
2.1 SUV 业务高速增长，S3 继续领跑小型 SUV，S2 新上市反响良好.....	9
2.2 SUV 产品布局顺应行业发展趋势，有望持续提升公司业绩.....	10
<b>三、轻卡景气回升，MPV 深度调整</b> .....	<b>11</b>
3.1 公司轻卡业务下半年将逐步回升.....	11
3.2 公司 MPV 业务深度调整.....	13
<b>四、购置税减半将强化公司主打车型性价比优势</b> .....	<b>14</b>
<b>五、盈利预测与投资建议</b> .....	<b>14</b>
<b>六、风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

图表 1	最近三年各车企纯电动乘用车产量情况	单位：辆.....4
图表 2	2015 年以来江淮汽车各月份纯电动汽车产销量	单位：辆 ....5
图表 3	2015 年各月江淮新能源轿车销量占有所有轿车销量的比例 .....	5
图表 4	我国动力锂电池历年产能与产量 单位：MWH.....	6
图表 5	中国动力锂电池设备投资规模 单位：亿元 .....	6
图表 6	江淮汽车与武汉盟盛人新能源合作框架协议主要内容.....	6
图表 7	江淮汽车的多层次研发体系 .....	7
图表 8	江淮“i.EV+战略”主要内容 .....	8
图表 9	公司定增募投项目详细情况 单位：亿元、年 .....	8
图表 10	最近两年主要新能源汽车推广政策.....	9
图表 11	江淮历年销量结构 单位：万辆 .....	10
图表 12	江淮历年 SUV 销售市占率.....	10
图表 13	江淮汽车 SUV 销量结构 单位：辆 .....	10
图表 14	我国 SUV 销量历年分级别市场占有率 .....	11
图表 15	公司的轻卡产品谱系 .....	12
图表 16	我国轻卡历年销量和同比增长 单位：万辆 .....	12
图表 17	主要轻卡企业历年轻卡销量 单位：万辆.....	12
图表 18	江淮轻卡历年销量和市占率 单位：万辆.....	13
图表 19	轻卡行业以及江淮轻卡 2015 年单月销量同比增速 .....	13
图表 20	江淮 MPV 销售市场占有率 .....	13
图表 21	我国 MPV 历年销量和同比增长 单位：万辆.....	14
图表 22	江淮 MPV 销量及同比增速 .....	14
图表 23	江淮各购置税减半产品的优惠幅度 单位：万元 .....	14
图表 24	江淮汽车分业务业绩预测 单位：亿元、辆 .....	15

## 一、 新能源业务高速增长

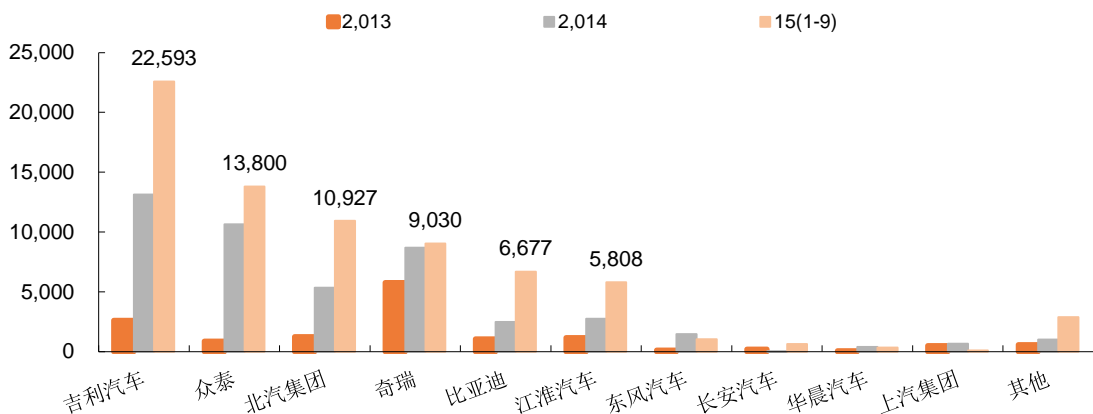
### 1.1 新能源业务高速发展，16 年有望销量翻倍。

1) 电池供应瓶颈逐步突破，纯电产品销量超预期。

公司新能源业务走纯电动路线，在售产品为纯电动轿车 IEV4 和 IEV5。IEV4 2014 年 2 月 28 日上市，2015 年 9 月 9 日推出新款，使用合肥国轩提供的磷酸铁锂电池；IEV5 2015 年 4 月 20 日上市，使用山东力神提供的三元电池。

从产量来看，近三年来江淮位居行业纯电动乘用车产量第 5-6 名。前六大厂商纯电动乘用车产量占行业总产量的比例达到 90%以上，江淮 2015 年前 9 月累计生产 5808 辆，市占率为 7.9%。

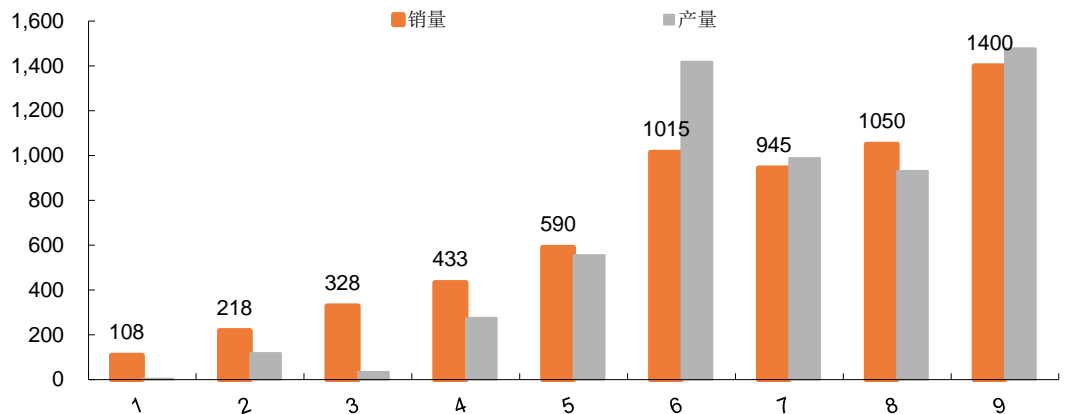
图表1 最近三年各车企纯电动乘用车产量情况 单位：辆



资料来源：节能与新能源汽车网、平安证券研究所

2015 年公司新能源业务发展迅速，销售占比迅速提升。2015 年国家和各地方新能源相关政策频出，公司纯电动产品供不应求，其生产与销售随着电池供应瓶颈的突破频繁超越市场预期。2015 年 6-8 月份，山东力神方面电池供应有所突破，公司 IEV5 销量提升，IEV4、IEV5 总销量达 1000 台左右；2015 年 9 月份，随着山东力神电池供应进一步提升，IEV5 继续放量，公司 IEV4 和 IEV5 总销量即攀升到 1400 台。从公司销售结构看，新能源轿车占轿车总销量的比例年初在 10%以下，6-8 月份迅速攀升到 30%-40%，而 9 月份则达到了 72.8%。

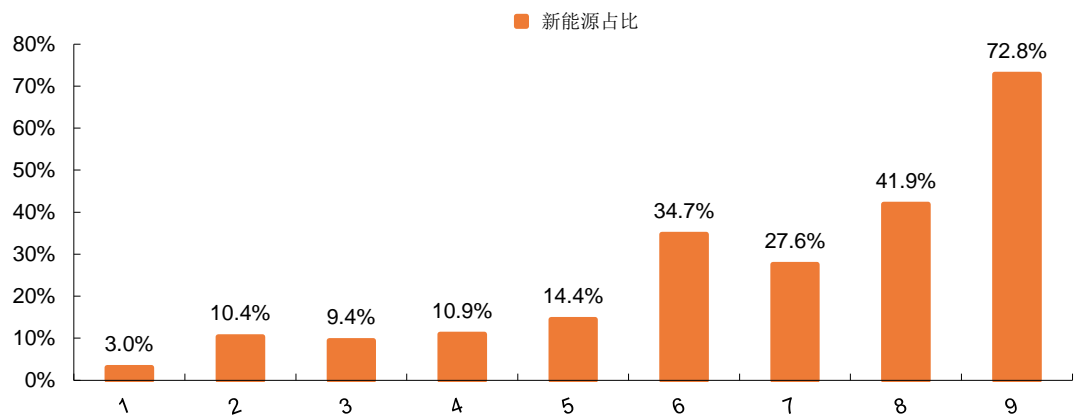
图表2 2015年以来江淮汽车各月份纯电动汽车产销量 单位：辆



资料来源：公司公告，节能与新能源汽车网、平安证券研究所

注：公司未公告4月及以前销量，故4月及以前销量为平安汽车根据累计销量预测所得。

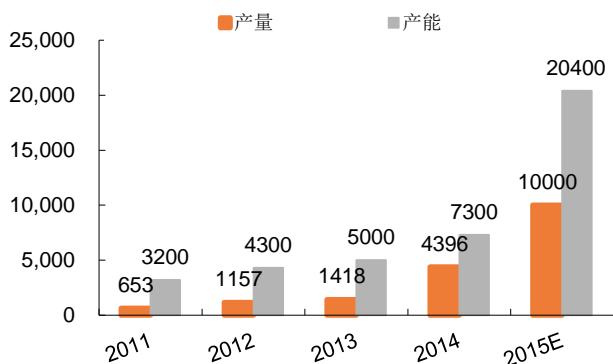
图表3 2015年各月江淮新能源轿车销量占所有轿车销量的比例



资料来源：公司公告，节能与新能源汽车网、平安证券研究所

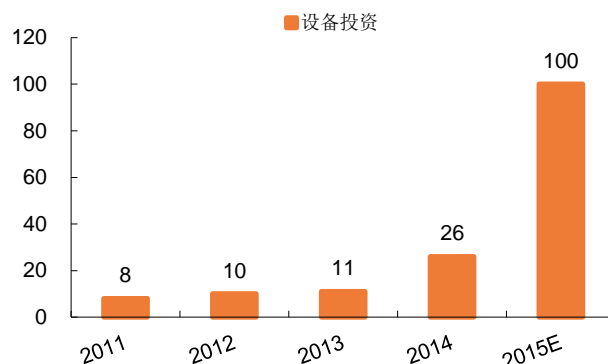
近两年新能源汽车发展前景向好，各大锂电池厂商相继扩产。根据高工锂电的预测，2015年我国动力锂电池产能和产量将分别达2.04万MWH和1万MWH，同比2014年增长127%和179%，同时2015年中国动力锂电池设备投资预计100亿，同比增长285%。我们认为动力锂电池行业的高速扩张将缓解公司电池供应瓶颈，同时降低公司电池成本，公司2016年新能源产品有望翻倍。

图表4 我国动力锂电池历年产能与产量 单位: MWH



资料来源:高工锂电、平安证券研究所

图表5 中国动力锂电池设备投资规模 单位:亿元



资料来源:高工锂电、平安证券研究所

2) 在武汉投资设立合资公司, 新能源异地扩张加速。

公司 2015 年 9 月 1 日公告与武汉盟盛人新能源签署合作框架协议, 双方拟在武汉市蔡甸区投资设立一家年产 1 万辆新能源汽车的合资公司。合资公司注册资本为人民币 5000 万元, 江淮汽车以现金和实物出资, 占合资公司注册资本的 70%; 武汉盟盛人新能源以现金出资, 占合资公司注册资本的 30%。该, 该项目拟于 2015 年底开工, 建设周期 12 个月, 争取到 2016 年底形成年产 1 万辆新能源汽车的生产营销服务能力。

由于存在地方补贴保护问题, 新能源汽车异地销售争取当地补贴存在一定困难。江淮异地推广主要采取两种模式: 一是武汉模式, 与当地企业合作成立组装厂, 从而为电动车在当地的销售服务; 二是北京模式, 在当地设置一个独立的销售子公司, 负责新能源汽车的销售。

我们预计公司未来有望在其他合适城市复制这两种模式, 从而加速实现新能源业务的异地扩张。

图表6 江淮汽车与武汉盟盛人新能源合作框架协议主要内容

	江淮汽车	盟盛人新能源
双方责任	1、负责产品的开发及技术支持; 2、主导合资公司的运营管理; 3、合资公司在同质条件下优先采购当地配套零部件等	1、按甲方的规划建设方案进行厂房及基础设施建设; 2、厂房前三年免费提供给合资公司, 三年后合理收取租赁费用; 3、确保甲方或合资公司新能源汽车产品能获得地方补贴; 4、推进包括但不限于取得 500 台新能源出租车, 1500-2000 台电动卡车的政府采购订单
双方投入	以现金和实物出资, 占合资公司注册资本的 70%;	以现金出资, 占合资公司注册资本的 30%。
建设安排	2015 年底开工, 建设周期 12 个月, 争取到 2016 年底形成年产 1 万辆新能源汽车的生产营销服务能力	

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

3) 开发纯电动 SUV 和纯电动轻卡, 进一步丰富新能源产品序列。

公司在乘用车和商用车领域都有新能源产品规划。乘用车方面, 公司将在现有平台上推出纯电动 SUV 和小型电动车, 预计相关产品会于明后年上市。商用车方面, 公司通过调研确认市场需求集中在载重 3.5t, 续航里程 100 公里的产品领域, 将针对性地推出电动轻卡产品, 预计 2016 年上半年上市。

4) 研发体系完善, 新能源技术储备深厚

公司研发体系完善，已经形成了由国家级技术中心、海外技术中心、高效科研院所联盟、全球专业设计机构和核心供应商、以及事业部或子公司技术部门组成的多层次研发体系。

**图表7 江淮汽车的多层次研发体系**



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

公司新能源技术储备深厚，2010 年公司推出第一代纯电动轿车，如今已经迭代到第五代。公司已经掌握了“电池成组与管理、电机、电控“三大电以及电动转向、远程监控、能量回收等六小电的核心技术，未来将坚持“乘用车+商业车”并举，通过资本运作的方式对电池、电机、电控等核心零部件进行纵向产业链布局，实现由技术掌控到资源掌控的过渡。

## 1.2 发布“i.EV+战略”，新能源发展规划更加清晰

公司 2015 年 7 月 18 日发布新能源汽车业务发展战略，为新能源业务发展进行顶层规划。

**战略目标：**到 2015 年，新能源汽车总产销量达到公司总产销量的 30%以上。

**战略定位：**坚持创新驱动，重点发展纯电动和插电式混合动力两大技术平台。坚持客户价值导向，积极构建性价比优势明显的新能源汽车产品体系。

**细分领域规划：**新能源乘用车：主要布局一线城市、限行限购城市和地方鼓励消费城市，在继续发展私人消费市场的基础上，积极拓展与政府以及公共商业运营服务商的合作；新能源商用车：在公司纯电动技术和整车生产平台资源的基础上，快速推出新品，主要聚焦城市物流和市政环卫两大市场；新能源客车：打造营销、服务、技术、供应四位一体的市场直销模式，巩固并努力提高城市公交份额，加速拓展城乡客运和团体客户市场。



图表8 江淮“i.EV+战略”主要内容



**i.EV+战略核心内容:**

- 战略目标: 2025年江淮新能源汽车产销量占总产销量30%以上
- 战略定位: 创新驱动, 重点发展纯电动和插电式混合动力两大技术平台; 客户导向, 构建性价比优势明显的新能源汽车产品体系。
- 新能源乘用车: 主要布局一线、限行限购、以及地方鼓励消费城市, 以私人消费市场为基础, 拓展与政府以及公共商业运营服务商的合作
- 新能源商用车: 在公司纯电动技术和整车生产平台资源的基础上推出新产品, 聚焦城市物流和市政环卫两大市场
- 新能源客车: 提高城市公交份额, 拓展城乡客运和团体客户市场

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### 1.3 定增不超过 45 亿, 为新能源业务发展保驾护航

公司2015年7月22日发布定增预案,拟以不低于13.88元/股价格发行不超过32,907万股(含32,907万股),募集不超过45亿用于以下项目:1)新能源乘用车及核心零部件建设项目(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);2)高端及纯电动轻卡建设项目(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);3)高端商用车变速器建设项目(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)。

国家以及地方政府大力推广新能源汽车。近年来国家和各级地方政府层面新能源汽车推广政策频出:国家层面,强制政府机关及公共机构购买新能源汽车、免征新能源汽车车辆购置税、对新能源汽车推广应用进行财政补贴、优惠征收新能源汽车车船税;地方政府方面,各级地方政府根据国家推广总规划和补贴政策推出各地方版本,另外北京上海对新能源汽车还采用了提高中签率、免费发放专用牌照额度的鼓励措施。

公司定增募投资金主要用于新能源汽车业务相关项目,我们认为公司定增支持新能源业务发展符合国家相关的产业政策以及公司整体战略发展方向,未来将进一步巩固公司的市场地位,提升公司的盈利能力和规模。

图表9 公司定增募投项目详细情况

投资项目名称	总投资	拟使用募集资金	年产能	单位:亿元、年		
				预计年收入贡献	预计年利润贡献	税后投资回收期
新能源乘用车及核心零部件建设	23.73	20.00	单班10万辆新能源乘用车、15万套动力电池总成及15万套电机电控	237.00	8.10	7.18
高端及纯电动轻卡建设	22.95	20.00	单班10万辆高端及纯电动轻卡	109.00	6.27	6.90
高端商用车变速器建设	5.65	5.00	47.5万套/年的商用车变速器总成	17.00	1.53	6.17

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所



图表10 最近两年主要新能源汽车推广政策

时间	政策	颁布单位	主要内容
14.06.11	《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》	国家机关事务管理局等部委	2014年至2016年,中央国家机关及纳入新能源汽车推广应用城市的政府机关及公共机构购买的新能源汽车占当年配备更新总量的比例不低于30%
2014.08.06	《免征新能源汽车车辆购置税公告》	财政部、国家税务总局、工信部	2014年9月1日-2017年12月31日,对获得许可在中国境内销售的纯电动以及符合条件的插电式(含增程式)混合动力、燃料电池三类新能源汽车免征车辆购置税。
2015.03.18	《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》	交通部	至2020年,新能源汽车在城市公交、出租汽车和城市物流配送等领域的总量达到30万辆
2015.04.22	《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	财政部、科技部、工信部和发改委	2016-2020 继续新能源汽车补贴,但2017-2020 每两年补贴标准退坡20%。
2015.5.18	《关于节约能源,使用新能源车船车船税优惠政策的通知》	财政部、国家税务总局、工信部	新能源汽车免征车船税
2015.9.22	《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》	国务院	加速设施建设,到2020年,满足超过500万辆电动汽车充电需求;统一充电标准;完善扶持政策,简化规划建设审批,加大补贴力度,拓宽多元融资渠道,加大业主委员会协调力度,持关键技术研发,明确安全管理要求。
2015.9	《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020)》	国家发改委、国家能源局、工信部和住建部	将全国分为加快发展区、示范推广区、积极促进地区三个区域,并提出了分区域建设目标

资料来源:发改委,工信部,交通部,平安证券研究所

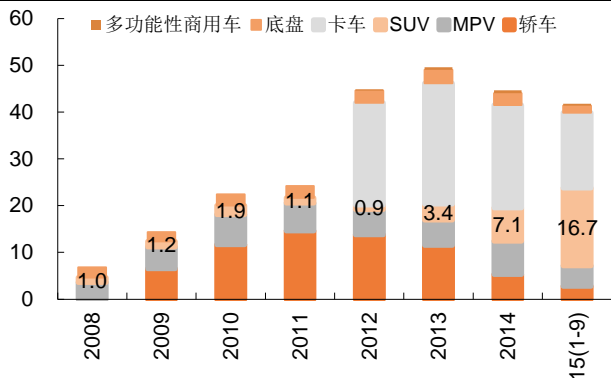
## 二、 SUV 产品销售火爆，超越市场预期

### 2.1 SUV 业务高速增长，S3 继续领跑小型 SUV，S2 新上市反响良好

SUV 业务高速增长，成为公司明星业务。

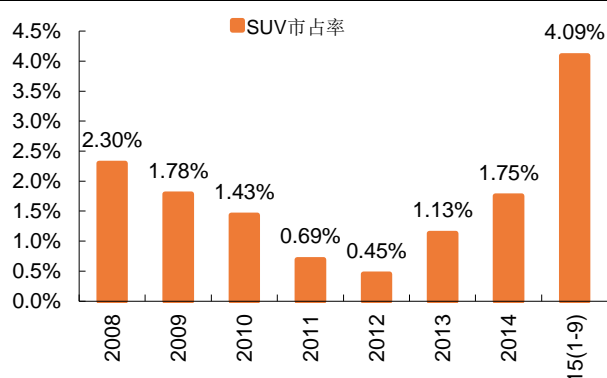
公司 SUV 业务 2012 年随着 S5 的上市逐步发力，市场占有率由历史最低点 0.45% 上升到 2015 年（前三季）的 4.09%。2012 年到 2014 年，公司 SUV 销量分别为 0.9、3.4、7.1 万辆，复合增长率达到 166%。2015 前九个月公司 SUV 销售 16.7 万辆，同比增长 476.12%，超过 2014 年全年。SUV 销量在公司总销量的占比逐年提升，由 2012 年的 2.0% 提升至 2015 年（前三季）的 39.2%，已经成长为公司的明星业务。

图11 江淮历年销量结构 单位：万辆



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图12 江淮历年 SUV 销售市占率



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

### S3 继续领跑小型 SUV，S2 新上市反响良好。

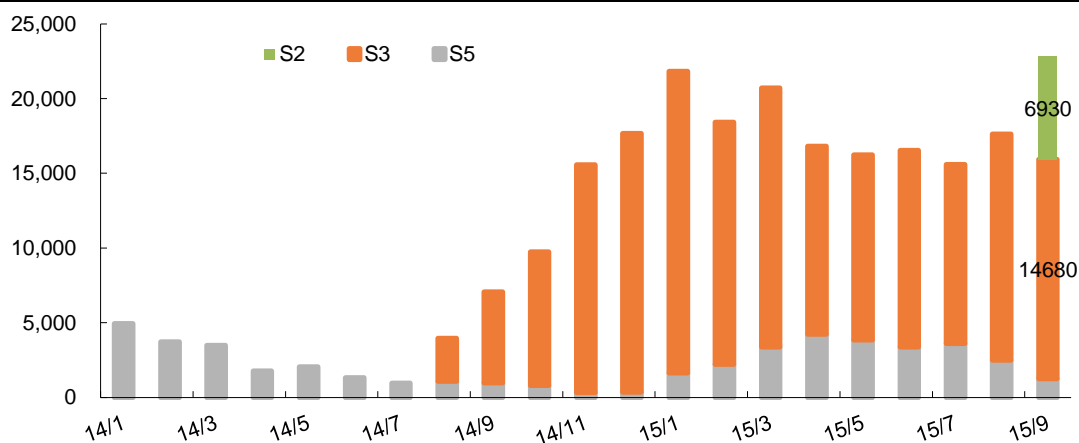
现阶段公司 SUV 在售的车型为 S5、S3 和 S2。

S5 为紧凑型 SUV，2012 年上市，2015 年 3 月 31 日换代，4-7 月销量稳定在 3000 辆左右，且以出口海外为主，8-9 月受海外市场波动影响（主要是伊朗市场）有所下滑。

S3 为小型 SUV，目标客户定位为年轻消费群体。S3 采取了互联网营销的方式与客户互动，上市前推出多款手机游戏进行产品预热，14 年 8 月网络首发上市后短期内就月销量破万，多月成为小型 SUV 领域销量冠军。2014 年 8-12 月销售 5 万多辆，2015 年前 9 月销售 13.4 万辆，9 月单月销售 1.47 万辆，继续领跑小型 SUV 细分市场。

S2 为公司 2015 年 8 月 31 日上市的全新小型 SUV，其配置定位比 S3 稍低，但是“颜值”更高，上市首月销量冲击到 6930 台。

图13 江淮汽车 SUV 销量结构 单位：辆



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

## 2.2 SUV 产品布局顺应行业发展趋势，有望持续提升公司业绩

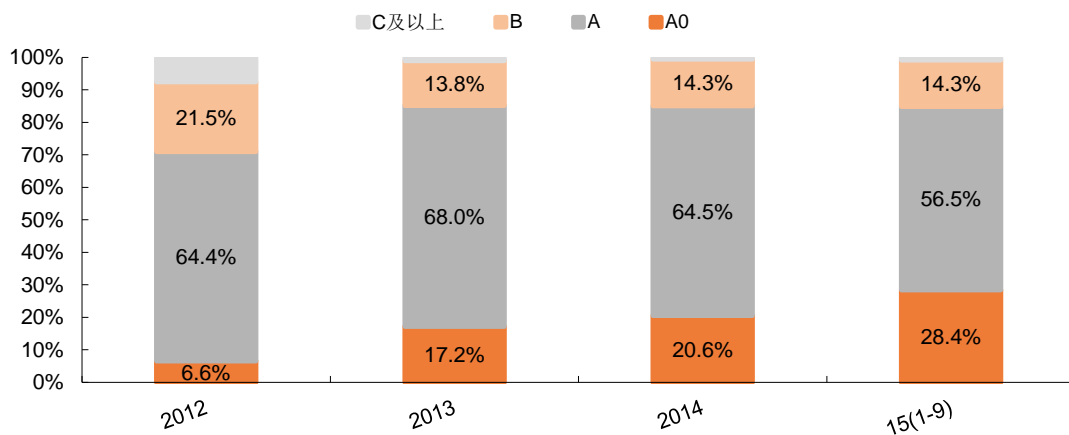
国内 SUV 高速发展且内部结构逐步分化，现阶段紧凑型 SUV 仍然占最大市场份额，这主要是由于我国前期各厂家推出的 SUV 新品以紧凑型级别为主，现阶段该级别领域的竞争也最为激烈。

小型 SUV 市场份额增长迅速，由 2012 年的 6.6% 提升到 2015 年上半年的 29.9%。B 级 SUV 市场份额 2013 年下降后，一直稳定在 14% 左右。我们认为未来紧凑型 SUV 份额将继续下降，而小型和 B 级 SUV 市场份额将进一步提升，原因如下：

- 1) 未来几年小型和 B 级 SUV 的新品推出较多；
- 2) SUV 初期消费者大多选择紧凑型 SUV，其升级换代消费将大概率选择 B 级 SUV；
- 3) 一线城市汽车首次消费已趋饱和，二三线城市汽车首次消费仍有空间，且大概率选择小型 SUV。

公司已经相继推出了 S5、S3、S2，预计明后年还会推出中型 SUV S7 以及另一款小型 SUV S1，届时公司 SUV 产品将覆盖 A0 级到 B 级。我们认为公司 SUV 产品布局顺应了行业内部结构分化的大趋势，有望持续分享 SUV 行业的高速发展的红利。

图表14 我国 SUV 销量历年分级别市场占有率



资料来源: 乘联会, 平安证券研究所

### 三、轻卡景气回升，MPV 深度调整

#### 3.1 公司轻卡业务下半年将逐步回升

公司轻卡谱系全面，覆盖高中低不同档次领域。

公司轻卡为其传统核心业务，拥有高端、中端、低端三大产品线，分别对应帅铃、骏铃和好运系列，定位不同的细分市场，从而满足不同层次客户的需求。

图表15 公司的轻卡产品谱系

品牌	外观	价格	系列与定位
帅铃		9-13万	分为H、W、K、X系列，定位高端
骏铃		6-10万	分为H、M、K、W系列，定位中端
好运		4-8万	分为G、Q、V系列，定位低端

资料来源：公司主页，平安证券研究所

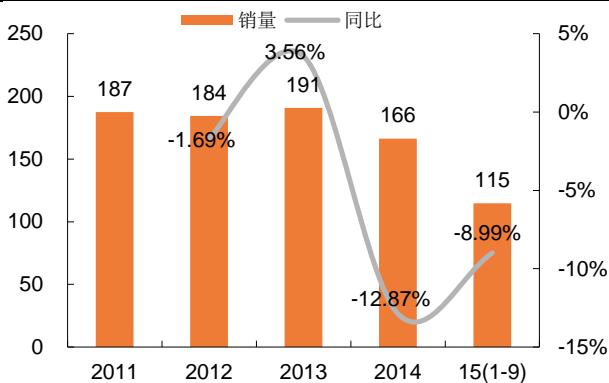
排放升级影响逐渐减弱，轻卡业务逐步调整回升。

排放升级对轻卡行业的冲击逐步减弱。14年全国许多地方已经不允许非国四产品销售，2015年1月1日，国四排放标准全面严格执行，全国所有非国四产品无法销售流通。国四产品比传统产品价格高两万左右，消费者难以在短时间内接受价格的大幅提升，因此2014年下半年开始，整个轻卡行业承受巨大压力，当年全年销售166万辆，同比下降12.87%。进入2015年，排放标准升级的冲击依然存在，但其影响逐步减弱，15年前9月轻卡销售115万辆，同比减少8.99%，比2014年全年有所收窄。

江淮汽车是排名前三的轻卡制造和销售车企。公司于2014年5月即开始全面升级到国四轻卡，价格的突然提升也使得当年销量大幅下滑，市场占有率也相应下滑到10.57%。经过大半年的升级调整，公司轻卡业务逐步恢复，2015年前9月销售13.1万辆，市场占有率回升到11.46%。

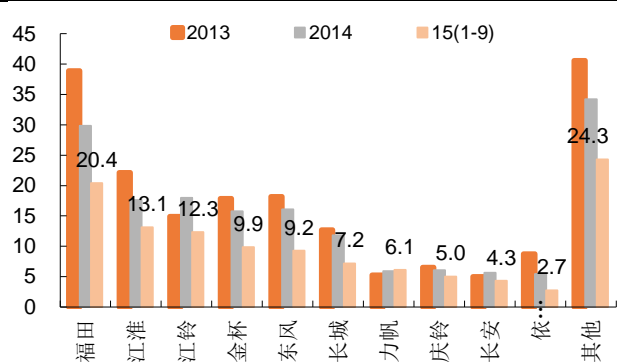
从2015年三季度看，公司轻卡恢复明显好于行业恢复速度。公司8、9月公司分别销售轻卡1.3、1.4万辆，同比增长41.7%、42.8%，明显快于行业16.3%和7.6%的增速。我们认为公司轻卡业务最艰难时期已经过去，有望先于行业景气回升。考虑2014年“前高后底”，2015年“前低后高”，我们预计公司2015年全年轻卡销售与2014年持平，轻卡业务将在调整中逐步回升。

图表16 我国轻卡历年销量和同比增长 单位：万辆



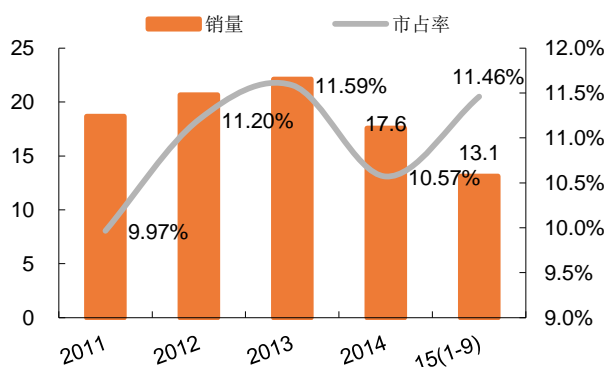
资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

图表17 主要轻卡企业历年轻卡销量 单位：万辆



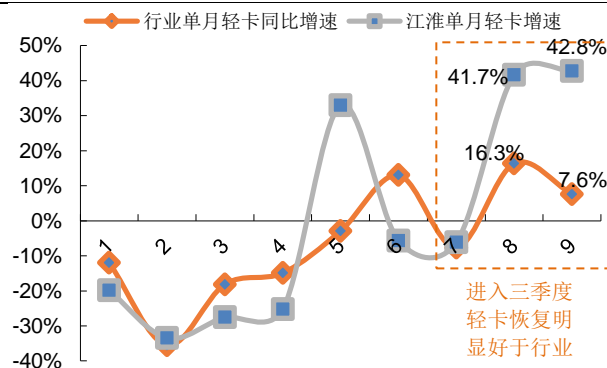
资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

图表18 江淮轻卡历年销量和市占率 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

图表19 轻卡行业以及江淮轻卡 2015 年单月销量同比增速



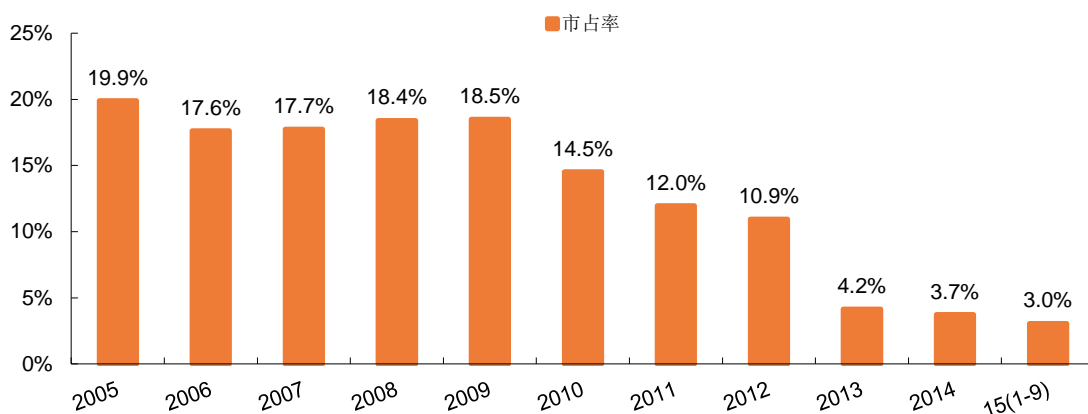
资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

### 3.2 公司 MPV 业务深度调整

公司 MPV 产品谱系过于老化，近年来销售不佳。在公司所有在售 MPV 产品中，仅 M3 为今年 3 月份上市新车型，其他款（M2，M5，老瑞风等）已上市多年，且少有改款车型，产品谱系的老化使得公司 MPV 销售欠佳，其市场占有率 2009 年以来一直下滑（2013 年的急速下滑源于 MPV 行业销量统计口径的变化）。

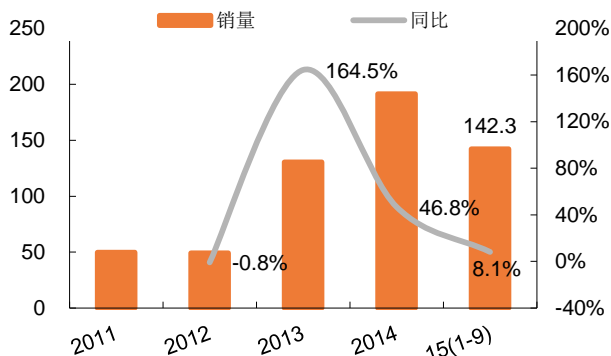
公司 2015 年 MPV 前 9 月销售 4.3 万辆，同比减少 23.4%，而全行业 2015 年前 9 月销量为 142.3 万辆，同比增长 8.1%。公司计划 2015 年底 2016 年初对老瑞风 MPV 进行改款，动力系统不变，但会在原有风格在进行优化。我们预计老瑞风改款后，公司 MPV 产品销售有望改善。

图表20 江淮 MPV 销售市场占有率



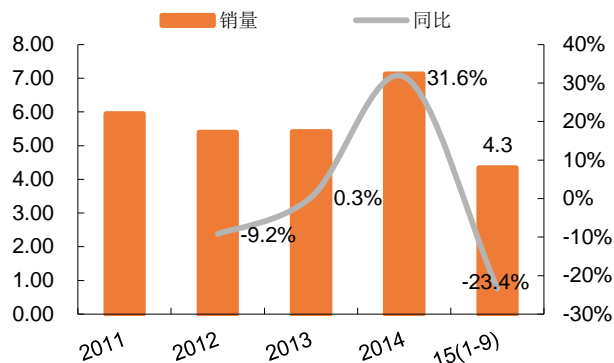
资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

图表21 我国 MPV 历年销量和同比增长 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

图表22 江淮 MPV 销量及同比增速 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

注：13 年 MPV 销量同比大增是由于统计口径变化，当年部分交叉车型因产品升级纳入 MPV 统计范畴。

## 四、 购置税减半将强化公司主打车型性价比优势

9 月 29 日国务院常务会议决定实施支持新能源和小排量汽车发展措施，促进调结构扩内需：1) 完善新能源汽车扶持政策；2) 1.6 升以下乘用车购置税减半；3) 加快淘汰营运黄标车。这三项政策从新能源促发展、小排量促消费和淘汰老旧车促环保的三个角度刺激车市。

我们认为小排量汽车购置税减半将强化公司主打车型的性价比优势，利好公司相关产品销售，原因如下：

- 1) 公司的主打产品在减税范围内，购置税减半能优惠 0.3-0.5 万元。公司 SUV 产品 S2, S3, S5, MPV 产品 M2, M3 在减税范围内，购置税减半能够直接优惠 0.3-0.5 万元，将使公司的主打产品更加经济实惠，性价比更加突出。
- 2) 公司的主要客户都为经济实用型汽车消费者，对汽车价格非常敏感，我们预计购置税减半将对公司的目标客户群体形成强刺激。

图表23 江淮各购置税减半产品的优惠幅度

产品	排量	产品均价	单位：万元	
			产品均价	减税幅度
S3	1.5L	7.8	7.8	0.33
S2	1.5L	6.8	6.8	0.29
S5	1.5T	11.6	11.6	0.49
M3	1.6L, 1.8L	7.2	7.2	0.31
M2	1.5L, 1.8L	6.1	6.1	0.26

资料来源：公司网站，平安证券研究所

附：其中产品均价为估算的相关型号产品 1.6L 及以下车型的均价。

## 五、 盈利预测与投资建议

公司新能源业务厚积薄发：公司纯电动轿车销售 2015 年开始大放异彩，持续超预期，随着电池供应瓶颈逐步突破（2016 年动力电池行业供给大增），异地扩张加速（武汉合资建厂模式有望全国扩张），产品序列将进一步拓展（预计 2016 年上半年推出电动轻卡，随后推出电动 SUV），其 2016 年新能源产品销量有望翻倍。

公司 SUV 业务稳健前行：S3 领跑小型 SUV 市场（月销 1.5 万左右），新上市 S2 9 月份销量达 6930 辆，超越市场预期。预计公司明后年还会推出中型 SUV S7 以及另一款小型 SUV S1，届时公司 SUV 将覆盖从 A0 到 B 级所有领域，顺应我国 SUV 行业内部结构分化的大趋势（B 级和小型 SUV 扩张，紧凑型 SUV 萎缩），有望持续分享 SUV 行业的高速发展的红利。

公司轻卡业务景气回升：公司 8、9 月轻卡分别销售 1.3、1.4 万辆，同比增长 41.7%、42.8%，明显好于行业 16.3%和 7.6%的同比增速，其轻卡业务最艰难时期已经过去，有望先于行业景气回升。

我们看好公司新能源、SUV 业务的发展，以及传统轻卡业务的景气回升，同时购置税减半优惠政策将进一步强化公司主打车型的性价比优势，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.70、1.16、1.26 元，对应 PE 为 20.5、12.4、11.4 倍，给予“推荐”评级。

**图表24 江淮汽车分业务业绩预测** 单位：亿元、辆

		2013	2014	2015E	2016E	2017E
轿车	销量	115387	52816	39342	48672	58098
	收入	61.3	29.1	21.9	28.8	35.0
MPV	销量	54153	71267	57836	54944	54944
	收入	58.5	64.1	51.5	48.4	47.8
SUV	销量	33815	71487	232879	285600	292800
	收入	28.5	50.2	154.8	188.6	206.7
轻卡	销量	228253	177396	175095	194098	207382
	收入	93.6	79.8	99.8	112.2	121.5
重卡	销量	32823	39399	31113	27380	33713
	收入	65.6	74.9	59.1	52.0	64.1
底盘	销量	28628	25556	20096	17684	17684
	收入	17.5	15.6	12.3	10.8	10.8
多功能商用车	销量	5364	6291	6240	6490	6749
	收入	7.5	8.8	8.7	9.1	9.4
安凯并表	收入			34.4	36.4	38.5
其他业务收入		20.21	20.2	20.7	2.6	2.7
	收入	336.2	341.7	445.2	488.9	536.6
合计	净利率	2.7%	1.5%	2.3%	3.5%	3.4%
	归母净利润	9.2	5.3	10.3	17.0	18.5

资料来源：平安证券研究所

## 六、风险提示

1) 新能源汽车销量不及预期；2) SUV 新品销售不及预期。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	12494	19416	20837	23034
现金	6368	10218	10928	12057
应收账款	446	1492	1033	1740
其他应收款	130	452	307	526
预付账款	465	658	805	802
存货	1212	1892	2211	2430
其他流动资产	3873	4705	5553	5478
<b>非流动资产</b>	11178	16088	18336	18939
长期投资	622	1097	1572	2050
固定资产	6860	9231	10922	11078
无形资产	1793	2801	2970	3160
其他非流动资产	1902	2959	2871	2651
<b>资产总计</b>	23672	35504	39173	41973
<b>流动负债</b>	14644	23301	26175	27705
短期借款	0	934	934	934
应付账款	4144	7725	7966	9785
其他流动负债	10500	14643	17275	16986
<b>非流动负债</b>	2011	2704	2592	2350
长期借款	880	1114	1002	760
其他非流动负债	1131	1590	1590	1590
<b>负债合计</b>	16655	26005	28767	30055
少数股东权益	178	1727	1746	1778
股本	1285	1285	1463	1463
资本公积	1282	3022	3022	3022
留存收益	4190	4887	5637	6876
<b>归属母公司股东权益</b>	6840	7772	8660	10141
<b>负债和股东权益</b>	23672	35504	39173	41973

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	2478	1653	5582	3616
净利润	932	539	1075	1728
折旧摊销	0	1181	1275	1511
财务费用	-107	-94	-154	-176
投资损失	-27	-98	-61	-68
营运资金变动	0	22	3450	623
其他经营现金流	1679	102	-1	-2
<b>投资活动现金流</b>	-793	-347	-3438	-2068
资本支出	432	546	1751	150
长期投资	-574	-94	-475	-477
其他投资现金流	-935	105	-2163	-2395
<b>筹资活动现金流</b>	-182	-570	-1469	-277
短期借款	-137	934	0	0
长期借款	-150	234	-113	-240
普通股增加	-4	0	0	0
资本公积增加	-22	1740	0	0
其他筹资现金流	131	-3478	-1356	-37
<b>现金净增加额</b>	1536	772	675	1272

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	33620	34169	44517	48888
营业成本	28175	29522	39030	44155
营业税金及附加	701	641	896	967
营业费用	1996	1784	2724	2933
管理费用	1962	2192	2635	2884
财务费用	-107	-94	-155	-174
资产减值损失	67	65	91	97
公允价值变动收益	-9	9	1	2
投资净收益	27	98	61	68
<b>营业利润</b>	853	178	-643	-1905
营业外收入	186	411	1788	3780
营业外支出	4	18	18	12
<b>利润总额</b>	1035	571	1134	1863
所得税	103	32	85	136
<b>净利润</b>	932	539	1049	1727
少数股东损益	15	10	19	31
<b>归属母公司净利润</b>	917	529	1029	1696
EBITDA	902	1576	2184	3115
EPS(元)	0.71	0.41	0.70	1.16

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	15.5	1.6	30.3	9.8
营业利润(%)	183.2	-79.1	-461.0	-196.4
归属于母公司净利润(%)	85.4	-42.4	94.7	64.7
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	16.2	13.6	12.3	9.7
净利率(%)	2.7	1.5	2.3	3.5
ROE(%)	13.3	5.7	10.1	14.5
ROIC(%)	8.5	2.9	6.8	10.9
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	70.4	73.2	73.4	71.6
净负债比率(%)	-68.1	-69.0	-84.0	-84.8
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.8	0.8	0.7	0.7
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	1.6	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	88.7	35.3	35.3	35.3
应付账款周转率	7.1	5.0	5.0	5.0
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.36	0.70	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.68	3.47	3.85	2.36
每股净资产(最新摊薄)	4.67	5.31	5.92	6.93
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	23.0	39.9	20.5	12.4
P/B	3.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	19.3	11.3	7.1	4.6

## 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有限责任公司（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有限责任公司的立场。

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。

平安证券有限责任公司 2015 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