

江淮汽车 (600418.SH) 动力电池行业

评级：买入 首次评级

公司研究

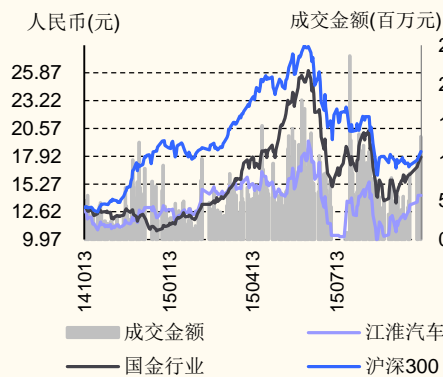
市场价格(人民币): 14.20元

目标价格(人民币): 22.60元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	829.62
总市值(百万元)	20,777.91
年内股价最高最低(元)	19.39/9.97
沪深300指数	3447.69
上证指数	3287.66



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.686	0.315	0.727	1.130	1.550
每股净资产(元)	5.32	6.05	6.88	8.09	9.86
每股经营性现金流(元)	1.93	1.29	3.96	3.21	2.98
市盈率(倍)	12.73	38.35	19.54	12.57	9.16
净利润增长率(%)	89.97%	-54.04%	162.68%	55.45%	37.26%
净资产收益率(%)	12.89%	5.21%	12.04%	15.90%	17.92%
总股本(百万股)	1,284.91	1,284.91	1,463.23	1,463.23	1,463.23

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **传统车型逆市成长:** 在国内车市整体疲软的情况下, 公司销量、利润逆势上扬大幅增长, 乘用车 1-9 月同比实现 91.82% 高速增长, 其中 SUV 同比大增 476.13%, ; 商用乘用车并举, 商用车销量小幅下降但优于行业水平, 出口业务逆市增长 33%,
- **小排量 SUV 精准切入见效迅速:** 定位 SUV 热销点, 有的放矢, 击中细分高需求市场; 后期持续推出系列 SUV 车型形成集合优势, 抢占细分领域制高点, 目标消费者定位明确, 产品贴合需求, 屡获增速头筹;
- **新能源技术厚积薄发:** 新能源乘用车技术历经五代更迭厚积薄发, 得益地方政策逐步渗透与充电设施多方位注资护航, 规划纯电为主的新能源汽车产品线, 在私家新能源汽车领域销量位居全国前五, 且销量环比不断提升; 在新能源卡车底盘方面早已量产, 经验丰富; 战略募投 45 亿进一步提升新能源汽车相关核心零部件的技术和制造能力;
- **定向增发强化优势:** 公司以不低于 13.88 元/股募资 45 亿投向新能源、轻卡及变速器相关项目, 进一步整合优化和扩充公司已经多年积累的新能源技术, 同时, 公司计划基于现阶段口碑较好的轻卡进军高端及纯电动轻卡市场, 扩大经济效益, 绸缪纯电动物流市场;
- **股权结构优势:** 逆向收购江汽集团实现整体上市, 国企改革实施管理层利益深度捆绑, 有效激活高层管理治理积极性, 有望不断整合产业链资源, 做大做强公司的传统和新能源汽车业务;

估值

- 综合上述基本假设, 我们预测, 公司 2015、2016、2017 年的 EPS 分别为 0.727 元、1.130 元和 1.550 元;
- 公司 2015 年 10 月 12 日收盘价为 14.2 元, 对应 2015、2016 及 2017 年市盈率分别为: 19.5 倍、12.6 和 9.2 倍;

投资建议

- 首次覆盖, 给予“买入”评级, 6 个月目标价为 22.6 元/股, 对应 2016 年 20 倍市盈率;

风险提示

- 新能源汽车补贴落实不到位, 推广至全国后价格压力加大; SUV 市场中各企业竞争车型投放放量, 竞争加剧导致利润下降; 新能源新车型开发和上市速度不及预期; 轻卡市场等传统车型竞争激烈。

相关报告

1. 新能源汽车产业链系列报告之五——扶持+降本释放需求, 高速增长必将持续, 2015-08-09

姚罡 联系人
(8621)60935531
yaogang@gjzq.com.cn

苏广宁 联系人
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

经营业绩逆势飘红，国五指标准备就绪.....	3
SUV 精准定位，错峰营销，发挥集合矩阵优势，续写业绩辉煌.....	7
五代新能源技术厚积薄发，战略募投再扩产能.....	9
逆向收购江汽整体上市，国企股改激活企业积极性.....	16
财务预测与投资建议.....	17
风险提示.....	18

图表目录

图表 1. 公司产品系谱.....	3
图表 2. 公司历年营收状况.....	3
图表 3. 公司 2015 年各细分车型销售情况.....	5
图表 4. 公司分车型销量贡献.....	5
图表 5. 国家机动车污染排放标准推行时间轴.....	6
图表 6. 排放标准“国 IV”、“国 V”对比.....	6
图表 7. 近两年 SUV 车型销量情况.....	7
图表 8. 近两年 SUV 细分车型销量结构.....	8
图表 9. 公司 2015 年上半年车型销量占比.....	8
图表 10. S2 与 S3 性能比较.....	9
图表 11. 2015 年新能源汽车产量情况.....	10
图表 12. 北京市十期新能源汽车申请及中签情况.....	10
图表 13. 公司新能源纯电动 IEV 销量同比.....	12
图表 14. 和悦 iEV5.....	12
图表 15. 公司新能源产品规划线.....	13
图表 16. 公司新能源纯电动 S20-IEV 销量同比.....	13
图表 17. 定增项目情况.....	15

经营业绩逆势飘红，国五指标准备就绪

- 公司商乘并举，车型齐全，包括和悦及悦悦在内的 8 款轿车，瑞风系列 4 款 SUV，瑞风系列 4 款 MPV 以及 4 款轻卡。

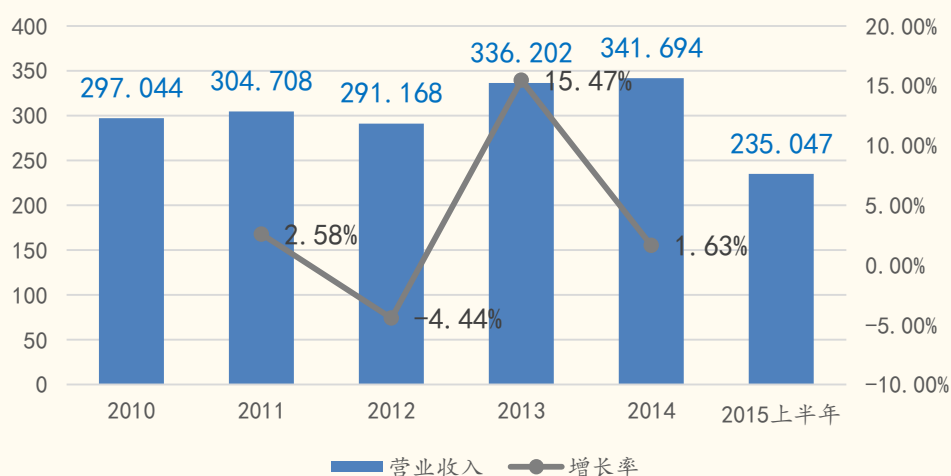
图表 1. 公司产品系谱



来源：国金证券研究所

- 整体车市层面，上半年我国汽车行业同比微增 1.4%，乘用车同比增长 4.8%，商用车同比下降 14.4%。据中汽协数据，我国汽车产销环比同比均三月连降，7 月产量环比下降 17.99%，同比下降 11.76%，销量环比下降 16.64%，同比下降 6.58%。8 月环比连降结束后呈略微增长，同比依旧下降。此外，中汽协曾于 7 月份提出调整全年车市增长率，从 7% 下调为 3%。
- 公司层面，营业收入自 2013 年的 15.47% 的高速增长后，后续增长平稳持续，2015 年上半年实现营业收入 235.047 亿元，相较去年同比增长 14.56%，已完成全年营收目标的 63.56%。此外，公司 2015 年上半年实现归母扣非净利润为 4.53 亿元，相较调整后去年同期的 4.13 亿元同比增长 36.86%。考虑到公司目前已于 8 月底上市新车型 S2，公司 2015 年全年营业收入有望高速增长。

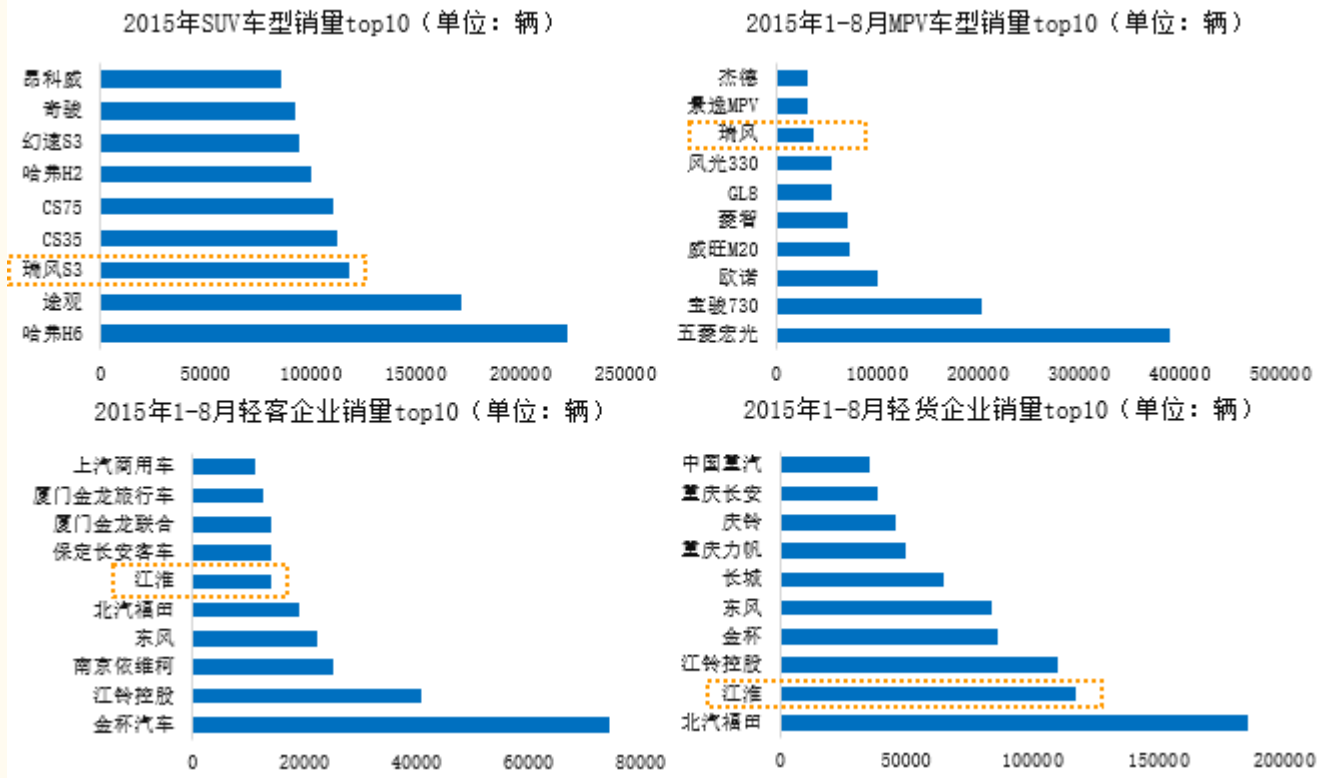
图表 2. 公司历年营收状况



来源：国金证券研究所

- 在国内汽车市场整体疲软，增速放缓大环境下，公司 1-9 月累计销售各类整车约合 42.46 万辆，相较去年同比增长 26.99%，完成年度目标 84.92%。
- 截止今年 8 月份，公司的乘用车与商用车均有车型进入销量 top10，乘用车中，瑞风 S3 以 118354 辆摘得 SUV 销量季军，瑞风 37737 位列 MPV 第 8。公司各项商用车型销量企业评比均进入 top10，其中轻型货车列第二，占据市场份额 11.44%，轻型客车列第六，占据市场份额 5.03%，SUV 总体销量 143129 列第九，MPV 总体销量 38015 列第七。

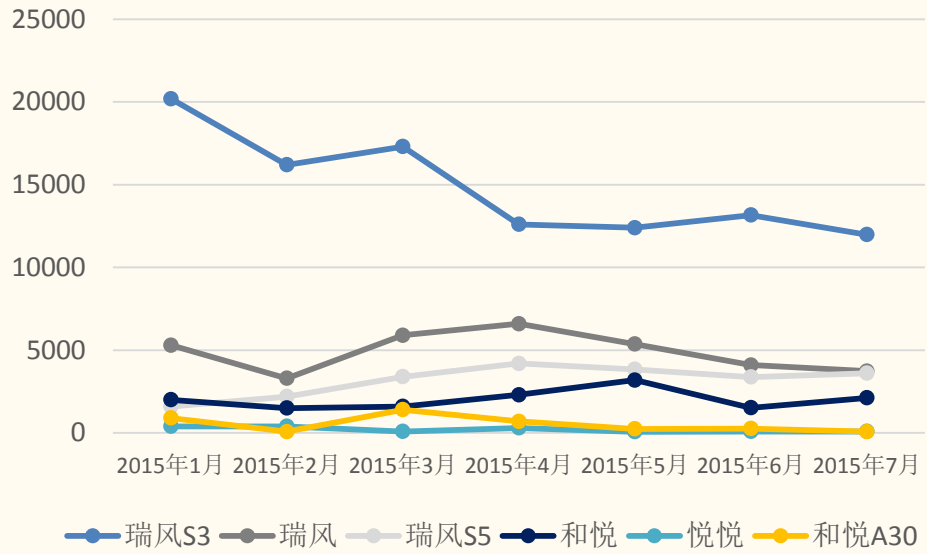
图表 3. 公司畅销车型销量排行



来源：国金证券研究所

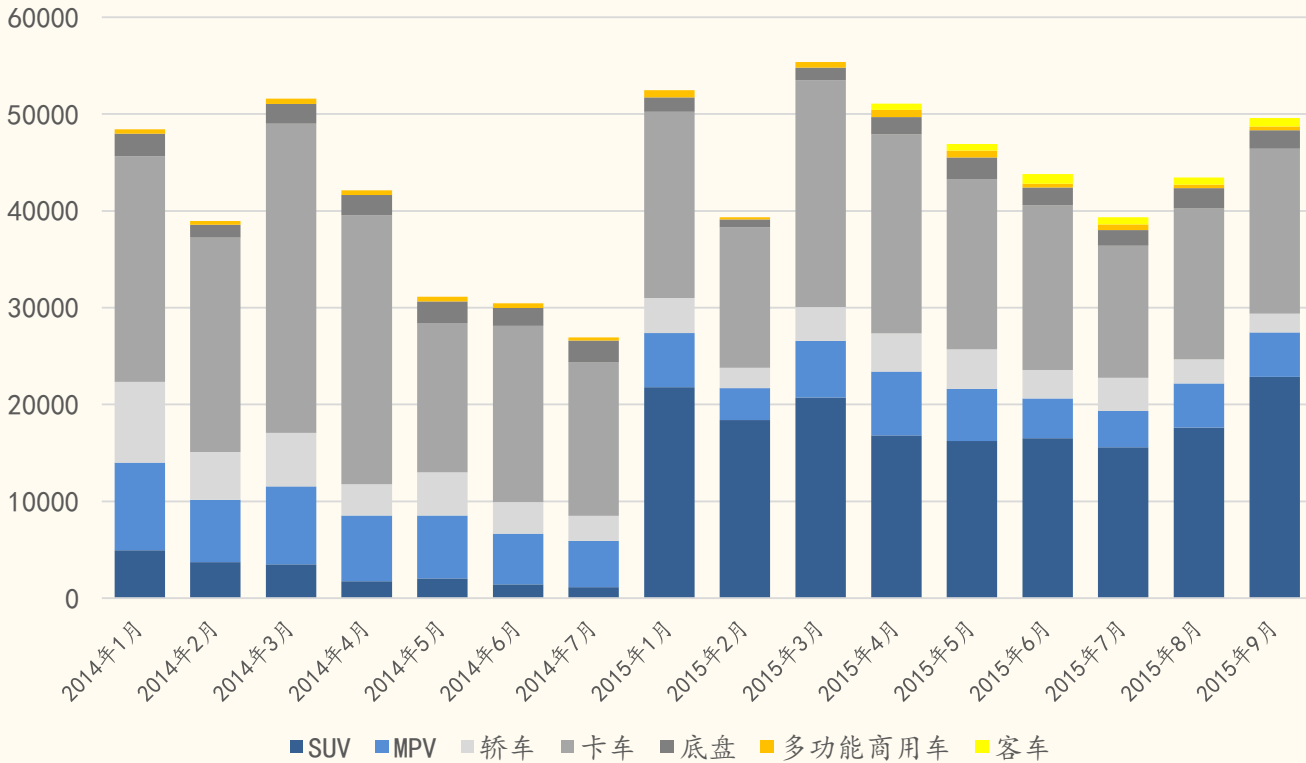
- 据公司 9 月份产销快报，今年 1-9 月，乘用车（SUV、MPV 及轿车）累计销售 237996 辆，同比实现 91.82%高速增长，其中 SUV 累计销售 16598 辆，同比大增 476.13%，其中纯电动车 9 月单月销量 1400 辆，1-9 月累计销量 6087 辆。公司前期针对市场做了大量调研，我们认为，公司市场定位紧扣 SUV 需求热点，紧跟新能源汽车行业步伐，SUV 的大幅增长与新能源汽车的稳步增长促成乘用车板块的优异表现。
- 公司底盘主要用于客车及专用车，今年 3 月份出现销量拐点，销量回升稳定增长，9 月单月销售 1900 套，同比下降 20.00%，累计销售 15072 套，同比下降 22.69%。
- 商用车（多功能商用车、卡车及客车）板块，1-9 月累计销售 171550 辆，受国 IV 排放标准宏观环境影响，销量同比下降 6.90%，但降幅低于行业平均水平，主要系卡车销量同比 10.92%所致。
- 公司 1-9 月销量从 1 月的 52170 辆销售总量高开后，2 月有所下滑，从 3 月份开始持续保持高位，至 7 月均小幅度下滑后 9 月回升至 49597 辆。与去年同期均有较大同比增长。主要得益于 SUV 车型的热销，其中瑞风 S3 贡献占比最大。

图表 3. 公司 2015 年各细分车型销售情况



来源: 国金证券研究所

图表 4. 公司分车型销量贡献



来源: 国金证券研究所

- 公司 1-9 月汽车出口销量累计 52689 辆，与行业出口整体水平下降约 10% 相比，公司出口业务逆势同比激增 33.09%，位列行业第三。1-7 月公司 SUV 车型 S5 出口达 14317 辆，增幅巨大，和悦累计出口 12305 辆，同比增长 58%，重卡出口量达到 4178 辆，同比高位增长 175%。公司出口增长主要得益于拉美、非洲、伊朗等海外市场车市需求增长。

- **部分车企受排放标准升级影响较大：**继上海于 2014 年 4 月实施第五阶段国家机动车排放标准，珠三角于今年 3 月 1 日正式实施“国五”排放标准，粤东西北地区于 7 月实施。不符合新标准的车辆将被停止销售与注册。国务院也明确国五汽、柴油供应范围将由原定的京津冀、长三角、珠三角重点城市扩大至整个东部 11 个省市。此外，全国供应第五阶段汽车用汽、柴油也提前一年至 2017 年 1 月 1 日。环保部指出，全国将于 2018 年 1 月 1 日起全面实施“国五”排放标准。

图表 5. 国家机动车污染排放标准推行时间轴



来源：国金证券研究所

- “国 V”排放标准相较“国 IV”排放标准更为严苛，就汽油车而言，氮氧化物的排放限值降低 25%至 0.06g/km，并在“国 IV”基础上增加了对非甲烷碳氢以及颗粒物浓度的排放限值，分别为 0.068g/km 与 0.0045g/km。与之相应的“国 V”汽油包含硫含量指标限值、锰含量指标限值均有所下调。

图表 6. 排放标准“国 IV”、“国 V”对比

汽油车	国五 vs 国四		标准提升 / 新增标准
	氮氧化物 碳氢化合物和氮氧化物总和 颗粒物浓度	颗粒物粒子数量 非甲烷碳氢	
	排放限值 (g/km)		
	国四	国五	
氮氧化物 (NO _x)	0.08	0.06	↓ 25%
非甲烷碳氢 (NMHC)	—	0.068	
颗粒物浓度 (PM)	—	0.0045	

来源：国金证券研究所

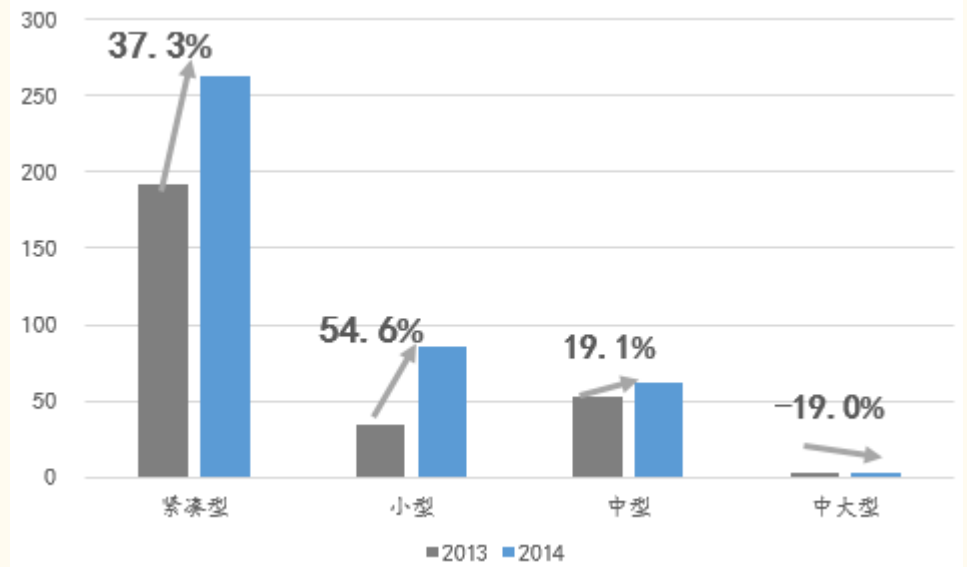
- “国五”排放标准的陆续实施，消费者对“国四”车敬而远之，造成部分“国四”车辆销量下滑，产品囤积。公司目前已经启动了国五技术及产品

规划，目前大部分上市车型均为“国五”排放标准及“国 IV+OBD”，同时进一步抓住排放升级的契机，加速推进部分国五动力产品的升级。

SUV 精准定位，错峰营销，发挥集合矩阵优势，续写业绩辉煌

- SUV 集合运动、休闲、商务于一身，具有越野的高通过性和轿车的舒适性，因其实用性和较高性价比以及满足年轻购车者的个性化需求而受到消费者青睐。SUV 销量逐年提升，成为驱动中国乘用车市场增长的核心动力。盖世汽车数据显示，2014 年 SUV 销量达到 413.53 万辆，相较 2013 年同比增长 37.1%，远高于乘用车市场的 13.0% 的行业增速。中国汽车工业协会预测 2015 年 SUV 全年销量将达到 510 万辆，保守估计增速为 25%。
- SUV 细分领域的中小型以及紧凑型市场认可度较高，2014 年紧凑型销量增长 37.3%，小型销量增长 54.6%。中大型销量大幅回落。截至今年 7 月，中小型及紧凑型仍然为 SUV 车型主流，紧凑型占据半壁江山，占比高达 55.0%，小型占比高达 29.6%。同时紧凑型份额倾向小型车型。
- 虽然原油价格下跌，但燃油税多次提升，终端油价在中央控制消费总量的决心调控下降幅不大，消费者仍然关注排量问题。小型、紧凑型 SUV 为排量与 SUV 的最佳契合车型，无疑成为最受消费者青睐的车型。2014 年小型 SUV 销量同比激增至 86.17 万辆，增速达到 54.6%。而中大型 SUV 呈现下滑趋势。我们认为，大中型 SUV 占比稳定，拥有较高壁垒的固定消费群体，而小型及紧凑型仍然是 SUV 的主流车型。合资品牌 SUV 较多定位大中型，公司目前投放市场的小型 S3、S2 和紧凑型 S5 与合资品牌实行车型差异化营销，深耕小型 SUV，找到了最佳的 SUV 细分市场。

图表 7. 近两年 SUV 车型销量情况



来源：国金证券研究所

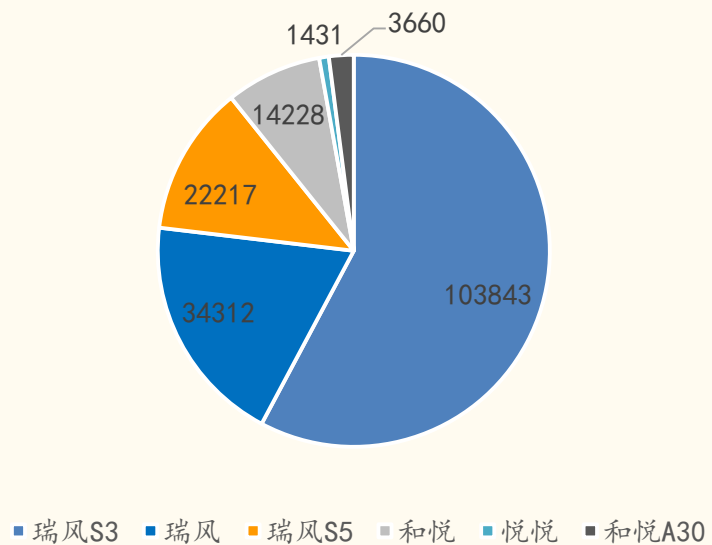
图表 8. 近两年 SUV 细分车型销量结构



来源：盖世汽车，国金证券研究所

- 公司经过大量前期调研，敏锐捕捉到 SUV 潜在市场需求，先后投放小型 SUV 车型 S3 以及紧凑型 SUV 车型 S5，8 月底上市的 S2 相较 S3 尺寸也更为紧凑，符合消费趋势。截止 8 月，公司在 SUV 市场异军突起，累计销售 126095 辆，相较去年同期增长 580.20%，其中 SUV 主力军 S3 销量达 9.19 万辆，同比增长 890.81%，目前已斩获 6 次月度销量领先，2 次季度销量领先与 1 次半年销量领先的佳绩，稳居小型 SUV 榜首。此外，第二代瑞风 S5 凭借技术优势拔得紧凑型 SUV 增速头筹。
- 公司今年销量主要得益于明星车型 S3，目前 S3 销量占据整体销量的 45%。在 SUV 成为消费升级的趋势所在时，公司为了满足多元化、个性化的年轻人消费习惯，将进一步丰富 SUV 产品线，形成以 S2、S3、S5 多个细分领域的 SUV 矩阵，全面囊括 SUV 重点消费群体。

图表 9. 公司 2015 年上半年车型销量占比



来源：国金证券研究所

- 于 8 月底上市的 S3 胞弟车型 S2 性能多维度保持 S3 的优势。除了维持较高的性价比之外，更加注重车型颜值提升，符合年轻人消费观念；S2 与

S3 适当错峰，车型尺寸更小，外形更加靓丽，精准定位 90 后消费者的首款车；随着 S2 的上市，公司 SUV 板块形成以“瑞风 S2+瑞风 S3+瑞风 S5”的车型矩阵，全方位包抄年轻人消费需求。

图表 10. S2 与 S3 性能比较

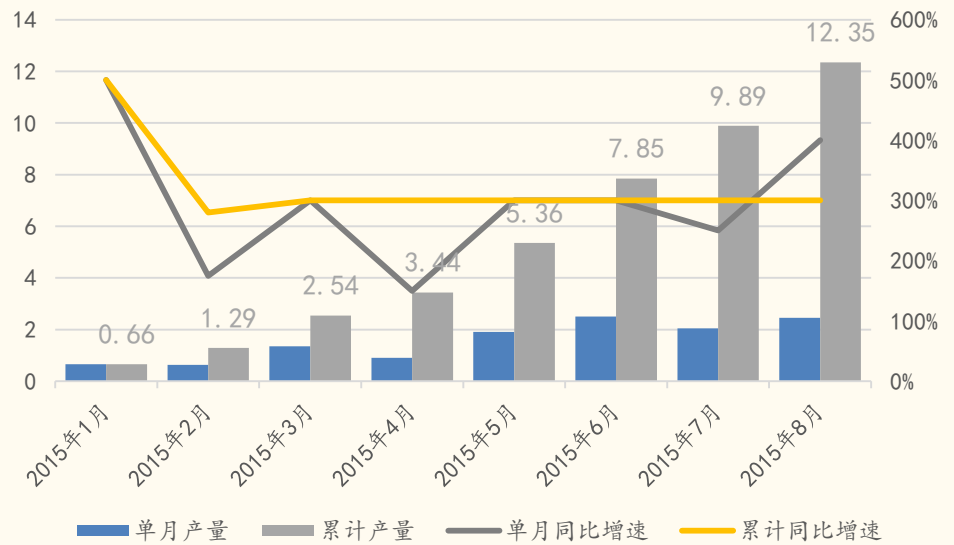
项目	江淮瑞风 S2 (1.5L 手动舒适型)	江淮瑞风 S3 (1.5L 手动舒适型)
厂商指导价 (万元)	5.88	6.58
长*宽*高 (mm)	4135*1750*1550	4325*1765*1625
整车质量 (kg)	1155	1210
发动机	1.5L 113 马力 L4	1.5L 113 马力 L4
变速箱	5 档手动	5 档手动
车体结构	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
官方最高车速 (km/h)	170	175
保修政策	整车 3 年/10 万公里	整车 3 年/10 万公里
驱动方式	前置驱动	前置驱动
底盘结构	承载式车身	承载式车身
车身可选颜色	<ul style="list-style-type: none"> ■ 智雅棕 ■ 雅典白 ■ 拉菲红 ■ 水晶银 ■ 炫酷黑 ■ 活力橙 ■ 星空蓝 ■ 青柠绿 ■ 马代蓝 ■ 小金桔 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 雅典白 ■ 炫酷黑 ■ 钛金灰 ■ 水晶银 ■ 拉菲红 ■ 宝石蓝

来源：国金证券研究所

五代新能源技术厚积薄发，战略募投再扩产能

- 新能源汽车在我国的发展有着多项重要意义：降低能源对外依存度，保障能源供给安全，大气污染防治，保护全民健康，培育经济新增长点，每一项都是新一届政府关注的重点；特别是日益严重的空气污染问题，在潜意识中，提升了新能源汽车有助于减少空气污染这项优点对潜在新能源汽车消费者的吸引力；
- 对于消费者，省钱因素、“酷”因素等其他心理因素，与环保因素一起，转化为新能源汽车购买行为；中央政府也陆续落实了免购置税、购车补贴等优惠扶持政策，且在政策具体操作方法的设计中，更加方便消费者；对于地方政府而言，加强各地大气污染防治，造福各自城市所在居民、响应中央号召、新能源汽车选项的增多和应用案例增多，都成为了使用新能源汽车的定心丸和购置新能源公共服务车辆的推动力。
- 工信部数据显示，全国 8 月新能源汽车生产 21303 辆，销售 18054 辆，同比分别增长 2.9 倍和 3.5 倍。其中纯电动汽车产销分别完成 13121 辆和 12085 辆，同比分别增长 3.8 倍和 6.1 倍；1-8 月新能源汽车生产 118020 辆，销售 108654 辆，同比分别增长 2.6 倍和 2.7 倍。其中纯电动汽车产销分别完成 74727 辆和 68316 辆，同比分别增长 2.9 倍和 3.4 倍；插电式混合动力汽车产销分别完成 43293 辆和 40338 辆，同比增长 2.1 倍和 2 倍。

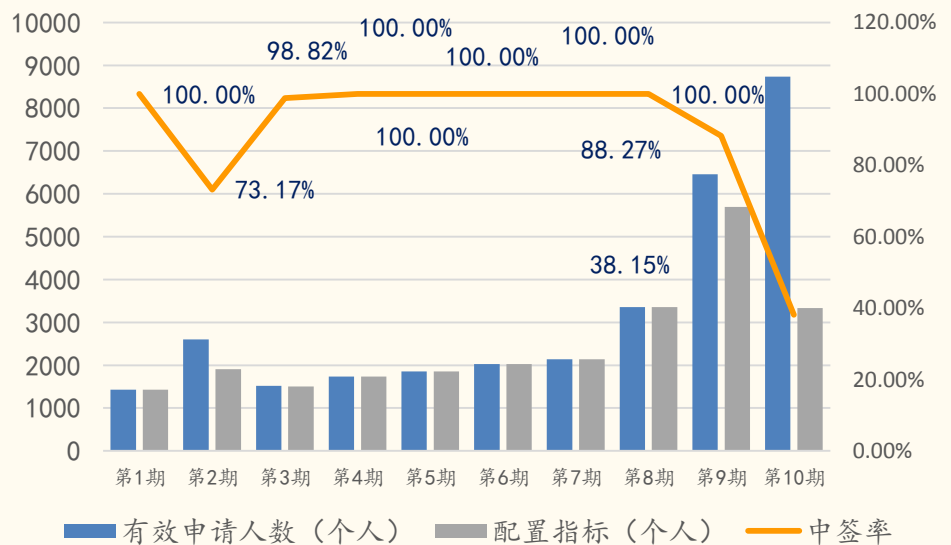
图表 11. 2015 年新能源汽车产量情况



来源：国金证券研究所

- 2016-2020 年国家明确将不再限定新能源推广试点城市，由原来的 33 个新能源试点推广区域扩展到全国范围，同时要求地方政府科学制定地方扶持政策，与中央财政形成合力，对新能源汽车车辆购置、配套设施建设等方面出台相关政策措施。
- 北京 6 月 1 日正式实行对新能源汽车不限行的政策以后，极大的刺激了新能源汽车消费市场，根据小客车指标调控管理办公室 6 月 25 日凌晨公布的数据，北京新一期新能源汽车购车摇号人数比上期增长 92%，达到 6454 个，创历史新高。7 月北京新能源车摇号将告别百分之百中签，中签率急剧降低至 88%。截止 8 月 25 日，北京市共配置个人新能源小客车指标 3333 个，有效申请人数达 8736，中签率陡降至 38.1%。在免征购置税与车船税、多级政府补贴、单独要好、新小区车位 18%配充电桩、新能源车上路不限行等一系列举措的刺激下，大众对新能源车的购买欲望明显增强。

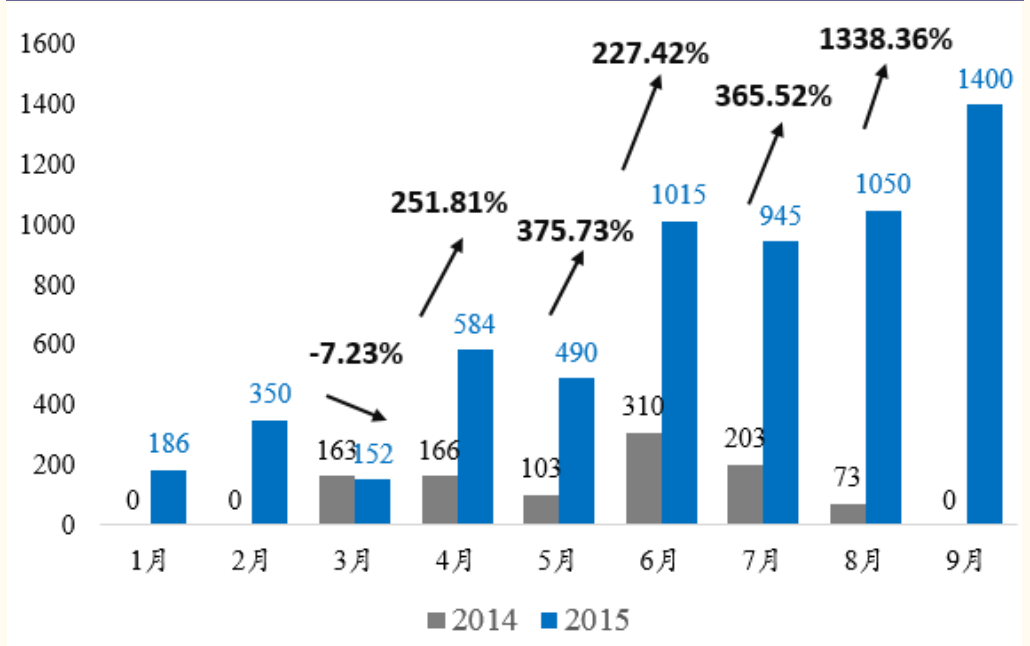
图表 12. 北京市十期新能源汽车申请及中签情况



来源：国金证券研究所

- 上海地区新能源汽车市场相对更加开放，对各汽车品牌、技术路线包容度更强，特斯拉、宝马 i3 等外资品牌分别在 2014 年 10 月和 2015 年 1 月进入上海市场，且由于采取赠送上海牌照的政策，相对经济性，特别是混合动力车型，大大提升，且对私家车的地方补贴政策虽然没有达到与国补 1:1，也已具有相当的吸引力；2015 年上半年，上海新能源汽车市场占全国市场的份额提高至 18.5%，成为我国新能源汽车市场份额最大的地区；由于新能源汽车持续热销，交货期普遍在 2 个月以上，且分销渠道商普遍加服务费卖车；
- 南京出台新能源汽车停车第一小时免费政策，北京正在制定新能源汽车停车、过路费用的减免政策，并加快公共区域充电设施的建设，其他地区也有望效仿和跟进，将进一步提升购买和使用新能源汽车的相对经济性；
- 根据第一电动统计，截至 7 月份，在 88 个新能源示范推广城市中，目前已经有 63 个城市出台了地方性的新能源汽车配套政策，共计 175 项。其中有 46 个省市的补贴政策实施按国家和地方财政 1:1 高比例补贴。此外也包含山东济南、山西运城、广西南宁、青海等非示范推广城市也出台相关政策，特别是北京、上海、广东、江苏等新能源基础条件较好的地区地方政策相对完备。
- 2015 年 9 月 29 日，李克强总理 29 日主持召开国常会，确定支持新能源和小排量汽车发展措施，促进调结构扩内需，要求各地不得对新能源汽车限行限购。我们认为，新能源汽车产销两旺持续，地方补贴逐步渗透，制约新能源汽车持续飙升的最后阻碍充电设施将得到社会多方资本的合力解决。
- 公司涉足新能源领域较早，从 2001 年示范运行第一代纯电动车开始，至今已经迭代出五代纯电动轿车。截止 7 月底，公司今年销售新能源轿车累计达到 3637 辆，同比增长 500%，销售新能源客车（主要为新能源轻客）1311 辆，同比增长 362%。
- 公司逐步打通新能源研发、生产以及销售整体产品线。先于 2010 年成立新能源汽车研究院，2014 年又在其商用车研究院下设立新能源商用车设计部；近期公司表示，将针对新能源汽车业务斥资 3000 万在北京成立新能源销售子公司，主导新能源汽车的销售业务。8 月 29 日，公司与武汉盟盛人新能源汽车产业园发展股份有限公司、武汉蔡甸区政府签署战略合作协议，预期将在武汉投资建设年产 1 万辆新能源汽车项目。
- 为了抢占“新能源商用车第一品牌”制高点，2014 年 9 月，公司即推出了系列化纯电动轻卡底盘，公司规划将于 2015 年底实现纯电动轻卡在 3.5 吨及以下的底盘平台系列化，2016 年底实现轻客整车产品电动系列化，2020 年将实现所有轻型商用车的插电式混合动力覆盖。

图表 13. 公司新能源纯电动 IEV 销量同比



来源：国金证券研究所

图表 14. 和悦 iEV5



来源：国金证券研究所

- **技术厚积薄发：**公司作为国内新能源汽车行业的先驱，早于 2001 年就启动了新能源汽车的产业摸索。公司产品研发一直采用强调技术积累的“迭代开发模型”，目前采用正向研发的 iEV5 历经五次纯电动产品蜕变，代表国内电动轿车的领先研发水准，续航里程最多可达 240 公里，23 度电，采用三元锂电池，按照电动车的技术要求全新正向设计，该车型上半年销量近 3000 辆，直接拉动了公司新能源业务的快速增长。
- 公司近日公布了新能源产品规划线，将主推 2 款纯电动车型和混合动力车型。其中 S20-iEV 基于新上市的瑞风 S2，定位纯电动 SUV。该车型在标准模式下综合续航里程大于 255km，最高车速为 100km/h，预期 2016 年年初上市。第二款新能源汽车基于悦悦车型，定位微型纯电动汽车，综合

续航里程大于 150km，最高时速为 100km/h。此前公司曾发布 iEV+ 战略作为公司在新能源汽车业务的指导纲领，纲领提出到 2025 年，公司新能源汽车产销量突破 30 万台，成为重要增长极，同时新能源汽车总销量将占江淮汽车总销量的 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。我们认为，目前国家资本与社会多方资本大力注资充电设备建设，2016 年极有可能初见成效，这将有效改善纯电动汽车的生态环境，同时提升消费对纯电动汽车的接受程度，公司新能源车型团队于此时刻大力推出无疑是最佳时期。同时将 SUV 与纯电动的结合可能引爆下一个市场热销点。

图表 15. 公司新能源产品规划线

性能指标	混点驱动		插电混动	
	2020	2025	2020	2025
动力性				
综合工况纯电续航里程 (km)	300	400	80	100
经济性				
综合工况每百公里电耗 (度)	<14	<12	<3	<2
城市工况下制动能量回收对续航里程贡献率	>15	>20%		
可靠性				
综合燃料消耗量	/	/	<50%	<40%
3 万公里行驶里程后续航里程衰减率	<8	<5		

备注：制动能量回收对续航里程贡献率表示通过制动能量回收系统回收汽车在制动或惯性滑行中释放的多余能量用于加速行驶的与总共用于加速行驶能量的占比。

来源：国金证券研究所

图表 16. 公司新能源纯电动 S20-IEV 销量同比



项目	性能
长×宽×高 (mm)	4135×1775×1520
动力模式最高车速 (km/h)	≥140
标准模式最高车速 (km/h)	>100
0-50km/h 加速时间 (s)	≤4
1-100km/h 加速时间 (s)	≤12
整备质量 (kg)	≤1310
动力电池质量与整备质量比值	≤17%
爬坡度	≥30%
标准模式综合工况续航里程 (长程充电, km)	≥255
动力模式综合工况续航里程 (长程充电, km)	≥220

来源：国金证券研究所

- 公司新能源在商用车方面积累深厚，先发制人。目前已经推出了包含 2.5 吨、7.3 吨、9.5 吨系列纯电动轻卡底盘。早在 2004 年公司就对纯电动商用车研发立项，于 2009 年推出纯电动宝斯通客车底盘，已中标成都、上海及广州上百套环卫车纯电动底盘，并于 2014 年完成了全系统轻型纯电动商用车的产品技术规划。此外，公司首款纯电动轻卡研制成功，目前已经批量投放四川、上海等市场，成为国内首个纯电动轻卡领域的市场化品牌。14 年 9 月发布的《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》指出“政府机关、公共机构等领域车辆采购要向新能源汽车倾斜，新增或更新的公交、公务、物流、环卫车辆中新能源汽车比例不低于 30%”，以及《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持的通知》中指出对纯电动专用车、货车按照电池容量每千瓦时补助 1800 元，并未设置补贴上限。这预示着纯电动底盘、专用车的需求蓝海。我们认为，公司结合自身传统底盘技术与新能源技术优势，前瞻性培育纯电动底盘及纯电动轻卡不仅契合国家新能源补贴政策，抢占新能源专用车领域制高点，同时也培育了后期新的营收增长点。

图表 18. 公司纯电动宝斯通底盘



项目	性能
长*宽*高 (mm)	6900*1995*960
整备质量 (kg)	2160
发动机型号	电机
最大功率 (KW)	80KW/2000-2800
最大转速 (rpm)	4800
最高时速 (Km/h)	100
驱动形式	后置直驱
储能系统	锂电池组
悬架系统	前悬双扭杆式独立悬架， 后悬变截面少片簧

来源：国金证券研究所

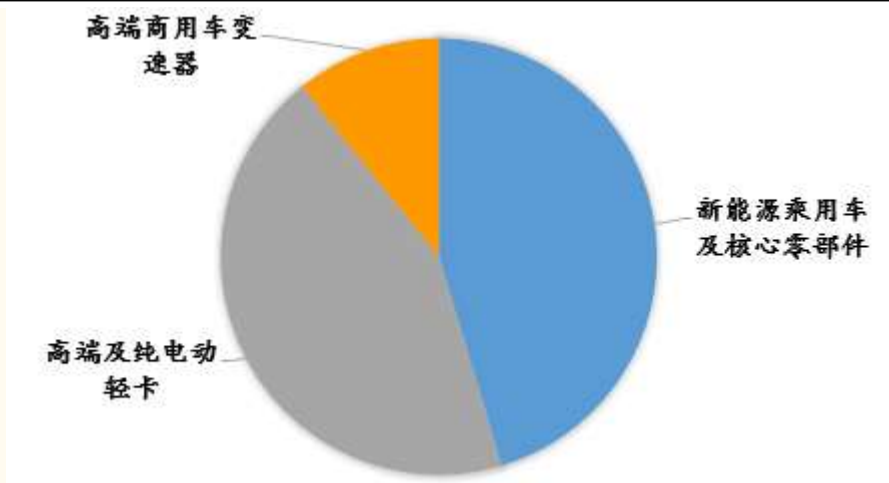
- **战略募投新能源：**近期公司非公开发行 A 股股票方案获得安徽国资委同

意，拟定以不低于 13.88 元的价格至多发行 32,907 万股股票，扣除相关费用后募资 45 亿元。加上公司自身筹集资金共 52.34 亿元投放于新能源乘用车及核心零部件、高端及纯电动轻卡、高端商用车变速器等三个项目。

- 公司后期将通过资本运作和产融结合，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。预期将在两年内形成单班 10 万辆新能源乘用车、15 万套动力电池总厂、15 万套电机电控、10 万辆高端及纯电动轻卡及 47.5 万套商用车变速器总成的年产能。
- 公司于 2002 年涉足新能源，2009 年明确纯电动发展方向，十多年的行业积累形成了基于传统车平台的逆向迭代和构建电动专属平台的正向迭代“双螺旋”开发模式。此外，公司在轻卡领域具有较好的市场口碑及排名，这些条件能够为本次资金重比例定增的新能源汽车及轻卡相关项目提供技术支持。
- 本次定增使得公司十三年新能源技术厚积薄发，符合国家政策导向及公司战略规划。公司在新能源汽车行业主动布局，深耕细作，有望成为新能源汽车行业自主品牌汽车的中坚力量。公司基于现在良好的轻卡口碑拓展进入高端轻卡市场可提高经济效益，进入电动轻卡可满足后期日益增长的市场需求。此外，高端商用车变速器项目将提高轻型载货汽车的整车综合性能。

图表 17.定增项目情况

项目	投资金额 (亿元)	建设期 (年)	投资回收期 (年)	项目年收入 (亿元)	项目年净利 (亿元)	贡献单班年产能
新能源乘用车及核心零部件	23.73	2	7.18	237	8.1	10万辆新能源乘用车； 15万套动力电池总成； 15万套电机电控的产能
高端及纯电动轻卡	22.95	2	6.9	109	6.27	10万辆高端及纯电动轻卡
高端商用车变速器	5.65	2	6.17	17	1.53	47.5万套商用车变速器总成



来源：国金证券研究所

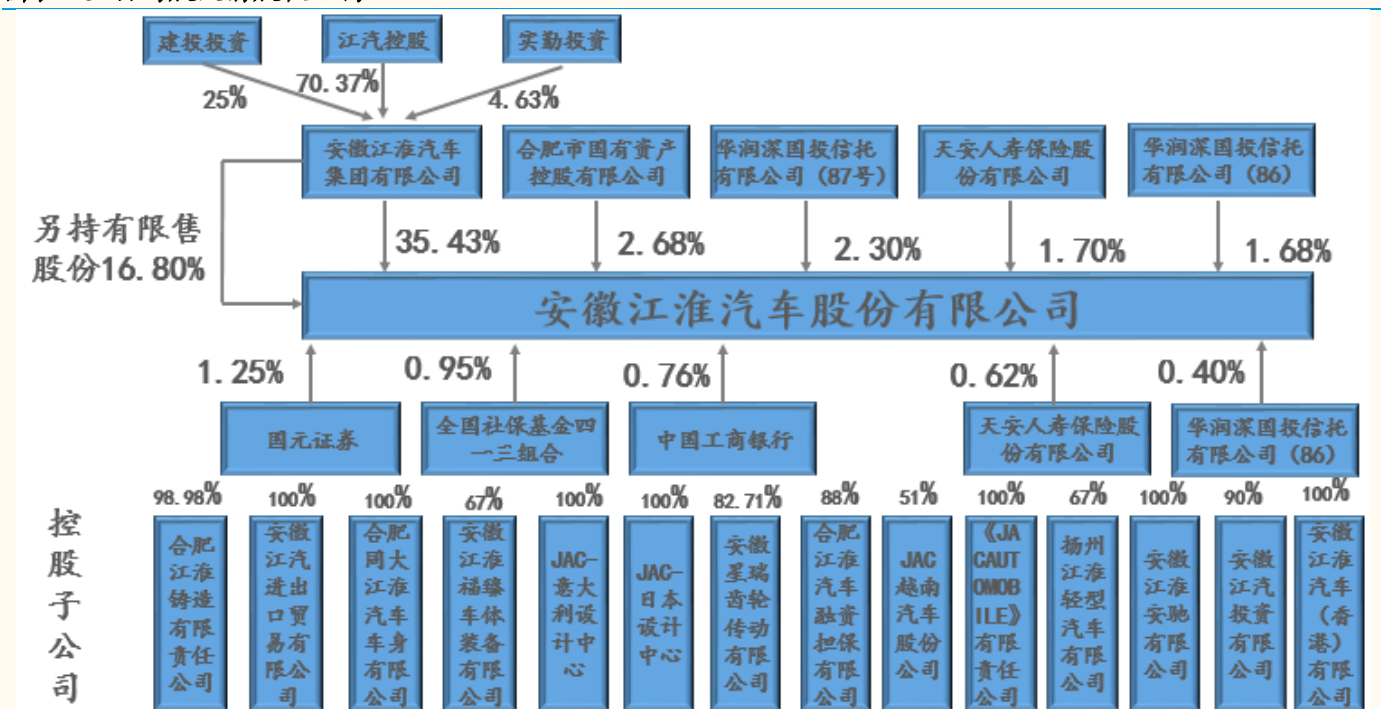
- **新能源借势“互联网+”缔造跨界双赢：**公司以新能源产品为核心抢占电商领域，与中国工商银行正式签署电商业务战略合作协议，搭建“互联网+新能源+汽车+金融”的创新跨界构架，欲借力工行电商平台开展系列新品发布及网络售车业务。目前以 iEV5 试水工行“融 e 购”斩获佳绩，上线仅 20 分钟即收到 516 辆订单。7 月 25 日，公司与汽车之家正式签署网络销售合作协议，部署汽车之家作为旗下轿车代表和悦 A30 的独家线上销售渠道。该举措使得公司 50 年汽车制造及销售经验在自媒体平台媒体影响力和交易能力下得以放大，同时缩短了汽车从产地到用户的流通环节，降低中间成本。公司在互联网电商平台的频繁发力让互联网+的营销模式深度植入创新市场的销售渠道环节，打造线上线下复合销售渠道，实现差异化、高效化、低成本、用户价值最大化营销，有望形成公司新的差异竞争能力。

- **实施稳健保守的会计政策：**公司在新能源营销收入板块实行稳健的权责发生制，将新能源汽车政府补贴在收到当期确认为营业外收入变更为随车辆销售将国家补贴与地方补贴计入当期损益，即不将政府补贴计入营业利润，而将电动车价格扣除补贴后的售价确认为营业收入。此举能够更加真实的反应公司的实际盈利能力，化解当期业绩与新能源推广的障碍。保守的会计准则体现了公司对基于质量发展型趋势以及市场营业能力为导向的坚守。

逆向收购江汽整体上市，国企改革激活企业积极性

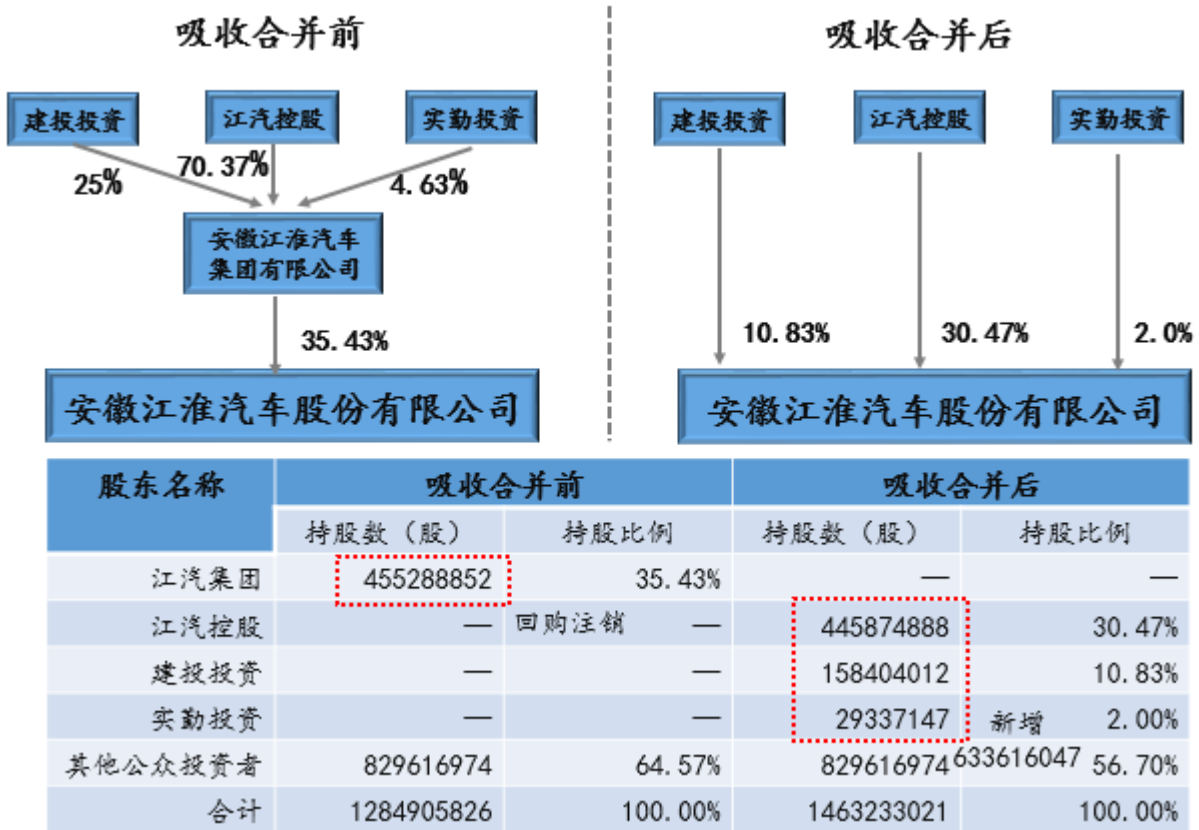
- 2006 年公司曾进行改革，改革主旨在于公司性质及企业员工身份的切换，全部员工均持有公司股权，同时对员工工龄实施买断制度。企业由全民所有制转变为合同制，公司由国家持股 100% 的国有企业转变为国家持股 78.21%，员工持股 21.79% 的集团公司。
- 2006 年的改革是一次不彻底的企业改革，指标不治本。“买断工龄”使得劳动力衰退的大龄员工持股增多，激励效果与持股意义衰减。
- 2015 年 4 月，公司逆向收购江淮汽车集团有限公司股份，同时向以前通过江淮汽车集团有限公司间接持有上市公司股权的建投投资、江汽控股、实勤投资发放新股 633616047 股，增发后，**建投投资、江汽控股及实勤投资改革后持上市公司股比分别为 30.47%、10.28%、2.00%。**
- 江汽集团控股的其他企业资产实现整体上市，主要资产包括安凯客车部分股权，短期增加了上市公司的收入、资产规模及归属于母公司的净利润总额，小幅降低了上市公司的资产负债率，解决了一直以来江汽集团与上市公司之间部分资产使用的关联交易问题，有利于优化公司治理结构。公司产业链进一步延伸，原有业务得以拓展和整合，整体协调将进一步提高运营效率、降低关联成本，提高公司主营业务的核心竞争力。
- 更重要的是，本次吸收合并后，公司股权结构得以优化，其中实勤控股为公司管理层成立，占股 2%，实现了上市公司股东利益与管理层利益的直接捆绑。核心管理层与公司利益与风险的共担任将有效激励公司的积极健康运作，同时员工持股形式以奖金形式替代。

图表 19. 公司股改前股权结构



来源：国金证券研究所

图表 20. 股改情况对比



来源：国金证券研究所

财务预测与投资建议

- 我们认为新能源汽车总体销量在未来 2 年中整体增速将达到 60%和 80%，客车增速将有所放缓，轻型高性价比纯电动、插电混动和纯电动货车将接过高增长的接力棒；
- 我们认为公司新能源汽车业务将保持较快增长，新车型包括纯电动轻卡、插电和纯电 SUV 将在明年推向市场，并取得良好的市场销量；各类车型的年度销量预测假设和成本假设如下表；表中仅对动力电池系统的价格下降做了假设，而对整车车身部分由于销量上升带来的规模效应未作考虑；事实上，正如我们在《新能源汽车产业系列报告之五——扶持+降本释放需求，高速增长必将持续》中所指出，汽车产业是规模效应体现较为充分的产业，当单车销量持续提升时，其车体制造成本也有大幅下降空间，特别是，公司 iev5 为正向开发车型，随着销量提升，前期费用摊销后，预计车体成本下降也较为明显；
- 定价策略方面，由于低得多的使用成本，补贴后车型的价格将；
- 传统车辆由于产能利用率的提升，毛利率 2015 年为 14%，在 2016、2017 年有小幅提升；
- 按照公司的会计处理方式，新能源汽车销售收入不计算国家和地方补贴，扣除补贴后的价格和成本使得新能源汽车销售对毛利贡献为负，而政府补贴体现在营业外收入中；在补贴的假设方面，我们暂采用 1:1 假设，因为地补比例和金额存在不确定性，而新能源热销地区，即公司的主要目标市场，地方政府补贴较中央补贴的比例不会太低；
- 综合上述基本假设，我们预测，公司 2015、2016、2017 年的 EPS 分别为 0.727 元、1.130 元和 1.550 元；

- 公司 2015 年 10 月 12 日收盘价为 14.2 元，对应 2015、2016 及 2017 年市盈率分别为：19.5 倍、12.6 和 9.2 倍；
- 首次覆盖，给予“买入”评级，6 个月目标价为 22.6 元/股，对应 2016 年 20 倍市盈率；

图表 20. 新能源汽车主要预测假设

车型	项目	单位及说明	2015E	2016E	2017E	备注
	新能源汽车销售收入	百万, 不含税	768	1,400	2,494	扣除补贴
	新能源汽车毛成本	百万, 不含税	851	1,910	3,677	
	新能源汽车毛利润	百万, 不含税	-83	-510	-1,183	扣除补贴
	新能源汽车毛利率	%	-11%	-36%	-47%	由于收入确认不含补贴, 所以毛利率为负
iev5	销量	台	10000.0	15000.0	27000.0	
	单价	万元	18.0	16.5	14.2	
	毛成本	万元	10.0	9.7	9.5	基础车型销售参考单价约 5.78 万元, 电量 24 度
	补贴	万元, 参考	9.0	9.0	7.2	国补: 地补=1:1
	终端价格	万元, 参考	9.0	7.5	7.0	上海国补+地补为 8.5 万元, 指导零售价 8.98 万元
	车型毛利率		45%	41%	33%	
	纯电 SUV	销量	台		1000.0	2000.0
单价		万元		17.5	15.2	
毛成本		万元		11.6	11.3	基础车型销售参考单价约 6.58 万元, 电量 30 度
补贴		万元, 参考		9.0	7.2	国补: 地补=1:1
终端价格		万元, 参考		8.5	8.0	
车型毛利率				34%	26%	
纯电轻卡		销量	台		2000.0	5000.0
	单价	万元		34.0	32.0	
	毛成本	万元		24.5	23.7	基础车型销售参考单价约 10-11 万元, 电量 80 度
	补贴	万元, 参考		21.6	21.6	国补: 地补=1:0.5
	终端价格	万元, 参考		12.4	10.4	运营成本很低, 定价可适当高于传统车型
	车型毛利率			28%	26%	
	插电 SUV	销量	台		2000.0	4000.0
单价		万元		15.0	13.5	
毛成本		万元		8.6	8.3	基础车型销售参考单价约 6.58 万元, 电量 10 度, 电池性能提升, 增加混动系统
补贴		万元, 参考		6.0	4.8	国补: 地补=1:1
终端价格		万元, 参考		9.0	8.7	
车型毛利率				43%	38%	

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 新能源汽车补贴落实不到位, 推广至全国后价格压力加大; SUV 市场中各企业竞争车型投放放量, 竞争加剧导致利润下降; 新能源新车型开发和上市速度不及预期; 轻卡市场等传统车型竞争激烈。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	29,117	33,620	34,169	45,543	53,388	61,853
增长率		15.5%	1.6%	33.3%	17.2%	15.9%
主营业务成本	-24,802	-28,175	-29,522	-39,357	-46,568	-54,608
% 销售收入	85.2%	83.8%	86.4%	86.4%	87.2%	88.3%
毛利	4,314	5,445	4,647	6,185	6,820	7,246
% 销售收入	14.8%	16.2%	13.6%	13.6%	12.8%	11.7%
营业税金及附加	-663	-701	-641	-820	-961	-1,113
% 销售收入	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	-1,784	-1,996	-1,784	-2,368	-2,936	-3,526
% 销售收入	6.1%	5.9%	5.2%	5.2%	5.5%	5.7%
管理费用	-1,566	-1,962	-2,207	-2,869	-3,310	-3,773
% 销售收入	5.4%	5.8%	6.5%	6.3%	6.2%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	301	786	16	128	-387	-1,166
% 销售收入	1.0%	2.3%	0.0%	0.3%	n.a	n.a
财务费用	47	107	94	122	229	354
% 销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.6%
资产减值损失	-77	-67	-65	0	0	0
公允价值变动收益	0	-9	9	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	270	817	54	250	-158	-812
营业利润率	0.9%	2.4%	0.2%	0.5%	n.a	n.a
营业外收支	250	181	393	1,000	2,092	3,460
税前利润	520	998	447	1,250	1,934	2,648
利润率	1.8%	3.0%	1.3%	2.7%	3.6%	4.3%
所得税	-47	-103	-32	-162	-251	-344
所得税率	9.0%	10.3%	7.2%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	474	896	415	1,087	1,683	2,304
少数股东损益	10	15	10	24	30	35
归属于母公司的净利润	464	881	405	1,063	1,653	2,269
净利率	1.6%	2.6%	1.2%	2.3%	3.1%	3.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	505	932	539	1,087	1,683	2,304
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	934	1,134	1,260	1,450	1,511	1,551
非经营收益	-134	-303	-239	-494	-2,015	-3,383
营运资金变动	1,690	715	92	3,050	2,950	3,362
经营活动现金净流	2,995	2,478	1,653	5,094	4,129	3,834
资本开支	-619	-426	-540	1,423	1,383	2,950
投资	516	635	657	-201	0	0
其他	126	207	287	0	0	0
投资活动现金净流	24	416	404	1,222	1,383	2,950
股权募资	21	4	163	0	-93	0
债权募资	456	43	504	-4,108	0	1
其他	-284	-197	-1,201	-285	-77	-77
筹资活动现金净流	193	-149	-534	-4,393	-171	-76
现金净流量	3,211	2,745	1,522	1,924	5,341	6,708

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	4,832	6,368	10,218	12,142	17,483	24,191
应收款项	2,660	3,109	5,459	5,537	6,491	7,520
存货	1,108	1,212	1,892	1,617	1,914	2,244
其他流动资产	1,095	1,806	1,847	1,089	1,137	1,158
流动资产	9,696	12,494	19,416	20,385	27,024	35,113
% 总资产	49.5%	52.8%	54.7%	59.3%	67.2%	74.3%
长期投资	466	633	982	1,183	1,182	1,182
固定资产	7,600	8,315	11,212	10,878	10,174	9,221
% 总资产	38.8%	35.1%	31.6%	31.7%	25.3%	19.5%
无形资产	1,511	1,793	3,363	1,921	1,824	1,736
非流动资产	9,874	11,178	16,088	13,984	13,182	12,140
% 总资产	50.5%	47.2%	45.3%	40.7%	32.8%	25.7%
资产总计	19,569	23,672	35,504	34,369	40,206	47,253
短期借款	517	710	2,552	0	0	0
应付款项	10,750	13,386	19,848	22,078	26,218	30,840
其他流动负债	272	548	901	590	699	819
流动负债	11,539	14,644	23,301	22,669	26,916	31,659
长期贷款	1,030	880	1,114	1,114	1,114	1,115
其他长期负债	851	1,131	1,590	0	0	0
负债	13,420	16,655	26,005	23,782	28,030	32,774
普通股股东权益	5,987	6,835	7,772	8,835	10,394	12,663
少数股东权益	162	178	1,727	1,751	1,781	1,816
负债股东权益合计	19,569	23,668	35,504	34,368	40,205	47,253

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.361	0.686	0.315	0.727	1.130	1.550
每股净资产	4.661	5.320	6.048	6.876	8.089	9.855
每股经营现金净流	2.324	1.929	1.286	3.965	3.213	2.984
每股股利	0.100	0.200	0.150	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.72%	12.89%	5.21%	12.04%	15.90%	17.92%
总资产收益率	2.39%	3.72%	1.14%	3.09%	4.11%	4.80%
投入资本收益率	3.53%	8.16%	0.11%	0.95%	-2.53%	-6.51%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.44%	15.47%	1.63%	33.29%	17.23%	15.86%
EBIT增长率	-33.18%	161.26%	-97.93%	689.58%	-402.0%	201.26%
净利润增长率	-19.52%	89.97%	-54.04%	162.68%	55.45%	37.26%
总资产增长率	31.93%	21.74%	50.01%	-3.20%	16.98%	17.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.7	4.1	10.4	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	18.8	15.0	19.2	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	47.0	51.6	73.4	80.0	81.0	82.0
固定资产周转天数	84.9	74.5	98.6	68.1	51.2	37.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.26%	-70.12%	-69.64%	-104.8%	-135.0%	-159.8%
EBIT利息保障倍数	-6.4	-7.4	-0.2	-1.1	1.7	3.3
资产负债率	68.27%	70.37%	73.25%	69.20%	69.72%	69.36%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

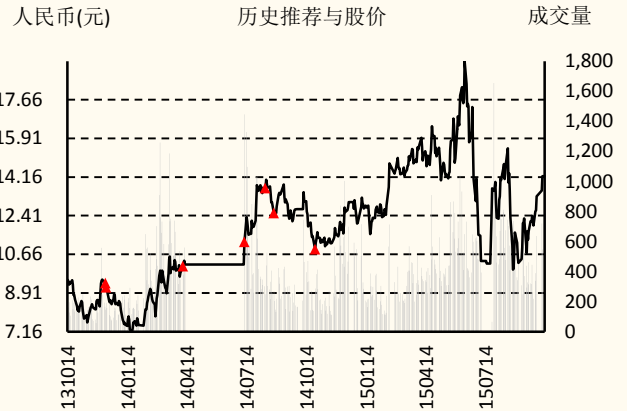
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-12-11	买入	9.64	14.00~0.00
2	2013-12-12	买入	9.55	N/A
3	2014-03-02	买入	9.00	N/A
4	2014-04-08	买入	10.03	N/A
5	2014-07-11	买入	10.20	N/A
6	2014-08-12	买入	13.66	N/A
7	2014-08-25	买入	12.53	N/A
8	2014-10-27	买入	11.34	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD