

## 江淮汽车 (600418)

## 新能源和SUV持续向好，轻卡和MPV景气回升

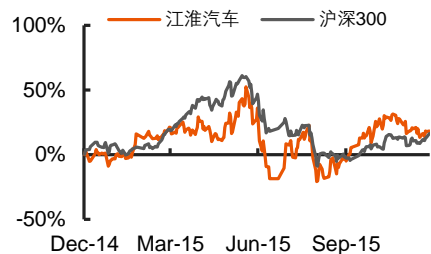
## 推荐 (维持)

现价: 14.86 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/%
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)	217.44
流通 A 股市值(亿元)	123.28
每股净资产(元)	5.65
资产负债率(%)	75.00

## 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  
DAICHANG706@pingan.com.cn  
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:

- **新能源产业链整合逐步落地，新能源汽车生产成本有望进一步降低。**公司近期公告与华霆动力成立合资公司生产 BMS 和电池总成、与安徽巨一成立合资公司生产电机与电控系统，同时与普天新能源合作，完善江淮新能源汽车销售的充电桩服务。产业链整合的逐步落地将使得电池、电机、电控等新能源关键零部件由外包供应逐步转移到合资生产，公司新能源汽车的生产成本有望进一步降低。
- **供需改善，公司 2016 年新能源销量大概率翻倍。**供给端，2016 年公司 iev6s (全国首款纯电动 SUV) 量产上市，电动轻卡也有望推出，电池供应新增三星 SDI (为 iev6s 供货)，电池供应瓶颈进一步缓解；需求端，国家新能源政策频出，地方新能源补贴政策有望加速落地，共同激发新能源汽车消费需求。公司 2015 年前 11 月新能源销售 8652 辆，9-11 月单月销量稳定在 1400 辆左右，考虑供需改善，公司 2016 年新能源销量大概率翻倍达 2 万辆 (月均 1700 辆)。
- **2016 年受益购置税减半，SUV 销售有望继续高增长。**公司在售 SUV 产品 S2、S3、S5 (1.5T 款) 都在减税范围内，减税幅度在 3000-5000 元，对公司 SUV 产品的客户群体具有较强吸引力。公司前 11 月销售 SUV 产品 22.0 万辆，预计 2015 年全年销售 25 万两。2016 年考虑全年购置税减半刺激，同时全新小型 SUV S1 有望推出，我们预计公司 2016 年 SUV 销售 32 万辆。
- **2016 年轻卡和 MPV 业务有望景气回升。**2015 年三季度开始公司轻卡销售明显好于行业，其 8-11 月单月销量同比增速显著高于行业增速。我们预计 2016 年国三升国四的影响将进一步削弱，公司轻卡业务有望景气回升。现阶段 MPV 产品谱系老化拖累了销售，2016 年瑞风全面改款有望改善 MPV 业务表现。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	33620	34169	44403	49367	52097
YoY(%)	15.5	1.6	30.0	11.2	5.5
净利润(百万元)	917	529	1153	1816	2012
YoY(%)	85.4	-42.4	118.2	57.5	10.8
毛利率(%)	16.2	13.6	12.6	9.9	9.2
净利率(%)	2.7	1.5	2.6	3.7	3.9
ROE(%)	13.3	5.7	11.2	15.2	14.6
EPS(摊薄/元)	0.63	0.36	0.79	1.24	1.38
P/E(倍)	23.8	41.2	18.9	12.0	10.8
P/B(倍)	3.2	2.8	2.5	2.1	1.8

- **盈利预测与投资建议:**我们看好公司新能源、SUV 业务的发展,同时轻卡和 MPV 业务有望景气回升,考虑到购置税减半的刺激超出我们之前的预期,以及公司产业链整合超预期落地,调整公司 2015-2017 年 EPS 为 0.79、1.24、1.38 元(原预测值为 0.70、1.16、1.26),对应 PE18.9、12.0、10.8。分板块估算,预计公司新能源、SUV、MPV 及商用车三大板块 2016 年利润贡献分别为 2.45 亿、9.58 亿和 6 亿,分别给予 2016 年 PE 50X、10X、8X,则公司合理市值在 267 亿,现阶段公司市值 217 亿,维持“推荐”评级。
- **风险提示:**新能源销售不及预期;SUV 销售不及预期;轻卡和 MPV 业务恢复不及预期。

# 正文目录

<b>一、产业链整合逐步落地，新能源成本有望降低</b>	<b>5</b>
1.1 与华霆动力合作布局 BMS 和电池总成	5
1.2 与安徽巨一合作布局电机与电控	5
1.3 与普天新能源合作布局充电桩	6
<b>二、公司 2016 年新能源销量在供需持续改善下有望翻倍</b>	<b>6</b>
2.1 供给端：新车型上市+电池供给突破	7
2.2 需求端：国家政策推动新能源汽车高速增长	7
<b>三、受益购置税减半，2016 年 SUV 业务继续向好</b>	<b>9</b>
3.1 购置税减半使公司 SUV 产品性价比优势更为突出	9
<b>四、轻卡和 MPV 业务景气回升</b>	<b>10</b>
4.1 公司轻卡业务恢复明显好于行业	10
4.2 2016 年老瑞风换代有望提升 MPV 业务表现	10
<b>五、盈利预测与投资建议</b>	<b>11</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>12</b>

## 图表目录

图表 1	江淮 11 月以来新能源产业链布局情况.....	5
图表 2	江淮汽车 2015 年各月新能源汽车产销量.....	7
图表 3	江淮各代纯电动车参数比较.....	7
图表 4	新能源汽车推广政策叠加效果显著.....	8
图表 5	纯电动乘用车未来 5 年补贴标准.....	8
图表 6	江淮各购置税减半产品的优惠幅度 单位：万元.....	9
图表 7	主打产品 S3 购置税减半后销量环比增长明显 单位：辆.....	9
图表 8	江淮轻卡历年销量和市占率 单位：万辆.....	10
图表 9	轻卡行业以及江淮轻卡 2015 年单月销量同比增速.....	10
图表 10	我国 MPV 历年销量和同比增长 单位：万辆.....	10
图表 11	江淮 MPV 销量及同比增速 单位：万辆.....	10
图表 12	新能源业务 2016 年净利贡献测算敏感性分析 单位：万辆，万元，亿元.....	11
图表 13	SUV 业务 2016 年净利贡献测算敏感性分析 单位：万辆，亿元.....	11
图表 14	江淮汽车分业务业绩预测 单位：亿元、辆.....	12

## 一、 产业链整合逐步落地， 新能源成本有望降低

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 2015 年 7 月 18 日发布新能源汽车业务发展战略，指出将强化电池、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。近期，公司动作频繁，分别与华霆动力、安徽巨一、以及普天新能源战略合作，产业链布局逐步落地。我们预计随着电池、电机、电控等关键新能源零部件由外包供应逐步转移到合资公司生产，公司新能源汽车的生产成本有望进一步降低。

**图表1 江淮 11 月以来新能源产业链布局情况**

公告日	合作公司	合作方式	布局领域	合作公司简介
2015.1 1.18	华霆动力	成立 1:1 合资公司， 注册资本 6000 万	BMS 和电池总成	从事新能源汽车动力系统总成及关键部件的研发及制造，核心业务为乘用车动力电池系统（含成组及管理系统），核心团队成员均具有 10 年以上电池系统的开发、设计经验，累计具有数十款电动汽车项目的开发资历。
2015.1 1.25	安徽巨一	成立 1:1 合资公司， 注册资本 1 亿元	电机和电控	国内领先的汽车关键部件自动化生产线、工业机器人集成应用系统和新能源汽车电驱动系统研发及制造企业，连续 3 年在国内高端纯电驱动轿车配套率处于国内第一位。
2015.1 2.03	普天新能源	业务合作	充电桩相关服务	以新能源汽车充电网络建设、运营和服务为主业的中央企业，中国普天信息产业集团公司控股子公司，目前已在深圳、北京、上海、合肥、广州、江苏等地相继发展新能源汽车运营服务产业，在全国建设运营充电站 80 座，5000 个分布式公共和私家车充点电，服务于公交车、出租车、公务车等多种类型车辆 8000 余辆。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 1.1 与华霆动力合作布局 BMS 和电池总成

公司 2015 年 11 月 18 日公告拟与华霆动力在合肥成立一家研发、生产新能源汽车用电池重组及电池管理系统(BMS)的合资公司，注册资本 6000 万元人民币，双方各以现金出资 3000 万元人民币，各占合资公司股比 50%。合资公司将发挥江淮和华霆各自优势，共同开发、生产、销售新能源汽车用电池系统，产品应优先供应江淮汽车。

华霆动力是华霆（常州）动力技术有限公司在合肥的全资子公司，现有员工 450 多人，核心团队成员均具有 10 年以上电池系统的开发、设计经验，累计具有数十款电动汽车项目的开发资历。华霆动力从事新能源汽车动力系统总成及关键部件的研发及制造，核心业务为乘用车动力电池系统（含成组及管理系统），作为一级供应商为国内外的主机厂提供配套服务。华霆动力还从事商用车动力电池系统，工业装备电池系统，储能等相关技术衍生领域的业务。

### 1.2 与安徽巨一合作布局电机与电控

公司 2015 年 11 月 25 日公告拟与安徽巨一自动化装备有限公司在合肥市合资设立一家开发生产电机及电控系统技术的合资公司，合资公司注册资本 1 亿元，双方各以现金出资 5000 万人民币，各

占合资公司注册资本 50%。合资公司初期采用租赁厂房形式生产，后续适时自建工厂，将利用双方优势，共同生产销售电机及电控系统产品，产品供给江淮汽车配套使用。

安徽巨一自动化装备有限公司成立于 2005 年，是国家火炬计划重点高新技术企业、国家创新型试点企业，经过 10 年发展，已成为国内领先的汽车关键部件自动化生产线、工业机器人集成应用系统和新能源汽车电驱动系统研发及制造企业。公司已经开发形成了乘用车 20KW 至 90K 电驱动系统平台和商用车 100KW 至 200KW 电驱动系统平台，产品批量销售，覆盖纯电动乘用车、增程型插电式乘用车、混合动力乘用车和纯电动商用车，公司连续 3 年在国内高端纯电驱动轿车配套率处于国内第一位。

### 1.3 与普天新能源合作布局充电桩

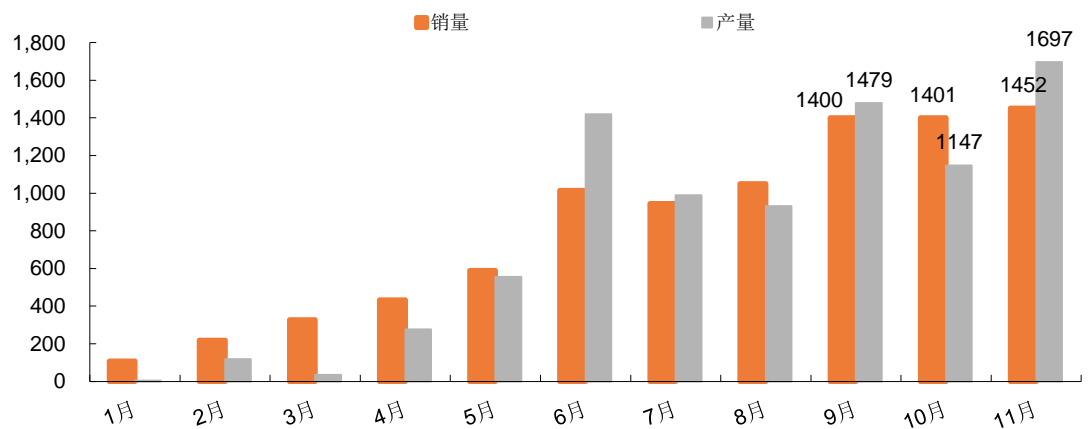
公司 2015 年 12 月 3 日公告将与普天新能源有限责任公司在市场推广、充电网络建设、创新服务模式等方面开展全面合作。江淮汽车向购买其电动汽车的客户销售充电终端设备并委托普天新能源提供设备安装及售后服务或者推荐给普天新能源，由普天新能源自行与此类客户沟通，并提供充电设备终端以及配套安装和售后服务，同时协调江淮新能源授权 4S 店为普天新能源在 4S 店设立充电卡的办理网点提供便利；普天新能源负责提供充电设备终端以及配套安装及售后服务。

普天新能源是以新能源汽车充电网络建设、运营和服务为主业的中央企业，是中国普天信息产业集团公司控股子公司，目前已在深圳、北京、上海、合肥、广州、江苏等地相继发展新能源汽车运营服务产业，在全国建设运营充电站 80 座，5000 个分布式公共和私家车充点电，服务于公交车、出租车、公务车等多种类型车辆 8000 余辆。

## 二、公司 2016 年新能源销量在供需持续改善下有望翻倍

**2015 年全年预计新能源销量 1 万以上。**2015 年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，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 9-11 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。前 11 个月公司总共销售新能源汽车 8652 辆，全年预计 1 万辆以上。**2016 年新能源销量大概率翻倍。**展望 2016 年，我们认为在供需两端改善的情况下，公司新能源销量大概率翻倍。

图表2 江淮汽车 2015 年各月新能源汽车产销量 单位：辆



资料来源: 工信部、乘联会、平安证券研究所

## 2.1 供给端：新车型上市+电池供给突破

**国内首款纯电动 SUV 即将上市。**公司纯电动 SUV 产品 iev6s 已于广州车展发布，预计 2016 年年初批量上市销售，综合性能与前几代产品相比明显提高，同时公司电动轻卡产品有望 2016 年下半年上市。

**电池供给有望突破。**从动力电池行业供给来看，中国动力电池行业 2015 进行了大规模的扩张，根据高工锂电的预测，2015 年中国动力锂电池设备投资预计 100 亿，同比增长 285%，预计 2016 年国内动力电池产能不足的问题将进一步缓解。从江淮电池配套供应商来看，即将推出的 iev6s 将使用三星 SDI 圆形电池，三星成为公司配套合作伙伴将有望进一步缓解公司电池供应不足的问题。

图表3 江淮各代纯电动车参数比较

车型	电池供应	综合工况续航 (km)	最高时速 (km/h)	50 公里加速(S)	市场价 (元)	市场价 (补贴后) (元)
iev6s 纯电动 SUV	三星 SDI18650 电池 (三元)	260	130	3.9	19.98 (预计)	10.98 (预计)
iev5 纯电动轿车	天津力神 18650 电池 (三元)	200	120	6	17.98	8.98
iev4 纯电动轿车	合肥国轩磷酸铁锂	150	100	6	15.78-15.98	6.78-6.98

资料来源: 公司资料、平安证券研究所

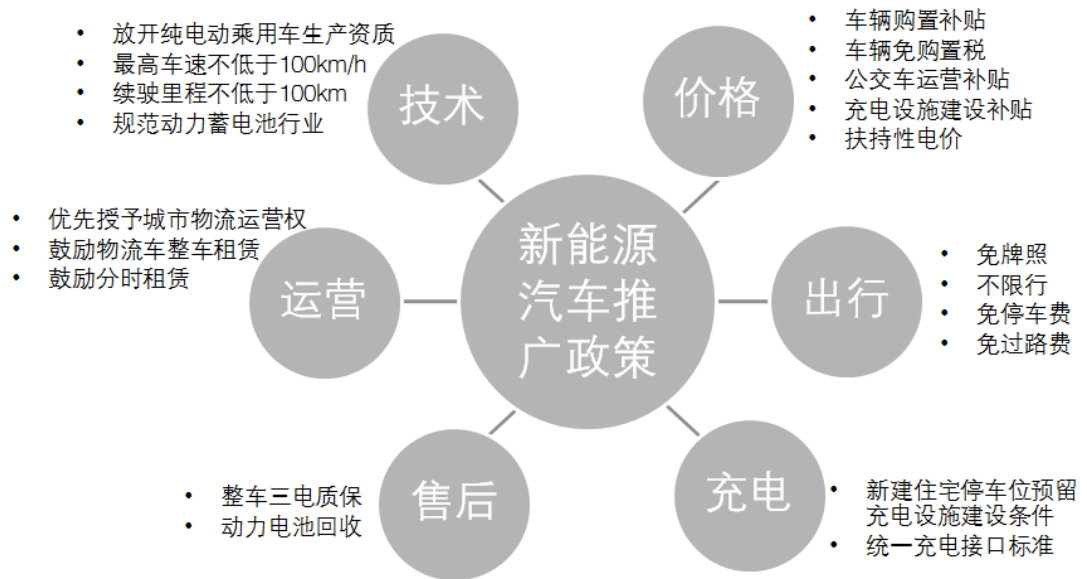
附: 补贴后价格按照国家与地方 1:1 补贴计算

## 2.2 需求端：国家政策推动新能源汽车高速增长

**过去三年的新能源推广政策叠加促进新能 2015 年爆发。**从 2013 年开始，国家部委和地方政府陆续出台新能源汽车推广相关政策，从销售、出行、售后、运营、技术、充电等多个维度促进行业发展。进入 2015 年，多个政策开始同时显现效果，叠加效应明显。



图表4 新能源汽车推广政策叠加效果显著



资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

**2016 年地方新能源政策推广节奏有望明显提速。**2013-2015 年, 针对国务院、工信部等主管部门出台的一系列新能源汽车推广政策, 地方政策跟进节奏不一, 滞后时间从 2、3 个月至 1 年以上不等。2015 年 12 月, 财政部、科技部、工信部、国家发展改革委、国家能源局五部门发布《关于“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知(征求意见稿)》, 要求各省(区、市)应将新能源汽车推广应用实施方案及充电基础设施运营方案于 2016 年 3 月底前报五部门备案, 未按要求制定相关办法的将不得享受中央财政的充电基础设施奖励资金。预计为获得相应奖励资金, 本轮地方政策的落地将明显提速, 超越市场预期, 新能源汽车行业经过 1Q16 短暂调整候有望迎来产销高峰。

**江淮纯电动车型 2016 年并不受国家补贴退坡影响。**国家整体 2016-2020 年新能源汽车补贴逐步退坡, 但是在纯电动乘用车领域, 2016 年相比 2015 年只有续航里程 80km-150km 的补贴由原来 3.15 万下降到 2.5 万。而江淮汽车的纯电动产品续航里程都在 150km-250km, 补贴 2016 年相对 2015 年并没有变化。另外虽然续航 150-250km 纯电动车在 2017-2018 年补贴下降 0.9 万元, 但预计公司新能源产业链整合成立的合资公司到 2017 年也将形成对公司的批量供货能力, 有望对冲补贴下滑的影响。

图表5 纯电动乘用车未来 5 年补贴标准

	80km≤R<150km	150km≤R<250km	R≥250km	R≥50km
2015 年	3.15 万元/辆	4.50 万元/辆	5.40 万元/辆	---
2016 年	2.50 万元/辆	4.50 万元/辆	5.50 万元/辆	---
2017-2018 年	2.00 万元/辆	3.60 万元/辆	4.40 万元/辆	---
2019-2020 年	1.50 万元/辆	2.70 万元/辆	3.30 万元/辆	---

资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所



### 三、受益购置税减半，2016 年 SUV 业务继续向好

#### 3.1 购置税减半使公司 SUV 产品性价比优势更为突出

2015 年 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。其中购置税减半政策将强化公司主打 SUV 车型的性价比优势, 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 均在减税范围内, 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。

	排量	产品均价	减税幅度
S3	1.5L	7.8	0.33
S2	1.5L	6.8	0.29
S5	1.5T	11.6	0.49

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

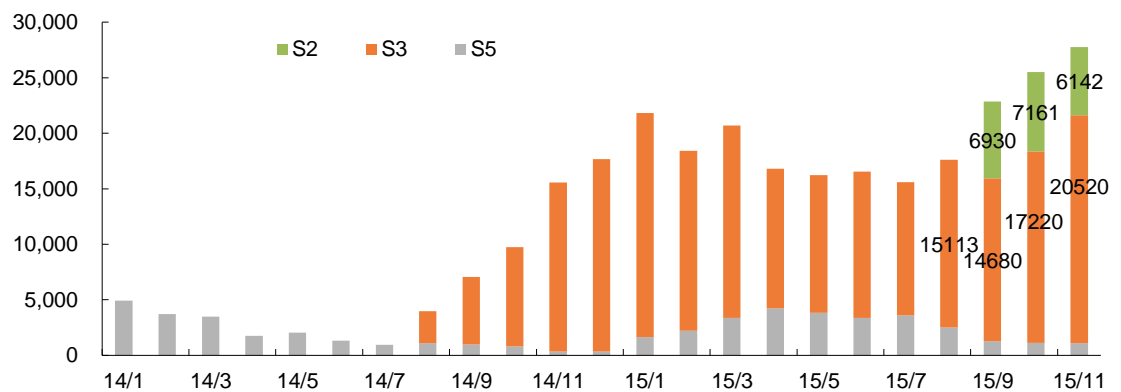
#### 3.2 主打 SUV 产品 S3 购置税减半后销量环比大幅上涨

2015 年 10 月、11 月江淮汽车 SUV 产品销量分别为 2.55 万辆、2.78 万辆, 环比+11.57%、8.86%, 其中 S310 月销售 1.72 万辆, 环比+17.30%, 并在 11 月达到历史单月销量峰值 2.05 万辆, 环比+19.16%。公司 2015 年前 11 月 SUV 销量 22 万辆, 预计全年 25 万辆左右。

2016 年全年享受购置税减半优惠, 同时全新小型 SUV S1 也有望推出, 公司小型 SUV 有望进行一步热销, 预计 2016 年全年 SUV 销量 32 万辆 (S5/S3/S2/S1 估计月均销售依次为 1100/18000/6500/4000 台, 其中 S1 假设销售 3 个月)。

图表7 主打产品 S3 购置税减半后销量环比增长明显

单位: 辆



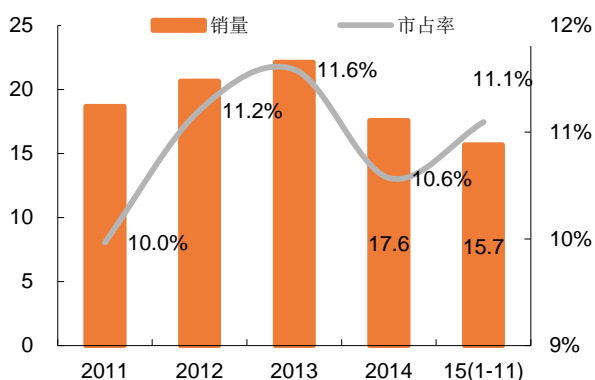
资料来源: 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

## 四、轻卡和 MPV 业务景气回升

### 4.1 公司轻卡业务恢复明显好于行业

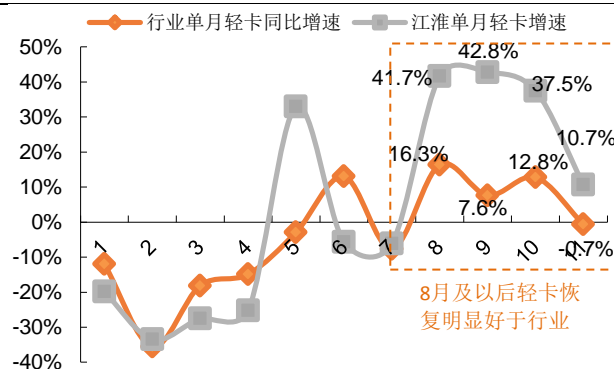
2015 年三季度开始，公司轻卡恢复明显好于行业恢复速度。公司 8、9、10、11 月公司分别销售轻卡 1.3、1.4、1.3、1.2 万辆，同比增长 41.7%、42.8%、37.5%、10.7%，明显快于行业 16.3%、7.6%、12.8%、-0.7% 的增速。公司前 11 月份轻卡销量 15.7 万辆(同比-5.06%，行业增速同比-6.22%)，市占率相比 2014 年有所提升。我们认为公司轻卡业务最艰难时期已经过去，有望先于行业景气回升。

图表8 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9 轻卡行业以及江淮轻卡 2015 年单月销量同比增速

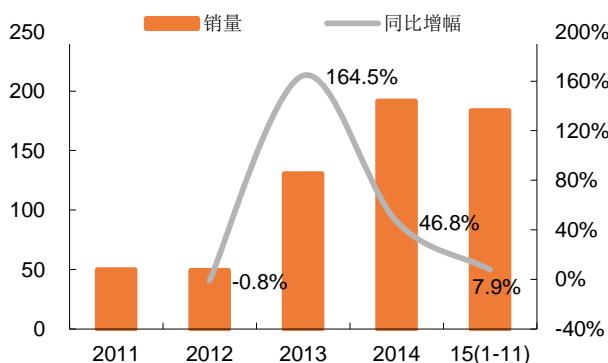


资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

### 4.2 2016 年老瑞风换代有望提升 MPV 业务表现

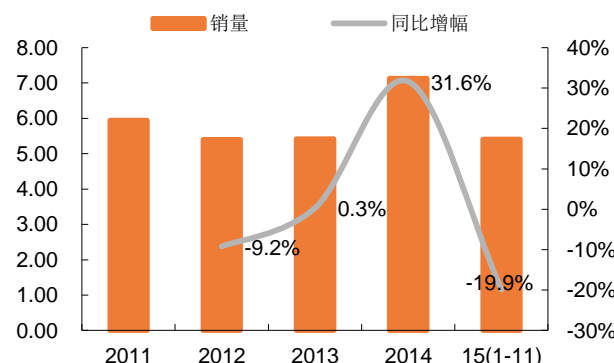
公司 MPV 产品谱系过于老化，近年来销售不佳。在公司所有在售 MPV 产品中，仅 M3 为 2015 年 3 月份上市新车型，其他款 (M2, M5, 老瑞风等) 已上市多年，且少有改款车型，产品谱系的老化使得公司 MPV 销售欠佳。公司近两年 MPV 销量同比下滑，明显差于 MPV 行业总体水平。江淮老瑞风将于 2016 年实现全面换代，同时热销产品 M5 也会有 2016 年款，我们预计公司 MPV 业务 2015 年已基本触底，2016 年将随车型换代而有所改善。

图表10 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11 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。

## 五、盈利预测与投资建议

**2016年新能源销售翻倍，盈利能力增强。**供给方面，公司2016年纯电动SUV产品IEV6S量产上市，同时电动轻卡也有望推出，新增加三星为电池供应商，电池供应瓶颈进一步缓解；需求方面，国家地方政策双管齐下，新能源汽车行业发展持续向好。另外，国内动力电池行业新建产能释放，动力电池成本未来将逐年下降；公司新能源产业链整合逐步落地，电池、电机、电控等核心零部件生产纳入到合资公司内部将有助于公司新能源汽车关键零部件成本的进一步下降。

2015年前11月公司纯电动汽车销售8940辆，最后几月单月销量稳定在1400辆，2015年全年预计销量1.03万辆，考虑到IEV6S和纯电动轻卡带来的增量，我们中性估计2016年公司单月销量1700台，全年销售2.04万辆，贡献2.45亿净利（假设单车净利1.2万），给予50倍PE(SUV2016年销量翻倍，盈利翻倍)，对应123亿市值。

**图表12 新能源业务2016年净利贡献测算敏感性分析** 单位：亿元

单车净利	月均销量	0.15万台	0.16万台	0.17万台	0.18万台	0.19万台
	年销量	1.8万台	1.92万台	2.04万台	2.16万台	2.28万台
1万元		1.80	1.92	2.04	2.16	2.28
1.1万元		1.98	2.11	2.24	2.38	2.51
1.2万元		2.16	2.30	2.45	2.59	2.74
1.3万元		2.34	2.50	2.65	2.81	2.96
1.4万元		2.52	2.69	2.86	3.02	3.19

资料来源：平安证券研究所

**2016年受益购置税减半，SUV销售有望继续高增长。**公司在售SUV产品为S2、S3、S5，其中S2、S3以及S5的1.5T版都在购置税减半范围内，减税幅度在3000-5000元，对江淮SUV的目标客户具有较强吸引力。公司前11月销售SUV产品22.0万辆，10/11月单月分别销售2.55/2.78万辆，预计2015年全年销售25万辆。2016年考虑到全年购置税减半的影响，以及有望推出新的小型SUVS1，我们预计2016年SUV销售32万辆（S5/S3/S2/S1月均1100/18000/6500/4000辆，其中S1假设仅销售3个月），同比增长29.60%，预计可贡献9.58亿净利（假设单车净利3000元），给予10倍PE（长城汽车2016年wind一致预期PE 9.67X），对应96亿市值。

**图表13 SUV业务2016年净利贡献测算敏感性分析** 单位：亿元

	月均销量	年销量	年销量合计	单车净利	净利贡献
S1	0.4万辆	1.2万辆	31.92万辆	0.2万元	6.4
S2	0.65万辆	7.8万辆		0.3万元	9.6
S3	1.8万辆	21.6万辆		0.4万元	12.8
S5	0.11万辆	1.32万辆		0.5万元	16.0

资料来源：平安证券研究所

附：S1 2016年按销售3个月估算

**2016年公司轻卡和MPV有望景气回升。**2015年三季度开始，公司轻卡销量增速明显好于行业增速速度。8-11月公司轻卡单月销售同比增长41.7%、42.8%、37.5%、10.7%，明显快于行业16.3%、7.6%、12.8%、-0.7%的增速。公司为轻卡行业前三强，预计2016年排放升级的影响将进一步削弱，公司轻卡业务有望景气回升。公司现阶段MPV产品谱系老化拖累了销售，2016年瑞风全面改款后有望改善MPV业务表现。我们预计除SUV和新能源外，公司MPV以及商用车板块2016年整体贡献净利6亿左右，给予2016年8倍PE，对应48亿市值。

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，预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.77、1.24、1.38 元，对应 PE 为 18.9、12.0、10.8 倍。分板块估算，预计公司新能源、SUV、MPV 及商用车三大板块 2016 年利润贡献分别为 2.45 亿、9.58 亿和 6 亿，分别给予 2016 年 PE 50X、10X、8X，则公司合理市值在 267 亿，现阶段公司市值 217 亿左右，维持“推荐”评级。

**图表14 江淮汽车分业务业绩预测** 单位：亿元、辆

		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
轿车	销量	115387	52816	35000	44567	53683
	收入	61.3	29.1	19.5	28.9	38.6
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	246300	319200	312000
	收入	28.5	50.2	161.7	199.7	192.3
轻卡	销量	228253	177396	169000	186070	199033
	收入	93.6	79.8	96.3	107.6	116.7
重卡	销量	32823	39399	30000	26400	33713
	收入	65.6	74.9	57.0	50.2	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
合计	收入	336.2	341.7	444.0	493.7	521.0
	净利率	2.7%	1.5%	2.6%	3.7%	3.9%
	归母净利润	9.2	5.3	11.5	18.2	20.1

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 六、风险提示

1、新能源销售不及预期；2、SUV 销售不及预期；3、轻卡和 MPV 业务恢复不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	19416	20750	23771	26072
现金	10218	10896	12570	15144
应收账款	1492	1027	1773	1181
其他应收款	452	305	537	351
预付账款	658	801	821	891
存货	1892	2189	2486	2488
其他流动资产	4705	5533	5583	6016
<b>非流动资产</b>	16088	18308	19063	19144
长期投资	1097	1572	2050	2528
固定资产	9231	10898	11186	10815
无形资产	2801	2970	3160	3366
其他非流动资产	2959	2868	2667	2435
<b>资产总计</b>	35504	39059	42834	45216
<b>流动负债</b>	23301	25936	28307	29144
短期借款	934	934	934	934
应付账款	7725	7881	10000	9025
其他流动负债	14643	17121	17374	19185
<b>非流动负债</b>	2704	2590	2359	2069
长期借款	1114	1000	769	479
其他非流动负债	1590	1590	1590	1590
<b>负债合计</b>	26005	28527	30666	31213
少数股东权益	1727	1749	1782	1820
股本	1285	1463	1463	1463
资本公积	3022	3022	3022	3022
留存收益	4887	5728	7055	8530
<b>归属母公司股东权益</b>	7772	8784	10385	12183
<b>负债和股东权益</b>	35504	39059	42834	45216

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	1653	5580	4135	4519
净利润	539	1175	1850	2050
折旧摊销	1181	1274	1516	1678
财务费用	-94	-154	-181	-245
投资损失	-98	-61	-68	-71
营运资金变动	22	3347	1020	1110
其他经营现金流	102	-1	-2	-3
<b>投资活动现金流</b>	-347	-3432	-2200	-1685
资本支出	546	1745	277	-397
长期投资	-94	-475	-477	-478
其他投资现金流	105	-2162	-2400	-2561
<b>筹资活动现金流</b>	-570	-1469	-261	-259
短期借款	934	0	0	0
长期借款	234	-114	-231	-290
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1740	0	0	0
其他筹资现金流	-3478	-1356	-29	30
<b>现金净增加额</b>	772	679	1674	2574

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	34169	44403	49367	52097
营业成本	29522	38819	44477	47322
营业税金及附加	641	894	977	1028
营业费用	1784	2717	2962	3126
管理费用	2192	2629	2913	3074
财务费用	-94	-154	-181	-245
资产减值损失	65	91	98	104
公允价值变动收益	9	1	2	3
投资净收益	98	61	68	71
<b>营业利润</b>	178	-529	-1809	-2237
营业外收入	411	1811	3816	4456
营业外支出	18	18	12	13
<b>利润总额</b>	571	1270	1995	2206
所得税	32	96	145	156
<b>净利润</b>	539	1175	1850	2050
少数股东损益	10	21	34	38
<b>归属母公司净利润</b>	529	1153	1816	2012
EBITDA	1576	2319	3245	3545
EPS (元)	0.41	0.79	1.24	1.38

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	1.6	30.0	11.2	5.5
营业利润(%)	-79.1	-397.1	-241.8	-23.7
归属于母公司净利润(%)	-42.4	118.2	57.5	10.8
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	13.6	12.6	9.9	9.2
净利率(%)	1.5	2.6	3.7	3.9
ROE(%)	5.7	11.2	15.2	14.6
ROIC(%)	2.9	7.7	11.5	11.3
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	73.2	73.0	71.6	69.0
净负债比率(%)	-69.0	-82.7	-87.2	-96.2
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	35.3	35.3	35.3	35.3
应付账款周转率	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.79	1.24	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	3.47	3.81	2.83	3.09
每股净资产(最新摊薄)	5.31	6.00	7.10	8.33
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	41.2	18.9	12.0	10.8
P/B	2.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.7	7.0	4.4	3.3

## 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