

江淮汽车 (600418) \ 汽车

——全面布局多点开花，自主合作皆可期待

投资要点:

► 业务布局全面的自主品牌整车企业

公司是一家布局全面的整车厂商，主要产品包括乘用车，商用车，新能源车，专用底盘及变速箱、发动机等。四大重点业务板块SUV、MPV、轻卡和新能源汽车将为公司今后的发展提供持续的助力。

► 新能源汽车：积累深厚，自主+合作模式助力迈上新台阶

公司新能源汽车占比高，弹性大纯电动乘用车取得热销，纯电动轻卡也蓄势待发。与蔚来汽车和大众汽车的合作将帮助公司的新能源汽车业务迈上全新台阶。预计16-18年，公司新能源车销量将达到2.8/4.0/5.3万辆，净利润贡献为3/4.1/5.0亿元。

► 轻卡：行业龙头，盈利修复空间大

国内轻卡销量自2014年以来一路走低，降幅逐年收窄，有企稳迹象。公司产品定位高端，表现大幅优于行业。随着行业的企稳以及高端轻卡占比的提升，公司的盈利水平将得到修复；公司的发动机合营企业随着规模的提升也将显著贡献利润。预计两者合计对利润的增量贡献有望超过3亿元。

► MPV&SUV：产品结构调整，后续将持续发力

公司今年陆续推出了全新和换代的MPV产品，17年将形成涵盖低、中、高端车型的产品布局；作为小型SUV销售冠军，针对市场的不振表现，公司明年将通过S5+S7来冲击紧凑型SUV市场，改善公司过于依赖小型SUV的产品结构。MPV和SUV将成为公司今后业绩增长的重要动力。

► 维持“推荐”评级

不考虑与大众合作的影响，预计公司2016-2018年EPS分别为0.55、0.71、0.84元，市盈率分别为25倍、20倍、17倍，维持对公司的“推荐”评级。按17年23倍的估值，目标价16.3元。

► **风险提示：**国内车市持续低迷；新能源汽车增长不及预期；公司新车型销量不及预期等。

投资建议:

推荐

维持

当前价格:

13.24元

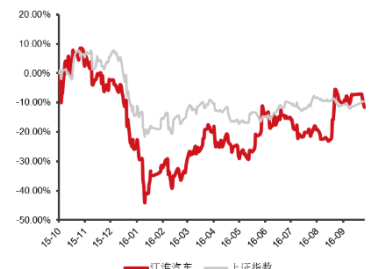
目标价格:

16.3元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,463/1,463
流通A股市值 (百万元)	12,534
每股净资产 (元)	5.92
资产负债率 (%)	77.43
一年内最高/最低 (元)	16.81/8.34

一年内股价相对走势



马松

分析师

执业证书编号: S0590515090002

电话: 85613713

邮箱: mas@glsc.com.cn

卮莉

电话: 85613713

邮箱: ll@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	34,169.41	46,385.91	54,735.38	65,682.45	75,534.82
增长率 (%)	1.63%	35.75%	18.00%	20.00%	15.00%
EBITDA (百万元)	1,679.80	2,483.63	2,681.74	3,143.29	3,509.38
净利润 (百万元)	528.70	857.58	1,043.78	1,347.00	1,584.91
增长率 (%)	-42.36%	62.21%	21.71%	29.05%	17.66%
EPS (元/股)	0.28	0.45	0.55	0.71	0.84
市盈率 (P/E)	49.71	30.64	25.18	19.51	16.58
市净率 (P/B)	3.75	3.12	1.90	1.76	1.63
EV/EBITDA	11.54	9.76	9.75	7.93	6.62

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1.	业务布局全面的自主品牌整车企业.....	4
1.1.	国企改革先锋，管理层和骨干员工持股为公司长期发展增助力	4
1.2.	公司业绩.....	4
1.3.	业务布局全面，后续看点众多	5
2.	新能源汽车：积累深厚，自主+合作模式助力迈上新台阶.....	6
2.1.	新能源乘用车：iEV 系列表现亮眼，后续值得期待.....	6
2.2.	新能源专用车：有望成为公司新的增长点.....	9
2.3.	携手大众，新能源车业务将迈上新台阶	11
3.	轻卡：行业龙头，盈利修复空间大.....	13
3.1.	轻卡行业降幅收窄，产品高端化趋势明显	13
3.2.	公司产品定位高端，轻卡盈利修复空间大	15
4.	MPV：产品布局日趋完善，分享行业发展红利.....	17
4.1.	自主品牌占据绝对优势，消费升级+二胎放开有望带来行业机会	17
4.2.	MPV：打造完整产品线，增强竞争力	20
5.	SUV：小型 SUV 市场承压，开拓紧凑型 SUV 市场.....	21
5.1.	SUV 依然维持高速增长，消费升级导致小型 SUV 市场受到挤压	21
5.2.	小型 SUV 龙头，开拓紧凑型 SUV 市场	22
6.	盈利预测及投资评级.....	23
6.1.	公司主要产品销量预测及主要假设.....	23
6.2.	维持“推荐”评级	24
7.	风险因素.....	25

图表目录

图表 1：江淮汽车股权结构.....	4
图表 2：公司近年来营收情况.....	4
图表 3：公司近年来归母净利润情况.....	4
图表 4：公司营收构成（亿元）.....	5
图表 5：公司毛利率和净利率水平.....	5
图表 6：公司后续看点众多.....	5
图表 7：国内新能源乘用车历年销量.....	6
图表 8：国内新能源乘用车销量占比.....	6
图表 9：新能源乘用车分类别销量（万辆）及增速.....	6
图表 10：今年以来新能源乘用车月度销量及增速.....	6
图表 11：2016 年新能源乘用车补贴标准.....	7
图表 12：公司新能源乘用车的开发历程.....	7
图表 13：公司新能源乘用车主要车型.....	8
图表 14：iEV6S 与主要竞品的性能对比.....	8
图表 15：江淮新能源汽车销量.....	9
图表 16：2016H1 全球新能源乘用车销量排名.....	9
图表 17：国内新能源专用车历年产量.....	10
图表 18：国内新能源专用车历年产量.....	10
图表 19：15 年国内新能源专用车市场格局.....	10

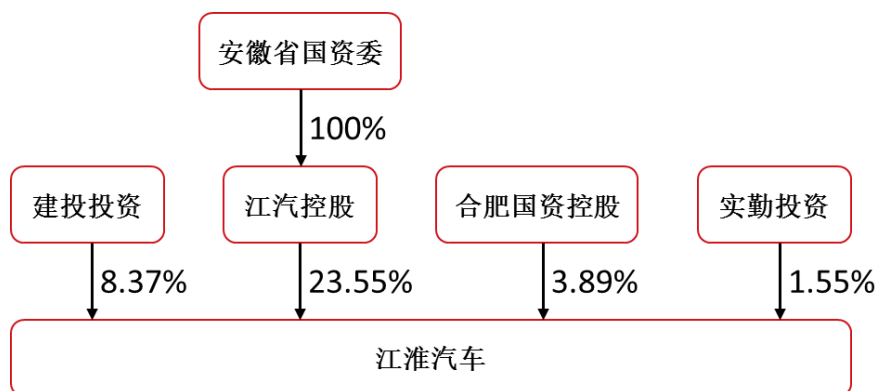
图表 20: 帅铃 i3 和 i5 各项参数.....	11
图表 21: 公司纯电动专用车储备.....	11
图表 22: 江淮携手大众合作新能源汽车.....	11
图表 23: 大众 2025 战略.....	11
图表 24: 2015 年全球车企新能源汽车销量排行.....	12
图表 25: 国内轻卡历年销量.....	13
图表 26: 中高端轻卡比例逐年走高.....	13
图表 27: 国内轻卡市场竞争格局.....	14
图表 28: 国五实施时间表.....	14
图表 29: 公司轻卡历年销量.....	15
图表 30: 公司主要轻卡产品.....	15
图表 31: 2016 年 1-7 月轻卡行业前五销量表现.....	15
图表 32: 公司和福田市占率对比.....	15
图表 33: 江淮纳威司达量产发动机.....	16
图表 34: 近年来福田轻卡和江淮商用车毛利率走势.....	17
图表 35: 国内 MPV 历年销量.....	18
图表 36: 国内 MPV 销量占比.....	18
图表 37: 国内 MPV 市场分国别销售情况 (万辆).....	18
图表 38: 国内 MPV 市场竞争格局.....	18
图表 39: 国内 MPV 售价分布.....	19
图表 40: 国内不同价位 MPV 的代表车型.....	19
图表 41: 国内传统 MPV 和非传统 MPV 销量表现.....	19
图表 42: 公司 MPV 销量.....	20
图表 43: 公司 MPV 产品线.....	20
图表 44: 国内 SUV 历年销量 (万辆).....	21
图表 45: 国内 SUV 销量占比.....	21
图表 46: 国内 SUV 分级别销售情况 (万辆).....	21
图表 47: 不同级别 SUV 销量增速.....	21
图表 48: 2015 年 1-11 月排名前十的小型 SUV 的价格和尺寸分布.....	22
图表 49: 公司 SUV 历年销售情况.....	23
图表 50: 公司 SUV 销售组成.....	23
图表 51: 公司 SUV 产品线.....	23
图表 52: 公司各车型销量预测.....	24
图表 53: 目前公司 PE 处于近年来较高位置.....	25
图表 54: 目前公司 PB 处于近年来中位值.....	25
图表 53: A 股可比公司估值比较 (截止 2016 年 10 月 14 日).....	25
图表 54: 财务预测摘要.....	26

1. 业务布局全面的自主品牌整车企业

1.1. 国企改革先锋，管理层和骨干员工持股为公司长期发展增助力

公司隶属于安徽省国资委，作为国企改革先锋，已在 2015 年实现集团整体上市。公司的管理层及核心技术人员共计 160 人已通过实勤投资共持有上市公司 1.55% 的股权。公司今年 8 月 30 日发布了股权激励计划（草案），拟向 354 名管理和技术骨干授予 1885.2 万份股票期权，占公司总股本的 1%，行权价格为 12.42 元。本次推出的股权激励计划，能够很好地激发管理和技术骨干的主动性，使他们与公司成为利益共同体，提升公司的管理、运营效率，为公司长久持续的发展增添助力。

图表 1：江淮汽车股权结构

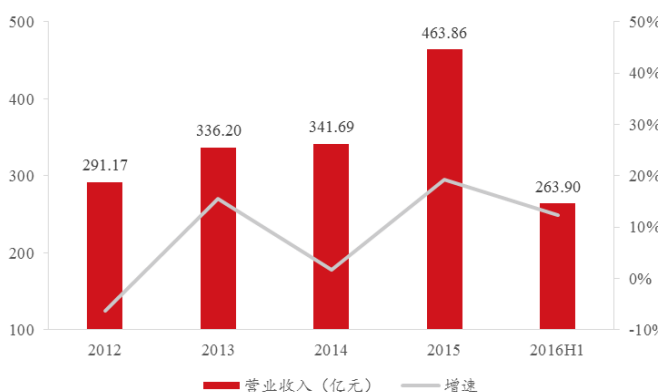


来源：公司公告、国联证券研究所

1.2. 公司业绩

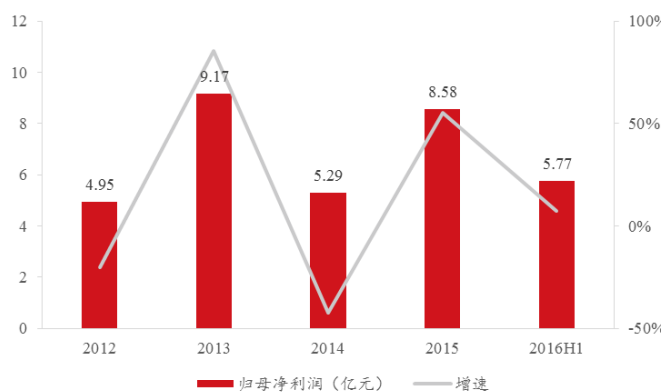
公司近年来营收一直处于上升通道中，稳步增长；而利润方面，除了 14 年受排放升级导致的轻卡盈利能力大幅下滑拖累导致同比增速为负外，其余年份均实现了正增长。公司 16 年上半年实现营收 263.9 亿元，同比增长 12.3%；归母净利润 5.77 亿元，同比增长 7.5%。

图表 2：公司近年来营收情况



来源：公司公告、国联证券研究所

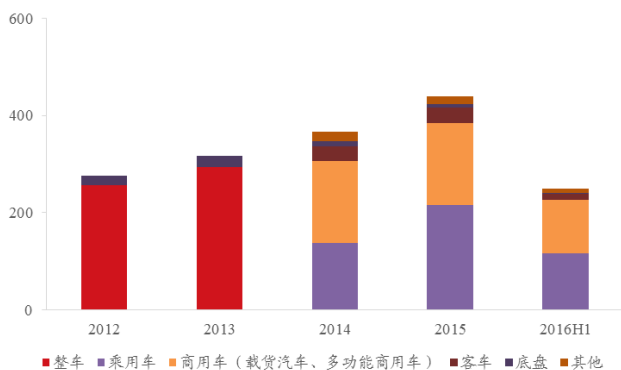
图表 3：公司近年来归母净利润情况



来源：公司公告、国联证券研究所

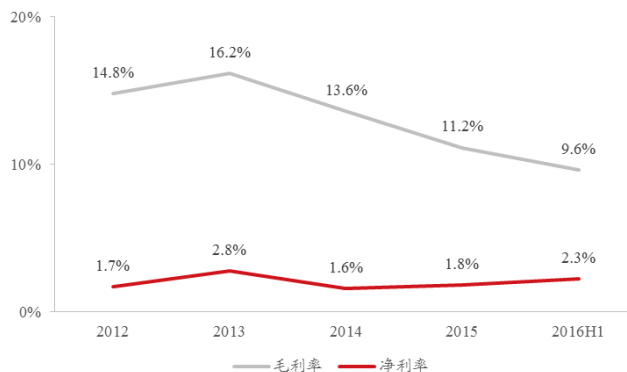
乘用车和商用车（载货汽车、多功能商用车）占据了公司总营收的80%以上，贡献了绝大多数利润。受到行业整体景气度下行、竞争加剧以及新能源汽车占比提升的影响，公司近年来的毛利率水平持续下滑。但与毛利率的持续下滑形成鲜明对比的是，公司的净利率在14年大幅下滑后已经得到了明显的修复，这主要得益于公司产品结构的调整以及新能源汽车较好的盈利能力。

图表4：公司营收构成（亿元）



来源：公司公告、国联证券研究所

图表5：公司毛利率和净利率水平



来源：公司公告、国联证券研究所

1.3. 业务布局全面，后续看点众多

公司是一家布局全面的整车厂商，主要产品包括 SUV、MPV、轿车等乘用车，重、中、轻、微卡，客车，新能源车，专用底盘及变速箱、发动机、车桥等核心零部件等。公司的四大重点业务板块 SUV、MPV、轻卡和新能源汽车将为公司今后的发展提供持续的助力。

图表6：公司后续看点众多



来源：国联证券研究所

2. 新能源汽车：积累深厚，自主+合作模式助力迈上新台阶

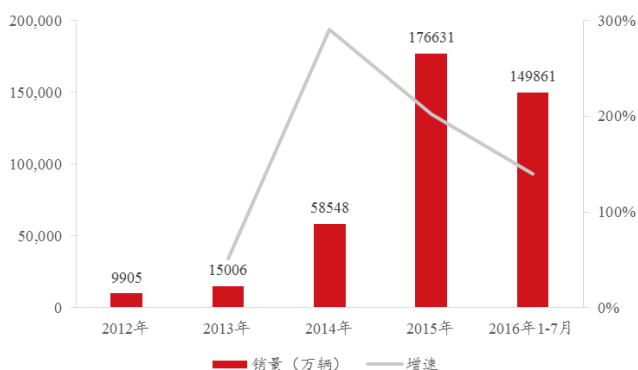
江淮汽车一直将新能源汽车作为其战略重点，具有长时间的积累沉淀，目前在国内各车企中处于较为领先的位置。同时与蔚来汽车和大众汽车的合作也将帮助公司的新能源汽车业务迈上全新台阶，迎来更为广阔的发展空间。根据公司制定的新能源汽车发展规划，到2020年，江淮新能源车的销量将达到20万辆的规模，营收占公司总营收的20%以上，而到2025年，新能源车产销量将占公司总产销量的30%以上。

2.1. 新能源乘用车：iEV系列表现亮眼，后续值得期待

2.1.1 新能源车放量关键，成长空间广阔

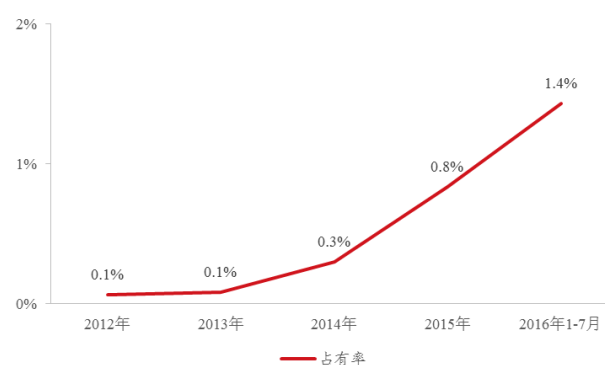
近年来，国内新能源乘用车始终维持高速增长。而今年以来，虽然新能源汽车的相关政策调整剧烈，但新能源乘用车受到的影响有限，保持着亮眼的表现。根据乘联会的数据，2016年1-7月新能源乘用车销量达到15万辆，同比增长140%，是销售表现最为亮眼的细分车型。目前国内乘用车的年销量在2000万辆左右，而新能源乘用车仅占据了1%左右的份额，具有十分广阔的成长空间。

图表7：国内新能源乘用车历年销量



来源：乘联会、国联证券研究所

图表8：国内新能源乘用车销量占比

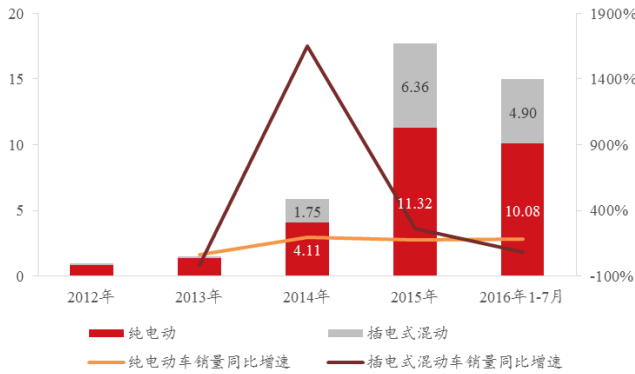


来源：乘联会、国联证券研究所

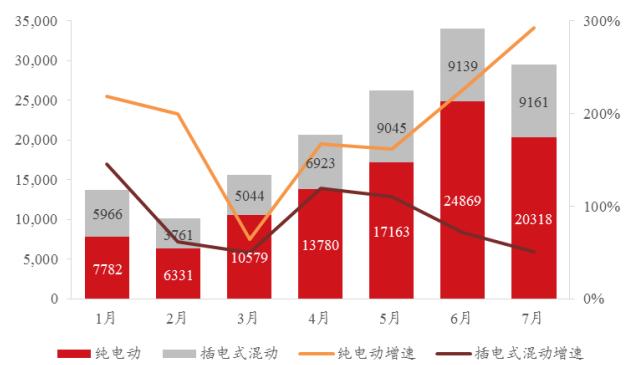
分类别来看，由于政策倾向于纯电动车，纯电动乘用车的销量一直明显领先于插电式混动乘用车。今年以来，纯电动车的销售增速也一直领先于插电式混动乘用车。今年1-7月国内纯电动乘用车销售10.1万辆，同比增长184%；插电式混动车销量4.9万辆，同比增长82%。从月度销售情况走势来看，纯电动乘用车的销售增速自3月其逐步向上，而插电式混动乘用车的销售增速则自4月其逐步回落，两者的差距正在逐步拉大。

图表9：新能源乘用车分类别销量 (万辆) 及增速

图表10：今年以来新能源乘用车月度销量及增速



来源：乘联会、国联证券研究所



来源：乘联会、国联证券研究所

受制于成本和使用方便性问题，目前国内新能源汽车的发展依然十分依赖政策的扶持。从补贴来看，政府鼓励乘用车向纯电动化和长续航里程的方向发展，这也成为各大整车厂布局和努力的方向。预计后续纯电动乘用车的占比将进一步提升，成为新能源汽车放量的关键。

图表 11：2016 年新能源乘用车补贴标准

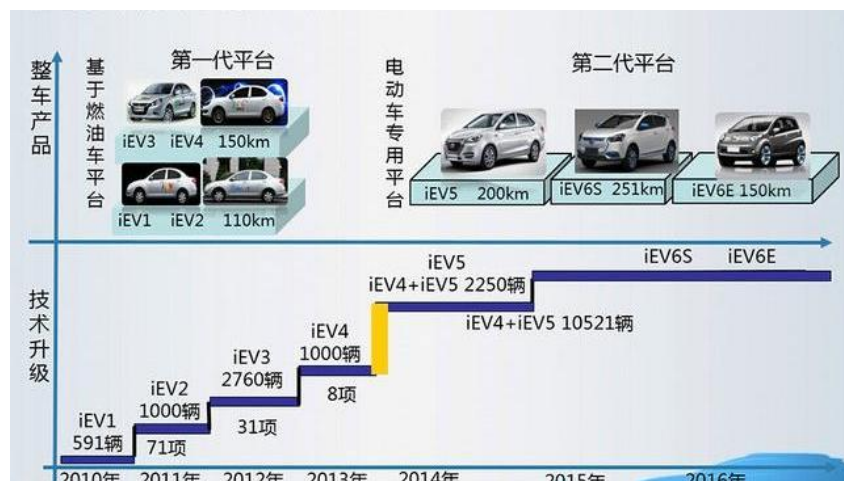
车辆类型 (单位: 万辆)		纯电动续航里程 R(工况法、公里)			
		100≤R<150	150≤R<250	R≥250	R≥50
纯电动乘用车	2016	2.5	4.5	5.5	/
	2015	3.15	4.5	5.4	/
插电式混合动力乘用车 (含增程式)	2016	/	/	/	3
	2015	/	/	/	3.15

来源：《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》、国联证券研究所

2.1.2 产品竞争力强，有望维持高速增长

多年布局，积累深厚。公司在 2002 年就开始涉足新能源汽车领域，技术积累雄厚，并于 2009 年明确提出了“纯电驱动”的主攻方向，推出了 iEV 系列纯电动乘用车。截至 iEV6S，公司目前共计推出了 6 代量产新能源汽车车型。

图表 12：公司新能源乘用车的开发历程



来源：网络资料、国联证券研究所

公司已形成较为丰富的产品线。公司目前在售的新能源乘用车车型为纯电动轿车 iEV4 和 iEV5，以及今年新推出的纯电动 SUV iEV6S，预计公司年内还将推出一款纯电动 4 座轿车 iEV6E，主要针对微型车市场。

图表 13：公司新能源乘用车主要车型

	iEV4	iEV5	iEV6S	iEV6E (待上市)
类型	轿车	轿车	SUV	轿车 (微型)
产品外形				
电池种类	磷酸铁锂	三元	三元	磷酸铁锂
载电量 (KWh)	19.2	23	33	18.6
续航里程 (km) (综合工况)	152	170	251	152
最高车速 (km/h)	100	120	130	102
厂商指导价(万元)	15.28-15.48	17.98	21.98	<17 (预计)
补贴后价格(万元)	6.28-6.48	8.98	10.98	<8 (预计)

来源：网络资料、国联证券研究所

公司产品性价比优势突出。公司纯电动乘用车性价比优势突出。以今年推出的 iEV6S 为例，将它与主要竞品比较后，可以很明显的看到它的各项主要性能均处于中上水平，而补贴后的价格则最为便宜，具有非常强的竞争力。

图表 14：iEV6S 与主要竞品的性能对比

	江淮 iEV6S	北汽 EX200	华泰 XEV260	北汽 EU260	吉利帝豪 EV
车型	小型 SUV	小型 SUV	紧凑型 SUV	轿车	轿车
载电量 (Kwh)	33	30.4	49.9	41.4	45.3
续航 (km)	251	200	266	260	253
最大功率 (kW)	85	53	80	100	95
最大扭矩 (Nm)	270	180	220	260	240
最高时速 (km/h)	130	125	130	140	140
补贴后价格(万元)	10.98	11.69-12.69	13.98-16.28	14.69	11.88-13.98

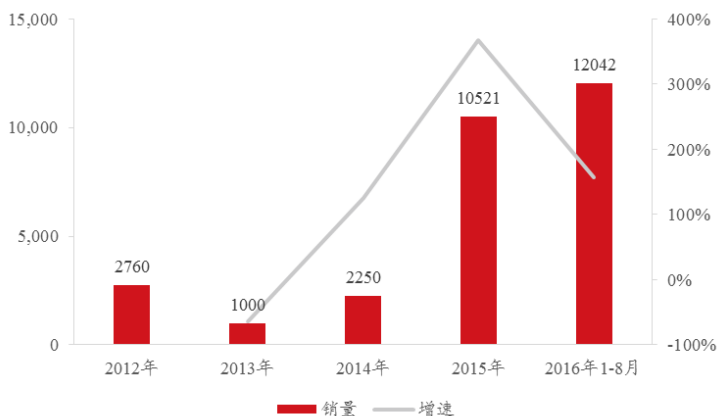
来源：网络资料、国联证券研究所

受整个行业高速发展以及自身产品突出竞争力的驱动，公司的纯电动乘用车自 2015 年起步入了高速成长期，于当年推出了 iEV5 和第二代 iEV4，全年共销售 10521 辆，同比增长 368%。2016 年，公司推出的纯电动 SUV iEV6S 被市场寄予厚望，但由于受到电池供应商三星未上目录的影响销量低于预期，影响了公司今年新能源车的增速。但凭借 iEV5+iEV4 的优异表现，公司 1-8 月共销售新能源汽车 12042 辆，同比增长 156.9%。上半年公司销量在全球新能源乘用车车厂商中排名第十一位，较去

年的 17 位上升了 6 位，成绩仍然亮眼。预计 iEV6S 的电池目录问题最迟将于明年得到解决，后续销售将恢复正常。而公司将于年内推出的 iEV6E 在微型车市场上也具有不错的竞争力。除了能够提高销量外，新能源车由于有国补和地补，盈利能力也显著优于传统乘用车，目前自主品牌传统乘用车的单车盈利约为数千元，而新能源乘用车的单车盈利可以达到 1-2 万元。后续随着补贴的退坡，其盈利能力将会有某些程度的下滑，但预计仍将明显高于传统车，因此新能源车放量可以显著提高公司盈利能力。

保守来看，我们预计公司 16-18 年的新能源乘用车销量分别为 2 万辆、2.8 万辆、3.4 万辆，单车利润为 1.5 万元、1.3 万元、1.2 万元（考虑到 17 年补贴将退坡 20%），则对公司的利润贡献达到 3 亿元、3.6 亿元、4.1 亿元，对公司业绩增厚明显。

图表 15：江淮新能源汽车销量



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 16：2016H1 全球新能源乘用车销量排名

16H1 排名	车企	16H1 累计销量	15 排名
1	比亚迪	43244	1
2	特斯拉	29222	2
3	尼桑	28884	4
4	宝马	21147	6
5	三菱	17705	3
6	大众	17030	5
7	雷诺	15481	8
8	北汽	14584	12
9	雪佛兰	12947	11
10	福特	11143	10
11	江淮	9720	17
12	上汽荣威	9231	15

来源：EV Sales blog、国联证券研究所

2.2. 新能源专用车：有望成为公司新的增长点

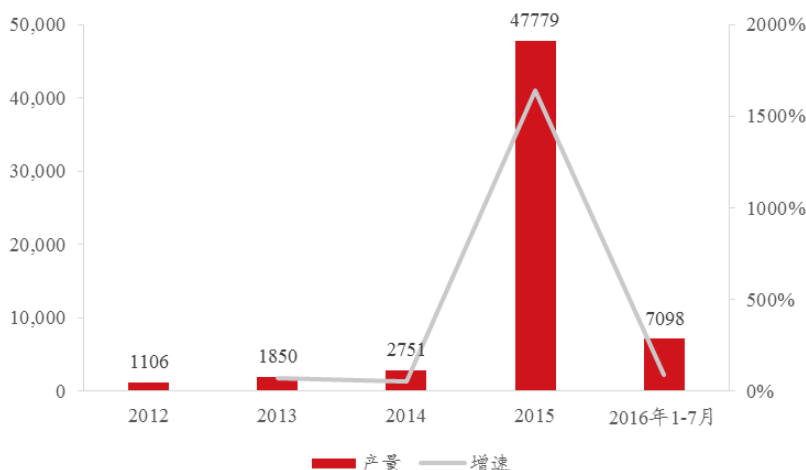
2.2.1 市场需要整合，短期销售不振无碍长期发展

15 年之前新能源专用车的年销量虽然也在快速增长，但直到 14 年，年产量也仅为 3000 辆不到，在新能源汽车总的产量中占比仅为 3% 左右。而 15 年可以说是新能源专用车开启元年，其产销表现（主要是物流车）大大超出市场预期，年产量近 48000 辆，同比增长 1600%，在新能源汽车总产量中的占比提升至 12% 以上。这与 1800 元/kwh 的补贴能够覆盖电池的大部分成本紧密相关。

今年以来，受新能源汽车推广目录推倒重来，而在今年新公布的第三批推广目录上并未出现专用车的身影的影响，新能源专用车产销表现大幅低于市场预期，截至 7 月，今年纯电动专用车产销量仅有 7000 余辆，与之前市场对全年 10 万辆的预期相差甚远。根据我们梳理的相关政策和计划来看，很多地区十分重视新能源专用车的推广，制定了明确的推广数量和推广比例的计划。而从企业端来看，各大厂商也纷纷加大在纯电动专用车方面的投入。综合来看，政府有意愿进行新能源专用车的推广，而企业也看好市场的发展，推出了大量的车型，同时下游对于新能源专用车尤其是物流车有着确实的需求，实际上很多整车厂在手的新能源专用车订单充足，但由于相关政策仍

未落地，无法进行销售。目前骗补核查结果已经公布，预计补贴调整和第四批推广目录也将于近期发布，新能源物流车四季度有望迎来快速放量。考虑到物流车数百万辆的市场空间和目前新能源车较低的占比，我们认为新能源物流车今后几年仍然会保持较为快速的增长。

图表 17：国内新能源专用车历年产量



来源：工信部、国联证券研究所

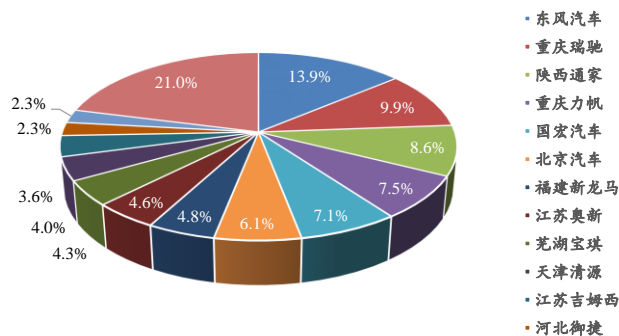
质量良莠不齐，市场需要整合。从销售结构来看，厢式运输车占了新能源专用车产量的80%以上，上半年增速达到155.3%。而从国内的竞争格局来看，从15年国内新能源专用车的竞争格局来看，市场相对分散，排名靠前的企业的市场份额都比较接近；同时目前来看参与这个市场企业中除了东风、北汽这种在整车领域耕耘多年的企业外，很多都是不具备整车资质的改装车企业，生产的产品质量也是良莠不齐，在终端的使用中也是出现了很多质量问题。后续随着监管的趋严，一些规模较小的和改装车企业无论是在资格准入上还是在产品性能的保证上都可能会存在一些问题。而传统专用车的优势厂商无论是在研发实力、技术储备还是下游客户的积累上，都具有明显优势，预计后续其市场份额将明显提升。

图表 18：国内新能源专用车历年产量

细分车型	2014H1	2015H1	2016H1	增速
厢式运输车	405	2179	5564	155.3%
仓栅式运输车	0	19	661	3378.9%
冷藏车	0	0	59	—
路面养护车	0	40	58	45.0%
扫路车	3	36	55	52.8%
电源车	0	0	53	—
自卸式垃圾车	25	0	42	—
桶装垃圾车	39	36	36	0.0%
车厢可卸式垃圾车	15	38	32	-15.8%

来源：中汽中心产销数据库、国联证券研究所

图表 19：15 年国内新能源专用车市场格局



来源：工信部、国联证券研究所

2.2.2 传统轻卡龙头+新能源车深厚积累，新能源车轻卡业务有望明年开始放量

公司是国内传统轻卡领域龙头，凭借自身深厚的轻卡和新能源车研发制造经验，在纯电动专用车上也早有布局。早在 2009 年，公司就展出了一款纯电动轻卡；2014 年，公司产品批量投放四川、上海等市场。2016 年发布了纯电动轻卡帅铃 i3 和帅铃 i5。我们梳理了第 271-287 批《车辆生产企业及产品公告》，公司已有多款纯电动专用车产品的储备。公司的纯电动专用车产品目前主要使用磷酸铁锂电池，具有安全性能好、寿命长、高温性能好等优势，具有很强的竞争力。同时传统轻卡与新能源轻卡下游客户多有重叠，公司在传统轻卡领域耕耘多年，积累了大量的优质客户，对于公司纯电动专用车的销售能起到很好的拉动作用。与新能源乘用车类似，纯电动专用车的盈利能力显著优于传统专用车，以轻卡为例，传统轻卡目前的单车盈利仅在千元左右，而纯电动轻卡的单车利润则在万元级别。预计明年开始公司的纯电动专用车将逐步放量，17-18 年的销量达到 6000 辆和 1.2 万辆，假设单车利润分别为 8000 元和 7000 元，则对公司的利润贡献将达到 4800 万元和 8400 万元。

图表 20：帅铃 i3 和 i5 各项参数

	帅铃 i3	帅铃 i5
外型		
电池种类	磷酸铁锂	磷酸铁锂
载电量 (Kwh)	35.64	77.76
续航 (km)	180	175
最高车速 (km/h)	80	90
额定/峰值功率 (kW)	25/50	60/120
整备质量 (kg)	1580	3840
最大总质量 (kg)	2980	5995

来源：网络资料、国联证券研究所

图表 21：公司纯电动专用车储备

批次	产品名称	产品型号
287	纯电动厢式运输车	HFC5061X
	纯电动厢式运输车底盘	HFC5061X
286	纯电动厢式运输车	HFC5061X
284	纯电动载货汽车底盘	HFC1061
	纯电动仓栅式运输车	HFC5031CCY
281	纯电动厢式运输车	HFC5049X
	纯电动冷藏车	HFC5049X
279	纯电动载货汽车	HFC1031
	纯电动载货汽车底盘	HFC1031
	纯电动厢式运输车	HFC5031X
	纯电动冷藏车	HFC5031X
277	纯电动厢式运输车	HFC5049X
275	纯电动厢式运输车	HFC5020X

来源：工信部、国联证券研究所

2.3. 携手大众，新能源车业务将迈上新台阶

公司 2016 年 9 月 7 日公告与大众汽车(中国)投资有限公司签署合资合作谅解备忘录，双方目前正在就在新能源汽车领域成立一家新的合资企业的前景和可行性进行评估，并将力争在备忘录签订后的五个月内商定并签署正式协议。

大众在经历了去年的“排放门”事件后，痛定思痛，于今年发布了“2025 战略”，对其核心业务进行了全面的调整，将电动汽车作为其重点发展的方向，计划在将来十年推出超过 30 款的纯电动车型，大众预计到 2025 年，其纯电动车的销量将达到 200-300 万辆，占总销量的 20%-25%。

图表 22：江淮携手大众合作新能源汽车

图表 23：大众 2025 战略



来源：网络资料、国联证券研究所

来源：工信部、国联证券研究所

目前大众集团在售的新能源车型主要包括大众 electric up!、高尔夫 GTE、奥迪 A3 e-tron 等，2015 年共销售 40148 辆，同比增速高达 313.8%，占据全球市场份额的 8%，在全球车企中排名第五，但是相较于其全年近千万辆的总销量（包括商用车）中占比甚微，距其 2025 年 200 万辆以上的销售目标仍有着巨大的差距。

图表 24：2015 年全球车企新能源汽车销量排行

排名	车企	销量	增幅	市场份额
1	比亚迪	61726	236.2%	11%
2	特斯拉	51598	63.2%	9%
3	三菱	48204	31.5%	9%
4	日产	47452	-25.1%	9%
5	大众	40148	313.8%	8%
6	宝马	33412	87.8%	6%
7	康迪	28055	148.1%	5%
8	雷诺	27282	48.8%	5%
9	众泰	24516	225.1%	4%
10	福特	21326	-4.9%	4%

来源：EV Sales blog、国联证券研究所

中国已是大众乘用车最大的市场。而想要完成其新能源车的销售目标，大众也必然要在中国这个全球最大的新能源汽车市场上有所作为。之前大众的新能源车均是采用进口的方式引进中国，既无法享受国内的政策红利，在价格上也并无竞争力，因此在国内销售惨淡。面对这一局面，大众之前宣布在未来 3-4 年将推出 15 款中国生产的新能源车，由上汽大众和一汽大众生产。

本次与江淮的合作，也是大众对开拓国内新能源车市场野心的又一体现。其看重一直讲新能源车作为发展重点的江淮在新能源汽车领域长时间技术和产品的积累，政策对本土车企的扶持、以及其身后庞大的国内新能源车市场。大众汽车集团(中国)总裁兼 CEO 海兹曼在巴黎车展期间也对大众与江淮的合作给予了一些细节性的阐释：首先，大众与江淮将合作生产廉价电动车，集中于更小型 SUV 和更经济的产品，不会与南北大众的产品重叠；其次，大众与江淮的合作将基于江淮现有的工厂和平台，将大众的技术进行导入，从而实现电动产品的快速上市，同时如果时机成熟，双方

合作的产品有可能向全球出口；此外，其还表示五年之后，大众与江淮可能会有新形式的合作。对江淮来说，若是成合资企业成功落地，不仅能够显著提升其业绩，还可以通过学习大众在研发、设计、生产等方面的先进经验，提升自身实力和品牌价值，增强溢价能力。我们认为江淮借助与大众的合作，新能源汽车业务将迈上全新台阶，迎来更为广阔的发展空间。

根据公司的规划，到 2020 年，其新能源车的销量将达到 20 万辆的规模，借助自身在新能源乘用车和商用车领域的积累以及和蔚来、大众的合作，我们认为公司很有机会完成该销售目标。考虑到补贴退坡和成本下降对于盈利能力的综合影响，预计到 2020 年，新能源车的单车盈利在 5000 元左右，则 20 万辆的销售规模能贡献 10 亿元的利润。

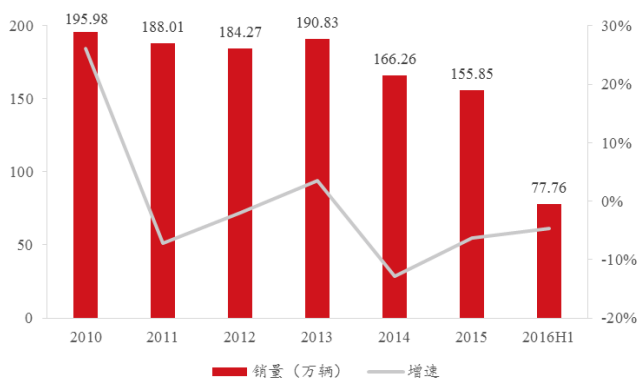
3. 轻卡：行业龙头，盈利修复空间大

3.1. 轻卡行业降幅收窄，产品高端化趋势明显

国内轻卡销量自 2014 年以来一路走低，降幅逐年收窄。2010 年，国内轻卡主要受到“汽车下乡”政策等的推动，需求得到释放，销量同比增长 26.1%，达到 196 万辆。而从 2011 年起，随着国家刺激政策的推出，轻卡市场逐步回归正常，此后销量一直低于 2010 年。但近年来降幅有逐渐收窄的趋势。2016H1，国内轻卡共销售 77.76 万辆，同比减少 4.7%，降幅相较于 2015 年有所收窄。

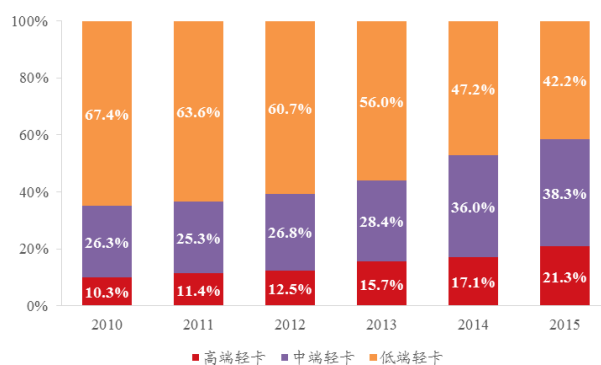
轻卡高端化趋势明显。虽然整体销量一路走低，但结构性的差异却非常显著。中高端轻卡的销量获得了逆势增长，占比显著提升：2010 年，中高端轻卡合计占有约 37% 的市场份额，而到了 2015 年，其市场份额上升至 70%。轻卡高端化主要是受到了几个因素的拉动：一是排放升级带来的销售结构的上移；二是对于运输效率要求的提高；三是消费升级带来的对于中高端轻卡需求的增长。

图表 25：国内轻卡历年销量



来源：中汽协、国联证券研究所

图表 26：中高端轻卡比例逐年走高



来源：中国汽车材料网、国联证券研究所

市场集中度高，福田优势逐步被削弱。国内轻卡市场较为集中，销量排名前十的厂家长年占据了整体市场份额的 80% 左右。但原本在该市场占据绝对优势的北汽福田近年来由于低端轻卡销量大幅下滑拖累了整体的表现，市占率由 2010 年的 22.8% 下降至 2015 年的 17.1%，与第二名的差距由 10 个百分点下降至 6.3 个百分点，前三名

之间的市占率差距已经显著缩小。

图表 27：国内轻卡市场竞争格局

年份/序号	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2010 年	企业	福田	东风	江淮	江铃	长城	凯马	一汽	金杯	南汽	黑豹
	销量	447358	231491	176979	123908	103181	94646	88040	81525	72506	61767
	份额	22.83%	11.81%	9.03%	6.32%	5.26%	4.83%	4.49%	4.16%	3.70%	3.15%
2011 年	企业	福田	东风	江淮	金杯	江铃	长城	南汽	凯马	庆铃	一汽
	销量	395631	229963	186820	175330	127006	121736	69443	64606	63535	56954
	份额	21.04%	12.23%	9.94%	9.33%	6.76%	6.48%	3.69%	3.44%	3.38%	3.03%
2012 年	企业	福田	江淮	东风	金杯	长城	江铃	南汽	凯马	庆铃	力帆
	销量	385297	206466	177023	155352	137232	133165	89129	65805	62593	58431
	份额	20.91%	11.20%	9.61%	8.43%	7.45%	7.23%	4.84%	3.57%	3.40%	3.17%
2013 年	企业	福田	江淮	东风	金杯	江铃	长城	南汽	一汽	庆铃	中兴
	销量	389165	221116	181776	178564	149211	126808	87548	68518	65567	60843
	份额	20.39%	11.59%	9.53%	9.36%	7.82%	6.64%	4.59%	3.59%	3.44%	3.19%
2014 年	企业	福田	江铃	江淮	东风	金杯	长城	庆铃	力帆	长安	南依
	销量	298478	179880	175763	160599	157439	118286	60468	59110	56523	54195
	份额	17.95%	10.82%	10.57%	9.66%	9.47%	7.11%	3.64%	3.56%	3.40%	3.26%
2015 年	企业	福田	江铃	江淮	金杯	东风	力帆	长城	庆铃	长安	重汽
	销量	266776	169186	166522	137617	123464	103347	99463	59110	56523	54195
	份额	17.12%	10.86%	10.68%	8.83%	7.92%	6.63%	6.38%	4.12%	3.70%	3.32%

来源：中国卡车网、国联证券研究所

升级国五将推升产品进一步高端化。根据环保部和工信部发布的实施时间表，今年 4 月 1 日起，东部 11 省市已经开始提前实施国五排放标准；2017 年到 2018 年，全国范围内将分车型种类开始全面实施国五标准。在国三升级到国四时，轻型柴油机大多采用 EGR+ 的技术路线，而国五相较于国四对于尾气中的 PM（微粒，碳烟）与 NOx（氮氧化物）的排放都做了进一步限制，典型的技术路线有 EGR+ 和 SCR+ 两种，本质上都是机内净化+各种后处理。对于很多之前靠后处理达标国四的发动机，将难以满足国五标准下对于机内净化的要求。所以我们认为掌握有优质发动机资源的轻卡企业将在这一轮排放升级中脱颖而出，获得更多的市场份额。而排放升级也将促使轻卡产品进一步高端化，原本定位中低端产品的企业将会面临市场空间进一步被压缩的局面，真正技术和产品领先的优质企业则将迎来更好的发展机遇。

图表 28：国五实施时间表

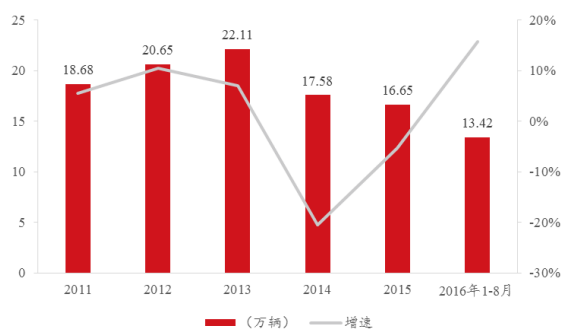
时间	地区	要求
2016 年 4 月 1 日起	东部 11 省市(北京市、天津市、河北省、辽宁省、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省和海南省)	所有进口、销售和注册登记的轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车(仅公交、环卫、邮政用途)。
2017 年 1 月 1 日起	全国	所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车、重型柴油车(客车和公交、环卫、邮政用途)。
2017 年 7 月 1 日起	全国	所有制造、进口、销售和注册登记的轻型柴油车。
2018 年 1 月 1 日起	全国	所有制造、进口、销售和注册登记的轻型柴油车。

来源：环保部、工信部、国联证券研究所

3.2. 公司产品定位高端，轻卡盈利修复空间大

积淀深厚，产品定位高端。公司自 1968 年试制成功第一辆载重汽车，距今在轻卡领域已经耕耘近 50 年，产品定位高端，竞争力强，近年来销量一直稳居行业前三。目前公司的轻卡产品分为帅铃、骏铃和康铃三个系列，分别针对不同的细分市场：帅铃针对城市物流市场，定位最为高端；骏铃主打公路运输市场，定位中高端市场；而康铃则面向城市物流运输市场，满足经济型用户的需求。

图表 29：公司轻卡历年销量



来源：公司公告、国联证券研究所

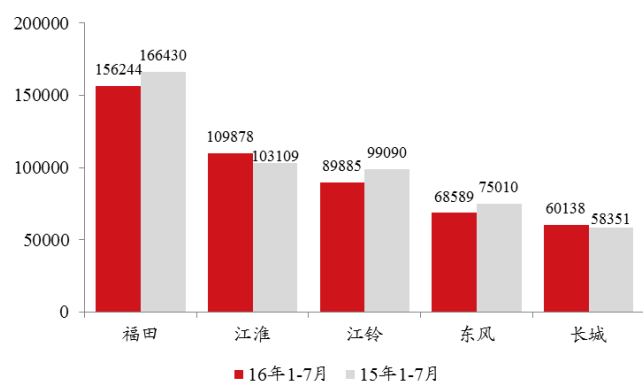
图表 30：公司主要轻卡产品



来源：公司官网、国联证券研究所

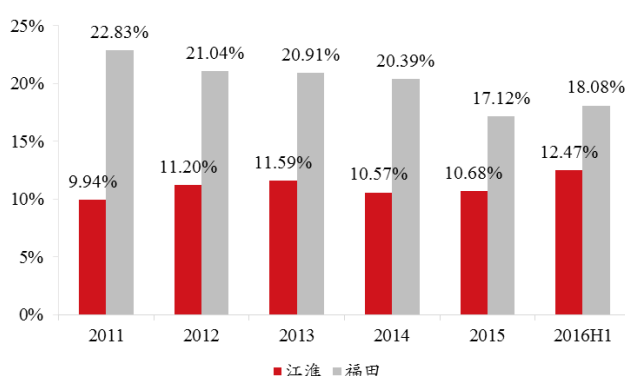
表现大幅优于行业，市占率进一步提升。公司 2016 年 1-8 月共销售轻卡 13.42 万辆，同比增长 15.8%，远超行业同比下降 3 个点的表现。从行业前五今年前 7 个月的销量表现来看，只有公司和长城取得了同比正增长，且公司增幅更高，表现更优。从公司与行业龙头福田近年来的市占率变化走势来看，两者的差距明显缩小，截至 2016H1，两者的差距已经缩小至 5.67%。

图表 31：2016 年 1-7 月轻卡行业前五销量表现



来源：中国卡车网、国联证券研究所

图表 32：公司和福田市占率对比



来源：中国卡车网、国联证券研究所

发动机产品布局领先。在前面的分析中我们强调，轻卡企业是否具有优秀的发动机资源对于其后续的发展十分关键。而公司在发动机领域布局领先，除了有自有发动机品牌锐捷特，与纳威司达和朝柴动力均成立了发动机的合营公司，在发动机方面具有丰富的产品储备。公司与北美商用车及发动机生产巨头纳威司达于 2012 年成立了

合营公司江淮纳威司达柴油发动机有限公司。纳威司达是北美最大的商用汽车和柴油发动机生产商，其在北美洲拥有 42% 的中型柴油发动机市场和 64% 的校车用发动机市场，在南美则占据了中型皮卡/SUV 市场一半以上的市场份额；其柴油发动机生产量占有所有商用及乘用车柴油发动机产品总量的近 40%。目前合资公司主要生产的发动机包括迈斯福 3.2L、4.8L、7.2L 等柴油发动机。公司与东风朝柴动力成立的合营公司江淮朝柴动力主要为公司的轻卡产品进行发动机配套。江淮朝柴动力于 2013 年增资扩股，2014 年和 2015 年分别生产发动机 1275 台和 6944 台，2016 年 1-7 月发动机产量已经超过 10000 台，同比增长 169%，产能有了明显提升，发展势头强劲。面对升级国五带来的挑战，手握众多优秀发动机资源的江淮已做好了准备。公司目前拥有多款满足国五标准的发动机，包括锐捷特 2.0L、锐捷特 2.7L、迈斯福 3.2L、迈斯福 4.8L 等，形成从 2.0L-4.8L 的全面布局，相较于众多轻卡厂商优势明显。

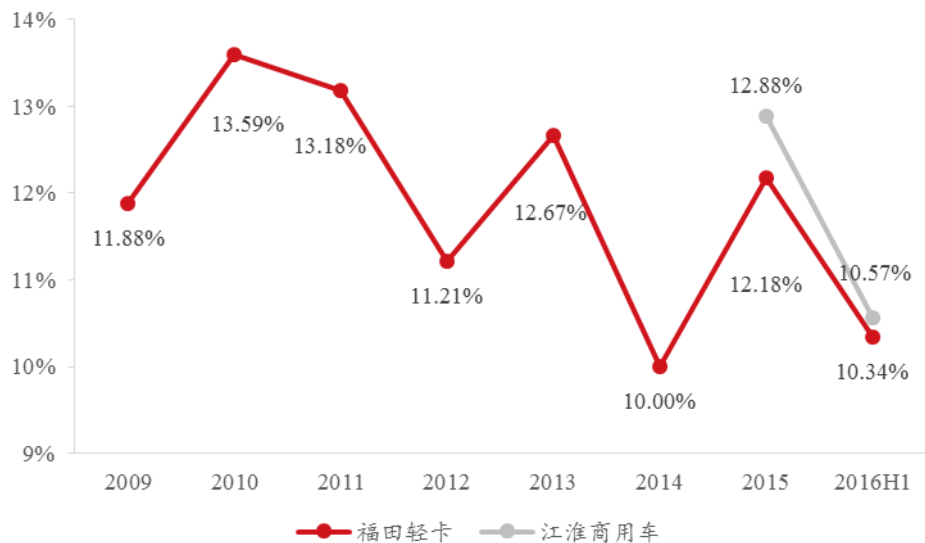
图表 33：江淮纳威司达量产发动机



来源：纳威司达官网、国联证券研究所

轻卡盈利能力有望获得修复。2014 年公司发动机自配率低，国三升国四使得发动机的价格大幅上升，公司的轻卡盈利能力显著下滑。由于公司未给出轻卡的毛利率，我们参考了行业龙头福田近年轻卡的毛利率情况，可以看到 14 年轻卡的毛利率达到了近年来的低点，仅为 10%，虽然 15 年其毛利率有所恢复，但 16H1，轻卡毛利率再次回到 10% 左右的水平，江淮的商用车毛利率也是类似的走势。预计目前轻卡的毛利率相较于其前期下滑了 2% 左右。公司 8 月完成的定增中募集了 20 亿元进行高端和纯电动轻卡的产能建设，预计完成后将形成单班 10 万辆/年的产能，显著增加公司高端轻卡的产能和占比，高端轻卡由于单价提升，即使毛利率与低端轻卡持平，单车盈利也能得到有效提升。而面对即将全面实行的国四升级国五，对于在发动机领域布局领先的江淮也成为盈利修复的契机：国三升级国四时，发动机价格的的大幅上升侵蚀了轻卡厂商的利润，而公司通过提升发动机自配率（从 15 年的 30% 提升至 70%-80%），可以有效控制成本，从而提升轻卡盈利水平。后续随着轻卡市场的企稳以及高端轻卡占比的提升，公司轻卡的毛利率水平有望获得明显修复。若毛利率水平提升 2%，回到之前水平，假设单车平均价格 5 万元，以公司 20 万辆的年销量则可以带来 2 个亿的毛利润，因为这来自于毛利率水平的修复，大部分毛利的提升可以转化为净利润，有效增厚公司业绩。

图表 34：近年来福田轻卡和江淮商用车毛利率走势



来源：公司公告、国联证券研究所

注：江淮商用车是指载货汽车，多功能商用车，因为江淮轻卡销量在商用车中占比约 80%，所以用此数据来代表轻卡的毛利率走势

发动机合营企业后续有望显著贡献利润。随着规模的提升，江淮纳威司达和江淮朝柴动力也有望成为公司重要的利润来源。以江淮纳威司达为例，15 年实现营收 13.39 亿元，实现净利润 4574 万元，后续随着其规模的提升，营收和盈利水平都有望迅速上升。以类似的东风康明斯和福田康明斯为例，两者 15 年的营收分别为 54.2 亿元和 64.0 亿元，实现净利润 5.86 亿元和 6.81 亿元，净利率达到 10.8% 和 10.6%。假设公司的轻卡自配率由 15 年的 30% 提升至 70%，江淮纳威司达的配套规模同比例增长（江淮朝柴动力规模较小，暂时不考虑），产品单价维持稳定，则其将实现营收 31.2 亿元，以 10% 的净利率计，将为上市公司贡献 1.6 亿元的净利润，占公司 15 年归母净利润的 19%，有望成为公司新的重要利润来源。

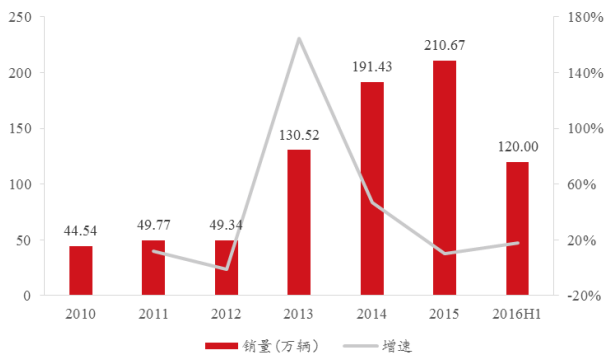
综合来看，目前公司 20 万辆的传统轻卡产能加上定增的单班 10 万辆/年的高端轻卡产线，公司的轻卡产能和高端轻卡占比将得到有效提升，公司的盈利水平将得到修复；而发动机合营企业随着规模的提升也将显著贡献公司业绩。两者合计对利润的增量有望超过 3 亿元，有效增厚公司业绩。

4. MPV：产品布局日趋完善，分享行业发展红利

4.1. 自主品牌占据绝对优势，消费升级+二胎放开有望带来行业机会

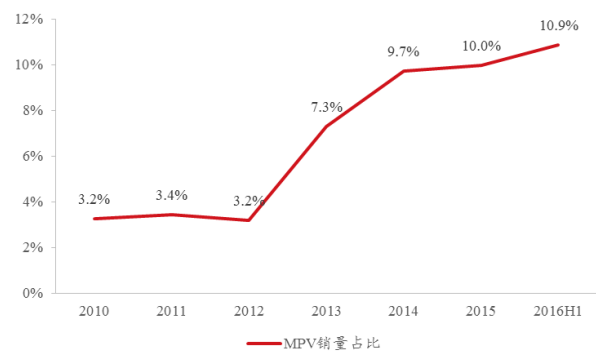
国内 MPV 销量近年来一直保持较为快速的增长（其中 2013 年的超高增速主要是源于五菱宏光和长安欧诺的类别从面包车转为 MPV，2013 年之前的数据未进行追溯），在乘用车中的占比也从 2010 年的 3.2% 增长至 2016H1 的 10.9%。

图表 35：国内 MPV 历年销量



来源：中汽协、国联证券研究所

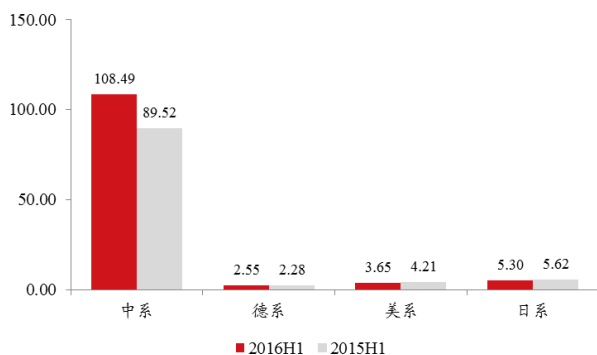
图表 36：国内 MPV 销量占比



来源：中汽协、国联证券研究所

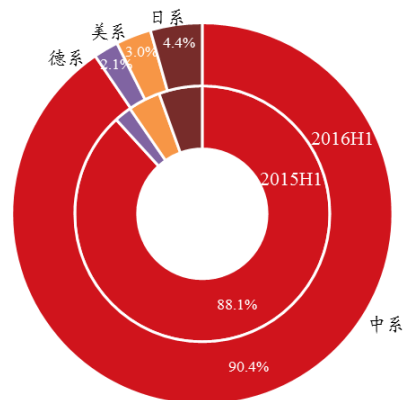
从国内 MPV 市场的竞争格局来看，自主品牌占据了绝对优势。2016H1，自主品牌 MPV 销量达到 108.5 万辆，同比增长 21%，占据了整体市场份额的 90.4%。德系 MPV 上半年的增长主要来自于加长的新途安和福建奔驰 V 级新车上市的贡献；美系 MPV 则完全依靠 GL8 在支撑；日系 MPV 的下滑与日元升值存在一些的关系。合资品牌整体来看，16H1 销量同比下滑 5.1%，品牌数也在不断减少，目前仅存 11 个车型品牌，远少于自主品牌的 42 个车型。

图表 37：国内 MPV 市场分国别销售情况 (万辆)



来源：中汽协、国联证券研究所

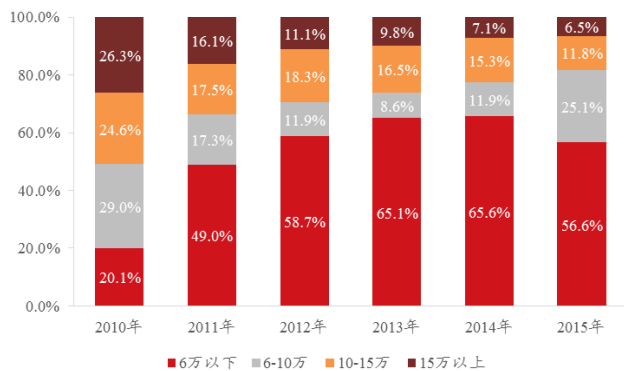
图表 38：国内 MPV 市场竞争格局



来源：中汽协、国联证券研究所

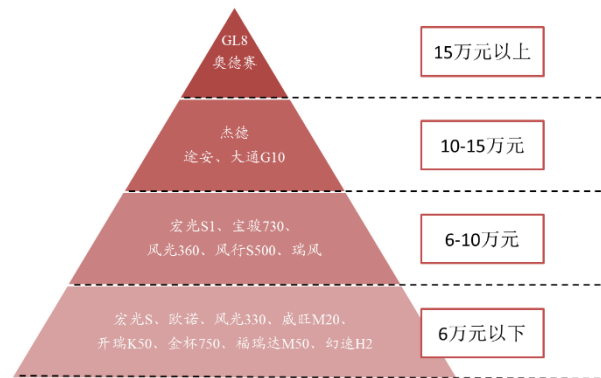
产品售价分布变化明显。从 MPV 的售价分布来看 6-10 万元的产品占比在 15 年得到了明显提升，由 11.9% 迅速上升至 25.1%；6 万元以下的产品占比则由 65.6% 下降 9 个百分点至 56.6%；而 10 万以上产品的占比则有某些程度的下滑。我们认为价格分布的明显变化主要是受到自主 MPV 销售结构上移的影响。从不同价位的代表车型来看，自主品牌车型在 10 万以下的区间里占据绝对优势，受益于自主品牌份额提升以及消费升级带来的结构性价格上行，该价位车型的价格发生了结构性上移。而 10 万以上的车型更多的为合资或进口品牌，其占比的下滑更多的是由于这些品牌的销售情况不佳。

图表 39：国内 MPV 售价分布



来源：乘联会、国联证券研究所

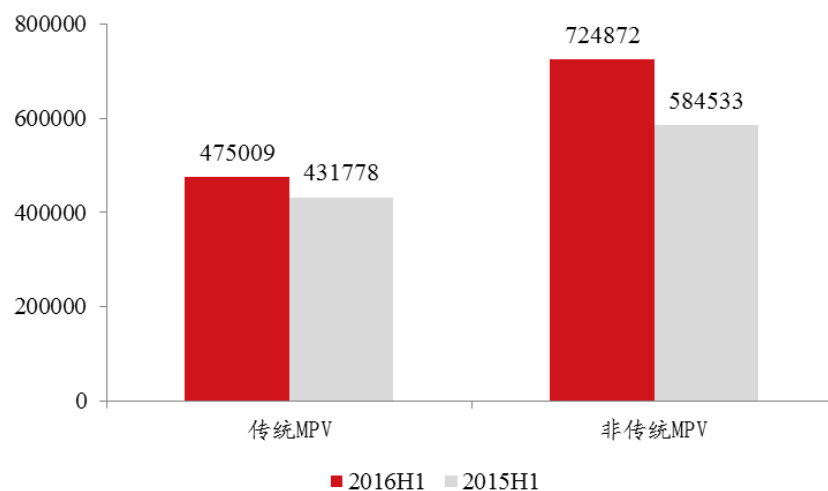
图表 40：国内不同价位 MPV 的代表车型



来源：乘联会、国联证券研究所

MPV 销售结构变化明显，家用型和创业型占比提升。传统 MPV 是指 2013 年之前统计口径的 MPV，该块市场的主力企事业单位用户近年来逐步萎缩，其 2016H1 的销量同比增长 10%，低于行业增速；“非传统 MPV”是指 2013 年加入的小型商用 MPV，主要针对家用和创业初期市场，可以看作是交叉车型的升级版本，近年来保持快速增长，2016H1 其销量同比增长 24%，已占有 MPV 60% 的市场份额。整体来看家用和创业用 MPV 成为目前 MPV 销量增长的主要动力。

图表 41：国内传统 MPV 和非传统 MPV 销量表现



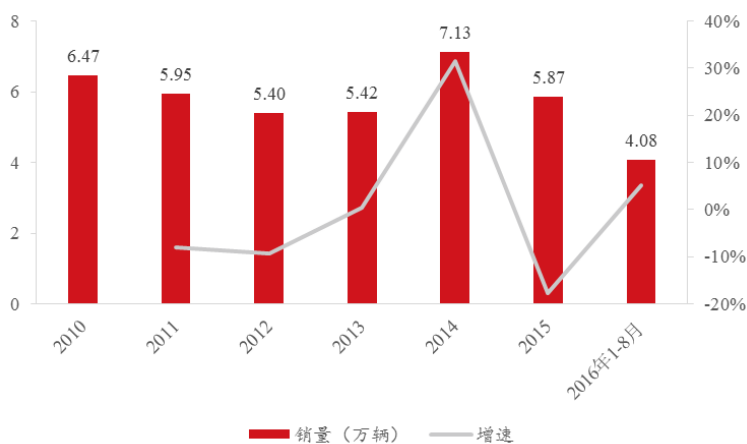
来源：《汽车与配件》、国联证券研究所

二胎放开和消费升级为 MPV 增长提供动力。16 年开始，二胎全面放开，有专家预测该项政策的施行或将导致每年新增 250 万新生儿，而对于有二孩的家庭来说，五座车较难满足一家出行的需求，这为 7 座车带来了新的增长动力。相较于 7 座 SUV，MPV 具有轴距长、空间大、乘坐舒适性好等特点，更适合长时间的超过 5 人以上人员的乘坐，同时 MPV 还具有宜家宜商的特点，空间载物能力优于 7 座 SUV。虽然从目前的销售情况来看，MPV 在全面放开二胎后并未出现人们期盼的快速增长，但考虑到市场培育需要时间以及消费升级带来的人们对于出行舒适性要求的提升，MPV 今后的发展值得期待。

4.2. MPV：打造完整产品线，增强竞争力

江淮的 MPV 产品竞争力强，特别是瑞风系列长年在 MPV 销量榜上占据前十的位置。今年以来，受到老瑞风停产，产线进行升级改造，为 M4 的推出做准备的影响，公司的 MPV 销量自 3 月开始一直呈同比下滑的态势，直到 8 月才重返上升通道。公司 1-8 月共销售 MPV 4.08 万辆，同比增长 5.1%，后续随着新车型的推出，公司的 MPV 销量有望跨上新台阶。

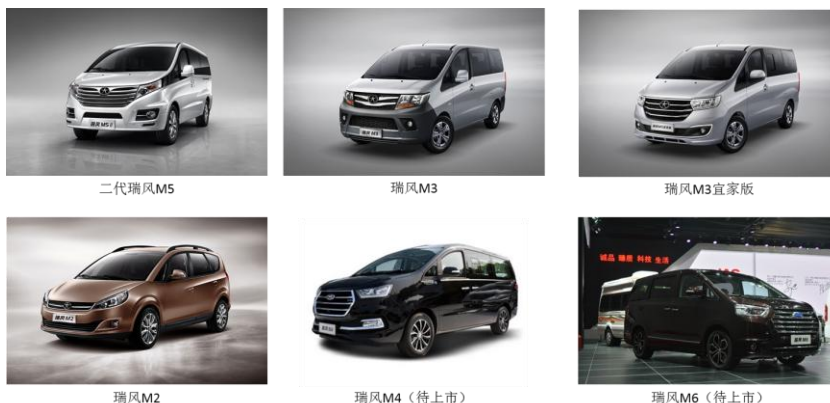
图表 42：公司 MPV 销量



来源：公司公告、国联证券研究所

公司传统的 MPV 产品主要针对企事业单位用户，在公车改革后，产品销售受到冲击，15 年销量同比下滑 17%。面对这一局面，公司推出了小型 MPV 车型 M3，分为宜家版（今年 7 月上市）和宜商版，针对家用和创业市场。公司今年 4 月对 2010 年上市的瑞风 M5 进行了换代，主打高端公务市场；公司 4 季度将推出老瑞风的换代产品 M4，偏重商务乘坐；主打豪华商务的中大型 MPV M6 预计将于今年底或明年初推出。明年开始，公司将形成从 M2-M6 的较为完整的产品线，涵盖低、中、高端车型，有效增强自身在 MPV 市场上的竞争力。考虑到公司的 MPV 产品售价较高，盈利能力强，该块业务明年有望成为公司业绩增长的重要动力。

图表 43：公司 MPV 产品线



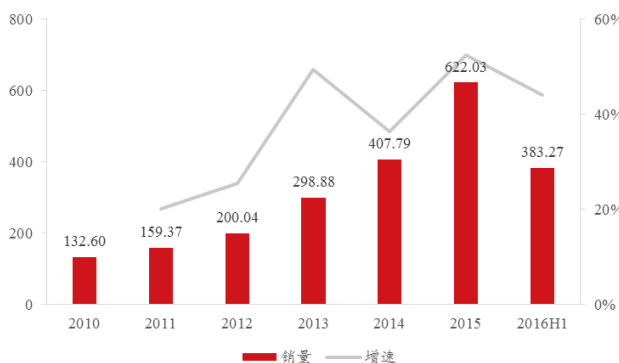
来源：公司网站、网络资料、国联证券研究所

5. SUV：小型 SUV 市场承压，开拓紧凑型 SUV 市场

5.1. SUV 依然维持高速增长，消费升级导致小型 SUV 市场受到挤压

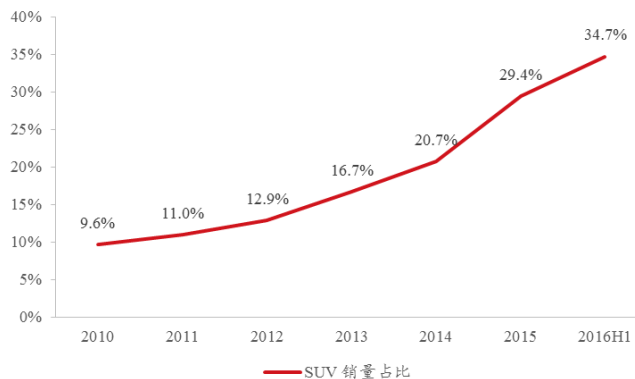
近年来，SUV 始终是国内乘用车中表现最为亮眼的子版块，销量始终保持较为快速的增长，从 2010 年的 132 万快速增长至 2015 年的 622 万辆；16H1，SUV 的销售增速依然表现抢眼，共销售 383 万辆，同比增长 44%。SUV 在乘用车中的占比也是一路走高，由 2010 年的 9.6% 上升至 2016H1 的 34.7%。

图表 44：国内 SUV 历年销量（万辆）



来源：中汽协、国联证券研究所

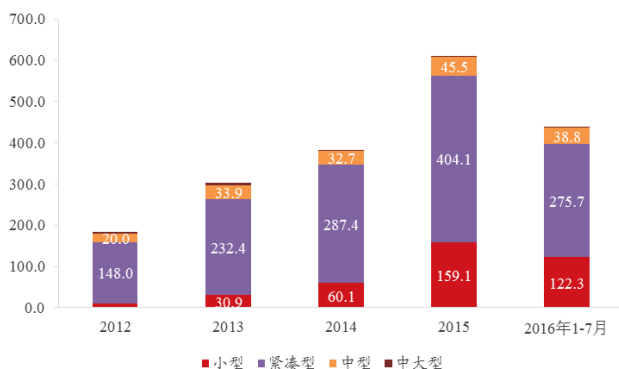
图表 45：国内 SUV 销量占比



来源：中汽协、国联证券研究所

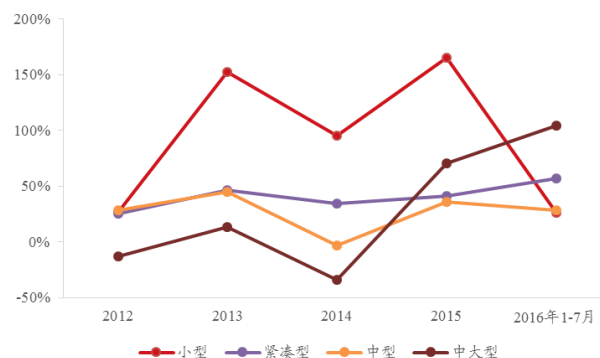
凭借高性价比以及在空间、通过性和车身尺寸方面等的优势，小型 SUV 一直是近年来表现最为出色的子版块，销量增速大幅领先于其它级别的 SUV，销量占比从 2013 年的 6% 快速上升至 2015 年的 26%。但 2016H1，小型 SUV 的热度大幅降温，增速仅为 26%，在各级别 SUV 中增速垫底。我们认为消费升级和紧凑型 SUV 价格下探是小型 SUV 的销售增速大幅下滑的主要原因：消费能力的提升以及换车需求占比的提升使人们由小型 SUV 转向空间和配置都更优的紧凑型 SUV；而紧凑型 SUV 包括热销车型哈弗 H6、长安 CS75、宝骏 560 等纷纷官降，下探至 10 万以内区间，对小型 SUV 的销售形成了很大的压力。我们认为后续小型 SUV 的市场份额将继续受到挤压，而受益于消费升级，紧凑型 SUV 的市场份额有望获得增长。

图表 46：国内 SUV 分级别销售情况（万辆）



来源：乘联会、国联证券研究所

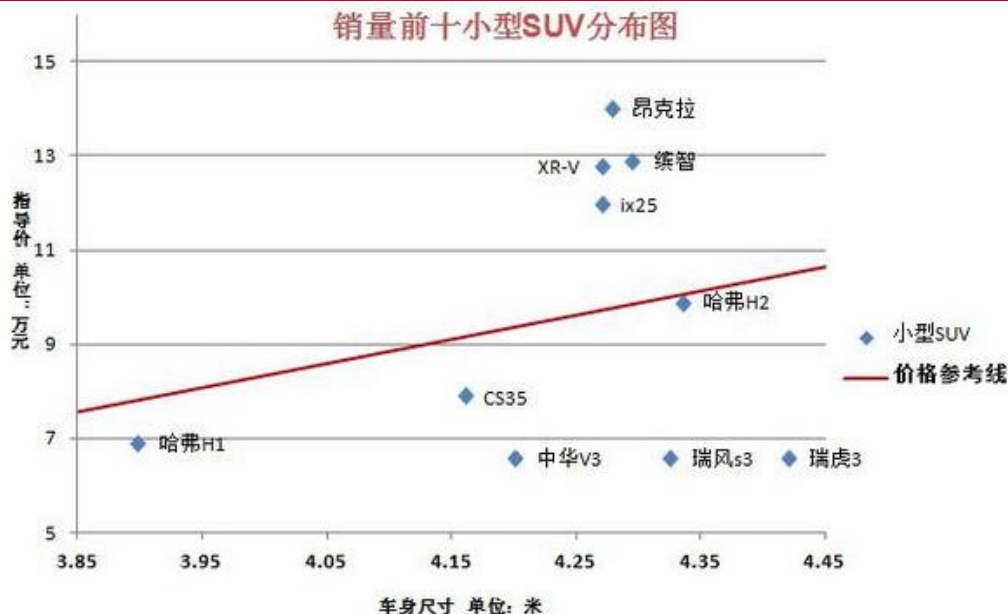
图表 47：不同级别 SUV 销量增速



来源：乘联会、国联证券研究所

自主品牌小型 SUV 盈利能力堪忧。自主品牌在小型 SUV 这一细分市场具有领先优势，但从盈利能力来看，表现并不尽如人意。将 2015 年 1-11 月小型 SUV 销量排名前十的车型的指导价和车型尺寸画出，价格参考线则是对销量前十的 SUV 车型尺寸、售价综合计算后得出的直线。我们可以看到合资品牌车型均处于价格参考线的上方，而自主品牌则均处于价格参考线的下方，这说明相较于合资品牌，自主品牌更多的是通过压缩成本、降低售价的方法来抢占市场份额，虽然销量喜人，但盈利水平仍显著差于合资品牌。**自主品牌想要提升盈利能力还是需要向上冲击中高端车型，提高产品售价区间，这样即使在毛利率稳定的情况下，单车利润也会有明显提升。**

图表 48：2015 年 1-11 月排名前十的小型 SUV 的价格和尺寸分布

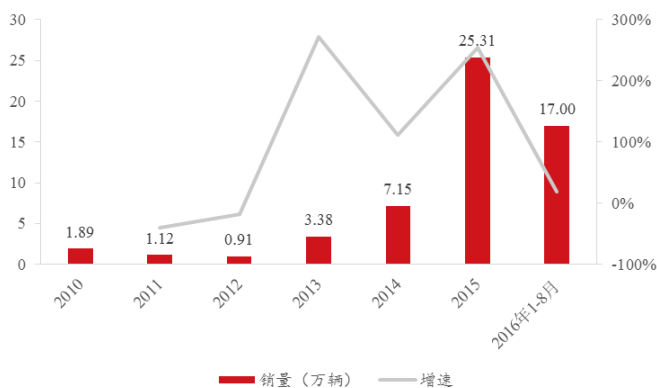


来源：搜狐汽车、国联证券研究所

5.2. 小型 SUV 龙头，开拓紧凑型 SUV 市场

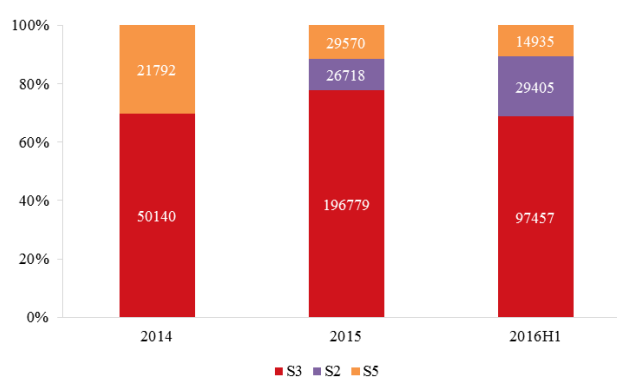
公司抓住了小型 SUV 快速增长的市场机遇，于 2014 年 8 月推出了小型 SUV 瑞风 S3，上市三个月后，单月销量就超过 1 万辆，自 2015 年起一直蝉联小型 SUV 的销量冠军。公司又于 2015 年推出了瑞风 S2，完善了自身在小型 SUV 领域的布局。在小型 SUV 的拉动下，公司 SUV 销量迅速提升，由 2010 年的不足两万辆提升至 2015 年的 25 万辆，其中小型 SUV S3+S2 的占比近 90%。2016 年以来国内小型 SUV 整体表现不佳，公司受此影响，1-8 月共销售 SUV 17 万辆，同比增长 18%，增量主要由去年 8 月上市的 S2 贡献，整体表现并不乐观。

图表 49：公司 SUV 历年销售情况



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 50：公司 SUV 销售组成



来源：国联证券研究所

针对小型 SUV 市场的不振表现，公司一方面对于公司的小型 SUV 车型进行升级换代，于 9 月推出瑞风 S2 二代和瑞风 S3 三代，这将提升公司小型 SUV 的产品竞争力。同时公司目前也在积极布局紧凑型 SUV 市场，预计明年会推出 S7，通过 S5+S7 来冲击紧凑型 SUV 市场，改善公司过于依赖小型 SUV 的产品结构。

图表 51：公司 SUV 产品线



来源：国联证券研究所

考虑到公司三季度将推出 S3 和 S2 的换代产品，而车市受到购置税减半即将到期的拉动预计将迎来冲量，我们预计公司小型 SUV 全年销量增速 20%-30%。明年由于 SUV 产品结构变化，该项业务将迎来调整期，有望 18 年开始继续贡献增量。

6. 盈利预测及投资评级

6.1. 公司主要产品销量预测及主要假设

基于上述分析，我们根据如下假设条件对公司 SUV、MPV、轻卡和新能源车四块主要业务的销量进行预测：

1) 公司的 SUV 产品线将迎来调整，向紧凑型、中型 SUV 市场发起冲击，考虑到需要调整和培育期，预计 17、18 年公司的 SUV 销量保持小幅增长。

2) 公司的 MPV 通过全新产品和换代产品的推出，竞争力将大大增强，预计 17 年将迎来收获，销量实现快速增长。

3) 考虑到整体市场的不景气以及新能源车对传统车市场的挤压，预计 17、18 年公司的轻卡销量将小幅下滑。

4) 公司的新能源车仍将保持较为快速的增长，考虑到基数的增加，增速相较于 15 年会有明显回落。

图表 52：公司各车型销量预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
SUV					
S2		26718	60000	50000	45000
S3	50140	196779	200000	190000	180000
S5&S7	21792	29570	28000	50000	80000
SUV 合计销量	71932	253067	288000	290000	305000
MPV					
M3			40000	60000	60000
M4			10000	24000	24000
M5			7000	12000	12000
M6				10000	10000
MPV 销量合计	71267	58706	57000	106000	106000
轻卡					
轻卡销量合计	168788	165137	200000	190000	180000
新能源车					
乘用车		10521	20000	28000	34000
专用车				6000	12000

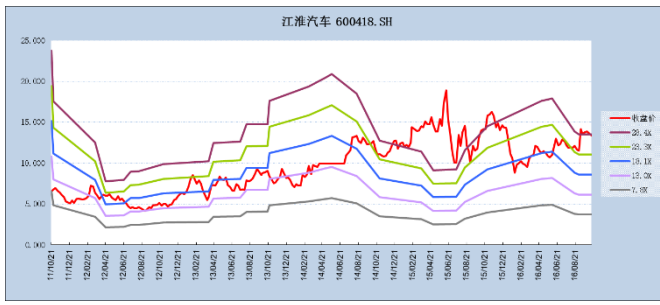
来源：公司公告、国联证券研究所

考虑到整车销售的激烈竞争以及新能源车占比提升(新能源车补贴记入营业外收入)，公司整体的销售毛利率可能会迎来进一步的下滑，但考虑到消费升级和公司产品结构调整有望带来公司整体单车平均售价的上移，而新能源车占比提高也将有助于公司盈利能力的增强，公司的销售净利率后续有望进一步提升。

6.2. 维持“推荐”评级

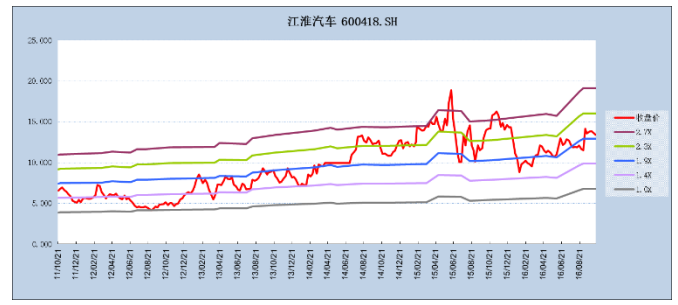
从近年的 PE 和 PB 走势来看，目前公司的 PE 处在近年来的较高位置，主要是由于公司近年来在小型 SUV 和新能源车上取得突破带来的业绩好转以及国企改革催化；而 PB 则处于近年来的中位值水平。考虑到公司近几年仍将维持较高的增速，我们预计其仍将维持较高的估值水平。

图表 53：目前公司 PE 处于近年来较高位置



来源：Wind、国联证券研究所

图表 54：目前公司 PB 处于近年来中位值



来源：Wind、国联证券研究所

我们预计公司 2016 年-2018 年 EPS 分别为 0.55、0.71、0.84 元，市盈率分别为 24 倍、19 倍、16 倍。将公司与 A 股主要可比公司（包括乘用车和商用车整车厂商）的 PE 和 PB 进行比较，根据 17 年 PE 的大小进行排序，公司的 PE 处于行业中等偏高的位置，而 PB 则处于中位值。考虑到公司在传统整车厂中，新能源汽车占比较高，具有估值溢价空间（新能源汽车占比最高的比亚迪估值水平明显高于其它乘用车厂商）。同时考虑到公司与大众和蔚来的合作有望提升其估值水平，按 17 年 23 倍的估值，目标价 16.3 元，维持对公司的“推荐”评级。

图表 55：A 股可比公司估值比较（截止 2016 年 10 月 14 日）

可比公司	EPS				PE				PB			
	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
长安汽车	2.13	2.38	2.55	2.70	7.45	6.66	6.22	5.87	2.30	1.81	1.50	1.26
上汽集团	2.70	2.85	3.02	3.17	8.29	7.85	7.41	7.06	1.34	1.32	1.20	1.08
江铃汽车	2.57	2.44	3.39	3.83	11.67	12.29	8.85	7.83	2.16	1.92	1.64	1.39
长城汽车	0.88	1.03	1.13	1.17	12.49	10.67	9.73	9.39	2.87	2.20	1.91	1.70
广汽集团	0.66	1.24	1.69	2.10	33.55	17.85	13.10	10.54	3.76	3.19	2.69	2.24
江淮汽车	0.45	0.55	0.71	0.84	29.42	24.07	18.65	15.76	3.12	1.90	1.76	1.63
比亚迪	1.14	1.78	2.47	3.26	50.24	32.17	23.19	17.57	4.94	4.02	3.41	2.96
东风汽车	0.17	0.24	0.31	0.38	45.53	32.25	24.97	20.37	2.77	2.28	2.12	1.94
福田汽车	0.12	0.07	0.08	0.10	22.75	39.00	34.13	27.30	1.14	0.96	0.93	0.90

来源：公司公告、国联证券研究所

注：除江淮汽车外，其它可比公司估值均采用 Wind 一致预期数据

7. 风险因素

- (1) 国内车市持续低迷；
- (2) 新能源汽车增长不及预期；
- (3) 公司新车型销量不及预期等。

图表 56: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	6,813.28	10,389.64	15,522.99	19,171.17	23,034.01	营业收入	34,169.41	46,385.91	54,735.38	65,682.45	75,534.82
应收账款+票据	3,176.37	5,971.13	8,862.19	11,134.63	12,849.82	营业成本	29,522.03	41,215.89	49,535.52	59,639.67	68,736.69
预付账款	581.52	479.47	551.39	617.56	679.32	营业税金及附加	640.71	845.67	1,001.66	1,201.99	1,382.29
存货	1,324.41	1,828.18	2,011.00	2,212.10	2,433.31	营业费用	1,783.67	2,751.91	3,338.86	4,006.63	4,532.09
其他	1,071.07	1,114.68	1,200.00	1,200.00	1,200.00	管理费用	2,191.93	3,012.92	3,311.49	3,960.65	4,471.66
流动资产合计	13,019.62	19,813.61	28,178.07	34,365.95	40,226.96	财务费用	-93.84	-63.96	-113.92	-201.48	-262.81
长期股权投资	965.98	1,170.01	1,170.01	1,170.01	1,170.01	资产减值损失	64.58	277.15	150.00	170.00	175.00
固定资产	7,682.06	10,435.35	10,443.16	10,405.91	10,303.67	公允价值变动收益	8.66	-8.71	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,419.32	1,165.05	1,200.00	1,200.00	1,200.00	投资净收益	14.15	34.29	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,284.60	2,363.41	3,139.99	3,435.84	3,722.80	其他	11.09	15.41	18.00	20.00	22.00
其他非流动资产	886.74	1,316.75	810.11	781.73	781.73	营业利润	94.23	-1,612.67	-2,470.22	-3,075.00	-3,478.09
非流动资产合计	12,238.71	16,450.57	16,763.26	16,993.49	17,178.21	营业外净收益	476.86	2,619.46	4,140.00	5,220.00	5,980.00
资产总计	25,258.33	36,264.17	44,941.33	51,359.44	57,405.16	利润总额	571.08	1,006.79	1,669.78	2,145.00	2,501.91
短期借款	415.00	767.64	0.00	0.00	0.00	所得税	32.01	151.32	621.00	783.00	897.00
应付账款+票据	12,457.47	20,258.51	24,310.21	29,172.25	33,548.09	净利润	539.08	855.47	1,048.78	1,362.00	1,604.91
其他	4,174.59	3,183.69	3,356.08	3,819.55	4,201.50	少数股东损益	10.38	-2.12	5.00	15.00	20.00
流动负债合计	17,047.06	24,209.84	27,666.29	32,991.80	37,749.60	归属于母公司净利润	528.70	857.58	1,043.78	1,347.00	1,584.91
长期带息负债	860.00	1,762.65	1,762.65	1,762.65	1,762.65	主要财务比率					
长期应付款	0.00	186.76	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	860.00	1,949.41	1,762.65	1,762.65	1,762.65	营业收入	1.63%	35.75%	18.00%	20.00%	15.00%
负债合计	17,907.06	26,159.24	29,428.94	34,754.45	39,512.25	EBIT	-47.74%	92.40%	64.20%	24.92%	15.27%
少数股东权益	351.18	1,689.44	1,694.44	1,709.44	1,729.44	EBITDA	-16.92%	47.85%	7.98%	17.21%	11.65%
股本	1,284.91	1,463.23	1,893.31	1,893.31	1,893.31	归属于母公司净利润	85.39%	62.21%	21.71%	29.05%	17.66%
资本公积	1,281.77	1,297.72	5,435.08	5,435.08	5,435.08	获利能力					
留存收益	4,433.42	5,654.53	6,489.55	7,567.15	8,835.08	毛利率	13.60%	11.15%	9.50%	9.20%	9.00%
股东权益合计	7,351.27	10,104.93	15,512.39	16,604.99	17,892.92	净利率	1.58%	1.84%	1.92%	2.07%	2.12%
负债和股东权益总计	25,258.33	36,264.17	44,941.33	51,359.44	57,405.16	ROE	7.55%	10.19%	7.55%	9.04%	9.81%
现金流量表						ROIC	1.74%	-15.60%	-20.67%	-23.57%	-27.16%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	435.95	764.41	-2,470.22	-3,075.00	-3,478.09	资产负债率	70.90%	72.14%	65.48%	67.67%	68.83%
折旧摊销	1,180.99	1,523.92	1,105.88	1,174.77	1,240.28	流动比率	0.76	0.82	1.02	1.04	1.07
财务费用	-106.23	-88.22	-93.92	-176.48	-232.81	速动比率	0.62	0.70	0.90	0.94	0.97
存货减少	-146.42	7.26	-182.82	-201.10	-221.21	营运能力					
营运资金变动	168.49	1,072.75	1,175.79	2,986.91	2,980.85	应收账款周转率	11.02	10.38	9.34	9.34	9.34
其它	98.21	246.25	150.00	170.00	175.00	存货周转率	22.29	22.54	24.63	26.96	28.25
经营活动现金流	1,630.99	3,526.38	-315.28	879.10	464.02	总资产周转率	1.35	1.28	1.22	1.28	1.32
资本支出	546.00	557.77	1,600.00	1,600.00	1,600.00	每股指标(元)					
长期投资	753.73	1,066.34	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.28	0.45	0.55	0.71	0.84
其他	952.74	1,683.91	3,550.42	4,462.00	5,083.00	每股经营现金流	0.86	1.86	-0.17	0.46	0.25
投资活动现金流	-346.99	59.80	1,950.42	2,862.00	3,483.00	每股净资产	3.70	4.44	7.30	7.87	8.54
债权融资	503.90	-781.74	-767.64	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	162.76	0.00	4,567.44	0.00	0.00	市盈率	49.71	30.64	25.18	19.51	16.58
其他	-1,236.83	-1,494.14	-301.59	-92.92	-84.17	市净率	3.75	3.12	1.90	1.76	1.63
筹资活动现金流	-570.16	-2,275.88	3,498.21	-92.92	-84.17	EV/EBITDA	11.54	9.76	9.75	7.93	6.62
现金净增加额	749.94	1,346.83	5,133.35	3,648.18	3,862.85	EV/EBIT	38.88	25.25	16.59	12.66	10.24

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

