

江淮汽车 (600418)

多元化合作 产业链整合 打造未来新能源汽车龙头

小型 SUV 市场行业领跑者，新能源乘用车领域先驱者。02 年以来布局重点转向乘用车市场：稳定发展 MPV，大力推进 SUV。目前凭借瑞风 S3 的热销 (>2 万辆/月) 占据小型 SUV 细分市场领先地位。同时，新能源乘用车领域具有先天优势，主攻纯电车型，经过 6 代更迭产品技术领先同业竞争者，销量呈明显上升趋势，势不可挡。未来公司在自主乘用车领域会继续坚持“SUV+新能源车”道路。

自主品牌 SUV 崛起，新能源车蓝海市场大。近年来自主乘用车的市场份额稳中有升，从 1H13 的 28.4% 的迅速增长至 1H16 的 39.4%。以 SUV 为突破口，自主品牌持续稳低端、攻高端。新能源车市场空间大，2020 年达 500 万辆，市场渗透率约 7%~10%，主要源于：1) 需求强；2) 政策扶持，“补贴+双积分”；3) 监管升级，行业正规。

乘用车业务竞争意愿和能力双升，未来战线铺开。车型数上，江淮目前量产车辆 17 款，产品推行密度提升明显，展现强烈的竞争意愿；单车销量方面能力改善，SUV、新能源车高速增长。新车型布局思路清晰：SUV 瑞风 S7 上攻 B 级主流市场，高性价比激起市场热情；轿车瑞风 A60 转战中高端市场，直接向合资品牌宣战。

江淮大众携手共进，合力打造新能源车龙头。尾气门驱动大众推出“2025 战略”，全面向电气化转型，地区性合作伙伴江淮为不二人选。另一方面，大众的加入在技术、管理体系等方面帮助江淮全面提升产品竞争力，提高品牌知名度，并带动电动车核心零部件国产化，创造产业链新机遇。项目意在发展低端纯电动车，平台可能采用 MQB 或全新设计平台，车型偏向 A0、A 级。公司在新能源车市场的上升弹性大，有望打造行业龙头。

定增主推新能源，股权激励提供灵活机制。定增 45 亿主要投入新能源相关研发，整合产业链资源，寻求上下游多元化合作；机制灵活，设立股权激励为挽留核心技术和人才，营造突破创新的企业氛围。

投资建议：

看好公司自主乘用车业务以及“SUV+新能源车”战略部署，大众合资、蔚来代工等多元化合作作为长期业绩赋予弹性。预计公司 16-18 的 EPS 为 0.55、0.65 以及 0.84 元，对应的 PE 为 21、18 以及 14 倍。给予公司 22 倍 PE，6 个月目标价 14.30 元，首次覆盖“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；政策不确定性；研发不及预期；合作不确定性。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	34,195.33	46,415.82	53,739.57	61,084.37	70,361.94
增长率(%)	1.65	35.74	15.78	13.67	15.19
EBITDA(百万元)	1,280.04	(62.45)	(1,400.66)	(1,775.74)	(2,114.19)
净利润(百万元)	528.70	857.58	1,085.47	1,304.41	1,674.48
增长率(%)	(42.36)	62.21	26.57	20.17	28.37
EPS(元/股)	0.28	0.45	0.55	0.65	0.84
市盈率(P/E)	41.97	25.87	21.43	17.96	13.99
市净率(P/B)	3.17	2.64	1.59	1.50	1.40
市销率(P/S)	0.65	0.48	0.43	0.38	0.33
EV/EBITDA	7.33	(197.43)	(8.47)	(3.22)	(3.14)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	11.72 元
目标价格	14.3 元
上次目标价	元

基本数据

总股本(百万股)	1,893.31
流通股本(百万股)	1,017.36
总市值(百万元)	22,189.62
流通 A 股市值(百万元)	11,923.44
每股净资产(元)	7.10
资产负债率(%)	70.60
一年内最高/最低(元)	14.56/8.48

作者

崔琰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100005
cuiyan@tfzq.com

周沐 联系人
zhoumu@tfzq.com

张程航 联系人
zhangchenghang@tfzq.com

鲁家瑞 联系人
lujiarui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信号

内容目录

1. 公司介绍：小型 SUV+新能源乘用车领先者	4
1.1. 竞争意愿强烈的自主品牌车企	4
1.1.1. 研发团队在自主商用车领域曾创辉煌.....	4
1.1.2. 由 MPV 作为切入点进军乘用车市场.....	4
1.1.3. 领跑 SUV 小众市场 新车频繁上市	4
1.2. 乘用车业务占比明显提升 未来趋势明显.....	6
1.3. 新能源向上 势不可挡.....	7
1.3.1. 新能源乘用车先入为主 未来目标规划明确.....	7
1.3.2. 成立多家合资公司 新能源产业链整合能力强	9
2. 行业分析：自主 SUV 崛起+新能源乘用车向上	10
2.1. 自主品牌 SUV 崛起	10
2.2. 新能源乘用车蓝海巨大	12
2.2.1. 新能源乘用车产量占比提升明显.....	12
2.2.2. 政策扶持监管升级 行业蒸蒸日上.....	12
2.2.3. 明确 2020 年目标 新能源车保有量破 500 万.....	13
3. 乘用车领域：竞争意愿+能力双升	15
3.1. 车型数、单车销量以及车价三大因素决定竞争意愿和能力.....	15
3.2. 瑞风 S3 的成功标志着自主小型 SUV 接受度高.....	16
3.3. 未来乘用车布局紧凑 向主流市场迈进	17
4. 新能源车领域：江淮大众携手共进	19
4.1. 大众 “2025” 战略：从柴油轻量化向电气化改革.....	19
4.2. 江淮大众合作进程有条不紊	21
4.3. 江淮大众未来锁定低端电动车型.....	21
4.4. 管理提升 品牌溢价 零部件国产化为江淮创造新机遇	21
4.5. 与蔚来汽车 “联姻” 各取所需	22
5. 定增助推新能源 股权激励提供灵活机制	24
6. 盈利预测与投资建议	25
7. 风险提示	25

图表目录

图 1：江淮 MPV 车型瑞风 M4	4
图 2：江淮首款 SUV 瑞鹰（已停产）	4
图 3：A0 级小型 SUV 市场热销车辆月销量走势（单位：辆）	5
图 4：江淮汽车股份有限公司发展历史.....	6
图 5：江淮汽车乘用车商用车年销量（单位：辆）	6
图 6：江淮汽车乘用车商用车年销量占总销量比（单位：%）	6
图 7：江淮汽车乘用车按类型销量（单位：辆）	7
图 8：江淮汽车乘用车按类型销量占乘用车销量比（单位：%）	7

图 9: 江淮汽车 2016 年 1~10 月累计销量分布情况 (单位: %)	7
图 10: 自主品牌热销纯电动车型参数对比	8
图 11: 江淮第六代纯电动 SUV iEV6S	8
图 12: 江淮第六代纯电动 SUV iEV6S	8
图 13: 江淮汽车新能源乘用车布局规划与销量 (单位: 辆)	9
图 14: 江淮汽车与新能源产业链上企业的合作布局	9
图 15: 自主品牌乘用车市场份额 (YTD), 按上牌数 (单位: %)	10
图 16: 自主品牌乘用车市场份额, 按乘联会零售数 (单位: %)	10
图 17: 国内乘用车和 SUV 销售 (YTD) 同比增速 (单位: %)	10
图 18: 自主品牌在 SUV 和乘用车市场中的份额 (单位: %)	10
图 19: 10 万元以上国产乘用车市场份额 (单位: %)	11
图 20: B 级以上国产乘用车乘市场份额 (单位: %)	11
图 21: 自主品牌在 SUV 销量前 20 中的位置和市占率 (灰色单元格, 红色标注框为江淮产品)	11
图 22: 新能源汽车产量结构 (单位: %)	12
图 23: 工信部燃油与新能源车积分制度	13
图 24: 纯电动与插电式混合动力汽车总体技术路线图	14
图 25: 江淮 2016 年量产乘用车车型汇总	15
图 26: 江淮第三代瑞风 S3	16
图 27: 江淮第三代瑞风 S3	16
图 28: 瑞风 S3 自上市以来月销量以及换代时间点 (单位: 辆)	17
图 29: 江淮瑞风 S7	18
图 30: 江淮瑞风 S7	18
图 31: 江淮瑞风 A60	18
图 32: 江淮瑞风 A60	18
图 33: 江淮汽车与大众集团合作备忘录签订现场	19
图 34: 德国大众集团 “2025 战略” 一览	20
图 35: 大众集团 2016 年三季度销量按地区 (单位: 千辆)	20
图 36: 大众 2016 年三季度销量占比按地区 (单位: %)	20
图 37: 大众电动汽车核心零部件及可能国产化的部分	22
图 38: 蔚来汽车伦敦发布预告	23
表 1: 江淮 SUV 车型上市时间、历史销量以及 16 年全年销量预测 (单位: 辆)	16
表 2: 2016 年定向增发项目草案	24
表 3: 激励计划获授的股票期权行权的业绩指标	25

1. 公司介绍：小型 SUV+新能源乘用车领先者

江淮汽车近年来在小型 SUV 领域和新能源乘用车领域处于国内领先地位：热销车型瑞风 S3 自 2014 年 8 月上市以来销售爬坡速度快，三个月内月销量突破 1.5 万辆，最高月销量突破 2.5 万辆，在小型 SUV 市场长期处于市场领先地位；新能源乘用车 iEV 系列已经发展至第 6 代，目前量产车型包括：iEV4、iEV5（轿车）以及 iEV6S（SUV），电动车月销量在 1,000 辆左右，在纯电领域仅次于比亚迪和北汽新能源。

1.1. 竞争意愿强烈的自主品牌车企

1.1.1. 研发团队在自主商用车领域曾创辉煌

以造货车起家，自主研发国内首款客车专用底盘。江淮汽车创始于 1964 年 5 月 20 日，起初目标市场为商用车市场，主要开发货载汽车，1968 年 4 月成功试制了第一辆货车。发展至 90 年代初，公司继续主攻商用车市场，产品线从单一的货车扩展到了客车——1990 年 6 月，公司推出的客车专用底盘（HFC6700）改写了中国客车由货车底盘改装的历史，从此以后，中国有了真正意义上自主研发的客车。在此之前，客车底盘都是向进口日美德进口，此举让我们看见公司在商用车国产化上的决心，竞争意愿强烈由来已久。

1.1.2. 由 MPV 作为切入点进军乘用车市场

以 MPV 作为切入点，进军乘用车市场，08 年开始全面覆盖乘用车产品线。2002 年 3 月 18 日，瑞风首款商务车正式下线，为江淮进入乘用车领域打下良好基础；2006 年 5 月 18 日，第一款越野性 SUV 瑞鹰下线；直到 2008 年 1 月 17 日，推出了首款轿车宾悦，标志着在乘用车市场产品线齐全。在此期间，公司在商用车领域继续保持发展力度，在轻卡和重卡两个类型上取得卓越成绩，也开启了“乘用车+商用车”双向发展的战略大门。

图 1：江淮 MPV 车型瑞风 M4



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 2：江淮首款 SUV 瑞鹰（已停产）

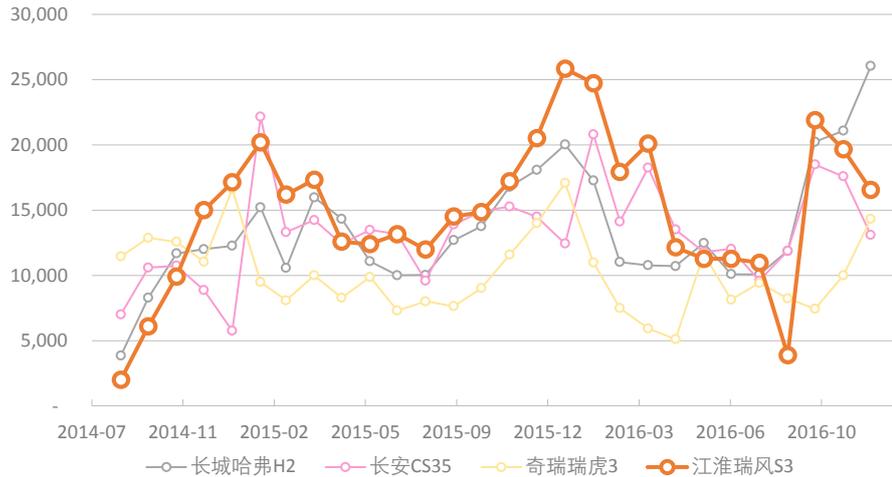


资料来源：易车网、天风证券研究所

1.1.3. 领跑 SUV 小众市场 新车频繁上市

瑞风 S3 领跑小型 SUV 市场。在 A0 级 SUV 细分领域中，竞争激烈：月均销量过万的车型包括长城哈弗 H2、长安 CS35、奇瑞瑞虎 3 以及江淮瑞风 S3。瑞风 S3 在过去两年多的销量数据-长期处于细分行业前三水平，并于 2016 年 9 月，进行了第二次换代，9 月销量突破 2.1 万辆，领跑整个 A0 级小型 SUV 市场。

图 3: A0 级小型 SUV 市场热销车辆月销量走势 (单位: 辆)



注: 瑞风 S3 在 2014 年 8 月上市, 上市时间晚于图内其他车型, 而 2014 年数据为全年数据; 2016 年数据为 1~9 月累计销量

资料来源: 中汽协、乘联会、天风证券研究所

稳定推进 MPV, 快速发展 SUV。公司在乘用车市场最先的布局策略为: 做稳 MPV, 做精 SUV, 做大新能源车。1) 公司 MPV 销量走势一直非常稳定, 今年 1~11 月销量 5.4 万辆, 同比增长 8.6%。车型布局上, 江淮在 2017 年会推出瑞风 M6, 集齐从 M2-M6 的 MPV 家族系列, 为不同客户群体提供全面的商务/家庭出行便利; 2) 公司 SUV 的销量近三年来呈现大幅增长, 2014~2015 年同比增长 111.4%和 254.0%, 2016 年 1~11 月同比增长 12.8%, 此外公司凭借瑞风 S3 称霸国内自主品牌小型 SUV 市场, 未来在布局上也会向大众市场进军; 3) 第一款量产新能源车 iEV4 于 2015 年 4 月上市, 之后的一年时间里公司共发布两款纯电动乘用车型 (iEV5、iEV6S), 足显其在新能源车领域大力扩展的意图。

未来在新车型推行上, 公司态度积极努力。我们认为, 公司在乘用车上, 尤其是 SUV 和 MPV 两个细分领域上会不断投入研发, 原因在于: 1) 图 4 中, 从公司的汽车销量和车型推行密度的走势图来看, 乘用车销量和新车型数量以及推出速度呈正比关系; 2) 最近 5 年内公司的 MPV 和 SUV 的推行和换代更为频繁。

图 4：江淮汽车股份有限公司发展历史



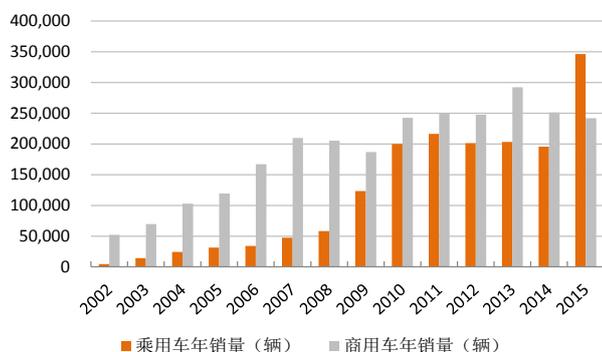
注：蓝色数据点为江淮汽车 2016 年销量目标 60 万辆左右；注解蓝色文字代表新能源车型上市。

资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

1.2. 乘用车业务占比明显提升 未来趋势明显

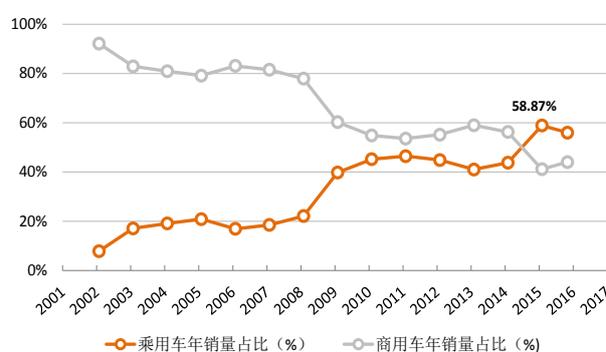
乘用车业务占比不断提升，未来趋势明显。截至 2016Q3，公司乘用车累计年销量为 26.5 万辆，同比增长 11.3%。乘用车销量占比提升明显，自 2002 年进入乘用车市场以来，公司乘用车的销量占比从 7.0% 上升至 2016 年 11 月的 58.9%，一跃超过商用车成为公司第一大业务。其中，SUV 对乘用车销量增速的贡献最大：自 2013 年推出瑞风 S 系列 SUV 车型之后，SUV 销量大幅上升，在 2016 年前 11 个月销量占比（乘用车业务）达 74.8%。我们认为，公司未来的整车业务趋势明显：现有 SUV 车型（瑞风 S2、S3 以及 S5）频繁更新换代，新车型 S7（燃油与混动版）接连上市，继续依靠 SUV 车型做大乘用车市场。

图 5：江淮汽车乘用车商用车年销量（单位：辆）



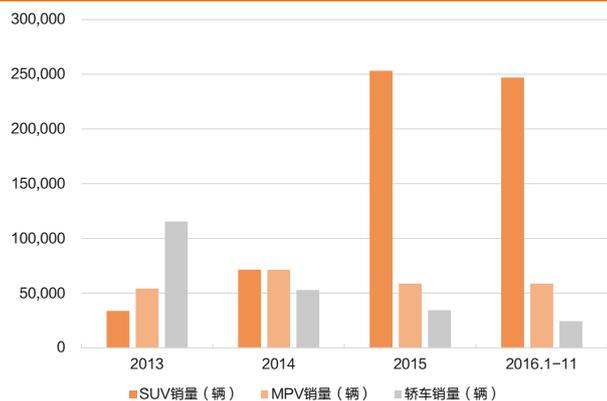
资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

图 6：江淮汽车乘用车商用车年销量占总销量比（单位：%）



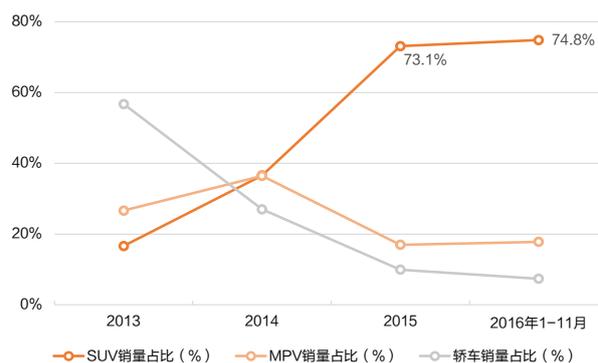
资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

图 7：江淮汽车乘用车按类型销量（单位：辆）



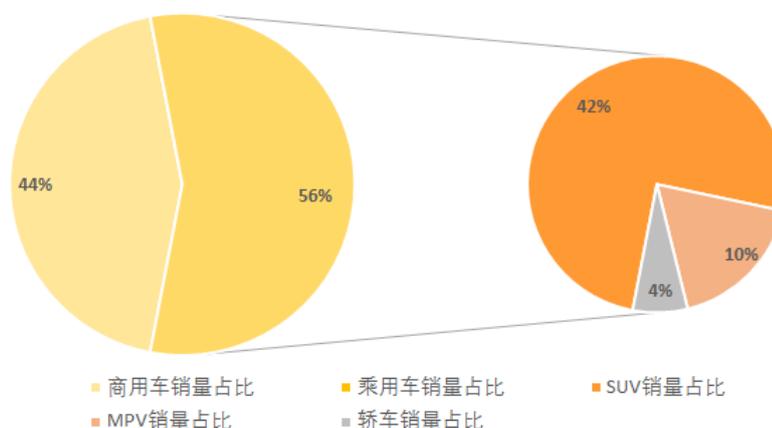
资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

图 8：江淮汽车乘用车按类型销量占乘用车销量比（单位：%）



资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

图 9：江淮汽车 2016 年 1~10 月累计销量分布情况（单位：%）



资料来源：公司公告、wind、天风证券研究所

1.3. 新能源向上 势不可挡

公司目前在新能源乘用车上布局纯电战略：在产车型包括 iEV4、iEV5（轿车）以及 iEV6S（SUV），2016 年 1~11 月累计销量约 1.6 万辆，同比增长 77.53%。我们认为未来公司在新能源方面会加大发展力度，争取完成 2025 年公司汽车总销量的 30%。

1.3.1. 新能源乘用车先入为主 未来目标规划明确

主攻纯电领域，产量市占率小幅进步。公司在新能源乘用车领域的战略为专做纯电车型：截至 2015 年 8 月（第一款纯电动车上市一周年）累计年产能 4,485 辆，占市场的 8.6%；2016Q3 年累计产量 1.4 万辆，同比增长超 234.4%，占市场 9.1%。

夺取先机很重要，新能源乘用车先入为主。公司在新能源乘用车领域的研发可追溯至 2010 年：三年内，公司第一代电动平台基于传统燃油车开发，共推出 iEV1、iEV2、iEV3、iEV4 四款电动汽车，采用磷酸铁锂电池，续航里程 150km 左右；2014 年开始开发第二代平台，并推出 iEV5。目前已迭代至第 6 代产品：纯电动 SUV iEV6S，技术方面大幅领先同业自主品牌，主要优势在于两点：1) 电池方面，采用三星的电池组，续航能力达到 251 公里，快充 1.5 小时可充电 80%，电池效率更高（续航里程和电池容量比 7.61，高于目前世面畅

销的所有纯电车型); 2) 平台成本低, 基于瑞风 S2 打造, 除了特殊配色外, 在设计上并没有太大区别, 细节处稍做了修改。我们认为, 公司抢先进入新能源市场不仅创造了部分技术壁垒, 还为未来降成本提高利润打好基础。

图 10: 自主品牌热销纯电动车型参数对比

					
参数	江淮 iEV6S	江淮 iEV5	比亚迪 e6	北汽 EV200	比亚迪秦 EV300
补贴后售价 (万元)	10.98	10.48	17.48-29	10.59-15.49	19.98-24.98
续航里程 (公里)	251	170	400	200	300
电池容量 (kWh)	33	23	82	30.4	48
电池效率 (公里/容量)	7.61	7.39	4.88	6.58	6.25
最大功率 (kw)	85	50	90	53	160
最大扭矩 (N*m)	270	215	450		310

资料来源: 汽车之家、天风证券研究所

图 11: 江淮第六代纯电动 SUV iEV6S



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

图 12: 江淮第六代纯电动 SUV iEV6S

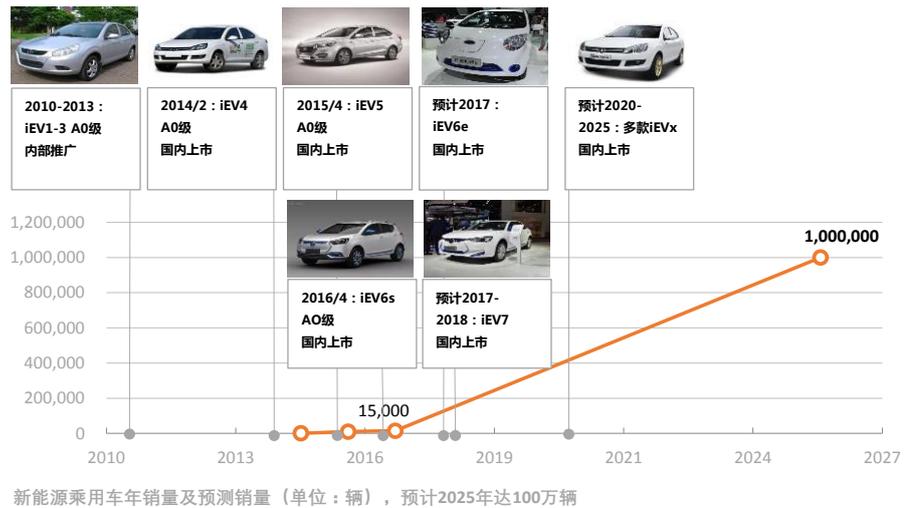


资料来源: 公司官网、天风证券研究所

新能源汽车继续布局纯电路线, 2025 前目标 30%。根据公司新能源汽车发展战略规划, 到 2025 年, 江淮新能源汽车在江汽 100 万产销量目标中占据 30% 以上的比重, 并从技术、产品、市场体系建设上全面塑造新能源汽车第一品牌形象。公司将与全球战略伙伴合作, 推动纯电动车从短途代步向长途使用。具体未来规划如下:

- 2017 年, 基于第二代平台, 继续推出 iEV6E、iEV7 两款车型, iEV6E 将采用国轩高科的磷酸铁锂电池, 续航里程达超过 150km。
- 2018~2020 年, 公司将开发第三代平台, 并采用固态锂电池, 推出续航达到 400km 的新一代 iEV 系列。
- 2020~2025 年, 电动平台升级至第四代, 开发新能源车型, 将采用锂空气电池, 续航里程突破 500km。
- 2025~2030 年, 基于第五代平台开发新能源汽车, 采用锂空气电池, 续航里程达到 1000km 以上。

图 13：江淮汽车新能源乘用车布局规划与销量（单位：辆）

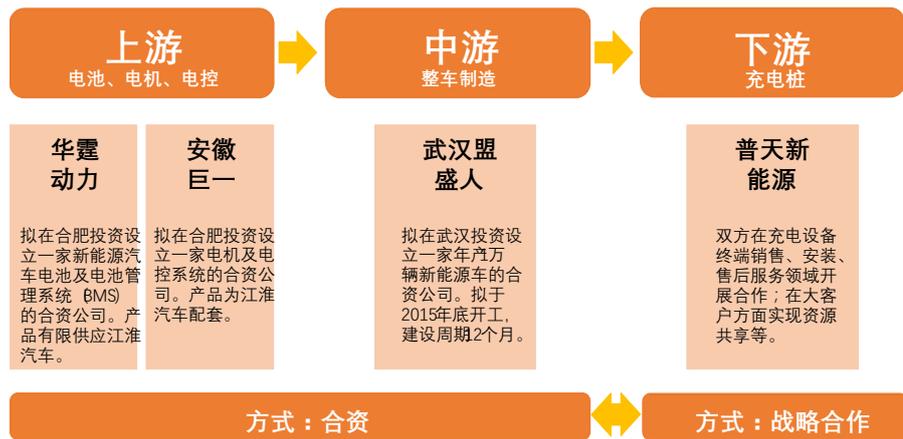


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3.2. 成立多家合资公司 新能源产业链整合能力强

发挥资源整合能力优势，布局新能源汽车产业链。公司自 2015 年来，先后与三家新能源产业链上企业达成协定，并成立合资公司，分别为武汉盟盛人、华霆动力以及安徽巨一。此外，公司与充电桩供应商普天新能源签订战略合作，在充电设备终端销售、安装以及售后服务等领域展开深度合作。公司在新能源汽车产业链上布局周密，生产、销售以及售后等环节都追求较高标准，为未来大力发展新能源乘用车打下坚实基础。预计，公司会继续在新能源汽车领域保持产业链整合的节奏，扩大在领域内的优势。

图 14：江淮汽车与新能源产业链上企业的合作布局



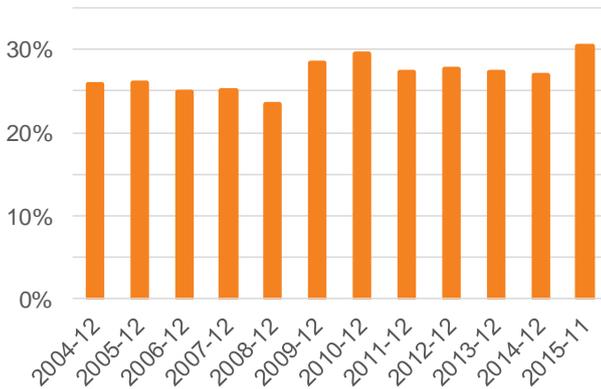
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 行业分析：自主 SUV 崛起+新能源乘用车向上

2.1. 自主品牌 SUV 崛起

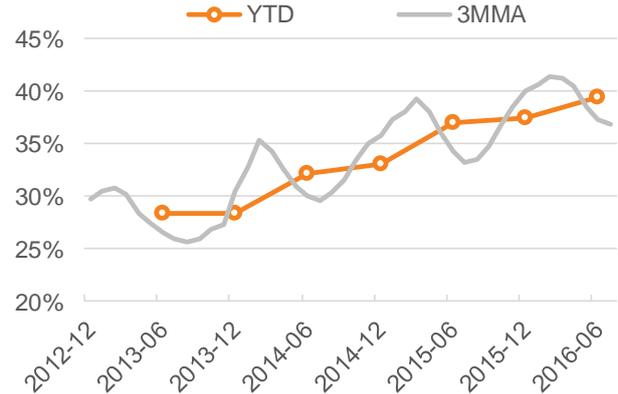
近年来自主品牌实际市场份额稳中有升。公安部上牌数显示 2015 年前 11 月自主品牌的市场份额超 30%，成为 10 余年来新高。乘联会零售数据显示自主品牌市场份额近三年来不断上升，从 1H13 的 28.4% 迅速增长至 1H16 的 39.4%。自主品牌整体实力稳定向上的趋势非常明显。

图 15：自主品牌乘用车市场份额（YTD），按上牌数（单位：%）



资料来源：公安部、天风证券研究所

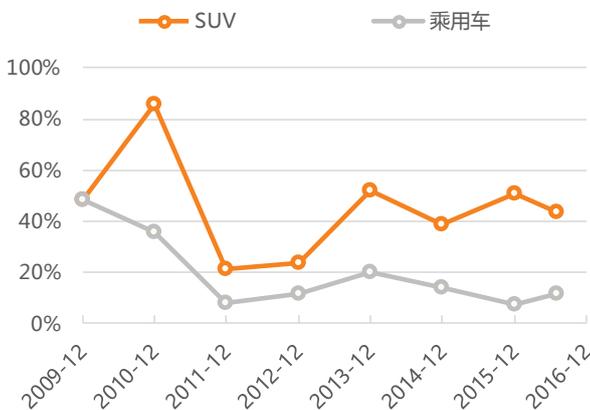
图 16：自主品牌乘用车市场份额，按乘联会零售数（单位：%）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

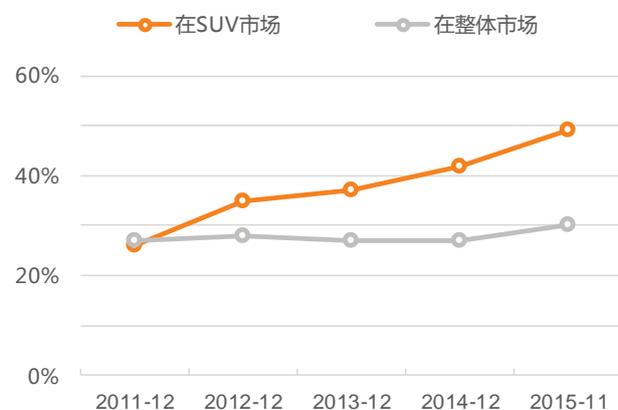
以 SUV 为突破口，自主品牌持续稳低端、攻高端。立足于低成本和高效率，近年来自主品牌成功先于合资车企抓住并助推国内市场急速蹿升的 SUV 乃至 MPV 热情，有望进一步打出“SUV-现金-技术-更大市场”这手好牌。目前自主品牌主要集中于 5-10 万元价格区间的细分市场，增长主要来自 5-15 万元价格区间和 SUV 市场，随技术和产品设计进一步成熟，自主品牌在中高端市场的表现已挑头向上，产品力也持续不断增强：1) 自主品牌在 10 万元以上和 B 级以上车型市场的整体份额持续上升；2) SUV 销量靠前的自主品牌越来越多，名次整体上移，总量不断增加。

图 17：国内乘用车和 SUV 销售（YTD）同比增速（单位：%）



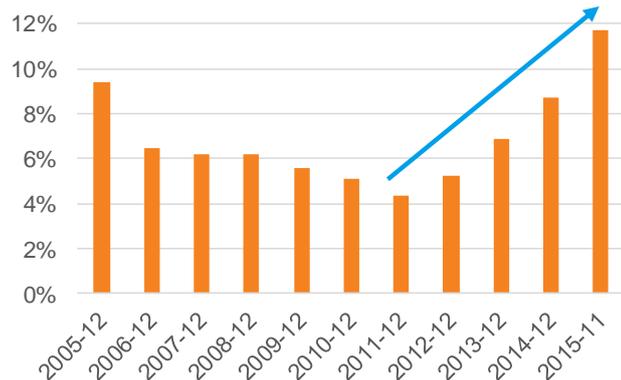
资料来源：乘联会、天风证券研究所

图 18：自主品牌在 SUV 和乘用车市场中的份额（单位：%）



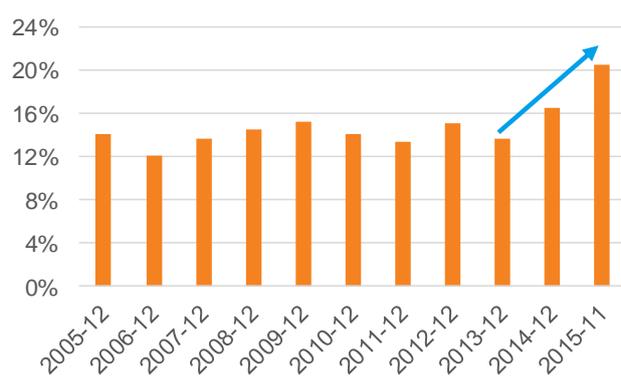
资料来源：公安部、天风证券研究所

图 19：10 万元以上国产乘用车市场份额（单位：%）



资料来源：公安部、天风证券研究所

图 20：B 级以上国产乘用车乘市场份额（单位：%）



资料来源：公安部、天风证券研究所

图 21：自主品牌在 SUV 销量前 20 中的位置和市占率（灰色单元格，红色标注框为江淮产品）

排名	2012		2013		2014		2015		2016 (1-9 月)	
	车型	市占率	车型	市占率	车型	市占率	车型	市占率	车型	市占率
1	哈弗 H6	11.08%	哈弗 H6	7.29%	哈弗 H6	7.75%	哈弗 H6	6.00%	哈弗 H6	6.51%
2	途观	8.65%	途观	6.68%	途观	5.82%	途观	4.11%	传祺 GS4	3.98%
3	本田 CR-V	8.45%	本田 CR-V	6.36%	本田 CR-V	4.12%	瑞风 S3	3.16%	宝骏 560	3.77%
4	ix35	5.41%	IX35	5.25%	传祺 GS5	3.57%	CS75	3.00%	昂科威	3.17%
5	逍客	5.26%	长城 M	4.61%	IX35	3.56%	幻速	2.91%	途观	2.81%
6	瑞虎	5.20%	传祺 GS5	4.35%	翼虎	3.34%	CS35	2.72%	长安 CS75	2.46%
7	RAV4	4.91%	逍客	4.17%	RAV4	3.06%	哈弗 H2	2.71%	瑞风 S3	2.23%
8	Q5	4.51%	RAV4	3.94%	奇骏	2.81%	奇骏	2.67%	本田 CR-V	2.14%
9	比亚迪 S6	4.34%	Q5	3.42%	Q5	2.62%	昂科威	2.62%	奇骏	2.13%
10	智跑	3.80%	翼虎	3.21%	瑞虎	2.55%	本田 CR-V	2.52%	哈弗 H2	2.10%
11	汉兰达	3.75%	汉兰达	3.19%	CS35	2.47%	宝骏 560	2.33%	长安 CS35	2.10%
12	哈弗 M	2.98%	比亚迪 S6	3.12%	比亚迪 S6	2.42%	翼虎	2.17%	途胜	2.02%
13	金杯 V5	2.38%	起亚智跑	2.95%	起亚智跑	2.37%	传祺 GS4	2.11%	本田 XR-V	1.94%
14	众泰 5008	2.36%	CS35	2.53%	瑞虎 5	2.26%	缤智	2.04%	缤智	1.93%
15	狮跑	2.06%	瑞虎	2.47%	长城 M	2.21%	众泰 T600	2.03%	逍客	1.64%
16	GX7	1.56%	金杯 V5	2.45%	逍客	2.14%	瑞虎	1.93%	奥迪 Q5	1.59%
17	纳智捷	1.55%	GX7	2.10%	Q3	2.14%	炫威	1.91%	锐界	1.43%
18	圣达菲	1.34%	哈弗 H5	2.07%	幻速	2.08%	RAV4	1.88%	翼虎	1.41%
19	奔驰-GLK	1.30%	昂科拉	2.06%	翼博	2.08%	Q5	1.83%	众泰 T600	1.37%
20	海马骑士	1.26%	胜达	2.06%	汉兰达	2.07%	IX35	1.70%	瑞虎 3	1.36%
当年 SUV 总销量(万辆)		20	299		408		622		768	
统计	自主车型数	市占率	车型数	市占率	车型数	市占率	车型数	市占率	车型数	市占率
前 5	1	11.08%	2	11.90%	2	11.32%	4	15.08%	3	14.26%
前 10	3	20.62%	3	16.25%	3	13.87%	6	20.51%	6	23.18%
前 15	6	28.34%	6	24.36%	7	23.23%	9	26.97%	7	25.28%
前 20	10	34.06%	9	30.99%	8	25.31%	10	28.91%	9	28.01%

资料来源：中汽协、乘联会、天风证券研究所

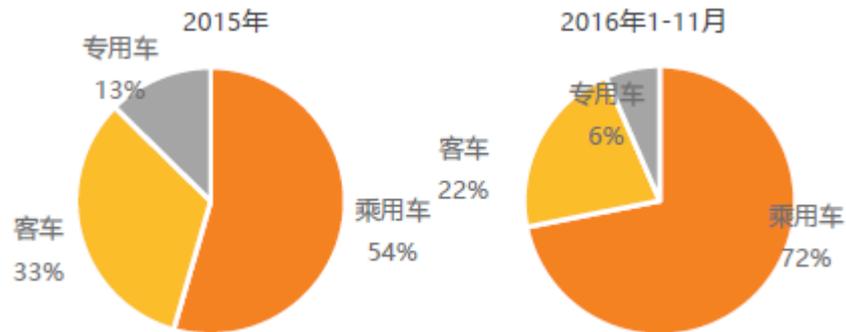
2.2. 新能源乘用车蓝海巨大

新能源汽车初显上扬趋势，未来潜力不可限量。中汽协数据显示，2015 年新能源汽车（包括乘用车和商用车）在国内的产销销量分别为 36.0 万辆和 33.1 万辆，同比增长 328.3%和 342.9%；同时，新能源汽车的市场占有率在 2015 年也提升了 3 倍左右，达 1.4%。行业的繁荣主要源于市场需求、政策扶持以及国家规划。

2.2.1. 新能源乘用车产量占比提升明显

新能源乘用车产量占比大幅提升。2015 年底，新能源乘用车占新能源汽车市场产量的 54%；2016 年 1~11 月，产量占比达到了 72%。需求方面：1) 各大限牌城市政策收紧，牌照需求促进了新能源乘用车供需段平衡，维持增长趋势；2) 共享出行模式驱动了新能源乘用车市场扩大（例如：滴滴专车拉动荣威 e550 销量增长）。2016 年年末目录已出台，行业产量再次井喷，预计全年有望实现 50 万的总销量，同比增长 40%。

图 22：新能源汽车产量结构（单位：%）



资料来源：中汽协、节能与新能源汽车网、天风证券研究所

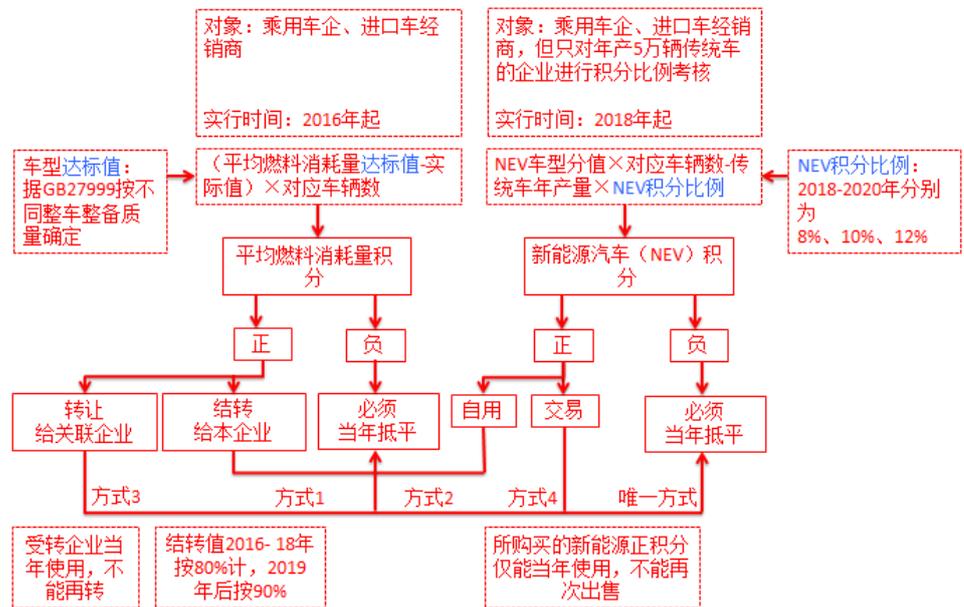
2.2.2. 政策扶持监管升级 行业蒸蒸日上

短期内补贴政策仍保持支持力度。国家对于新能源汽车的补贴政策始于 2009 年，在 2010 年开始应用于私人购买乘用车领域，从需求端来刺激新能源汽车消费，当时的支持方式为：1) 对购买新能源汽车给予一次性补助；对动力电池、充电站等基础设施的标准化建设给予适当补助；电池租赁企业，补助按其服务的新能源汽车数量确定；2) 补助标准按 3000 元/kWh，插混最高 5 万元/辆；纯电动最高 6 万元/辆；3) 试点期内（2010-2012 年），企业插混和纯电动乘用车销量分别达到 5 万辆后，适当降低标准。2016 年 12 月 30 日四部委出台了最新的新能源汽车补贴政策，其中，符合技术要求的纯电动乘用车在 2017-2018 年按续航里程不同每辆分别补贴 2 万元、3.6 万元、4 万元，插电式混合动力乘用车每辆补贴 2.4 万元；2019-2020 年计划在此标准的基础上退坡 20%。

未来双积分和碳配额机制接力补贴，促使传统车企反哺新能源车企。这项政策对车企未来的布局影响很大：宏观层面，促进行业整体向低油耗、新能源汽车转型。其中年产 5 万以上的车企从 2018 年起必须按一定比例要求生产销售新能源乘用车；微观层面，导致部分车企的节能与新能源汽车产品结构发生变化。参数、积分抵偿细则的出台终于给予车企明确指引，各车企也正在根据这些细则、自身情况、市场预判，来调整节能与新能源产品的结构。我们估计已有明确技术路线的企业将继续沿自己最擅长的路线发展，路线不明确的企业可能会更多地选择市场推广难度较小的 PHEV，而这样的企业也是绝大部分企业。由

于过去相对自主车企更专注于节能车，合资企业可能会尤其加大对新能源汽车的投入。

图 23：工信部燃油与新能源车积分制度



资料来源：工信部、天风证券研究所

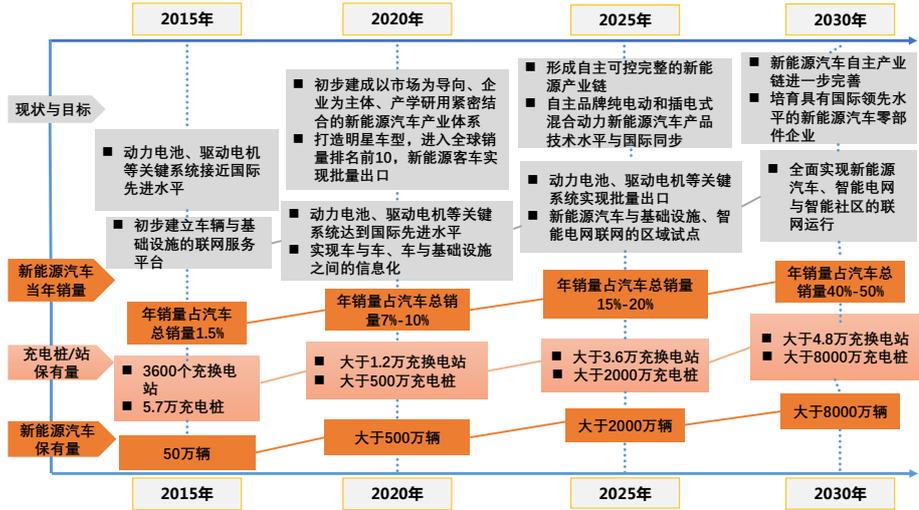
监管不断升级、细化，利于业内竞争环境改善以及产品质量提高。监管的提高体现在国家出台并不断修改新能源汽车生产企业及产品准入管理规则，规范了行业内各个方面（包括电池、电机、底盘、充电桩等）。同时，国家还公布了新能源汽车推广应用推荐车型目录，为车企未来开发更多新能源车型提供参考。监管的升级和细化，对于行业内具有竞争力的企业来说是利好的，不仅扫除了一些不具有竞争力的对手，还改善了竞争环境，使得企业更加注重新能源汽车的产品质量问题。

2.2.3. 明确 2020 年目标 新能源车保有量破 500 万

路线图锁定未来发展通道，2020 年新能源车保有量目标定 500 万辆。路线图给出了2020-2030 年部分市场化和技术发展的目标，销量和技术的组合目标略过宏伟。如纯电动和插电混汽车，到 2020 年保有量过 500 万辆，2025 年大于 2,000 万辆，2030 年大于 8,000 万辆（2016 年 6 月全国汽车保有量为 1.84 亿）；2020、2025、2030 三年的渗透率从 2015 年的 1.5% 提高到 7%-10%（对应年销量 210 万-300 万辆）、15%-20%、40%-50%。同时纯电动乘用车的续航里程要在这三年分别达到 300km、400km、500km。

重点关注具体实现路径和路线内竞争格局的变化，优胜劣汰进程将加速。路线是笔直的，但是路径是曲折的。在双积分等市场化政策和以上发展目标的推动下，未来车企将面临较大的竞争压力。在成本无法陡降的情况下，车企需要在销量和利润率之间求平衡，技术领先的企业有望实现高位平衡，而落后企业甚至难以实现平衡。因此，目前在新能源方面布局较早的车企（包括江淮汽车、比亚迪、北汽新能源等），将在竞争中发挥优势，逐步淘汰落后企业扩大市场份额，自主新能源乘用车领域有望形成寡头格局。

图 24：纯电动与插电式混合动力汽车总体技术路线图



资料来源：节能与新能源汽车技术路线图战略咨询委员会、天风证券研究所

3. 乘用车领域：竞争意愿+能力双升

3.1. 车型数、单车销量以及车价三大因素决定竞争意愿和能力

车企的竞争意愿以及能力会很直观从车型数、单车销量以及平均车价这三个指标上体现：
 整车营收 = 车型数 * 单车销量 * 平均车价。

从车型数上来看，推陈出新频率高，呈现强烈的竞争意愿。目前，江淮拥有 17 款乘用车，其中包括 3 款传统 SUV 车型（包括瑞风 S2、瑞风 S3 以及瑞风 S5），6 款 MPV 车型（包括瑞风 M2、瑞风 M3、瑞风 M4、瑞风 M5、瑞风穿梭以及瑞风祥和），5 款传统轿车车型（包括瑞风 A60、全新和悦、和悦 A13、和悦 A30 以及悦悦），新能源乘用车共 3 款（包括轿车车型的 iEV4、iEV5，以及 SUV 车型的 iEV6S）。明星车型瑞风 S3 自 2014 年 8 月上市以来，经历两次换代（2015 年 10 月和 2016 年 9 月），其他车型也保持着较高的换代频率。我们认为，江淮在乘用车的布局上采取的就是推陈出新，用新车型刺激市场的战略，呈现了强烈的竞争意愿。

图 25：江淮 2016 年量产乘用车车型汇总



注：蓝底填充为新能源车型

资料来源：公司官网、天风证券研究所

SUV 单车销量逐年提升，竞争能力提高。作为江淮在乘用车领域布局的重点，SUV 的单车销量保持增长趋势：瑞风 S5 于 2013 年上市，13~15 年销量分别为 2.0 万辆、2.1 万辆以及 3.0 万辆（14、15 年同比增长分别为 7.1%和 40.6%）；瑞风 S3 于 2014 年上市，14~15 年销量分别为 5.0 万辆和 19.7 万辆，同比增长 290.0%；瑞风 S2 于 2015 年上市，15 年销量为 2.7 万辆，2016 年 1~9 月累计销量已经超越去年全年基数（4.0 万辆），预计 16 年全年销量约 5.3 万辆，同比增长 99.7%。**预计，2016 年全年 S3、S5 单车销量维持去年热销水平，S2 销量翻倍，带动 SUV 销量同比增长 6.9%，**在竞争激烈的自主品牌 SUV 市场仍能占据一席之地并保持增长趋势，体现江淮在乘用车方面能力的提升。

表 1：江淮 SUV 车型上市时间、历史销量以及 16 年全年销量预测（单位：辆）

车型	上市时间	2013	2014	2015	2016 (1~11 月)	2016 全年预测
S5	2013	19,630	21,026	29,570	26,509	28,635
S3	2014	-	50,456	196,779	171,508	188,400
S2	2015	-	-	26,718	47,245	53,369
合计	-	19,630	71,482	253,067	245,262	270,404

资料来源：公司公告、天风证券研究所

传统车车价受限于自主品牌价格战，未来重点在于新能源汽车。江淮在乘用车单车价格上无明显优势：2015 年乘用车整车业务营收 214.8 亿元，乘用车总销量 34.6 万辆，单车价格为 6.2 万元/辆，低于行业平均水平（约 8 万元/辆）。单车价格低的主要原因在于：国内乘用车市场价格战激烈，如非特殊情况（配置大幅提升等），每年换代推新自主车企都无法提价。我们认为，未来提升单车价格的重点在于新能源乘用车的渗透，新能源乘用车普遍价格较高（iEV6S 补贴后售价 10.95 万元/辆），且政府还在各个环节给予补贴（电池、整车销售等），因此，新能源乘用车渗透率提升会带动整个车企的单车价格上一格台阶。

3.2. 瑞风 S3 的成功标志着自主小型 SUV 接受度高

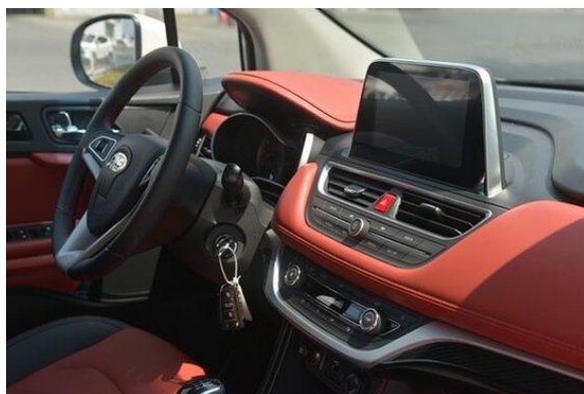
蓄势待发，瑞风 S3 爬坡迅猛。在产品研发之初，公司对全国 25-30 岁的年轻人进行了深入调研，并根据他们心目中的汽车形象，打造出瑞风 S3 “易驾、时尚、节能”的雏形。在瑞风 S3 首次亮相后，江淮更多方面收集了网友及年轻人对这款车的反馈，及时做出有针对性的调整。江淮赋予了瑞风 S3 非常清晰的市场及消费群体定位，从研发的最初就始终紧贴消费者需求，并不断做出改变，并且用了大量互联网营销手段让其更好的贴近用户并且更有效。充足的准备为 S3 在小型 SUV 领域的领先奠定了基础，2014 年 8 月面世，当月销量近 3 千辆，三个月内月销量破 1.5 万辆。

图 26：江淮第三代瑞风 S3



资料来源：百度图片、天风证券研究所

图 27：江淮第三代瑞风 S3



资料来源：百度图片、天风证券研究所

内外兼修加上把握时机，瑞风 S3。自发布以来，S3 月销量连续 21 个月在 1.1 万辆以上，最大销量达 2.5 万辆（2015 年 12 月），直到 2016 年 8 月，厂家故意压低产量为换代做准备，销量降至 4 千辆左右。2016 年 9 月换代效果极佳，当月销量又破 2.1 万辆。瑞风 S3

持续受市场追捧主要有两个原因：1) 本身条件好。外观出众，内部大空间，性价比高，配置齐全，低使用成本，动力出色，燃油经济性优异，舒适易驾；2) 80后、90后年轻人消费市场迅速崛起的浪潮带动了小型SUV市场的蓬勃发展，且当时市场上来自其他自主品牌小型SUV的竞争者也比较少。这样的背景下，江淮汽车凭借其敏锐的市场触觉推出瑞风S3，开创了自主品牌小型SUV 7万元以下的先河，既抢占了国内小型SUV市场的销售先机，又在6-9万元区间，为年轻消费者提供一个能够轻松入手的全新SUV选择。瑞风S3对标产品为长城哈弗H2，同样面向年轻时尚群体，但是在价格方面江淮S3更有优势，哈弗H2售价区间为9-12万元左右。预计，未来2~3年内，S3依然能保持小型SUV领域内靠前地位。

图 28：瑞风 S3 自上市以来月销量以及换代时间点（单位：辆）



资料来源：汽车之家、公司公告、中汽协、天风证券研究所

3.3. 未来乘用车布局紧凑 向主流市场迈进

传统 SUV 上攻 B 级主流市场，瑞风 S7 强势登陆。过去在小众市场内保持霸主地位的江淮汽车，在 SUV 细分领域上采取了继续扩张的战略，上攻主流市场，为此投资 4.4 亿元研发了 B 级 SUV 瑞风 S7，预计在明年上市。我们认为，瑞风 S7 是公司近三年来最值得期待的一款新车，主要原因在于超高的性价比，在零部件和内饰方面比 S3、S5 追求更高质量的瑞风 S7，在价格方面预计在 10 万元左右。更大的空间，更高的性价比，预计，明年瑞风 S7 市场反应比较乐观，爬坡速度有望赶上当年的 S3。

避开竞争残酷的 A 级紧凑型 SUV 市场，瑞风 S7 对标长安 CS75。近年来，自主品牌在 A 级 SUV 市场的竞争尤为激烈，群雄纷争：细分领域内，长城哈弗 H6 在今年 9 月销量突破 5 万辆，广汽传祺 GS4 月销量维持在 3 万辆左右，其余平均月销量过万的车型包括奇瑞艾瑞泽 5、上汽通用五菱宝骏 560 以及吉利博越。公司在 S7 的定位上采取了避重就轻的战略，直接上攻 B 级市场，对标车型为长安 CS75。与长安 CS75 对比，瑞风 S7 的优势在于高性价比：瑞风 S7 售价低于 10 万元；长安 CS75 的售价基本在 10 万元以上。

图 29：江淮瑞风 S7



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

图 30：江淮瑞风 S7



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

轿车向中高端市场发展，瑞风 A60 寻求突破。在传统燃油轿车方面，公司一改以往的低端高性价比策略，开始进军中高端市场：2016 年 11 月发布一款中高端轿车——瑞风 A60（在 16 年广州车展首次展出），该车定价 13.95 万~17.95 万，与合资品牌中的大众迈腾处同一价格区间。我们认为，该车未来销量可观，原因在于：1）产品出自名门。作为江淮意大利、日本两大设计中心联袂打造的匠心之作，侧面车身线条锐利非凡，尾部设计在飞翼式尾灯造型的衬托下展现睿智之势，内饰方面，彩屏触控 LED 显示屏、沉稳大气的中控台、传统奢华的桃木纹饰条和高档石英钟表等设计元素的搭配，体现了江淮最新的高端轿车时尚设计理念；2）智能化程度高。运用的智能化技术包括：HMI 人机交互系统、前后排多功能按摩座椅、后排影音控制系统、JBL 高保真音响、三温区空调系统、EPB 电子驻车+AUTO HOLD 等高端配置。**我们认为，推出 A60 是公司向合资品牌轿车宣战的标识，同时，A60 帮助公司测试自主品牌轿车能否打开中高端市场，对公司中长期在轿车细分领域的战略布局意义重大。**

图 31：江淮瑞风 A60



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

图 32：江淮瑞风 A60



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

4. 新能源车领域：江淮大众携手共进

新能源乘用车领域催化剂显现，江淮大众合力打造纯电龙头企业。2016年9月7日，江淮汽车在德国沃尔夫斯堡与大众集团正式签署谅解备忘录，双方将在新能源汽车整车及零部件的研发、生产、销售、出行方案等领域开展全方位合作。

图 33：江淮汽车与大众集团合作备忘录签订现场



双方正式签署谅解备忘录

左：大众汽车集团（中国）总裁兼首席执行官 海兹曼
右：安徽江淮汽车股份有限公司董事长 安进

资料来源：网通社、天风证券研究所

4.1. 大众“2025”战略：从柴油轻量化向电气化改革

大众因尾气门事件柴油轻量化道路受阻，“2025”战略向电气化改革。在尾气门事件之前，大众并没有任何新能源汽车研发的计划和布局，也未推出过任何一款纯电或者插电混车型。为了重新塑造全球最大汽车集团的形象，大众任重而道远，在2016年6月发布了“2025——大众与您携手共进”战略，宣布在2025年之前，在全球范围内推出30款纯电车型，电气化改革道路在此启航。“2025”战略具体实施方案从7个方面展开，其中最主要的3个核心内容为：

- **核心业务转移：电气化成为集团未来传动系统的中心。**大众集团相信，在2030年之前，全球的电动驱动汽车会占到市场的三分之一，因此，集团决定未来在电动化方面追求突破，电动出行将成为大众的全新标志。具体施行方法为：在2025年之前，大众集团旗下12个品牌发行超过30款纯电车型，这30款汽车将分配到集团旗下的12个品牌当中，包括大众、奥迪、保时捷、斯柯达等。预测到那时，大众集团每年的电动汽车销量将达200至300万辆，占集团汽车总销量的25%。为了实现这一目标，集团已经批准了一个几十亿欧元的投资项目，专攻新能源汽车领域。
- **自动驾驶领域争做龙头。**大众坚信自动驾驶这种革命性的技术会在不久的将来被实现，在这次的战略布局中，大众明确了在自动驾驶各个领域的渗透，包括个人出行、公共交通以及货物运输等。集团已经在这些领域投入了科研力量：项目规模达几十亿欧元，研发团队拥有超过1,000名软件工程师，预计在2020年左右，大众领先的全自动驾驶技术将面世。
- **向上游拓展：开发电池技术，提升核心竞争力。**这个战略方案已经经过集团董事会批准，因为大众知道电池技术是电动汽车的核心所在。一辆电动车的成本中有20%-30%是电池成本，大众致力于研发电池容量在150gWh的电池用于2025发布的电动汽车，到时，电池续航就不会再是电动汽车的一大瓶颈。另一方面，在大力发展电动汽车和电池技术的同时，大众不会停止内燃机的发展，内燃机一直是大众集团的核心技术，大众将继续维持在内燃机方面的领先优势。

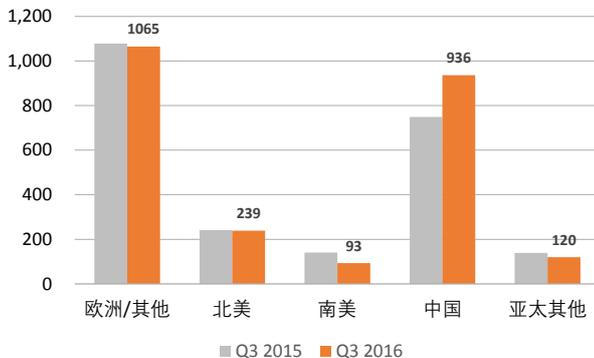
图 34：德国大众集团“2025 战略”一览



资料来源：大众集团公告、天风证券研究所

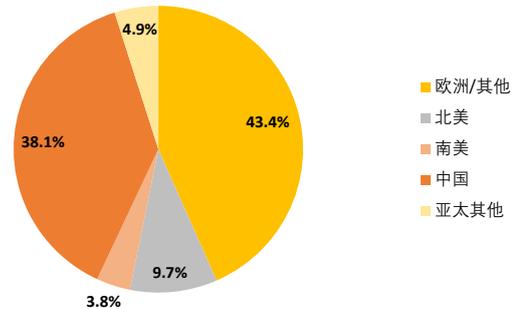
中国区对大众实现战略而言举足轻重。大众集团 2016 年三季度财报显示，全球单季度零售销量 245.4 万辆，同比增长 4.4%。其中，亚太区销量为 105.6 万辆，同比增长 18.9%，中国区表现尤为抢眼，销量 93.6 万辆，同比增长 25.0%，占全球销量的 38.1%；北美区销量 23.9 万辆，同比下降 1.2%；欧洲及其他区销量 106.5 万辆，同比下降 1.2%；南美区销量 9.3 万辆，同比下降 34.0%。除亚太地区外，其他地区均受尾气门事件严重影响，销量呈下滑趋势，因此，我们认为，中国区从销量规模和增速来看，都是大众实现“2025”战略的关键。

图 35：大众集团 2016 年三季度销量按地区（单位：千辆）



资料来源：大众集团公告、天风证券研究所

图 36：大众 2016 年三季度销量占比按地区（单位：%）



资料来源：大众集团公告、天风证券研究所

寻求地区性合作，江淮为不二人选。大众在已经拥有两家合资企业（一汽和上汽）的背景下，选择了江淮作为本次合作的对象，原因主要有两个：1）江淮贡献新能源积分，助大众应对双积分政策。2016 年 9 月，国家出台的双积分政策意在鼓励市场发展新能源汽车。从结构上看，此项政策利好自主品牌，自主品牌可以利用新能源积分顶燃油车积分，从而弥补与合资品牌在燃油车技术上存在的较大劣势，应对日益严厉的油耗规定。从目前市场情况来看，自主品牌在新能源汽车方面投放节奏更快，产销量也远超合资品牌，因此，新能源积分的利用成为了自主品牌对抗合资品牌的新武器。大众和江淮的合作明确指出了在新能源积分上的互助原则：在符合法律法规和国家政策的框架下，江淮愿意在有条件的前提下支持大众及其关联公司在中国实现碳排放与燃料消耗限值达标。换句话说，大众从江淮获得的新能源汽车积分可以抵充大众另外两家合资企业的油耗积分；2）江淮本身在新

能源乘用车，尤其是纯电车细分领域，有着先天优势。上文已对江淮自主品牌下的新能源乘用车做过详细剖析。此外，大众在新能源车产能方面存在短板：目前大众新能源车型产能 7.5 万辆，正计划将欧洲三大工厂的产能翻倍至 15 万辆。中国市场方面，大众佛山工厂二期将于 2017 年二季度投产，产能扩至 60 万辆，大众 e-Golf 和奥迪 A3 e-tron 有望国产，同时奥迪 A6L e-tron 将于一汽大众长春工厂生产。未来渗透率提升时，产能会是一大问题，而江淮能提供大量新能源车产能，为大众所看好。

4.2. 江淮大众合作进程有条不紊

正式协议签订时间不变，准备工作有条不紊。公司发布的合作备忘录中指出，双方将会在未来合作备忘录签订的 5 个月之内（2017 年 2 月）完成正式协议。双方在此阶段，都已经开始着手准备合作项目投入事宜：1）在产品方面，江淮汽车和大众汽车计划尽快投入现有已经成熟的平台，以及共同建立具有竞争力的产品组合；2）此次签署备忘录，在经营以及业绩上，本次签署的谅解备忘录，预计不会对公司 2016 年经营业绩和财务状况构成影响；3）此次双方初步达成在新能源汽车领域合作意向，如果双方合资合作能够顺利实施，预期会提升公司技术水平和品牌溢价能力，有利于满足消费者的需求，进一步开拓国内外新能源汽车市场。

未来合作模式有待商榷，深度明显强于“比亚迪戴姆勒”。2011 年，戴姆勒就与比亚迪成立了股比为 50:50 的合资公司—深圳比亚迪戴姆勒新技术有限公司，专注于新能源汽车的技术研发，首款车型腾势也于去年上市。在双方合作的 4 年多时间里，均在车辆外观、内饰用料、总装生产和质量管控等多方面进行了磨合。预计，江淮与大众的本次合作在各个方面会超过“比亚迪戴姆勒”，不仅在技术层面，江淮与大众会在生产、销售、管理等方面都进行某些程度上的合作，双方甚至可能共享新能源产业链上的资源，实现双方在新能源车领域的战略目标。

4.3. 江淮大众未来锁定低端电动车型

一汽上汽原定计划不变，未来主攻混动车型。大众集团指出，本次与江淮的合作不会影响原本在一汽大众和上汽大众的新能源车布局。大众集团目前拥有 3 款纯电动汽车（VW e-Up、VW e-Golf、Audi R8 e-tron）和 7 款插电混车型（VW Golf GTE、Passat GTE、Audi A3 Sportback e-tron、Audi A6L e-tron、Q7 e-tron quattro、Porsche Panamera S E-Hybrid and Cayenne S E-Hybrid）。其中，引入一汽和上汽的车型预计为 Golf GTE、Passat GTE、Audi A3 Sportback e-tron 以及 Audi A6L e-tron。平台主要采用 MLB 和 MQB 平台。

目标锁定低端纯电动车型，平台可能采用 MQB 或重新研发。此次合作的范围为研发、生产、销售低端纯电动车型，而大众目前大部分的中高端车型采用的是 MLB Evo 平台，而低端小型车主要采用 MQB 平台，因此，我们认为，江淮大众可能会在 MQB 平台上发展一些在国内未上市的车型，在此平台上，可以生产 A00、A0、A 以及 B 四个级别的车型。除了 MQB 平台外，江淮大众也可能根据江淮现有的技术加以研发，发布一款全新的低端纯电动平台。

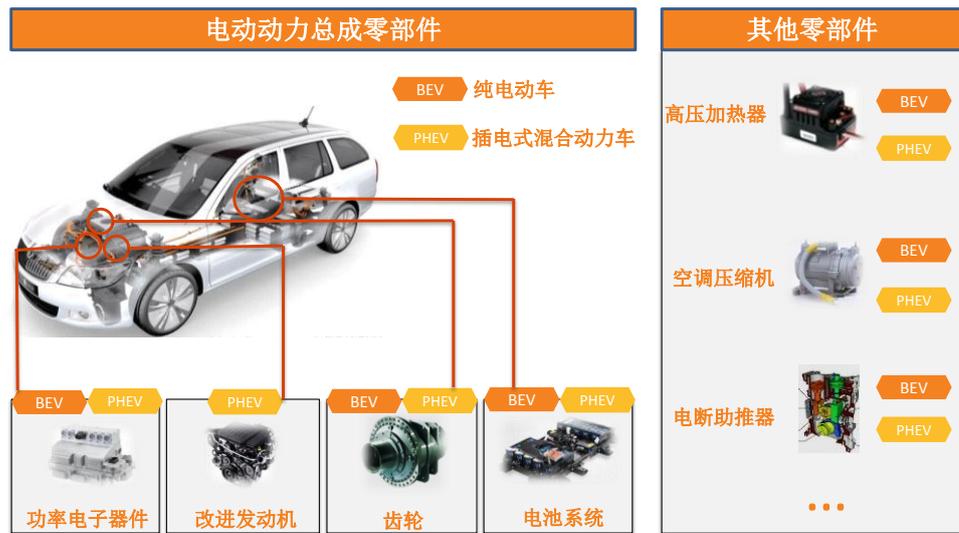
4.4. 管理提升 品牌溢价 零部件国产化为江淮创造新机遇

资源共享利好江淮，提升品牌竞争力。此次合作，江淮获利的方面包括：1）江淮获得大众的资源平台共享，通过合作升级产品开发、售后服务、质量检测、供应链管理系统等重要环节，提升产品竞争力；2）品牌溢价，一汽大众和上汽大众的建立对其自主品牌有相当大程度的品牌溢价，这次江淮也能利用大众在全球汽车市场的地位提高自主品牌的知名

度，促进其自主品牌的销量增长。

新能源车核心零部件国产化成为可能。江淮在新能源领域拥有完善的产业链，核心零部件资源技术实力雄厚，也具备成本优势。大众集团在规划布局“2025 战略”时也明确指出要调整集团内零部件业务，在发展电动车方面同样面临国产化和降成本问题，大众可能会选择发挥各地区的优势，将零部件生产逐步外包或与自主供应商合作，为自主零部件企业提供重大机遇。江淮供应链有望率先进入江淮大众供应体系，进而向上汽大众、一汽大众、上汽通用等其他整车厂供货，逐步培育成为所在细分市场龙头。

图 37：大众电动汽车核心零部件及可能国产化的部分



资料来源：大众集团投资者关系部、天风证券研究所

4.5. 与蔚来汽车“联姻”各取所需

代工模式开启互联网汽车合作，蔚来提供江淮新思路。2016 年 4 月 6 日，公司与上海蔚来汽车有限公司（简称“蔚来汽车”）签署了战略合作框架协议，双方将推进在新能源汽车等方面的合作，并于 2016 年 5 月 18 日签署了正式协议《制造合作框架协议》，确定了江淮为蔚来提供电动车代工等合作项目。从选择上来看，蔚来汽车选择江淮作为唯一的合作伙伴是为了借助江淮在新能源汽车领域的优势申请新能源车制造资质，蔚来互联网模式的成功也会助推江淮成为新能源汽车业内的制造龙头企业。项目初步认定投资规模为 100 亿元，年产销量计划为 5 万辆，并且双方签订的是排他性协议：蔚来的首款电动量产车由江淮汽车独立完成代工，且除第一款外的后续车型，江淮也有优先导入权。

合作内容涉及诸多高新领域。具体合作领域及内容有：1) 深化产业链合作，搭建新能源汽车、智能网联汽车的研产销发展平台，共同研发、制造、推广新能源汽车和智能网联汽车产品；2) 基于互联网、物联网等的技术创新，深化先进制造基地建设，形成高智能化、高自动化、高集成化的制造体系能力；3) 优化整合供应链体系资源，加强电池、电机、电控、汽车电子等核心关键部件技术合作，打造全球一流的供应链能力体系；4) 充分利用互联网的时代特征，从客户核心需求出发，深化产业生态圈建设，构建无缝式、智能化、人文化的客户体验平台；5) 通过产业链的技术合作、资本合作等，面向全球，积极整合研发资源，构建一支国际一流的研发、管理及创新团队。

合作的核心为各取所需。原因包括：1) 蔚来汽车的心理理念是打造优质的用户体验，而它在整车制造以及传统汽车工艺上缺乏经验，江淮的助力为它们提供了资源将平台化的产品转化为商品。互联网公司进军汽车行业最难的不是技术问题，而是缺乏车厂所拥有的几十年的传统造车工艺；2) 对于江淮而言，此次合作不仅仅是未来带来实际的经济效益，更重要的是为了借助蔚来汽车的互联网思维模式完成“智能化”转型。对于江淮而言，独立研发智能网联汽车业务成本太高，此次合作整合了江淮和蔚来的产业链优势，为未来双方在各方面更多元化的合作打下了基础。

图 38：蔚来汽车伦敦发布预告



资料来源：百度图片、天风证券研究所

5. 定增助推新能源 股权激励提供灵活机制

未雨绸缪，45 亿元定增项目 8 成投入新能源相关研发。2016 年 8 月发布公告，向包括中信证券、青岛城投、华夏人寿保险等 9 名发行对象发行的 4.3 亿股，发行价格为每股 10.62 元，合计金额 45.7 亿元。根据公司非公开发行股票的草案显示，募集资金中 20 亿元将用于新能源乘用车及核心零部件建设项目，项目成果设定为每年 10 万辆新能源乘用车、每年 15 万套电池及 15 万套电机电控产能；另外的 20 亿元将用于高端及纯电动轻卡建设项目，项目目标成果设定为每年 10 万辆高端纯电动轻卡共线产能；剩下的 5 亿元将用于高端商用车变速器建设项目，目标成果设定为 47.5 万辆商用车变速器产能。因此，此次公司定向增发的目的为加码新能源汽车发展，80%左右的募集资金想用于新能源相关项目。我们认为，公司向非公开对象发行股份是为了帮助未来在新能源汽车发展上铺平道路，为一个长期项目而言，资金方面准备充分非常重要。此外，目前的定增价格为 12.14 元/股(2016 年 11 月 21 日收盘价 12.96 元)。

表 2：2016 年定向增发项目草案

项目投资名称	投资金额 (万元)	拟使用募集资金金额(万元)	项目目标
新能源乘用车及核心零部件建设项目	237,300	200,000	10 万辆/年新能源乘用车、15 万套/年电池总成及 15 万套点击电控产能
高端及纯电动轻卡建设项目	229,540	200,000	10 万辆/年高端机纯电动轻卡共线产能
高端商用车变速器建设项目	56,523	50,000	47.5 万辆/年商用车变速器产能
合计	523,363	450,000	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

股权激励制度只为挽留核心技术、管理人员，营造突破创新的企业氛围。2016 年 8 月，公司发布公告，拟实施股票期权激励计划。本次计划为公司首次激励，拟向 354 名激励对象授予 1,885.2 万份股票期权，约占公司总股本的 1%，行权价格为 12.42 元。我们认为，公司在此时机制定股权激励计划的初衷在于：1) 公司想在新能源乘用车市场上占据更多市场份额，逐步向龙头地位发展，用激励机制焕发员工工作热情，加快创新研发；2) 公司未来在合资项目上存在很多不确定性，而股权激励的设置，促进员工向业绩考核目标努力奋斗，增加了安全边际。

表 3：激励计划获授的股票期权行权的业绩指标

行权期	考核时间	业绩考核目标
第一个行权期	2018 年底	以 2016 年净利润为基数，2018 年净利润年均增长率不低于 10%，净资产增长率不低于 6%，且上述两个指标都不低于同行业对标企业 75 分位值；主营业务收入占营业收入比重不低于 94%。
第二个行权期	2019 年底	以 2016 年净利润为基数，2019 年净利润年均增长率不低于 10%，净资产增长率不低于 6%，且上述两个指标都不低于同行业对标企业 75 分位值；主营业务收入占营业收入比重不低于 94%。
第三个行权期	2020 年底	以 2016 年净利润为基数，2020 年净利润年均增长率不低于 10%，净资产增长率不低于 6%，且上述两个指标都不低于同行业对标企业 75 分位值；主营业务收入占营业收入比重不低于 94%。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

我们预估江淮各项产品价格，并根据公司产品布局规划对公司未来三年的产品销量进行估算，销量估算细分按照市场以及公司主要车型来划分，同时，在对公司新能源业务未来收入的预测中，我们将政府补贴作为营业外收入分开估算。在预测未来乘用车销量时，我们没有考虑大众和蔚来等项目所带来的经济收益，原因在于这些合作依然存在不稳定性，且正式协议尚未落定，计划、规模、时间节点等细节未公布，收入难以量化。按照我们的测算，江淮汽车未来三年主营业务收入增速分别为 492.4 亿元、554.5 亿元以及 638.9 亿元，毛利分别为 46.1 亿元、50.7 亿元、58.3 亿元。

公司发展前景乐观，乘用车小型市场优势明显、开始开拓主流市场向上弹性大；商用车市场稳健增长；新能源汽车领域有望成为自主电动车龙头，潜力大。我们预计公司 2016-2018 的 EPS 分别为 0.55 元、0.65 元以及 0.84 元，对应的 PE 值为 21 倍、18 倍以及 14 倍。我们给予公司 22 倍 PE，6 个月目标价 14.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险提示

宏观经济下行风险；新能源政策的不确定性；技术研发不及预期；合作的不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	7,986.11	12,456.03	20,119.39	22,882.71	27,911.65
应收账款	603.54	3,459.35	2,511.71	4,275.44	3,542.55
预付账款	581.52	479.47	980.86	697.38	1,130.35
存货	1,324.41	1,828.18	2,121.58	2,361.12	2,815.90
其他	3,697.79	3,659.77	5,863.61	4,487.55	6,607.91
流动资产合计	14,193.37	21,882.80	31,597.14	34,704.19	42,008.36
长期股权投资	965.98	1,170.01	1,420.01	1,670.01	1,920.01
固定资产	7,682.06	10,435.35	11,338.27	13,072.89	13,699.47
在建工程	1,419.32	1,165.05	2,010.29	1,708.75	1,452.43
无形资产	2,055.71	3,235.25	3,843.36	3,905.20	3,648.54
其他	547.73	1,015.34	831.74	581.30	331.30
非流动资产合计	12,670.81	17,021.00	19,443.67	20,938.16	21,051.76
资产总计	26,864.18	38,903.80	51,040.81	55,642.35	63,060.12
短期借款	415.00	767.64	4,000.00	2,000.00	4,000.00
应付账款	7,080.35	10,797.60	10,719.86	14,390.12	14,536.43
其他	9,994.51	13,670.71	14,376.16	17,918.81	17,970.98
流动负债合计	17,489.85	25,235.95	29,096.01	34,308.92	36,507.41
长期借款	860.00	1,762.65	3,571.82	2,000.00	6,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,163.05	1,800.27	2,000.00	2,000.00	2,000.00
非流动负债合计	2,023.05	3,562.92	5,571.82	4,000.00	8,000.00
负债合计	19,512.91	28,798.87	34,667.83	38,308.92	44,507.41
少数股东权益	351.18	1,689.44	1,711.60	1,738.22	1,772.39
股本	1,284.91	1,463.23	1,984.55	1,999.18	1,999.18
资本公积	1,281.77	1,297.72	6,344.14	6,358.14	6,382.14
留存收益	5,716.92	6,877.73	12,676.83	13,596.03	14,781.14
其他	(1,283.50)	(1,223.19)	(6,344.14)	(6,358.14)	(6,382.14)
股东权益合计	7,351.27	10,104.93	16,372.98	17,333.43	18,552.72
负债和股东权益总计	26,864.18	38,903.80	51,040.81	55,642.35	63,060.12

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	539.08	855.47	1,085.47	1,304.41	1,674.48
折旧摊销	1,180.99	1,523.92	843.73	1,005.07	1,086.39
财务费用	(106.23)	(88.22)	161.19	109.61	148.85
投资损失	(97.99)	(113.22)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	60.81	1,862.08	(1,582.07)	6,886.30	(1,990.49)
其它	75.91	(496.79)	65.95	4.91	34.05
经营活动现金流	1,652.56	3,543.25	474.28	9,210.30	853.27
资本支出	2,530.56	4,766.12	3,000.27	2,500.00	1,200.00
长期投资	333.13	204.03	250.00	250.00	250.00
其他	(3,210.68)	(4,910.35)	(6,437.87)	(5,106.58)	(2,549.75)
投资活动现金流	(346.99)	59.80	(3,187.60)	(2,356.58)	(1,099.75)
债权融资	2,095.00	2,793.62	8,169.60	4,560.37	10,473.83
股权融资	9.44	334.53	5,333.51	(80.47)	(124.17)
其他	(2,674.60)	(5,404.03)	(3,126.43)	(8,570.30)	(5,074.24)
筹资活动现金流	(570.16)	(2,275.88)	10,376.68	(4,090.40)	5,275.41
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	735.41	1,327.17	7,663.36	2,763.32	5,028.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	34,195.33	46,415.82	53,739.57	61,084.37	70,361.94
营业成本	29,522.03	41,215.89	48,414.28	55,119.45	63,497.29
营业税金及附加	640.71	845.67	1,035.29	1,144.75	1,318.70
营业费用	1,783.67	2,751.91	3,186.12	3,621.58	4,171.63
管理费用	2,191.93	3,012.92	3,355.92	3,898.40	4,483.91
财务费用	(93.84)	(63.96)	161.19	109.61	148.85
资产减值损失	64.58	277.15	136.15	159.29	190.86
公允价值变动收益	8.66	(8.71)	43.80	(21.71)	(0.13)
投资净收益	97.99	113.22	100.00	100.00	100.00
其他	(198.48)	(194.52)	(287.60)	(156.58)	(199.75)
营业利润	178.07	(1,533.75)	(2,405.58)	(2,890.42)	(3,349.43)
营业外收入	410.52	2,567.83	3,652.68	4,389.74	5,269.30
营业外支出	17.50	27.28	16.41	20.40	21.36
利润总额	571.08	1,006.79	1,230.70	1,478.92	1,898.50
所得税	32.01	151.32	123.07	147.89	189.85
净利润	539.08	855.47	1,107.63	1,331.03	1,708.65
少数股东损益	10.38	(2.12)	22.15	26.62	34.17
归属于母公司净利润	528.70	857.58	1,085.47	1,304.41	1,674.48
每股收益(元)	0.28	0.45	0.55	0.65	0.84

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	1.65%	35.74%	15.78%	13.67%	15.19%
营业利润	-79.14%	-961.33%	56.84%	20.15%	15.88%
归属于母公司净利润	-42.36%	62.21%	26.57%	20.17%	28.37%
获利能力					
毛利率	13.67%	11.20%	9.91%	9.77%	9.76%
净利率	1.55%	1.85%	2.02%	2.14%	2.38%
ROE	7.55%	10.19%	7.40%	8.36%	9.98%
ROIC	4.78%	-157.96%	334.80%	-76.60%	135.69%
偿债能力					
资产负债率	72.64%	74.03%	67.92%	68.85%	70.58%
净负债率	118.30%	93.34%	82.75%	36.80%	58.57%
流动比率	0.81	0.87	1.09	1.01	1.15
速动比率	0.74	0.79	1.01	0.94	1.07
营运能力					
应收账款周转率	57.96	22.85	18.00	18.00	18.00
存货周转率	26.97	29.45	27.21	27.25	27.18
总资产周转率	1.35	1.41	1.19	1.15	1.19
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.45	0.55	0.65	0.84
每股经营现金流	0.87	1.87	0.25	4.86	0.45
每股净资产	3.70	4.44	7.39	7.80	8.39
估值比率					
市盈率	41.97	25.87	21.43	17.96	13.99
市净率	3.17	2.64	1.59	1.50	1.40
EV/EBITDA	7.33	-197.43	-8.47	-3.22	-3.14
EV/EBIT	94.71	-7.79	-5.29	-2.05	-2.07

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com