



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

彭勇*

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001
(8621) 2032 8596
yong.peng@bocichina.com

*楼佳、胡文洲为本报告重要贡献者

东风汽车集团——标致雪铁龙 铁龙及其合资公司 15 年上 半年盈利好于预期

东风汽车集团(0489.HK/港币 8.90, 持有)昨晚公告了标致雪铁龙(UG.FP/欧元 18.86, 未有评级)中期业绩中与东风汽车集团相关的财务数据。

目前东风汽车与标致雪铁龙设立有两家合资公司, 持股比例均为 50:50。其中一家是神龙汽车(DPCA), 由双方共同控制, 因而按双方的共同控制实体入账。这家公司在中国生产东风标志和东风雪铁龙两个品牌车型, 以及风神自主品牌的部分车型。另一家合资公司是东风标致雪铁龙销售公司(DPCS), 成立于去年4季度, 由东风汽车集团控制且并表; 它主要负责在中国境内销售和营销由东风标致雪铁龙汽车公司生产的所有车型。此外, 14年上半年集团以8亿欧元的作价收购了标致雪铁龙14.1%的权益。因此, 标致雪铁龙作为东风汽车集团的联营公司入账(因为集团是标致雪铁龙三家主要股东之一, 因此对标致雪铁龙有重要影响力)。

标致雪铁龙中报分析

根据标致雪铁龙公布的财务业绩, 无论是标致雪铁龙在中国的合资公司还是标致雪铁龙本身上半年盈利表现都好于预期。

在中国的两家合资公司

由于销量同比上升3.4%, 15年上半年神龙汽车公司和销售公司合计总收入同比增长4.4%至350亿人民币, 净利润同比增长47.1%至27.3亿人民币, 好于预期。上半年经营利润率同比上升2.0个百分点至9.1%、净利润上升2.3个百分点至7.8%。我们认为在上半年车市整体环境不理想的情况下, 神龙汽车盈利改善可能有以下几个原因:

- 1) **由于 SUV 比重上升, 产品组合改善。**SUV 的利润率高于同一个平台上生产的轿车。得益于 2013 年后推出的 3 款 SUV 车型 (标志 3008/2008 和雪铁龙 C3-XR), SUV 销量占到 15 年上半年标致雪铁龙中国总销量的 25%, 而 14 年上半年占比为 13%。
- 2) **有效的成本控制。**生产/采购成本以及销售、管理和一般性费用都得到有效控制, 这也是标致雪铁龙总体扭亏快于预期的重要原因。
- 3) **欧元对人民币贬值。**我们认为尽管标致雪铁龙在中国的零部件本地化率高于豪车品牌, 但公司仍有部分零部件从欧洲进口, 故存在欧元净敞口, 因而会受益于自 14 年下半年以来的欧元贬值。

图表 1. 东风标致雪铁龙汽车公司和销售公司的主要财务数据

(人民币, 百万)	2014	14 年上 半年	14 年下 半年	15 年上 半年	同比(%)
销售收入	69,874	33,491	36,383	34,973	4.4
营业利润	5,135	2,373	2,762	3,166	33.4
净财务收入	1,026	237	789	477	101.3
所得税	(1,575)	(754)	(821)	(912)	21.0
净利润	4,586	1,856	2,730	2,731	47.1
当期净利润(欧元, 百万)	568	220	348	393	78.6
汇率(欧元/人民币)	8.07	8.44	7.84	6.95	
利润指标					百分点
经营利润率(%)	7.3	7.1	7.6	9.1	2.0
净利率(%)	6.6	5.5	7.5	7.8	2.3

资料来源: 标致雪铁龙业绩, 中银国际研究

标致雪铁龙集团

标致雪铁龙集团 15 年上半年归属净利润为 5.71 亿欧元, 而 14 年上半年归属净亏损 1.14 亿欧元。考虑到欧元兑人民币汇率, 我们预计 15 年上半年东风汽车来自标致雪铁龙的应占利润为 5 亿-6 亿人民币, 而 14 年上半年约为 -1.35 亿人民币。但必须注意的是, 14 年 2 季度东风汽车从标致雪铁龙集团 14.1% 的投资中录得 22.9 亿人民币的一次性税前收益, 导致 14 年 2 季度的盈利基数非常高。

东风汽车 15 年上半年销量回顾和业绩展望

15 年上半年, 东风汽车总销量同比下降 4.9%, 主要是受商用车销量同比下滑 21.5% 的拖累, 而乘用车销量同比小幅下降 1.6%。商用车板块中, 重卡销量同比下降 22.4%, 但降幅好于行业下滑 31.3% 的行业平均水平。在乘用车板块, 尽管总销量增长落后于 4.8% 的同业平均增速, 但产品组合有所改善, 因为 SUV 销量同比大增 76.9%, 主要是得益于 14 年下半年以来积极推出的新 SUV 车型, 包括本田 XR-V、标致雪铁龙 C3-XR、启辰 T7、英菲尼迪 QX50、风神 AX7、柳汽景逸 X3/X5 等。公司主要乘用车生产商 15 年上半年的表现参差不齐: 其中柳州汽车和东风乘用车(风神品牌)销量同比分别增长 10.2% 和 21.4%, 但东风日产和东风本田的销量同比分别下降 9.9% 和 2.2%。

尽管标致雪铁龙及相关合资公司的盈利表现好于我们的预期, 但它们对集团整体的贡献较为有限(2014 年盈利占比不到 20%)。我们公司超过 60% 的盈利来自两家日系合资公司(日产和本田), 尤其是东风有限(以日产品牌为主), 该合资公司 2014 年贡献盈利占比接近 50%。考虑到 15 年上半年两家日系合资公司销量下滑以及降价带来的利润率下行压力, 我们预测上半年两者合计贡献盈利的下滑幅度可能会大于销量降幅。综合上述因素以及去年 2 季度的高基数, 我们预测集团 15 年上半年净利润同比下降 27%-32% 约至 58 亿-62 亿人民币。

图表 2. 东风汽车集团分车型销量

(辆)	15年6月	同比(%)	环比(%)	15年1-6月	15年1-6月同比(%)
轿车	102,978	(22.0)	(8.0)	626,038	(18.3)
MPV	13,773	(49.0)	(15.7)	125,188	(30.7)
SUV	74,236	63.0	(4.7)	408,927	76.9
跨型PV	63	(30.0)	(43.8)	1,135	(45.0)
PV 合计	191,050	(6.6)	(7.4)	1,161,288	(1.6)
客车	3,637	(12.2)	4.3	19,534	(4.6)
重卡	11,433	(15.8)	(3.2)	66,629	(22.4)
中型卡车	3,850	(16.7)	(14.9)	26,703	(22.8)
轻卡	10,295	(27.9)	(14.2)	65,622	(24.4)
微客	0	(100.0)	NA	597	12.2
CV 合计	29,215	(20.4)	(8.2)	179,085	(21.5)
总计	220,265	(8.7)	(7.5)	1,340,373	(4.9)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 东风汽车集团主要合资公司和附属公司销量

(辆)		2014	2014 年上半年	2014 年下半年	2015 年上半年	15 年上半年/14 年上半年同比(%)
东风有限	乘用车	954,151	476,803	477,348	429,611	(9.9)
	东风日产	51,732	29,939	21,793	17,825	(40.5)
	东风汽车				11,475	
	东风英菲尼迪					
	合计	1,005,883	506,742	499,141	458,911	(9.4)
	商用车	187,377	99,382	87,995	76,706	(22.8)
	合计	1,193,260	606,124	587,136	535,617	(11.6)
东风商用车		130,632	85,368	45,264	64,869	(24.0)
东风柳州汽车	乘用车	240,899	118,398	122,501	130,500	10.2
	商用车	39,129	17,830	21,299	16,749	(6.1)
	合计	280,028	136,228	143,800	147,249	8.1
神龙公司 (DPCA)		704,016	343,170	360,846	354,767	3.4
东风本田		308,215	171,859	136,356	168,105	(2.2)
东风乘用车(自有品牌)		80,107	40,377	39,730	49,005	21.4

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

盈利预测

目前, 我们维持 2015-16 年每股盈利预测 1.29 和 1.41 人民币。当前股价相当于 5.5 倍 2015 年预期市盈率, 低于 7 倍市盈率的历史平均水平, 主要是由于自 15 年 2 季度以来汽车行业景气度下行 (下行程度目前仍存在不确定性), 同时近期港股市场波动性加大。我们认为东风汽车集团和汽车行业整体估值修复主要还取决于行业整体需求回暖, 而这可能仍需要一段时间观察。因此, 我们暂时维持对该股的**持有**评级。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371