

众泰汽车 (000980)

拟与福特合资纯电动车企 有望推动产品力品牌力双升

事件:

公司公告与福特签署合资合作备忘录,拟新建中外合资自主品牌纯电动乘用车生产企业,双方将各持 50% 股份。

点评:

双积分驱动福特与众泰携手合资。双积分政策驱动下,传统主流车企纷纷加速布局国内新能源汽车,此前已有大众与江淮合资、长城投资御捷。本次福特和众泰拟新设合资企业研发、生产采用自主品牌的纯电动汽车,并布局移动出行,是双积分压力下的择优。目前双方主要达成了初步合作意向,合资公司投资规模、商业模型等细节将在未来确定。

对福特而言,可缓解双积分压力及加速布局新能源。目前福特在华的两家合资车企油耗积分压力和新能源积分都较大。福特虽然在美国本土已有 2 款主力 PHEV (Fusion Energi 16 年销 1.6 万辆, C-Max Energi 0.8 万辆) 和 1 款 BEV (Focus Electric 16 年销 739 辆), 但引入中国改造成合适的产品仍需时间, 在 BEV 方面的积累相对较少。通过众泰福特合资纯电动车企, 将有利于福特减轻油耗积分乃至新能源积分的压力。到 2020 年, 福特计划其产品中新能源渗透率达到 10%-25%; 到 2025 年, 福特 70% 在华销售车型都将提供电动版本, 未来全系福特新能源车都会引入中国市场。

对众泰而言,可提升新能源及整车工艺技术水平。众泰新能源在国内起步早, 主打纯电小车, 2016 年销量达到 3.7 万辆, 市占率 11%。今年主力车型为云 100S、E200、E30 等, 1-7 月累计销量为 1.7 万辆/YOY+56%, 其中云 100S 累计销量为 0.5 万辆/YOY+33%, E200 累计销量为 0.5 万辆/YOY+70%, 芝麻 E30 销量为 0.3 万辆, 此外公司还在持续增加对纯电技术的投入。与福特的合作将为众泰撬动福特在新能源汽车及整车工艺方面的先进技术。

传统车市场定位准,新能源车积累深厚,与福特合资有利于众泰产品力与品牌力双升。公司产品主攻四五线区域, 辅以主打外形、配置、渠道, 以及狼性风格快速迭代的策略。未来公司将建立整车性能与零部件关联矩阵, 最终实现正向整车开发。此外公司是新能源汽车领域较早的进入者, 2005 年即开始开发, 11 年间积累了完整的电动车开发与销售经验。此次公司与福特合资设立纯电动车企, 继续向新能源领域加大投资力度, 不仅推动公司产品力提升, 还将以合资形式推动公司品牌力的提升, 叠加公司持续推进正向开发和新能源研发, 公司有望更好地实现长久发展。

投资建议: 预计公司 2017/2018 年 EPS 分别为 0.76/1.04 元, 分别增长 1495%/38%, 对应当前 PE 15X/11X, 维持“买入”评级。

潜在持股情况披露: 根据公司 2017 年 6 月 1 日披露的公告, 公司此前增发完成后, 天风证券股份有限公司直投子公司下设机构天风智信将持有金马股份 118,355,151 股, 占公司总股本 6.47%。

风险提示: 主力/新车型销量低于预期、新能源项目进展低于预期、公司增强研发实力的计划发生变化、朝正向开发转变的进度较慢。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,625.87	1,693.50	26,050.71	41,628.16	51,960.27
增长率(%)	46.29	4.16	1438.28	59.80	24.82
EBITDA(百万元)	187.56	188.82	1,871.44	2,672.71	3,363.12
净利润(百万元)	60.33	86.78	1,384.63	1,904.96	2,473.88
增长率(%)	43.75	43.85	1,495.48	37.58	29.87
EPS(元/股)	0.03	0.05	0.76	1.04	1.35
市盈率(P/E)	352.48	245.03	15.36	11.16	8.60
市净率(P/B)	10.23	9.87	1.43	1.30	1.16
市销率(P/S)	13.08	12.56	0.82	0.51	0.41
EV/EBITDA	13.70	38.31	6.43	2.91	3.60

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	11.62 元
目标价格	15.6 元
上次目标价	15.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,830.05
流通 A 股股本(百万股)	528.14
A 股总市值(百万元)	21,265.16
流通 A 股市值(百万元)	6,136.99
每股净资产(元)	7.63
资产负债率(%)	53.60
一年内最高/最低(元)	18.19/9.58

作者

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

张程航 联系人
zhangchenghang@tfzq.com

周沐 联系人
zhoumu@tfzq.com

娄周鑫 联系人
louzhouxin@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《众泰汽车-公司点评:上半年转身众泰汽车 未来将持续加码研发》 2017-08-22
- 《公司点评:金马股份(000980)一季度并表飞众 众泰近期已过户》 2017-04-26
- 《公司点评:金马股份(000980)拟更名“众泰汽车” A 股整车将正式再添稀缺标的》 2017-04-09



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,024.80	761.78	8,580.68	12,792.50	8,324.92
应收账款	590.84	942.36	1,517.99	2,644.83	3,994.54
预付账款	48.85	42.97	1,495.21	1,344.72	2,916.02
存货	611.40	1,039.74	2,509.92	378.66	5,302.33
其他	462.72	344.64	8,491.69	9,290.00	11,792.71
流动资产合计	2,738.61	3,131.48	22,595.49	26,450.70	32,330.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	449.73	597.96	869.95	1,887.41	2,434.24
在建工程	35.47	44.42	34.44	23.44	49.38
无形资产	100.37	177.13	173.58	189.64	205.30
其他	84.55	162.15	830.65	1,176.56	1,355.81
非流动资产合计	670.12	981.66	1,908.63	3,277.06	4,044.73
资产总计	3,408.73	4,113.14	24,504.12	29,727.77	36,375.26
短期借款	394.60	500.60	0.00	0.00	0.00
应付账款	300.90	639.59	4,448.25	4,828.87	9,373.61
其他	598.51	756.64	3,981.13	6,877.34	6,977.86
流动负债合计	1,294.01	1,896.83	8,429.38	11,706.21	16,351.47
长期借款	1.07	0.53	17.29	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
其他	26.60	52.14	1,100.00	1,200.00	1,200.00
非流动负债合计	27.66	52.67	1,217.29	1,600.00	1,600.00
负债合计	1,321.67	1,949.50	9,646.67	13,306.21	17,951.47
少数股东权益	8.62	8.99	14.89	39.98	70.03
股本	528.14	528.14	1,830.05	1,830.05	1,830.05
资本公积	1,267.00	1,267.00	11,565.09	11,565.09	11,565.09
留存收益	1,550.29	1,626.52	13,012.51	14,551.53	16,523.71
其他	(1,267.00)	(1,267.00)	(11,565.09)	(11,565.09)	(11,565.09)
股东权益合计	2,087.05	2,163.64	14,857.45	16,421.56	18,423.79
负债和股东权益总	3,408.73	4,113.14	24,504.12	29,727.77	36,375.26

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	60.55	87.15	1,384.63	1,904.96	2,473.88
折旧摊销	91.59	77.79	41.53	97.48	131.58
财务费用	7.88	4.33	167.57	264.57	232.25
投资损失	(6.32)	0.00	(60.00)	(70.00)	(80.00)
营运资金变动	(47.80)	(242.38)	(4,244.06)	3,385.52	(5,881.39)
其它	39.03	67.77	5.90	25.09	30.05
经营活动现金流	144.93	(5.35)	(2,704.43)	5,607.62	(3,093.62)
资本支出	26.75	311.10	(747.86)	1,020.00	720.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(112.30)	(461.46)	507.86	(2,070.00)	(1,360.00)
投资活动现金流	(85.55)	(150.36)	(240.00)	(1,050.00)	(640.00)
债权融资	396.20	501.67	129.29	414.00	414.00
股权融资	(23.00)	(13.00)	11,432.43	(264.57)	(232.25)
其他	(230.89)	(566.24)	(798.39)	(495.23)	(915.70)
筹资活动现金流	142.31	(77.58)	10,763.33	(345.80)	(733.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	201.69	(233.28)	7,818.90	4,211.82	(4,467.58)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,625.87	1,693.50	26,050.71	41,628.16	51,960.27
营业成本	1,297.19	1,296.85	21,297.92	34,079.20	42,607.42
营业税金及附加	9.43	11.96	703.37	1,165.59	1,454.89
营业费用	37.16	49.89	1,018.58	1,677.61	2,078.41
管理费用	132.01	169.49	1,200.94	2,135.52	2,598.01
财务费用	22.47	13.00	167.57	264.57	232.25
资产减值损失	59.99	52.32	60.00	65.00	70.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.32	0.00	60.00	70.00	80.00
其他	(12.65)	(0.00)	(120.00)	(140.00)	(160.00)
营业利润	73.93	100.00	1,662.34	2,310.67	2,999.29
营业外收入	3.45	6.70	15.00	17.00	20.00
营业外支出	3.16	1.97	2.00	2.30	2.50
利润总额	74.22	104.73	1,675.34	2,325.37	3,016.79
所得税	13.67	17.58	284.81	395.31	512.85
净利润	60.55	87.15	1,390.53	1,930.05	2,503.93
少数股东损益	0.22	0.37	5.90	25.09	30.05
归属于母公司净利润	60.33	86.78	1,384.63	1,904.96	2,473.88
每股收益（元）	0.03	0.05	0.76	1.04	1.35

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	46.29%	4.16%	1438.28%	59.80%	24.82%
营业利润	125.00%	35.26%	1562.42%	39.00%	29.80%
归属于母公司净利润	43.75%	43.85%	1495.48%	37.58%	29.87%
获利能力					
毛利率	20.22%	23.42%	18.24%	18.13%	18.00%
净利率	3.71%	5.12%	5.32%	4.58%	4.76%
ROE	2.90%	4.03%	9.33%	11.63%	13.48%
ROIC	5.28%	6.84%	85.89%	38.15%	92.70%
偿债能力					
资产负债率	38.77%	47.40%	39.37%	44.76%	49.35%
净负债率	-9.05%	-4.59%	4.62%	5.70%	0.54%
流动比率	2.12	1.65	2.68	2.26	1.98
速动比率	1.64	1.10	2.38	2.23	1.65
营运能力					
应收账款周转率	2.87	2.21	21.18	20.00	15.65
存货周转率	2.59	2.05	14.68	28.82	18.29
总资产周转率	0.51	0.45	1.82	1.54	1.57
每股指标（元）					
每股收益	0.03	0.05	0.76	1.04	1.35
每股经营现金流	0.08	0.00	-1.48	3.06	-1.69
每股净资产	1.14	1.18	8.11	8.95	10.03
估值比率					
市盈率	352.48	245.03	15.36	11.16	8.60
市净率	10.23	9.87	1.43	1.30	1.16
EV/EBITDA	13.70	38.31	6.43	2.91	3.60
EV/EBIT	26.66	64.03	6.57	3.02	3.74

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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com