

# 东风汽车(600006)

## 电动物流车机遇来临，行业龙头即将起飞 买入(首次)

2017 年 09 月 12 日

证券分析师 高登

执业证书编号 S0600516070003

010-66573557

gaod@dwzq.com.cn

研究助理 陈斯竹

chenszh@dwzq.com.cn

### 投资要点:

■ **公司是东风集团旗下的轻型商用车平台:** 1) 公司主营东风集团的轻型商用车业务, 包括设计、制造和销售东风系列轻型商用车、东风康明斯发动机及相关零部件产品。2) 受子公司郑州日产亏损拖累, 2017H1 公司实现营业收入 81.5 亿元, 同比增长 18.3%; 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比下滑 39.4%。其中, 合营公司东风康明斯和子公司襄阳旅行车 2017H1 分别贡献净利润 2.5 亿和 0.2 亿; 郑州日产亏损加大, 2017H1 带来 1.5 亿元亏损。

■ **电动物流车市场空间超过 200 万辆/年, 政策催化下迎来快速增长。** 1) 中央和地方纷纷出台针对电动物流车的补贴政策和牌照“特权”, 行业发展获得实质性利好。自 2016 年底首次进入推广目录, 今年以来电动物流车累计已有 626 款车型入围, 行业供给加速。2) 由于城市内物流车行程短, 线路固定, 物流车电动化水到渠成。考虑到购车补贴和使用成本, 电动物流车全生命周期成本较普通物流车更低, 更具有经济性。3) 据我们测算, 城市内电动物流车市场规模将超过 200 万辆/年, 预计电动物流车未来 5 年渗透率将达到 25%, 销量有望超过 50 万辆。2017 年 7 月, 全行业生产电动物流车 10,813 辆, 同比增长 1536%, 行业进入快速发展阶段。

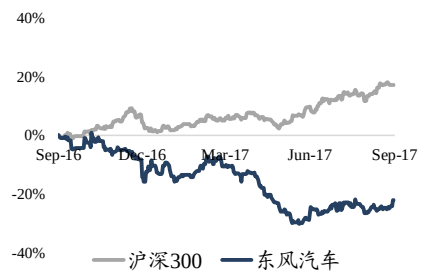
■ **产品布局完善+技术突出+客户基础良好, 公司是当之无愧的电动物流车王者:** 公司在新能源专用车方面居于领先地位, 2017 年 1-7 月市占率第一, 主要由于: 1) 公司在新能源汽车领域布局早, 目前已形成了 2000 台客车、6000 台厢货、1.2 万台轻客和 4000 台轻卡的新能源产能。公司多款物流车连续进入推广目录, 实力雄厚。2) 通过对比同类产品, 东风新能源物流车在储电量、最高车速和续航里程都更有优势, 更能满足物流行业多个细分市场的配送里程需求。3) 凭借在传统轻客、轻卡业务领先的市场份额, 公司发展电动物流车事业有良好的客户基础。

■ **传统业务回暖, 郑州日产进入剥离进程:** 1) 公司传统主业经营向好, 随着宏观经济形势好转、城市物流的持续快速发展, 预计 2017 年轻卡业务将保持增长。2) 受益于超限超载治理和工程车复苏, 重卡行业持续超预期, 东风康明斯利润也将随之保持快速增长。3) 郑州日产持续亏损, 2016 年净利润为-3.6 亿元, 2017H1 净利润-2.9 亿, 严重拖累公司业绩。郑州日产已进入剥离进程: 公司拟转让郑州日产 51% 股权, 6 月 12 日协议通过董事会, 6 月 28 日通过股东大会, 完成剥离后将减少拖累。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.27/0.42/0.48 元(2016 年为 0.11 元)。当前股价 6.35 元, 分别对应 2017/18/19 年 24/15/13 倍 PE。电动物流车在国家政策支持下大有可为, 随着行业快速增长期的到来, 公司作为行业龙头将直接受益。对比行业平均估值水平, 我们认为公司合理估值为 2018 年 20 倍 PE, 首次给予“买入”评级, 对应目标价 8 元。

■ **风险提示:** 1) 宏观经济下行; 2) 新能源事业不达预期; 3) 郑州日产剥离进度低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 收盘价(元)            | 6.35      |
| 一年最低/最高价          | 5.43/8.25 |
| 市净率(倍)            | 1.95      |
| 流通 A 股市值<br>(百万元) | 12,700    |

### 基础数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 每股净资产(元)    | 3.25  |
| 资产负债率(%)    | 65.54 |
| 总股本(百万股)    | 2,000 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,000 |

## 目录

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>1.东风集团轻型商用车平台</b>         | <b>4</b>  |
| <b>2.电动物流车市场空间广阔，迎来快速增长期</b> | <b>5</b>  |
| 2.1 补贴落地，推广目录加速供给            | 5         |
| 2.2 电动物流车更具经济性，终端需求旺盛        | 7         |
| 2.3 潜在市场空间超过 200 万辆，销量有望快速增长 | 9         |
| <b>3.产品+技术+客户优势铸造电动物流车龙头</b> | <b>10</b> |
| 3.1 先发布局，产品线丰富               | 11        |
| 3.2 在同类产品中具有技术优势             | 12        |
| 3.3 传统业务市场份额领先，奠定客户基础        | 13        |
| <b>4.传统业务回暖，郑州日产剥离将提升业绩</b>  | <b>13</b> |
| <b>5.盈利预测与投资建议</b>           | <b>14</b> |
| <b>6.风险提示</b>                | <b>16</b> |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司主要参股公司 .....                       | 4  |
| 图表 2: 公司收入结构 (分产品) .....                   | 4  |
| 图表 3: 公司新能源收入及占比 .....                     | 4  |
| 图表 4: 公司利润结构 .....                         | 5  |
| 图表 5: 公司营业收入及增速 (亿元, %) .....              | 5  |
| 图表 6: 公司净利润及增速 (亿元, %) .....               | 5  |
| 图表 7: 相关国家政策梳理 .....                       | 6  |
| 图表 8: 2017 电动物流车补贴政策 .....                 | 7  |
| 图表 9: 2017 年 1-8 批推广目录物流车入选车型 (款) .....    | 7  |
| 图表 10: 城市内物流车日行使里程 .....                   | 8  |
| 图表 11: 适合城市内物流的车型 .....                    | 8  |
| 图表 12: 市场主流物流车与传统燃油车全生命周期成本比较 .....        | 9  |
| 图表 13: 快递行业收入 (亿元, %) .....                | 9  |
| 图表 14: 快递业务量 (亿件, %) .....                 | 9  |
| 图表 15: 电动物流车潜在市场空间 .....                   | 10 |
| 图表 16: 电动物流车销量预测 .....                     | 10 |
| 图表 17: 2017 年 1-7 月电动专用车产量市场占有率 .....      | 11 |
| 图表 18: 公司新能源在售产品 .....                     | 11 |
| 图表 19: 第八批推广目录新能源物流车数量 .....               | 12 |
| 图表 20: 东风汽车进入 2017 年第八批推荐目录的纯电动物流车车型 ..... | 12 |
| 图表 21: 同类电动物流车参数比较 .....                   | 13 |
| 图表 22: 主要产品市场占有率 (%) .....                 | 13 |
| 图表 23: 公司本部轻卡销量及增速 (万辆, %) .....           | 14 |
| 图表 24: 公司发动机销量及增速 (万台, %) .....            | 14 |
| 图表 25: 东风康明斯净利润及增速 .....                   | 14 |
| 图表 26: 重卡月度销量 (辆) .....                    | 14 |
| 图表 27: 盈利分拆表 .....                         | 15 |
| 图表 28: 可比公司估值 .....                        | 16 |
| 图表 29: 盈利预测表 .....                         | 16 |

## 1. 东风集团轻型商用车平台

公司是东风集团旗下的轻型商用车平台，拥有东风康明斯、东风襄旅、郑州日产等重要参控股公司。公司第一大股东是东风汽车有限公司，是隶属于东风集团与日产的合资公司，直接持有本公司股份 60.1%。截至目前，东风汽车拥有襄樊、武汉、常州、郑州、十堰等多个基地，拥有襄阳分公司、郑州日产、东风康明斯、东风襄阳旅行车、东风轻型发动机等 20 余家分子公司。其中，重要的参控股公司包括合营企业东风康明斯（50%）、子公司郑州日产（51%）和子公司东风襄阳旅行车公司（90%）。

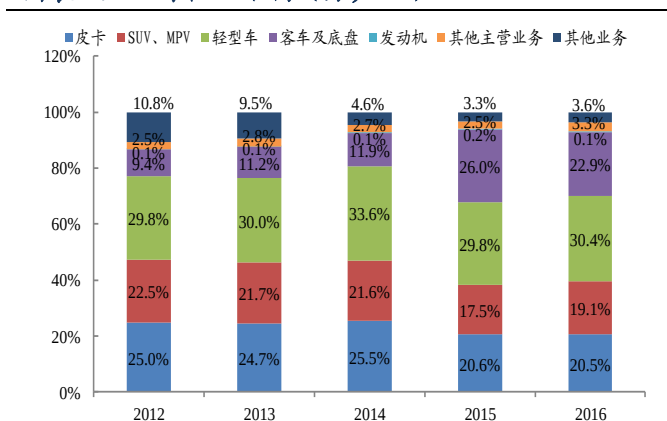
图表 1：公司主要参股公司

| 序号 | 被参控股公司       | 持股比例   | 业务性质                 | 主要产品或服务                        |
|----|--------------|--------|----------------------|--------------------------------|
| 1  | 东风康明斯发动机有限公司 | 50.00% | 柴油发动机制造和销售，汽车零部件再制造。 | 康明斯 B/C/L 系列发动机及零部件            |
| 2  | 郑州日产汽车有限公司   | 51.00% | 整车制造及销售              | 日产皮卡，EQ1060 轻型载货汽车，SUV/MPV 等车型 |
| 3  | 东风襄阳旅行车有限公司  | 90.00% | 客车和底盘制造              | 各类东风客车及底盘                      |
| 4  | 上海嘉华投资有限公司   | 97.00% | 投资/财务经营/金融咨询         | 公司收购兼并，投资理财和资产管理，企业财务顾问        |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

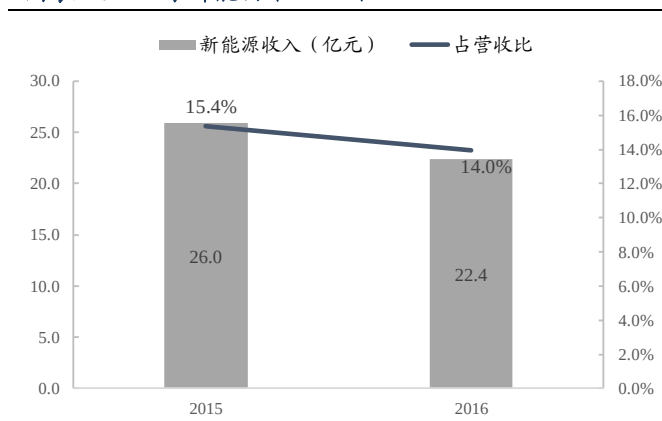
公司主营东风集团的轻型商用车业务，包括设计、制造和销售东风系列轻型商用车、东风康明斯发动机及相关零部件产品。公司产品覆盖了 1 吨级到 7 吨级轻卡全系车型，以及皮卡、工程车、客车及客车底盘、MPV、SUV 等全系列轻型商用车产品。轻型车在公司收入占比最高，客车及底盘占比不断上升。2015 年新能源产品收入 26.0 亿元，占营收比 15.4%；2016 年收入 22.4 亿元，占比 14.0%。

图表 2：公司收入结构（分产品）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

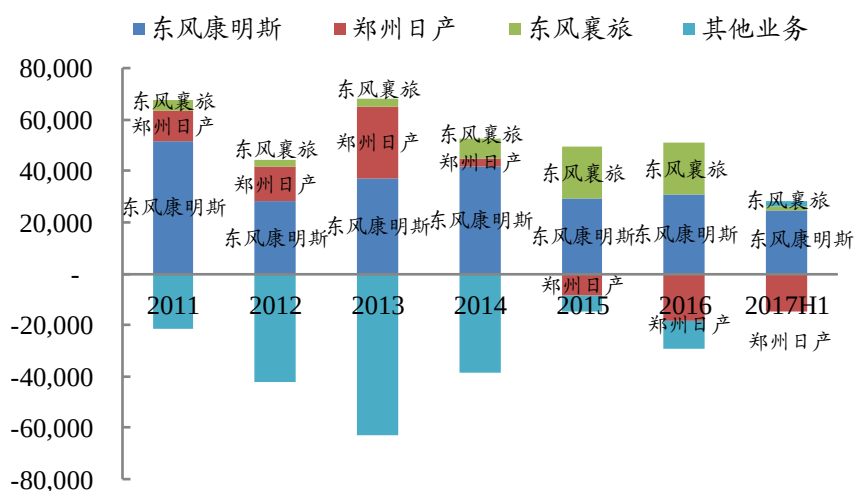
图表 3：公司新能源收入及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主要利润来自东风康明斯和襄阳旅行车。自 2008 年以来，东风康明斯成为公司的最主要利润来源。2016 年东风康明斯和襄阳旅行车分别贡献净利润 3.1 亿和 2.0 亿，2017 上半年两者分别贡献 2.5 亿元和 0.2 亿元。

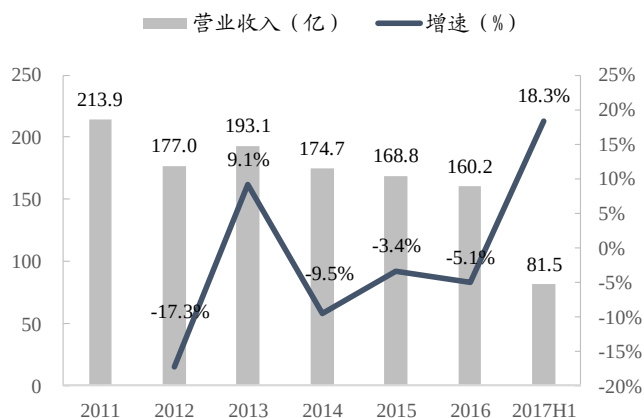
图表 4: 公司利润结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

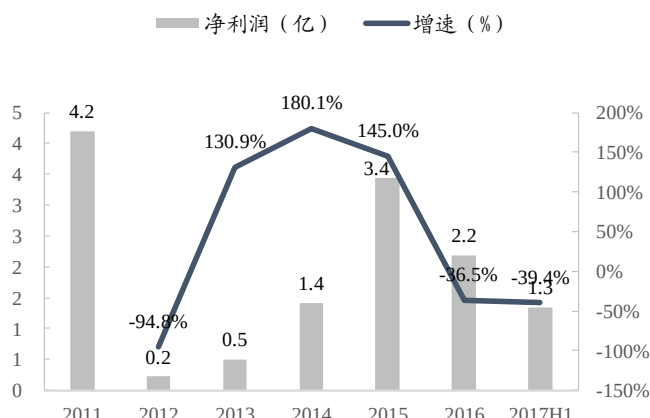
剔除郑州日产亏损加大因素，公司盈利保持上行。2017 年上半年公司实现营业收入 81.5 亿元，同比增长 18.3%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比下滑 39.4%。业绩下滑主要原因是郑州日产亏损扩大，2016 年公司净利润带来 1.8 亿元亏损，2017 上半年带来 1.5 亿元亏损，幅度进一步加大。剔除郑州日产因素后，公司净利润仍保持增长。

图表 5: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6: 公司净利润及增速 (亿元, %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 电动物流车市场空间广阔，迎来快速增长期

### 2.1 补贴落地，推广目录加速供给

中央与地方政府共同发力，电动物流车获大力支持。2015 年，交通运输部首次规定

新能源汽车在城市物流配送车比例不低于 30%，四部委联合发文要求新能源物流车补贴标准高于其他新能源车。同时，地方政府也纷纷出台相关政策响应。深圳市对纯电动货车和专用车，按照中央单车购置补贴标准的 50% 给予补贴。上海市给予纯电动物流车特殊路权，持有上海市通行证的纯电动货车不受普通货车禁行时间及区域约束。

图表 7：相关国家政策梳理

| 时间        | 发布机构                 | 文件名                                | 主要内容                                                                                                                                          |
|-----------|----------------------|------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015/3/18 | 交通运输部                | 《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》      | 公交都市创建城市新增或更新城市公交车、出租汽车城市物流配送车辆中，新能源汽车比例不低于 30%；京津冀地区新增或更新城市公交车、出租车和城市物流配送车辆中，新能源比例不低于 35%。到 2020 年，新能源城市公交车达到 20 万辆，新能源出租车和城市配送物流车共达到 10 万辆。 |
| 2015/4/22 | 四部委（财政部、科技部、工信部、发改委） | 《关于 2016~2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》 | 2016 年补助标准：纯电动物流车按电池容量每千瓦时补助 1800 元（与其他类型的新能源车相比较高）。                                                                                          |
| 2015/5/7  | 三部委（财政部、税务总局、工信部）    | 《关于节约能源使用新能源车船车船税优惠政策的通知》          | 对小排量的（1.6 升及其以下）的燃油汽油、柴油的乘用车减半征收车船税；纯电动商用车免征车船税。纯电动乘用车不征车船税。                                                                                  |
| 2015/10/9 | 发改委                  | 《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》            | 优先建设公交、出租车环卫与物流等公共服务领域充电基础设施，新增超过 3850 座公交车充换电站、2500 座出租车充换电站、2450 座环卫物流等专用车充电站。                                                              |
| 2016/2/24 | 国务院                  | 《国务院五大举措加速新能源汽车发展》                 | 扩大城市公交、出租车、环卫、物流等公共服务领域新能源汽车应用比例。政府采购中新能源车辆占比要提高到 50% 以上。                                                                                     |
| 2016/4/18 | 工信部                  | 《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》第七批             | 从《目录》的第七批和第八批可以看出，免购置税车辆中，电动厢式运输车显著增多。                                                                                                        |

数据来源：东吴证券研究所整理

**补贴政策落地，实质利好电动物流车发展。**货车和专用车按动力电池总储电量为依据，采取分段超额累退方式给予补贴（30kWh 以下：1500 元/kWh，30~50（含）kWh：1200 元/kWh，50kWh 以上部分：1000 元/kWh），中央单车补贴上限为 15 万元。按电池成本降低 20% 计算，国家补贴能够大致覆盖电池成本，利润空间相对较大。根据盖世汽车统计，今年累计已有超 20 万公开订单。随着整车厂、租赁公司、物流公司积极参与，预计电动物流车有望成为新的增长点。

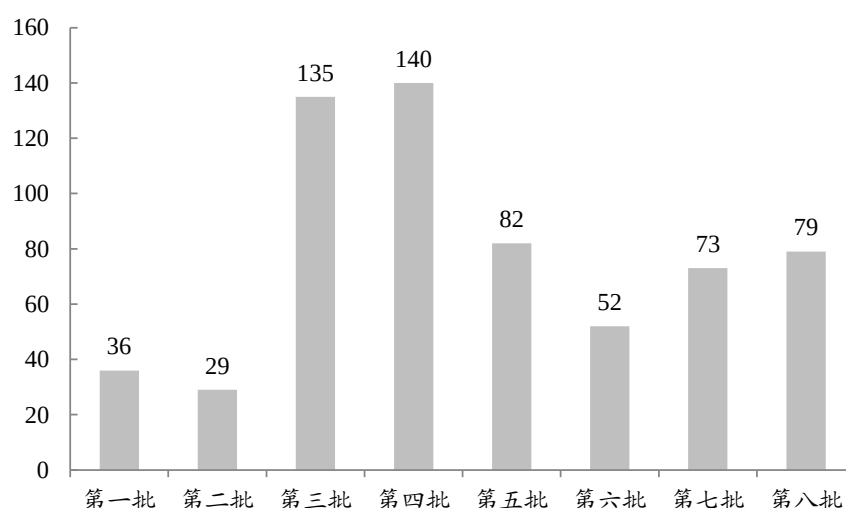
图表 8：2017 电动物流车补贴政策

| 储电量 (kWh) | 单位电量补贴标准 (元/kWh)                                                                                                  | 单车补贴上限 (万元) |
|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| 0-30 (含)  | 1500                                                                                                              | 15          |
| 30-50 (含) | 1200                                                                                                              | 15          |
| >50       | 1000                                                                                                              | 15          |
| 技术要求      | 1. 电池系统能量密度不低于 80Wh/kg。<br>2. 纯电动货车、运输类专用车单位载质量能量消耗量 $E_{kg}$ 不高于 0.5Wh/km.kg, 其他类纯电动专用车吨百公里电耗 (按试验质量) 不超过 13kWh。 |             |
| 补贴计算方式    | 以动力电池总储电量为依据, 采取分段超额累退方式给予补助。                                                                                     |             |

数据来源：工信部，东吴证券研究所

**进入推广目录数量车型不断增加，市场供给加速。**2016 年底，专用车首次出现在推广目录中。2017 年最新一批推广目录中有 273 款车型入围，乘用车 30 款，客车 136 款，纯电动专用车 107 款，其中电动物流车 79 款，占总车型比为 29%。今年以来，工信部已累计发布 8 批推广目录，共包括 188 户企业的 2538 个车型，共有 626 款物流车入围，新增数量十分可观。

图表 9：2017 年 1-8 批推广目录物流车入选车型 (款)

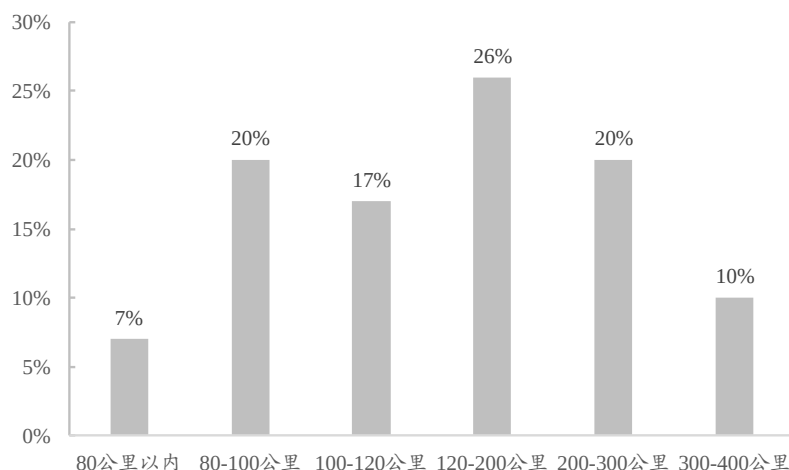


数据来源：工信部，东吴证券研究所

## 2.2 电动物流车更具经济性，终端需求旺盛

**城市内物流车行程短，线路固定，适合电动化。**物流车车型主要包括微卡、轻卡、微客、轻客、MPV。由于 70% 的城市内物流日行驶里程小于 200 公里，且物流行驶路线固定，物流车电动化水到渠成。

图表 10: 城市内物流车日行使里程



数据来源:《货运车辆》, 东吴证券研究所

图表 11: 适合城市内物流的车型

| 物流类型  | 主要车型            | 用车特征                               |
|-------|-----------------|------------------------------------|
| 城际干线  | 重卡、中卡           | 长距离运输, 对车辆动力、载重能力要求高               |
| 城内支线  | 微卡、轻卡、轻客        | 适用于配送中心、商家及网点间的运输, 对汽车动力、载重能力要求比较低 |
| 城内派送线 | 微卡、轻客、A 级以下 MPV | 适用于网点到用户、商家之间的运输, 对汽车动力、载重能力要求比较低  |
|       | 三轮及以下           | 形式灵活、价格便宜                          |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**电动物流车全生命周期成本相比普通物流车更低。**电动物流车虽然在购买之初价格较普通燃油车贵, 但考虑到各项补贴和使用成本, 选取几款主要车型进行测算后, 我们发现电动物流车的全生命周期成本较普通物流车更低, 东风 EQ5023 (纯电动) 较福田 (燃油) 便宜 43%, 东风 EQ5045 (纯电动) 较金杯 (燃油) 便宜 27%, 更具有经济性。

**核心假设:** 1) 北京市补助标准为: 在中央补贴基础上, 本市电动物流专用车补助按中央标准 1:0.5 确定。

2) 城市物流车辆日均行驶约 150km, 车辆每年运营总天数为 300 天, 汽油价格 5.88 元/L, 商业用电价格 0.95 元/KWh, 纯电动车充电存在电量损失, 充电综合效率 90%。

3) 假设传统燃油车的生命周期为 8 年。

4) 电池组市场均价 1500 元/KWh, 假设电池寿命为 5 年, 从第 6 年计算更换电池费用。

图表 12: 市场主流物流车与传统燃油车全生命周期成本比较

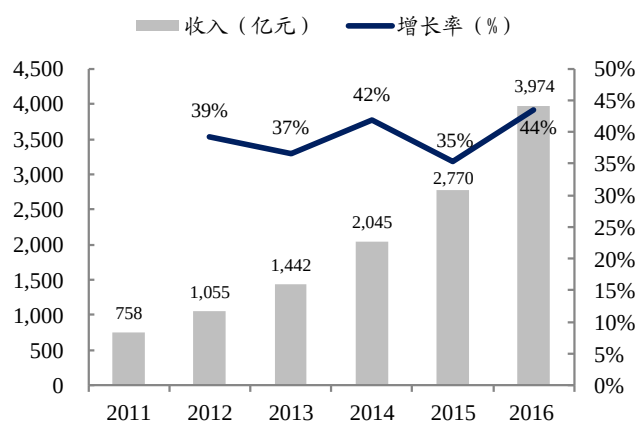
|                        | 微型货车 (1T 左右)        |            | 厢式货车 (2T 以上)       |            |
|------------------------|---------------------|------------|--------------------|------------|
|                        | 纯电动                 | 燃油         | 纯电动                | 燃油         |
|                        | 东风 EQ5023XXYACBE V4 | 福田 BJ503 6 | 东风 EQ5045XXYTBE V3 | 金杯 SY506 3 |
| 车价 (万元)                | 15.00               | 5.80       | 30.00              | 10.00      |
| 购置税 (万元)               | 0.00                | 0.58       | 0.00               | 1.00       |
| 国家补贴 (万元)              | 6.79                | 0.00       | 10.94              | 0.00       |
| 地方补贴 (万元)              | 3.40                | 0.00       | 5.47               | 0.00       |
| 购车实付款 (万元)             | 4.81                | 6.38       | 13.59              | 11.00      |
| 燃料成本 (万元/年)            | 0.86                | 2.65       | 1.28               | 3.97       |
| 电池价格 (万元)              | 7.37                | 0.00       | 14.01              | 0.00       |
| 维修保养 (万元/年)            | 0.20                | 0.40       | 0.30               | 0.60       |
| 全生命周期使用成本 (万元)         | 17.67               | 30.75      | 34.66              | 47.55      |
| 载重 (t)                 | 0.5                 | 1.0        | 2.5                | 3.0        |
| 续航里程 (km)              | 320                 | 0          | 262                | 0          |
| 电池容量 (KWh)             | 49.1                | 0          | 93.4               | 0          |
| 电池寿命 (年)               | 5                   | 0          | 5                  | 0          |
| 市区工况电油耗 (KWh(L)/100km) | 20                  | 10         | 30                 | 15         |

数据来源: 工信部, 东吴证券研究所

### 2.3 潜在市场空间超过 200 万辆, 销量有望快速增长

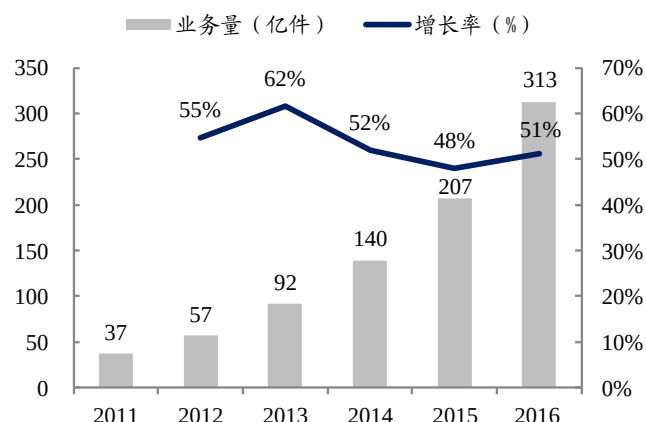
快递业飞速发展带来需求。中国快递业务量连续 6 年增速超过 50%。2016 年日均快递包裹数达 8000 万个, 快递总量达 312.8 亿件。菜鸟、京东等电商为降低运送成本, 促进行业绿色发展, 纷纷加快新能源物流车布局。

图表 13: 快递行业收入 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 14: 快递业务量 (亿件, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

电动物流车潜在市场空间超过年销量 200 万辆。电动物流车由于功率和续航有限,

主要定位为支线物流，可替代轻卡、微卡、轻客、微客和 MPV 等车型，根据被替代车型的年销量乘以城市物流间相应运用比例，得到电动物流车潜在市场空间约为 212 万辆/年。2016 年新能源物流车销量 4.5 万辆，渗透率 2%，有较大提升空间。随着支持政策落地，加上自身经济性优势，预计电动物流车未来 5 年渗透率将达到 25%，销量有望超过 50 万辆。

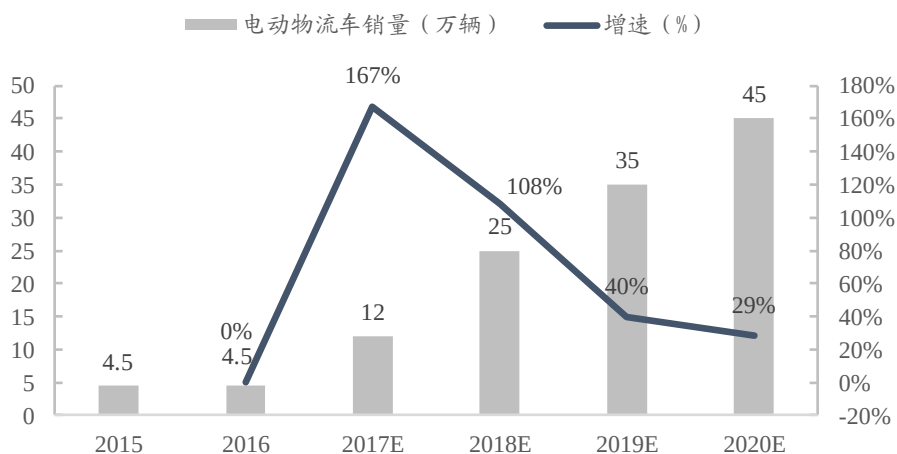
7 月单月电动专用车产量同比增长 1536%，行业进入快速发展阶段。根据第一商用车网统计，2017 年 1-7 月全行业电动专用车累计生产 23,815 台，同比增长 219%，7 月单月生产 10,813 台，同比增长 1536%。

图表 15：电动物流车潜在市场空间

| 车型  | 2016 销量（万辆） | 城市内物流比例 | 潜在市场空间（万辆） |
|-----|-------------|---------|------------|
| 轻卡  | 154         | 70%     | 108        |
| 微卡  | 60          | 60%     | 36         |
| 微客  | 68          | 40%     | 27         |
| 轻客  | 32          | 50%     | 16         |
| MPV | 250         | 10%     | 25         |
| 合计  | 564         |         | 212        |

数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图表 16：电动物流车销量预测



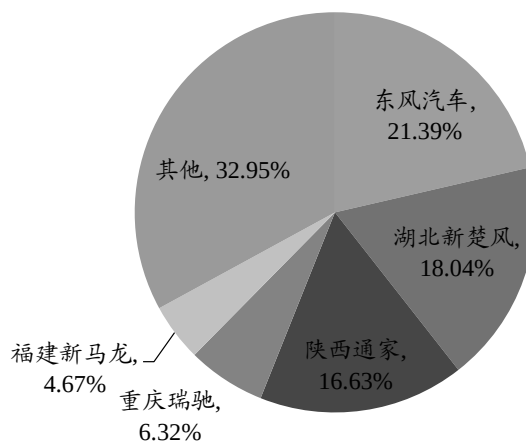
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

### 3. 产品+技术+客户优势铸造电动物流车龙头

公司在新能源专用车方面居于行业领先。根据第一商用车网统计，2016 年 1-11 月

东风汽车公司<sup>1</sup>生产电动专用车 6355 辆，市场占有率达到 24.2%，排名第一。2017 年 1-7 月全公司专用车产量为 5093 辆，同比增长 133%，市场份额 21.4%，继续保持行业首位优势地位。

图表 17：2017 年 1-7 月电动专用车产量市场占有率



数据来源：第一商用车网，东吴证券研究所

### 3.1 先发布局，产品线丰富

**公司在新能源汽车领域布局早。**公司 2005 年进入新能源汽车领域，目前已布局城市客车、城市物流车、专用车（含特种车）、以及公务车、公路车、混合动力卡车等 6 类新能源汽车平台，形成了 2000 台新能源客车、6000 台电动厢货，1.2 万台电动轻客，4000 台电动轻卡的产能。2017 年上半年公司销售新能源汽车 7232 辆，同比增长 357.1%。

**公司产品布局完善。**公司产品线包括了客车、物流车、乘用车，其中客车和物流车都有各类车型，可满足不同客户需求。

图表 18：公司新能源在售产品

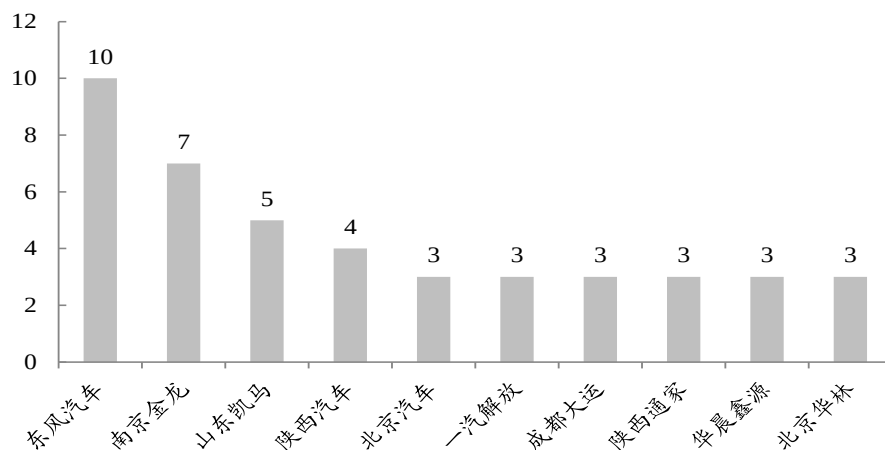
| 公司新能源在售产品 |                  |
|-----------|------------------|
| 客车        | 10-20 座（6-7 米）   |
|           | 21-30 座（8-9 米）   |
|           | 31-40 座（10-11 米） |
|           | 41-50 座（12-13 米） |
| 物流车       | 5 米以下            |
|           | 5-6 米            |
|           | 6-7 米            |
| 乘用车       | ER30             |

<sup>1</sup> 统计口径为东风汽车股份有限公司母公司东风汽车公司产量。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司多款物流车连续进入推广目录。2017 年第八批推广目录中，电动物流车有 79 款，其中公司共有 10 款进入，居行业首位。2017 年 1-8 批中公司累计有 74 款电动物流车进入目录，实力雄厚。

图表 19：第八批推广目录新能源物流车数量



数据来源：工信部，东吴证券研究所

图表 20：东风汽车进入 2017 年第八批推荐目录的纯电动物流车车型

| 企业名称   | 《目录》序号 | 商标  | 产品型号             | 产品名称     |
|--------|--------|-----|------------------|----------|
| 东风汽车公司 | 3      | 东风牌 | EQ5022XXYTBEV3   | 纯电动厢式运输车 |
| 东风汽车公司 | 3      | 东风牌 | EQ5040XXYACBEV12 | 纯电动厢式运输车 |
| 东风汽车公司 | 3      | 东风牌 | EQ5040XXYACBEV13 | 纯电动厢式运输车 |
| 东风汽车公司 | 3      | 东风牌 | EQ5041XXYACBEV15 | 纯电动厢式运输车 |
| 东风汽车公司 | 3      | 东风牌 | EQ5044XXYACBEV   | 纯电动厢式运输车 |
| 东风汽车公司 | 3      | 东风牌 | EQ5045XXYTBEV11  | 纯电动厢式运输车 |
| 东风汽车公司 | 3      | 东风牌 | EQ5045XXYTBEV13  | 纯电动厢式运输车 |
| 东风汽车公司 | 3      | 东风牌 | EQ5045XXYTBEV14  | 纯电动厢式运输车 |
| 东风汽车公司 | 3      | 东风牌 | EQ5045XXYTBEV9   | 纯电动厢式运输车 |
| 东风汽车公司 | 3      | 东风牌 | EQ5180XXYTBEV1   | 纯电动厢式运输车 |

数据来源：工信部，东吴证券研究所

### 3.2 在同类产品中具有技术优势

与同行业类似车型相比，公司产品技术有优势。通过对比东风汽车和竞争对手的微观和轻卡产品相关参数发现：1）东风的电池能量密度和储电量都比较高，补贴收入较高。2）从续航里程和最高车速上看，东风的轻卡有绝对优势，更能满足物流行业多个细分市场的配送里程需求。

图表 21: 同类电动物流车参数比较

| 企业名称 | 车型 | 产品型号                       | 电池能量密度<br>Wh/kg | 储电量<br>kWh | 国补<br>(元) | 车长<br>mm | 最高车速<br>km/h | 续航里程<br>km |
|------|----|----------------------------|-----------------|------------|-----------|----------|--------------|------------|
| 东风汽车 | 微面 | EQ5023XXYACBEV4            | 122.28          | 49.10      | 67,920    | 4,178    | 95           | 320        |
| 北汽福田 | 微面 | BJ5023XXYE6                | 103.01          | 31.21      | 46,452    | 3,940    | 102          | 195        |
| 东风汽车 | 轻卡 | EQ5045XXYTBEV12            | 124.46          | 108.18     | 127,180   | 5,995    | 95           | 360        |
| 成都大运 | 轻卡 | CGC5044XXYBEV1NB<br>LJEAGY | 120.30          | 77.40      | 96,400    | 5,995    | 80           | 310        |

数据来源: 工信部, 东吴证券研究所

### 3.3 传统业务市场份额领先, 奠定客户基础

凭借公司在传统轻客、轻卡业务领先的市场份额, 公司电动物流车发展有良好的客户基础。多年来公司已经在轻客、轻卡行业内积累起品牌知名度, 培育了良好的客户资源, 各项主要产品市场占有率均在市场前列: 2016 年公司客车底盘销量 2.6 万辆, 市占率 48.5%, 继续保持中轻客车底盘行业第一位置。轻卡 7.3% (排名第四)、皮卡 11.3% (排名第三)。

图表 22: 主要产品市场占有率 (%)

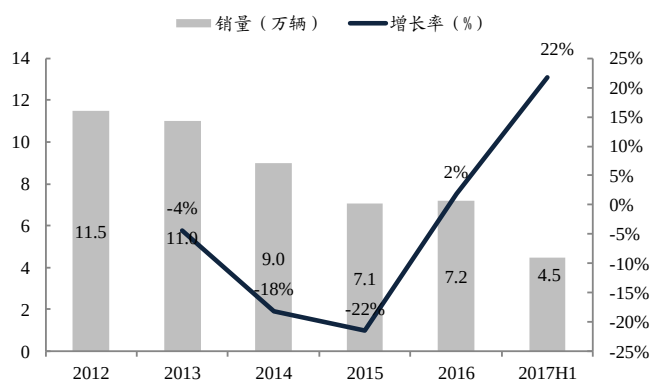
| 主要产品<br>市场占有率 (%) | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 轻卡                | 9.1%  | 9.0%  | 7.3%  | 7.3%  |
| 排名                | 4     | 5     | 6     | 4     |
| 客车底盘              | 36.8% | 41.0% | 43.7% | 48.5% |
| 排名                | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 皮卡                | 13.2% | 13.6% | 12.2% | 11.3% |
| 排名                | 3     | 3     | 3     | 3     |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 传统业务回暖, 郑州日产剥离将提升业绩

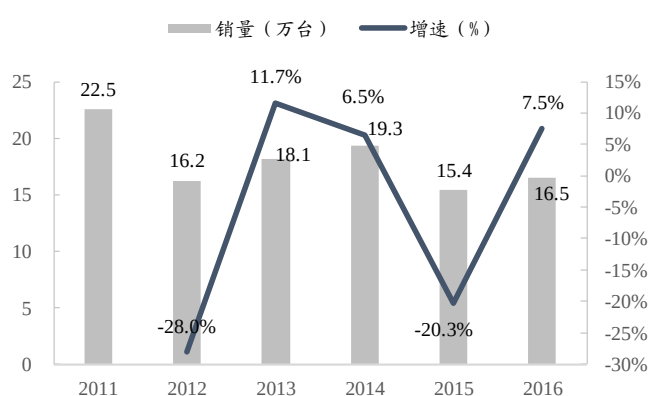
公司传统主业经营向好, 预计 2017 年轻卡业务将保持增长。2017 上半年公司销售汽车 8.9 万辆, 同比增长 5.9%, 扭转下滑趋势。同时公司本部轻卡、发动机、SUV、MPV 销量均有所回升。随着宏观经济形势好转、城市物流的持续快速发展, 预计 LCV 市场恢复性增长, 中高端轻卡和轻客作为未来发展重点的城市物流车型将持续保持增长。

图表 23: 公司本部轻卡销量及增速 (万辆, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

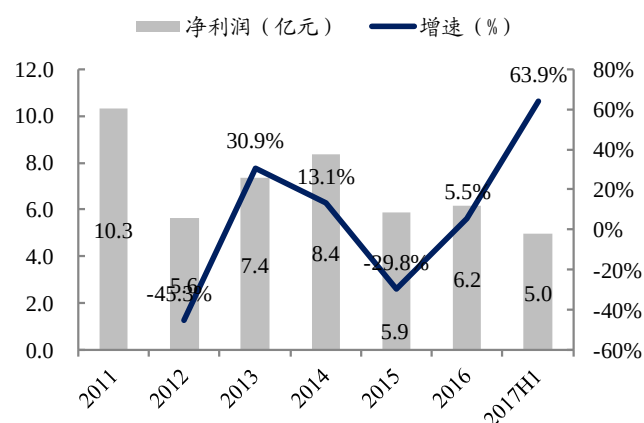
图表 24: 公司发动机销量及增速 (万台, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

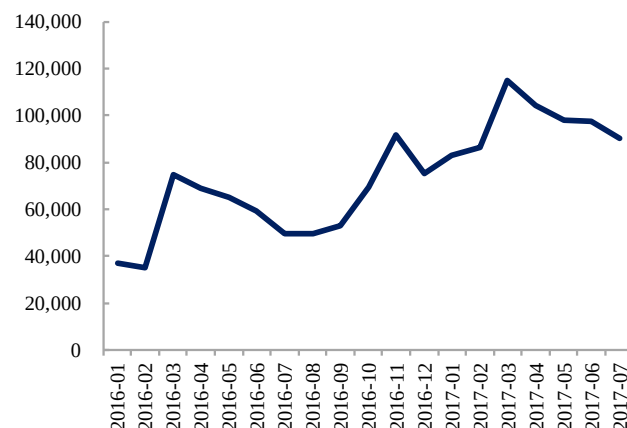
**重卡行业高增长, 东风康明斯将持续受益。**东风康明斯 2016 年实现收入 59.5 亿元, 净利润 6.2 亿元, 贡献利润 3.1 亿元。受益于重卡行业高景气, 2017 上半年公司销售发动机 9.7 万台, 同比增长 39.8%; 已实现 5.0 亿元净利润, 同比增长 63.9%。受益于超限超载治理和工程车复苏, 重卡行业持续超预期, 预计本轮重卡景气度有望持续至 2018 年, 公司发动机收入也将随之保持快速增长。

图表 25: 东风康明斯净利润及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 26: 重卡月度销量 (辆)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**郑州日产剥离提上日程, 预计剥离后公司业绩将大幅提升。**2016 年郑州日产销售汽车 2.6 万辆, 同比下降 16.0%, 净利润-3.6 亿元。2017 上半年亏损扩大, 净利润为-2.9 亿元, 拖累公司业绩。2017 年 6 月 12 日, 公司与东风有限签署了《关于郑州日产汽车有限公司股权转让协议》。本公司拟向股东东风有限转让本公司持有的郑州日产 51% 股权, 转让价格为 7.88 亿元。6 月 28 日协议已通过股东大会。我们预计, 如果在年内完成, 将给公司带来约 1.6 亿元的投资净收益, 减轻上市公司负担。

## 5. 盈利预测与投资建议

电动物流车在国家政策支持下大有可为, 需求量和供给量都在增加, 潜在市场空间

将超过 200 万辆/年，销量有望快速增长。且公司在电动物物流车行业具有绝对优势，产品布局完善、入选目录车型款数多、技术优势明显、客户基础良好，随着行业快速增长期的到来，公司作为龙头将直接受益。

#### 核心假设：

- 1) **东风襄旅：**公司是东风汽车新能源汽车的主要生产基地，根据公司前两年和上半年经营情况，假设 2017/2018 年公司新能源汽车销量分别为 20,000/40,700 台，其中物流车分别为 9,000/22,000 台，单车净利润为每台 0.5 万元。
- 2) **郑州日产：**2017 年 6 月 29 日，拟转让郑州日产 51% 股权协议已通过股东大会，假设在年内完成剥离。
- 3) **东风康明斯：**重卡行业高景气，预计今年销量 110 万辆，同比增长 51%；2018 年销量以 5% 增长。

**盈利预测：**根据以上假设，东风襄旅 2017/2018 年净利润分别为 3.0 亿元/4.5 亿元；郑州日产 2017 年亏损 5.0 亿，剥离后一次性收益 1.6 亿元；东风康明斯 2017/2018 业绩增长分别为 37.6%/5.0%。

图表 27：盈利分拆表

| 单位：万元          | 股权比例 | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         |
|----------------|------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 东风康明斯          | 50%  | 58,550        | 61,781        | 85,000        | 89,250        |
| 增速             |      |               | 5.5%          | 37.6%         | 5.0%          |
| 郑州日产           | 51%  | -16,796       | -35,757       | -50,000       |               |
| 东风襄阳旅行车        | 90%  | 22,281        | 22,281        | 30,366        | 45,374        |
| 增速             |      |               | 0.0%          | 36.3%         | 49.4%         |
| <b>主要子公司权益</b> |      |               |               |               |               |
| <b>利润总和</b>    |      | <b>40,762</b> | <b>32,707</b> | <b>44,329</b> | <b>85,462</b> |
| 其他子公司          |      | 5,878         | 5,070         | 3,181         | 4,193         |
| 本部             |      | -12,202       | -15,892       | -10,000       | -5,000        |
| 一次性收入          |      |               |               | 16,000        |               |
| <b>净利润</b>     |      | <b>34,438</b> | <b>21,885</b> | <b>53,510</b> | <b>84,534</b> |
| 增速             |      |               | -36.5%        | 144.5%        | 58.0%         |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**投资建议：**预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.27/0.42/0.48 元（2016 年为 0.11 元）。当前股价 6.35 元，分别对应 2017/18/19 年 24/15/13 倍 PE。考虑到郑州日产一次性收益因素，我们选择用 2018 年 PE 进行估值。对比行业平均估值水平，我们认为公司合理估值为 2018 年 20 倍 PE，首次给予“买入”评级，对应目标价 8 元。

图表 28：可比公司估值

| 代码     | 公司   | 2016PE | 2017PE (E) | 2018PE (E) | 2019PE (E) |
|--------|------|--------|------------|------------|------------|
| 600006 | 东风汽车 | 58     | 24         | 15         | 13         |
| 601127 | 小康股份 | 44     | 25         | 20         | 15         |
| 002594 | 比亚迪  | 30     | 26         | 19         | 16         |
| 600686 | 金龙汽车 | 52     | 29         | 22         | 17         |
| 601777 | 力帆股份 | 44     | 27         | 22         | 19         |
| 平均值    |      | 46     | 26         | 20         | 16         |

数据来源：WIND，东吴证券研究所

图表 29：盈利预测表

| 项目/年度       | 2015   | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 16,875 | 16,018  | 19,600 | 22,148 | 23,907 |
| 增长率 YoY%    | (3.41) | (5.08)  | 22.36  | 13.00  | 7.94   |
| 净利润(百万元)    | 344    | 219     | 535    | 845    | 956    |
| 增长率 YoY%    | 144.96 | (36.45) | 144.49 | 58.00  | 13.05  |
| 毛利率%        | 15.52  | 14.00   | 15.20  | 15.50  | 15.70  |
| ROE(%)      | 5.4    | 3.4     | 7.0    | 10.2   | 10.6   |
| 每股收益 EPS(元) | 0.17   | 0.11    | 0.27   | 0.42   | 0.48   |
| P/E         | 37     | 58      | 24     | 15     | 13     |
| P/B         | 2.0    | 2.0     | 1.7    | 1.5    | 1.4    |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 6.风险提示

1) 宏观经济下行风险。由于轻卡受宏观经济影响较大，如果经济下行，销量增速将低于预期。

2) 新能源事业存在的风险。新能源行业可能产生供需不平衡风险，产量过剩而需求不足；中央对新能源汽车的补贴政策有可能改变，补贴额度下降和享受补贴的车辆标准提高将使企业面临挑战。

3) 郑州日产剥离进展不达预期。如果无法在今年年内完成交易，该子公司仍将拖累公司业绩。

东风汽车三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |               |               |               |               | 利润表 (百万元)        |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |                  | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>14,158</b> | <b>14,965</b> | <b>17,382</b> | <b>20,551</b> | <b>营业收入</b>      | <b>16,018</b> | <b>19,600</b> | <b>22,148</b> | <b>23,907</b> |
| 现金               | 3,385         | 2,731         | 3,906         | 6,192         | 营业成本             | 13,775        | 16,621        | 18,715        | 20,154        |
| 应收款项             | 2,776         | 2,499         | 2,824         | 3,048         | 营业税金及附加          | 292           | 353           | 399           | 430           |
| 存货               | 1,810         | 1,590         | 1,722         | 1,854         | 营业费用             | 1,183         | 1,441         | 1,628         | 1,745         |
| 其他               | 6,187         | 8,145         | 8,930         | 9,456         | 管理费用             | 1,183         | 1,441         | 1,628         | 1,745         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>7,347</b>  | <b>7,344</b>  | <b>7,320</b>  | <b>7,246</b>  | 财务费用             | 1             | -15           | -17           | -25           |
| 长期股权投资           | 1,298         | 1,298         | 1,298         | 1,298         | 投资净收益            | 371           | 698           | 910           | 920           |
| 固定资产             | 3,934         | 4,080         | 4,506         | 4,526         | 其他               | 172           | 223           | 345           | 365           |
| 无形资产             | 647           | 648           | 649           | 650           | <b>营业利润</b>      | <b>125</b>    | <b>681</b>    | <b>1,050</b>  | <b>1,143</b>  |
| 其他               | 1,467         | 1,317         | 867           | 772           | 营业外净收支           | -21           | 60            | 120           | 180           |
| <b>资产总计</b>      | <b>21,505</b> | <b>22,308</b> | <b>24,702</b> | <b>27,797</b> | <b>利润总额</b>      | <b>104</b>    | <b>741</b>    | <b>1,170</b>  | <b>1,323</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>12,530</b> | <b>12,931</b> | <b>13,950</b> | <b>15,535</b> | 所得税费用            | 34            | 111           | 176           | 198           |
| 短期借款             | 11            | -             | -             | -             | 少数股东损益           | -149          | 94            | 149           | 169           |
| 应付账款             | 4,923         | 4,986         | 5,615         | 6,046         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>219</b>    | <b>535</b>    | <b>845</b>    | <b>956</b>    |
| 其他               | 7,596         | 7,944         | 8,336         | 9,489         | EBIT             | 254           | 631           | 1,004         | 1,129         |
| <b>非流动负债</b>     | <b>1,565</b>  | <b>789</b>    | <b>1,329</b>  | <b>1,969</b>  | EBITDA           | 630           | 600           | 939           | 1,049         |
| 长期借款             | -             | -             | -             | -             |                  |               |               |               |               |
| 其他               | 1,565         | 789           | 1,329         | 1,969         |                  |               |               |               |               |
| <b>负债总计</b>      | <b>14,095</b> | <b>13,720</b> | <b>15,279</b> | <b>17,504</b> | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2016</b>   | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  |
| 少数股东权益           | 903           | 997           | 1,146         | 1,315         | 每股收益(元)          | 0.11          | 0.27          | 0.42          | 0.48          |
| 归属母公司股东权益        | 6,507         | 7,591         | 8,276         | 8,978         | 每股净资产(元)         | 3.25          | 3.80          | 4.14          | 4.49          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>21,505</b> | <b>22,308</b> | <b>24,702</b> | <b>27,797</b> | 发行在外股份(百万股)      | 2,000         | 2,000         | 2,000         | 2,000         |
|                  |               |               |               |               | ROIC(%)          | 2.63%         | 7.07%         | 10.32%        | 10.69%        |
|                  |               |               |               |               | ROE(%)           | 3.36%         | 7.05%         | 10.22%        | 10.65%        |
|                  |               |               |               |               | 毛利率(%)           | 14.00%        | 15.20%        | 15.50%        | 15.70%        |
|                  |               |               |               |               | EBITMargin(%)    | 1.59%         | 3.22%         | 4.53%         | 4.72%         |
|                  |               |               |               |               | 销售净利率(%)         | 1.37%         | 2.73%         | 3.82%         | 4.00%         |
|                  |               |               |               |               | 资产负债率(%)         | 65.54%        | 61.50%        | 61.85%        | 62.97%        |
|                  |               |               |               |               | 收入增长率(%)         | -5.08%        | 22.36%        | 13.00%        | 7.94%         |
|                  |               |               |               |               | 净利润增长率(%)        | -36.45%       | 144.49%       | 58.00%        | 13.05%        |
|                  |               |               |               |               | P/E              | 58.03         | 23.74         | 15.02         | 13.29         |
|                  |               |               |               |               | P/B              | 1.95          | 1.67          | 1.53          | 1.41          |
|                  |               |               |               |               | EV/EBITDA        | 133.17        | 139.67        | 89.31         | 79.91         |
| 现金流量表 (百万元)      |               |               |               |               |                  |               |               |               |               |
|                  | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |                  |               |               |               |               |
| 经营活动现金流          | 743           | -1,229        | -169          | 971           |                  |               |               |               |               |
| 投资活动现金流          | -1,163        | 636           | 849           | 904           |                  |               |               |               |               |
| 筹资活动现金流          | 935           | -61           | 496           | 411           |                  |               |               |               |               |
| 现金净增加额           | 515           | -654          | 1,176         | 2,286         |                  |               |               |               |               |
| 折旧和摊销            | 459           | 64            | 85            | 90            |                  |               |               |               |               |
| 资本开支             | -662          | -61           | -61           | -16           |                  |               |               |               |               |
| 营运资本变动           | 507           | -1,326        | -380          | 643           |                  |               |               |               |               |
| 企业自由现金流          | 475           | -786          | 498           | 1,676         |                  |               |               |               |               |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>