

东风汽车(600006)

郑州日产完成剥离，18 年轻装上阵 买入（维持）

2017 年 11 月 15 日

首席证券分析师 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

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	16,018	20,023	29,033	39,194
同比（%）	(5.08)	25.00	45.00	35.00
净利润（百万元）	219	430	785	886
同比（%）	(36.45)	96.38	82.73	12.86
毛利率（%）	14.00	13.70	14.90	14.70
ROE（%）	3.4	5.7	9.6	10.1
每股收益（元）	0.11	0.21	0.39	0.44
P/E	56	29	16	14
P/B	1.9	1.6	1.5	1.4

事件：经相关政府部门审批通过后，郑州日产于 2017 年 11 月 13 日完成目标股权转让的工商变更登记手续。本公司不再持有郑州日产股权。

投资要点：

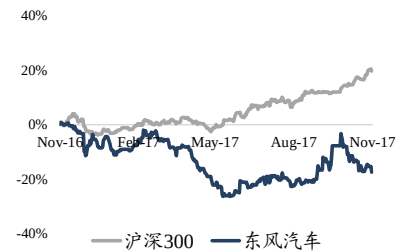
■ **亏损子公司郑州日产完成剥离，减轻公司负担。** 1) 公司此前持有郑州日产 51% 股权，由于郑州日产连年亏损，且幅度仍在加大，给公司业绩带来较大拖累。2016 年郑州日产销售汽车 2.6 万辆，同比下降 16.0%，净利润-3.6 亿元；2017 上半年净利润-2.9 亿元，亏损加大。如果剔除该因素，公司实际业绩增长态势良好。2) 2017 年 6 月 12 日，公司与东风有限签署了郑州日产 51% 股权的转让协议，并已于 11 月 13 日完成股权转让手续，自此公司不再持有郑州日产股权。转让价格为 7.88 亿元，预计今年给公司带来约 1.6 亿元的投资净收益。剥离郑州日产后，公司 2018 年轻装上阵，主营业务清晰，业绩有望迎来大幅提升。

■ **政策持续催化，市场供给加速，电动物流车四季度持续放量。** 1) 根据第一商用车网，9 月纯电动专用车市场总产量 1.4 万辆，同比增长 1003%；1-9 月累计生产 4.5 万辆，同比增长 375%，全行业继续快速增长。2) 政策不断催化，行业健康快速发展。10 月，交通运输部、公安部、财政部等 14 个部门联合印发了《促进道路货运行业健康稳定发展行动计划(2017-2020 年)》的通知，明确表示，对于符合标准的新能源配送车辆给予通行便利。加上年底“三万公里”政策有望下调里程数要求，缓解物流企业运营资金紧张情况，促进销量增长，四季度电动物流车市场将继续快速增长。

■ **公司是电动物流车行业龙头，产品布局完善、技术突出、客户基础良好。** 公司在新能源专用车方面居于领先地位，2017 年 1-9 月维持市占率第一（市场份额 20.3%，超过第二名 7.7pct），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地位，公司发展电动物流车事业有良好的客户基础。

■ **公司传统业务回暖，受益重卡高景气，东风康明斯拉动投资收益高增长。** 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。受益于重卡行业高景气，2017 上半年东风康明斯销售发动机 9.7 万台，同比增长 39.8%；已实现 5.0 亿

股价走势



市场数据

收盘价（元）	6.17
一年最低/最高价	5.40/7.69
市净率（倍）	1.90
流通 A 股市值（百万元）	12,340

基础数据

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

相关研究

1. 东风汽车：牵手绿色物流公司，开创销售新模式 -20171107
2. 东风汽车：郑州日产亏损拖累业绩，看好公司电动物流车发展 -20171031
3. 东风汽车：电动物流车机遇来临，行业龙头即将起飞 -20170912

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，公司业绩也将随之保持快速增长。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.21/0.39/0.44 元（2016 年为 0.11 元）。当前股价 6.17 元，分别对应 2017/18/19 年 29/16/14 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，维持“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。

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
流动资产	14,158	15,214	21,085	28,951	营业收入	16,018	20,023	29,033	39,194
现金	3,385	2,730	4,096	6,796	营业成本	13,775	17,279	24,707	33,433
应收款项	2,776	2,553	3,702	4,997	营业税金及附加	292	280	406	549
存货	1,810	1,653	2,273	3,076	营业费用	900	1,101	1,539	2,077
其他	6,187	8,277	11,015	14,082	管理费用	1,183	1,301	1,887	2,548
非流动资产	7,347	7,344	7,320	7,246	财务费用	1	-15	-17	-27
长期股权投资	1,298	1,298	1,298	1,298	投资净收益	371	500	600	700
固定资产	3,934	4,080	4,506	4,526	其他	-111	-140	-259	-327
无形资产	647	648	649	650	营业利润	125	435	852	989
其他	1,467	1,317	867	772	营业外净收支	-21	160	210	210
资产总计	21,505	22,558	28,405	36,197	利润总额	104	595	1,062	1,199
流动负债	12,530	13,304	17,816	24,161	所得税费用	34	89	138	156
短期借款	11	-	-	-	少数股东损益	-149	76	139	156
应付账款	4,923	5,184	7,412	10,030	归属母公司净利润	219	430	785	886
其他	7,596	8,120	10,404	14,132	EBIT	254	504	906	1,015
非流动负债	1,565	789	1,329	1,969	EBITDA	630	492	874	973
长期借款	-	-	-	-					
其他	1,565	789	1,329	1,969					
负债总计	14,095	14,093	19,146	26,130	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	903	979	1,117	1,274	每股收益(元)	0.11	0.21	0.39	0.44
归属母公司股东权益	6,507	7,486	8,142	8,793	每股净资产(元)	3.25	3.74	4.07	4.40
负债和股东权益总计	21,505	22,558	28,405	36,197	发行在外股份(百万股)	2,000	2,000	2,000	2,000
					ROIC(%)	2.63%	5.72%	9.68%	10.04%
					ROE(%)	3.36%	5.74%	9.65%	10.08%
					毛利率(%)	14.00%	13.70%	14.90%	14.70%
					EBITMargin(%)	1.59%	2.52%	3.12%	2.59%
					销售净利率(%)	1.37%	2.15%	2.71%	2.26%
					资产负债率(%)	65.54%	62.48%	67.40%	72.19%
					收入增长率(%)	-5.08%	25.00%	45.00%	35.00%
					净利润增长率(%)	-36.45%	96.38%	82.73%	12.86%
					P/E	56.39	28.71	15.71	13.92
					P/B	1.90	1.65	1.52	1.40
					EV/EBITDA	133.17	170.32	95.97	86.20

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>