

新能源汽车领航者

——S*ST 先锋（600733）深度报告

2018 年 01 月 24 日

强烈推荐/首次

S*ST 先锋

新股报告

报告摘要：

北汽新能源是 A 股最纯新能源汽车标的，也是目前国内纯电动汽车技术能力最强、产品线最丰富、示范应用规模最大、市场占有率最高、产业链最完整的新能源汽车企业之一。

北汽新能源实现纯电动乘用车销售冠军。2017 年，北汽新能源总体销量 103199 台，为全国第一，产销双双突破十万辆，纯电动市场份额预计达到 23.5%。北汽新能源市场份额持续领航，得益于产品、研发、营销、服务四轮驱动。

- ◆ **产品端：**17、18 年持续推出 10 余款新车型，形成完善的产品布局。对私市场上，以全新 EC+全新 EX 形成“国民车”组合，重点强化三四线市场普及；以全新 EU 轿车+ET 系列 SUV“双子星”组合，重点进入一二线市场；另将以一款 400 公里以上的跨界精品，打造新的业内爆款。
- ◆ **研发端：**“五国七地”研发布局和中国“蓝谷”研发中心是产品力的核心保障。2013 年至 2017 年，北汽新能源研发费用投入累计达到 36.22 亿元，占营业收入比重平均为 20.35%。
- ◆ **营销端：**持续创新模式开辟新市场。公司积极探索共享出行，截止 2017 年底，轻享出行已覆盖全国 12 个城市，运营车辆规模已达 10000 台。北汽是唯一一家采用单独生产销售和建网模式经营的汽车企业。北汽新能源在全国 25 个省 139 个城市，新建 235 家店，累计建店 300 家。
- ◆ **服务端：**服务创新树立品牌价值。北汽新能源的售后服务也是业内领先水平。截至 2017 年底，北汽新能源在全国有 250 家的服务站，4 个备件中心，全国范围内具有很强大的服务能力。北汽新能源的售后服务也是业内领先水平。

投资与估值：与 SST 先锋资产置换，估值达 288.5 亿。预计北汽新能源 17/18/19 年营业收入将会实现 30%/66%/56% 的增长，营业收入分别为 121.7 亿、201.62 亿、313.67 亿，用市销法对标比亚迪，2017 年北汽新能源估值水平能达到 304 亿。

风险提示：新能源汽车补贴退坡超预期，市场销量不及预期。

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	10.65	9,371.53	12,169.6	20,162.3	31,367.3
增长率（%）	-0.64	1.70	0.30	0.66	0.56
净利润（百万元）	-37.77	108.42	251.77	1,054.36	1,834.48
增长率（%）	-414%	-159%	132%	319%	74%
净资产收益率（%）	-14%	3%	2%	6%	10%
每股收益（元）	-0.15	0.04	0.28	1.12	1.91
PE	-327.97	1,252.51	180.33	44.99	26.22
PB	45.43	32.47	2.91	2.75	2.51

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

研究助理：孙浩然

010-66554045

sunhr@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116070027

交易数据

52 周股价区间（元）	50.18-50.18
总市值（亿元）	99.15
流通市值（亿元）	37.94
总股本/流通 A 股（万股）	19759/7560
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 北汽新能源——A 股最纯新能源乘用车标的	4
1.1 中国新能源汽车领航者	4
2. 产品、研发、营销、服务四轮驱动，北新夺纯电动销量冠军	5
2.1 产品力强大，17、18 年连续推出十款领先车型	6
2.2 “五国七地”研发布局和中国“蓝谷”研发中心是产品力的核心保障	8
2.3 创新营销模式开辟新市场	11
2.4 服务创新树立品牌价值	12
3. 北汽新能源估值合理，受资本市场追捧	13
3.1 B 轮融资超市场预期，估值达到 280 亿	13
3.2 资产置换+发行股份购买资产，北汽新能源估值达 288.5 亿元	14
3.3 对标比亚迪，北汽新能源目标估值	15
4. 风险提示:	15

表格目录

表 1:北汽近年财务指标	6
表 2:各年新产品销售收入占比对照表	9
表 3 比亚迪分板块收入	15
表 4: 公司盈利预测表	17

插图目录

图 1:北汽新能源历史沿革	4
图 2:北汽新能源主营业务情况	4
图 3:近五年纯电动车销量增长迅速	5
图 4:北汽新能源纯电动销量位居全球第二（单位：辆）	6
图 5:北汽新能源 EC 系列为全球分车型销量冠军（单位：辆）	6
图 6:北汽新能源新车型计划	7
图 7:北汽生产基地产能布局	8
图 8:北汽新能源工厂布局与产能规划	8
图 9:北汽新能源研发投入持续增长	8

图 10:北汽新能源研发团队人数持续增长.....	9
图 11:研发团队各部门分布情况	9
图 12:北汽新能源核心技术.....	10
图 13:北汽海外“五国七地”研发布局	11
图 14:亦庄蓝谷新能源汽车科技创新中心	11
图 15:北汽新能源探索共享出行新模式	12
图 16:北汽新能源换电业务	12
图 17:北汽新能源 B 轮融资	13

1. 北汽新能源——A 股最纯新能源乘用车标的

1.1 中国新能源汽车领航者

北汽新能源是中国新能源汽车领航者。北京新能源汽车股份有限公司成立于 2009 年。2014 年，北汽新能源有限公司变更为股份公司，2016 年完成 A 轮融资，2017 年完成 B 轮融资和员工持股，经历了股改和混改创新体制机制，建立了现代化的企业制度，是世界 500 强企业北汽集团旗下的新能源汽车公司，是中国新能源汽车领航者。2018 年公司有望成为中国证券市场新能源汽车第一股。

图 1:北汽新能源历史沿革

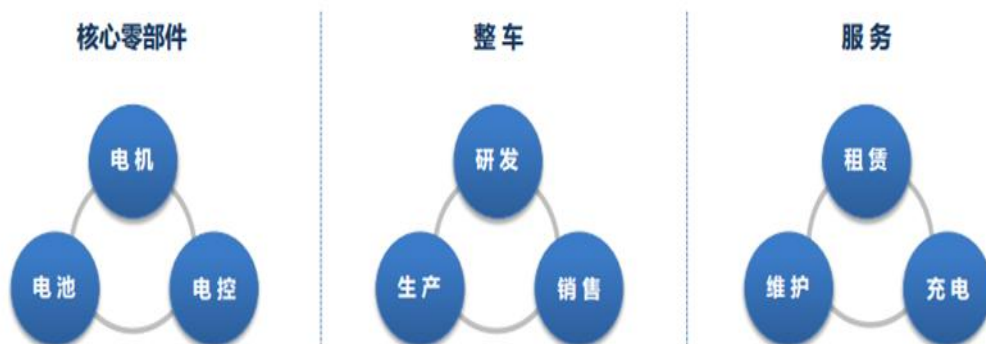


资料来源：网络资料，东兴证券研究所

公司主营业务为纯电动新能源汽车与核心零部件的研发、生产、销售和服务，是国内少数掌握纯电动汽车电池、电机、电控三大核心技术及整车集成匹配技术的新能源汽车企业，是目前国内纯电动汽车技术能力最强、产品线最丰富、示范应用规模最大、市场占有率最高、产业链最完整的新能源汽车企业之一。

图 2:北汽新能源主营业务情况

国内最先拥有**全价值链竞争能力**的新能源汽车企业

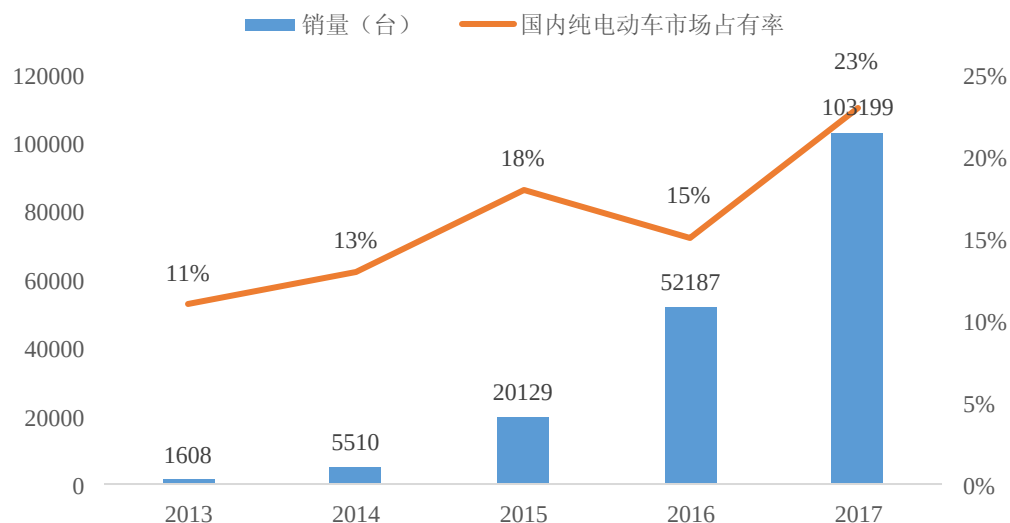


资料来源: 网络资料东兴证券研究所

2. 产品、研发、营销、服务四轮驱动，北新夺纯电动销量冠军

北汽新能源勇夺中国纯电动汽车市场销量冠军。2013 年至 2017 年，北汽新能源累计销量超过 18 万辆，位列纯电动汽车市场保有量第一名，近五年产品销量持续居于国内市场领先地位。2013-2017 北汽新能源年均复合增长率大约 170%。中国汽车工业协会对外发布数据显示，2017 年新能源汽车累计生产 79.4 万辆，同比增长 53.8%；累计销售 77.7 万辆，同比增长 53.3%，并实现贯穿全年的环比增长。北汽新能源纯电动总体销量数全国第一，为 103199 台，产销“双十”领突破，纯电动市场份额预计达到 23.5%。

图 3:近五年纯电动车销量增长迅速



资料来源: 节能与新能源汽车网、东兴证券研究所

表 1:北汽近年财务指标

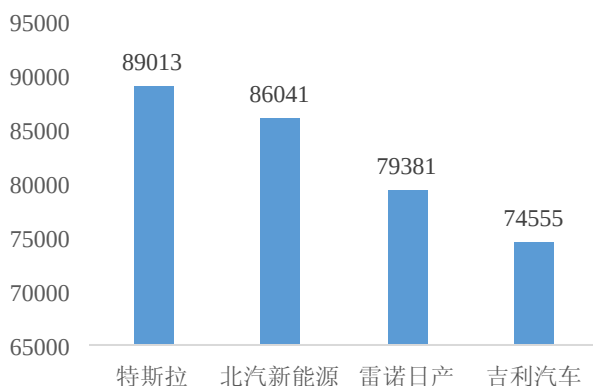
指标	单位	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
产量	辆	6166	20093	52452	超过 10 万
销量	辆	5510	20129	52187	103199
营业收入	万元	85231	471210	1059088	738583 (前十月)
利润总额	万元	-24431	-19389	18369	17910 (前十月)
全国市场占有率 (目标市场)	%	13%	18%	15%	23%

资料来源:网络资料、公司资料、东兴证券研究所

(注:财务报表中数据营收与利润总额为 1-10 月,销量、市场占有率数据为全年数据)

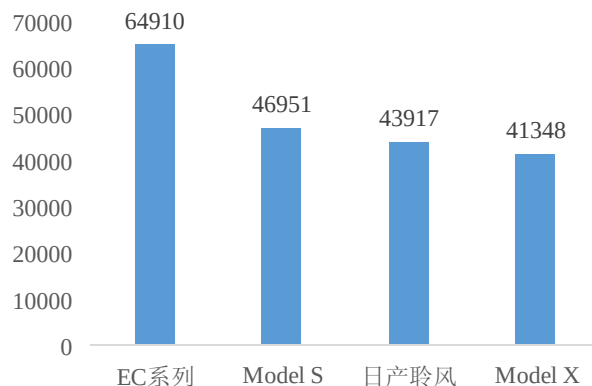
北汽新能源汽车销量在全球市场同样处于领先地位。截止至 2017 年 11 月,北汽新能源纯电动车销量仅次于特斯拉的 89013 辆,位居全球第二,雷诺日产与吉利汽车分列三、四位。具体分车型来看,EC 系列为全球销量冠军,销量比第二名的特斯拉 Model S 高出 38%。

图 4:北汽新能源纯电动销量位居全球第二(单位:辆)



资料来源:节能与新能源汽车网、东兴证券研究所

图 5:北汽新能源 EC 系列为全球分车型销量冠军(单位:辆)



资料来源:节能与新能源汽车网、东兴证券研究所

北汽新能源销量国内销量夺冠的原因有四:

- ◆ 其一、产品力强大, 17、18 年连续推出十款领先车型;
- ◆ 其二、研发实力卓越,“五国七地”研发布局和中国“蓝谷”研发中心是产品力的核心保障;
- ◆ 其三、创新营销模式开辟新市场;
- ◆ 其四、服务创新树立品牌价值。

2.1 产品力强大, 17、18 年连续推出十款领先车型

2017 年密集推出新车型，引领业界产品方向。2017 年一月，北汽新能源推出小型跨界纯电动车 EC180。二月推出 EX260，是纯电动车中首款 A0 级 SUV。四月推出全球首款量产换电车型 EU260，可以实现 3 分钟以内的换电。五月推出 EU400 车型，是全国第一家续航里程达到 400km 的纯电动车。九月份推出首款人工智能纯电小车 LITE，以智能网联、创新五联屏、个性定制、轻量化为突出亮点，成功打造自带社交属性的新物种，彻底突破了新能源车型“油改电”的传统开发路径，探索新能源未来发展路线。

2018 年打造新品牌，主推 5 款纯电动车型，打好产品组合拳。根据 2018 年 1 月 9 日，北汽新能源在中国·蓝谷召开的“北汽新能源 2017 业绩发布会”，18 年北汽新能源将持续推进新产品开发，基于兼容平台加快拓展完善产品线，开发三大全新平台持续保持产品领先；逐步形成“大中小”、“高中低”、“345”三大维度产品全覆盖，形成完善的产品布局。

- ◆ 公司推出全新品牌“ARCFOX”，打造新一代的出行和生活方式品牌，并将推出多款基于全新平台打造的高性能、高品质、高科技产品，保持产品领先。
- ◆ 18 年将主推 5 款纯电动车型，着力打好产品组合拳：在对私市场上，以全新 EC+ 全新 EX 形成“国民车”组合，重点强化三四线市场普及；以强调长续航、产品设计、感官品质、智能科技引领同级市场的全新 EU 轿车+ET 系列 SUV“双子星”组合，重点进入一二线市场；另将以一款 400 公里以上的跨界精品，打造新的业内爆款。同时，还将以换电版、分时版、网约版、物流专用车等丰富的产品全力进军专用车市场。

2019 年新产品对标特斯拉 model 3。公司将继续开发全新平台以及全新的流程、研发、供应链条，对标特斯拉新产品 Model 3，预计 2019 年初 B1212、N60、N50、N40 等一系列产品就可以初步开发出来。

图 6:北汽新能源新车型计划

	级别	2016年	2017年	2018年	2019~2021年
大型 BE31	B级及以上	 ES 系列	 EH 系列	 2 款新车	 3 款以上新车
中型 BE21	A级	 EU 系列	 EU 系列	 3 款新车	 7 款以上新车
	A0级	 EX 系列	 EX 系列		
小型 BE11	A00级及以下	 EC 系列	 1 款新车		 1 款新车

资料来源：网络资料、东兴证券研究所

三大新能源汽车生产基地保障北汽产能。截至目前，公司于大兴区采育经济开发区、青岛市莱西市、常州市武进国家高新区设有三个新能源汽车生产基地。在产能方面，公司采育基地已于 2014 年形成 2 万辆生产能力；青岛基地于 2015 年投产，形成 10

万辆生产能力；常州基地于 2017 投产，形成 5 万辆生产能力。在未来的产能规划方面，企业计划在未来完成“1+2+I+P”产能布局及建设，年生产能力达到 80 万辆以上，打造国内新能源汽车智能工厂新标杆。

图 7:北汽生产基地产能布局



资料来源：网络资料、东兴证券研究所

图 8:北汽新能源工厂布局与产能规划



资料来源：网络资料、东兴证券研究所

2.2 “五国七地”研发布局和中国“蓝谷”研发中心是产品力的核心保障

北汽新能源在研发投入、研发团队、研发成果、研发布局保持业内领先水平。

北汽研发投入力度不断加大。2013 年至 2017 年，北汽新能源研发费用投入累计达到 36.22 亿元，占营业收入比重平均为 20.35%。自 2009 年以来，累计承担国家级、北京市级科技项目 43 项，获得专项资金 3.6 亿元。目前研发部门下设 26 个专业部门和 83 个科室，涵盖新能源三电系统和传统车包含的所有专业板块。

图 9:北汽新能源研发投入持续增长

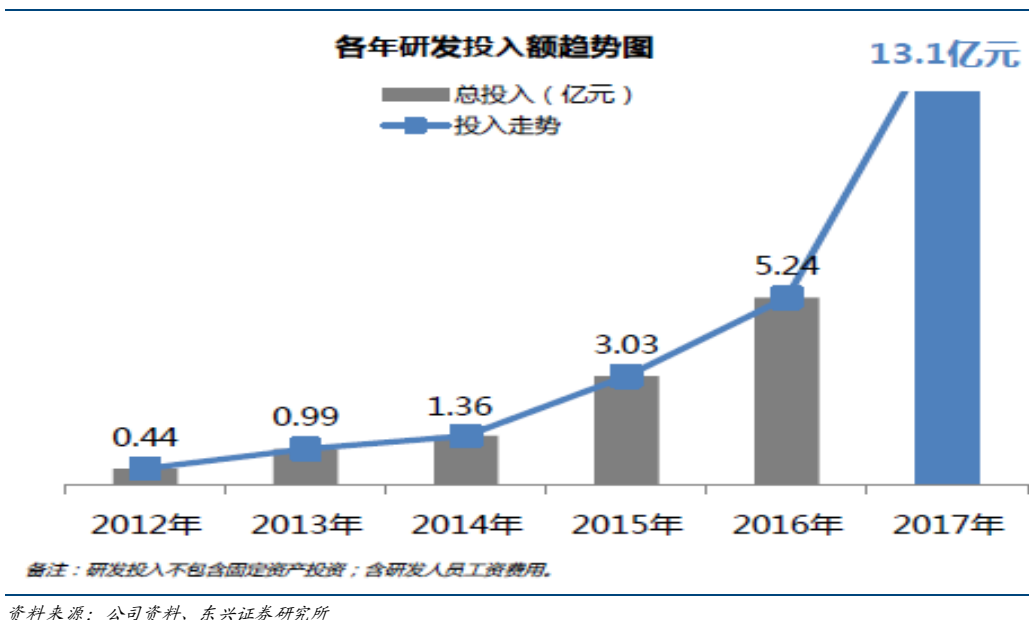


表 2:各年新产品销售收入占比对照表

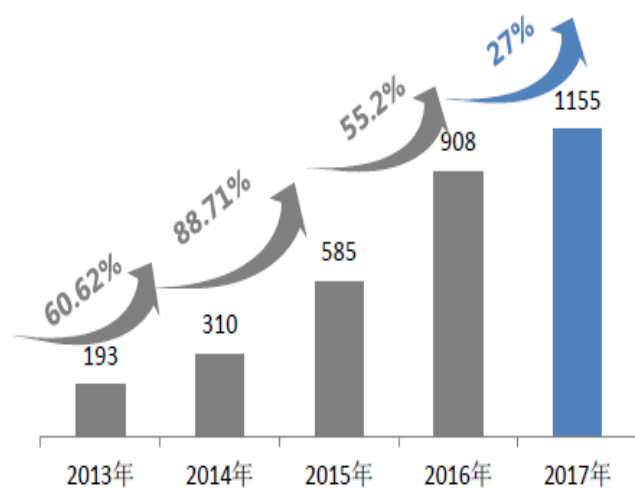
	2014 年	2015 年	2016 年
R&D 经费支出 (万元)	13551.31	30344.12	53844.83
R&D 经费支出占主管 业务收入比重 (%)	16.7%	12%	15.71%
新产品销售收入 (万 元)	81166	253059	22373.56
新产品销售收入占全 部产品销售收入比重 (%)	99.80%	99.80%	3.47%

资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

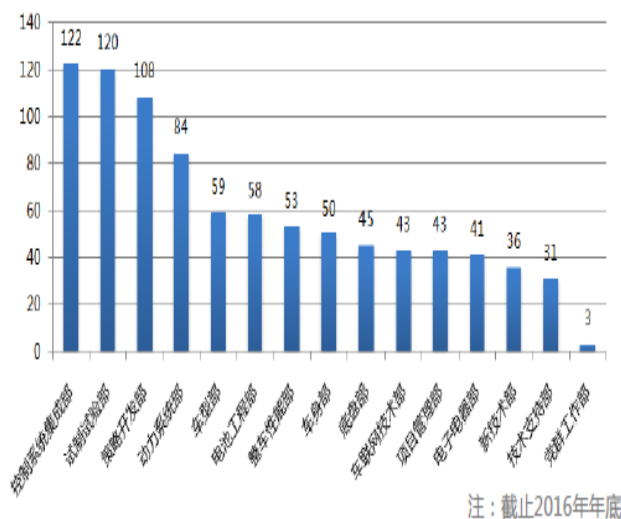
北汽新能源研发团队高学历、高层次。北汽新能源研发团队共计 1155 人, 其中博士占比 4%, 硕士占比 38%, 本科占比 52%, 专科及以下学历仅占 6%。三电人员占比 44%。研发人员布局三电侧重很大。整个团队呈纺锤形的合理结构, 是高学历, 高层次的研发队伍。专家团队目前有来自宝马、通用、现代、大宇的共计 31 人, 涵盖内部和外部专家。

图 10:北汽新能源研发团队人数持续增长

图 11:研发团队各部门分布情况



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

北汽新能源专利技术数量可观。截止到2017年12月底,北汽新能源共申请专利2620件,其中发明专利申请约占50%,实用新型专利1048件,外观设计118件,海外PCT申请50件,人均申请量为2.5件/人(相比较比亚迪0.1件/人,吉利0.95件/人,华为0.53件/人,海尔0.3件/人),优于行业水平。截止2017年7月底,共授权专利713件,软件著作权15项,公司人均授权量0.3件/人,优于行业水平。其中,北汽新能源的核心技术主要是以下六个,如图所示。

图 12:北汽新能源核心技术



电池技术

- 北汽新能源建立了电芯的安全性、电性能、寿命、可靠性和环境适应性等性能评价能力,掌握了BMS控制策略开发及Pack应用开发能力;
- 启动了电池系统自主开发,并搭载整车,实现了PACK从0到1的跳变;建设自主开发电池系统试制线



整车集成技术

- 以平台化架构为导向,围绕电池包布置和整车性能需求,开展模块化动力系统与整车集成匹配设计;进行动力总成、电池、整车控制、电辅助系统等核心零部件通用化产品开发,形成核心零部件快速集成能力。
- 自主搭建适用于电动车的整车性能指标体系,包括整车级指标(VTS)、系统级指标(STS)等。



电驱动技术

- 国内首创集成PEU,该产品集成电机控制、车载充电、高压配电、DC/DC、PTC控制等高压系统相关控制功能,产品技术国内一流、国际领先
- +6.6kW充电/3.3kW对外供电功能的双向充电机自主开发、动力总成集成开发工作;
- 开展了双向充电、DC/DC、逆变充电技术预研工作



轻量化技术

- 北汽新能源已经将轻量化技术应用及整车重量管控落实于全新车型项目开发过程中。
- 结合轻量化规划、车型开发以新材料应用为主,辅以结构优化、先进工艺和模块化、集成化技术,在整车各系统中充分挖掘轻量化技术应用潜力,同时通过建立材料、紧固件、整车防腐、化工辅料管控能力,弥补车型开发空白,确保开发更具竞争力的产品。



电控技术

- 完成控制系统架构梳理,逐步实现架构的平台化体系,启动新架构开发
- 完成远程刷新功能开发及验证工作;
- 掌握VCU、BMS、MCU、三电功能安全的自主开发能力;
- 掌握基于AUTOSAR4.0标准的自主软件开发与集成能力。



智能化、网联化技术

- 北汽新能源从2011年开始,深度整合Telematics无线技术、电动汽车车辆控制技术、信息(IT)技术,成功建立了国内首家规模最大的电动汽车远程监控平台;
- 智能网联,开发机屏互联、三屏互动、i-link服务功能应用APP;
- 智能驾驶,围绕Level2的智能驾驶辅助,开发LDW、FCW、ACC、AEB、APA、BSD、AVM七项子功能系统;同步探索自动驾驶技术。

资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

北汽新能源规划在全球设立7个海外研发中心,开展“五国七地”的研发布局。整合全球优质资源和人才资源,促进研发的多元化发展,打造技术领先而富有全球竞争力。

力的产品,在电池、电机、整车开发及设计领域整合全球优质资源,打造全球领先的新能源汽车价值链。除德国慕尼黑和日本东京的研发中心处于规划建设阶段外,北京、西班牙巴塞罗那、德国亚琛、德国德累斯顿、美国硅谷、美国底特律五个研发中心均已挂牌建立。

图 13:北汽海外“五国七地”研发布局



资料来源:网络资料、东兴证券研究所

中国“蓝谷”对标宝马、特斯拉,9大研发中心推进新能源汽车技术升级发展。2017年9月5日,投资百亿的亦庄蓝谷新能源汽车科技创新中心正式启用,该中心涵盖整车、电池工程、电驱动工程、智能网联工程、轻量化、造型工程、验证等9个核心研发中心,同时建设全球运营总部、研发总部、营销中心等,计划打造成具有全球影响力的新能源汽车共性、前沿关键技术的集成创新中心。伴随着中国蓝谷的正式启用,这里将不仅成为行业内的又一新地标,也标志着北汽新能源迈上新征程,将以全新的战略、创新的科技巩固行业内领袖地位,以崭新的姿态和更高的要求,为建设“一个卫蓝梦,两个世界级”不懈努力。

图 14:亦庄蓝谷新能源汽车科技创新中心



资料来源:网络资料、东兴证券研究所

2.3 创新营销模式开辟新市场

公司积极探索共享出行，实现了绿狗租车、北京出行、北汽绿行和轻享出行等多种创新性营销模式，自由分时租赁车辆已达到行业规模的 70%以上，网点规模超过行业的 35%。截止 2017 年底，轻享出行已覆盖全国 12 个城市，包括北京、三亚、潍坊、泰州、沧州、广州、重庆、成都、青岛、西安、兰州、天津；轻享出行运营车辆规模已达 10000 台。平台在线车辆规模已达 31500 台。轻享注册会员超过 5 万人，平台注册会员超过 25 万人。

图 15:北汽新能源探索共享出行新模式



资料来源：网络资料、东兴证券研究所

北汽新能源经销商建店速度行业领先。2017 年，北汽新能源在全国 25 个省 139 个城市，新建 235 家店（A 网 10 家，225 家 B 网），累计建店总数共 300 家经销商。北汽是唯一的一家采用单独生产销售和建网模式经营的汽车企业。通过独立建店形式，建店速度非常快，基于这样的销售网络实现了 10 万台的销量。

2.4 服务创新树立品牌价值

北汽新能源服务站数量可观。截至 2017 年底，北汽新能源在全国有 250 家的服务站，4 个备件中心，全国范围内具有很强大的服务能力。针对新能源汽车独有的换电服务，北汽新能源已在北京、厦门、兰州、广州四个城市投放了超过 3,500 辆换电出租车，在北京市配套建成换电站 97 座。换电每次只需要 3 分钟，行驶里程达 220 公里至 250 公里，提升了纯电动出租车运营效率。广州市投放首批 200 台换电出租车并投入运营，建设完成 3 座服务站。兰州建成 4 座服务站。

图 16:北汽新能源换电业务



资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

北汽新能源的售后服务也是业内领先水平。北汽实行“智·惠管家”战略, 电池及核心零部件提供 8 年/15 万公里质量担保; 电芯提供终身质量担保; 提供 3 年/12 万公里整车质量担保; 提供前两次免费保养; 质保维修时长不超过 48 小时, 否则免费提供代步车; 24 小时车辆技术状态检测并适时进行维护提醒或上门服务; 24 小时救援服务; 动力电池优惠以旧换新; 品质优良的原厂备件; 提供会员增值、优惠活动; 实行一对一管家服务, 共享“智·惠管家”。

3. 北汽新能源估值合理, 受资本市场追捧

3.1 B 轮融资超市场预期, 估值达到 280 亿

A 轮融资募集资金 30 亿。在国内新能源汽车市场竞争不断加剧之际, 北汽新能源加快上市步伐, 2016 年完成 A 轮 30 亿的融资, 投资方有京西创投 (首钢基金) 北京工业发展投资、北汽集团、北京电子控股、北京国有资本。

B 轮融资募集资金 111.18 亿元, 估值 280 亿, 北京产权交易所规模最大的国企项目融资。2017 年北汽新能源 B 轮增资超预期, 共有中国信达、中冀投资、星网工业园、国轩投资等 14 家出资者, 认购超过 20 亿股股份, 募集资金达到 111.18 亿元。北汽新能源在获得大量资金同时, 优化了股东结构, 获得新能源汽车产业链上一些核心供应商的支持, 为公司保持在新能源汽车领域的竞争力提供了保障。完成 B 轮融资之后, 北汽新能源共计有 33 家股东, 合计持有公司近 53 亿股股份。其中, 国有及国有控股比例达 67.55%, 社会资本占 32.04%, 员工持股占 0.41%。北汽新能源仍然是一家国有控股混合所有制公司, 公司控股股东北汽集团及其关联方合计持有公司 41.19% 股份。B 轮融资主要用于四方面: 主要用于新技术与新产品研发; 试验验证能力建设; 智能制造及核心零部件投资; 商业模式创新应用。按照 B 轮融资的股价 5.4 元计算, 目前北汽新能源的市值为 280 亿人民币。

图 17: 北汽新能源 B 轮融资



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

员工持股计划顺利完成，未来或将进一步推出股权激励。与B轮融资同步进行的是，核心员工持股计划正式完成，北汽新能源公司96名管理、技术、营销和专业方面的骨干员工，通过两个有限合伙公司作为持股平台，与外部投资者同期同股同价，认购B轮增资发行的2192万股股份，占公司总股本的0.41%。这样的试水，走出了北京地方国企混合所有制改革的重要一步。此举旨在激发管理层和核心员工的积极性。员工持股与其他外部投资方同股同价，由员工个人出资购买。96名已经入股的员工只是第一批，公司已经预留了相应股份，为未来新加入北汽新能源的高端人才，将会提供有竞争力的股权激励体系，吸引专业人才。

3.2 资产置换+发行股份购买资产，北汽新能源估值达288.5亿元

前鋒股份以截至2017年10月31日拥有的全部资产和负债（作为置出资产），与北汽集团截至2017年10月31日持有的北汽新能源股份中的等值部分进行置换，前鋒股份置出的全部资产、负债、业务由北汽集团指定四川新泰克承接。同时，前鋒股份向北汽集团及北汽新能源除北汽集团外的其他股东发行股份，购买其持有的剩余全部北汽新能源股权。截至2017年10月31日，拟置出资产净资产账面价值为7,307.68万元，评估价值为18,708.61万元，增值额为11,400.93万元，增值率为156.01%。北汽新能源100%的股权的评估值为2,884,955.47万元，经协商交易作价2,884,955.47万元。

本次交易中拟置入资产最终作价2,884,955.47万元，拟置出资产的最终作价为18,708.61万元，通过重大资产置换与拟置入资产的价款等值部分抵消后，拟置入资产剩余差额部分为2,866,246.86万元。按照发行价格37.66元/股计算，本次向北汽集团等36名交易对方非公开发行股份数量合计为761,085,182股，拟在上交所上市。

此外，公司还将募集配套资金，配套融资总额不超过200,000.00万元，扣除相关中介机构费用后全部用于北京新能源创新科技中心项目、北汽新能源C35DB车型项目、北汽新能源N60AB车型项目、北汽新能源N61AB车型项目。上市公司将持有北汽新能源100%股权。上市公司将从主营房地产开发与销售，转变为以纯电动新能源乘用车与核心零部件的研发、生产、销售和服务为主营业务，完成业务转型。

3.3 对标比亚迪，北汽新能源目标估值

北汽新能源是 A 股最纯正的新能源汽车标的。北汽新能源实现国内纯电动销售汽车销售五连冠，2017 年突破 10 万辆的销售目标，市占率高达 23%。2018 年，2019 年预计公司产销量继续保持 60%左右的高增长。销售五连冠的背后，是北汽产品、研发、营销、服务四轮驱动，助力北汽新能源乘用车销量冠军。

对标比亚迪新能源板块市销率估值。

根据 2017 年全年北汽新能源汽车分车型的销量数据，(1-11 月为公司披露数据，全年累计总销量数据 103199 来源于乘联会，根据前 11 月各车型销量占比估计得到全年各车型销量数据)以及每种车型的指导价(取区间上限与下限求平均，数据来源汽车之家)，求出北汽新能源 2017 年全年新能源汽车的营业收入为 121.70 亿元。

由于目前我国 A 股没有纯电动车标的可以作为可比公司，因此我们选取新能源汽车板块占比较高的比亚迪作为可比公司。将比亚迪业务拆分为两部分，即传统汽车板块与新能源汽车板块。其收入如下表所示。

表 3 比亚迪分板块收入

	总市值(亿元)	全部收入(百万)	新能源板块收入(百万)	传统汽车板块收入(百万)	新能源板块占比
比亚迪	1,777.87	110,752.76	27961.72	82791.04	25.2%

资料来源：网络资料，东兴证券研究所

对于传统汽车板块，选取广汽、长安和长城三家新能源业务占比非常小的公司作为传统汽车板块的可比公司，在分别求出其市销率的基础上，取三家公司的均值 1.3 作为传统汽车板块的市销率。

表 4 比亚迪分板块收入

	总市值(亿元)	总收入(百万)	市销率
长安汽车	586.50	78,959.55	0.73
长城汽车	974.91	99,031.00	0.97
广汽集团	1552.64	70,171.19	2.20

资料来源：wind，东兴证券研究所

根据比亚迪传统汽车板块的营业收入 827.91 亿与市销率 1.30 求出传统汽车板块的市值 1076.29 亿，与比亚迪目前总市值之间的差值即为比亚迪新能源汽车板块的市值 700.58 亿。进一步，根据比亚迪新能源汽车板块的收入与上述求得的比亚迪新能源汽车板块市值求出新能源汽车板块的市销率 2.5。根据这一市销率与北汽新能源的营业收入 121.70 亿相乘即可求出北汽新能源估值 304.25 亿元，与公司方案接近。

4. 风险提示：

北汽新能源销量不及预期、新能源汽车补贴退坡大幅低于预期。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	369	13492	25406	37662	58420	营业收入	11	9372	12170	20162	31367
货币资金	107	2254	5488	4850	7546	营业成本	8	8418	10312	16533	25094
应收账款	0	7471	8882	14716	22894	营业税金及附加	1	17	22	37	57
其他应收款	5	9	11	19	29	营业费用	1	550	730	1210	1882
预付款项	0	41	41	41	41	管理费用	13	469	609	1009	1570
存货	208	419	800	1283	1947	财务费用	-1	-3	-26	114	587
其他流动资产	49	182	182	182	182	资产减值损失	1	111.62	100.00	100.00	100.00
非流动资产合计	94	2868	4232	5465	6645	公允价值变动收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	40	110	80	70	80	投资净收益	0	152.33	-32.00	50.00	50.00
固定资产	16	1156	2946	4247	5470	营业利润	-12	-39	390	1210	2128
无形资产	0	626	563	507	456	营业外收入	1	153.23	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	0	50	50	50	50	营业外支出	22	15.84	20.00	20.00	20.00
资产总计	463	16360	29638	43127	65065	利润总额	-33	99	420	1240	2158
流动负债合计	109	11392	13099	25640	45928	所得税	5	-10	168	186	324
短期借款	0	435	0	5507	16113	净利润	-38	108	252	1054	1834
应付账款	8	4662	5711	9156	13897	少数股东损益	-7	-20	-15	-15	0
预收款项	0	130	130	130	130	归属母公司净利润	-30	128	267	1069	1834
一年内到期的	0	1	1	1	1	EBITDA	-12	658	718	1829	3293
非流动负债合计	82	16	16	16	16	BPS (元)	0	0.04	0.28	1.12	1.91
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	190	11408	13115	25656	45943	成长能力					
少数股东权益	55	7	-8	-23	-23	营业收入增长	-64.28%	170.00%	29.86%	65.68%	55.57%
实收资本(或股	198	959	959	959	959	营业利润增长	-429.37%	-85.74%	-1107.45	210.67%	75.82%
资本公积	73	4447	15565	15565	15565	归属于母公司净利润	-332.61%	-174.74%	108.08%	300.86%	71.55%
未分配利润	-56	-461	-20	838	2305	获利能力					
归属母公司股	218	4945	16531	17493	19144	毛利率(%)	27.46%	10.18%	15.26%	18.00%	20.00%
负债和所有者	463	16360	29638	43127	65065	净利率(%)	-354.63%	1.16%	2.07%	5.23%	5.85%
现金流量表						总资产净利润(%)	-6.54%	0.78%	0.90%	2.48%	2.82%
单位: 百万元						ROE(%)	-13.88%	2.59%	1.61%	6.11%	9.58%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
经营活动现金	-21	-1608	-5836	-4134	-5331	资产负债率(%)	41.08%	69.73%	44.25%	59.49%	70.61%
净利润	-38	108	252	1054	1834	流动比率	3.40	1.18	1.94	1.47	1.27
折旧摊销	1	699	354	505	578	速动比率	1.49	1.15	1.88	1.42	1.23
财务费用	-1	-3	-26	114	587	营运能力					
应收账款减少	0	-5172	-1411	-5834	-8178	总资产周转率	0.02	0.84	0.53	0.55	0.58
预收账款增加	0	-57	0	0	0	应收账款周转率	-	1.92	1.49	1.71	1.67
投资活动现金	-135	402	-1841	-1790	-1810	应付账款周转率	1.02	2.74	2.35	2.71	2.72
公允价值变动	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资	0	555	30	10	-10	每股收益(最新摊薄)	-0.15	0.04	0.28	1.12	1.91
投资收益	0	152	-32	50	50	每股净现金流(最新	-0.79	0.42	3.37	0.00	-0.66
筹资活动现金	0	3	10910	5286	9836	每股净资产(最新摊	1.10	1.55	17.24	18.25	19.97
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	-327.97	1252.51	180.33	44.99	26.22
普通股增加	0	1200	0	0	0	P/B	45.43	32.47	2.91	2.75	2.51
资本公积增加	0	1872	11117	0	0	EV/EBITDA	-851.25	241.43	59.37	26.66	17.21
现金净增加额	-156	-1204	3233	-637	2695						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

孙浩然

中国人民大学金融研究生，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。