

新能源乘用车纯正标的

投资要点

- **业绩总结：**公司发布2018年三季度报，实现营收97.9亿元，同比增长63.2%，归母净利润1.3亿元，同比增长56.1%，扣非净利润0.3亿元，同比增长551.2%。单三季度实现营收41.72亿元，同比增长82.2%，归母净利润0.46亿元，同比下降31.9%，扣非净利润0.31亿元，同比增长1993.6%。
- **补贴调整，短期对公司盈利能力构成压力。**2018年补贴在2017年基础上进行退坡，其中，2018年2月12日到2018年6月11日过渡期间，新能源乘用车补贴按70%进行。过渡期之后，按照续航里程以及动力电池系统的能量密度等指标，进行差异化补贴，总体来说，续航里程高的车型，补贴金额下滑少，甚至不下滑，续航里程低的车型，补贴金额下滑较大，并取消了150公里续航里程以下车型的补贴。公司过去以低续航A00级别车型为主，补贴调整形成短期负面冲击，公司加大高续航产品开拓，重磅产品EX360小型SUV取得较好表现，公司前三季度营收实现超过60%的高增长。
- **借壳上市，做大做强，股东实力雄厚，机制灵活，行业地位领先。**北汽新能源100%股权（作价288亿元）已经注入上市公司，方式为发行股份，以37.66元/股向北汽集团等35名交易对方非公开发行股份数量合计为7.61亿股，北汽新能源实现借壳上市，依托资本市场做大做强。公司股东包括北汽集团、北汽汽车、戴姆勒等整车厂，国轩高科、宁德时代、大洋电机、庞大集团等上下游企业，三六零软件、天相投资等机构，以及鹏盈创梦、鹏盈致远等员工持股平台。股东实力雄厚，且多元化的股权结构，有助于保障公司技术领先，扩大公司品牌影响力。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年EPS分别为0.06元、0.14元、0.26元，对应PE估值分别为163倍、68倍、36倍，对应PB估值分别为1.84倍、1.80倍、1.73倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**新品牌拓展不顺利的风险；补贴退坡带来盈利能力下滑超预期风险；产品结构调整不及预期风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	38.22	17279.20	24297.05	32681.40
增长率	612.13%	45104.39%	40.61%	34.51%
归属母公司净利润（百万元）	7.72	188.83	453.09	865.24
增长率	123.12%	2345.31%	139.95%	90.96%
每股收益EPS（元）	0.002	0.06	0.14	0.26
净资产收益率ROE	2.08%	1.13%	2.65%	4.85%
PE	3985	163	68	36
PB	159.78	1.84	1.80	1.73

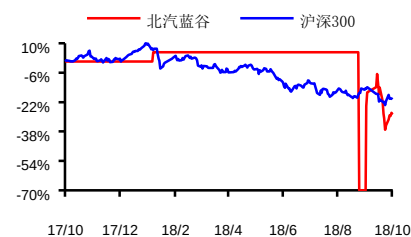
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘洋
 执业证号：S1250518090002
 电话：021-58351909
 邮箱：liuyqc@swsc.com.cn

分析师：梁美美
 执业证号：S1250518100003
 电话：021-58351937
 邮箱：lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	33.55
流通A股(亿股)	3.97
52周内股价区间(元)	7.9-52.69
总市值(亿元)	308
总资产(亿元)	4.16
每股净资产(元)	0.94

相关研究

1 新能源汽车龙头

公司原主营业务为房地产开发与销售、商品销售等，房地产经营模式以自主开发销售为主。2018 年通过重大资产重组，公司置出原有资产和负债，并置入北汽新能源 100% 股权，从而转入以新能源汽车与核心零部件的研发、生产、销售和服务行业。北汽新能源主营业务为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，掌握纯电动汽车三电系统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、市场销量最高、产业链最完整的新能源汽车企业之一。

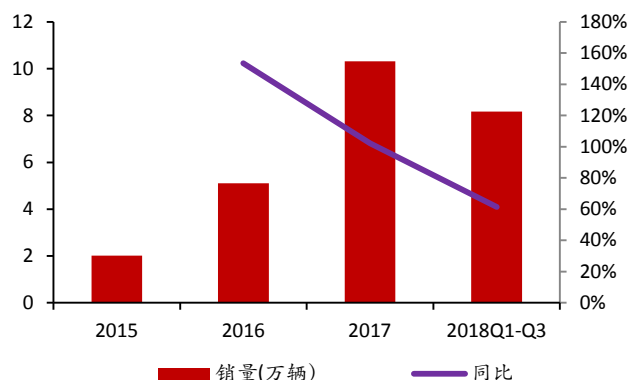
图 1：公司主营整车产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

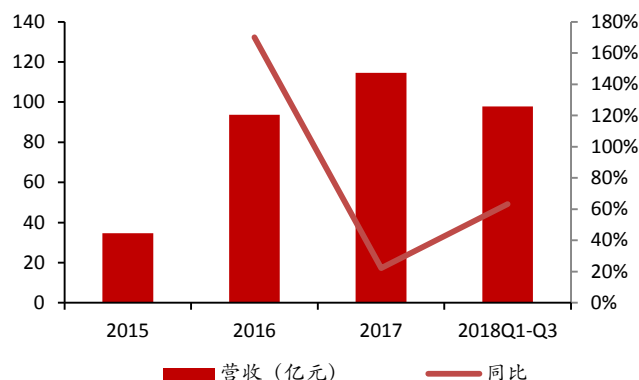
经营状况：北汽新能源销量过去几年持续攀升，2017 年突破 10 万辆，新能源汽车销量仅次于比亚迪，2018 年继续保持高增长，前三季度实现销量 8.2 万辆，同比增长 61%。公司 2018 年前三季度实现营收 97.9 亿元，同比增长 63.2%，归母净利润 1.3 亿元，同比增长 56.1%，扣非净利润 0.3 亿元，同比增长 551.2%。单三季度实现营收 41.72 亿元，同比增长 82.2%，归母净利润 0.46 亿元，同比下降 31.9%，扣非净利润 0.31 亿元，同比增长 1993.6%。

图 2：北汽新能源 2015 年以来汽车销量及增速



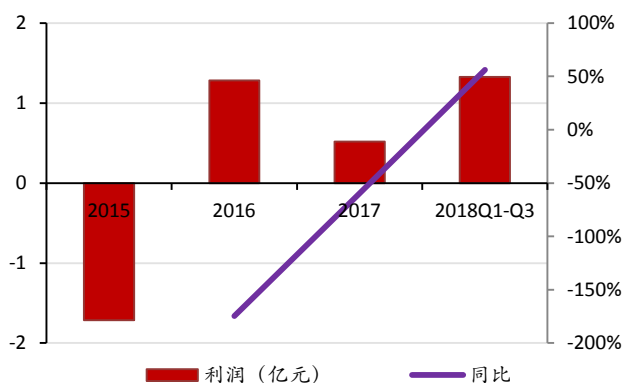
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：北汽新能源 2015 年以来营收及增速



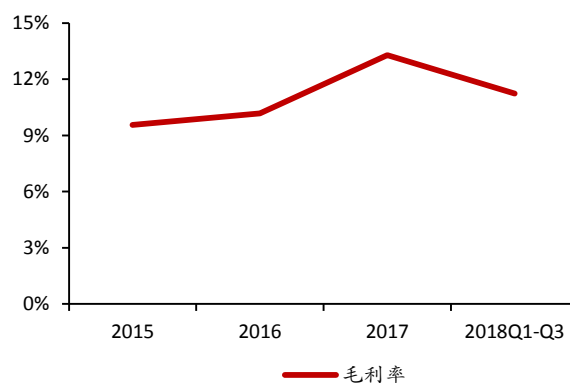
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：北汽新能源 2015 年以来净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：北汽新能源 2015 年以来毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

公司目前已成功注入北汽新能源汽车资产，置出原有全部资产，以下假设 2015~2017 年部分为北汽新能源收入和毛利率数据。公司只生产纯电动乘用车，销量增速对标国内新能源乘用车市场。

1) 整车业务：公司 2018 年前三季度整车销量增速为 61%，EC3、EX5 等新车 2018H2 陆续上市，产能爬坡，保障销量增速提升，假设 2018-2020 年整车销量增速为 70%、50%、40%，价格保持稳定。

2) 其他业务：假设 2018-2020 年其他业务销量增速为 8.4%、8.0%、8.0%，价格稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：公司分业务收入和毛利率（2015、2016、2017 年为注入资产标的的数据）

单位：百万元		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
整车	收入	1,721.00	4,327.00	7,892.88	13,417.89	20,126.84	28,177.58
	同比		151.42%	82.41%	70.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	9.69%	13.02%	13.64%	13.50%	13.30%	13.10%
其他	收入	1,749.90	5,045.00	3,562.12	3,861.31	4,170.21	4,503.83
	同比		188.30%	-29.39%	8.40%	8.00%	8.00%
	毛利率	9.43%	7.74%	12.51%	8.25%	8.25%	8.25%
合计	收入	3,470.90	9,372.00	11,455.00	17,279.20	24,297.05	32,681.40
	同比		170.02%	22.23%	50.84%	40.61%	34.51%
	毛利率	9.56%	10.18%	13.29%	12.33%	12.43%	12.43%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.06 元、0.14 元、0.26 元，对应 PE 估值分别为 163 倍、68 倍、36 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况（2018 年 10 月 30 日）

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002594.SZ	比亚迪	1.49	1.24	1.71	31	38	27
600660.SH	福耀玻璃	1.26	1.61	1.77	17	13	12
600933.SH	爱柯迪	0.55	0.60	0.71	14	13	11
601799.SH	星宇股份	1.70	2.23	2.89	28	21	17
	平均值				21	21	17
600733.SH	北汽蓝谷	0.00	0.06	0.14	3985	163	68

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 新品牌拓展不顺利的风险；
- 2) 补贴退坡带来盈利能力下滑超预期风险；
- 3) 产品结构调整不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	38.22	17279.20	24297.05	32681.40	净利润	4.87	188.73	452.86	864.80
营业成本	23.39	15149.09	21275.99	28618.42	折旧与摊销	1.10	6.54	22.85	50.13
营业税金及附加	1.10	34.56	48.59	65.36	财务费用	1.86	70.41	185.37	384.10
销售费用	0.35	1209.54	1457.82	1634.07	资产减值损失	0.33	20.00	10.13	11.79
管理费用	7.43	863.96	1093.37	1307.26	经营营运资本变动	-15.77	-10288.40	-3569.64	-4603.82
财务费用	1.86	70.41	185.37	384.10	其他	-29.69	-270.00	-308.32	-362.69
资产减值损失	0.33	20.00	10.13	11.79	经营活动现金流净额	-37.31	-10272.72	-3206.75	-3655.69
投资收益	1.05	250.00	300.00	350.00	资本支出	0.66	-500.00	-700.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	11.66	250.00	300.00	350.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	12.32	-250.00	-400.00	-650.00
营业利润	4.85	181.64	525.78	1010.42	短期借款	0.00	265.11	3873.87	3647.69
其他非经营损益	-0.06	7.00	7.00	7.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.80	188.64	532.78	1017.42	股权融资	0.00	16300.00	0.00	0.00
所得税	-0.07	-0.09	79.92	152.61	支付股利	0.00	-2.32	-56.65	-135.93
净利润	4.87	188.73	452.86	864.80	其他	37.88	-70.41	-185.37	-384.10
少数股东损益	-2.85	-0.09	-0.23	-0.44	筹资活动现金流净额	37.88	16492.39	3631.86	3127.67
归属母公司股东净利润	7.72	188.83	453.09	865.24	现金流量净额	12.89	5969.67	25.10	-1178.03
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	78.03	5782.58	3644.56	4902.21	成长能力				
应收和预付款项	2.24	23997.01	30915.26	38492.97	销售收入增长率	612.13%	45104%	40.61%	34.51%
存货	216.74	1514.72	2125.60	2860.75	营业利润增长率	192.27%	3642.87%	189.46%	92.18%
其他流动资产	32.38	5183.76	7289.12	9804.42	净利润增长率	111.25%	3774.26%	139.95%	90.96%
长期股权投资	39.70	39.70	39.70	39.70	EBITDA 增长率	323.19%	3212.37%	183.85%	96.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	14.65	508.25	1185.53	2135.52	毛利率	38.80%	12.33%	12.43%	12.43%
无形资产和开发支出	0.00	-0.05	-0.11	-0.17	三费率	25.22%	12.41%	11.26%	10.18%
其他非流动资产	0.96	0.89	0.81	0.73	净利率	12.74%	1.09%	1.86%	2.65%
资产总计	384.71	37026.85	45200.46	58236.14	ROE	2.08%	1.13%	2.65%	4.85%
短期借款	0.00	0.00	1710.75	7794.12	ROA	1.27%	0.56%	1.00%	1.48%
应付和预收款项	25.27	20108.12	26113.50	32263.51	ROIC	6.07%	3.70%	3.75%	5.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.42%	1.50%	3.02%	4.42%
其他负债	124.94	197.81	259.08	332.50	营运能力				
负债合计	150.21	20305.93	28083.32	40390.13	总资产周转率	0.10	1.01	0.61	0.63
股本	197.59	3355.35	3355.35	3355.35	固定资产周转率	2.55	126.63	50.16	31.00
资本公积	73.22	13215.46	13215.46	13215.46	应收账款周转率	—	1.54	0.94	1.00
留存收益	-78.24	108.27	504.71	1234.02	存货周转率	0.11	17.49	11.68	11.47
归属母公司股东权益	192.56	16679.08	17075.52	17804.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	17.64%	—	—	—
少数股东权益	41.94	41.85	41.62	41.18	资本结构				
股东权益合计	234.50	16720.92	17117.13	17846.01	资产负债率	39.04%	60.80%	67.50%	69.34%
负债和股东权益合计	384.71	37026.85	45200.46	58236.14	带息债务/总负债	0.00%	1.29%	13.57%	19.28%
					流动比率	3.17	1.62	1.44	1.39
					速动比率	1.08	1.55	1.37	1.32
					股利支付率	0.00%	1.23%	12.50%	15.71%
					每股指标				
					每股收益	0.002	0.06	0.14	0.26
					每股净资产	0.06	4.97	5.09	5.31
					每股经营现金	-0.01	-3.06	-0.96	-1.09
					每股股利	0.00	0.00	0.02	0.04
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	7.81	258.59	734.00	1444.65					
PE	3984.52	162.95	67.91	35.56					
PB	159.78	1.84	1.80	1.73					
PS	804.94	1.78	1.27	0.94					
EV/EBITDA	222.07	109.99	42.59	23.29					
股息率	0.00%	0.01%	0.18%	0.44%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn