

奔驰高增长，自主卸包袱

中信证券研究部

2018年2月14日

陈俊斌

电话: 010-60836703

邮件: chenjb@citics.com

执业证书编号: S1010512070001

联系人: 宋韶灵

电话: 010-60836714

邮件: songshaoling@citics.com

联系人: 汪浩

电话: 010-60836732

邮件: wanghao7@citics.com

投资评级

买入 (维持)

当前价: 11.1 港元

目标价: 16.2 港元

事项:

2月13日, 公司披露预计2017年业绩下滑约65%, 其中北京奔驰盈利约179亿元。对此我们点评如下:

评论:

2017年北京奔驰业绩符合预期。2月13日, 公司公告2017年业绩下滑约65%至22.5亿元左右, 其中预计奔驰91亿元, 现代亏损2亿元, 自主亏损65亿元以上。2017年公司业绩下滑幅度较大, 主要因为国内车市竞争加剧和中韩关系受萨德影响, 北汽自主品牌销量下滑一半, 北京现代下滑31%。全年北京奔驰单车平均售价为28万元(2017年: 27万元), 单车利润4.3万元(2016年3.5万元), 单车盈利较2016年大幅提升8000元, 主要因为E级+GLC占比从2016年的46%提升到2017年的53%。

北汽自主预计计提亏损增加, 2018年有望轻装上阵。2017年自主销量、业绩承压, 预计全年亏损65亿元以上, 其中四季度计提亏损预计将达到20亿元以上。2018年, 公司明确自主努力减亏, 主要通过两种方式: 1. 剥离亏损品牌, 主要是威旺品牌, 预计有望减亏10亿左右; 2. 公司剥离部分富余产能, 包括已经公告的转让北京分公司部分资产给北京奔驰(30万产能, 2017年仅利用7万左右)。自主品牌剥离亏损资产拉开序幕, 预计2018年有望减亏至45亿元, 也有助加快公司回A进程。

北京现代低点已过, 销量回升。北京现代最差的时间已经过去, 17年月销已经从二季度单月的3.5万辆提升到12月的12万辆。此外, 北京现代去年二季度亏损超10亿元(2016年盈利78亿元), 经历了“压力测试”, 促使公司加快推进“本土化2.0战略”, 全新一代ix35不仅为中国市场量身打造, 而且指导价直接从老款的14.98万元下降至新款的11.99万元, 向自主品牌看齐。随着产能利用率的恢复, 预计2018年北京现代将实现扭亏为盈, 贡献投资收益5亿元左右。

北京奔驰表现持续优秀, 净利率提升近3个百分点。2017年, 北京奔驰累计销售42万辆, 增长33%, 表现持续优秀。2017年, 公司实现收入154亿欧元, 同比增长32%, 净利润23.5亿欧元, 同比大幅增长62%, 约180亿人民币。盈利能力方面, 2017年公司净利率从2016年的12.4%提升到15.3%, 大幅提升近3个百分点, 傲视群雄。2018年, 奔驰产品力依然处于高位, 预计全年盈利有望超过200亿元。估值方面, 预计2019年底开始量产电动车, 将给北京奔驰在目前“消费升级”的基础上, 叠加“电动化”的产业趋势, 估值提升有空间。

风险因素

奔驰销量不达预期；北京现代盈利大幅下滑；自主品牌继续大幅亏损；集团人事变动等。

投资建议

根据公司业绩预告，下调公司 2017/18/19 年 EPS 预测至 0.29/0.85/1.18 元（原预测 0.44/0.85/1.19 元），分别对应 30/11/8 倍 PE。2017 年北京奔驰业绩符合预期，自主预计计提亏损较多有助于 2018 年轻装上阵。考虑不同业务板块的盈利前景，我们对于北京汽车进行分部估值。考虑自主品牌启动亏损资产剥离，估值归零；北京现代给予 6 倍 PE，对应 30 亿市值；北京奔驰给予 10 倍 PE，对应 1020 亿市值；合计 1050 亿元市值，继续重点推荐，维持“买入”评级，维持目标价 16.20 港元。

表 1：北京汽车盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	84,112	116,199	136,187	164,818	180,000
增长率 YoY%	49.21	38.15	17.20	21.02	9.21
净利润(百万元)	3,319	6,367	2,217	6,419	8,998
增长率 YoY%	-26.43	91.86	-65.17	189.46	40.18
毛利率%	18.16%	22.57%	23.60%	25.46%	26.79%
每股收益 EPS(元)	0.44	0.84	0.29	0.85	1.18
每股净资产 BPS(元)	4.61	5.29	5.49	6.08	6.91
P/E	20	11	30	11	8
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 2 月 13 日收盘价；1 港币=0.87 RMB

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSASingapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSASingapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系CLSASingapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。