

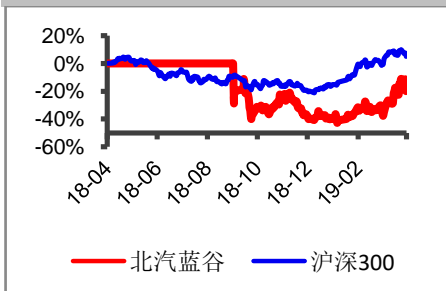
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	10.01
52周最高(元)	14.66
52周最低(元)	7.50
总市值(亿元)	350
流通市值(亿元)	39.73
总股本(亿股)	34.94
流通股本(亿股)	3.97

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
 SAC 执业证书编号：S1340511010001
 Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺
 SAC 执业证书编号：S1340118070002
 Email: gaohe@postoa.com.cn
 电话：010-67017788-9510

相关研究报告

北汽蓝谷 (600733.SH):
北汽旗下电动车平台，投资助力未来发展
核心观点：
● 北汽旗下电动车生产、销售平台

2013年，北汽新能源从北京汽车(1958.HK)剥离，成为北汽集团旗下独立的新能源汽车制造、销售平台。2018年，北汽新能源重组上市，简称北汽蓝谷。

在生产模式上，北汽蓝谷向普莱德、孚能、国轩高科、北汽大洋、欣锐科技等供应商采购电池、电控、电机等原材料，通过自主生产或与北京汽车合作生产的模式进行整车生产。自主生产模式下，北汽蓝谷利用自有产线生产新平台车型，主要为EC、LITE等微型电动车；合作生产模式下，北汽蓝谷将动力系统出售给北京汽车，北京汽车利用传统燃油汽车产线进行生产，产成后销售给北汽蓝谷，主要为EV、EX、EU、EH等A0级以上电动轿车、SUV等。

在销售模式上，北汽蓝谷自主生产和合作生产的电动车均通过北汽蓝谷销售公司对外销售。北汽新能源通过自建渠道以及与国内著名经销商开展合资合作，构建了全国性的独立新能源汽车销售网络。自建渠道上，北汽新能源通过4S店+二级网络+城市展厅进行组合布局，形成了较为完善的销售网络。与经销商展开合作上，与北汽集团、庞大等建立了较好销售关系。

● 销量领先，产品升级持续进行

为适应电动汽车行业发展趋势，北汽蓝谷加快产品结构调整，形成两大产品矩阵，一是基于“达尔文系统”打造的升级型新一代中高端产品，二是具有高性价比普及型的国民纯电动车产品。

2018年，公司实现销量15.8万辆，同比增长53%，连续六年中国纯电动汽车销量第一。其中，公司中高端产品销售占比大幅提升，产品向上效果初显，产品结构优化：A0级以上车型销售占比达42%，同比增幅50%，其中A级车型占比20.3%，同比增幅达113%。A级轿车EU系列产品全年销售32288辆，销量同比增长176%；SUV产品EX系列全年销售28680辆，销量同比增长528%。公司强化国民车产

品升级，推出 EC 系列升级版产品 EC220、EC3，保持 EC 系列继续热销，连续两年在 A00 级市场保持领先。

2019 年一季度，公司生产 2852 辆，同比减少 88.30%，销售 25069 辆，同比增长 20.46%。从一季度的生产销售数据可以看出，与北京汽车合作生产的产品占比明显提升，销量增长迅速，公司产品结构进一步升级，更好的适应新一轮行业补贴政策。

● **投资助力未来发展，多款车在研**

公司多个重大投资项目在投，具有成为下一个比亚迪的潜质。2017 年 7 月，北汽新能源进行了 B 轮融资，投资项目包括造车工厂（24 亿）、锂电池资产（20 亿）、产品研发（4.56 亿）、技术开发（27.03 亿）。2018 年，重组配套募投项目计划投资 46.20 亿，投资项目包括科技中心（18.71 亿）、产品研发（27.49 亿）。

投资项目完成后，北汽蓝谷将：新增 10 万辆整车产能，3GWh 电池模组及电池包产能；提升产品竞争力，在研车型包括 C51EB、C40DB、C35DB、N60AB、N61AB，分别对应 A 级 SUV、A 级紧凑型电动轿车、A0 及电动车、A+级全新平台 SUV、A+级 CROSS；轻量化、电池系统集成与利用、一体化动力总成等技术取得进步；提供更好的研发办公环境。

● **盈利预测与投资评级**

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.06 元、0.13 元和 0.21 元，对应的动态市盈率分别为 172.72 倍、77.16 倍和 46.64 倍。给与“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示**

新车型开发进度不达计划；市场拓展不及预期。

盈利预测

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	16438	21966	28668	36666
增长率	43.02%	33.63%	30.51%	27.90%
归母净利润（百万）	155	202	453	750
增长率	279.66%	30.49%	123.83%	65.46%
EPS（元）	0.05	0.06	0.13	0.21
PE	225.36	172.72	77.16	46.64

数据来源：北汽蓝谷公告、中邮证券研发部

财务预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	6119	6673	6486	6687	营业总收入	16438	21966	28668	36666
应收款及预付款	23919	26332	28743	31148	营业总成本	17430	22976	29300	36899
存货	585	644	703	761	营业成本	14499	19282	24789	31298
其他流动资产	2430	2430	2430	2430	税金及附加	52	67	89	113
金融资产	164	164	164	164	销售费用	1457	1893	2497	3128
长期应收款	97	97	97	97	管理费用	937	1171	1494	1888
长期股权投资	161	161	161	161	财务费用	82	222	218	222
固定资产、无形资产	8826	8939	9016	9003	资产减值损失	402	194	49	49
其他非流动资产	997	997	997	997	其他经营收益	1138	1229	1125	1069
资产合计	43298	46437	48797	51449	投资净收益	42	92	92	92
短期借款	3505	3505	3505	3505	其他收益	1097	1137	1033	977
应付票据及应付账款	17063	18784	20503	22219	营业利润	145	219	493	836
预收款项及合同负债	251	276	302	327	加: 营业外收入	12	14	15	16
其他应付款	1694	1694	1694	1694	减: 营业外支出	1	1	1	1
一年内到期债务及其他流动负债	165	165	165	165	利润总额	157	232	508	852
金融负债	233	233	233	233	减: 所得税	13	31	55	102
长期借款和应付债券	2994	2994	2994	2994	净利润	144	202	453	750
其他长期负债	1152	1152	1152	1152	减: 少数股东损益	-11	-1	0	0
负债合计	27056	28802	30547	32288	归母净利润	155	202	453	750
股本	3355	3494	3494	3494					
资本公积	13036	13932	13932	13932	财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	-131	228	843	1754	成长能力				
归属于母公司所有者权益	16260	17654	18269	19180	营业收入增长率	43.02%	33.63%	30.51%	27.90%
少数股东权益	-18	-19	-19	-19	利润总额增长率	460.05	174.70%	68.99%	51.02%
权益合计	16243	17634	18250	19161	归母净利润增长率	279.66	131.56%	71.23%	48.08%
负债权益合计	43298	46437	48797	51449	盈利能力				
					毛利率	11.80%	12.22%	13.53%	14.64%
					归母净利率	0.94%	1.64%	2.15%	2.48%
					ROE	0.89%	2.03%	3.37%	4.75%
					偿债能力				
					资产负债率	62.49%	62.02%	62.60%	62.76%
					利息保障倍数	3.4040	1.58	2.54	3.78
					营运能力				
					存货周转率	24.80	29.96	35.28	41.10
					应收账款周转率	0.95	1.16	1.52	1.96
					总资产周转率	0.38	0.47	0.59	0.71
					每股指标与估值				
					EPS	0.05	0.10	0.18	0.26
					每股经营性现金流	-1.06	0.22	0.25	0.34
					每股净资产	4.85	5.05	5.23	5.49
					PE	225.36	97.34	56.85	38.39
					PB	2.15	1.98	1.91	1.82

数据来源: wind、北汽蓝谷公告、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。