CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：20-24 元
当前股价：14.26 元
2017 年 03 月 07 日

国机汽车 600335.SH

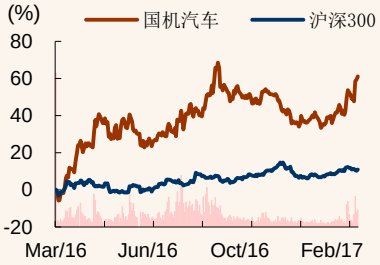
进军新能源整车制造，培育业绩增长新引擎

基础数据

上证综指	3234
总股本（万股）	102974
已上市流通股（万股）	86214
总市值（亿元）	147
流通市值（亿元）	123
每股净资产（MRQ）	6.7
ROE（TTM）	6.7
资产负债率	66.0%
主要股东	中国机械工业集团有
主要股东持股比例	58.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	2	60
相对表现	16	-1	48



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《国机汽车（600335）—业绩趋稳，内生外延转型综合服务商》2016-08-01

2、《国机汽车（600335）—利空出尽，2016 年业绩或迎大幅反弹》2016-04-15

3、《国机汽车（600335）—库存压力疏解，15 年业绩预期向上》2015-04-16

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

研究助理
寸思敏
cuansimin1@cmschina.com.cn

事件：

公司近日公告，拟出资 3.2 亿元（40%股权）联合国机资本、中国国际、中国电器院及其他社会资本投资设立新能源汽车公司，设计产能 10 万辆，正式进军新能源汽车政策制造及产业链相关服务。

评论：

1、进军整车制造，背靠集团培育中长期增长引擎

公司拟联国机资本、中国国际、中国电器院及其他社会资本投资设立新能源汽车公司，国机资本是集团下属专业投资平台、中国电器院为汽车行业提供制造装备、检测认证和；中机国际是汽车会展领域领先企业。其中国机汽车出资 3.2 亿元获取 40%股权。此举是继公司董事长、总经理履新后的首次新业务尝试，新任董事长陈有权总出身中汽工程，对汽车工程建设拥有丰富经验，此举凸显国机汽车作为集团内部唯一汽车类资产上市平台的主体作用，同时由于 40%股权尚未并表，也避免了投产前研发支出（集团层承担）对上市公司主体的业绩影响。

2、公司三大核心板块趋势向好，带来中长期业绩高增长

进口车服务：板块趋势向好，未来看点在于新车型导入及平行进口总对总上量。16 年公司新增保时捷、林肯、宾利等增值服务项目，毛利率低的资金融通项目占比逐渐降低，盈利能力显著提升；同时新增平行进口业务，打造总对总颠覆性新模式，目前已包销福特 3000-5000 台，单车毛利率 10%-20%，预计可贡献超 1 亿毛利，中长期目标 10%-20%市场份额。

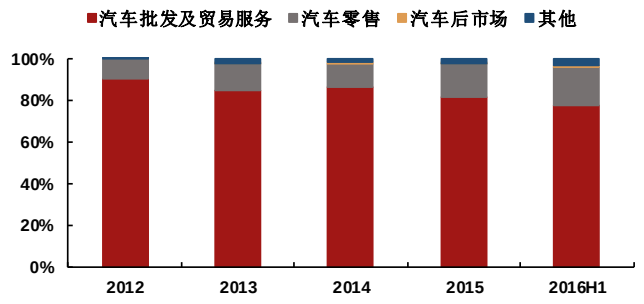
汽车零售：定位豪华车销售，受益行业回暖盈利能力显著增强增强，未来扩张可期。公司定位豪华车销售，行业回暖叠加公司内部精细化管理，16 年盈利大幅改善；行业并购整合大趋势不变，未来零售板块目标达到中型经销商规模。

融资租赁新业务：融资成本极具优势，背靠国机集团引爆未来增长。公司背靠国机集团，拥有 435 亿银行信用授信额度，平均资金成本低于 4%。17 年在集团兄弟合作基础上，大力拓展汽车金融服务，预计贡献净利润超过 1 亿。

我们认为公司作为汽车综合服务商，股价压制因素已经消除，作为国机集团旗下唯一上市平台，市场存在较强预期差。步入 17 年，公司进口批发、汽车零售、融资租赁板块均保持趋势向好，未来业绩增速有望保持 35%以上高增长。预估公司 16-18 年归母净利润分别为 6.04、8.14、10.41 亿元，对应 17 年 EPS 为 0.79 元，考虑未来业绩高弹性及资产注入预期，参考 17 年 25-30X 估值，给予目标价 20-24 元区间，**维持“强烈推荐-A”评级。**

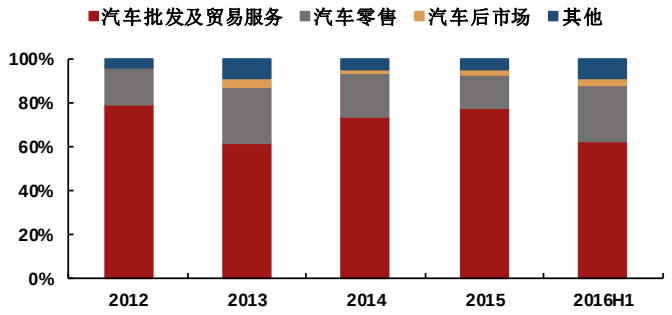
风险提示：进口车市场复苏不及预期；平行进口、融资租赁不及预

图 1：公司主营收入分业务一览



资料来源：公司公告，招商证券

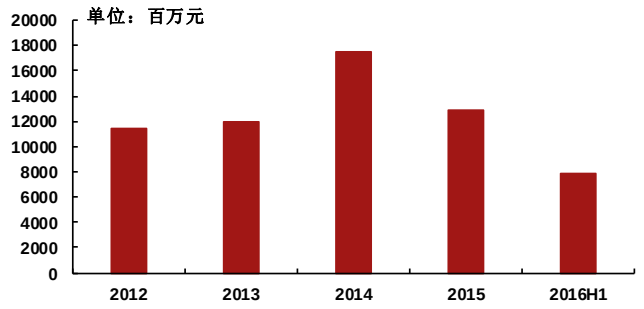
图 2：公司毛利润分业务一览



资料来源：公司公告，招商证券

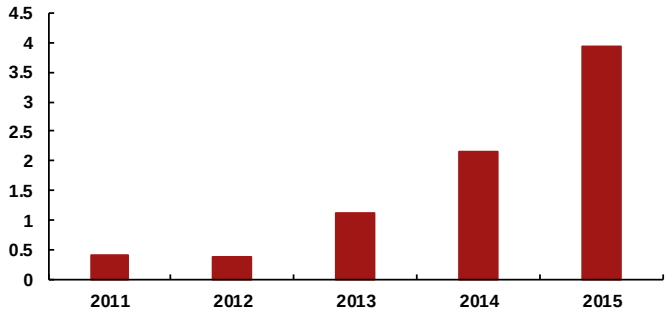
标题 1 说明：

图 3：公司近两年库存水平持续下降



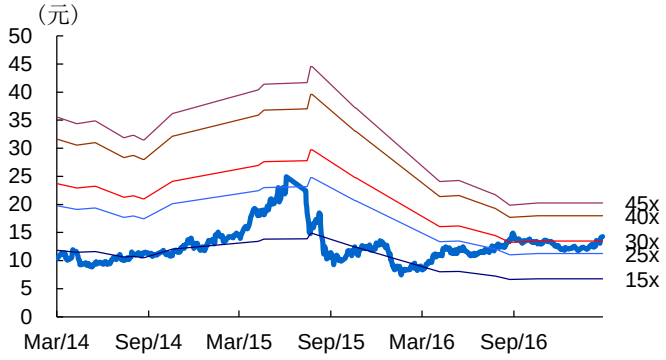
资料来源：公司公告，招商证券

图 4：公司应收账款周转天数极低



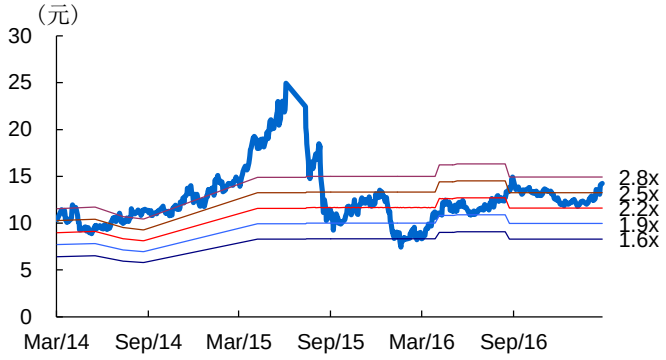
资料来源：公司公告，招商证券

图 5：国机汽车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：国机汽车历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	31073	24472	22929	25767	28703
现金	5405	3658	9591	12688	14512
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1559	433	341	354	382
应收款项	707	675	527	547	591
其它应收款	287	287	1213	683	850
存货	17467	12859	8637	8926	9599
其他	5648	6561	2620	2569	2769
非流动资产	3457	4343	4328	4308	4283
长期股权投资	141	104	104	104	104
固定资产	1353	1534	1699	1833	1943
无形资产	556	1176	1059	953	858
其他	1407	1528	1467	1418	1379
资产总计	**34530**	**28815**	**27258**	**30075**	**32986**
流动负债	28840	22067	19695	21992	24181
短期借款	18654	9589	10000	12000	13500
应付账款	2575	2158	1704	1761	1894
预收账款	2485	1800	1422	1470	1580
其他	5126	8519	6569	6761	7207
长期负债	342	1060	1060	1060	1060
长期借款	89	799	799	799	799
其他	253	261	261	261	261
负债合计	**29182**	**23127**	**20755**	**23052**	**25241**
股本	627	627	1030	1030	1030
资本公积金	1542	1604	1604	1604	1604
留存收益	2917	3272	3811	4503	5448
少数股东权益	263	185	58	(113)	(337)
归属于母公司所有者权益	5086	5503	6444	7136	8082
负债及权益合计	**34530**	**28815**	**27258**	**30075**	**32986**

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(3568)	9236	5998	2078	1360
净利润	855	481	604	816	1069
折旧摊销	333	364	461	467	472
财务费用	674	1234	350	450	505
投资收益	(62)	(14)	(37)	(39)	(40)
营运资金变动	(5330)	7262	4749	554	(423)
其它	(39)	(90)	144	(170)	(223)
投资活动现金流	(501)	(342)	(447)	(447)	(447)
资本支出	(552)	(446)	(447)	(447)	(447)
其他投资	51	105	0	0	0
筹资活动现金流	5424	(10596)	383	1465	911
借款变动	5271	(9393)	360	2000	1500
普通股增加	67	0	403	0	0
资本公积增加	665	62	0	0	0
股利分配	(252)	(125)	(66)	(124)	(124)
其他	(328)	(1139)	(314)	(411)	(465)
现金净增加额	1354	(1701)	5934	3096	1824

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	90344	64164	50549	52528	56688
营业成本	86792	60437	47739	49338	53056
营业税金及附加	47	34	27	28	30
营业费用	554	570	455	473	510
管理费用	648	643	505	525	567
财务费用	468	1143	350	450	505
资产减值损失	787	819	778	766	766
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	62	14	37	39	40
营业利润	1110	530	732	987	1293
营业外收入	48	107	65	69	73
营业外支出	33	20	56	56	56
利润总额	1126	618	741	1000	1311
所得税	344	238	263	355	465
净利润	782	380	478	645	845
少数股东损益	(73)	(101)	(127)	(171)	(224)
归属于母公司净利润	855	481	604	816	1069
EPS（元）	1.36	0.77	0.59	0.79	1.04

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	21%	-29%	-21%	4%	8%
营业利润	27%	-52%	38%	35%	31%
净利润	26%	-44%	26%	35%	31%
获利能力					
毛利率	3.9%	5.8%	5.6%	6.1%	6.4%
净利率	0.9%	0.7%	1.2%	1.6%	1.9%
ROE	16.8%	8.7%	9.4%	11.4%	13.2%
ROIC	4.4%	6.3%	4.0%	4.7%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	84.5%	80.3%	76.1%	76.6%	76.5%
净负债比率	54.3%	36.2%	39.6%	42.6%	43.3%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	2.6	2.2	1.9	1.7	1.7
存货周转率	5.9	4.0	4.4	5.6	5.7
应收帐款周转率	168.3	92.9	84.1	97.8	99.6
应付帐款周转率	33.7	25.5	24.7	28.5	29.0
每股资料（元）					
每股收益	1.36	0.77	0.59	0.79	1.04
每股经营现金	-5.69	14.73	5.82	2.02	1.32
每股净资产	8.11	8.77	6.26	6.93	7.85
每股股利	0.20	0.11	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	10.5	18.6	24.3	18.0	13.7
PB	1.8	1.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	18.6	17.5	22.0	17.9	15.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

汪刘胜，1998 年毕业于上海同济大学机械系，7 年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究 10 年。2008 年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009 年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010 年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011 年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012 年入围新财富最佳分析师评选，2013 年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014 年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015 年金牛奖第一名，水晶球公募类第一名，新财富最佳分析师第三名。2016 年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。
主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。