CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

国机汽车 600335.SH

目标价：20-24 元
当前股价：14.08 元
2017 年 03 月 06 日

板块趋势向好，预期差逐步兑现

公司进口车服务市场龙头地位稳固，17 年进口新车型增量、平行进口以及融资租赁业务释放业绩弹性。作为集团汽车板块唯一资本运作平台，后续资产注入预期强烈。公司对应 16-18 年的 PE 为 24.0X、17.8X、13.6X，PB 为 2.3、2.0、1.8，维持 “强烈推荐-A”投资评级。

- **纵向一体化筑高护城河，16 年确立业绩拐点。**公司定位豪华进口市场，纵向一体化筑高护城河。步入 2017，伴随行业基本面向好，业绩拐点已确立，平行进口、融资租赁释放业绩弹性；同时，困扰市场的风险因素业已消除，美元贷款全部还清、财务成本优化明显、库存水平降至历史最低。我们认为公司已至布局时刻。
- **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，预计 17 年增量 1.3 万辆，贡献 6000 万净利润，盈利能力显著提升；新增平行进口业务，同福特、捷豹路虎打造总对总颠覆性新模式，预计 17 年可贡献 5000 万净利润，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，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%，融资成本相比其他经销商具有较大优势。17 年在集团兄弟合作基础上，计划投放 70 亿规模，息差以 2%保守计算，预计贡献净利润超过 1 亿。
- **集团重要资本运作平台，后续资产注入预期强烈。**在集团 80%资产证券化目标下，公司作为汽车板块唯一资本运作平台，资产注入预期强。我们保守预估公司 16-18 年归母净利润分别为 6.04、8.14、10.63 亿元，对应 EPS 为 0.59、0.79、1.03 元，给予“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示：进口车市场复苏不及预期；平行进口、融资租赁不及预期**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	90344	64164	50532	53012	58551
同比增长	21%	-29%	-21%	5%	10%
营业利润(百万元)	1110	530	732	985	1285
同比增长	27%	-52%	38%	35%	31%
净利润(百万元)	855	481	604	814	1063
同比增长	26%	-44%	26%	35%	31%
每股收益(元)	1.36	0.77	0.59	0.79	1.03
PE	10.3	18.4	24.0	17.8	13.6
PB	1.7	1.6	2.3	2.0	1.8

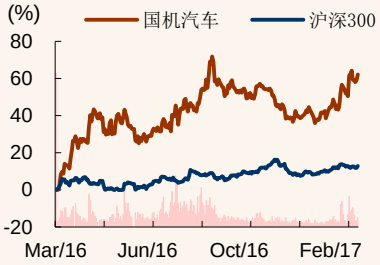
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3237
总股本（万股）	102974
已上市流通股（万股）	86214
总市值（亿元）	145
流通市值（亿元）	121
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	10	-7	61
相对表现	10	-11	47



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《国机汽车（600335）—进军新能源整车制造，培育业绩增长新引擎》2017-03-07
2、《国机汽车（600335）—业绩趋稳，内生外延转型综合服务商》2016-08-01
3、《国机汽车（600335）—利空出尽，2016 年业绩或迎大幅反弹》2016-04-15

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

彭琪
S1090514080003

唐楠
S1090511080002

研究助理
寸思敏
cuansimin1@cmschina.com.cn

正文目录

一、大集团下的小公司，16 年确立业绩拐点 6
1、多品牌综合服务商，纵向一体化筑高护城河 6
2、16 年业绩支撑：库存重回低位，财务成本优化 9
二、进口车服务：国产化冲击有限，平行进口成新增长点 10
1、库存回落至低点，进口车向上趋势明确 10
2、存量客户：国产化冲击有限,动态平衡是常态 11
3、增量客户：保时捷林肯打造高附加值服务链条 12
4、业务新引擎：平行进口打造总对总新模式 13
三、汽车零售：定位豪华，渠道扩张 16
1、定位豪华品牌销售，以京津冀、长三角为中心铺设销售网络 16
2、行业回暖叠加精细化管理，公司盈利大幅改善 18
3、行业开启并购热潮，期待公司销售渠道扩张 20
四、融资租赁：成本具优势，背靠集团引爆未来增长 21
1、融资租赁成本优势明显，背靠集团 17 年增长无虞 21
2、汽车租赁 B2B 模式营收稳定，定增加码受益公车改革 23
五、集团重要资本运作平台，后续资产注入预期强烈 24
1、集团重要资本运作平台，上市以来持续整合诸多资产 24
2、进军新能源整车制造，培育业绩增长新引擎 25
3、资产证券化率目标 80%，存在后续资产注入预期 26
六、投资策略与风险提示 27
1、投资逻辑 27
2、目标股价 20-24 元 27
3、风险提示 28

图表目录

图 1：公司股权变更图 6
图 2：公司主营收入分业务一览 7
图 3：公司毛利润分业务一览 7
图 4：进口车完整销售流程 8

图 5：公司进口汽车批发业务流程简介 8
图 6：公司服务进口品牌一览 8
图 7：公司进口车型量一览 8
图 8：公司近两年库存水平持续下降 9
图 9：公司应收账款周转天数极低 9
图 10：近五年公司营收以及同比增速 9
图 11：近五年公司归母净利润以及同比增速 9
图 12：15 年汇兑损失 4.47 亿导致公司业绩大幅下滑 10
图 13：公司季度费用财务费用及占营收比例变动一览 10
图 14：15、16 年上牌量持续高于进口量 10
图 15：库存基本出清回落至 14H1 库存深度 10
图 16：16 年下半年起进口车量明显回升 10
图 17：16 年下半年起进口车销量回暖趋势明确 10
图 18：资金融通项目明显拖累公司盈利 12
图 19：历年公司存货跌价准备情况 12
图 20：新增品牌 15-16 年进口量情况 13
图 21：公司更多为跨国汽车厂商提供增值服务 13
图 22：平行进口中间流通环节少，渠道成本低 14
图 23：平行进口相比传统进口方式多方面优势显著 14
图 24：2016 年平行进口车量逆市增长 15
图 25：平行进口量占总进口量比例逐渐上升 15
图 26：天津港是平行进口最主要的港口 15
图 27：公司在天津港拥有 46 万平米的仓储库 15
图 28：公司将打造平行进口“总对总”新模式 16
图 29：公司以环渤海、长三角城市群为中心铺设销售网络 16
图 30：我国人均可支配收入以及消费支出稳步增长 18
图 31：德系 ABB 历年在华销量增速 18
图 32：公司是中高端品牌集成平台 18
图 33：经销商信心指数逐渐恢复 19
图 34：经销商库存系数中枢呈下行趋势 19
图 35：新办法出台在即，经销商盈利压力有望缓解 19

图 36：公司内部以 EAS 模式精细化管理 20
图 37：公司销售毛利率高于其他经销商 20
图 38：经销商行业 CR5 合计为 8.25%，集中度较低 20
图 39：收购重组相比新建 4S 网点优势显著 21
图 40：我国汽车零售金融产品渗透率较低 22
图 41：2011-2017 年我国汽车融资租赁市场规模 22
图 42：融资租赁本质上是“息差”收益 22
图 43：公司应收账款周转天数相比其他经销商更低 22
图 44：我国汽车租赁渗透率仍处于较低水平 23
图 45：我国汽车租赁市场规模快速发展 23
图 46：公司客户多为大型企业 24
图 47：公司租赁车型高端化定制 24
图 48：国机集团旗下上市公司一览 25
图 49：公司近几年吸收合并集团诸多优质资产 25
图 50：国机汽车历史 PE Band 29
图 51：国机汽车历史 PB Band 29

表 1：公司主要参控股公司情况 6
表 2：16Q4-17 年共计有 54 款新车投放中国市场 11
表 3：公司新增品牌 17 年进口量预计 13
表 4：多项政策放宽平行进口限制，支持引导平行进口发展 14
表 5：截至目前公司共计控股 56 家 4S 店 16
表 6：经销商规模优势体现明显 20
表 7：近两年汽车经销商开启并购热潮 21
表 8：汽车融资租赁行业政策法规陆续出台 22
表 9：公司融资成本明显低于其他汽车经销商 23
表 10：公司定增 5 亿购置 1400 辆新车加码汽车租赁行业 24
表 11：《中央事业单位公务用车制度改革实施意见》指定改革时间表 24
表 12：新能源汽车公司主要股东情况一览 25
表 13：各省市加快国有资产证券化进程 26
表 14：国机集团旗下仍有三家汽车行业的未上市资产 27

表 15：估值对比表 28
表 16：各季度业绩回顾 28
附：财务预测表 30

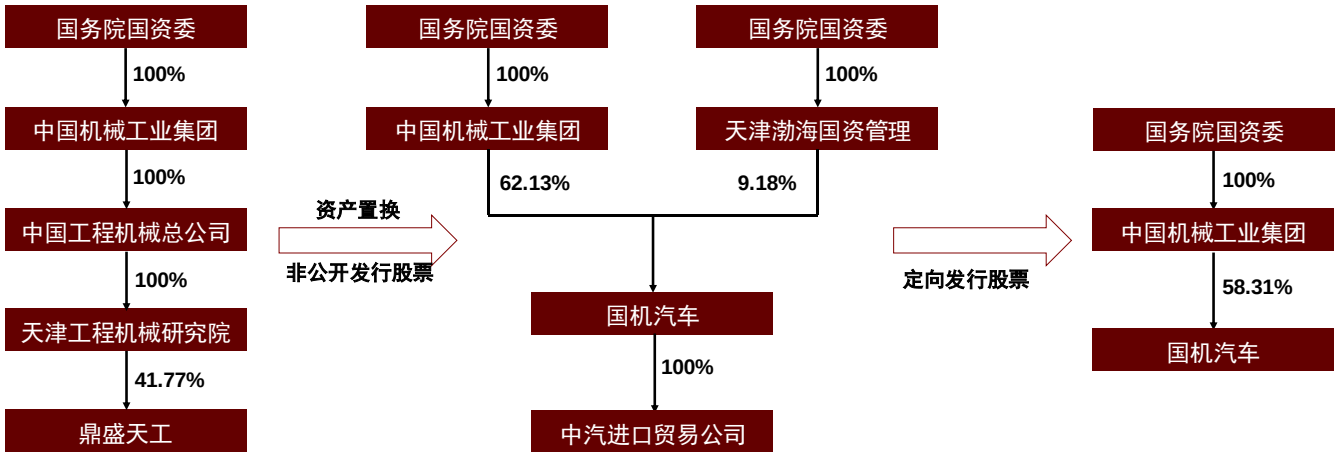
一、大集团下的小公司，16 年确立业绩拐点

1、多品牌综合服务商，纵向一体化筑高护城河

上市七年，并购重组完成汽车综合服务商转型。

2010 年中进汽贸借壳鼎盛天工上市后更名为国机汽车，其后时间里公司积极吸收合并集团资产以及外延并购相关资产延伸产业链条。截止到目前，公司涵盖业务包括汽车进口贸易服务、汽车零售服务、汽车租赁及二手车业务、汽车金融服务、汽车及零部件出口贸易、汽车综合创新等，从最初配额时代的进口车服务商转型为汽车经销商，最终二次转型为行业领先的新型汽车综合服务商。

图 1：公司股权变更图



资料来源：公司公告，招商证券

表 1：公司主要参控股公司情况

主要控股和参股公司名称	权益比例	主要业务
1、汽车进口贸易服务		
中国进口汽车贸易有限公司	100%	汽车综合贸易服务
中进汽贸（天津）汽车贸易有限公司	100%	汽车贸易服务
中进汽贸发展（天津）有限公司	100%	汽车贸易服务
中国进口汽车贸易（香港）有限公司	100%	进口业务结算
2、汽车零售服务		
北京中进锦旺汽车销售服务有限公司	100%	三菱 4S 店
天津中进百旺汽车销售服务有限公司	100%	克莱斯勒 4S 店
北京中进通旺汽车销售服务有限公司	100%	欧宝 4S 店
北京中进众旺汽车销售服务有限公司	100%	进口大众 4S 店
北京中进万国汽车销售服务有限公司	100%	长安福特 4S 店
北京国机隆盛汽车有限公司	100%	东风本田 4S
3、汽车金融服务		
宁波宁兴汇丰汽车服务有限公司	80%	汽车金融服务
汇益融资租赁（天津）有限公司	75%	融资租赁及租赁服务

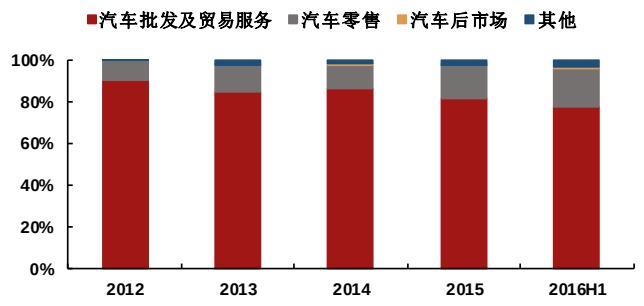
4、汽车租赁及二手车业务		
中进汽贸服务有限公司	53%	汽车租赁业务
宁波宁兴一车一品汽车服务有限公司	75%	二手车经纪及服务
天津市良好投资发展有限公司	70%	汽车租赁
天津开发区良好出租汽车有限公司	70%	汽车租赁
5、汽车及零部件出口贸易		
中国汽车工业进出口有限公司	100%	汽车零配件批发
哈尔滨中汽机电设备进出口有限公司	100%	汽车零配件零售
上海晶耀光电科技有限公司	80%	汽车零部件及配件制造
6、汽车综合创新		
北京图新智盛信息技术有限公司	35%	技术开发和技术服务

资料来源：公司官网、招商证券

核心业务以汽车批发贸易、汽车零售为主，占比 90%以上。

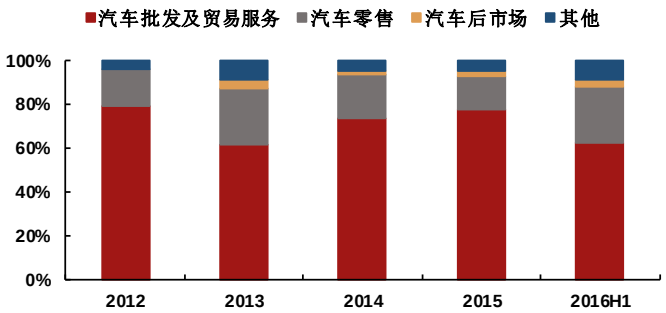
公司主营收入与毛利 90%以上来自汽车批发及贸易服务与汽车零售业务，其中汽车批售业务受近两年进口车市场深化调整影响，营收与毛利占比双降。公司汽车零售业务则内部管理优化严控成本，16H1 同比扭亏增盈 5783 万元，毛利率较同期增加 1.05 个百分点。

图 2：公司主营收入分业务一览



资料来源：公司公告，招商证券

图 3：公司毛利润分业务一览

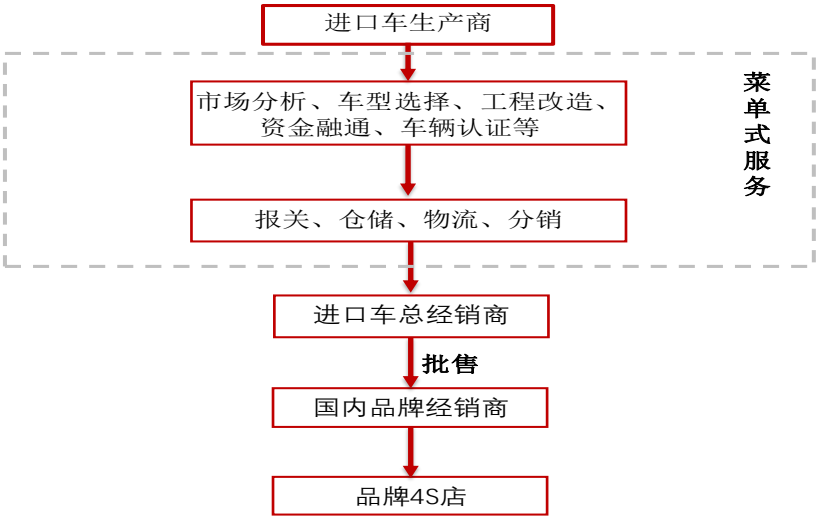


资料来源：公司公告，招商证券

定位豪华车进口市场，纵向一体化“菜单服务”筑高护城河。

从进口汽车配额制到签发制，公司在进口车市场龙头地位始终稳固。可简单将国机汽车进口概括为跨国汽车贸易“快递公司”模式，一边是海外生产商，一边是进口总经销商旗下地区品牌经销商。这种模式涉及**产业链较长、替换成本高**，包括市场分析、工程改造、资金融通、报关仓储、物流分销等；同时公司**低管理成本**是其重要的竞争力所在。

图 4：进口车完整销售流程



资料来源：新浪汽车，招商证券

图 5：公司进口汽车批发业务流程简介

资料来源：公司资料，招商证券

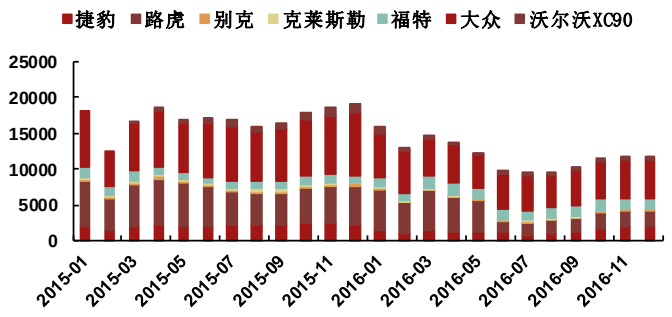
服务进口品牌包括大众、捷豹路虎、福特等主流车型，市占率 20%左右。

公司目前服务进口品牌包括捷豹路虎、通用昂科雷、克莱斯勒、福特全系、大众、沃尔沃等，其中大众、克莱斯勒、福特代理份额均为 100%。2015 年公司进口车销量达到 19.4 万辆，同期全国进口车销量为 92.0 万辆，占比达到 21%。

图 6：公司服务进口品牌一览

资料来源：公司公告，招商证券

图 7：公司进口车型量一览



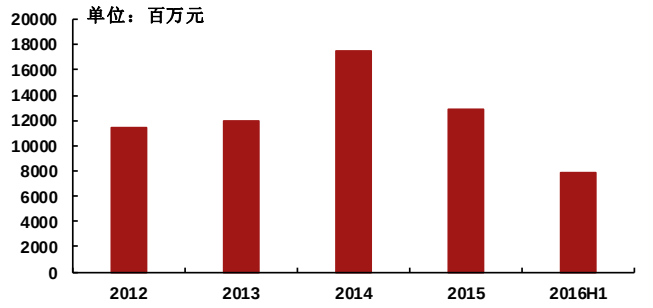
资料来源：Marklines，招商证券

2、16 年业绩支撑：库存重回低位，财务成本优化

库存水平大幅降低，资金周转情况良好。

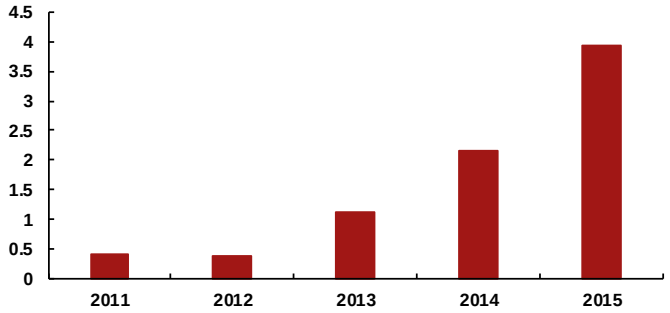
公司自 14 年以来库存水平持续下降，15 年“8.12 天津港爆炸”事件公司价值 28.89 亿存货被损毁，**但事后保险公司按照全损给予赔付**，公司未遭受任何经济损失。天津港事件变相帮助公司降低了库存水平，16H1 公司库存达到历史最低的 78 亿元，资金占用率大幅降低。同时公司应收账款周转天数近年来虽有所上升，但仍处于 3.93 天的优良水准，资金周转情况良好。

图 8：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 9：公司应收账款周转天数极低

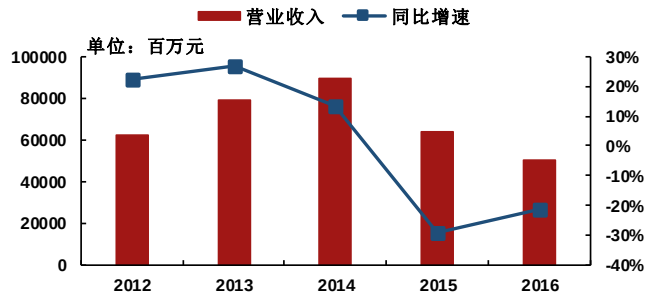


资料来源：公司公告，招商证券

规避汇兑损失+降低财务成本，16 年公司开启盈利新阶段。

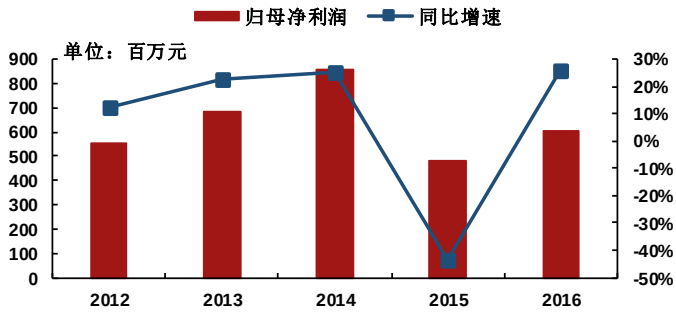
公司 15 年业绩大幅下滑 43.8%，主要原因为公司借入 100 亿外汇贷款，人民币大幅贬值导致 15 年汇兑损失 4.47 亿。16 年公司致力成本优化开启盈利改善模式，**15 年年底清还所有美元贷款以减少汇兑损失**。同时 16 年发行 20 亿元公司债，利息率处于 11 年以来最低水平，16Q3 财务费用 2.38 亿元，同比下降 78.4%，公司业绩由此大幅改善。

图 10：近五年公司营收以及同比增速



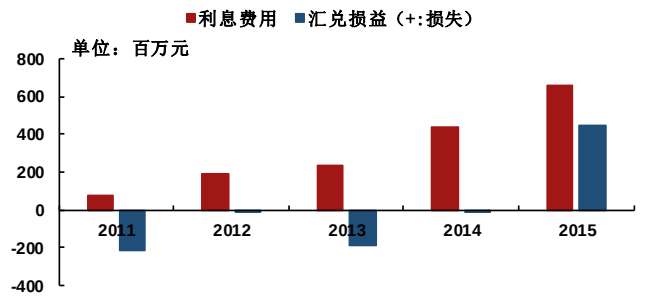
资料来源：公司公告，招商证券

图 11：近五年公司归母净利润以及同比增速



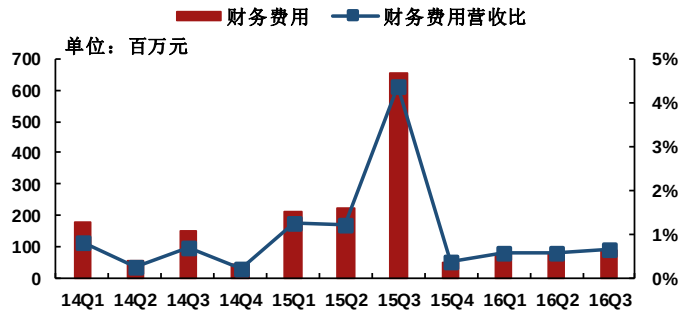
资料来源：公司公告，招商证券

图 12：15 年汇兑损失 4.47 亿导致公司业绩大幅下滑



资料来源：公司公告，招商证券

图 13：公司季度费用财务费用及占营收比例变动一览



资料来源：公司公告，招商证券

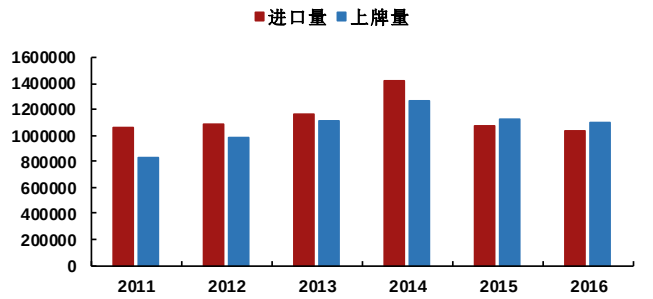
二、进口车服务：国产化冲击有限，平行进口成新增长点

1、库存回落至低点，进口车向上趋势明确

库存回落至 14H1 水平，豪华车向上趋势明确。

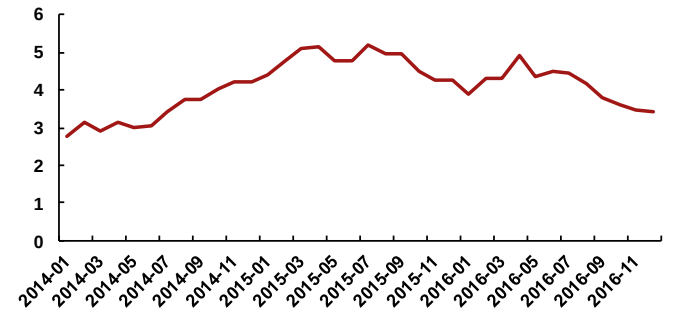
历经 2011-2014 年进口量高峰后，15 年行业库存高企，进口量与上牌量供需双降，由此进入长达 7 个季度的去库存阶段。15、16 两年上牌量合计高出进口量 10 万辆，行业深度去库存。16 年底库存深度仅为 3.44 月，回落至 14 年上半年水准，库存基本出清。进口车市场 16 年下半年起持续回暖，进口量以及交付给经销商的销量均保持正增速，17 年 1 月进口量同比增长 23%，17 年增长无虞。

图 14：15、16 年上牌量持续高于进口量



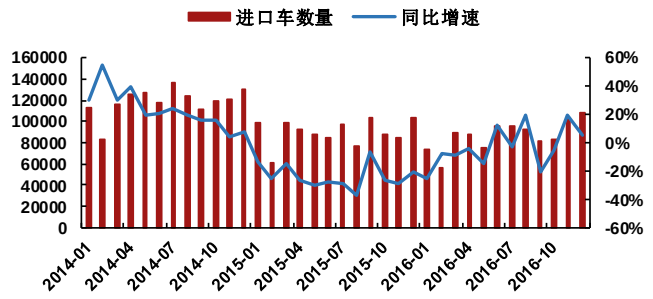
资料来源：进口汽车市场数据库，招商证券

图 15：库存基本出清回落至 14H1 库存深度



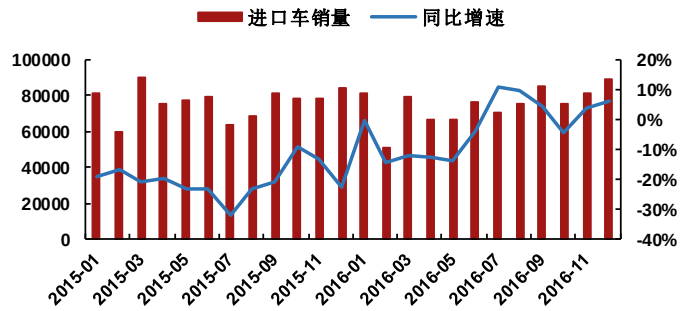
资料来源：公司公告，招商证券

图 16：16 年下半年起进口车量明显回升



资料来源：进口汽车市场数据库，招商证券

图 17：16 年下半年起进口车销量回暖趋势明确



资料来源：中国进口汽车市场信息联席会，招商证券

2、存量客户：国产化冲击有限,动态平衡是常态

进口车型国产化已达高点，短期可能性降低。

伴随进口大众、捷豹路虎走量车型国产化，公司 16 年批发进口收入小幅下滑。我们认为国产化冲击风险已完全释放，未来更偏向于动态平衡过程。我们认为进口汽车与生厂商国产车在产品上处于互补，国产化车必须有一定产品规模，而进口车以改装车、小批量为主。进口车供给端的创新供给，有效作为高端化、个性化产品的补充，国产化替代冲击有限。

据统计，16Q4-17 年预计将有 54 款新车投放中国市场，其中奥迪、奔驰、宝马等主流进口品牌均有多款新品投放，最大程度抵消国产化替代带来的冲击。

表 2：16Q4-17 年共计有 54 款新车投放中国市场

品牌车型	上市时间	所属细分市场	换代/新品
奥迪新 R8	2016 年年底	大型豪华轿车	换代
奥迪新 A5	2017 年初	中型豪华轿车	换代
奥迪新 A7	2017 年初	中大型豪华轿车	换代
奥迪 Q2	2016 年年底	小型豪华 SUV	全新
奥迪 Q7 E-tron	2017 年 1 月	中大型豪华 SUV	增添版本
奥迪 TT RS	2017 年	小型豪华轿车	换代
奥迪 RS 3	2017 年下半年	中型豪华轿车	全新
奥迪 S5 Coupe	2017 年初	中型豪华轿车	换代
宝马 X2	2017 年	小型豪华 SUV	全新
宝马新 M5	2017 年初	大型豪华轿车	换代
宝马 5 系 GT	2017 年	大型豪华轿车	换代
宝马 740Le 插电混动	2016 年年底	大型豪华插电混动轿车	增添版本
奔驰 GLC Coupe	2016 年 11 月	紧凑型豪华 SUV	全新
奔驰 GLA Coupe	2016 年 11 月	小型豪华 SUV	全新
奔驰 E 级 All Terrain	2017 年	中大型豪华 Wagon	全新
奔驰 E63 AMG	2017 年	大型豪华轿车	换代
奔驰 GLR Coupe	2017 年下半年	大型豪华 SUV	增添版本
雷克萨斯 LF-LC Coupe	2017 年	中大型豪华轿车	全新
雷克萨斯 RX 跨界版	2017 年	大型豪华 SUV	增添版本
雷克萨斯 LS	2017 年	大型豪华轿车	换代
保时捷 Panamera	2017 年	大型豪华轿车	换代
保时捷卡宴	2017 年	大型豪华 SUV	换代
玛莎拉蒂总裁	2017 年下半年	大型超豪华轿车	全新
MINI COUNTRMAN	2016 年年底	紧凑型豪华 SUV	换代
阿尔法罗密欧 Stelvio	2017 年年底	中大型豪华 SUV	全新
阿尔法罗密欧 Giulia	2016 年年底	大型豪华轿车	全新
路虎发现 5	2016 年年底	中大型豪华 SUV	换代
捷豹 XF Sportbrake	2017 年	中大型豪华 Wagon	增添版本
林肯 Continental	2017 年	大型豪华轿车	全新
英菲尼迪 QX30	2017 年	紧凑型豪华 SUV	全新
英菲尼迪 LE	2017 年	紧凑型纯电动轿车	全新
讴歌 NSX	2016 年年底	大型豪华轿车	全新
讴歌 MDX	2017 年	中大型豪华 SUV	换代
讴歌 MDX 混动版	2017 年	中大型豪华混动 SUV	增添版本
Smart 全新 Fortwo 敞篷版	2016 年年底	微型豪华轿车	增添版本
Smart Cabrio EV	2017 年上半年	微型豪华纯电动轿车	增添版本

品牌车型	上市时间	所属细分市场	换代/新品
Smart Forfour EV	2017 年上半年	微型豪华纯电动轿车	增添版本
JEEP 牧马人	2017 年	紧凑型 SUV	换代
现代 Genesis G90	2017 年下半年	中大型豪华轿车	全新
现代 FS	2017 年	中大型轿车	全新
现代新雅尊	2017 年	中大型轿车	换代
现代 AE ionic	2017 年	中型纯电动轿车	全新
雪佛兰 Bolt EV	2017 年上半年	小型纯电动轿车	全新
雪佛兰新 Camaro	2017 年	中型轿车	换代
沃尔沃 V90	2017 年	中大型豪华 Wagon	全新
斯巴鲁 VIZIV FUTURE	2017 年	中大型 SUV	全新
克莱斯勒新大捷龙	2017 年	中型豪华 MPV	换代
铃木 IGNIS	2017 年	中型 SUV	全新
雷诺 E Space	2016 年年底	紧凑型 SUV	全新
雷诺 SCENIC	2016 年年底	紧凑型 MPV	换代
雷诺塔利斯曼	2017 年	中大型轿车	换代
本田思域 TYPE-R	2017 年年底	紧凑型轿车	全新
三菱帕杰罗劲畅	2017 年	中大型 SUV	换代
三菱欧蓝德插电混动	2017 年	紧凑型混动 SUV	增添版本

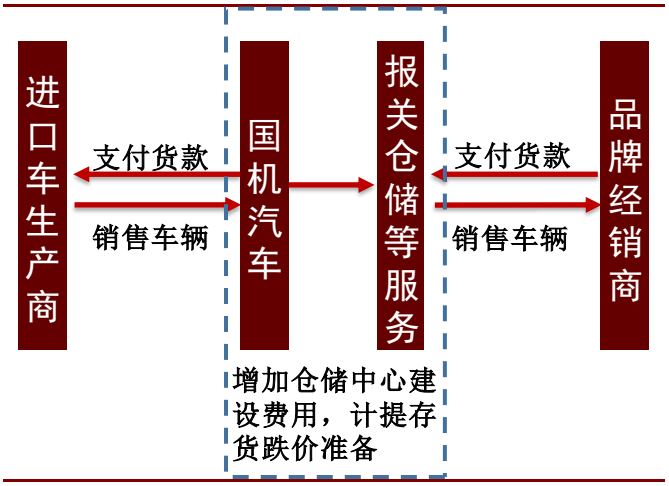
资料来源：进口汽车市场数据库，招商证券

3、增量客户：保时捷林肯打造高附加值服务链条

公司进口车服务为跨国公司做资金融通项目导致毛利率极低。

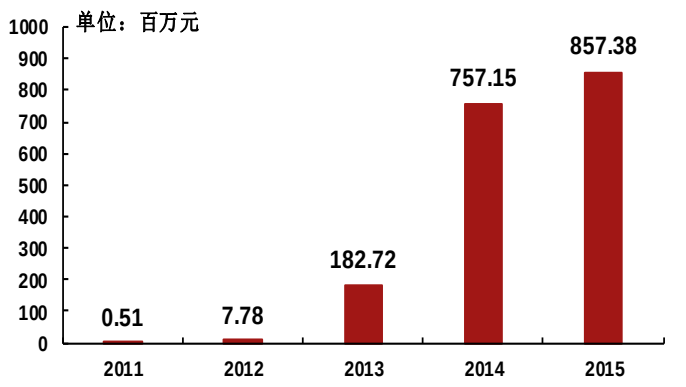
公司进口车业务主流模式为从跨国公司处购置车辆，由公司进行报关、商检、认证后按指定价格分销给品牌经销商，会计上确认收入为分销车辆的收入，而真正的盈利在于中间的服务费用。但公司购置车辆后车辆所有权归为公司所有，需要计提大量存货跌价准备，15 年计提存货跌价达 8.57 亿，再考虑公司所投入的仓储中心建设等费用，公司盈利能力受此明显拖累。

图 18：资金融通项目明显拖累公司盈利



资料来源：公司调研，招商证券

图 19：历年公司存货跌价准备情况



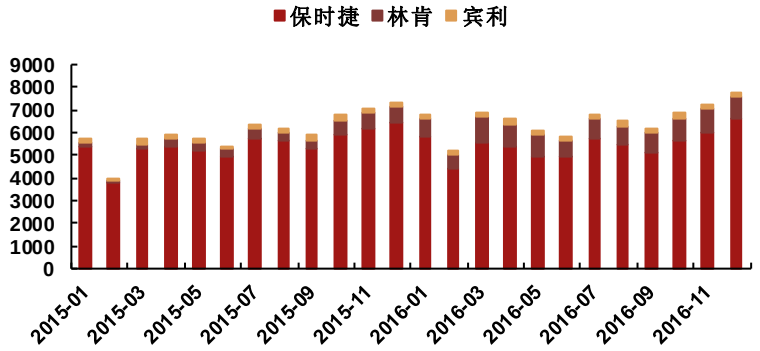
资料来源：公司公告，招商证券

16-17 年增量贡献来自保时捷、林肯、宾利，增值服务项目占比提升明显。

16 年公司续签捷豹路虎、通用昂科雷、克莱斯勒、福特全系、大众改装车等项目，下半年起新增保时捷天津港服务项目、林肯天津港进口服务业务等项目，经保守测算，保

时捷、林肯、宾利等新增品牌 17 年预计将带来 1.3 万辆的进口增量，增厚公司业绩约 6000 万；同时新增品牌均不包括资金融通项目，公司营收规模或将减少，但毛利率高于 50%的增值服务项目占比提升明显，公司提质增效效果显著。

图 20：新增品牌 15-16 年进口量情况



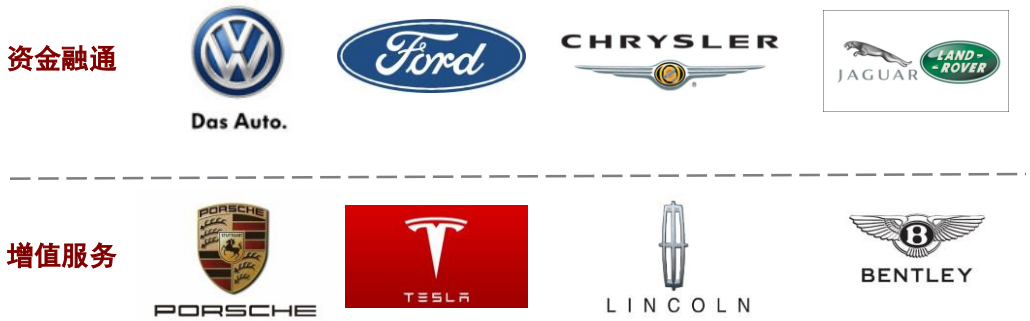
资料来源：Marklines，招商证券

表 3：公司新增品牌 17 年进口量预计

品牌	保时捷	林肯	宾利	合计
16 年进口量	65778	10809	2264	78851
17 年进口量预计	69067	11349	2377	82793
天津港进口量占比	30.1%	30.1%	30.1%	
公司 17 年进口量	20789	3416	713	24918
公司 16 年进口量	9900	1628	341	11879
17 年进口量增量	10889	1788	372	13039

资料来源：Marklines，招商证券

图 21：公司更多为跨国汽车厂商提供增值服务



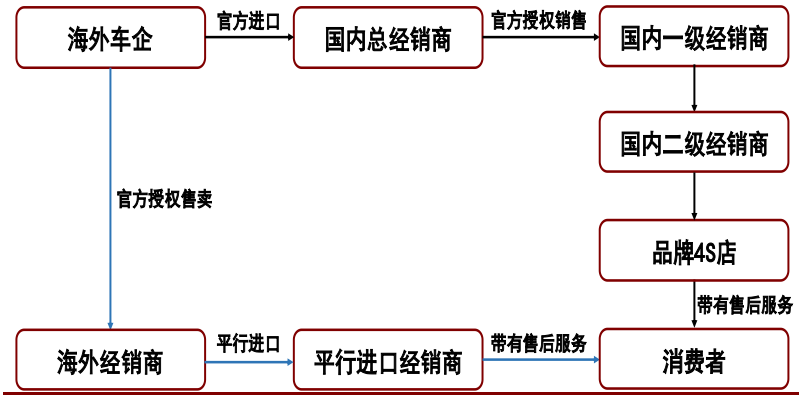
资料来源：公司调研，招商证券

4、业务新引擎：平行进口打造总对总新模式

平行进口渠道便捷，价格优势明显，销售渠道下沉贴近终端需求。

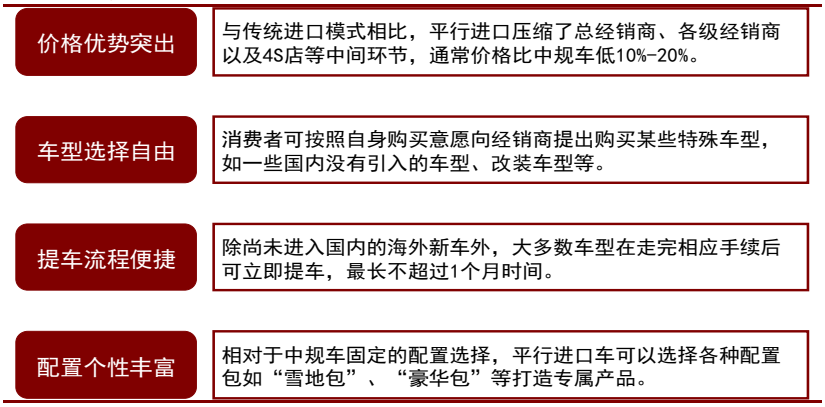
平行进口是指国内的汽车贸易商直接到海外市场进行购买汽车并引入国内销售。由于进口渠道与国内授权的经销商进货渠道相“平行”，因此称为平行进口。由于平行进口省去总经销商、大区经销商等中间流通环节，渠道成本低廉，且定价不受厂商限制，平行进口车价格相比中规车通常便宜 10%-20%，价格优势明显。相比传统进口，平行进口销售渠道更加下沉，能满足消费者个性多元的消费需求，在多方面优势显著。

图 22：平行进口中间流通环节少，渠道成本低



资料来源：Google，招商证券

图 23：平行进口相比传统进口方式多方面优势显著



资料来源：新浪汽车，招商证券

政策支持引导发展，平行进口车量逆市增长。

自 2015 年 1 月开展上海自贸区平行进口汽车试点以来，后续跟进出台多项政策放宽平行进口汽车准入限制，支持引导平行进口快速发展。13-16 年平行进口车量保持快速增长，即使在 15 年进口车市场大幅下滑 24.2%的背景下仍保持增长 4.29%的强劲态势；同时平行进口普及率逐渐提升，16 年平行进口量达到 13.28 万辆，占比达到 12.8%，预计 17 年平行进口占比将进一步提升到 15%。

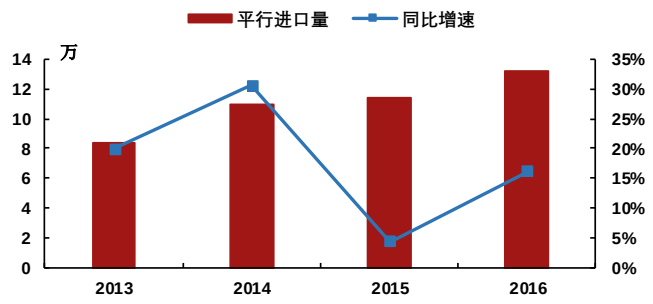
表 4：多项政策放宽平行进口限制，支持引导平行进口发展

时间	部门	政策文件	主要内容
2014 年 11 月	国务院	《国务院办公厅关于加强进口的若干意见》	提出加紧在上海自贸区率先开展汽车平行进口试点工作
2015 年 1 月	上海市商务委	《关于在中国（上海）自由贸易试验区开展平行进口汽车试点的通知》	开展上海自贸区平行进口汽车试点
2015 年 2 月	上海市商务委	《关于公布中国（上海）自由贸易试验区（第一批）平行进口汽车试点企业名单的通知》	公布首批 17 家试点企业。国内平行进口车市场正式放开，进入试运行阶段
2016 年 1 月	认监委	《关于自贸区平行进口汽车 CCC 认证改革试点措施的公告》	放宽制造商授权文件要求；调整认证模式；简化工厂检查要求

时间	部门	政策文件	主要内容
2016 年 3 月	商务部等八部委	《关于促进汽车平行进口试点的若干意见》	提出简化汽车自动进口许可证申领管理制度和深化平行进口汽车强制性产品认证改革；允许试点企业在海关特殊监管区域内开展汽车整车保税仓储业务等
2016 年 6 月	中国质量认证中心	《平行进口汽车认证管理要求（试行）》	平行进口汽车认证模式的具体操作流程为型式试验、初始工厂审查与获证后跟踪检查。在完成一系列审查后，申报企业可获得一张针对单一车型且有效期为 5 年的认证证书。

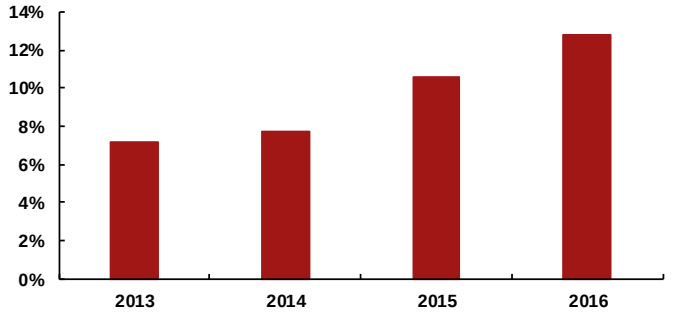
资料来源：招商证券整理

图 24：2016 年平行进口车量逆市增长



资料来源：进口汽车市场数据库，招商证券

图 25：平行进口量占总进口量比例逐渐上升



资料来源：进口汽车市场数据库，招商证券

公司依托客户优势以及港口优势，打造颠覆性“总对总”新模式。

目前平行进口车绝大多数通过天津港进口，而天津港历来是公司的传统优势港口，公司所拥有的仓储库容面积达 46 万平方米，年吞吐能力超过 20 万辆，在平行进口渠道上具有先天优势。同时依托公司多年与国外车企合作的丰富经验以及良好关系，公司独家打造总对总平行进口新模式，该模式由公司直接从厂家处平行进口未形成规模的新品，零部件由原厂供应三包，同时排量不受政策限制，依托自身零售渠道消化。

“总对总”模式颠覆性在于直接从国外车企提货，规模化供应并且保障售后质保服务。对于车企而言可以消化多余产能；对于公司而言将显著增厚业绩；对于消费者而言可以尽享价格与售后服务红利，三者共赢有力保障模式的成功率。

公司目前已同福特、捷豹路虎建立总对总合作关系，中期目标占据 10-20%市场份额，实现约 3 万辆平行进口车辆服务，预计最终可贡献盈利增量 6-7 亿盈利。

图 26：天津港是平行进口最主要的港口

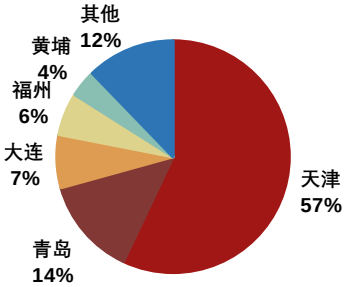
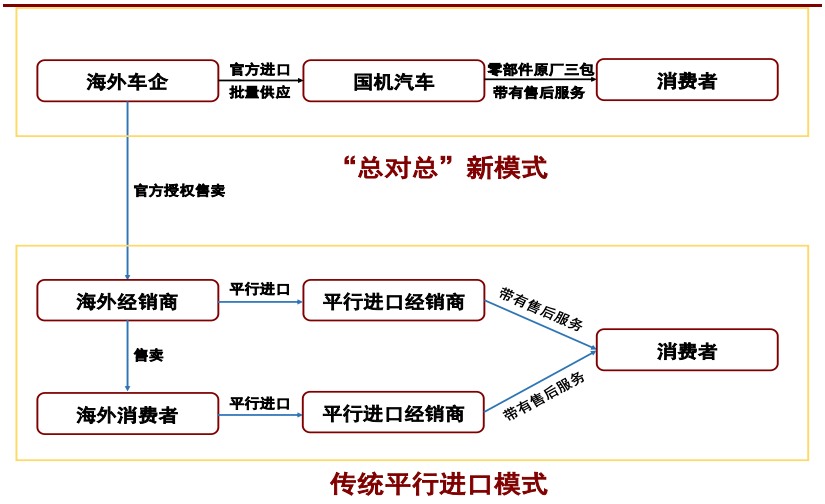


图 27：公司在天津港拥有 46 万平米的仓储库

资料来源：进口汽车市场数据库，招商证券　　资料来源：公司网站，招商证券

图 28：公司将打造平行进口“总对总”新模式



资料来源：公司调研，招商证券

三、汽车零售：定位豪华，渠道扩张

1、定位豪华品牌销售，以京津冀、长三角为中心铺设销售网络

目前公司共计控股 56 家 4S 店，以京津冀、长三角为中心铺设销售网络。

公司目前共计控股 56 家 4S 店，其中京津冀地区拥有 33 家 4S 店，是公司重点销售区域（天津 13 家，北京 12 家，唐山 6 家，廊坊、营口各 1 家）；14 年 6 月收购宁波宁兴汽投打通长三角销售渠道，目前长三角地区共有 18 家 4S 店（上海 4 家，江苏省 2 家，浙江省 12 家）。总的来看公司以京津冀、长三角为中心铺设销售网络，与传统优势港口天津港、上海港相近，充分发挥自身港口渠道优势，享受其带来的物流便捷性。

图 29：公司以环渤海、长三角城市群为中心铺设销售网络

资料来源：Google，招商证券

表 5：截至目前公司共计控股 56 家 4S 店

序号	公司名称	主要经营地	持股比例	主要业务
1	北京中进通旺汽车销售服务有限公司	北京市	100%	欧宝 4S 店

序号	公司名称	主要经营地	持股比例	主要业务
2	北京中进锦旺汽车销售服务有限公司	北京市	100%	三菱 4S 店
3	北京中进捷旺汽车销售服务有限公司	北京市	70%	路虎捷豹 4S 店
4	北京中进百旺汽车销售服务有限公司	北京市	100%	克莱斯勒 4S 店
5	北京中进众旺汽车销售服务有限公司	北京市	100%	进口大众 4S 店
6	北京中进万国汽车销售服务有限公司	北京市	100%	长安福特 4S 店
7	北京国机隆盛汽车有限公司	北京市	100%	东风本田 4S 店
8	北京中进道达汽车有限公司	北京市	100%	克莱斯勒 4S 店
9	北京中汽京田汽车贸易有限公司	北京市	60%	广州本田 4S 店
10	北京国机丰盛汽车有限公司	北京市	90%	广汽丰田 4S 店
11	北京中汽都灵沙龙汽车销售服务有限责任公司	北京市	51%	广汽菲克 4S 店
12	北京中进汽车贸易有限公司	北京市	100%	
13	天津众之和贸易有限公司	天津市	40%	
14	天津中进百旺汽车销售服务有限公司	天津市	100%	克莱斯勒 4S 店
15	天津中进英之杰汽车销售服务有限公司	天津市	60%	克莱斯勒 4S 店
16	天津中进沛显汽车服务有限公司	天津市	50%	三菱 4S 店
17	天津中进长旺汽车销售有限公司	天津市	100%	长安标致 4S 店
18	天津中顺联众汽车服务有限公司	天津市	100%	进口大众 4S 店
19	天津中进腾旺汽车销售服务有限公司	天津市	100%	奔腾 4S 店
20	天津中进吉旺汽车销售服务有限公司	天津市	100%	吉普 4S 店
21	天津中进捷旺汽车销售服务有限公司	天津市	80%	路虎捷豹 4S 店
22	天津滨海盛世国际汽车园投资发展有限公司	天津市	40%	
23	天津盛世和美汽车销售服务有限公司	天津市	100%	别克 4S 店
24	天津津广盛世汽车销售服务有限公司	天津市	100%	广汽传祺 4S 店
25	天津盛世和瑞汽车销售服务有限公司	天津市	70%	雷诺 4S 店
26	唐山盛世国际汽车园发展有限公司	唐山市	57%	
27	唐山盛奥汽车销售服务有限公司	唐山市	100%	奥迪 4S 店
28	唐山盛菲汽车销售服务有限公司	唐山市	100%	英菲尼迪 4S 店
29	唐山盛美汽车销售服务有限公司	唐山市	100%	东风标致 4S 店
30	唐山中进宾旺汽车销售服务有限公司	唐山市	100%	宾利 4S 店
31	唐山中进捷旺汽车销售服务有限公司	唐山市	100%	路虎捷豹 4S 店
32	呼和浩特中进百旺汽车销售服务有限公司	呼和浩特市	100%	克莱斯勒 4S 店
33	呼和浩特中进盛旺汽车销售服务有限公司	呼和浩特市	100%	广汽传祺 4S 店
34	廊坊市中汽雷日汽车销售有限公司	廊坊市	100%	东风风度 4S 店
35	哈尔滨中宝汽车销售服务有限公司	哈尔滨市	60%	宝马 4S 店
36	营口盛世悦众汽车销售服务有限公司	营口市	100%	进口大众 4S 店
37	上海中进众旺汽车销售服务有限公司	上海市	100%	进口大众 4S 店
38	上海名创汽车销售服务有限公司	上海市	100%	克莱斯勒 4S 店
39	中进汽贸（上海）有限公司	上海市	100%	
40	中进汽贸上海进口汽车贸易有限公司	上海市	55%	
41	宁波北仑宁兴丰田汽车销售服务有限公司	宁波市	100%	丰田 4S 店
42	宁波中汽汽车销售有限公司	宁波市	70%	日产 4S 店
43	宁波中汽祥宁汽车销售服务有限公司	宁波市	51%	风行 4S 店
44	宁波捷瑞汽车销售服务有限公司	宁波市	65%	东风裕隆 4S 店
45	宁波众通汽车有限公司	宁波市	51%	进口大众 4S 店
46	宁波中进众旺汽车销售服务有限公司	宁波市	60%	进口大众 4S 店
47	宁波宁兴丰田汽车销售服务有限公司	宁波市	100%	丰田 4S 店
48	余姚宁兴丰田汽车销售服务有限公司	余姚	100%	丰田 4S 店
49	温州宁兴丰田汽车销售服务有限公司	温州市	100%	丰田 4S 店
50	奉化宁兴丰田汽车销售服务有限公司	奉化	60%	丰田 4S 店
51	象山宁兴汽车销售服务有限公司	象山	60%	别克 4S 店
52	象山宁兴润丰汽车销售有限公司	象山	100%	丰田 4S 店

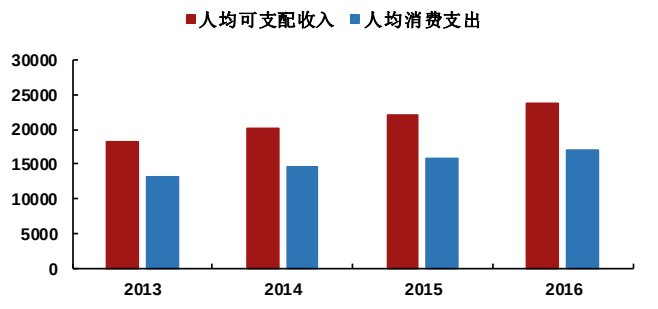
序号	公司名称	主要经营地	持股比例	主要业务
53	江阴中进雷克萨斯汽车销售服务有限公司	江阴市	45%	雷克萨斯 4S 店
54	江阴中进众旺汽车销售服务有限公司	江阴市	70%	进口大众 4S 店
55	成都中进锦旺汽车销售服务有限公司	成都市	70%	三菱 4S 店
56	CNB AUTO SDN. BHD.	马来西亚	100%	

资料来源：公司公告，招商证券

消费升级趋势明显，豪华车市场增长动力强劲。

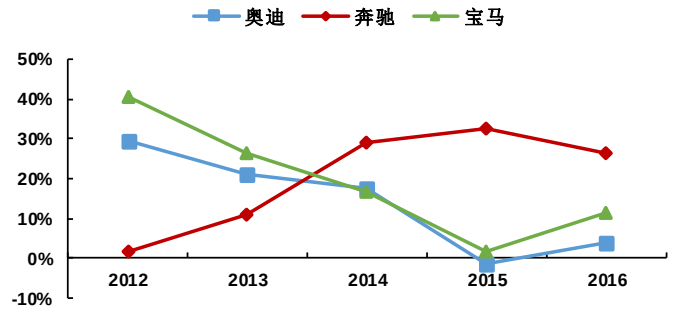
从 2013 到 2016 年，我国居民人均可支配收入以及消费支出稳步增长，购买力显著加强，消费观念普遍升级。汽车属性正逐渐从可选品向必需品转化，而豪车品牌的目标客户群体正是购买力强的中产与富裕阶层。在消费升级的趋势下，中产与富裕阶层人数将不断增加，豪车市场后续驱动力强劲。

图 30：我国人均可支配收入以及消费支出稳步增长



资料来源：国家统计局，招商证券

图 31：德系 ABB 历年在华销量增速



资料来源：公司公告，招商证券

公司集成诸多中高端品牌，尽享消费升级红利。

目前公司 4S 店经营品牌包括进口大众、克莱斯勒、丰田、捷豹路虎、宝马、奥迪、雷克萨斯等中高端品牌，其中进口大众、丰田、克莱斯勒是公司的主要运营品牌；进口大众 4S 店数量为 7 家，丰田 7 家，克莱斯勒 6 家。公司集成诸多中高端品牌，发挥规模化协同效应，未来有望尽享消费升级红利。

图 32：公司是中高端品牌集成平台

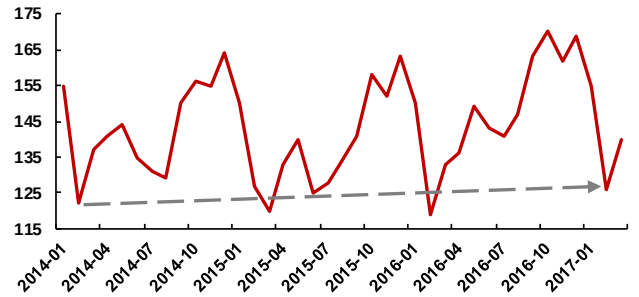
资料来源：公司网站，招商证券

2、行业回暖叠加精细化管理，公司盈利大幅改善

汽车销售管理办法公布在即，经销商行业环境改善明显。

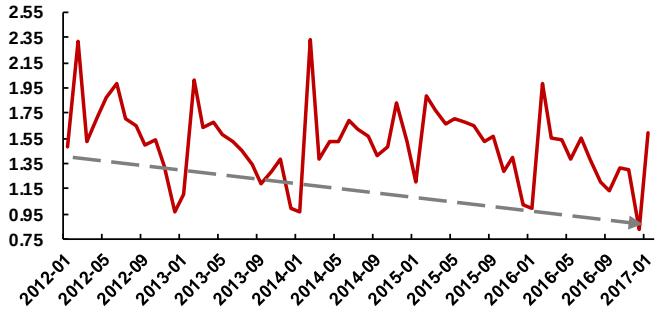
历经 14、15 的行业低谷后，经销商经营环境开始明显改善，17 年信心指数处于同期最高点，同时库存系数中枢也呈下行趋势。1 月 6 日商务部发布《汽车销售管理办法(征求意见稿)》，新办法将取消单一授权模式，允许汽车总经销商和品牌经销商的授权和非授权模式同时存在；同时厂商不得规定经销商的库存量，库存压力大幅降低，有望结束汽车供应商以往对经销商的绝对垄断地位。政策规范利好经销商经营环境持续改善，盈利压力将大幅缓解。

图 33：经销商信心指数逐渐恢复



资料来源：中国汽车流通协会，招商证券

图 34：经销商库存系数中枢呈下行趋势



资料来源：中国汽车流通协会，招商证券

图 35：新办法出台在即，经销商盈利压力有望缓解

取消授权备案	取消单一授权模式，允许汽车总经销商和品牌经销商的授权和非授权模式同时存在；取消备案制，以后可以出现汽车卖场、汽车电商、总经销、经销商多种模式
销售与售后分离	规定供应商不得对经销商要求同时具备销售、售后服务等功能，且不得限制经销商为其他供应商提供配件和售后服务
不得干涉经销商	规定供应商不得规定汽车销售数量、整车或者配件库存品种或数量，不得搭售未订购汽车、配件和用品等商品，不得限制经销商、售后服务商转售配件
鼓励共享型经济	响应国家大力发展新能源车号召，鼓励销售渠道下沉三四线、农村市场，鼓励发展城乡一体的销售和售后服务网络，积极发展电子商务。
信息要明示	要求经销商、售后服务如实标明配件信息，明示生产商、生产日期、适配车型等信息，明示收费标准、售后服务技术政策、三包信息等。保护消费者知情权。

资料来源：商务部，招商证券

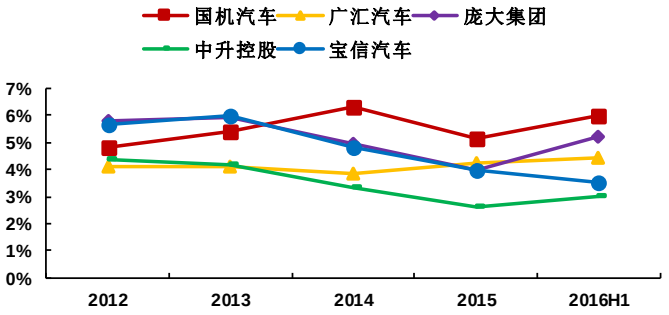
公司内部管理精细化，“批发+零售”模式协同效益突出。

公司利用信息化手段进行内部精细化管理，通过 EAS 分模块管理模式显著降低成本。同时公司采用“批发+零售”模式，利用地域品牌集中优势开展包销业务，盈利能力大幅提升，协同效益突出。与国内其他大型经销商相比，公司自 14 年以来毛利率一直处于龙头地位，盈利能力显著高于同行。2016H1 公司零售业务扭亏增盈 5783 万元，全年预计增加盈利 1 亿元。

图 36：公司内部以 EAS 模式精细化管理

资料来源：金蝶 EAS，招商证券

图 37：公司销售毛利率高于其他经销商



资料来源：公司公告，招商证券

3、行业开启并购热潮，期待公司销售渠道扩张

经销商规模优势明显，行业集中度有提升空间。

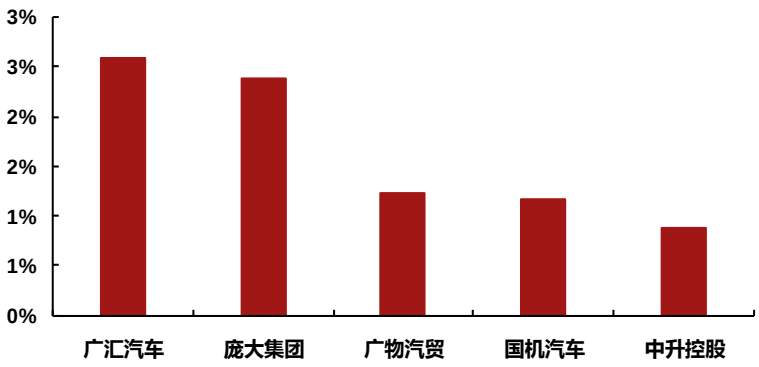
大型经销商相比小型经销商在内部管理、品牌认知、资金充足度、地区整合能力上具备显著优势，且具备一定与厂商议价的能力。从行业集中度来看，我国汽车经销商行业 CR5 仅为 8.25%，集中度极低。在行业经营环境尚属恶劣的情况下，经销商抱团取暖仍是行业不变的大趋势，预计行业集中度将进一步提升。

表 6：经销商规模优势体现明显

内容	优势
共用经销商品牌，连锁经营	扩张服务区域，提升顾客信赖度和忠诚度
多品牌多地域销售	降低销售单一品牌或单一地区营业的风险，提升与厂商议价能力
合并进货渠道	提升与厂商议价能力
集团内资金调配	以集团为主体贷款，降低审批难度；集团运营，降低单店财务压力和资金链断裂的风险

资料来源：招商证券整理

图 38：经销商行业 CR5 合计为 8.25%，集中度较低



资料来源：公司公告，招商证券

并购热潮持续，期待公司销售渠道扩张。

近两年经销商行业为提升自身竞争力，开启兼并重组的热潮，通过拓宽渠道占有客户资

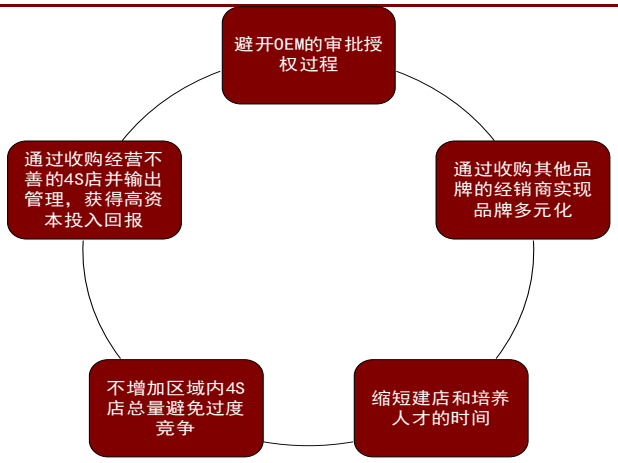
源，助推集团汽车金融、租赁、电商等业务快速发展。以广汇汽车为例，短短两年内完成对宝信汽车以及大连尊荣亿方两笔重磅收购，集团营收规模一跃达到千亿级别，规模协同效应明显。相比于新建 4S 店网点，收购重组多项优势显著，资本回报较快。在行业基本面向好以及内部盈利大幅改善的情况下，期待公司顺应行业趋势并购扩张销售网络，**未来有望达到百家 4S 店中型经销商的规模。**

表 7：近两年汽车经销商开启并购热潮

公司名称	从事业务
广汇汽车	15 年开始收购排名第十的宝信汽车，16 年收购大连尊荣亿方 18 家 4S 店
绿地控股	境外全资子公司 15 年以 15.5 亿港元收购润东汽车
永达汽车	16 年以 7.64 亿元收购江苏宝尊 18 家 4S 店
中升控股	16 年以 4.55 亿元收购嘉华伟业 65%股权，新增 18 家 4S 店，业务覆盖将拓展至海南；同时收购百得利多家经销商，业务覆盖地区包括天津、南京、杭州、山东等

资料来源：公司公告，招商证券

图 39：收购重组相比新建 4S 网点优势显著



资料来源：招商证券整理

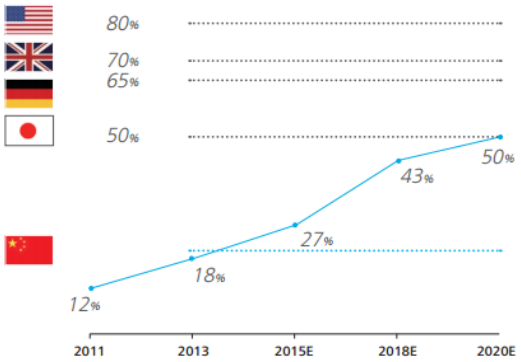
四、融资租赁：成本具优势，背靠集团引爆未来增长

1、融资租赁成本优势明显，背靠集团 17 年增长无虞

渗透率极低叠加政策鼓励，融资租赁发展空间巨大。

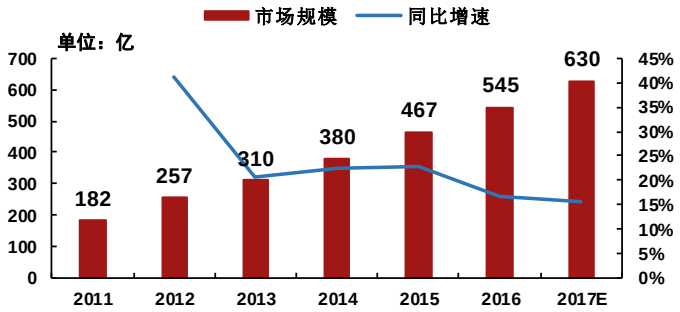
截至 2015 年底，我国汽车金融渗透率仅为 27%，与其他汽车大国相比差距明显；融资租赁渗透率仅为 2%，而美国则达到 46%。同时国家出台一系列政策法规明确融资租赁行业的市场准入、税收政策和监管规则，确保汽车融资租赁行业的健康有序发展。随着汽车老龄化趋势加快，个人信用体系快速完善，我国的汽车金融业务将持续快速增长。

图 40：我国汽车零售金融产品渗透率较低



资料来源：德勤，招商证券

图 41：2011-2017 年我国汽车融资租赁市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

表 8：汽车融资租赁行业政策法规陆续出台

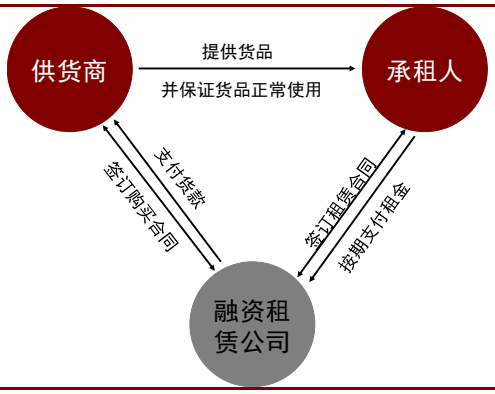
时间	部门	政策文件	主要内容
2005 年 2 月	商务部	《外商投资租赁业务管理办法》	正式明确融资租赁标的物包括汽车；汽车融资租赁首次被正面肯定
2008 年 1 月	银监会	《汽车金融公司管理办法》	新增融资租赁业务；新增同业拆借、发行金融债券等融资业务，拓宽汽车金融公司的融资渠道
2013 年 9 月	商务部	《融资租赁企业监督管理办法》	对融资项目中的增值税缴纳税基的严格控制
2014 年 3 月	银监会	《金融租赁公司管理办法》	引导个所有制资本进入金融租赁行业，推动商业银行设立金融租赁公司试点进程
2015 年 9 月	国务院	《关于加快融资租赁业务发展的指导意见》	积极鼓励鼓励融资租赁公司通过债券市场筹措资金，支持符合条件的融资租赁公司通过发行股票和资产证券化等方式筹措资金

资料来源：德勤，招商证券

公司背靠集团融资成本极具优势，集团兄弟合作确保 17 年高增长。

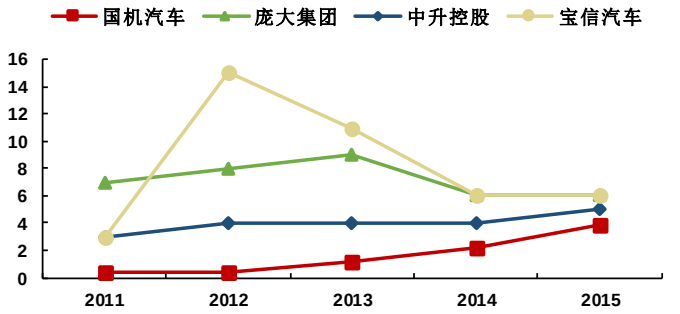
不考虑额外风险因素，融资租赁本质上是“息差”收益。与其他汽车经销商相比，公司作为央企上市公司，各大银行综合信用授信 435 亿，借款利率不到 4%；同时发行债券利率也显著低于其他经销商集团，16 年发行两期债券利率仅为 3.5%和 3.35%，在融资租赁业务上具有先天优势。16H1 公司子公司汇益租赁总计完成 16 笔总金额 22 亿的融资租赁项目，其中向集团兄弟苏美达投放 2.8 亿额度。17 年在进一步加深内部兄弟合作以及外部渠道扩张的情况下，预计相关业务盈利水平迎来翻倍增长。

图 42：融资租赁本质上是“息差”收益



资料来源：Google，招商证券

图 43：公司应收账款周转天数相比其他经销商更低



资料来源：公司公告，招商证券

表 9：公司融资成本明显低于其他汽车经销商

公司	融资券发行时间	发行金额	债券期限	发行利率
国机汽车	2016.1.22	10 亿元	5 年	3.5%
国机汽车	2016.7.13	10 亿元	5 年	3.35%
广汇汽车	2017.2.21	5 亿元	1 年	5.75%
广汇汽车	2016.9.3	7.9 亿元	1 年	4.35%
广汇汽车	2016.2.25	10 亿元	1 年	7.0%
广汇汽车	2016.1.23	13 亿元	1 年	6.3%
庞大集团	2017.2.25	8 亿元	9 个月	6.6%
庞大集团	2017.2.2	10 亿元	6 个月	6.5%
庞大集团	2016.9.13	5 亿元	1 年	6.5%
宝信汽车	2016.12.27	1 亿美元	永续	8.75%
宝信汽车	2016.12.16	3 亿美元	永续	8.75%

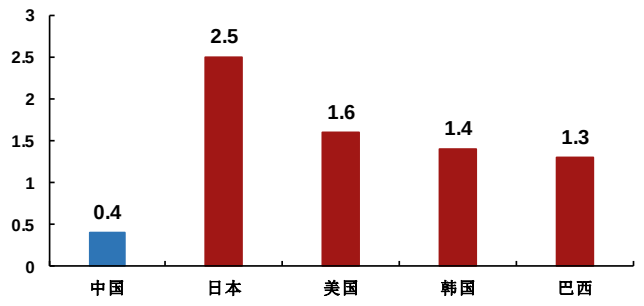
资料来源：公司公告，招商证券

2、汽车租赁 B2B 模式营收稳定，定增加码受益公车改革

汽车租赁市场快速发展，长租模式为主流。

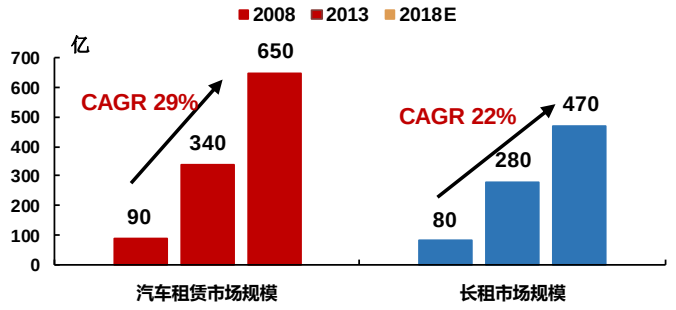
汽车租赁是指租车公司提供车辆给消费者使用，并从中收取租赁费用，外企中流行以租车代替买车来控制企业成本。相比其他汽车大国，我国汽车租赁渗透率仅为 0.4%，未来发展空间巨大。目前我国主流租车模式为长租模式，13 年市场规模为 280 亿，占比达到 82%。罗兰贝格预计到 2018 年汽车租赁市场规模达到 650 亿，长租市场规模达到 470 亿。

图 44：我国汽车租赁渗透率仍处于较低水平



资料来源：罗兰贝格，招商证券

图 45：我国汽车租赁市场规模快速发展



资料来源：罗兰贝格，招商证券

公司坚持高端定制路线，B2B 模式经营稳定。

13 年初公司对天津良好增资 1.56 亿获得其 70%控股权切入汽车租赁领域。公司坚持高端定制化路线，客户为中国银行、中国移动、中国联通、西门子等大型企业，提供租赁车型均为中高档轿车，价格区间在 25-40 万元。公司租赁模式基本为 6 个月以上长租，B2B 模式稳定经营，目前运营车辆由 13 年的 800 余辆增加到 4000 辆，每年贡献盈利约 5000 万。16H1 新增中标上海理工大学、天津市建设工程交易服务中心采购项目等 11 个项目，外延扩张步伐加快。

图 46：公司客户多为大型企业

资料来源：公司网站，招商证券

图 47：公司租赁车型高端化定制

资料来源：公司网站，招商证券

定增加码 5 亿购置 1400 辆新车，最大程度受益公车改革。

公司 16 年定增募资 5 亿采购约 1400 辆租赁车辆，用于扩大北京、天津、上海、成都等城市汽车租赁业务规模，实现租赁车辆的更新升级，加快推进国内租赁营销网络体系的发展。同时发改委给出公车改革明确时间表，加速政府机构和国企用车转向租赁市场，公司作为资金实力雄厚的央企，两大子公司中进汽贸租赁、天津良好租赁已进入中央机关车辆租赁定点供应商名单，长期高端化路线以及稳定的 B2B 运营模式将最大程度受益公车改革。

表 10：公司定增 5 亿购置 1400 辆新车加码汽车租赁行业

区域	预计购车数量/辆	投资总额/万元	投资额占比
北京	1000	35714	71.43%
天津	150	5357	10.71%
上海	50	1787	3.57%
成都	100	3571	7.14%
其他地区	100	3571	7.14%
合计	1400	50000	100%

资料来源：公司公告，招商证券

表 11：《中央事业单位公务用车制度改革实施意见》指定改革时间表

单位名称	完成时间
党中央、国务院直属事业单位机关本级	2016 年上半年完成
各部门所属在京事业单位	2016 年底前完成
京外中央事业单位	按照属地化原则与地方同步完成
中央企业集团总部	力争 2016 年 6 月底前基本完成
中央企业各级子企业	2016 年 12 月底前基本完成

资料来源：发改委，招商证券

五、集团重要资本运作平台，后续资产注入预期强烈

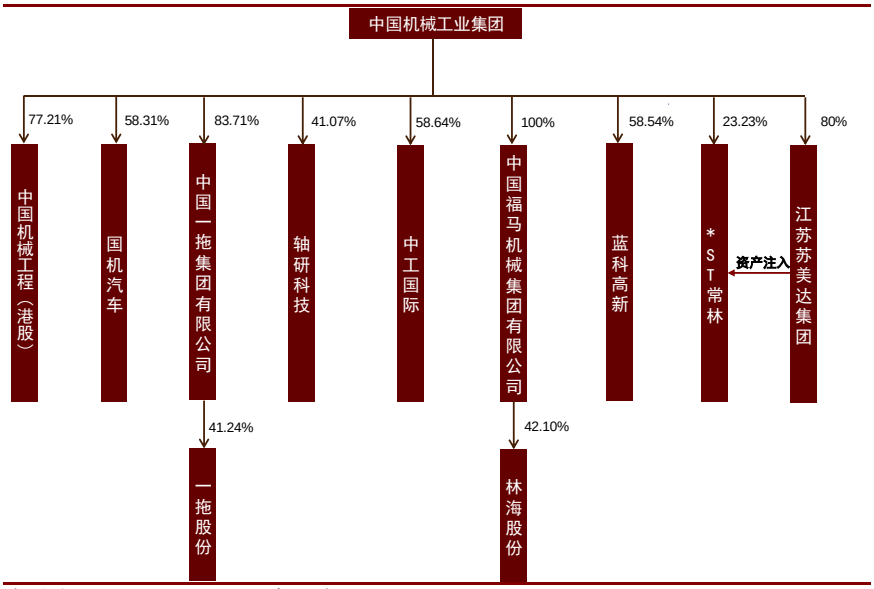
1、集团重要资本运作平台，上市以来持续整合诸多资产

公司是国机集团重要资本运作平台，近几年注入诸多优质资产。

截至目前，国机集团旗下共有 8 家上市公司，公司是汽车板块唯一资本运作平台。公司

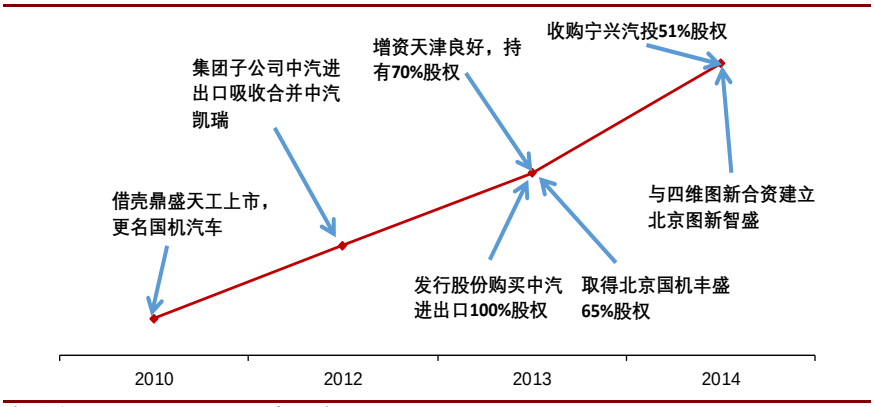
自 10 年借壳鼎盛天工上市后，近几年通过资本运作注入中汽进出口、中汽凯瑞、国机丰盛等集团旗下优质资产，业务整合以及外延扩张趋势明显。

图 48：国机集团旗下上市公司一览



资料来源：公司公告，招商证券

图 49：公司近几年吸收合并集团诸多优质资产



资料来源：公司公告，招商证券

2、进军新能源整车制造，培育业绩增长新引擎

公司 3 月 6 日公告称拟以自有资金出资 3.2 亿元联合国机资本、中机国际、中国电器院以及其他社会资本投资设立新能源汽车公司，规划产能达 10 万辆。其中国机资本是专业投资平台；中国电器院为电器和汽车行业提供制造装备、检测认证和环保涂料；中机国际是国内汽车会展领域领先企业；三者均为集团下属企业。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。

表 12：新能源汽车公司主要股东情况一览

公司名称	经营业务	出资金额/万元	股权占比

公司名称	经营业务	出资金额/万元	股权占比
国机汽车	大型汽车综合服务企业	32000	40%
国机资本	国机集团下属专业的投资平台	13600	17%
中机国际	为电器和汽车行业提供制造装备、检测认证和环保涂料	2400	3%
中国电器院	国内汽车会展领域领先企业	5600	7%
深圳国基	以投融资为主的专业投资机构	12000	15%
上海龙创	为国内各大汽车生产企业提供传统汽车和新能源汽车设计及咨询服务	2400	3%
共青城欣盛鑫投资		12000	15%

资料来源：公司公告，招商证券

3、资产证券化率目标 80%，存在后续资产注入预期

加速国有资产证券化基调下，存在优质资产注入预期。

十三五期间各省市均发布国有资本证券化率目标，国有资产证券化基调明显加速。根据国机集团与投资者互动问答披露，国机集团资产证券化率的目标是 80%。公司作为国机集团旗下汽车板块唯一资本运作平台，根据注入资产业务相匹配、盈利能力强的原则，仍存在中汽工业国际合作、中汽零部件工业、中汽工程三家符合原则的未上市资产，而现任董事长陈有权总履新前即来自中汽工程，未来不排除优质资产注入的可能。

表 13：各省市加快国有资产证券化进程

省市	国有资产证券化目标与进程
北京	到 2020 年，国有资本证券化率力争达到 50%以上
天津	到 2017 年底，重点集团至少拥有 1 家上市公司，经营性国有资产证券化率达到 40%
上海	确保整体上市企业占竞争类企业总量 40%以上，“十三五”末力争超过 50%
重庆	3-5 年内扎实推进，适宜上市的企业和资产力争全部上市，80%以上的竞争国有企业国有资本实现证券化
深圳	改革力度全国最大，国有资产证券化率已超过 50%，市国资委控股上市公司 22 家
广东	至 2020 年，实现 5 至 6 家省属企业整体上市，资产证券化率达到 70%
福建	到 2020 年国有资产证券化率达到 80%左右
浙江	省属国有资产证券化率已达 47%，目标达到 75%
杭州	市属国有资产证券化率已达 62.44%，提前实现十三五期间资产证券化率 60%的目标
江苏	省属国有资产证券化率不到 20%，具有较大提升空间
江西	省属国有资产证券化率为 47.1%，目标 5 年内达到 60%
湖南	到 2020 年，国有资产证券化率达到 80%左右
湖北	省属国有资产证券化率约为 30%，2020 年力争达到 50%
四川	到 2020 年，省属国企上市公司数量达到 20 户以上，资产证券化率达到 30%
河南	到 2020 年，省级经营性国有资产证券化率达到 60%以上
河北	到 2020 年，在各类资本市场新增上市公司 20 家以上，大型企业集团分别控股 1-2 家上市公司，全省资产证券化率达到 35%以上
山东	2016 已开展首批 58 户国有企业混合所有制改革试点
黑龙江	到 2020 年，力争将全省国有资本证券化率提高到 50%
陕西	到 2017 年，国有资产证券化率比 2014 年提升 10%以上，到 2020 年再提高 10%以上
山西	当前山西省上市公司 39 家，其中地方国企 20 家，主要为资源、机械和金融类，竞争类企业资产证券化率尚不足 50%，后续可改革的空间大
甘肃	2017 年省级经营性国有资产证券化率要超过 50%，到 2020 年底，力争省属上市公司达到 15 家以上，每户省属大型企业集团至少拥有一家上市公司

资料来源：国资委，招商证券

表 14：国机集团旗下仍有三家汽车行业的未上市资产

公司名称	注册资本	控股比例	从事业务
中国汽车工业国际合作有限公司	2.5 亿	100%	汽车整车及零部件进出口、技术进出口
中国汽车零部件工业公司	3811 万	100%	汽车、电子产品的销售
中国汽车工程工业有限公司	12 亿	100%	勘察设计

资料来源：公司公告，招商证券

六、投资策略与风险提示

1、投资逻辑

1）**纵向一体化筑高护城河，16 年确立业绩拐点。**步入 2017，伴随行业基本面向好，业绩拐点已确立，平行进口、融资租赁释放业绩弹性；同时，困扰市场的风险因素业已消除，美元贷款全部还清、财务成本优化明显、库存水平降至历史最低。我们认为公司已至布局时刻。

2）**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，预计 17 年增量 1.3 万辆，贡献 6000 万净利润，盈利能力显著提升；新增平行进口业务，同福特、捷豹路虎打造总对总颠覆性新模式，预计 17 年可贡献 5000 万净利润，中长期目标 10%-20%市场份额。

3）**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，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。

4）**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%，融资成本相比其他经销商具有较大优势。17 年在集团兄弟合作基础上，计划投放 70 亿规模，息差以 2%保守计算，预计贡献净利润超过 1 亿。

5）**集团重要资本运作平台，后续资产注入预期强烈。**公司上市以来注入诸多优质资产，新任董事长陈有权总履新前来自兄弟公司中汽工程，在集团 80%资产证券化目标下，公司作为汽车板块唯一资本运作平台，三家未上市汽车行业公司尤其是中汽工程资产注入的可能性极大。

我们保守预估公司 16-18 年归母净利润分别为 6.04、8.14、10.63 亿元，对应 EPS 为 0.59、0.79、1.03 元，给予“强烈推荐-A”投资评级。

2、目标股价 20-24 元

我们分别选取国内 7 家汽车零售公司，16、17 年行业平均 PE 分别为 59.9X、34.9X。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，作为国机集团旗下汽车板块唯一上市平台，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 17-18 年归母净利润分别为 8.14、10.63 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。

表 15：估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值（亿元）
		15	16E	17E	15	16E	17E	15	16E	17E			
广汇汽车	600297	0.39	0.52	0.67	18.0	42.6	32.2	56.4	19.4	14.9	2.39	12.0	549
大东方	600327	0.34	0.38	0.44	16.4	22.5	15.7	38.0	25.1	21.7	1.90	7.7	54.7
漳州发展	000753	-0.1	0.27	0.11	-243	421	-59	-615	20.1	49.3	4.07	-1.3	54.7
北巴传媒	600386	0.36	0.32	0.47	-17.5	-12.1	47.9	37.5	44.7	30.3	3.29	5.2	56.9
申华控股	600653	0.03	0.02	0.07	130	-32.1	135	-320	210	56.1	3.52	-5.5	75.3
庞大集团	601258		0.07	0.11	73.4	99.8	55.6	241	41.4	26.6	1.53	2.7	190
亚夏汽车	002607	0.04	0.18	0.23	124	443	28.1	-96.6	58.5	45.7	2.59	3.5	50.7
平均								59.8	59.9	34.9	2.76	3.74	

资料来源：公司数据、招商证券

3、风险提示

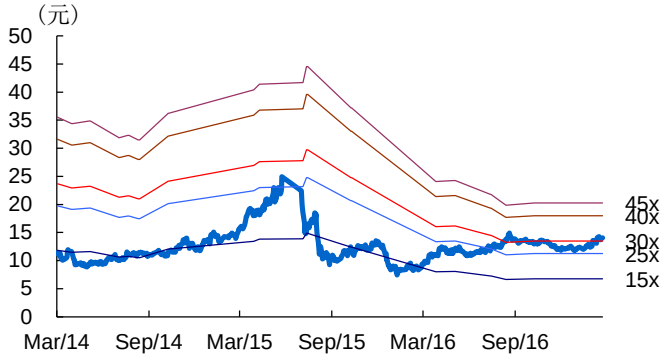
进口车市场复苏不及预期；平行进口、融资租赁不及预期。

表 16：各季度业绩回顾

（百万元）	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
营业收入	18626	14966	13630	13231	12959	12891
营业毛利	856	1063	1102	598	680	474
营业费用	135	147	143	144	142	134
管理费用	155	160	194	148	149	110
财务费用	225	654	51	76	74	86
投资收益	7	-8	20	-2	28	2
营业利润	340	76	-85	222	337	133
归属母公司净利润	291	99	-72	189	240	107
EPS（元）	0.46	0.16	-0.11	0.30	0.38	0.17
主要比率						
毛利率	4.6%	7.1%	8.1%	4.5%	5.3%	3.7%
营业费用率	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
管理费用率	0.8%	1.1%	1.4%	1.1%	1.1%	0.9%
营业利润率	1.8%	0.5%	-0.6%	1.7%	2.6%	1.0%
有效税率	22.9%	40.6%	-74.5%	27.9%	32.2%	28.6%
净利率	1.6%	0.7%	-0.5%	1.4%	1.8%	0.8%
YoY						
收入	-21.4%	-32.1%	-32.7%	-21.9%	-30.4%	-13.9%
归属母公司净利润	26.2%	-58.3%	-131.3%	16.0%	-17.7%	7.9%

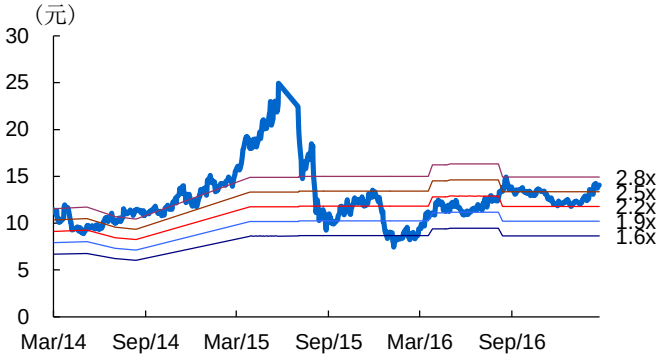
资料来源：公司数据、招商证券

图 50：国机汽车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 51：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	22926	25854	29033
现金	5405	3658	9593	12650	14361
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1559	433	341	358	395
应收款项	707	675	527	553	610
其它应收款	287	287	1213	689	878
存货	17467	12859	8634	9012	9927
其他	5648	6561	2619	2593	2861
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**	**27254**	**30162**	**33316**
流动负债	28840	22067	19692	22080	24518
短期借款	18654	9589	10000	12000	13500
应付账款	2575	2158	1704	1778	1959
预收账款	2485	1800	1421	1484	1634
其他	5126	8519	6567	6818	7424
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**	**20752**	**23140**	**25578**
股本	627	627	1030	1030	1030
资本公积金	1542	1604	1604	1604	1604
留存收益	2917	3272	3810	4501	5440
少数股东权益	263	185	58	(112)	(335)
归属于母公司所有者权益	5086	5503	6444	7134	8073
负债及权益合计	**34530**	**28815**	**27254**	**30162**	**33316**

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(3568)	9236	5999	2039	1267
净利润	855	481	604	814	1063
折旧摊销	333	364	461	467	472
财务费用	674	1234	350	450	525
投资收益	(62)	(14)	(37)	(39)	(40)
营运资金变动	(5330)	7262	4750	516	(531)
其它	(39)	(90)	144	(170)	(221)
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	891
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)	(485)
现金净增加额	1354	(1701)	5935	3057	1712

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	90344	64164	50532	53012	58551
营业成本	86792	60437	47722	49814	54871
营业税金及附加	47	34	27	28	31
营业费用	554	570	455	477	527
管理费用	648	643	505	530	586
财务费用	468	1143	350	450	525
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	985	1285
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	740	998	1303
所得税	344	238	263	354	462
净利润	782	380	478	643	840
少数股东损益	(73)	(101)	(127)	(171)	(223)
归属于母公司净利润	855	481	604	814	1063
EPS（元）	1.36	0.77	0.59	0.79	1.03

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	21%	-29%	-21%	5%	10%
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%	6.0%	6.3%
净利率	0.9%	0.7%	1.2%	1.5%	1.8%
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%	76.7%	76.8%
净负债比率	54.3%	36.2%	39.6%	42.4%	42.9%
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	1.8	1.8
存货周转率	5.9	4.0	4.4	5.6	5.8
应收帐款周转率	168.3	92.9	84.1	98.2	100.7
应付帐款周转率	33.7	25.5	24.7	28.6	29.4
每股资料（元）					
每股收益	1.36	0.77	0.59	0.79	1.03
每股经营现金	-5.69	14.73	5.82	1.98	1.23
每股净资产	8.11	8.77	6.26	6.93	7.84
每股股利	0.20	0.11	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	10.1	18.0	24.0	17.8	13.6
PB	1.7	1.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	19.8	18.6	23.4	19.0	15.8

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。