CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

国机汽车 600335.SH

当前股价：10.96 元
2017 年 07 月 20 日

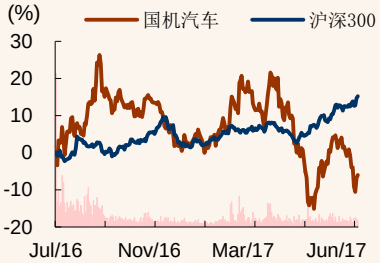
H1业绩超预期，全面受益进口车行业回暖

基础数据

上证综指	3245
总股本（万股）	102974
已上市流通股（万股）	94072
总市值（亿元）	113
流通市值（亿元）	103
每股净资产（MRQ）	7.1
ROE（TTM）	9.5
资产负债率	62.4%
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	-4	-8	-5
相对表现	-9	-20	-20



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《国机汽车（600335）—业绩拐点已现，各板块趋势向上》2017-04-16

2、《国机汽车（600335）—板块趋势向好，预期差逐步兑现》2017-03-14

3、《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

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

彭琪
0755-83174724
pengqi@cmschina.com.cn
S1090514080003

研究助理
寸思敏
cuansimin1@cmschina.com.cn

事件：

公司公布 17 年中报，实现营业收入 255.8 亿元，同比减少 2.76%；归母净利润 5.03 亿元，同比增长 18.74%；扣非净利润 4.78 亿，同比增长 6.57%。其中 Q2 实现净利 3.4 亿，同比大增 41.9%；财务费用 3875 万同比减少 74.6%，库存 68 亿降至历史最低点。17H2 看好公司平行进口集中释放和融资租赁业务投放贡献的增量。我们预计公司 17-19 年 EPS 为 0.79/1.03/1.29 元，维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

1、各板块趋势向好，Q2 业绩大超预期

公司 17H1 实现营收 255.8 亿元（-2.76%），归母净利润 5.03 亿元（+18.74%），扣非净利润 4.78 亿（+6.57%）；其中 Q2 实现净利 3.4 亿元，同比大增 41.9%，大幅超出此前预期。原因有四：

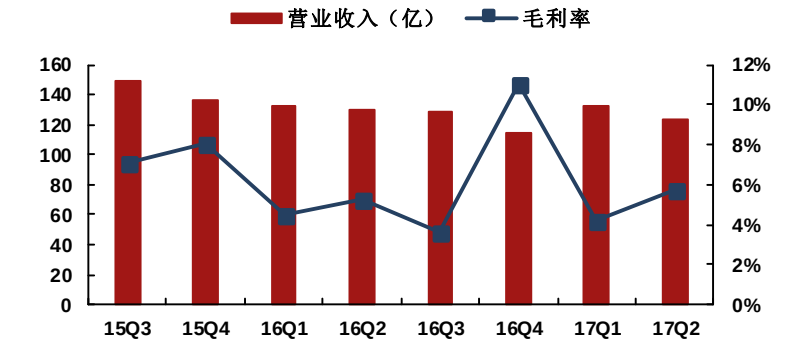
1）进口车服务板块 16 年新增的保时捷、林肯、宾利品牌开始放量，1-6 月贡献增量约 15000 辆；

2）汽车零售板块定位豪华车销售，17H1 实现净利约 5000 万元，已达到 16 全年盈利水平；

3）财务成本大幅降低，受益于两期 20 亿低利率债券的发行以及库存水平 68 亿降至历史最低点，17H1 财务费用为 3875 万元，同比减少 74.56%；

4）16 年上半年由于处置滨海汽车城项目产生损失约 4200 万，造成 17 年基数差异，由此拖累公司扣非净利润增速。

图 1：公司季度营收以及毛利率一览



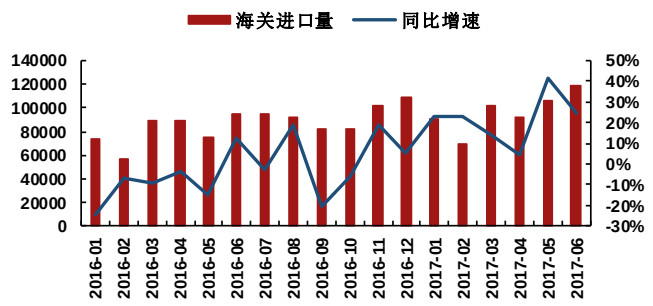
资料来源：公司数据、招商证券

风险提示：进口车市场复苏不及预期；平行进口、融资租赁业务不及预期

2、进口车市场回暖利好龙头，H2 看好平行进口放量集中释放业绩

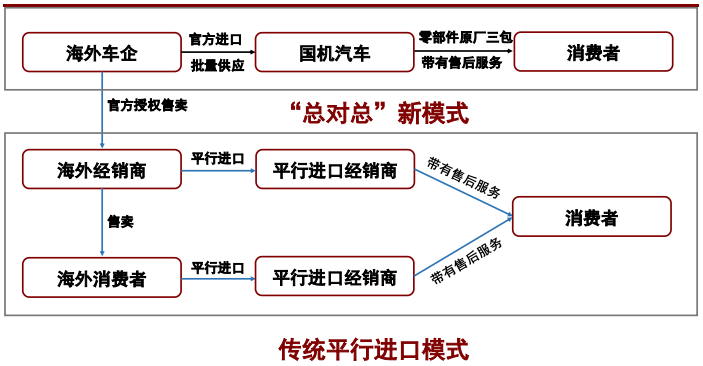
上半年进口车市场继续回暖，17 年 1-6 月累计进口 58.03 万辆，同比增长 21.2%；行业库存回归到 3.7 个月的正常水平。公司作为进口车市场龙头显著受益行业复苏，同时积极开拓市场，上半年将福特代理车型扩张至 8 款并中标捷豹路虎物流服务、阿斯顿马丁批售业务与港口服务。同时公司平行进口业务采用“总对总”新模式，上半年由于子公司资质审查问题暂未开展，预计下半年将集中释放 2000-3000 辆增量。

图 2：17H1 进口车市场继续回暖



资料来源：进口汽车市场数据库，招商证券

图 3：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

3、背靠集团做大融资租赁，进军新能源培育增长新引擎

不考虑额外风险因素，融资租赁本质上是“息差”收益。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%，相比其他经销商具有较大优势。17H1 融资租赁总计投放 19 笔规模接近 20 亿，全年计划总投放规模达到 70 亿，息差以 2% 保守计算，预计贡献超 1 亿净利。

同时公司出资 3.2 亿元联合国机资本、中机国际、中国电器院等兄弟企业投资设立国机智骏，规划产能 10 万辆，最快将于 18 年下线。此举凸显公司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 1：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
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%

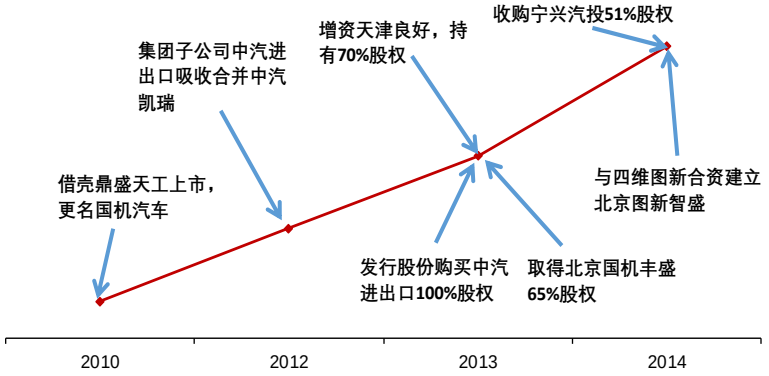
资料来源：公司公告，招商证券

4、集团核心资本运作平台，后续资产注入预期强烈

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。公司借壳鼎盛天工上市后，近几年持续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。国机集团十三五期间资产证券化率目标为 80%，公司作为集团核心资本运作平台，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，后续资产注入预期强烈。

图 4：公司近几年持续吸收合并集团诸多优质资产

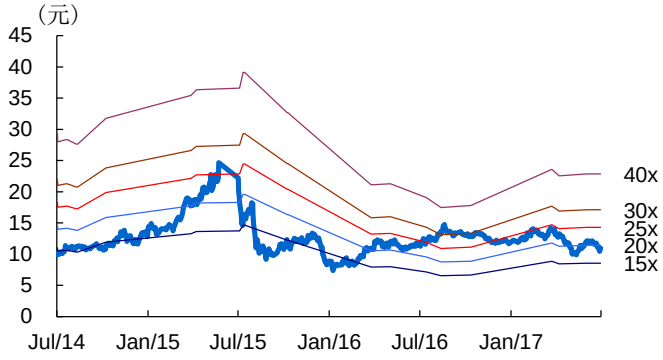


资料来源：公司公告，招商证券

盈利预测与评级

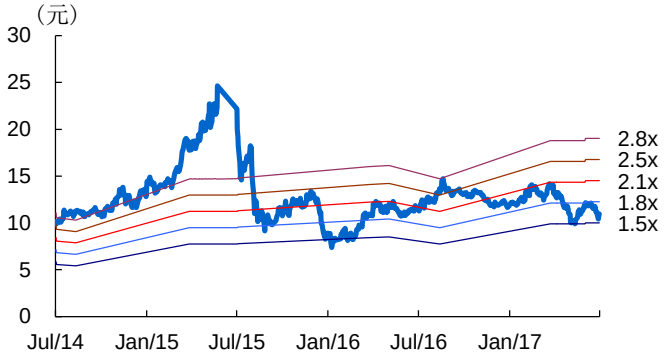
公司 17H1 盈利大超预期，主要受益于进口车服务板块保时捷、林肯、宾利品牌贡献的约 15000 辆增量以及汽车零售板块的盈利增长；同时财务成本大幅降低，库存降至历史最低点。17H2 看好公司平行进口及融资租赁业务放量。我们预计公司 17-19 年实现净利润 8.14 亿、10.63 亿、13.26 亿，对应 EPS 为 0.79、1.03、1.29 元，维持“强烈推荐-A”评级。

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

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	24472	17131	18257	20718	23183
现金	3658	5177	4848	5817	6724
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	433	892	937	1034	1145
应收款项	675	964	1005	1110	1228
其它应收款	287	474	690	880	973
存货	12859	7799	8180	9011	9944
其他	6561	1825	2598	2866	3169
非流动资产	4343	5014	4838	4689	4562
长期股权投资	104	109	109	109	109
固定资产	1534	1479	1430	1389	1355
无形资产	1176	713	641	577	519
其他	1528	2714	2658	2614	2578
资产总计	**28815**	**22145**	**23095**	**25407**	**27745**
流动负债	22067	12647	13019	14497	15765
短期借款	9589	766	1000	1350	1350
应付账款	2158	1685	1769	1948	2150
预收账款	1800	2254	2366	2606	2876
其他	8519	7943	7884	8593	9389
长期负债	1060	2348	2348	2348	2348
长期借款	799	125	125	125	125
其他	261	2223	2223	2223	2223
负债合计	**23127**	**14995**	**15367**	**16845**	**18113**
股本	627	1030	1030	1030	1030
资本公积金	1604	2494	2494	2494	2494
留存收益	3272	3497	4157	5096	6298
少数股东权益	185	129	48	(58)	(190)
归属于母公司所有者权益	5503	7021	7680	8620	9822
负债及权益合计	**28815**	**22145**	**23095**	**25407**	**27745**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9236	8638	(3)	1179	1477
净利润	481	614	814	1063	1326
折旧摊销	364	351	383	357	334
财务费用	1234	253	235	269	280
投资收益	(14)	(43)	(39)	(40)	(40)
营运资金变动	7262	7503	(1317)	(365)	(292)
其它	(90)	144	(81)	(105)	(131)
投资活动现金流	(342)	(356)	(207)	(207)	(207)
资本支出	(446)	(415)	(207)	(207)	(207)
其他投资	105	59	0	0	0
筹资活动现金流	(10596)	(6781)	(119)	(3)	(364)
借款变动	(9393)	(9831)	232	350	0
普通股增加	0	403	0	0	0
资本公积增加	62	890	0	0	0
股利分配	(125)	(75)	(154)	(124)	(124)
其他	(1139)	1832	(197)	(229)	(240)
现金净增加额	(1701)	1501	(329)	970	906

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	64164	50585	53089	58636	64892
营业成本	60437	47562	49933	55002	60697
营业税金及附加	34	57	59	66	73
营业费用	570	588	531	586	649
管理费用	643	596	531	586	714
财务费用	1143	199	235	269	280
资产减值损失	819	844	766	766	766
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	14	43	39	40	40
营业利润	530	783	1072	1401	1753
营业外收入	107	68	69	73	73
营业外支出	20	48	48	48	48
利润总额	618	802	1092	1425	1778
所得税	238	249	359	468	584
净利润	380	553	733	957	1194
少数股东损益	(101)	(61)	(81)	(106)	(132)
归属于母公司净利润	481	614	814	1063	1326
EPS（元）	0.77	0.60	0.79	1.03	1.29

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-29%	-21%	5%	10%	11%
营业利润	-52%	48%	37%	31%	25%
净利润	-44%	28%	33%	31%	25%
获利能力					
毛利率	5.8%	6.0%	5.9%	6.2%	6.5%
净利率	0.7%	1.2%	1.5%	1.8%	2.0%
ROE	8.7%	8.7%	10.6%	12.3%	13.5%
ROIC	6.3%	8.2%	9.9%	11.2%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	80.3%	67.7%	66.5%	66.3%	65.3%
净负债比率	36.2%	4.0%	4.9%	5.8%	5.3%
流动比率	1.1	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
存货周转率	4.0	4.6	6.2	6.4	6.4
应收帐款周转率	92.9	61.7	53.9	55.5	55.5
应付帐款周转率	25.5	24.8	28.9	29.6	29.6
每股资料（元）					
每股收益	0.77	0.60	0.79	1.03	1.29
每股经营现金	14.73	8.39	0.00	1.15	1.43
每股净资产	8.77	6.82	7.46	8.37	9.54
每股股利	0.12	0.15	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	14.3	18.4	13.9	10.6	8.5
PB	1.2	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.8	21.5	15.8	13.2	11.3

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。

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。