

强烈推荐-A (维持)

国机汽车 600335.SH

当前股价: 9.18 元

2018 年 02 月 13 日

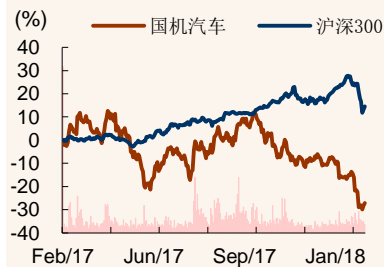
股权激励落地, 腾飞的起点

基础数据

上证综指	3185
总股本(万股)	102974
已上市流通股(万股)	102974
总市值(亿元)	95
流通市值(亿元)	95
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	9.8
资产负债率	68.4%
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	-21	-27	-27
相对表现	-13	-34	-41



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《国机汽车(600335)—Q3 同比大增 44%，行业健康发展》2017-10-27
- 2、《国机汽车(600335)—H1 业绩超预期，全面受益进口车行业回暖》2017-07-21
- 3、《国机汽车(600335)—业绩拐点已现，各板块趋势向上》2017-04-16

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

研究助理

寸思敏
cuansimin1@cmschina.com.cn

研究助理

李懿洋
liyiyang@cmschina.com.cn

事件:

公司作为央企二级单位, 质地较好、护城河高, 但激励不到位仍是市场徘徊的焦点。此次激励问题解决, 凭借公司进口车龙头地位, 平行进口 18 年上量, 结合进口车关税下降预期, 我们看好公司发展, 预估公司 17-19 年 eps 分别为 0.73/0.92/1.07 元, 对应 18 年 10.1xpe, 维持“强烈推荐-A”评级。

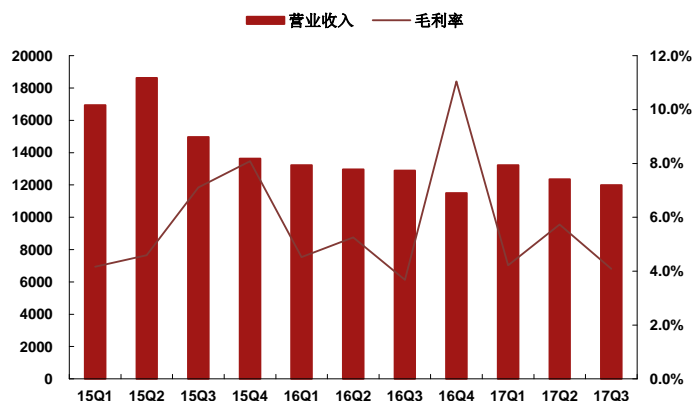
评论:

1、股权激励方案详析: 现阶段倒挂, 正收益明显

方案细则: 覆盖范围大, 价格倒挂。公司拟授予 990 万份股票期权(约占总股本 0.96%), 行权价格为 10.54 元(市价 9.2 元), 其中 85% 期权将授予给 178 位中高层管理人员, 自授予日起满 24 个月后, 激励对象应在未来 36 个月内分三期行权。

考核指标较保守, 增长稳健。公司行权标准为 19-21 年归母净利润年复合增长率不低于 10%、加权 ROE 不低于 8% (公司 15、16 年为 9.1%、10.1%), 且两项指标均不低于 24 家对标企业的 75 分位值水平(16 年分别为 17.81%、8.38%); 除此之外还需完成国机集团下达的 EVA 指标。

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、看好公司的四条逻辑：进口车服务龙头的战略发展

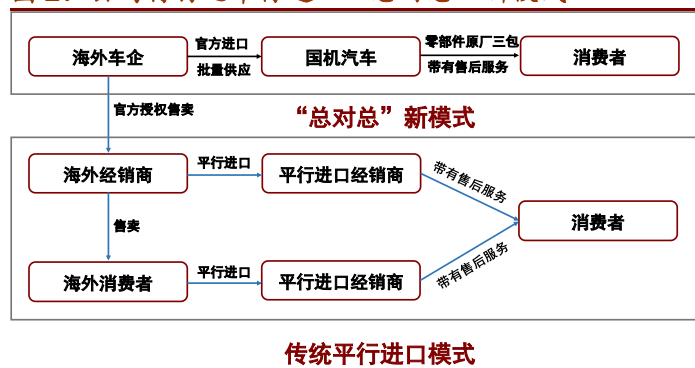
逻辑一：作为进口车服务龙头，深度受益关税政策，纵向一体化筑高护城河

17 年我国汽车进口量达 121.6 万辆 (+16.8%)，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、库存健康，叠加关税政策长期催化，行业健康成长。

逻辑二：进口车板块趋势稳定，未来公司看点在于新车型导入及平行进口总对总上量

17 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，单车毛利率 10%-20%，中长期目标 10%-20%市场份额。

图 2：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

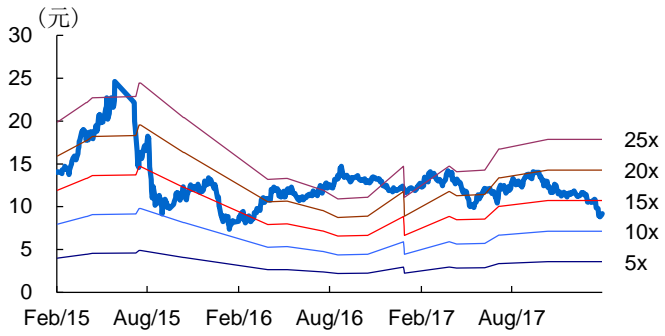
逻辑三：汽车零售方面，公司定位豪华车销售，受益行业回暖盈利能力显著增强，未来扩张可期

公司定位豪华车销售，行业回暖叠加公司内部精细化管理，17 年盈利改善明显；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。

逻辑四：融资租赁新业务方面，融资成本极具优势，背靠国机集团引爆未来增长

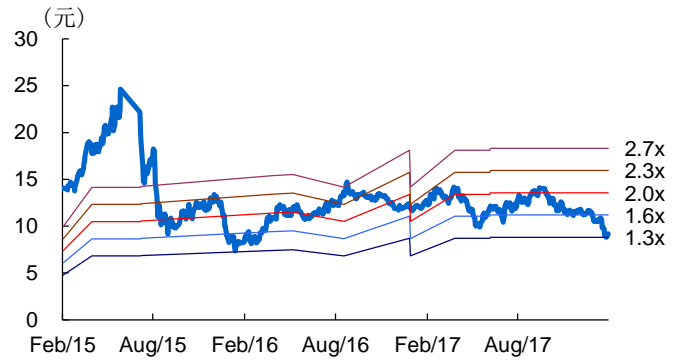
公司背靠国机集团，拥有 435 亿银行信用授信额度，平均资金成本低于 4%。17 年在集团兄弟合作基础上，大力拓展汽车金融服务，我们预计贡献净利润约 5000 万。

图 3：国机汽车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：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	18221	20594	22892
现金	3658	5177	4797	5665	6379
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	8194	9036	9992
其他	6561	1825	2599	2869	3174
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	23059	25283	27454
流动负债	22067	12647	13037	14532	15830
短期借款	9589	766	1000	1350	1350
应付账款	2158	1685	1771	1954	2160
预收账款	1800	2254	2370	2614	2890
其他	8519	7943	7895	8615	9430
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	15385	16880	18178
股本	627	1030	1030	1030	1030
资本公积金	1604	2494	2494	2494	2494
留存收益	3272	3497	4098	4920	5903
少数股东权益	185	129	54	(40)	(151)
归属于母公司所有者权益	5503	7021	7621	8443	9426
负债及权益合计	28815	22145	23059	25283	27454

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9236	8638	(54)	1077	1285
净利润	481	614	755	946	1106
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	(1313)	(361)	(287)
其它	(90)	144	(75)	(93)	(109)
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	(380)	867	715

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

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	50013	55159	60992
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	992	1244	1459
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	1012	1268	1484
所得税	238	249	333	417	487
净利润	380	553	680	852	996
少数股东损益	(101)	(61)	(75)	(94)	(110)
归属于母公司净利润	481	614	755	946	1106
EPS (元)	0.77	0.60	0.73	0.92	1.07

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%	27%	25%	17%
净利润	-44%	28%	23%	25%	17%
获利能力					
毛利率	5.8%	6.0%	5.8%	5.9%	6.0%
净利率	0.7%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%
ROE	8.7%	8.7%	9.9%	11.2%	11.7%
ROIC	6.3%	8.2%	9.4%	10.3%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	80.3%	67.7%	66.7%	66.8%	66.2%
净负债比率	36.2%	4.0%	4.9%	5.8%	5.4%
流动比率	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4
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	2.4
存货周转率	4.0	4.6	6.3	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	29.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.77	0.60	0.73	0.92	1.07
每股经营现金	14.73	8.39	-0.05	1.05	1.25
每股净资产	8.77	6.82	7.40	8.20	9.15
每股股利	0.12	0.15	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	12.0	15.4	12.5	10.0	8.5
PB	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	12.3	19.2	14.8	12.7	11.5

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年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

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。