

并购众泰汽车，新能源整车又添新贵

——金马股份 000980.SZ 收购点评

核心观点

李皓舒 执业证书编号：S1100513120001
研究员 8621-68416988
lihaoshu@cczq.com

董家华 S1100114100002
联系人 dongjiahua@cczq.com

- ❖ **事件：**公司拟作价 116 亿元购买众泰汽车 100% 股权，上市公司将以发行股份方式支付全部交易对价。并拟采用询价方式非公开发行股份募集配套资金不超过 20 亿元。
- ❖ **众泰汽车是近几年自主品牌发展最成功的代表之一。**公司高速增长始于 2014 年，主要原因是公司同年在传统车方面推出了 T600，销量在自主品牌 SUV 同级别中位列前位。2014 全年众泰共销售各款车辆 16.6 万辆，同比增长 20.48%。在新能源车方面，众泰 15 年纯电动汽车销量合计超过 2.29 万台，约占全国新能源汽车销量的 6.92%。
- ❖ **众泰汽车 2015 年实现营业收入 137.4 亿元，实现归属于母公司净利润 9.7 亿元。**此次交易的交易对方铁牛集团作为补偿义务人承诺，众泰汽车 2016 年、2017 年、2018 年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于人民币 12.1 亿元、14.1 亿元、16.1 亿元。
- ❖ **通过本次交易，上市公司将形成从汽车零部件生产到整车生产的产业链，构建传统汽车、新能源汽车、汽车零部件“三足鼎立”的业务架构。**公司汽车零部件将为众泰汽车配套，上下游之间的协同效应明显。
- ❖ **风险提示：**定增进展低于预期。

金马股份是国内最大的车用零部件生产加工企业之一，产品包括车用仪表、汽车线束、汽车传感器、汽车钣金覆盖件等，是国家火炬计划重点高新技术企业。

图 1： 公司主要产品：汽车仪表



资料来源：公司网站，川财证券研究所

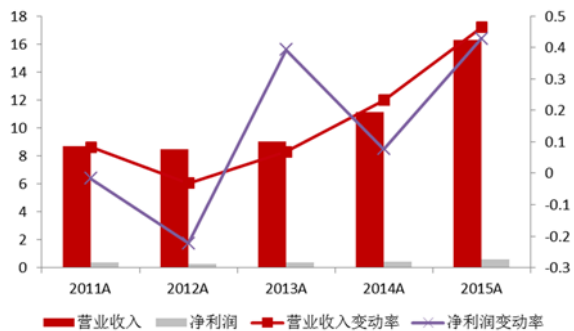
图 2： 公司主要产品：汽车线束



资料来源：公司网站，川财证券研究所

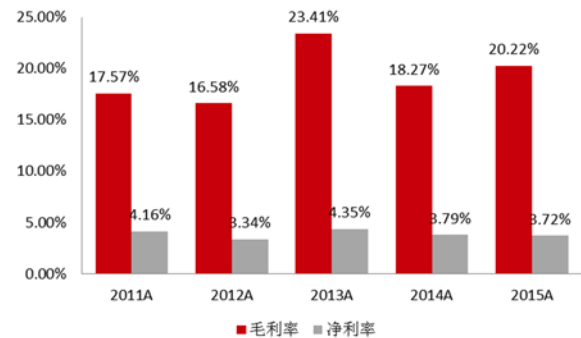
财务方面，公司 2015 年实现营业收入和净利润 16.26 亿和 0.74 亿，同比分别增长 46%和 49%。值得注意的是，公司营业收入已经连续三年正增长，净利润从 2013 年的 3900 万增长到了 2015 年的 6000 万。

图 3： 公司营业收入和净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所






图 4： 公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

收购标的众泰汽车成立于 2003 年，最早为国产大众代工。2004 年，众泰收购丰田大发特锐生产线，2006 年通过收购江南汽车后拥有了生产轿车的“准生证”。众泰汽车采取的是“低价+高性能”品牌策略，目标客户是三四五线城市那些不看重品牌但对价格非常敏感的消费者。2014 年众泰便开始出现高增长的局面，全年销售 16.6 万辆，同比增长 20.48%。2015 年众泰全年销售 18.1 万辆，同比增长 8.9%。众泰汽车无疑是这一轮自主品牌逆袭中的一匹大黑马。

公司主要产品

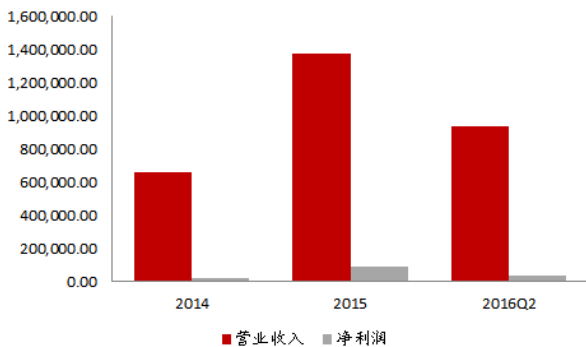
产品	用途	2016 售价	收入比例(16 年 1-6 月)
	众泰 T600 于 2013 年底上市，为众泰汽车全新开发的第一款中型 SUV，搭载 1.5T 发动机、2.0T 发动机，配备 5 挡手动变速器、DCT 双离合变速器，在动力总成配置上为用户提供了多种选择	7.57 万	39.71%
	大迈 X5 于 2015 年 9 月上市，为一款紧凑型 SUV，搭载 1.5T 发动机，匹配 5 挡手动变速器、CVT 变速器	6.78 万	32.34%
	SR7 于 2016 年 1 月上市，搭载 1.5T 发动机，匹配 5 挡手动变速器、CVT 变速器，是一款紧凑型 SUV。	7.51 万	11.63%
	众泰云 100 是众泰汽车基于 Z100 打造的一款微型双排纯电动车，于 2014 年上市	11.3 万	3.43%
	众泰 Z500 于 2014 年上市，搭载 1.5T 发动机，并匹配 5 挡手动变速器或 CVT 两款变速箱，是一款中型三厢轿车	6.35 万	1.7%
	众泰 Z300 于 2012 年上市，搭载 1.5L 及 1.6L VVT 发动机，匹配 4 挡手自一体变速器、5 挡手动变速器，是一款紧凑型三厢轿	4.65 万	2.09%

车

资料来源：公司公告，川财证券研究所

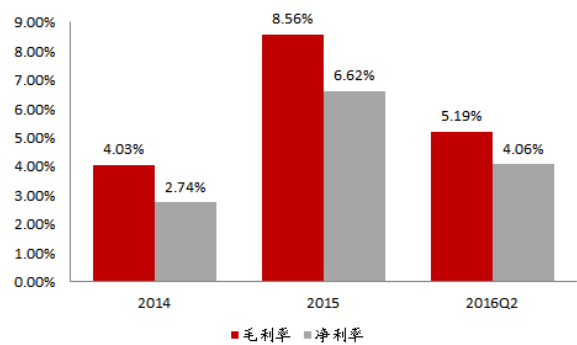
财务方面,众泰汽车 2014 年和 2015 年实现营业收入和净利润分别为 662,024 万元、1,374,497 万元和 19,998 万元、96,809 万元。此外,公司 2016 年上半年实行营业收入 934,438 万元,净利润 39,857 万元。

图 5: 公司营业收入和净利润 (单位: 万元)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

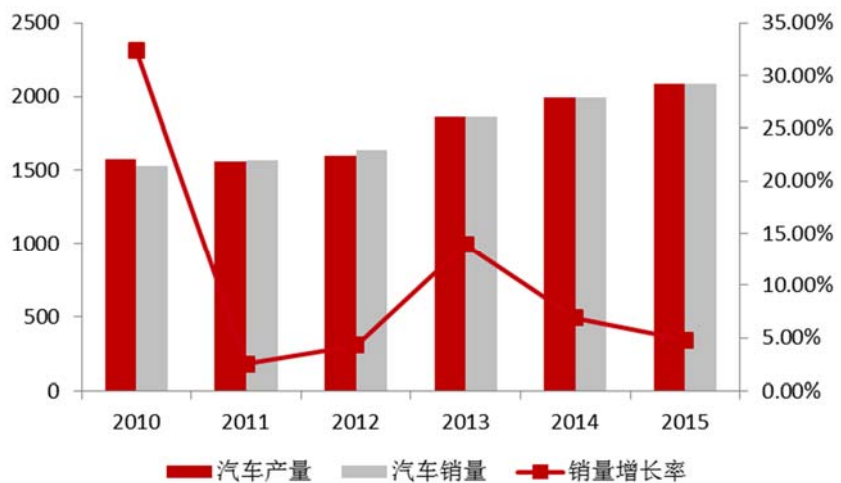
图 6: 公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

国内汽车产业增速整体放缓,新能源汽车成为新的行业增长点。2009 年中国汽车销量首次超过美国,成为世界第一大汽车消费国,并连续 7 年保持汽车销量全球第一。2015 年,我国汽车产量达到 2,450.3 万辆,同比增长 3.3%,增速较上年同期下降 4 个百分点;销量达到 2,459.8 万辆,同比增长 4.68%,增速较上年同期下降 2.32 个百分点。

图 7: 2010-2015 年我国汽车产销量及销量增长率 (单位: 万辆)

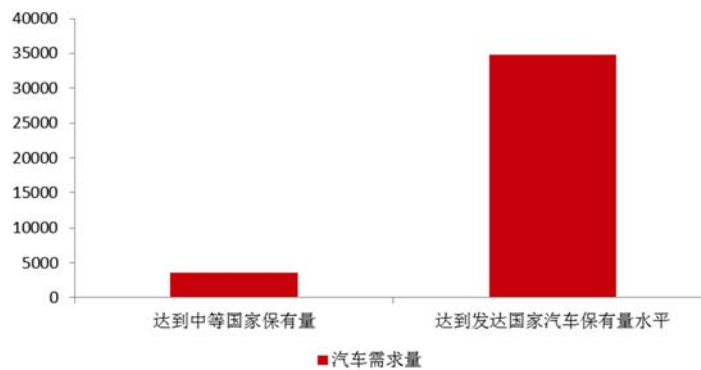


资料来源：中汽协，川财证券研究所

2014 年以来，国家密集出台了购置补贴、免征购置税、政府采购、充电设施建设奖励等支持政策，我国新能源汽车产销规模飞速增长。2015 年，我国新能源汽车产量 34.05 万辆，销售 33.11 万辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍。2016 年上半年，新能源汽车产量 17.7 万辆，销售 17.0 万辆，较 2015 年同期分别增长 125.0%和 126.9%。新能源汽车确定性高速增长，稀缺属性凸显。《中国制造 2025》规划明确提出，将到 2020 年，我国自主品牌新能源汽车年销量突破 100 万辆，到 2025 年，新能源汽车年销量 300 万辆。

国内自主品牌车厂优势在三四五线城市，万亿市场空间尚待发掘。一二线城市汽车市场被外资和合资品牌牢牢占据。但是在国内的三四五线城市，消费者对价格更加看重，高性价比的国产车往往更有优势。截至 2015 年末，全国每百户家庭拥有私家车超过 31 辆。世界千人汽车保有量平均为 160 辆。而国内一二线城市汽车市场已经饱和。因此国内汽车保有量大幅提升的潜在空间就在三四五线城市，和农村市场。这将给国产品牌车带来巨大的增长空间。按 13 亿人口计算，如果我国汽车保有量达到世界平均水平将是 2.08 亿辆，尚有 3,600 万辆的市场需求；达到中等发达国家千人保有量 400 辆的水平是 5.2 亿辆，尚有 3.48 亿辆的市场需求，巨大的市场需求是推动行业发展的动力。

图 8： 国内汽车市场潜在的增长空间（单位：万辆）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

对标公司

证券名称	市值 (亿)	PE-16E	PE-17E	PE-18E
长城汽车	878	10.55	9.66	9.32
江淮汽车	253	21.7	17.33	13.6
江铃汽车	262	12.46	8.96	7.91
长安汽车	743	6.69	6.26	5.91
比亚迪	1563	32.12	23.21	17.55
金马股份 (未复牌)	56	-	-	-

资料来源: Wind, 川财证券研究所

风险提示

定增进展低于预期。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000