

金马股份 (000980)

证券研究报告

2017 年 04 月 06 日

收到增发批文 收购众泰终落地

事件

公司公告收到证监会关于核准公司向铁牛集团等增发股份购买资产并募集配套资金的批复。

点评

公司收购众泰汽车 100%股权基本落地。金马股份拟以发行股份的方式向包括铁牛集团在内的 22 名交易对方收购众泰汽车 100%股权，交易作价 116 亿元，最终确定发行价为 8.91 元/股，锁定期三年。同时公司拟配套融资 20 亿元投入新能源汽车开发项目。铁牛集团承诺众泰汽车 2017、2018、2019 年经审计的扣非后归母净利润分别不低于 14.1 亿、16.1 亿、16.1 亿元。

众泰汽车产品主攻四五线区域，辅以主打外形、配置、渠道，以及狼性风格快速迭代的策略，近年发展势头强劲。2003 年，众泰控股集团正式成立，2007 年收购江南汽车股份，获得“准生证”，开始抢占四五线区域的销售市场，这些目标市场（全国乡镇和中西部省份城镇）处于私人汽车普及的发展初期，汽车千人保有量将随经济发展继续提升，且速度较快。在个性化方面众泰紧扣 SUV 潮着力打造高颜值和丰富配置的车型。在渠道方面，众泰经销体系规模大，密度高，截至 2016 年底已有 919 家一级经销商（较 2015 年增长了 35%）、1,700 家二级经销商和 2,210 家售后服务点。在新品周期方面，公司突出的狼性企业风格使得新车推出频率加快，因而不断增强公司车型在竞品之中的竞争力。收购完成后，众泰汽车将成为上市公司最为优质的业务板块。

众泰同时是 A00 级新能源乘用车之王，将明显受益于该类爆款车行情的启动。众泰汽车早在 2005 年即开始新能源汽车开发，11 年间积累了完整的电动车开发与销售经验，2016 年销售 3.7 万辆纯电动车，市占率 11%，所推出车辆都是 A00 级车型。由于分时租赁和非限购城市代步市场的启动，今年前两月 A00 在电动车中的累计销量占比已从 2016 年的 45%回升到了 2017 年的 78%，众泰的占比就达到了 24%。随今年 A00 爆款行情的启动，众泰将显著受益于其提前布局 and 多年积累。

3 月 2 大重磅新车上市，预计全年将实现 43 万销量。众泰 2016 年总销量达到了 29 万辆，同增 58%。16 年底至 17 年，众泰开启了新一轮产品周期，3 月大迈 X7 和 T700 相继上市，预计将与 SR9 成为众泰旗下全新热销车型，2017 年分别贡献 5 万、8 万和 8 万辆的销量，拉动全年销量至 43 万辆，同增 50%（按公告口径）。

投资建议：假设众泰 2017 全年并表，考虑配套融资 20 亿元，预计 2017/2018 年备考 EPS 分别为 0.96/1.33 元，公司 SUV 和纯电动汽车销售强劲，给予公司 2017/2018 年 21X/15X PE，目标价 20 元，维持“买入”评级。

潜在持股情况披露：根据公司 2016 年 2 月 21 日披露的公告，若该笔交易完成后，天风证券股份有限公司直投子公司下设机构天风智信将持有金马股份 118,355,151 股（考虑配套融资），预计占公司总股本 5.78%。

风险提示：主力/新车型销量低于预期、新能源项目进展低于预期、公司增强研发实力的计划发生变化、朝正向开发转变的进度较慢。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,625.87	1,693.50	38,852.79	49,005.03	61,168.08
增长率(%)	46.29	4.16	2194.23	26.13	24.82
EBITDA(百万元)	187.56	188.82	2,632.17	3,626.88	4,725.51
净利润(百万元)	60.33	86.78	1,966.42	2,735.05	3,624.35
增长率(%)	43.75	43.85	2,165.87	39.09	32.51
EPS(元/股)	0.11	0.16	0.96	1.33	1.77
市盈率(P/E)	142.17	98.83	16.92	12.17	9.18
市净率(P/B)	4.13	3.98	2.59	2.21	1.85
市销率(P/S)	5.28	5.06	0.86	0.68	0.54
EV/EBITDA	13.70	38.31	9.36	6.99	4.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.24 元
目标价格	20 元
上次目标价	20 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	528.14
流通 A 股股本(百万股)	528.14
A 股总市值(百万元)	8,576.99
流通 A 股市值(百万元)	8,576.99
每股净资产(元)	4.08
资产负债率(%)	47.40
一年内最高/最低(元)	18.19/6.82

作者

崔琰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100005	
cuiyan@tfzq.com	
张程航	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	
周沐	联系人
zhoumu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《首次覆盖报告:金马股份 (000980) 收购剑走偏锋的众泰 打造汽车界的 OPPO/vivo》 2017-03-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,024.80	761.78	11,655.84	7,234.83	10,785.48
应收账款	590.84	942.36	2,079.53	2,820.98	4,994.95
预付账款	48.85	42.97	2,215.32	1,063.11	3,835.23
存货	611.40	1,039.74	2,782.00	2,244.94	4,286.18
其他	462.72	344.64	9,264.12	9,542.13	12,972.90
流动资产合计	2,738.61	3,131.48	27,996.81	22,905.99	36,874.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	449.73	597.96	1,658.45	2,694.26	3,200.43
在建工程	35.47	44.42	104.44	30.44	52.18
无形资产	100.37	177.13	193.18	208.84	224.10
其他	84.55	162.15	830.65	1,176.56	1,355.81
非流动资产合计	670.12	981.66	2,786.73	4,110.11	4,832.52
资产总计	3,408.73	4,113.14	30,783.54	27,016.11	41,707.25
短期借款	394.60	500.60	3,659.96	0.00	0.00
应付账款	300.90	639.59	6,830.16	3,879.40	12,448.40
其他	598.51	756.64	6,172.25	6,411.56	9,600.34
流动负债合计	1,294.01	1,896.83	16,662.38	10,290.95	22,048.74
长期借款	1.07	0.53	41.68	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
其他	26.60	52.14	1,100.00	1,200.00	1,200.00
非流动负债合计	27.66	52.67	1,241.68	1,600.00	1,600.00
负债合计	1,321.67	1,949.50	17,904.06	11,890.95	23,648.74
少数股东权益	8.62	8.99	17.37	53.39	97.41
股本	528.14	528.14	2,048.87	2,048.87	2,048.87
资本公积	1,267.00	1,267.00	8,908.71	8,908.71	8,908.71
留存收益	1,550.29	1,626.52	10,813.24	13,022.89	15,912.22
其他	(1,267.00)	(1,267.00)	(8,908.71)	(8,908.71)	(8,908.71)
股东权益合计	2,087.05	2,163.64	12,879.48	15,125.15	18,058.50
负债和股东权益总	3,408.73	4,113.14	30,783.54	27,016.11	41,707.25

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	60.55	87.15	1,966.42	2,735.05	3,624.35
折旧摊销	91.59	77.79	83.43	142.53	176.84
财务费用	7.88	4.33	296.53	313.84	330.51
投资损失	(6.32)	0.00	(60.00)	(70.00)	(80.00)
营运资金变动	(47.80)	(242.38)	(1,997.18)	(2,289.56)	1,160.45
其它	39.03	67.77	8.38	36.02	44.02
经营活动现金流	144.93	(5.35)	297.58	867.88	5,256.17
资本支出	26.75	311.10	172.14	1,020.00	720.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(112.30)	(461.46)	(1,332.14)	(2,070.00)	(1,360.00)
投资活动现金流	(85.55)	(150.36)	(1,160.00)	(1,050.00)	(640.00)
债权融资	396.20	501.67	3,813.64	414.00	414.00
股权融资	(23.00)	(13.00)	8,865.90	(313.84)	(330.51)
其他	(230.89)	(566.24)	(923.07)	(4,339.05)	(1,149.02)
筹资活动现金流	142.31	(77.58)	11,756.48	(4,238.88)	(1,065.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	201.69	(233.28)	10,894.06	(4,421.01)	3,550.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,625.87	1,693.50	38,852.79	49,005.03	61,168.08
营业成本	1,297.19	1,296.85	31,268.73	39,341.24	48,983.40
营业税金及附加	9.43	11.96	1,282.14	1,568.16	1,957.38
营业费用	37.16	49.89	1,717.29	2,215.03	2,752.56
管理费用	132.01	169.49	2,035.89	2,401.25	2,936.07
财务费用	22.47	13.00	296.53	313.84	330.51
资产减值损失	59.99	52.32	60.00	65.00	70.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.32	0.00	60.00	70.00	80.00
其他	(12.65)	(0.00)	(120.00)	(140.00)	(160.00)
营业利润	73.93	100.00	2,252.21	3,170.52	4,218.16
营业外收入	3.45	6.70	81.17	101.00	110.00
营业外支出	3.16	1.97	10.08	11.43	12.43
利润总额	74.22	104.73	2,323.30	3,260.09	4,315.73
所得税	13.67	17.58	348.50	489.01	647.36
净利润	60.55	87.15	1,974.81	2,771.08	3,668.37
少数股东损益	0.22	0.37	8.38	36.02	44.02
归属于母公司净利润	60.33	86.78	1,966.42	2,735.05	3,624.35
每股收益（元）	0.11	0.16	0.96	1.33	1.77

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	46.29%	4.16%	2194.23%	26.13%	24.82%
营业利润	125.00%	35.26%	2152.32%	40.77%	33.04%
归属于母公司净利润	43.75%	43.85%	2165.87%	39.09%	32.51%
获利能力					
毛利率	20.22%	23.42%	19.52%	19.72%	19.92%
净利率	3.71%	5.12%	5.06%	5.58%	5.93%
ROE	2.90%	4.03%	15.29%	18.15%	20.18%
ROIC	5.28%	6.84%	122.52%	69.96%	54.04%
偿债能力					
资产负债率	38.77%	47.40%	58.16%	44.01%	56.70%
净负债率	-9.05%	-4.59%	5.33%	16.10%	23.49%
流动比率	2.12	1.65	1.68	2.23	1.67
速动比率	1.64	1.10	1.51	2.01	1.48
营运能力					
应收账款周转率	2.87	2.21	25.71	20.00	15.65
存货周转率	2.59	2.05	20.33	19.50	18.73
总资产周转率	0.51	0.45	2.23	1.70	1.78
每股指标（元）					
每股收益	0.11	0.16	0.96	1.33	1.77
每股经营现金流	0.27	-0.01	0.56	1.64	9.95
每股净资产	3.94	4.08	6.28	7.36	8.77
估值比率					
市盈率	142.17	98.83	16.92	12.17	9.18
市净率	4.13	3.98	2.59	2.21	1.85
EV/EBITDA	13.70	38.31	9.36	6.99	4.59
EV/EBIT	26.66	64.03	9.67	7.28	4.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com