

国机汽车（600335）2017 年半年报点评

业绩超越市场预期，战略转型积极推进 买入（维持）

2017 年 7 月 21 日

事件：公司发布 2017 年半年报：公司上半年实现营业收入 255.8 亿元（-2.8%）；归属于母公司股东净利润 5.0 亿元（+18.7%）。

投资要点：

- **公司上半年净利润 5.0 亿元（同比+18.7%），增速显著回升，超越市场预期。**公司上半年实现营收 255.8 亿元（-2.8%），归母净利润 5.0 亿元（+18.7%）；2017Q2 实现归母净利润 3.4 亿元（+42.3%），扭转 Q1 下滑趋势（-12.1%）。主要原因在于：1）行业回暖+服务模式创新，主营业务收入攀升。2）毛利率有所上升，2017Q2 公司整体毛利率提升明显，较 Q1 上升 1.5pct 至 5.7%。3）各项新业务进展情况良好，零售业务贡献净利润约 0.5 亿，已达到去年全年水平。
- **受益行业回暖+巩固开拓原有品牌和新客户，主营业务开启上升通道。**1）进口车市场回暖迹象明显，供需双降局面扭转，库存深度回到合理水平。根据中国进口汽车数据库，2017 年上半年汽车进口 58.0 万辆（+21.2%），经销商交付客户进口车（AAK）销量 43.9 万辆（Q1+0.9%，Q2+7.9%）。2）公司凭借进口车贸易服务领域多年的经验优势，积极开拓新客户（获得阿斯顿马丁的批售和港口业务），巩固原有客户（福特新增 8 款车型，中标捷豹路虎三年物流服务项目以及续签特斯拉港口合同），并在主营业务方面开拓创新，打通贸易服务全产业链条。
- **科工金贸一体化战略指导下，各项新业务进展良好，收入结构不断优化。**1）工：布局新能源产业链，切入制造业领域。公司新能源子公司国机智骏 5 月在江西赣州开工，团队成员陆续到位，欧洲研发中心紧锣密鼓筹建中，力争通过 3-5 年实现年产 10 万辆新能源乘用车的产能，最终达到年产 30 万辆新能源乘用车。2）金：汽车金融租赁规模快速扩张。今年上半年公司旗下融资租赁子公司汇益融资共计完成 19 笔业务，投放约 20 亿金额。3）贸：维持贸易龙头地位，服务模式推陈出新，“总对总”平行进口业务获得客户认可，福特项目顺利进行中。
- **内生外延双轮驱动，布局汽车全产业链。**公司紧抓行业发展机遇，加快外延扩张步伐。公司未来将继续通过重组、并购、投资等方式，积极寻找零售服务、零部件和新能源等业务的股权投资，扩充上市公司的增量资产和业务，从内生和外延两个方面推动公司产业结构升级，发挥科工金贸协同效应。
- **投资建议：**预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.82/0.97/1.11 元（2016 年为 0.6 元）。当前股价 10.96 元，分别对应 2017/18/19 年 13/11/10 倍 PE。由于进口车市场回暖，公司主营业务收入迎来上升通道，转型目标和思路明确，科工金贸一体化将带来协同效应，公司收入和利润有望持续增长。我们认为公司合理估值为 2017 年 20 倍 PE，维持“买入”评级，对应目标价 17 元。
- **风险提示：**1）进口汽车销量回升幅度低于预期，库存压力持续上升。2）新能源汽车制造进展不顺利。3）新业务开展低于预期。

首席证券分析师 高登

执业资格证书号码：S0600516070003

gaod@dwzq.com.cn

010-66573557

研究助理 陈斯竹

chenszh@dwzq.com.cn



市场数据（2017 年 7 月 21 日）

收盘价（元）	10.96
市盈率（2016）	18.39
市净率（2016）	1.61
流通 A 股市值（百万元）	10,310

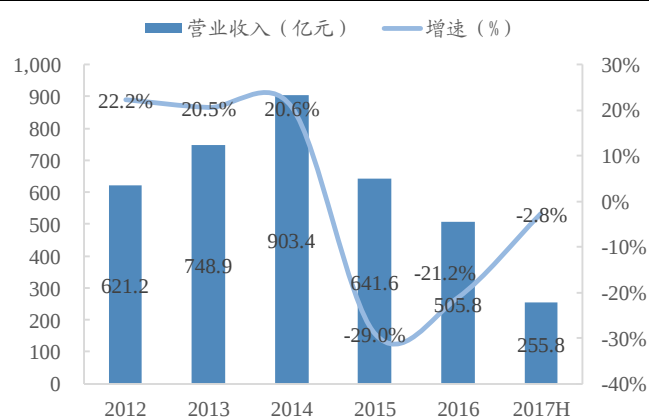
基础数据（2016）

每股净资产（元）	6.82
资产负债率（%）	67.71
总股本（百万股）	1,030
流通 A 股（百万股）	941

相关报告

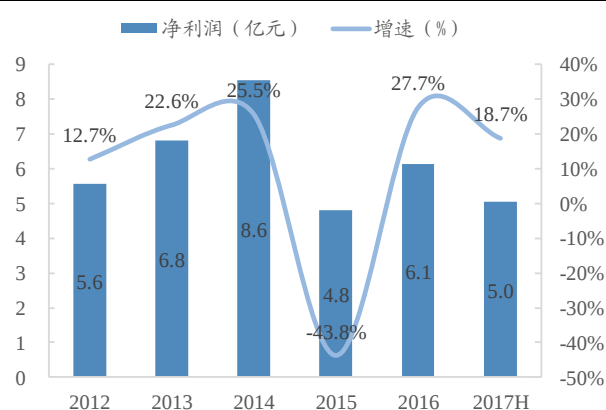
1. 国机汽车：战略转型，开启科工金贸一体化新篇章，20170630

图 1: 2012-2017H 公司营业收入及增速



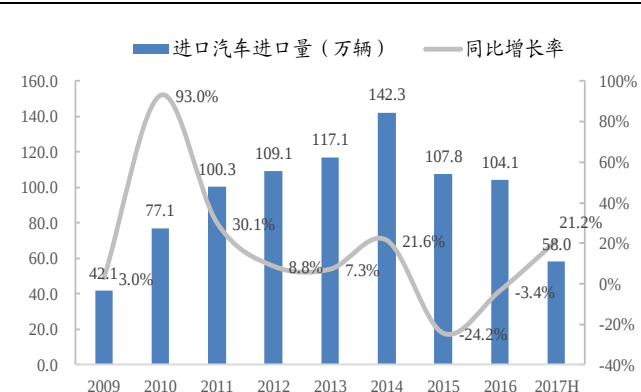
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2012-2017H 公司归母净利润及增速



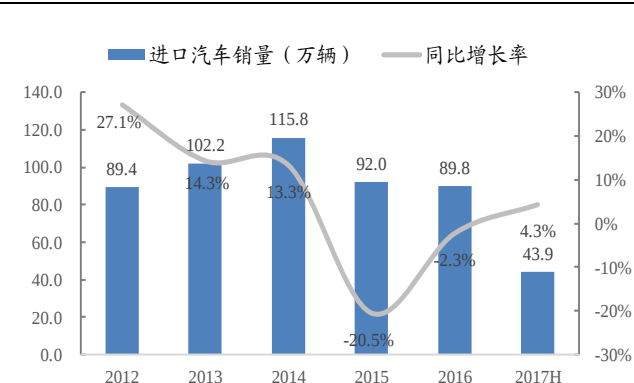
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2009-2017H 海关进口量 (万辆)



资料来源: 中国进口汽车市场数据库, 东吴证券研究所

图 4: 2012-2017H 进口汽车市场 AAK 销量 (万辆)



资料来源: 汽车工业协会, 东吴证券研究所

图表 5: 盈利预测表

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	64,164	50,585	60,618	69,564	77,088
增长率 YoY%	(28.98)	(21.16)	19.84	14.76	10.82
净利润(百万元)	481	614	847	997	1,147
增长率 YoY%	(43.79)	27.72	37.97	17.75	15.03
毛利率%	5.81	5.98	5.99	6.01	6.09
ROE (%)	8.7	8.7	10.8	11.2	11.5
每股收益 EPS (元, 摊薄后)	0.47	0.60	0.82	0.97	1.11
P/E	23	18	13	11	10
P/B	2.1	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	17,131	21,358	24,400	26,946	营业收入	50,585	60,618	69,564	77,088
现金	5,177	6,062	6,956	7,709	营业成本	47,562	56,985	65,384	72,391
应收款项	964	1,176	1,350	1,496	营业税金及附加	57	91	104	116
存货	7,799	10,371	11,900	13,175	营业费用	588	909	1,043	1,156
其他	3,191	3,749	4,194	4,567	管理费用	596	909	1,043	1,156
非流动资产	5,014	5,066	5,127	5,157	财务费用	199	291	348	401
长期股权投资	109	109	109	109	投资净收益	43	40	30	25
固定资产	1,479	1,499	1,560	1,634	其他	-844	-226	-163	-136
无形资产	713	714	714	715	营业利润	783	1,247	1,508	1,757
其他	2,714	2,744	2,744	2,699	营业外净收支	19	-2	-20	-24
资产总计	22,145	26,423	29,527	32,104	利润总额	802	1,245	1,488	1,733
流动负债	12,647	16,079	18,185	19,615	所得税费用	249	399	491	586
短期借款	766	4,883	5,340	5,391	少数股东损益	-61	-	-	-
应付账款	1,685	1,710	1,962	2,172	归属母公司净利润	614	847	997	1,147
其他	10,196	9,486	10,884	12,052	EBIT	1,062	1,536	1,836	2,134
非流动负债	2,348	2,348	2,348	2,348	EBITDA	1,083	1,047	1,238	1,427
长期借款	125	125	125	125					
其他	2,223	2,223	2,223	2,223					
负债总计	14,995	18,427	20,533	21,963	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	129	129	129	129	每股收益(元)	0.60	0.82	0.97	1.11
归属母公司股东权益	7,021	7,868	8,865	10,012	每股净资产(元)	6.82	7.64	8.61	9.72
负债和股东权益总计	22,145	26,423	29,527	32,104	发行在外股份(百万股)	1,030	1,030	1,030	1,030
					ROIC(%)	9.25%	8.11%	8.59%	9.10%
					ROE(%)	8.74%	10.76%	11.25%	11.46%
					毛利率(%)	5.98%	5.99%	6.01%	6.09%
					EBITMargin(%)	2.10%	2.53%	2.64%	2.77%
					销售净利率(%)	1.21%	1.40%	1.43%	1.49%
					资产负债率(%)	67.71%	69.74%	69.54%	68.41%
					收入增长率(%)	-21.16%	19.84%	14.76%	10.82%
					净利润增长率(%)	27.72%	37.97%	17.75%	15.03%
					P/E	18.39	13.33	11.32	9.84
					P/B	1.61	1.43	1.27	1.13
					EV/EBITDA	14.07	14.56	12.32	10.68

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>