

国机汽车(600335)

战略转型持续推进，业绩高速增长 买入(维持)

2017 年 10 月 27 日

证券分析师 高登

执业证书编号: S0600516070003
010-66573557

gaod@dwzq.com.cn

研究助理 陈斯竹

chenszh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	50,585	50,018	53,232	59,385
同比(%)	(21.16)	(1.12)	6.42	11.56
净利润(百万元)	614	845	1,016	1,135
同比(%)	27.72	37.63	20.22	11.77
毛利率(%)	5.98	5.00	6.01	6.09
ROE(%)	8.7	10.7	11.4	11.3
每股收益(元)	0.60	0.82	0.99	1.10
P/E	22	16	13	12
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3

事件: 公司发布 2017 年三季度报告, 公司 1-9 月实现营业收入 375.8 亿元, 同比下降 4.3%; 归属母公司股东净利润 6.6 亿元, 同比增长 22.6%。

投资要点:

■ **净利润保持高速增长, 毛利率同比略增, 投资收益大幅增加。**1) 公司 1-9 月实现归母净利润 6.6 亿元 (+22.6%), 延续上半年高增速 (+18.7%)。2) 分季度看, 公司 Q3 实现营收 120.0 亿元, 同比下滑 7.3%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 37.4%。公司维持高业绩增速的主要原因包括: Q3 毛利率同比增加 0.4pct; 投资收益大幅增加, 较去年同期增加 5237.1 万。3) 公司各项费用率控制良好, Q3 单季度销售/管理/财务费用率分别同比增长 0.1pct/0.2pct 和下降 0.2pct。

■ **进口车市场继续回升, 公司主营业务稳健增长。**中国进口汽车市场月报显示, 2017 年 1-8 月累计进口 78.1 万辆 (+17.2%), 保持 10% 以上增速。其中平行进口汽车进口 11 万辆 (同比+47.2%), 占进口总量 14.1%。受益于持续回暖的进口车市场, 公司主营业务保持稳健增长。

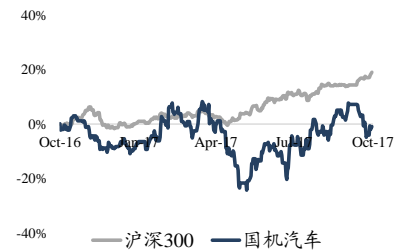
■ **双积分政策落地, 公司新能源业务发展前景光明。**1) 公司新能源子公司国机智骏 5 月在江西赣州开工, 团队成员陆续到位, 目前工厂已经在建, 正式进入新能源汽车制造领域。公司预计明年 10 月上市第一批新能源汽车, 力争通过 3-5 年实现年产 10 万辆新能源乘用车的产能, 最终达到年产 30 万辆。2) 双积分政策落地一方面对于公司新能源汽车销量有促进作用, 另一方面通过正积分的交易也能提升公司盈利水平。

■ **战略转型持续推进, 科工贸金一体化协同效应逐步显现。**工业方面, 公司新能源汽车制造顺利进行; 金融方面, 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完成 19 笔业务, 投放约 20 亿金额; 贸易方面, 公司龙头地位稳固, “总对总” 平行进口业务获得客户认可。公司紧抓行业发展机遇, 从内生和外延两个方面推动公司产业结构升级, 发挥科工贸金协同效应。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.82/0.99/1.10 元 (2016 年为 0.60 元)。当前股价 12.96 元, 分别对应 2017/18/19 年 16/13/12 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, 科工贸金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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.96
一年最低/最高价	9.83/14.48
市净率(倍)	1.90
流通 A 股市值(百万元)	13,345

基础数据

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)	1,030

相关研究

1. 国机汽车: 业绩超越市场预期, 战略转型积极推进 -20170720
2. 20170630 国机汽车: 战略转型, 开启科工贸金一体化新篇章 -20170630

国机汽车三大财务预测表

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	16,915	18,842	20,926	营业收入	50,585	50,018	53,232	59,385
现金	5,177	5,002	5,323	5,938	营业成本	47,562	47,517	50,033	55,766
应收款项	964	970	1,033	1,152	营业税金及附加	57	75	80	89
存货	7,799	7,805	9,106	10,149	营业费用	588	600	719	831
其他	3,191	3,138	3,381	3,686	管理费用	596	560	665	772
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	60	60	60
固定资产	1,479	1,499	1,560	1,634	其他	-844	42	-133	-111
无形资产	713	714	714	715	营业利润	783	1,077	1,314	1,474
其他	2,714	2,744	2,744	2,699	营业外净收支	19	50	40	40
资产总计	22,145	21,981	23,970	26,083	利润总额	802	1,127	1,354	1,514
流动负债	12,647	11,638	12,611	13,589	所得税费用	249	282	339	378
短期借款	766	2,373	2,818	2,664	少数股东损益	-61	-	-	-
应付账款	1,685	1,426	1,501	1,673	归属母公司净利润	614	845	1,016	1,135
其他	10,196	7,840	8,293	9,252	EBIT	1,062	1,417	1,702	1,915
非流动负债	2,348	2,348	2,348	2,348	EBITDA	1,083	1,065	1,284	1,450
长期借款	125	125	125	125					
其他	2,223	2,223	2,223	2,223					
负债总计	14,995	13,986	14,959	15,937	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	0.99	1.10
归属母公司股东权益	7,021	7,865	8,881	10,017	每股净资产(元)	6.82	7.64	8.62	9.73
负债和股东权益总计	22,145	21,981	23,970	26,083	发行在外股份(百万股)	1,030	1,030	1,030	1,030
					ROIC(%)	9.25%	10.26%	10.80%	11.21%
					ROE(%)	8.74%	10.74%	11.44%	11.33%
					毛利率(%)	5.98%	5.00%	6.01%	6.09%
					EBITMargin(%)	2.10%	2.83%	3.20%	3.22%
					销售净利率(%)	1.21%	1.69%	1.91%	1.91%
					资产负债率(%)	67.71%	63.63%	62.41%	61.10%
					收入增长率(%)	-21.16%	-1.12%	6.42%	11.56%
					净利润增长率(%)	27.72%	37.63%	20.22%	11.77%
					P/E	21.74	15.80	13.14	11.76
					P/B	1.90	1.70	1.50	1.33
					EV/EBITDA	14.07	14.31	11.87	10.51

数据来源：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>