

## 营收恢复增长，利润短期承压

### 投资要点

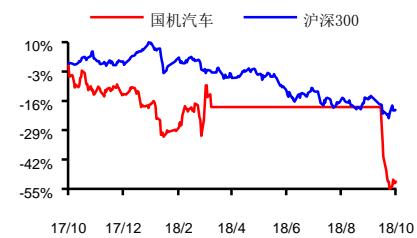
- 业绩总结:**公司发布2018年三季报，实现营收328亿元，同比下降12.8%，归母净利润4.9亿元，同比下降25.6%，扣非净利润4.5亿元，同比下降22.4%。单三季度实现营收134亿元，同比增长11.4%，归母净利润1.1亿元，同比下降30%，扣非净利润0.9亿元，同比下降10.7%。
- 营收恢复增长，利润持续承压。**中国汽车进出口批售业务受中美贸易战负面影响，2018年前三季度汽车进口数量同比下降4%。公司营收下降幅度大于行业平均，主要源于公司主打品牌福特在国内销量不佳。公司前三季度实现毛利率5.88%，同比提升1.21pp，期间费用率3.65%，同比提升1.05pp，投资收益减少以及资产减值准备增加，净利率小幅下降致使净利润下降幅度较大。尽管2018Q3营收恢复增长，但受外部借款规模及利率同比增长导致利息支出增加影响，财务费用大幅上升，净利润短期承压。
- 围绕汽车产业链持续拓展，长期发展潜力大。**公司业务已覆盖批发、零售、租赁、进出口、零部件、后市场等领域，并在进口汽车贸易服务领域形成了行业领先的能力体系，后续将围绕汽车全产业链，在稳固既有业务基础上，着力将企业打造成集科、工、贸、金一体的产销实业集团。公司正推进发行股份购买资产并募集配套资金事项，拟发行股份形式购买中汽工程100%股权，金额31亿元，国机集团承诺标的资产2018~2020年净利润分别为2.20亿元、2.36亿元、2.51亿元。我们认为，公司零售、租赁、进出口、零部件、后市场等业务对于公司批发进口业务以及新能源汽车业务提供支持，彼此协同，未来发展潜力大。
- 盈利预测与投资建议。**暂不考虑拟并购标的资产业绩，预计公司2018-2020年归母净利润分别为5.6/7.0/8.1亿元，对应EPS分别为0.55/0.68/0.79元，对应PE分别为11倍、9倍、8倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示:**进口车市场复苏或不及预期；零售业务发展或不及预期；新能源汽车业务发展或不及预期等风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋  
执业证号: S1250518090002  
电话: 021-58351909  
邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

分析师: 梁美美  
执业证号: S1250518100003  
电话: 021-58351937  
邮箱: lmm@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.30
流通A股(亿股)	10.30
52周内股价区间(元)	5.78-12.96
总市值(亿元)	62.61
总资产(亿元)	254.99
每股净资产(元)	7.49

### 相关研究

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	50240.14	47778.24	48009.22	50469.57
增长率	-0.68%	-4.90%	0.48%	5.12%
归属母公司净利润(百万元)	670.46	563.21	697.55	813.65
增长率	9.22%	-16.00%	23.85%	16.64%
每股收益EPS(元)	0.65	0.55	0.68	0.79
净资产收益率ROE	8.63%	7.19%	8.32%	9.02%
PE	9	11	9	8
PB	0.84	0.83	0.77	0.72

数据来源: Wind, 西南证券

## 1 汽车进出口综合服务龙头企业

公司是世界 500 强企业国机集团旗下一家大型汽车综合服务企业，2017 年位居财富中国 500 强排行榜第 132 位。自成立以来，公司持续耕耘进口汽车综合贸易服务领域，先后与进口大众、克莱斯勒、捷豹路虎、进口福特、通用、特斯拉、保时捷、林肯、阿斯顿马丁等多家知名跨国汽车企业集团建立了良好的合作关系，为其构建起涵盖战略咨询、市场分析、车型选择、工程改造、资金融通、认证协助、报关仓储、物流分销等多环节、全链条的进口汽车贸易服务核心能力体系。

**公司主营业务结构：**2018H1 年公司汽车贸易业务贡献 89% 营收，以及 48% 的毛利，是公司主要业绩贡献来源。2018 年上半年，公司继续巩固进口汽车贸易服务领域的传统优势，顺利续签捷豹路虎、菲克和进口大众等品牌批发贸易协议，开拓沃尔沃整车批售项目；不断拓展港口物流服务覆盖范围，推进双港、多港联动操作模式。同时，加强国产合资、自主品牌批售业务拓展，深化与大搜车、花生好车等电商平台的合作，全面打造面向电商销售平台的一体化供应链服务体系，上半年新拓展合作品牌 24 个。

图 1：主营业务：汽车批发、汽车零售



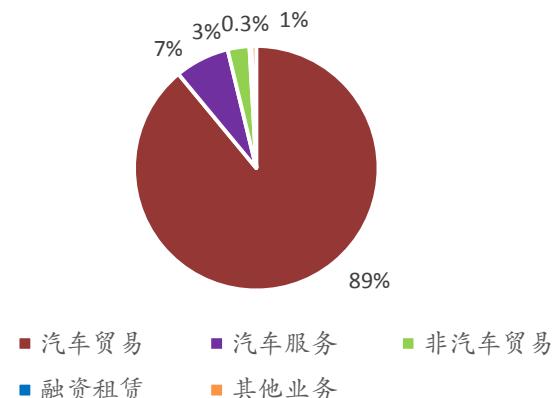
汽车批发



汽车零售

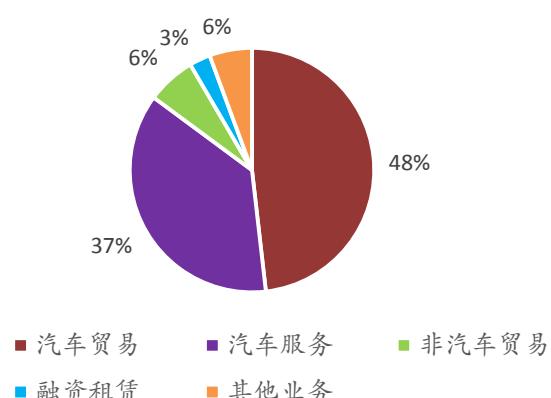
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司 2018H1 主营业务结构情况



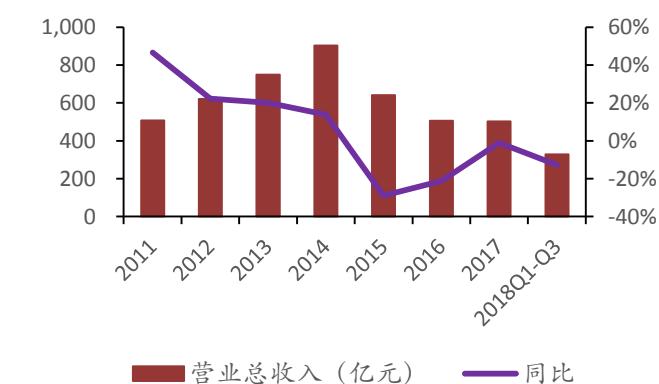
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司 2018H1 主营业务毛利情况

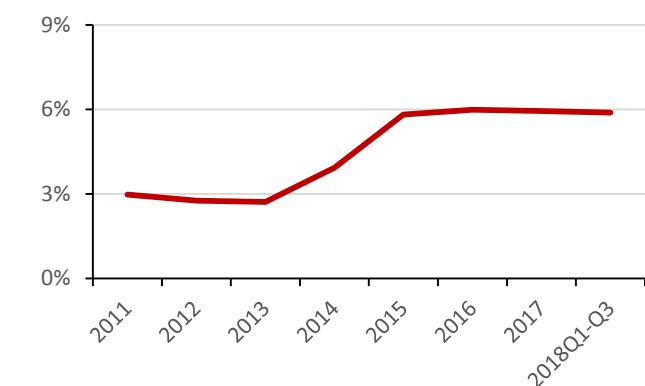


数据来源：wind，西南证券整理

**业绩状况：**公司营收 2014 年之前受益中国汽车进口增长持续攀升，净利润亦于 2014 年达到 8.6 亿元的高位。近两年进口汽车市场总体承压背景下，公司主动调节业务结构，缩减资金融通规模，营收有所下降，利润总体稳健增长。2018 年前三季度实现营收 328 亿元，同比下降 12.8%，归母净利润 4.9 亿元，同比下降 25.6%，扣非净利润 4.5 亿元，同比下降 22.4%。单三季度实现营收 134 亿元，同比增长 11.4%，归母净利润 1.1 亿元，同比下降 30%，扣非净利润 0.9 亿元，同比下降 10.7%。

**图 4：公司 2011 年以来营业收入及增速**


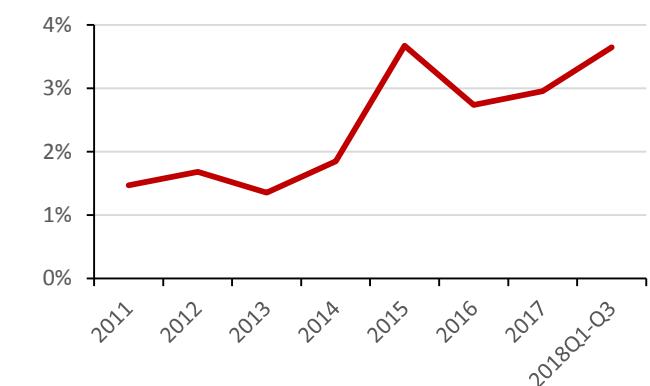
数据来源：wind, 西南证券整理

**图 6：公司毛利率总体稳健上行**


数据来源：wind, 西南证券整理

**图 5：公司 2011 年以来净利润及增速**


数据来源：wind, 西南证券整理

**图 7：公司期间费用率小幅上升**


数据来源：wind, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

公司 2018H1 受汽车进口关税下调预期影响，营收大幅下滑，随着汽车关税政策落地，公司三季度营收同比环比均有改善，预计未来两年稳健增长。公司加大对资金占有相对低的汽车服务业务拓展，2018 年增速相比 2017 年进一步提升，预计未来两年实现更快增长。

- 1) 假设 2018-2020 年汽车贸易，销量增速为-5%、0%、5%，价格保持稳定。
- 2) 假设 2018-2020 年汽车服务销量增速为 6.9%、9.0%、9.0%，价格稳定。
- 3) 假设 2018-2020 年非汽车贸易销量增速分别为-20%、0%、0%，价格保持稳定。
- 4) 假设 2018-2020 年融资租赁销量增速分别为-16.08%、20%、20%，价格保持稳定。
- 5) 假设 2018-2020 年其他业务增速分别为 5%、5%、5%，价格保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：公司分业务收入和毛利率**

单位：亿元	2017A		2018E		2019E		2020E	
汽车贸易	销售收入	464.55		441.32		441.32		463.39
	同比	-1.52%		-5.00%		0.00%		5.00%
	毛利率	3.61%		3.63%		3.67%		3.70%
汽车服务	销售收入	19.74		21.10		23.00		25.07
	同比	5.00%		6.90%		9.00%		9.00%
	毛利率	38.61%		37.84%		36.00%		35.00%
非汽车贸易	销售收入	13.43		10.74		10.74		10.74
	同比	9.28%		-20.00%		0.00%		0.00%
	毛利率	15.66%		16.50%		16.60%		16.70%
融资租赁	销售收入	1.43		1.20		1.44		1.73
	同比			-16.08%		20.00%		20.00%
	毛利率	89.05%		90.00%		88.00%		89.05%
其他	销售收入	3.25		3.41		3.58		3.76
	同比	6.13%		5.00%		5.00%		5.00%
	毛利率	89.05%		90.00%		88.00%		89.05%
合计	销售收入	502.40		477.78		480.09		504.69
	同比	-0.68%		-4.90%		0.48%		5.12%
	毛利率	5.94%		6.26%		6.39%		6.46%

数据来源：Wind, 西南证券

暂不考虑注入资产标的业绩，预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 5.6/7.0/8.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/0.68/0.79 元，对应 PE 估值分别为 11 倍、9 倍、8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 2: 可比公司估值情况 (2018年10月29日)**

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600699.SH	比亚迪	1.49	1.27	1.73	32	37	27
601799.SH	广汇汽车	0.47	0.54	0.63	8	7	6
601689.SH	福耀玻璃	1.26	1.61	1.77	16	13	12
603305.SH	爱柯迪	0.55	0.60	0.71	14	13	11
平均值					18	18	14
002666.SZ	国机汽车	0.65	0.55	0.68	11	9	8

数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3 风险提示

- 1) 进口车市场复苏或不及预期;
- 2) 零售业务发展或不及预期;
- 3) 新能源汽车业务发展或不及预期等风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	50240.14	47778.24	48009.22	50469.57	净利润	655.29	550.47	681.17	794.30
营业成本	47253.55	44785.33	44941.13	47209.19	折旧与摊销	375.45	219.15	221.37	224.06
营业税金及附加	82.55	61.27	66.02	70.10	财务费用	225.48	331.98	239.55	228.20
销售费用	643.78	621.12	624.12	656.10	资产减值损失	643.29	630.00	620.00	600.00
管理费用	613.96	582.89	585.71	615.73	经营营运资本变动	-5653.53	6202.86	6.25	33.23
财务费用	225.48	331.98	239.55	228.20	其他	-2934.19	-572.98	-635.71	-607.48
资产减值损失	643.29	630.00	620.00	600.00	经营活动现金流量净额	-6688.22	7361.47	1132.63	1272.31
投资收益	56.37	-10.00	5.00	5.00	资本支出	374.54	-50.00	-60.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1055.56	-10.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-681.02	-60.00	-55.00	-75.00
<b>营业利润</b>	<b>909.02</b>	<b>755.66</b>	<b>937.69</b>	<b>1095.25</b>	短期借款	4863.24	-3514.49	-334.37	-84.58
其他非经营损益	3.62	11.00	11.00	11.00	长期借款		-4.21	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>912.65</b>	<b>766.66</b>	<b>948.69</b>	<b>1106.25</b>	股权融资		34.61	0.00	0.00
所得税	257.36	216.19	267.52	311.95	支付股利		-154.46	-201.14	-168.96
<b>净利润</b>	<b>655.29</b>	<b>550.47</b>	<b>681.17</b>	<b>794.30</b>	其他		1451.35	-621.33	-239.55
少数股东损益	-15.17	-12.75	-16.38	-19.35	筹资活动现金流量净额		6190.53	-4336.97	-742.88
归属母公司股东净利润	670.46	563.21	697.55	813.65	<b>现金流量净额</b>		-1181.12	2964.50	334.74
									675.26
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E					
货币资金	4200.53	7166.74	7201.38	7570.44	<b>财务分析指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
应收和预付款项	4814.84	4396.23	4481.84	4695.01	<b>成长能力</b>				
存货	10263.02	9641.85	9688.80	10218.87	销售收入增长率	-0.68%	-4.90%	0.48%	5.12%
其他流动资产	1111.94	1057.45	1062.56	1117.02	营业利润增长率	16.16%	-16.87%	24.09%	16.80%
长期股权投资	145.56	145.56	145.56	145.56	净利润增长率	18.57%	-16.00%	23.74%	16.61%
投资性房地产	12.27	12.27	12.27	12.27	EBITDA 增长率	13.27%	-13.45%	7.03%	10.65%
固定资产和在建工程	1606.62	1543.39	1487.93	1449.79	<b>获利能力</b>				
无形资产和开发支出	675.04	592.99	510.93	428.87	毛利率	5.94%	6.26%	6.39%	6.46%
其他非流动资产	3080.13	3056.27	3032.41	3008.55	三费率	2.95%	3.21%	3.02%	2.97%
<b>资产总计</b>	<b>25909.94</b>	<b>27612.74</b>	<b>27623.68</b>	<b>28646.37</b>	净利率	1.30%	1.15%	1.42%	1.57%
短期借款	5629.24	2116.44	1481.97	1091.18	ROE	8.63%	7.19%	8.32%	9.02%
应付和预收款项	7466.66	12772.65	12896.36	13586.64	ROA	2.53%	1.99%	2.44%	2.71%
长期借款	120.66	120.66	120.66	120.66	ROIC	6.36%	6.35%	9.54%	10.65%
其他负债	5103.83	4951.46	4960.96	5099.13	EBITDA/销售收入	3.01%	2.74%	2.91%	3.07%
<b>负债合计</b>	<b>18320.40</b>	<b>19961.22</b>	<b>19459.96</b>	<b>19897.61</b>	<b>营运能力</b>				
股本	1029.74	1029.74	1029.74	1029.74	总资产周转率	2.09	1.79	1.73	1.76
资本公积	2235.88	2235.88	2235.88	2235.88	固定资产周转率	33.01	31.20	32.74	35.82
留存收益	3931.10	4293.17	4821.76	5426.14	应收账款周转率	33.97	24.47	25.06	25.62
归属母公司股东权益	7484.07	7558.78	8087.37	8691.76	存货周转率	4.82	4.18	4.31	4.40
少数股东权益	105.48	92.73	76.35	57.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.75%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>7589.55</b>	<b>7651.52</b>	<b>8163.72</b>	<b>8748.76</b>	<b>资本结构</b>				
负债和股东权益合计	25909.94	27612.74	27623.68	28646.37	资产负债率	70.71%	72.28%	70.66%	69.85%
					带息债务/总负债	42.28%	21.20%	19.73%	18.61%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.28	1.26	1.31	1.34
EBITDA	1509.94	1306.78	1398.61	1547.51	速动比率	0.63	0.72	0.75	0.78
PE	9.34	11.12	8.98	7.69	股利支付率	23.04%	35.71%	24.22%	25.72%
PB	0.84	0.83	0.77	0.72	<b>每股指标</b>				
PS	0.12	0.13	0.13	0.12	每股收益	0.65	0.55	0.68	0.79
EV/EBITDA	4.59	0.34	-0.18	-0.69	每股净资产	7.27	7.34	7.88	8.50
股息率	2.47%	3.21%	2.70%	3.34%	每股经营现金	-6.50	7.15	1.10	1.24
					每股股利	0.15	0.20	0.16	0.20

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn