

## 国机汽车(600335)/

## 营收增长, 毛利率持续改善

**评级: 增持**

市场价格: 6.50

分析师: 黄旭良

执业证书编号: S0740515030002

电话: 021-20315198

Email: huangxl@r.qizq.com.cn

分析师: 戴仕远

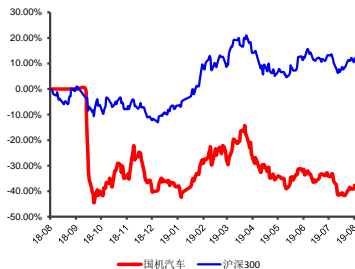
执业证书编号: S0740518070006

电话:

Email: daishiyuan@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1456.88
流通股本(百万股)	1029.74
市价(元)	6.50
市值(百万元)	9469.69
流通市值(百万元)	6693.29

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50240	44253	45993	48697	51590
增长率 yoy%	-0.68%	-11.92%	3.93%	5.88%	5.94%
净利润	670	595	634	699	774
增长率 yoy%	9.22%	-11.28%	6.62%	10.22%	10.66%
每股收益(元)	0.46	0.41	0.62	0.68	0.75
每股现金流量	(0.21)	(0.56)	0.82	0.33	0.38
净资产收益率	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08
P/E	16.06	18.10	12.00	10.89	9.84
PEG	61.93	1.90	5.19	41.99	1.03
P/B	1.44	1.36	0.93	0.85	0.79

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2019 年中报, 2019 年 H1, 公司实现营业收入 266.98 亿元, 同比增长 11.11%; 实现归母净利润 4.09 亿元, 同比减少 7.41%。
- **Q2 进口车市场复苏, 公司营收增长。** 在 2018Q2 受到关税调整和对美进口汽车加征关税产生的低基数的背景下, 叠加部分地区提前实施国六的影响, 2019Q2 进口汽车增长 73.4%, 上半年累计进口 53 万辆, 同比增长 17.2%。受此影响, Q2 公司实现营收 177.49 亿元, 同比增长 28.44%; H1 实现营收 266.98 亿元, 同比增长 11.11%。
- **业务结构调整, 毛利率持续改善。** 公司调整业务结构, 降低营收规模较大毛利率较低的资金通业务, 同时积极拓展盈利能力较强的进口车增值服务、“总对总”的进口车模式、汽车金融等高毛利率业务。H1 公司销售毛利率为 7.43%, 毛利率持续改善。
- **下半年进口车市场承压。** “减税降费”等政策对汽车市场的拉动作用仍有待观察, 汽车贸易市场不确定性进一步增大, 三季度进口汽车的高基数, 以及占进口汽车 17% 的平行进口汽车受“国六”实施影响, 下半年可能出现大幅下滑。
- **盈利预测与估值建议:** 在扩大汽车进口的背景下, 公司积极调整业务结构, 拓展增值业务, 发展“总对总”的平行进口车模式, 盈利能力将持续提升。汽车零售方面, 公司精细管理, 定位高端, 将受益于豪华车行业发展红利。此外, 出口、汽车金融、新能源业务公司均有布局, 为公司打开成长空间。我们预计 2019/2020/2021 公司实现归母净利润 6.34/6.99/7.74 亿元, 对应的 EPS 为 0.62/0.68/0.75 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 进口车市场下滑风险、平行进口车政策变动风险、新能源业务拓展风险。

图表 1: 财务摘要 (万元)

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,024,014.0	4,425,275.8	4,599,286.1	4,869,657.4	5,158,952.2	成长性					
减: 营业成本	4,725,354.8	4,151,779.1	4,313,955.1	4,566,795.0	4,836,943.0	营业收入增长率	-0.7%	-11.9%	3.9%	5.9%	5.9%
营业税金及附加	8,254.9	7,182.8	7,465.3	7,904.1	8,373.7	营业利润增长率	16.2%	-14.5%	6.6%	11.7%	9.5%
销售费用	64,377.6	67,187.6	60,736.8	64,307.3	68,127.6	净利润增长率	9.2%	-11.3%	6.6%	10.2%	10.7%
管理费用	61,396.3	58,805.1	57,161.6	60,521.8	64,117.3	EBITDA增长率	6.7%	2.7%	-4.3%	7.6%	7.8%
财务费用	22,547.7	37,445.8	19,825.7	20,308.9	22,733.0	EBIT增长率	7.9%	1.9%	-4.7%	9.9%	10.0%
资产减值损失	64,328.8	29,321.8	59,359.4	59,359.4	59,359.4	NOPLAT增长率	20.4%	-1.6%	-9.4%	9.9%	10.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	265.3%	21.9%	-62.1%	174.1%	-49.0%
投资和汇兑收益	5,636.9	-3,026.6	2,319.1	2,319.1	2,319.1	净资产增长率	6.2%	4.8%	2.9%	8.4%	7.0%
营业利润	90,902.2	77,742.7	82,865.7	92,562.3	101,386.7	利润率					
加: 营业外净收支	362.4	1,376.5	869.4	869.4	869.4	毛利率	5.9%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
利润总额	91,264.6	79,119.1	83,735.1	93,431.7	102,256.1	营业利润率	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%
减: 所得税	25,735.8	24,080.6	24,549.0	27,391.8	29,978.9	净利率	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%
净利润	67,046.2	59,481.8	63,419.8	69,901.4	77,354.3	EBITDA/营业收入	2.7%	3.2%	2.9%	3.0%	3.0%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	2.1%	2.4%	2.2%	2.3%	2.4%
货币资金	420,053.3	273,894.1	367,942.9	389,572.6	412,716.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	11	13	12	9	7
应收账款	252,601.0	284,159.1	95,468.0	363,465.9	149,124.4	流动资产周转天数	21	54	35	37	42
应收票据	80,708.1	14,688.4	110,391.3	23,655.2	107,519.0	流动资产周转天数	134	159	139	143	147
预付账款	148,174.4	293,695.0	98,403.8	284,973.7	168,518.8	应收账款周转天数	14	22	15	17	18
存货	1,026,301.8	921,685.1	927,241.9	1,021,285.0	1,114,152.9	存货周转天数	65	79	72	72	75
其他流动资产	111,193.8	77,493.8	87,219.9	91,969.2	85,560.9	总资产周转天数	172	207	184	182	182
可供出售金融资产	144,201.0	129,474.0	122,740.4	132,138.4	128,117.6	投资资本周转天数	37	73	53	51	54
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	14,555.6	30,991.9	30,991.9	30,991.9	30,991.9	ROE	9.0%	7.5%	7.7%	7.8%	8.1%
投资性房地产	1,226.9	1,048.6	1,048.6	1,048.6	1,048.6	ROA	2.5%	2.2%	2.7%	2.5%	2.9%
固定资产	156,493.9	166,706.8	139,062.9	111,418.9	83,774.9	ROIC	37.0%	10.0%	7.4%	21.5%	8.6%
在建工程	4,168.2	8,759.2	8,759.2	8,759.2	8,759.2	费用率					
无形资产	67,504.4	64,149.6	59,758.6	55,367.6	50,976.5	销售费用率	1.3%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	163,812.1	219,922.1	176,716.7	178,683.5	183,190.8	管理费用率	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
资产总额	2,590,994.5	2,486,667.7	2,225,746.0	2,693,329.6	2,524,451.8	财务费用率	0.4%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%
短期债务	562,923.7	597,509.4	17,942.1	34,126.8	65,011.3	二/营业收入	3.0%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%
应付账款	331,584.7	179,245.0	330,886.9	221,163.7	362,773.1	偿债能力					
应付票据	297,459.3	520,855.9	475,604.3	486,072.6	543,654.2	资产负债率	70.7%	68.0%	63.2%	67.1%	62.4%
其他流动负债	405,696.7	164,130.3	358,314.3	245,954.7	353,982.3	负债权益比	241.4%	212.7%	172.0%	203.7%	166.0%
长期借款	12,066.5	-	-	593,478.6	23,096.3	流动比率	1.28	1.28	1.43	2.20	1.54
其他非流动负债	222,308.8	229,782.4	224,811.6	225,634.3	226,742.7	速动比率	0.63	0.65	0.64	1.17	0.70
负债总额	1,832,039.8	1,691,523.0	1,407,559.1	1,806,430.6	1,575,260.1	利息保障倍数	4.70	2.88	5.19	5.57	5.47
少数股东权益	10,548.0	2,315.3	-1,918.5	-5,780.0	-10,857.1	分红指标					
股本	102,973.7	102,973.7	102,973.7	102,973.7	102,973.7	DPS(元)	0.07	-	0.08	0.07	0.06
留存收益	616,697.4	669,011.5	717,131.7	789,705.4	857,075.1	分红比率	15.4%	0.0%	13.5%	9.6%	7.7%
股东权益	758,954.7	795,144.7	818,186.9	886,899.0	949,191.6	股息收益率	1.0%	0.0%	1.1%	0.9%	0.8%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	65,528.8	55,038.5	63,419.8	69,901.4	77,354.3	EPS(元)	0.46	0.41	0.62	0.68	0.75
加: 折旧和摊销	37,544.5	37,645.3	32,035.0	32,035.0	32,035.0	BVPS(元)	5.14	5.44	7.96	8.67	9.32
资产减值准备	64,328.8	29,321.8	-	-	-	PE(X)	16.1	18.1	12.0	10.9	9.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.4	1.4	0.9	0.9	0.8
财务费用	22,969.8	44,886.8	19,825.7	20,308.9	22,733.0	P/FCF	-34.8	-13.2	9.0	22.3	19.7
投资收益	-5,636.9	3,026.6	-2,319.1	-2,319.1	-2,319.1	P/S	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
少数股东损益	-1,517.4	-4,443.2	-4,233.8	-3,861.5	-5,077.1	EV/EBITDA	8.8	5.9	2.3	6.1	2.0
营运资金的变动	-699,343.8	-204,476.2	620,208.4	-680,834.6	462,459.8	CAGR(%)	0.3%	9.5%	2.3%	0.3%	9.5%
经营活动产生现金流	-668,821.9	174,193.5	728,936.1	-564,769.9	587,186.0	PEG	61.9	1.9	5.2	42.0	1.0
投资活动产生现金流	-68,101.8	-56,027.9	9,052.7	-7,079.0	6,339.9	ROIC/WACC	3.8	1.0	0.8	2.2	0.9
融资活动产生现金流	619,053.1	-205,979.9	-643,940.0	593,478.6	-570,382.3	REP	0.4	0.8	1.1	0.4	0.7

来源: WIND、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。