

审慎推荐-A (维持)

国机汽车 600335.SH

当前股价: 6.63 元

2019 年 09 月 02 日

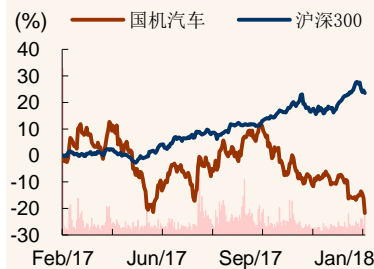
H1 营收增长 11%，产业链进一步延伸

基础数据

上证综指	2886
总股本 (万股)	145688
已上市流通股 (万股)	102974
总市值 (亿元)	97
流通市值 (亿元)	68
每股净资产 (MRQ)	6.9
ROE (TTM)	5.6
资产负债率	69.4%
主要股东	中国机械工业集团有
主要股东持股比例	70.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-9	-35
相对表现	-2	-13	-48



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《国机汽车 (600335) —业绩略低于预期,系车型调整及新能源公司亏损》2018-04-02
- 2、《国机汽车 (600335) —股权激励落地,腾飞的起点》2018-02-14
- 3、《国机汽车 (600335) —Q3 同比大增 44%,行业健康发展》2017-10-27

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn
S1090518090003

事件:

公司发布 19 年中报,实现营业收入 267.0 亿(+11.11%),净利润 4.0 亿(-7.41%),低于此前预期。预计 19-21 年 eps 分别为 0.42/0.45/0.48 元,对应 19 年 16Xpe,维持公司“审慎推荐-A”评级。

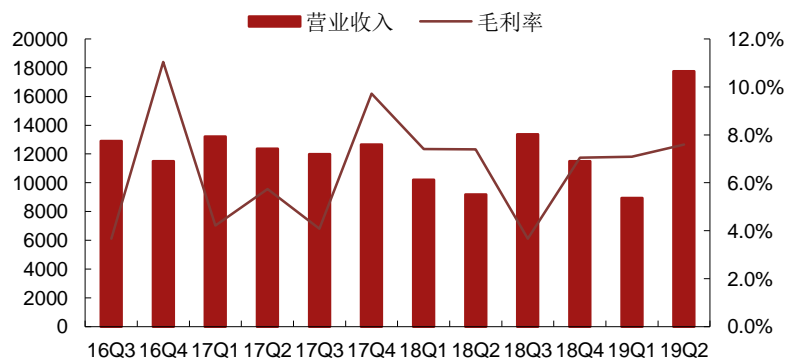
评论:

1、受益去年同期低基数和“国六”实施,公司上半年营收增长

2019 年上半年,中国汽车市场销量延续下滑态势,但进口汽车市场逆市供需双增长。供给端 1-6 月海关累计进口汽车 53 万辆(+17.2%),需求端上半年进口汽车销售 40.7 万辆(+3.4%)。其中一季度进口量下滑 18.0%,二季度进口量增长 73.4%。二季度进口量高速增长源于 2018 年同期关税预期下调,厂商进口量大下降 45.1%形成的低基数,以及平行进口汽车在“国六”实施前的集中报关。

公司在营业收入增长的同时净利润出现下滑。2019H1 毛利率、销售费用率、管理费用率、财务费用率分别是 7.43%,1.35%,1.68%,0.56%,去年同期指标分别是 8.96%,1.63%,2.12%,0.93%,可排除营业成本和三费对净利的侵蚀可能。净利下滑是营业成本增速(+13%)比营业收入(+11%)高,且 2019H1 比去年同期多计提 5,437 万资产减值损失(其中坏账损失比去年同期多计提 1.07 亿)所致。

图 1: 公司季度营收以及毛利率一览



资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示: 中美贸易战对进口量影响超预期,“减税降费”对汽车市场的拉动作用不及预期

2、重组中汽工程业已完成 未来产业链进一步延伸 协同效应可期

2019年4月，公司完成发行股份购买资产暨中汽工程的过户事宜，中汽工程成为国机汽车全资子公司。经过近60年发展，中汽工程市占率位居全国第一，服务客户主要为奔驰、宝马、沃尔沃、大众等国际顶级造车厂商。重组完成后，国机汽车在进口汽车贸易、汽车租赁与金融业务和汽车整车与零部件出口业务的基础上，将实现汽车工厂及生产线建设领域的进一步延伸，未来能发挥产业链上下游的协同效应。

3、进口汽车贸易服务方面，稳固和原厂家合作，积极发展新项目

2019年上半年，公司顺利续签2019-2022年进口大众批发贸易协议，再次中标保时捷2019-2022年天津港综合物流服务项目，深化与上汽大众、一汽大众、广汽传祺、上汽名爵、一汽奔腾等30个品牌及大搜车等新零售平台的项目合作，为各主机厂和新零售平台搭建一体化供应链的服务体系，预计未来营收规模得以维持。

4、汽车出口业务方面，整车出口大幅增长，积极打造海外KD平台

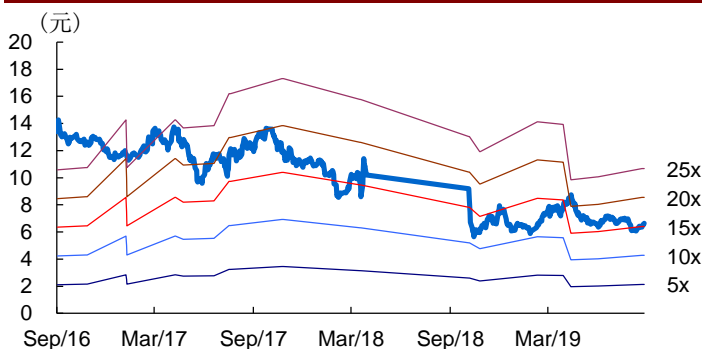
2019年上半年，公司向阿拉伯、意大利、俄罗斯、哥斯达黎加、阿塞拜疆、菲律宾等10多个国家出口整车两千余台，较去年同期大幅增长。前期获得10余家国内汽车主机厂的整车出口授权，广汽传祺、奇瑞实现出口，并积极拓展江淮、福田等品牌。同时，中标联合国招标的出口30多个国家的电动大巴车项目，并开发汽车零配件出口南美业务。

公司积极探索海外公共KD（Knocked Down，散件组装）平台的打造，已配合主机厂前往突尼斯、乌兹别克斯坦开展市场调研，并与国机集团下属企业共同参与摩洛哥当地的客车招投标项目。公司将非洲市场确定为KD平台的重要目标市场，积极拓展海外整车KD平台建设，预计未来汽车整车及零部件出口将释放增长动能。

5. 融资租赁业务方面，多条主线布局，创新融资方式提高效率

2019年上半年，融资租赁板块创造近6000万的营业利润，占当期公司营业利润的10.8%。如今，公司业务布局扩展至网约车、新能源城市配送、新能源乘用车、传统二手车、传统新车、传统物流车六条主线，形成“轻松购”、“租购通”及“库融宝”三大金融产品。融资租赁业务发展态势良好的同时，为盘活存量资产，公司发行第一期资产支持专项计划，为上交所首单央企汽车融资租赁ABS，总发行规模4.58亿元，资金平均年化成本3.81%，将有助于公司实现“项目投放——自主融资——再次投资”的良性循环。

图 2：国机汽车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：国机汽车历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	20390	18656	22693	24133	25524
现金	4201	2739	4500	4500	4500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	807	147	162	174	187
应收款项	1994	2357	2584	2791	2986
其它应收款	532	485	533	576	616
存货	10263	9217	10127	10925	11702
其他	2594	3712	4788	5167	5533
非流动资产	5520	6211	6207	6218	6242
长期股权投资	146	310	310	310	310
固定资产	1565	1667	1770	1872	1975
无形资产	675	641	577	520	468
其他	3134	3592	3550	3517	3490
资产总计	25910	24867	28900	30352	31766
流动负债	15977	14617	17040	18058	19000
短期借款	5629	5975	7943	8350	8698
应付账款	2574	878	965	1041	1115
预收账款	1636	952	1047	1130	1210
其他	6138	6812	7085	7536	7976
长期负债	2344	2298	2298	2298	2298
长期借款	121	0	0	0	0
其他	2223	2298	2298	2298	2298
负债合计	18320	16915	19338	20356	21297
股本	1030	1030	1457	1457	1457
资本公积金	2523	2267	3046	3046	3046
留存收益	3931	4423	4873	5356	5881
少数股东权益	105	23	(22)	(71)	(123)
归属于母公司所有者权益	7484	7928	9585	10067	10592
负债及权益合计	25910	24867	28900	30352	31766

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(6688)	1742	(724)	420	480
净利润	670	595	605	658	700
折旧摊销	375	376	106	91	79
财务费用	230	449	280	550	550
投资收益	(56)	30	30	0	0
营运资金变动	(7899)	222	(1702)	(831)	(798)
其它	(8)	70	(43)	(47)	(50)
投资活动现金流	(681)	(560)	(103)	(103)	(103)
资本支出	(492)	(718)	(103)	(103)	(103)
其他投资	(189)	158	0	0	0
筹资活动现金流	6191	(2060)	2588	(317)	(377)
借款变动	6486	(1295)	1846	407	348
普通股增加	0	0	427	0	0
资本公积增加	30	(256)	779	0	0
股利分配	(154)	(103)	(154)	(175)	(175)
其他	(170)	(406)	(310)	(550)	(550)
现金净增加额	(1179)	(878)	1761	0	0

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	50240	44253	48678	52572	56252
营业成本	47254	41518	45660	49260	52765
营业税金及附加	83	72	79	85	91
营业费用	644	672	730	736	788
管理费用	614	588	828	894	956
财务费用	225	374	280	550	550
资产减值损失	643	293	293	200	200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	56	(30)	(30)	0	0
营业利润	909	777	778	847	903
营业外收入	8	27	27	27	27
营业外支出	4	13	13	13	13
利润总额	913	791	792	861	916
所得税	257	241	232	252	269
净利润	655	550	560	608	648
少数股东损益	(15)	(44)	(45)	(49)	(52)
归属于母公司净利润	670	595	605	658	700
EPS (元)	0.65	0.58	0.42	0.45	0.48

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-1%	-12%	10%	8%	7%
营业利润	16%	-14%	0%	9%	7%
净利润	9%	-11%	2%	9%	6%
获利能力					
毛利率	5.9%	6.2%	6.2%	6.3%	6.2%
净利率	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%
ROE	9.0%	7.5%	6.3%	6.5%	6.6%
ROIC	5.9%	5.8%	4.3%	5.4%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	70.7%	68.0%	66.9%	67.1%	67.0%
净负债比率	22.2%	24.5%	27.5%	27.5%	27.4%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8
存货周转率	5.2	4.3	4.7	4.7	4.7
应收帐款周转率	34.0	20.3	19.7	19.6	19.5
应付帐款周转率	22.2	24.1	49.6	49.1	48.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.65	0.58	0.42	0.45	0.48
每股经营现金	-6.50	1.69	-0.50	0.29	0.33
每股净资产	7.27	7.70	6.58	6.91	7.27
每股股利	0.10	0.15	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	10.2	11.5	16.0	14.7	13.8
PB	.9	.9	1.0	1.0	.9
EV/EBITDA	5.8	7.1	7.0	5.5	5.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

马良旭，清华大学博士，3年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖商用车、新能源、智能汽车板块。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，2年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。