

审慎推荐-A (维持)

国机汽车 600335.SH

当前股价: 6.1 元

2020年09月03日

签约特斯拉上海二期投建, 二季度业绩环比好转

基础数据

上证综指	3385
总股本(万股)	145688
已上市流通股(万股)	102974
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	63
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	3.4
资产负债率	68.4%
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	18	12	-10
相对表现	15	-7	-36

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《国机汽车(600335)—H1 营收增长 11%，产业链进一步延伸》
2019-09-02

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn
S1090518090003

公司发布 2020 年中报, 实现营业收入 182.91 亿 (-31.49%), 归母净利润 2.25 亿 (-45.03%), 扣非归母净利润 2.32 亿 (-27.71%)。其中 20Q2 实现收入 117.74 亿 (-21.87%), 归母净利润 2.15 亿 (+53.47%), 扣非归母净利润 2.01 亿 (+46.37%), 维持“审慎推荐-A”投资评级。

□ 进口汽车市场上半年供需降幅明显, Q2 业绩环比好转。

进口汽车市场上半年供需双降, 降幅高于国产汽车

供给端: 上半年海关进口汽车 36.1 万辆, 同比下降 32.5%。其中二季度受国外疫情影响明显, 进口量下滑 46%。需求端: 上半年进口汽车销售 43.1 万辆, 同比下滑 23.5%, 从季度走势来看, 需求端呈现恢复态势, 二季度降幅相比一季度降幅减少 19.4%。

收入端: 收入端受行业影响同比-31.49%, 符合此前预期, 表现稳健, 二季度环比好转明显。公司二季度单季实现营收 117.74 亿 (同比-21.87%)。分业务来看, 公司上半年汽车贸易业务收入达到 125.11 亿, 占营业收入的 68.4%; 工程承包及工程技术服务收入为 43.40 亿元, 占营业收入的 23.73%; 汽车服务业务收入为 7.64 亿元, 占营业收入的 4.18%; 非汽车贸易业务收入为 4.66 亿元, 占营业收入的 2.55%; 融资租赁业务为 1.01 亿元, 占营业收入的 0.55%。

费用端: 公司积极管控费用支出, 为经营现金流释放一部分流动性。上半年, 公司销售费用和管理费用因收入规模下降而均有下降。财务费用下降明显, 因银行借款余额降低和借款利率的下降导致本期借款利息支出减少, 财务费用同比下降 43.94%, 财务费用率较 2019H1 下降 0.6%。

利润端: 二季度较一季度略有恢复, 新项目逐步积累, 未来盈利仍可预期。公司 H1 实现营业利润为 2.86 亿元, 同比下滑 48.7%; 扣非后归母净利润 2.3 亿元, 同比-27.5%。

□ 风险提示: 部分国际化业务因海外疫情推迟或停滞; 中汽工程盈利不及预期。

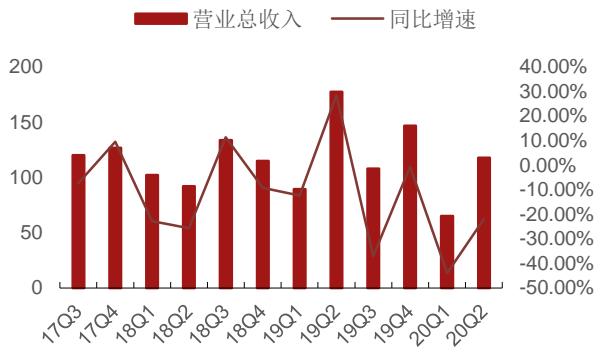
财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	44253	52162	44338	50545	55600
同比增长	-12%	18%	-15%	14%	10%
营业利润(百万元)	777	660	469	651	795
同比增长	-14%	-15%	-29%	39%	22%
净利润(百万元)	595.00	538.00	374	508	613
同比增长	-11%	-9%	-30%	36%	21%
每股收益(元)	0.58	0.37	0.26	0.35	0.42
PE	10.6	16.5	23.7	17.5	14.5
PB	.8	.9	.8	.8	.8

资料来源: 公司数据、招商证券

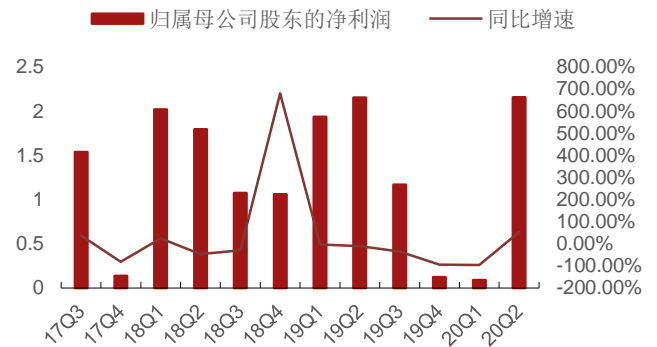
2020 年上半年出口汽车 44 万辆，同比下降 23.6%，出口金额 473.1 亿元，同比下降 8.8%。上半年出口数量和金额呈现明显下滑，主要由于巴西、俄罗斯等中国汽车企业出口及投资的重点地区疫情形势严峻，部分国家一度采取“封国”等措施来防止疫情扩散，延缓了中国汽车企业出海步伐。在政府出台的一系列刺激消费政策的影响下，4 月产销回暖势头明显，6 月汽车产销量均刷新了当月历史新高，下半年我国汽车市场值得期待。

图 1：国机汽车营业总收入及增速（亿元）



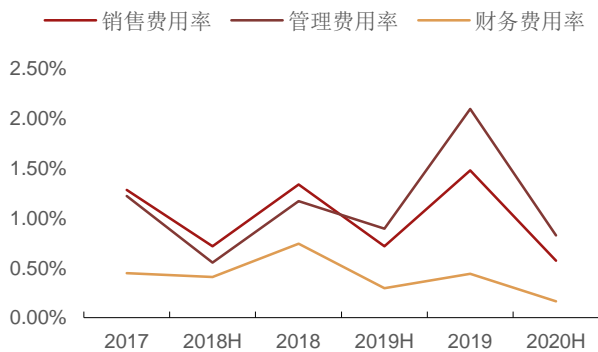
资料来源：wind，招商证券

图 2：国机汽车归母净利润及增速（亿元）



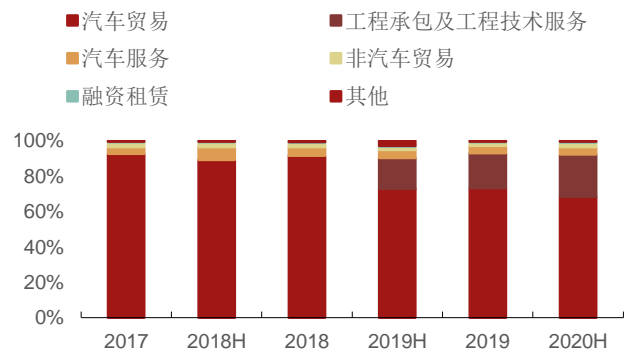
资料来源：wind，招商证券

图 3：国机汽车三费率



资料来源：wind，招商证券

图 4：国机汽车各项主营业务收入比例



资料来源：公司公告，招商证券

2、深耕传统厂家合作关系，公司汽车贸易业务逐步发力

汽车贸易服务作为公司占比最大的主营业务收入，业务线条数量稳步增长，未来收益可期。2020 年上半年，公司续签了捷豹路虎、阿斯顿马丁、广菲克国产、特斯拉和蔚来特种车等批售及物流服务合同，并开拓林肯进口汽车分销业务。仅此一项，将给公司带来 30 多亿元的销售收入。同时，在原有合作方式上不断拓展新的服务内容，例如，捷豹路虎新增的前端和后端备库存业务，新增收入超过 10 亿元。疫情期间，公司抢抓救护车需求上升的机会，积极推动依维柯改装救护车业务，超额完成全年目标。

汽车零售业务不断提高精细化管理水平。2020 年上半年，公司通过管理下沉、专项小组进驻、流程工具标准化等措施，不断提升管理水平。克服疫情影响，积极推动唐山日产、东本广本等品牌的授权申请工作。大力开展线上营销，全员参与，利用抖音、懂车帝等新媒体扩大推广力度。五一期间，逆势实现客流量与订单数的同比增长。

汽车租赁业务依托央企背景优势，加强重点、高端客户黏性，新增华润电力投资、全国煤炭中心等 27 家重点客户；深化与汽车厂商的业务合作，中标大众、续签宝马(中国)、捷豹路虎等 39 家重点客户，持续打造车辆供给品种丰富和车辆采购成本优惠的核心优

势。

按照公司整体战略要求,调整整车出口业务发展策略,成功中标外交部专用车采购项目,与宝沃、苏州金龙、长安品牌达成出口授权合作共识,为后疫情时期整车出口业务的重启启动奠定基础。

3、签约特斯拉上海工厂二期投建,奋力推进汽车工程市场

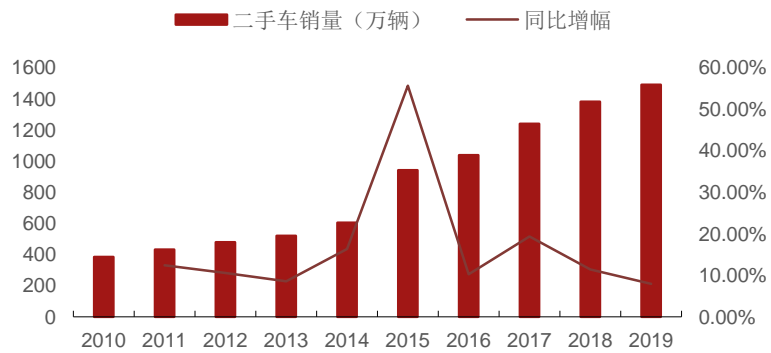
在汽车工程领域,国内市场方面,先后签约华晨宝马、北京奔驰、**特斯拉上海工厂二期**、上海汽车郑州、比亚迪常州、山东吉利新能源、宁德时代电池等项目,签约金额达 31 亿元。国外市场方面,先后签约欧宝波兰 X250 项目、丰田美国德州、特斯拉美国等行业领先企业项目,签约金额达 4 亿元。已中标待签项目估算合同额约为 18 亿元。在手项目及合同执行方面,上汽宁德年产 24 万台乘用车项目和广汽本田涂装三线 24 万产能扩建项目顺利完成验收。大众阿根廷项目目前进入安装收尾和单机调试阶段。北京奔驰顺义涂装车间项目首台全工艺车成功下线。以自动引导机器人 AGV 为代表的自动化物流设备销售额超 6000 万;上半年累计申请专利 39 项、软件著作权 6 项。

4、新能源、二手车赛道或成公司未来增量突破口

自纯电车龙头特斯拉进入中国市场以来,一直由国机汽车提供其进口汽车需要的 3C 认证、报关、仓储、物流等服务。公司也持续关注特斯拉在中国的战略发展路径、包括其研发、生产、制造、营销等方面情况。现公司已与其建立了深层次的战略互信,为下一步提高特斯拉在中国市场渗透率助力。区别于特斯拉造车的高端路线,公司参股投资的国机智骏新能源汽车产品聚焦大众化消费市场,重点打造最高性价比纯电动国民车。在国家三部委出台了新能源汽车下乡政策后,国机智骏积极与中汽协沟通,同时,安排了系列化推广活动,并制定了下乡补贴政策。借助国家政策扩大其影响力、提升市场份额。公司以“聚焦赣州、扩展江西、突破江苏与京津冀”为销售策略,克服疫情的不利影响,已成功实现赣州市集中采购 5000 辆的佳绩。1-6 月,在造车新势力纯电汽车销售排行榜中位居第五,国机智骏有望成为后发优胜者。新能源汽车市场还有很大的增长空间,未来盈利可观。

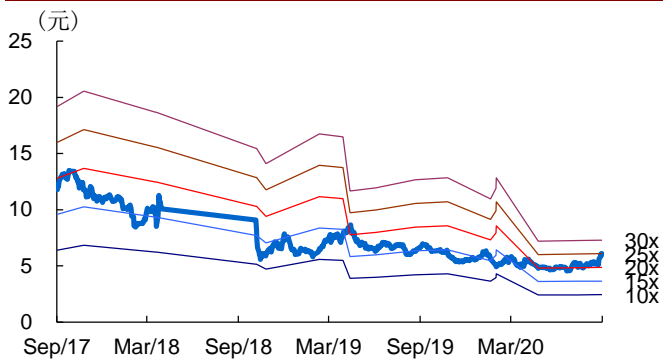
二手车交易市场近年来持续活跃,近十年来增幅稳健。2019 年,二手车销量高达 1492 万辆。过去十年二手车销量 CAGR 为 16.24%,2022 年销量有望突破 2000 万辆。在二手车出口方面,国机汽车已获得首批二手车出口企业资质,并完成天津港首单二手车出口。待出口退税政策、渠道建设和配件供应在未来逐步完善后,3-5 年内有望孵化出健全的二手车市场。因 2017 年汽车销量达到峰值,故预计 2022 年将迎来汽车置换高峰。因此,国机汽车二手车贸易业务未来增量可期。

图 5：2010-2019 年二手车销量及增幅



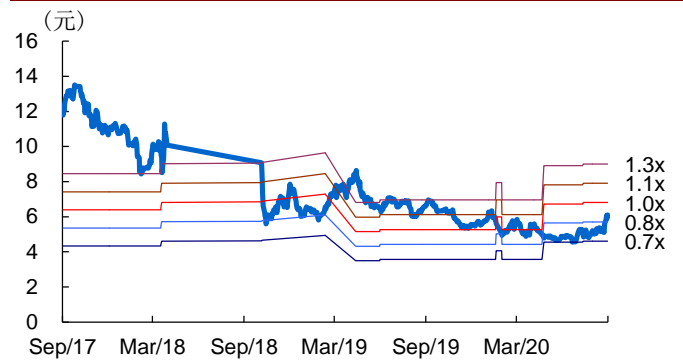
资料来源：Wind、招商证券

图 6：国机汽车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 7：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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	18656	29352	25333	28166	30450
现金	2739	5769	4500	4500	4500
交易性投资	0	488	488	488	488
应收票据	147	1841	1565	1784	1963
应收款项	2357	4857	4121	4698	5168
其它应收款	485	834	709	808	889
存货	9217	12114	10373	11812	12965
其他	3712	3448	3577	4075	4477
非流动资产	6211	8541	8312	7921	7646
长期股权投资	310	189	189	189	189
固定资产	1667	3224	3118	2833	2651
无形资产	641	815	733	660	594
其他	3592	4313	4272	4238	4212
资产总计	24867	37893	33645	36086	38096
流动负债	14617	24417	19878	21979	23542
短期借款	5975	3199	1907	1775	1549
应付账款	878	5891	5048	5749	6310
预收账款	952	3834	3285	3741	4107
其他	6812	11494	9637	10714	11577
长期负债	2506	3223	3014	3014	3014
长期借款	0	1351	1351	1351	1351
其他	2506	1872	1663	1663	1663
负债合计	17124	27640	22892	24993	26557
股本	1030	1457	1457	1457	1457
资本公积金	2267	3044	3044	3044	3044
留存收益	4423	5619	5906	6239	6677
少数股东权益	23	133	138	145	153
归属于母公司所有者权益	7720	10120	10615	10948	11386
负债及权益合计	24867	37893	33645	36086	38096

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1742	4389	1040	961	1110
净利润	595	538	374	508	613
折旧摊销	376	567	729	693	625
财务费用	449	258	360	370	375
投资收益	30	(100)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	222	3191	(410)	(602)	(497)
其它	70	(65)	2	8	9
投资活动现金流	(560)	(691)	(500)	(300)	(350)
资本支出	(718)	(1110)	(500)	(300)	(350)
其他投资	158	418	0	0	0
筹资活动现金流	(2060)	(3529)	(1810)	(661)	(760)
借款变动	(1295)	(3823)	(1378)	(132)	(226)
普通股增加	0	427	0	0	0
资本公积增加	(256)	777	0	0	0
股利分配	(103)	(216)	(87)	(175)	(175)
其他	(406)	(694)	(344)	(354)	(359)
现金净增加额	(878)	177	(1269)	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	44253	52162	44338	50545	55600
营业成本	41518	48221	41323	47058	51652
营业税金及附加	72	112	95	108	119
营业费用	672	743	621	708	778
管理费用	588	1053	754	910	1056
研发费用	0	659	532	556	639
财务费用	374	221	360	370	375
资产减值损失	293	(492)	200	200	200
公允价值变动收益	0	16	16	16	16
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	(30)	93	0	0	0
营业利润	777	660	469	651	795
营业外收入	27	52	52	52	52
营业外支出	13	9	9	9	9
利润总额	791	702.00	512	694	838
所得税	241	158	132	180	217
少数股东损益	(44)	7	5	7	8
归属于母公司净利润	595.00	538.00	374	508	613

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	-12%	18%	-15%	14%	10%
营业利润	-14%	-15%	-29%	39%	22%
净利润	-11%	-9%	-30%	36%	21%
获利能力					
毛利率	6.2%	7.6%	6.8%	6.9%	7.1%
净利率	1.3%	1.0%	0.8%	1.0%	1.1%
ROE	7.7%	5.3%	3.5%	4.6%	5.4%
ROIC	5.9%	4.4%	4.4%	5.3%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	68.9%	72.9%	68.0%	69.3%	69.7%
净负债比率	24.5%	12.2%	9.7%	8.7%	7.6%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	1.8	1.4	1.3	1.4	1.5
存货周转率	4.3	4.5	3.7	4.2	4.2
应收帐款周转率	20.3	14.5	9.9	11.5	11.3
应付帐款周转率	24.1	14.2	7.6	8.7	8.6
每股资料 (元)					
EPS	0.58	0.37	0.26	0.35	0.42
每股经营现金	1.69	3.01	0.71	0.66	0.76
每股净资产	7.50	6.95	7.29	7.51	7.82
每股股利	0.21	0.06	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	10.6	16.5	23.7	17.5	14.5
PB	.8	.9	.8	.8	.8
EV/EBITDA	17.5	15.0	13.0	11.8	11.2

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。

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。