

增持 维持
国机汽车 (600335)
2013年4月18日

投资收益增加致利润超预期

2013年3月22日收盘于13.43元

 汽车行业高级分析师: 赵晨曦
 SAC执业证书编号: S0850511010023
 zhaocx@htsec.com
 021-23219473

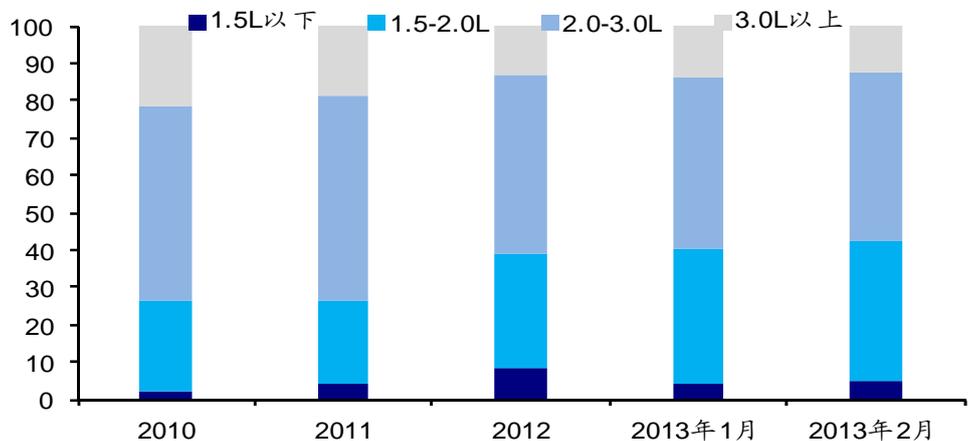
 汽车行业分析师: 冯梓钦
 SAC执业证书编号: S0850511040003
 fenzq@htsec.com
 021-23219402

 联系人: 陈鹏辉
 cph6819@htsec.com
 021-23219814

2013年1季度实现EPS0.29元, 同比增长92.55%。2013年1季度公司实现营业收入154.32亿元, 同比增长2.17%; 实现归属母公司净利润1.62亿元, 同比增长92.55%, 实现EPS0.29元。

豪华车价格下降导致1Q13收入增幅收窄。目前公司汽车进口批发业务收入主要来源于大众、捷豹路虎、克莱斯勒(JEEP), 合计占公司汽车进口批发业务收入比重约85%。公司主要代理品牌销量仍保持较快的增速: 1Q13 捷豹路虎和克莱斯勒(JEEP)销量同比分别增长21%和25%; 2013年1-2月大众销量为2.54万辆, 与2012年1-3月的2.59万辆基本持平。我们认为1Q13公司收入增速低于销量增速的主要原因是进口车排量的下移导致单车销售价格的下降。同时, 受车价同比下降影响1Q13公司毛利率同比下滑0.44个百分点至2.16%。

图3 2010-2102年进口车排量逐渐下移(%)

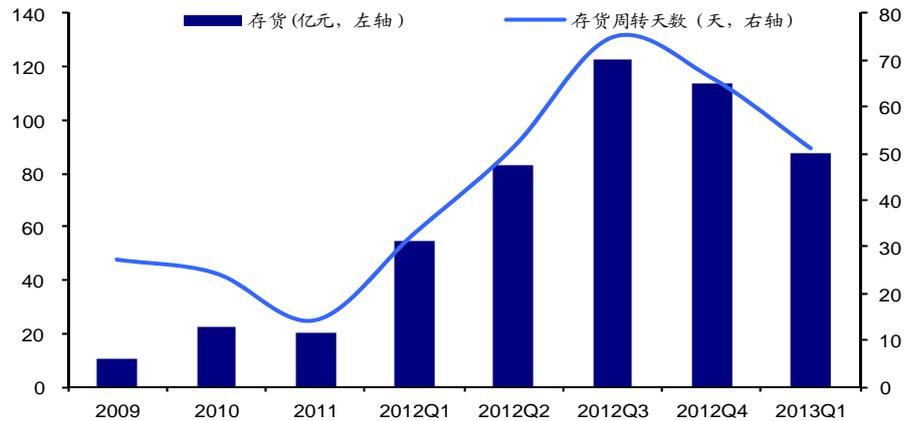


资料来源: 中国进口车市场数据库, 海通证券研究所

销售费用同比减少3707万元。13Q1年公司销售费用9109.34万元, 同比减少3706.99万元, 主要原因是13Q1公司整车进口量减少导致物流费用的减少。

库存减少导致财务费用同比减少3758万元。我们认为2013年主要进口车整车厂商将更加理性的看待中国市场, 公司库存的周转速度将回归常态, 2013年一季度末公司存货为87.41亿元, 存货周转天数为50.98天, 与2012年年末相比分别减少26.62亿元和15.10天。存货周转的回归正常导致公司资金周转变快, 进而导致公司短期借款同比减少21.24亿元。受短期借款减少的影响, 1Q13公司财务费用同比减少约3758万元。

图 3 2009-2013 年公司存货及存货周转天数



资料来源：公司历年年报、半年报和季报，海通证券研究所

投资收益同比增加 6964 万元是公司净利润同比大幅增加的另一主要因素。13Q1 公司投资收益 7192.63 万元，同比增加 6963.72 万元，主要原因是公司于报告期内出售了部分华夏银行的股票。2012 年年底公司拥有可供出售金融资产 5.06 亿元，13Q1 公司仍有可供出售金融资产 3.14 亿元，主要是华夏银行的股票。

表 1 2012 年和 2013 年单季度盈利分析（万元）

公司名称	2012Q1	2012Q2	2013Q3	2012Q4	2013Q1
营业收入	1510408	1419369	1509478	1824249	1543208
营业成本	1471107	1390157	1463431	1762678	1509828
毛利率	2.60%	2.06%	3.05%	3.38%	2.16%
销售费用	12816	6140	12817	20214	9109
管理费用	7108	6143	8985	15489	7059
财务费用	7688	2622	7715	1104	3930
投资净收益	229	970	-308	409	7193
营业利润	11069	14322	15326	20582	19644
归属于母公司所有者的净利润	8397	10742	13799	17537	16169
全面摊薄每股收益（元）	0.15	0.19	0.25	0.31	0.29

资料来源：公司 2011 和 2012 年各季度报告，海通证券研究所

盈利预测和投资建议。我们认为 2013 年汽车市场是温和复苏的一年，公司的库存周转将恢复常态，预计 2013、2014 年公司实现 EPS1.21 元和 1.42 元，维持公司“增持”评级，目标价 14.52 元，对应 2013 年 12 倍 PE。

风险提示：汽车行业销量低于预期；乘用车市场再次出现激烈的价格战；日系车销量持续下滑的风险。

信息披露

分析师声明

赵晨曦: 汽车行业高级分析师

冯梓钦: 汽车行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司:上海汽车(600104.SH)、长安汽车(000625.SZ)、中国重汽(000951.SZ)、潍柴动力(000338.SZ)、江铃汽车(000550.SZ)、一汽轿车(000800.SZ)、威孚高科(000581.SZ)、宇通客车(600066.SH)

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	买入	个股相对大盘涨幅在15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	增持	行业整体回报高于市场整体水平5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。