

费用改善致业绩超预期

——国机汽车（600335）2013 年一季报点评

分析师： 王雪莹

SAC NO： S1150512080003

2013 年 04 月 19 日

汽车——汽车经销服务
证券分析师

王雪莹

022-28451904

xueyingtju@yahoo.cn

助理分析师

郑连声

022-28451131

nkai516@hotmail.com

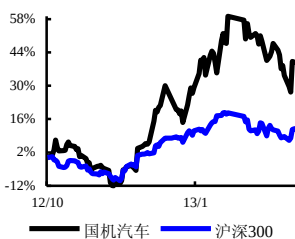
SAC No: S1150111120002

评级： 推荐

上次评级： 推荐

目标价格：

最新收盘价： 13.43

最近半年股价相对走势

相关研究报告

事件： 国机汽车发布一季报：一季度公司实现营业收入 154.32 亿元，同比增长 2.17%。归属于母公司净利润 1.62 亿元，同比增长 92.55%。每股收益 0.29 元。

投资要点：

● 公司通道业务收入增速放缓

一季度车市需求较旺，同比增速 17.20%。公司收入增速低于行业销量，主要是因跨国车企对国内市场保持理性以及车企年度目标未完全确定，从而未大幅向经销商压库，使公司进口批发贸易服务收入增长缓慢所致。这从公司购买商品额项目环比减少 11%，同比下降 19%可以略见一斑。

● 库存改善，费用控制得当致业绩大幅增长

1) 一季度公司库存 87 亿元，环比下降 23%，而同期环比大增 175%。进一步显示进口车市场目前进入理性发展阶段，一方面跨国厂商不再盲目看多国内市场；另一方面，经销商也在积极消化库存。因此，今年经销商所面临的经营环境将好于去年，从而有利于公司汽车零售业务的健康快速增长。2) 期间费用方面。库存下降导致公司财务费用大幅下降 49%。同时，公司对销售费用与管理费用控制得力，使得公司期间费用大幅下滑，加上出售华夏银行部分股票导致投资收益同比增加近 7000 万，成为一季度公司业绩大幅增长的主要因素。据测算，扣除投资收益因素后，公司业绩实际增长 30%，超出我们预期。

● 需求与费用端双重推动公司业绩增长，维持“推荐”评级

鉴于进口车市场发展将更加理性，去年同期恶性价格战再次发生的可能性小。以进口车“通道业务”为主的公司将依靠行业龙头优势在收入上保持稳健增长；同时，公司将受益于行业经营环境的改善而使成本费用改善明显。综上所述，我们认为，今年公司有望从需求与费用端双重推动业绩较快增长。维持公司盈利预测不变，2013-15 年 EPS 为 1.22/1.57/1.85 元，对应 13 年动态估值为 11 倍，处于合理区间。维持“推荐”评级，建议长期关注。

风险提示： 进口车市场下滑超预期；汇率风险

财务摘要（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入	50,821	62,124	79,730	98,664	116,816
(+/-)%	47%	22%	28.34%	23.75%	18.40%
经营利润（EBIT）	617	846	1165	1448	1691
(+/-)%	91%	37%	38%	24%	17%
净利润	493	556	685	881	1038
(+/-)%	131%	13%	23.35%	28.55%	17.82%
每股收益（元）	0.88	0.99	1.22	1.57	1.85

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	7463	2677	7973	9866	11682	营业收入	50821	62124	79730	98664	116816
应收票据	1280	1788	1748	2298	2720	营业成本	49313	60412	77513	95835	113350
应收账款	34	96	131	165	208	营业税金及附加	38	39	56	69	82
预付款项	942	892	1357	1869	2266	销售费用	487	454	558	720	935
其他应收款	292	106	199	296	350	管理费用	366	372	439	592	759
存货	1994	11403	7433	10502	12422	财务费用	-107	219	246	287	341
其他流动资产	700	0	-223	-616	-1193	资产减值损失	3	8	9	7	8
长期股权投资	193	182	192	200	207	投资收益	18	10	15	13	14
固定资产	670	840	848	860	867	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	66	28	64	72	71	营业利润	738	630	925	1166	1355
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	11	29	15	18	21
无形资产	125	124	118	112	106	税前利润	748	659	940	1184	1376
长期待摊费用	100	228	216	201	183	减: 所得税	207	149	235	296	344
资产总计	14543	19013	20689	26446	30501	净利润	541	510	705	888	1032
短期借款	6993	8349	9327	12203	12089	归属于母公司的净利润	493	556	685	881	1038
应付票据	1796	4241	3185	4201	5279	少数股东损益	48	-46	19	7	-6
应付账款	905	2750	3185	3413	4595	基本每股收益	0.88	0.99	1.22	1.57	1.85
预收款项	1091	1306	1943	2733	3667	稀释每股收益	0.88	0.99	1.22	1.57	1.85
应付职工薪酬	103	116	139	167	198	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
应交税费	140	-1351	-1351	-1351	-1351	成长性					
其他应付款	489	220	220	220	220	营收增长率	46.7%	22.2%	28.3%	23.7%	18.4%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	91.1%	37.3%	37.6%	24.3%	16.8%
长期借款	90	107	107	107	107	净利润增长率	130.9%	12.7%	23.3%	28.5%	17.8%
负债合计	11857	15900	16920	21857	24968	盈利性					
股东权益合计	2686	3113	3769	4589	5533	销售毛利率	3.0%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
净利润	541	510	705	888	1032	ROE	18.4%	17.9%	18.2%	19.2%	18.8%
折旧与摊销	107	140	89	94	98	ROIC	4.50%	5.60%	6.55%	6.37%	7.10%
经营活动现金流	715	-5354	4721	-539	2432	估值倍数					
投资活动现金流	-580	-178	-110	-88	-74	PE	15.3	13.5	11.0	8.5	7.2
融资活动现金流	1109	5207	684	2520	-544	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金净变动	1244	-325	5296	1893	1815	P/B	2.80	2.42	2.00	1.64	1.36
期初现金余额	3371	7463	2677	7973	9866	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.2%
期末现金余额	4614	7138	7973	9866	11682	EV/EBITDA	10.1	13.6	7.3	6.6	4.6

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	推荐	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	持有	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13910094383

邮箱: liuxiao@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分