

专用设备

国机汽车(600335.SH)/13.43元

最大受益非日系 SUV 增长的进口批发商

独到见解

短期看,在日系向德、美系转移的环境下,公司受益最大,并兼有资产注入预期;中期看,公司主要利润来自于进口 SUV 细分市场,二次购车背景下换车需求致空间巨大;长期看,新车市场进入“微增长”阶段,需求向二手车、租赁市场转移,公司的汽车后市场业务盈利空间开启。

投资要点

- 1、公司最大受益于进口 SUV 的高速增长。一半进口车是 SUV 车型,公司更是有近 70%的进口车是 SUV 车型,进口 SUV 细分市场的快速增长是公司的业绩增长的内在动力
- 2、公司受益于日系车向德、美系转移的调整趋势。公司 95%以上的批发量来自德系和美系,主要客户是大众、福特、路虎、克莱斯勒、通用等,日系长期衰退的趋势,将使公司受益
- 3、新车市场进入“微增长”阶段,需求向汽车租赁、二手车市场转移,公司已经提前布局。公司汽车后市场业务高毛利率、高增长,对利润的贡献度逐年提升;租赁已为公司贡献利润,二手车未来具有巨大增幅空间
- 4、具有确定性的资产注入预期。公司承诺重组后两年内将国机丰盛、中汽凯瑞置入上市公司、转让或者终止经营,承诺的最后期限为 2013 年底
- 5、投资评级:强烈推荐。预计 13/14/15 每股收益分别为 1.35/1.61/1.92 元,目前股价对应估值为 13 年 10 倍,我们认为公司 13 年业绩给予 13-15 倍市盈率,以 2013 年 EPS1.35 元进行估算,公司的合理价位应在 17-20 元之间。

风险提示

- 1、核心客户的进口车代理权分散的风险。
- 2、宏观经济下滑致零售业务下滑超预期的风险。

主要财务指标

	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	62124	73231	82752	99302
同比增速(%)	22%	18%	13%	20%
净利润(百万)	556	754	904	1075
同比增速(%)	13%	36%	20%	19%
每股盈利(元)	0.99	1.35	1.61	1.92
市盈率(倍)	13.53	9.97	8.32	6.99

证券分析师: 王炎学
 执业编号: S0360511070004
 Tel: 010-66500865
 Email: wangyanxue@hczq.com
 研究助理: 王丽媛
 Tel:
 Email: wangliyuan@hczq.com

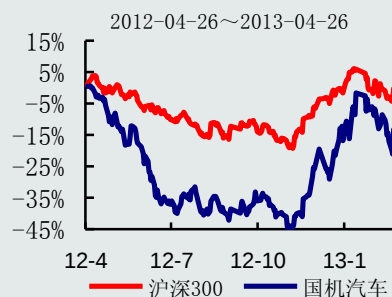
投资评级

投资评级: 强推
 评级变动: 维持

公司基本数据

总股本(万股)	56000
流通 A 股/B 股(万股)	27596/0
资产负债率(%)	76.7
每股净资产(元)	6.64
市盈率(倍)	9.97
市净率(倍)	2.02
12 个月内最高/最低价	17.28/8.22

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

- 《受益反日情绪,业绩增速加快》
2012-10-25
- 《进口车经销商库存是业绩变动关键》
2012-08-15
- 《进口汽车销售服务行业的龙头》
2012-07-12
- 《二次购车下进口车市场快速增长的最佳标的》
2012-04-06

目 录

一、非日系进口 SUV 品牌的批发业务是公司利润高速增长之源.....	5
1、近年来批发业务稳定增长，市场份额稳定提升	6
2、批发业务增长的核心来自于 SUV 和非日系品牌	7
二、非日系进口 SUV 市场成长空间广阔.....	9
1、消费升级下进口车市场拥有广阔增长空间	10
2、2010 年后国内的 SUV 热潮拉动进口车高速增长	11
3、日系市场份额持续向欧系、美系品牌转移，钓鱼岛事件加剧了这一趋势	12
4、国产化对进口车替代不明显，但存在进口车代理权分散的风险	14
三、汽车后市场是国机汽车未来主要增长点.....	15
1、趋势上，汽车产业内利润分配将向汽车后市场转移	15
2、国机汽车在汽车租赁、二手车、融资租赁等领域已经提前布局	16
3、汽车租赁行业正从孕育阶段走到爆发增长阶段	18
4、二手车市场进入快速发展阶段.....	21
四、专业化、多品牌全产业链、融资优势是公司的核心竞争力.....	25
1、业内唯一的多品牌全产业链进口汽车综合贸易服务商	25
2、融资优势：高额度信用授信、低成本资金渠道提供雄厚资金支持	25
五、国机已经具备足够安全边际.....	26
1、国机汽车市值与 ROE 的背离趋势必将改变	26
2、国机已经具备足够安全边际.....	27
3、具有确定性的资产注入预期.....	28
六、盈利预测与投资建议.....	29
（一）盈利预测.....	29
（二）投资建议：强烈推荐.....	30

图表目录

图表 1	国机汽车的业务构成.....	5
图表 2	国机汽车历年来三个业务模块占收入份额.....	5
图表 3	国机汽车历年来三个业务模块毛利占比份额.....	5
图表 4	近年国机汽车的营业收入及增速、年均复合增速情况（单位：亿）.....	6
图表 5	近年来国机汽车的归属母公司净利润及增速情况（单位：亿）.....	6
图表 6	近 5 年来国机汽车批发量占进口车份额图.....	6
图表 7	近年来国机汽车进口车批发量及增速（单位：万辆）.....	6
图表 8	进口车日均上牌量长期趋势预测模型.....	7
图表 9	近年来国机汽车进口 SUV 批发量及增速情况（单位：万辆）.....	7
图表 10	近年来国机汽车批发进口车批发量的分车型比例.....	8
图表 11	近年国机汽车主要合作厂家.....	8
图表 12	2012 年具体车型品牌的批发量占国机汽车总进口量的比例.....	8
图表 13	大众汽车近年来批发量（万台）及增速.....	9
图表 14	近年来大众汽车分车型批发量.....	9
图表 15	国机汽车合作品牌未来三年新产品情况.....	9
图表 16	中国近 5 年来狭义进口乘用车批发量及年均复合增速（单位：万辆）.....	10
图表 17	近 4 年中国第一次购车及第二次购车用户比例情况.....	10
图表 18	第一次购买和第二次购车用户所购车辆的产地情况（2012 年）.....	10
图表 19	中国近年来进口车批发量及占狭义乘用车份额（单位：万辆）.....	11
图表 20	韩国进口车批发量及占国内销量的份额（单位：万辆）.....	11
图表 21	近年来中国进口车中 SUV 所占份额.....	11
图表 22	近年来 SUV 进口批发量及增速情况（单位：万辆）.....	12
图表 23	2012 年中国保有车辆不同车型的产地情况.....	12
图表 24	近年来狭义乘用车分国别市场份额变化.....	12
图表 25	近年来进口车车系份额分布.....	13
图表 26	2012 年分季度及 2013 年一月进口车车系份额分布.....	13
图表 27	“钓鱼岛”事件平息后是否会考虑日系车？.....	13
图表 28	用户放弃日系车后最倾向购买的车系.....	14
图表 29	宝马国产后销量及增速情况（单位：万辆）.....	14
图表 30	进口车用户没有选择国产车的原因.....	15
图表 31	美国汽车产业内营业利润在产业链各环节的分配.....	16
图表 32	近年来中国汽车保有量及增速（万辆）.....	16
图表 33	公司近年来汽车后市场业务毛利及增速（单位：万元）.....	16
图表 34	国机汽车后市场业务简介.....	17
图表 35	公司历年汽车后市场业务收入与毛利占总体收入与毛利的比重（2008-2012）.....	17
图表 36	公司的汽车服务及细分业务毛利率走势（2008-2013）.....	17
图表 37	近年来国机汽车汽车租赁业务收入和毛利（单位：万元）.....	18
图表 38	近年来汽车租赁市场车辆规模（万辆）和收入规模（亿元）.....	18
图表 39	汽车分销渠道示意图.....	18
图表 40	零售渠道和租赁渠道对比分析图.....	19
图表 41	美国 80-90 年代新车销量及增长率（单位：万辆）.....	19
图表 42	中国 1982 年和 1991 年租赁车辆购买量和租赁车辆占新车销量比例（单位：	

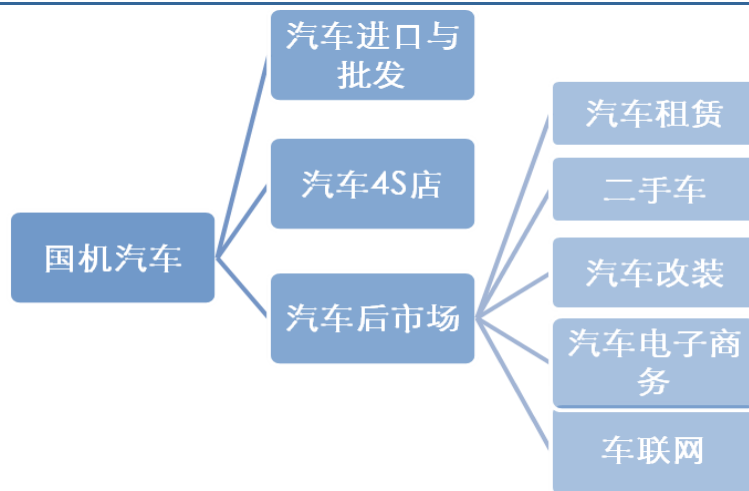
万辆)	19
图表 43 中国与发达国家租赁渗透率比较(2010) 图表 44 主要国家租赁车保有数量(2010, 万辆)	20
图表 45 调研问题: 公务车改革, 未来租赁乘用车的可能性?	20
图表 46 近年来国机汽车二手车业务收入和毛利(单位: 万元)	21
图表 47 中国二手乘用车市场收入及增速(单位: 亿元)	21
图表 48 中国近年来二手乘用车交易量及未来五年预测(单位: 万辆)	21
图表 49 中国二手乘用车市场车辆年龄结构(2011-2012)	22
图表 50 2012 年中国二手车交易量 TOP10 城市交易量及同比增速(单位: 万辆)	22
图表 51 中国与先导国家新车和二手车年销量及二手车/新车的比率(乘用车)	22
图表 52 先导国家成熟的二手车交易体系	23
图表 53 中国的二手车交易体系	23
图表 54 中国二手乘用车市场车辆类型结构(2007-2012)	23
图表 55 中国二手乘用车市场车辆产地结构(2007-2012)	23
图表 56 2012 年中国私人用户购买二手车原因	24
图表 57 2012 年中国再购车用户购买二手车原因	24
图表 58 影响中国二手车发展的因素分析及对未来趋势的判断	24
图表 59 进口车批发及服务业务流程图	25
图表 60 美国汽车经销商公司 AUTONATION 总市值和 ROE 变动情况	26
图表 61 国机汽车总市值和 ROE 变动情况	26
图表 62 中国 4S 店的数量和增速情况	27
图表 63 同行业上市公司最新估值比较	27
图表 64 同行业上市公司最新 PB 比较	27
图表 65 港股经销商板块股票及国机汽车 PE 对比图	28
图表 66 港股经销商板块股票及国机汽车股价对比图	28
图表 67 未置入国机汽车的公司的情况一览表	28
图表 68 中汽凯瑞的盈利情况表	29
图表 69 中汽凯瑞与国机汽车营业收入与归属母公司净利润对比图(单位: 亿) ...	29
附 2012 年底 4S 店情况	30

一、非日系进口 SUV 品牌的批发业务是公司利润高速增长之源

国机汽车业务总体分为三大模块，第一大模块是汽车进口与批发、第二模块是汽车零售、第三模块是汽车后市场业务，其中批发业务是利润贡献的主要来源。汽车后市场包括汽车租赁及二手车、汽车改装、汽车电子商务、汽车媒体及信息咨询等五个分支，三大模块相辅相成，逐步形成协同效应。

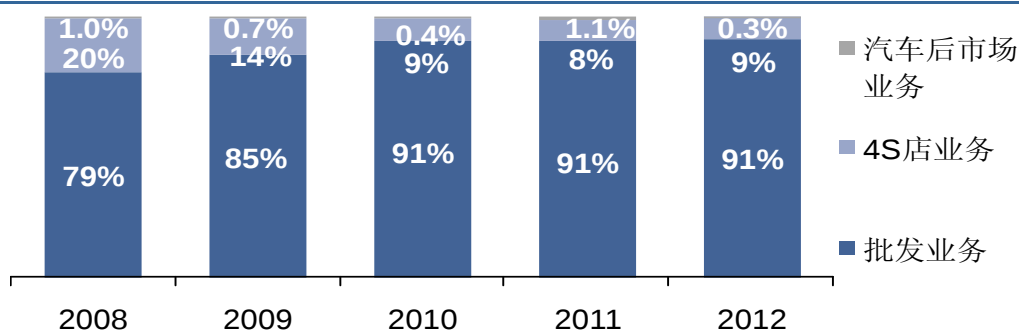
中进汽贸（即国机汽车下属主要公司）最初的业务始于 1993 年中美两国的“汽车平衡贸易”。1995 年与通用、2003 年与克莱斯勒、2005 年与大众、2010 年与福特等先后开展合作，成为多家知名跨国汽车企业的总进口商和全链条服务提供商。公司是业内唯一的多品牌进口汽车综合贸易服务商，核心业务是进口汽车批发与零售服务。

图表 1 国机汽车的业务构成



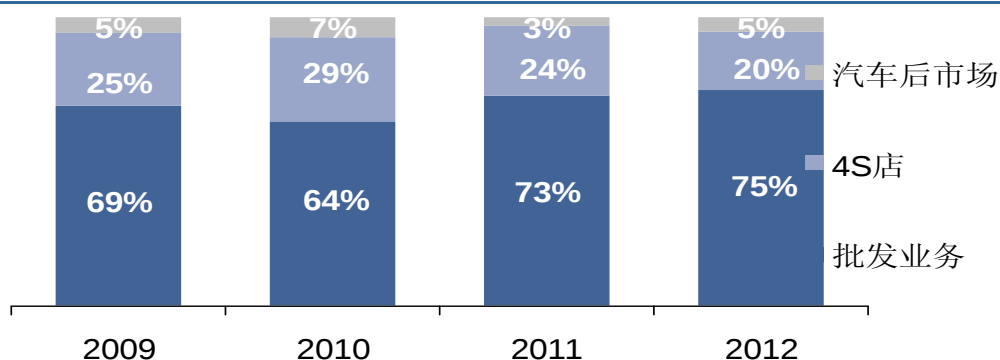
资料来源：公司公告

图表 2 国机汽车历年来三个业务模块占收入份额



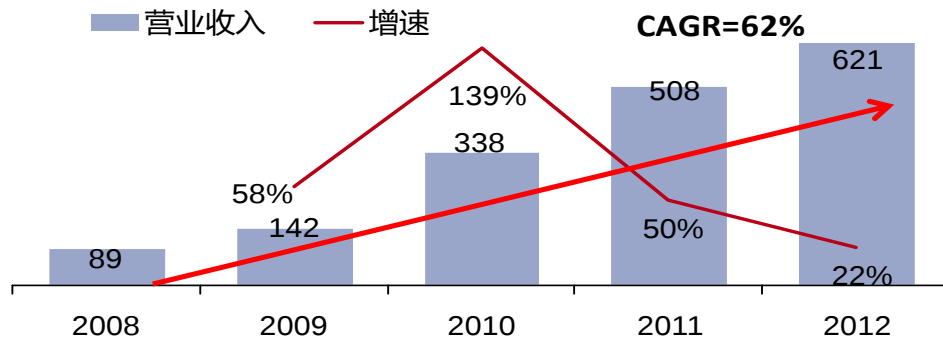
资料来源：公司公告，华创研究所

图表 3 国机汽车历年来三个业务模块毛利占比份额



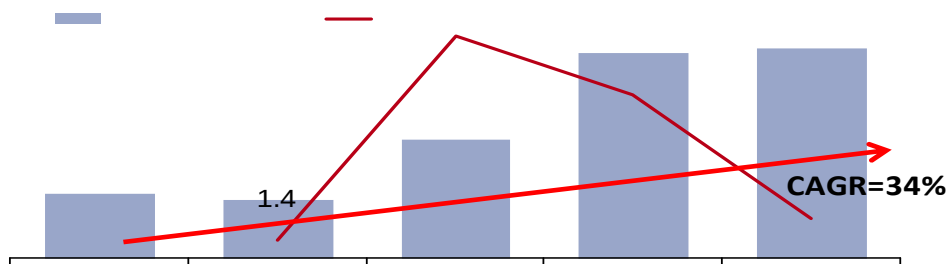
资料来源：公司公告，华创研究所

图表 4 近年国机汽车的营业收入及增速、年均复合增速情况（单位：亿）



资料来源：公司公告

图表 5 近年来国机汽车的归属母公司净利润及增速情况（单位：亿）

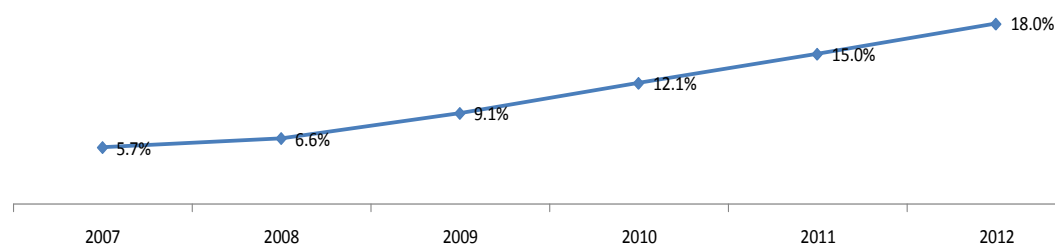


资料来源：公司公告

1、近年来批发业务稳定增长，市场份额稳定提升

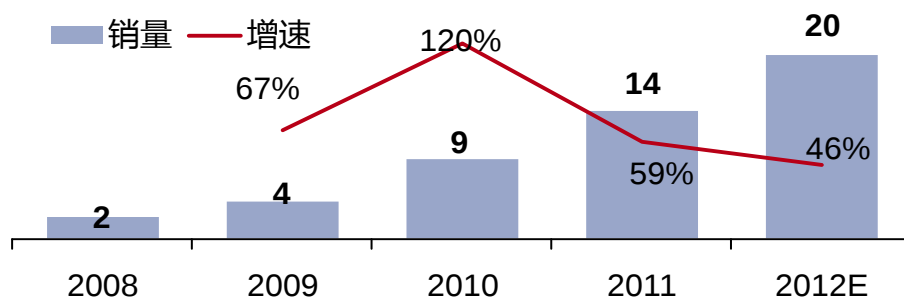
2007 年，国机汽车乘用车批发量占总体进口乘用车份额为 5.7%，之后份额不断提升，2012 年，经我们根据销量数据测算，份额达到 18% 左右。

图表 6 近 5 年来国机汽车批发量占进口车份额图



资料来源：公司公告，华创研究所

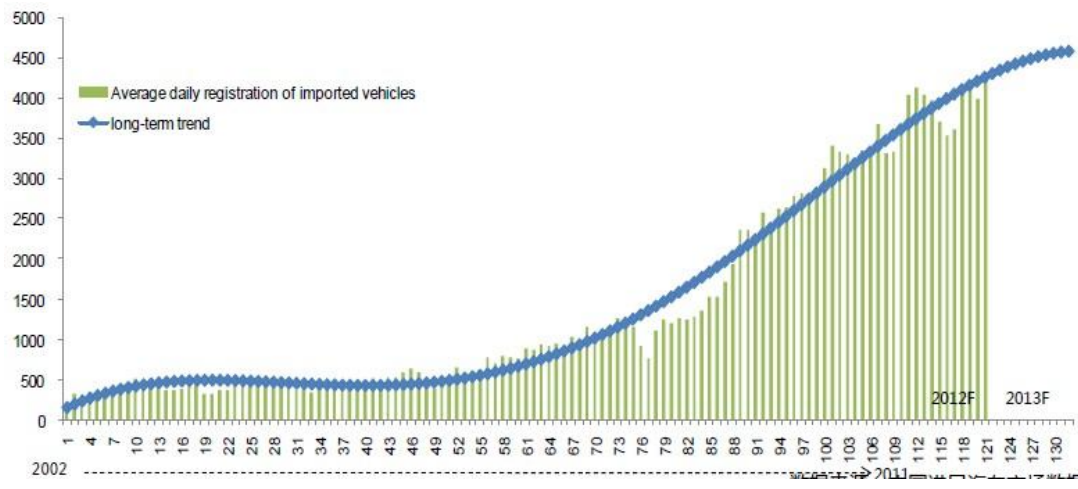
图表 7 近年来国机汽车进口车批发量及增速（单位：万辆）



资料来源：公司公告，华创研究所

国机的业绩增长的原因主要集中在三方面：一、进口车仍将高于乘用车整体保持较快增长；二、汽车需求的结构调整中，国机所合作的欧美品牌及出色的 SUV 产品所产生的品牌的内生增长；三、积极开拓新的合作伙伴，扩大规模效应。

图表 8 进口车日均上牌量长期趋势预测模型

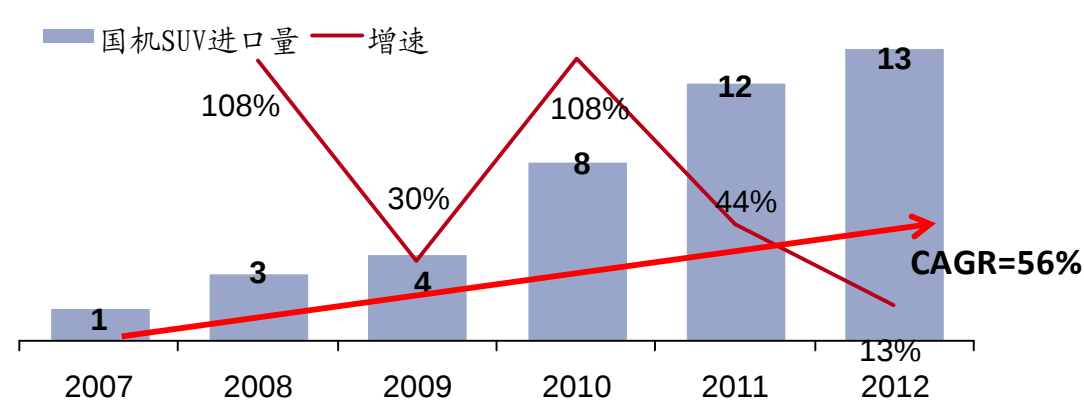


资料来源：国机汽车预测模型

公司在巩固和拓展与现有伙伴的合作的基础上，还在积极开拓新的合作伙伴；同时，为更好地服务客户，公司还加大硬件体系建设，在天津、上海、广州兴建物流、仓储、分拨中心等，打造软硬件相结合的港口贸易服务综合平台，为未来的增长行业基础，蓄积能量。

另外，批发业务毛利率汽车零售业务毛利率 2010 年触底回升，2012 年由于宏观经济及总体汽车市场增速下降等原因有所下滑，但我们判断，随着经济的弱复苏及汽车市场的回暖，批发业务毛利润进一步上行的趋势。

图表 9 近年来国机汽车进口 SUV 批发量及增速情况（单位：万辆）

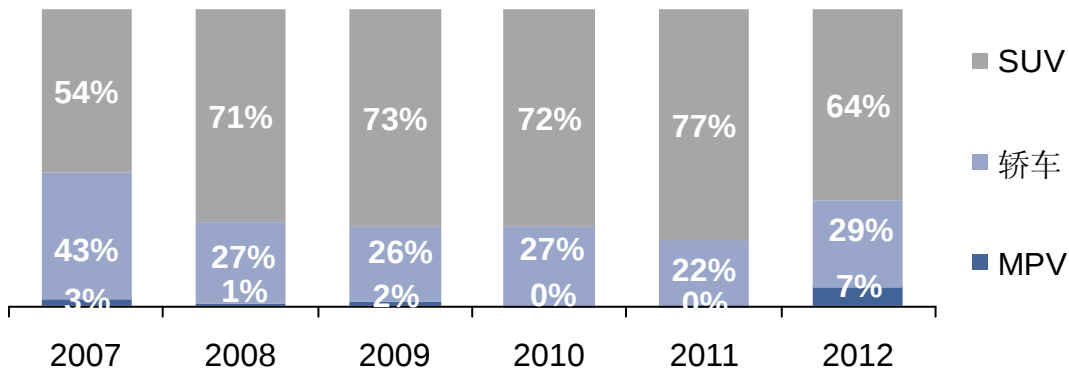


资料来源：中国海关，华创研究所

2、批发业务增长的核心来自于 SUV 和非日系品牌

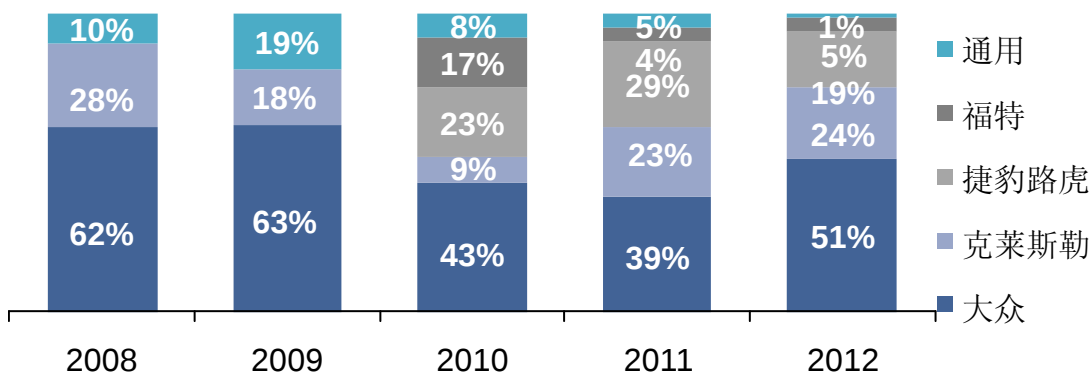
批发业务的主要业绩增长受益于非日系的进口 SUV 细分市场的持续增长。公司受益于日系品牌所失去的市场份额将被欧系、美系瓜分以及 SUV 车型热销的趋势，公司批发的进口车型中 SUV 车型的份额超过 60%。合作品牌所生产的优秀的 SUV 产品带来了漂亮的销量和高毛利率，同时也给公司预留了较充裕的盈利空间。

图表 10 近年来国机汽车批发进口车批发量的分车型比例



资料来源：中国海关，华创研究所

图表 11 近年国机汽车主要合作厂家



备注：捷豹路虎在中国由两家批发代理，2012 年国机占份额比 2011 年有所减少

资料来源：中国海关，华创研究所

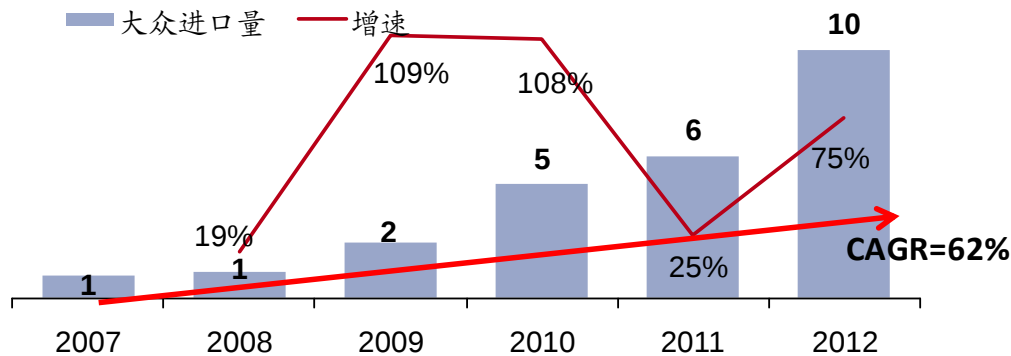
图表 12 2012 年具体车型品牌的批发量占国机汽车总进口量的比例

车型品牌	占国机进口量份额	车型
路虎	15%	SUV, <u>64%</u>
途锐	14%	
指南者	13%	
途欢	5%	
爱虎	4%	
大切诺基	4%	
自由客	3%	
牧马人	3%	
安德拉	2%	
昂科雷	1%	
其他	1%	
尚酷	7%	轿车, <u>29%</u>
甲壳虫	5%	
高尔夫 Cross	5%	
辉腾	4%	
迈腾	3%	
其他	1%	

夏朗	5%	MPV, 7%
迈特威	1%	
城乡	1%	

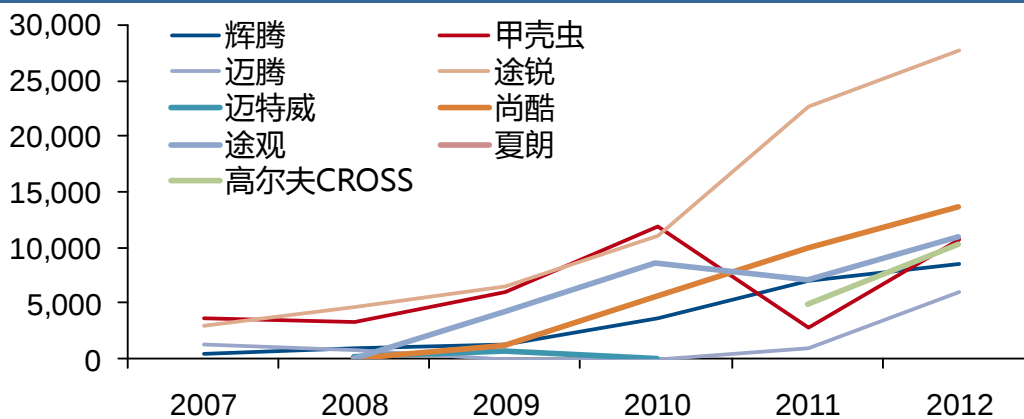
资料来源：中国海关，华创研究所

图表 13 大众汽车近年来批发量（万台）及增速



资料来源：中国海关，华创研究所

图表 14 近年来大众汽车分车型批发量



资料来源：中国海关，华创研究所

二、非日系进口 SUV 市场成长空间广阔

未来三年，主要合作品牌陆续引进新产品，丰富的供给会进一步引导需求。

图表 15 国机汽车合作品牌未来三年新产品情况

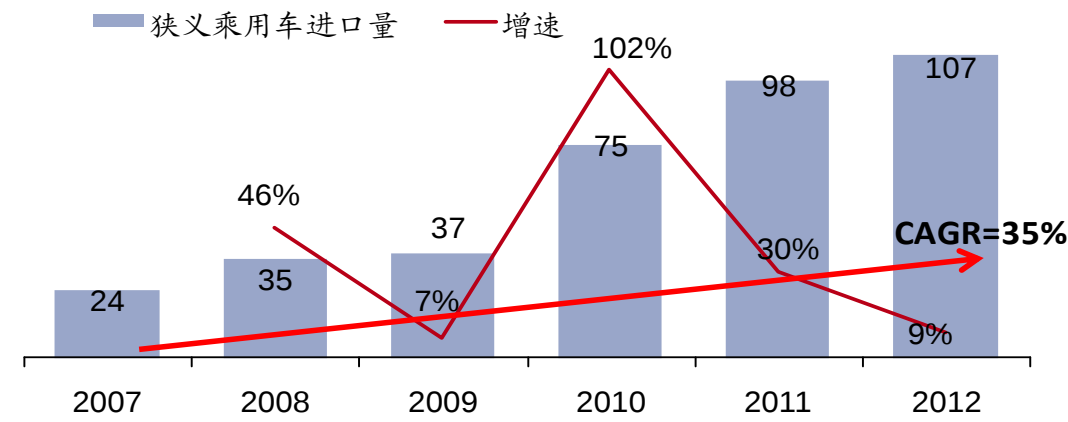
品牌	福特	大众	克莱斯勒	克莱斯勒	林肯
概念车型号	Explorer	甲壳虫 Turbo 及 R-line	大捷龙	酷威 2013 款	MKC
类型	大型 SUV	紧凑都市型轿车	大型 SUV	大型 SUV	紧凑都市型 SUV
上市时间	2013 年 4 月	2013 年 1 月已上市	2013 年 1 月已上市	2013 年一季度已上市	2014
预计销量 (全年)	8000	2.5 万	5000	10000	6000
图片					

资料来源：华创研究所

1、消费升级下进口车市场拥有广阔增长空间

中国的进口车市场受到消费升级的推动,拥有广阔的增长空间。随着第二次购车用户的增多,用户消费升级的需求愈发强烈,拥有高品质、高性能的进口车进入用户的选择范围。

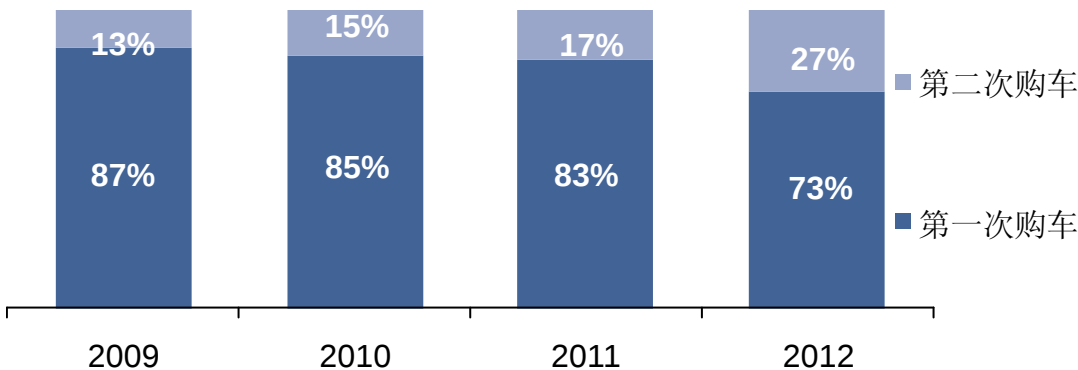
图表 16 中国近 5 年来狭义进口乘用车批发量及年均复合增速 (单位: 万辆)



资料来源: 中国海关, 华创研究所

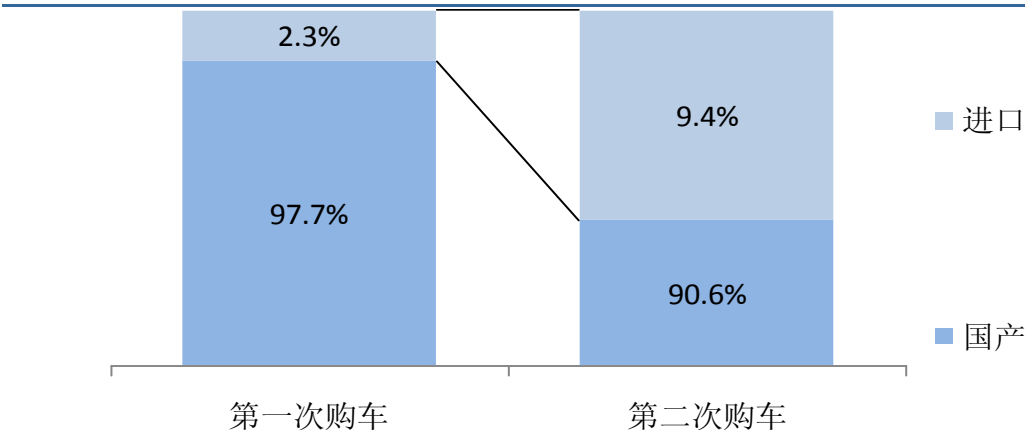
第二次购车用户偏好进口车的比例大幅提升。近年来,中国汽车用户中第二次购车用户比例持续提升。到 2012 年,已有 27%的用户是第二次购车用户。中国汽车保有市场上,第一次购车用户中仅有 2.3%的用户选择购买进口车,而第二次购车用户中有接近 10%的用户选择购买进口车。

图表 17 近 4 年中国第一次购车及第二次购车用户比例情况



资料来源: 华创研究所

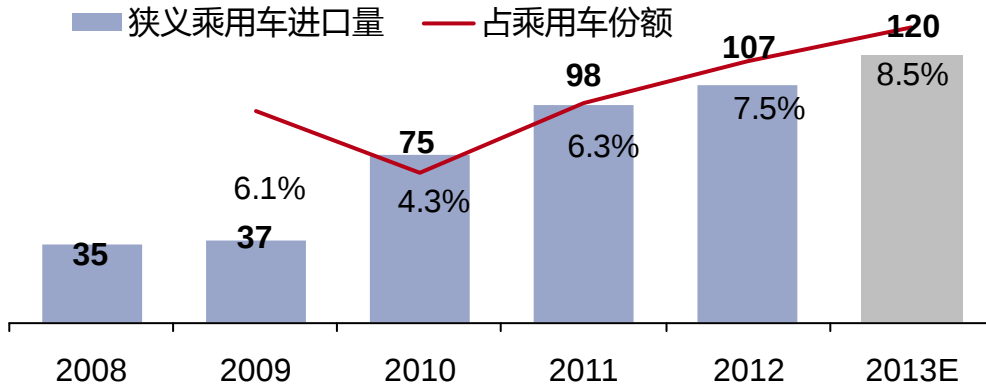
图表 18 第一次购买和第二次购车用户所购车辆的产地情况 (2012 年)



资料来源: 华创研究所

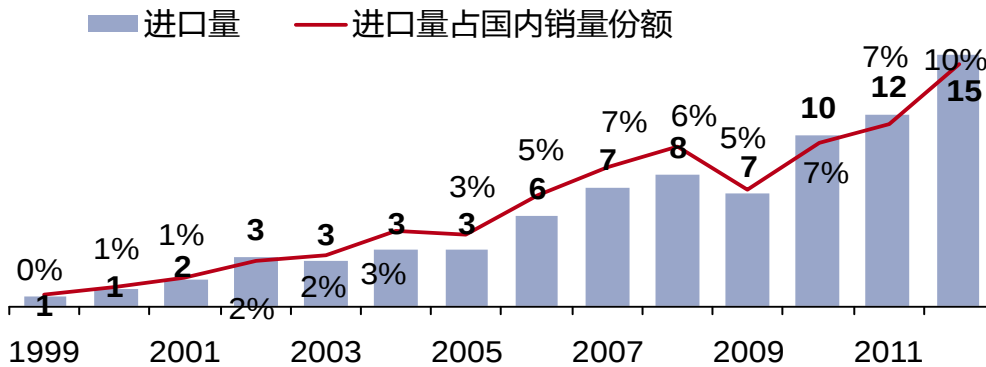
2012 年中国进口车占内需份额仅为 7.5%，比一贯对进口车执行严格限制政策的韩国的进口车份额尚有差距，有广阔的增长空间。韩国为扶持国内汽车产业，对进口车执行高关税并对进口车的性能检测进行立法，严格执行国家高标准，进口车在韩国的使用也受到种种限制和歧视。

图表 19 中国近年来进口车批发量及占狭义乘用车份额（单位：万辆）



资料来源：中国海关，华创研究所

图表 20 韩国进口车批发量及占国内销量的份额（单位：万辆）

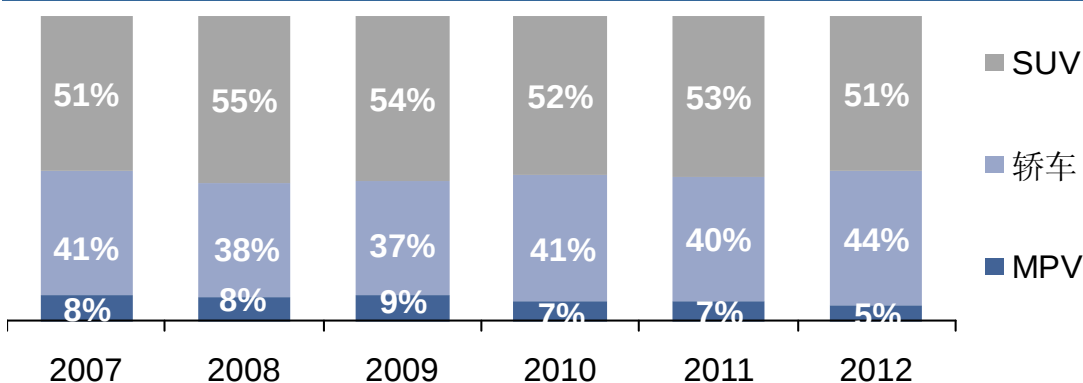


资料来源：KAMA，华创研究所

2、2010 年后国内的 SUV 热潮拉动进口车高速增长

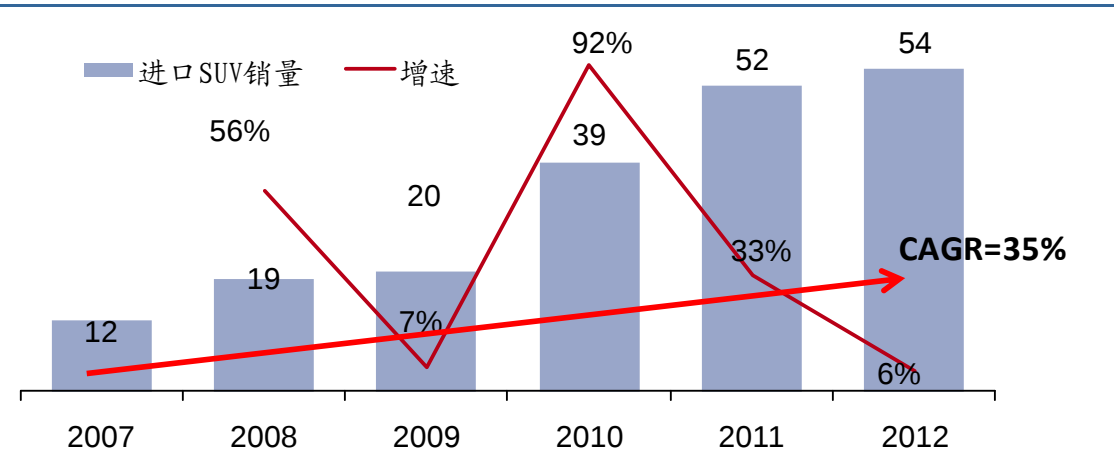
SUV 是进口车的中坚力量。近年来，国内市场呈现一股 SUV 热潮，这种情况在进口车市场尤其明显，SUV 产品占据进口狭义乘用车一半以上的份额。

图表 21 近年来中国进口车中 SUV 所占份额



资料来源：中国海关，华创研究所

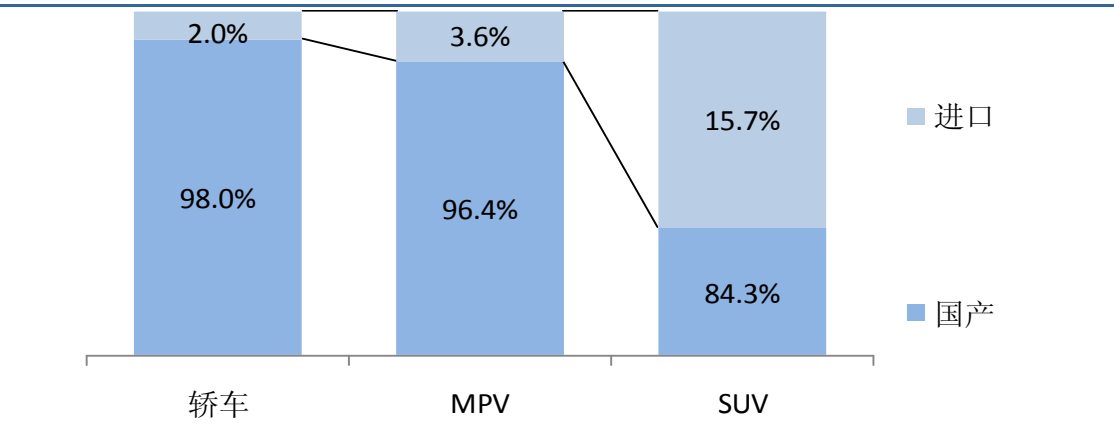
图表 22 近年来 SUV 进口批发量及增速情况（单位：万辆）



资料来源：公司公告，华创研究所

SUV 用户比轿车和 MPV 和轿车用户更加偏好进口车。据国家信息中心调查，SUV 用户中的 15.7% 购买自进口车，该比例大幅高于轿车和 MPV 用户。

图表 23 2012 年中国保有车辆不同车型的产地情况

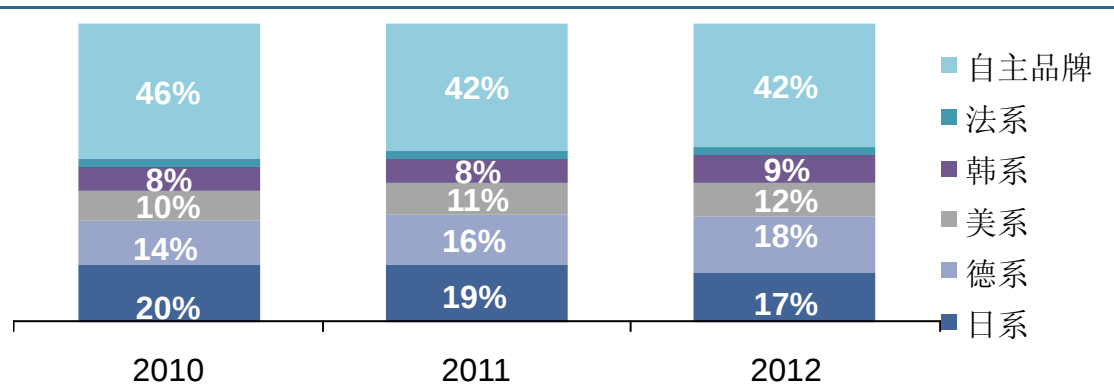


资料来源：国家信息中心，华创研究所

3、日系市场份额持续向欧系、美系品牌转移，钓鱼岛事件加剧了这一趋势

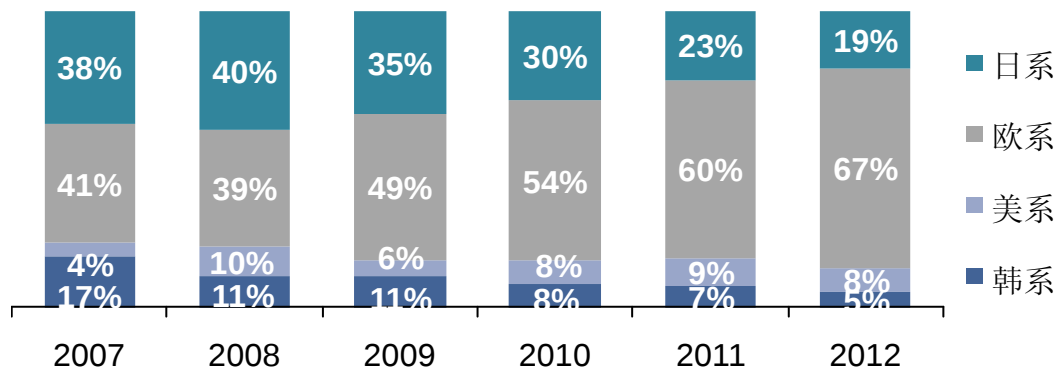
日系品牌长期以来在中国相对保守的市场策略和产品策略导致日系份额逐年下降，“钓鱼岛”事件加速日系品牌的下滑。虽然 2013 年 1 月，日系份额小幅提升，但“钓鱼岛”事件对日系品牌的影响会是长期的，难以完全修复；放弃日系品牌后，超过 80% 的用户会转向德系品牌，其次是美系。

图表 24 近年来狭义乘用车分国别市场份额变化



资料来源：CAAM、华创研究所

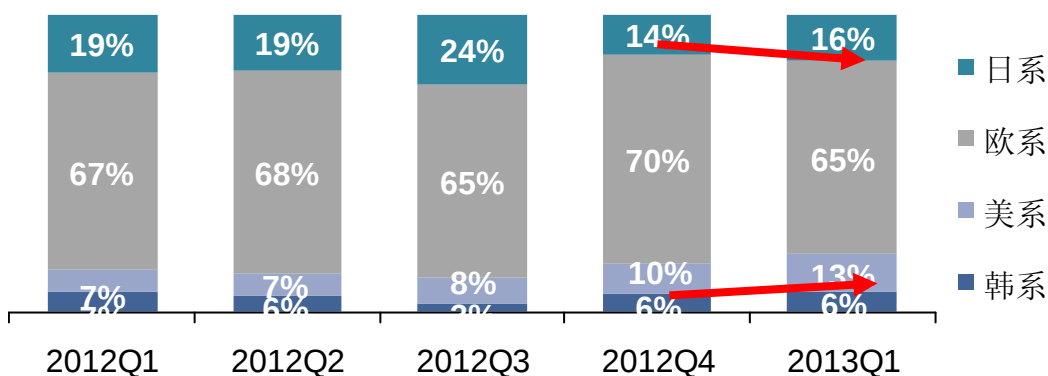
图表 25 近年来进口车车系份额分布



资料来源：中国海关、华创研究所

2012 年 4 季度由于受到“钓鱼岛”事件影响，日系车份额急速下降，但在 2013 年 1 季度有复苏迹象，份额有所回升，但我们判断中日关系对日系车在中国的发展是长期的影响，日系车的下降是趋势性的，不会短时间恢复。

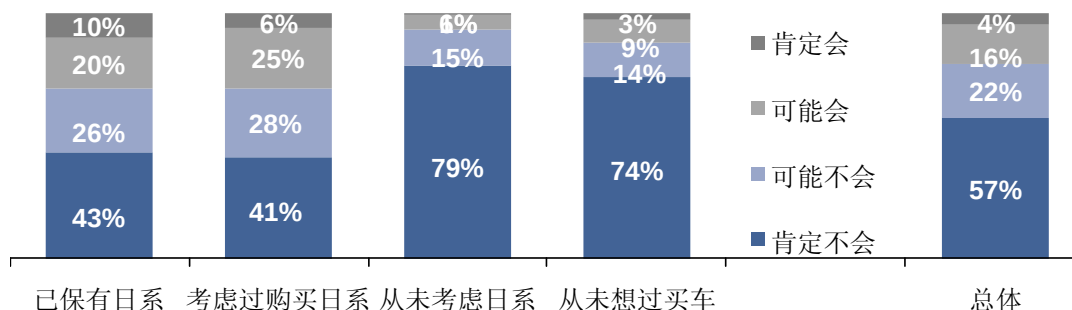
图表 26 2012 年分季度及 2013 年一月进口车车系份额分布



资料来源：中国海关、华创研究所

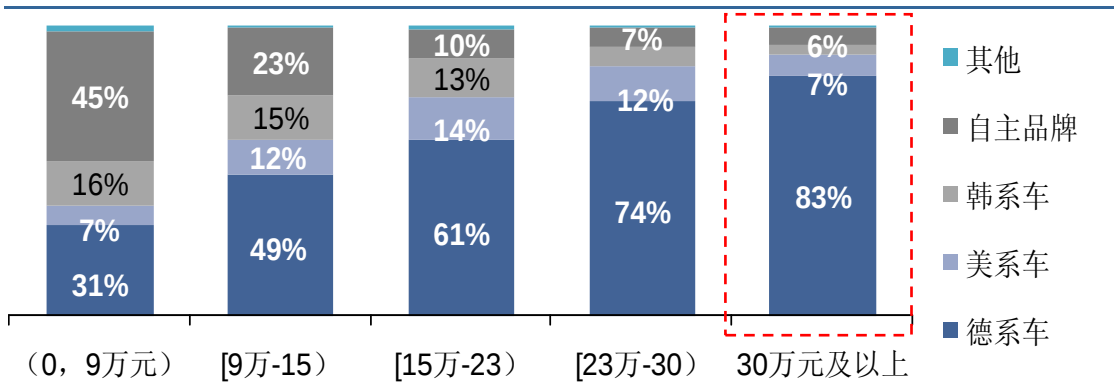
通过一项联合网络在线调查，近 80% 的被访者表示在“钓鱼岛”事件平复后不会考虑日系车，放弃日系车后，超过 80% 的用户转移向德系车，另外有 7.1% 的用户转向美系。

图表 27 “钓鱼岛”事件平息后是否会考虑日系车？



资料来源：国家信息中心、腾讯联合网络调查

图表 28 用户放弃日系车后最倾向购买的车系

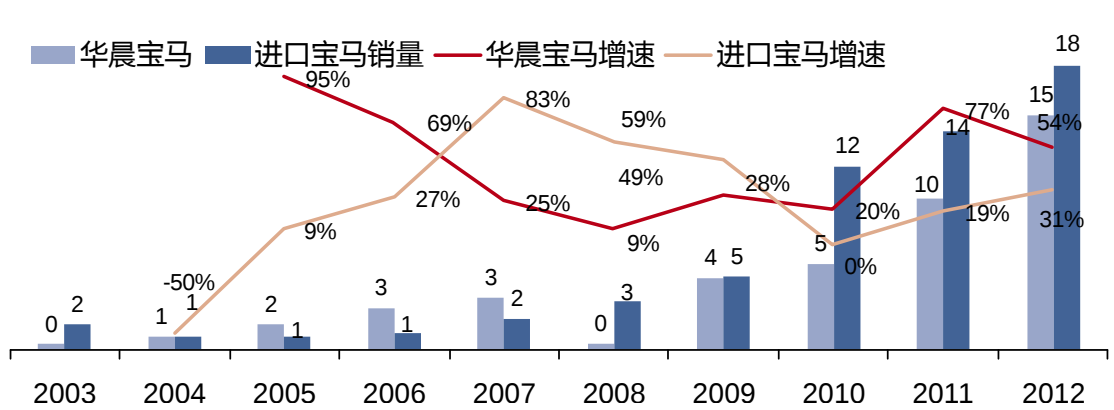


资料来源：国家信息中心、腾讯联合网络调查

4、国产化对进口车替代不明显，但存在进口车代理权分散的风险

进口车型国产化对进口车的替代在短期内有所影响，但长期看来，进口车有特定的相对固定的用户群体，进口车销量相对稳定，甚者两者有互相促进，相辅相成的作用。2003 年，宝马通过合资公司华晨宝马开始国产化道路，进口宝马销量在经历了 2004 年短暂的销量下滑后，长期保持较高速增长

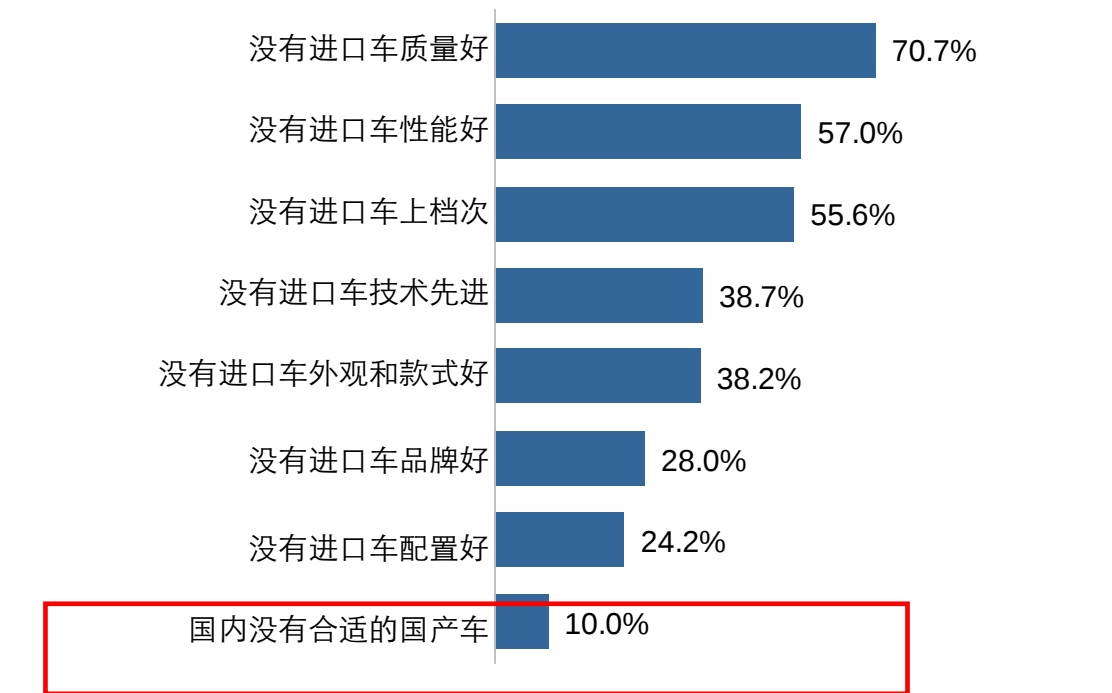
图表 29 宝马国产后销量及增速情况（单位：万辆）



资料来源：中国海关，华创研究所

进口车用户没有选择国产车的主要原因是“没有进口车质量好、没有进口车性能好”，而国内没有合适的国产车是最次要的原因。

图表 30 进口车用户没有选择国产车的原因



资料来源：中国海关，华创研究所

进口服务商的业务不会因为国产化而有所改变，但面临随着进口量的增多，跨过公司中国分公司独立进行进口业务的风险。据了解，奔驰、宝马等跨国公司的进口车绝大多数通过在中国的分公司直接进行进口，与合资公司的国产车型是并行的关系，不会因为车型的国产化而影响进口服务商的地位。但随着某品牌进口量的增大，跨国分公司独立进行进口车业务的风险加大，比如路虎中国公司在 2012 年加大了通过自有渠道进口的数量，缩减了国机汽车的进口量。

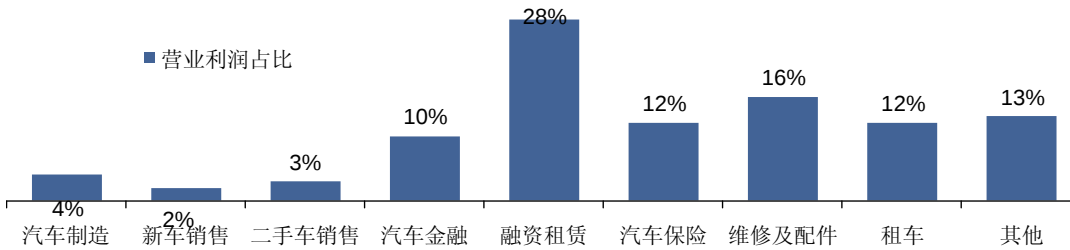
三、汽车后市场是国机汽车未来主要增长点

国机汽车后市场业务布局在北京、上海等特大城市，受益于成熟汽车市场，2011 年收入和利润增速等都达到 100%以上，呈现爆发增长态势。公司注重汽车后市场业务的发展，不断拓展和延伸业务范围和服务链条，形成从汽车批发、新车销售，到汽车租赁、二手车、汽车改装、汽车传媒及电子商务等的全产业链，发挥集团优势，完善产业链布局，打造新的盈利点。

1、趋势上，汽车产业内利润分配将向汽车后市场转移

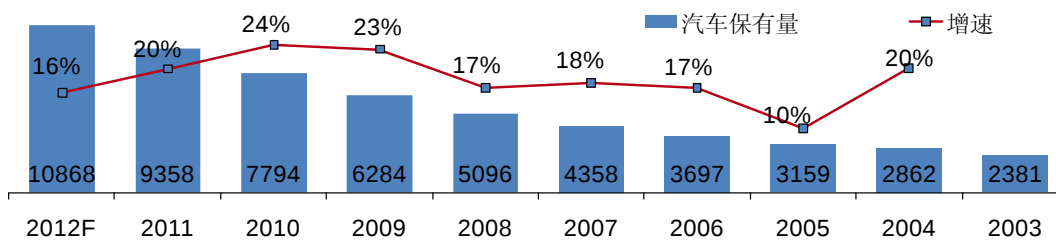
以美国为例，汽车产业链利润中超过 70% 来自于后市场版块。中国的汽车后市场仍处于起步阶段，到 2012 年底中国汽车保有量（不含农用车）已经达到 1.09 亿辆，其中 50%以上是近 8 年内购买的狭义乘用车。规模及成熟度上均较成熟市场有较大差距，但趋势上将逐渐靠近成熟汽车市场。

图表 31 美国汽车产业内营业利润在产业链各环节的分配



资料来源：德勤，民生银行

图表 32 近年来中国汽车保有量及增速（万辆）



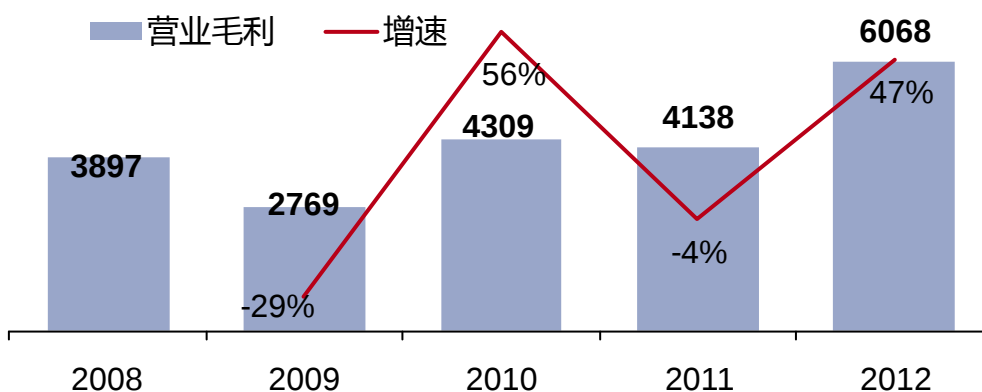
资料来源：中汽协，华创研究所

2、国机汽车在汽车租赁、二手车、融资租赁等领域已经提前布局

汽车租赁、二手车市场、车辆改装等汽车后市场业务进入利润贡献期，公司盈利能力全面提升。2012 年，汽车后市场业务毛利增速大幅提升，对公司毛利贡献亦逐步提高。汽车后市场业务虽然在主营业务中收入占比低，但是由于毛利高，对公司营业利润贡献大，尤其是近年来随着规模效应的显现，毛利率呈上升趋势。

2013 年初，国机汽车控股子公司中进汽贸服务有限公司以 1.56 亿元对天津市良好投资发展有限公司进行增资，增资完成后持有其 70% 股权。增资后，天津良好满足注册资金 1.7 亿的硬性规定，将申请融资租赁牌照，正式进军融资租赁市场。

图表 33 公司近年来汽车后市场业务毛利及增速（单位：万元）



资料来源：公司公告，华创研究所

在汽车租赁业务方面，围绕“高端化、差异化、品牌化”的市场定位，快速提升业务规模。2012 年，公司汽车租赁业务实现营业收入同比增长 32%；在二手车业务方面，进一步拓展收车业务来源，与多家租赁公司进行合作，开展批量车收购，2012 年，公司二手车收购量同比增长 46.4%，二手车销售收入同比增长 26.2%。在汽车改装业务方面，公司进一步深化

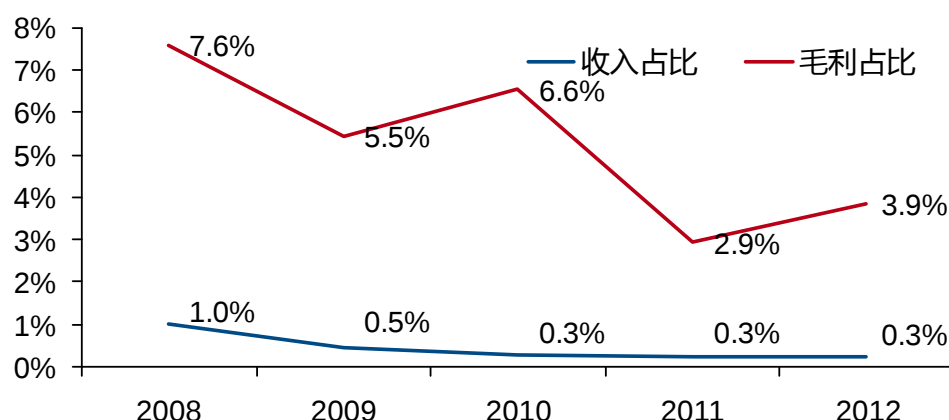
与 ABT 的合作，携手“德国伍尔特中国公司”和“荷兰弗雷德中国公司”，采取与知名改装件制造企业联盟的形式，共同拓展“个性化改装”市场空间。2012 年，公司改装业务实现营业收入同比增长 21.5%。

图表 34 国机汽车后市场业务简介

业务类型	涉及公司	2012 年发展重点
汽车租赁	中进汽服、天津良好租赁公司	进一步巩固“高端客户长期租赁”业务，加强细分市场拓展
二手车	北京中进汽贸旧机动车有限公司、中进真容汽车公司、天津空港真容二手车公司	发挥 Das elAuto 二手车批发与分销中心效应，积极在北京以外的区域建设直售网点
改装经销	中进汽贸汽车技术服务公司、上海名奇汽车销售服务有限公司	继续与高端品牌厂家深度合作，提供专业的高品质配套增值服务
车联网		以智能车载信息服务为切入点，构建先进开放的 TSP 运营平台，整合 Telematics 产业链最优质资源
汽车电子商务	中进名车文化传播（北京）有限公司	以“技术+传播”的网络营销结合体系，形成网上 4S 店集群规模效应，赢得移动互联网汽车电子商务市场

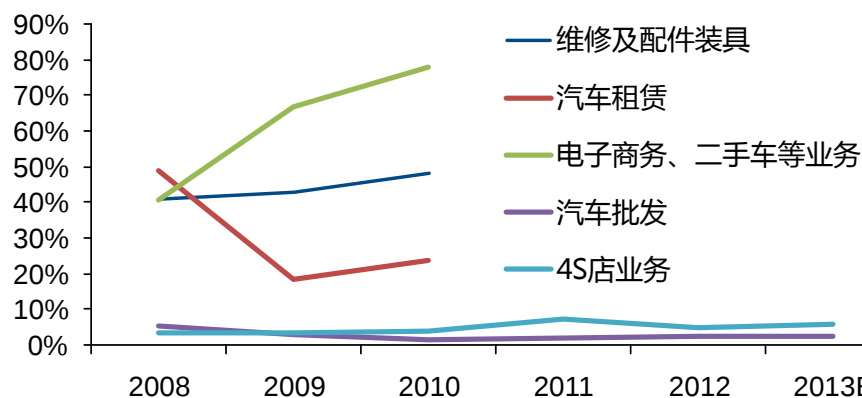
资料来源：公司公告，华创研究所

图表 35 公司历年汽车后市场业务收入与毛利占总体收入与毛利的比重（2008-2012）



资料来源：公司公告，华创研究所

图表 36 公司的汽车服务及细分业务毛利率走势（2008-2013）

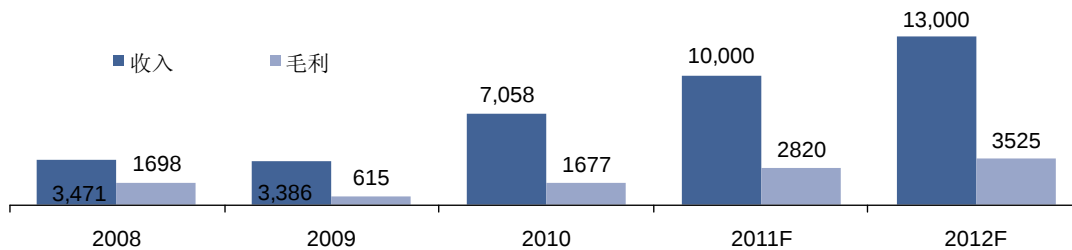


资料来源：公司公告，华创研究所

3、汽车租赁行业正从孕育阶段走到爆发增长阶段

2013 年初，公司控股子公司中进汽贸服务有限公司以 1.56 亿元对天津市良好投资发展有限公司进行增资，增资完成后持有其 70% 股权。增资后，天津良好满足注册资金 1.7 亿的硬性规定，将申请融资租赁牌照，正式进军融资租赁市场。

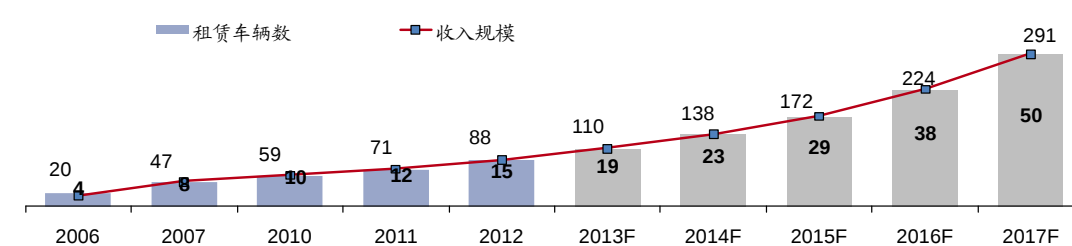
图表 37 近年来国机汽车汽车租赁业务收入和毛利（单位：万元）



资料来源：公司公告，华创研究所

汽车后市场中的租赁、二手车行业爆发式增长一触即发，高利润率锁定盈利空间。据测算，目前公司的汽车后市场模块的收入只占总收入的 1.3% 左右，但随着后市场行业的盈利空间开启，对公司利润的贡献度逐年提升。

图表 38 近年来汽车租赁市场车辆规模（万辆）和收入规模（亿元）



资料来源：华创研究所

租赁行业对于汽车行业意义重大，充当了“蓄水池”的功能。我们认为，在成熟的汽车工业链条中，汽车租赁市场是必要的一环，是汽车销售重要的分销渠道，充当了“蓄水池”的功能。

图表 39 汽车分销渠道示意图



资料来源：公司公告

图表 40 零售渠道和租赁渠道对比分析图

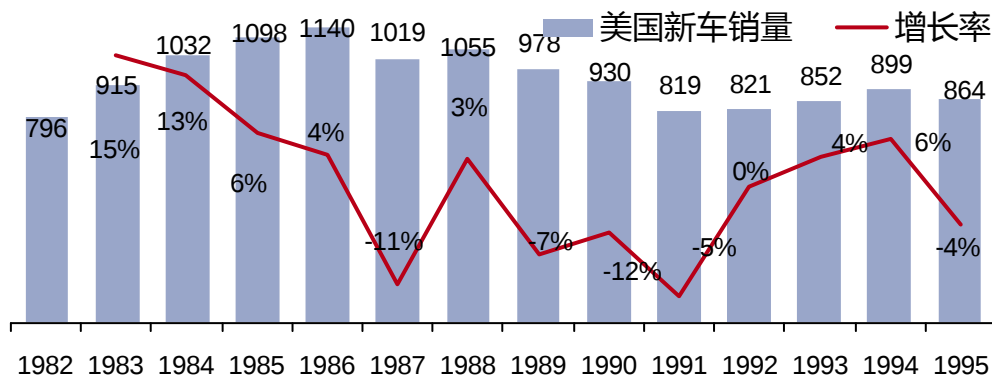
	零售渠道	租赁渠道
细分市场	主要满足长期私用、家用（householding）类的用户	满足临时性用车需求以及融资性的租车、购车需求
渠道地位	汽车销售的主要销售渠道	汽车分销渠道的有效补充，90年代后地位逐渐上升
优势	利润率高、分销主流模式	能有效吸收汽车产能，培养新车用户

资料来源：华创研究所

当私人需求萎靡或者汽车保有量已经饱和后，新车销量下降，租赁市场能有效吸收多余产量，保障厂商产能利用率等，加快新车销售的周转频率

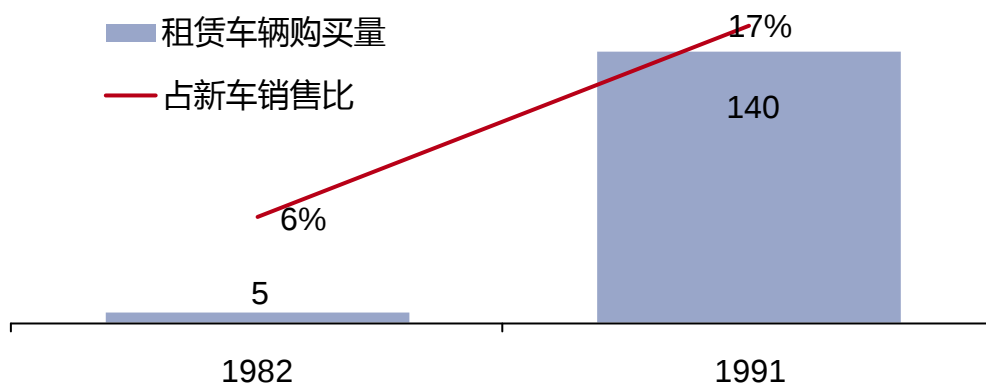
以 80-90 年代为例，由于美国新车需求下降，零售端销量增速放缓，三大厂商产能利用率大幅下降；租赁市场的发展既不影响新车零售，同时还能保证效率的租赁取得得到厂商广泛青睐，销售占比逐年攀升。

图表 41 美国 80-90 年代新车销量及增长率（单位：万辆）



资料来源：中国海关、华创研究所

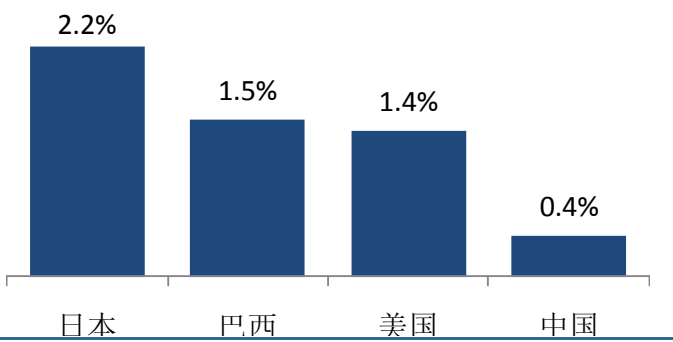
图表 42 中国 1982 年和 1991 年租赁车辆购买量和租赁车辆占新车销量比例（单位：万辆）



资料来源：中国海关、华创研究所

中国汽车租赁行业爆发式增长可期：中国汽车租赁与国外相比处于初级阶段，不论是渗透率还是保有量都远低于发达国家，随着个人用户休闲度假需求以及公务用车改革的政策的推进，中国汽车租赁市场将迎来爆发式的增长。

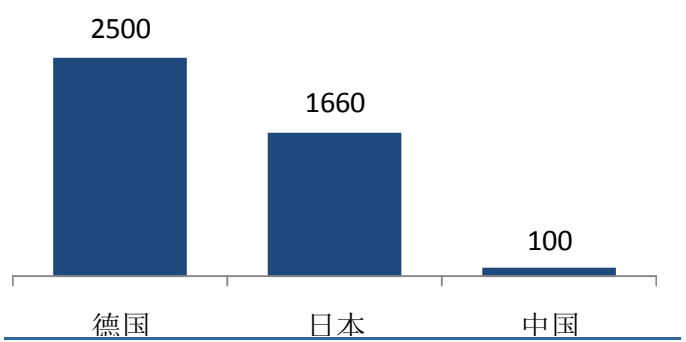
图表 43 中国与发达国家租赁渗透率比较（2010，万辆）



资料来源：华创研究所

备注：渗透率：租赁车辆数/保有车辆数=渗透率，是用来描述租赁市场的发达程度的指标

图表 44 主要国家租赁车保有数量



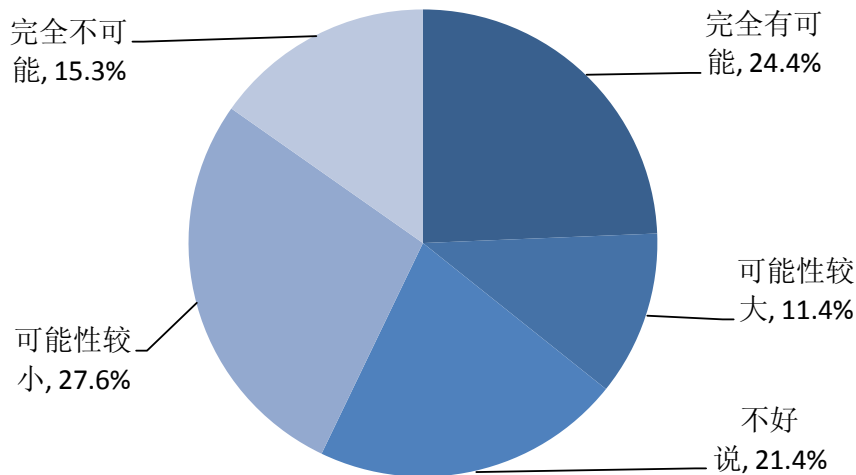
资料来源：华创研究所

目前，国内租车的两大需求已经形成并稳步增长。租车需求划分为单位用户和个人用户两大主体。单位用户以长租为主，个人用户以差旅和休闲娱乐的短租为主

单位用户租车需求未来十年依然保持较为平稳的增长速度。1、外资/合资企业用车模式沿用母国习惯，租车需求随业务规模的扩大继续保持稳步增长；2、国内中小企业在市场竞争不断加剧的情况下，更倾向于选择租车方式减轻资金压力；3、正在推进的公务用车制度改革，迫使部分政府及国有企业转为租车以满足其用车需求。

公务车改革的推行导致政府部门、国有企业等车辆更新替换指标减少，近 40%的用车需求向租赁市场转移。据统计国内目前保有 180 多万辆的公务用车，每年对公务车的需求量为 10-15 万辆。

图表 45 调研问题：公务车改革，未来租赁乘用车的可能性？



资料来源：华创研究所

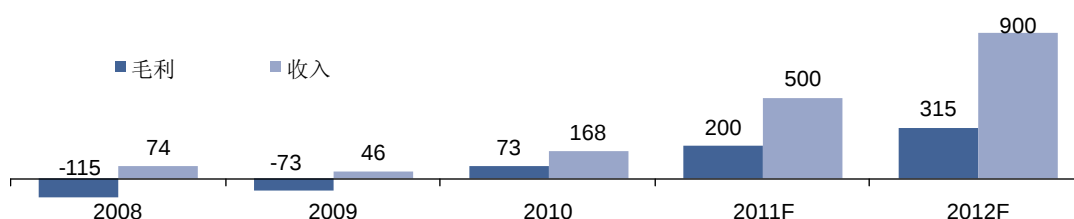
个人休闲需求快速增长，带动整个租赁市场的快速发展。国内个人租车需求主要是满足异地用车需求，尤其是旅游休闲用。随着拥有驾照的潜在用户的增多、休闲旅游等消费需求的增多、消费观念更加理性和务实，以及限购、限号政策一定程度上刺激了个人租车需求。

预计 2016 年中国乘用车租赁市场将进入一个快速增长时期。按照乘用车发展阶段理论，先导国家一般都是在人均 GDP 达到 10000 美元左右，乘用车增速放缓时，租赁市场进入快速发展时期。

4、二手车市场进入快速发展阶段

国机汽车在二手车行业拥有多年的经营管理经验，具有先入者优势。国机汽车于 2002 年开展二手车业务，2007 年成立中进真容二手车公司。业务包括直接从事二手车业务、整合本集团内经销商的二手车业务、为大众中国、北京现代的经销商提供二手车业务方面的服务等。“真容二手车”在花乡旧机动车交易市场、天津空港、唐山开平盛世国际汽车园拥有实体经营店面。拥有 30 多人的评估队伍，专业能力定级在初级以上的有 20 人，是国内二手车专业人员最多的单一实体。累计交易二手车 8000 多辆。

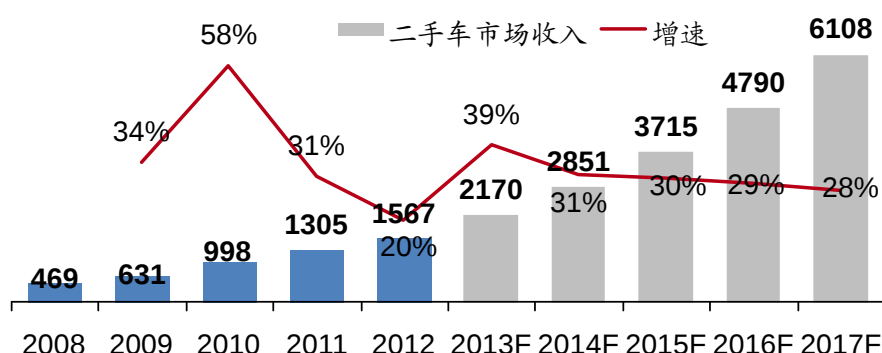
图表 46 近年来国机汽车二手车业务收入和毛利（单位：万元）



资料来源：华创研究所

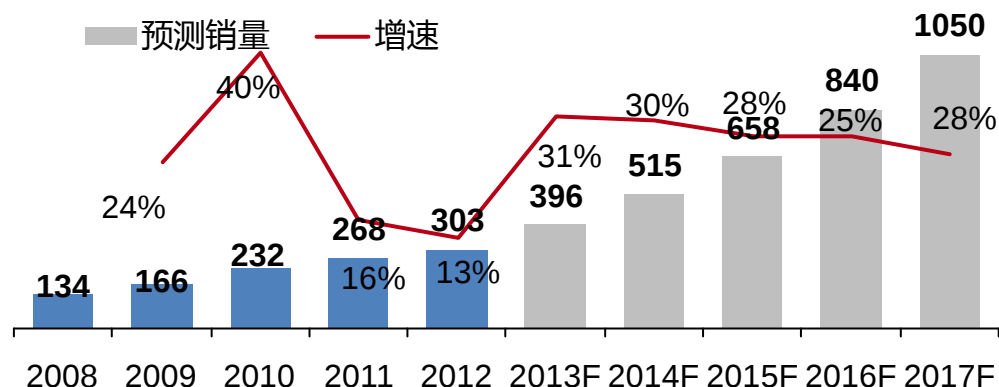
中国二手车市场目前处于发展初期，未来 6 年市场规模将保持 30% 以上的增长。随着新车价格不断下移，二手车用户更新周期明显缩短，二手车市场增速明显快于保有量增速。2011-2012 年，中国二手乘用车市场增速明显高于新车市场。

图表 47 中国二手乘用车市场收入及增速（单位：亿元）



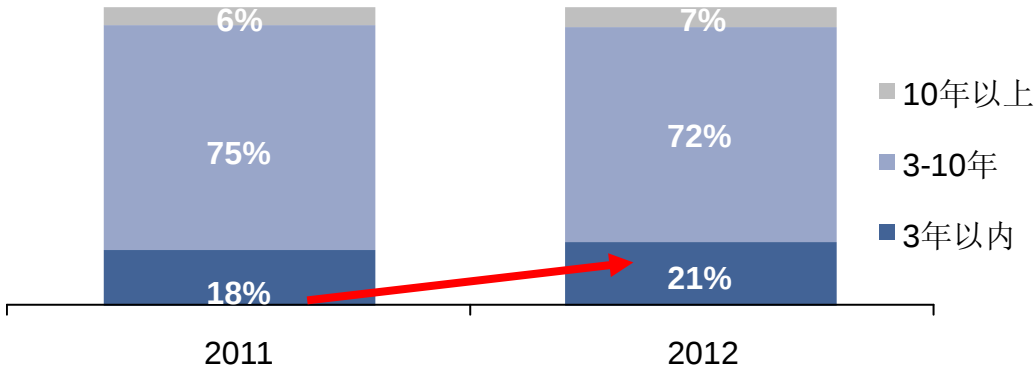
资料来源：华创研究所

图表 48 中国近年来二手乘用车交易量及未来五年预测（单位：万辆）



资料来源：中国汽车流通协会，华创研究所

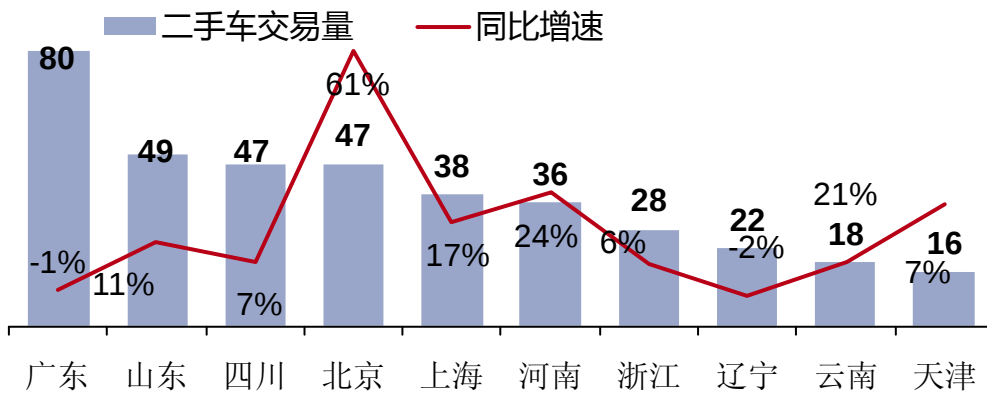
图表 49 中国二手乘用车市场车辆车龄结构（2011-2012）



资料来源：中国汽车流通协会

汽车限购促进了二手车市场的发展，促使新车用户加速更新，2012 年北京二手车交易量增速全国最高。广东是 2012 年二手车市场交易量最大的省份，北京同比增速最快，达到 61%，并在 2012 年首次出现二手车销量大于新车销量的情况，二手车市场规模迅速扩大。

图表 50 2012 年中国二手车交易量 TOP10 城市交易量及同比增速（单位：万辆）



资料来源：中国汽车流通协会

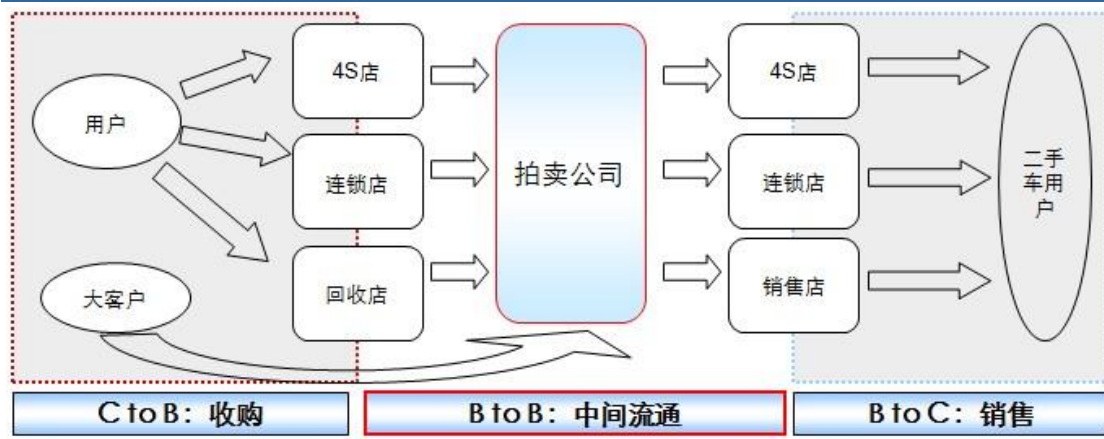
中国的二手车市场与先导国家的二手车市场相比仍差距巨大。美国、德国每年二手车的销量是新车销量的 2 倍以上，中国二手车销量仅为新车销量的 1/5。

图表 51 中国与先导国家新车和二手车年销量及二手车/新车的比率（乘用车）

	新车销量 (万辆)	二手车销量 (万辆)	二手车/新车
中国 (2011)	1301	268	0.21
美国 (2010)	1456	3689	2.5
德国 (2005)	330	670	2
日本 (2010)	421	528	1.3
韩国 (2011)	160	232	1.5

资料来源：华创研究所

图表 52 先导国家成熟的二手车交易体系



资料来源：华创研究所

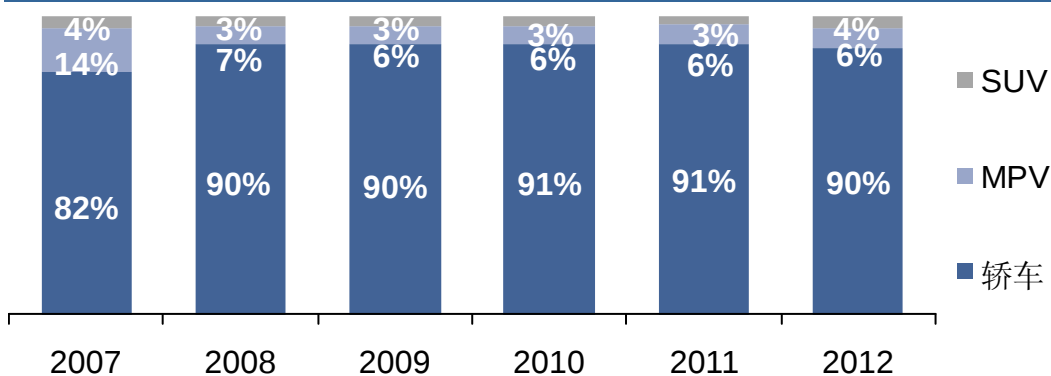
图表 53 中国的二手车交易体系



资料来源：华创研究所

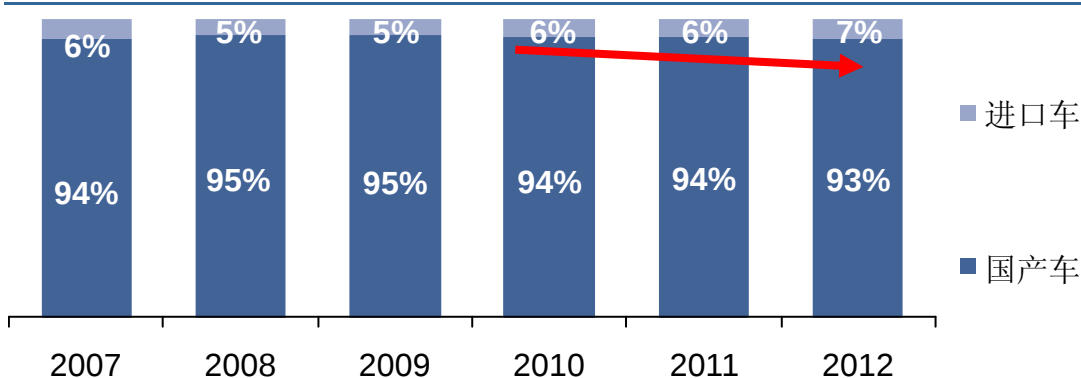
中国二手乘用车市场呈现出 SUV 车型、进口车以及 3 年以内车辆的份额上升的趋势。

图表 54 中国二手乘用车市场车辆类型结构（2007-2012）



资料来源：中国汽车流通协会

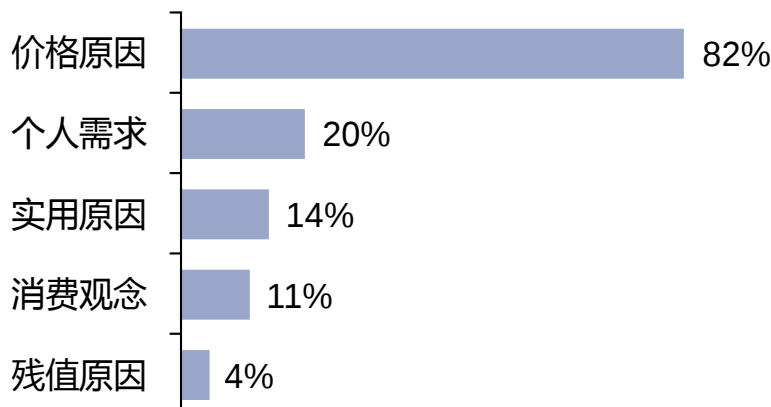
图表 55 中国二手乘用车市场车辆产地结构（2007-2012）



资料来源：中国汽车流通协会

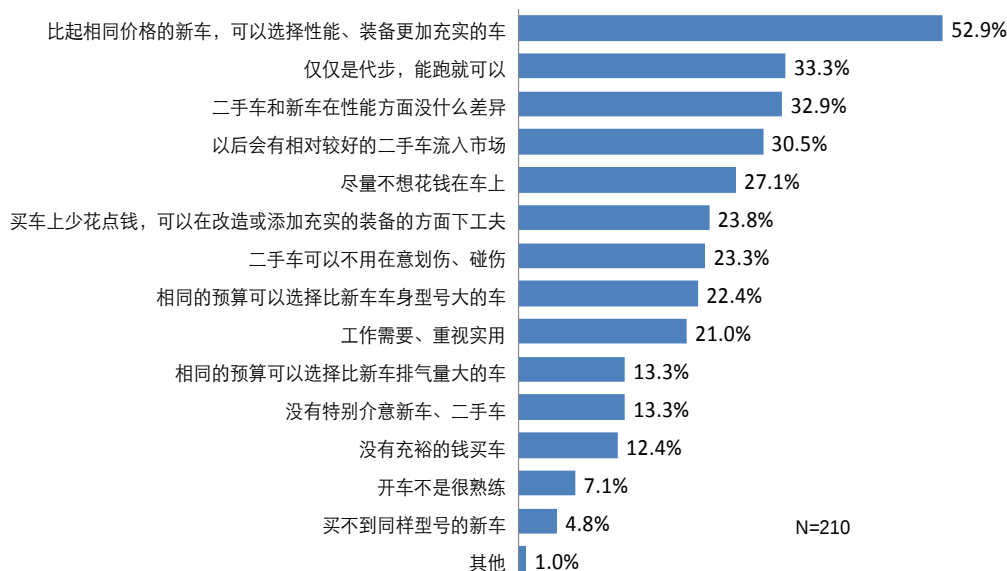
价格原因是私人用户购买二手车最主要的原因，其次是个人需求。再购车用户购买二手车的原因更加理性，主要原因是“比起相同价格的新车，可以选择性能、装备更加充实的车”。

图表 56 2012 年中国私人用户购买二手车原因



资料来源：华创研究所

图表 57 2012 年中国再购车用户购买二手车原因



资料来源：华创研究所

通过与先导国家的国际比较研究，我们判断中国的二手车市场已经进入快速增长阶段。我国于 2008 年千人保有量超过 20，类比先导国家二手车市场发展阶段可以判断我国已经进入了起飞期。

图表 58 影响中国二手车发展的因素分析及对未来趋势的判断

重要方面	重要因素	未来趋势
需求因素	需求空间	比新车价格低，潜在需求人群大；
		价格存在下降空间，可以扩大需求人群；
		比购买新车交易费用低，对需求有吸引力；
	消费观念	对残值、使用等因素的关心成为二手车购买的动力之一
		用户开始接受汽车消费的“实用”观念
	消费群体	出现了相对忠实的二手车用户群 新的消费群体如“个人首次购车”群体出现，有利于二手车的

		需求扩大
供给因素	乘用车保有量	快速增加，预计 2017 年将达 1.5 亿辆，为二手车供给提供了基础
	收入车价比	快速接近中，预计 2017 年家庭年均收入将达平均车价的 76%，为二手车供给提供了坚实的经济基础
	置换购车	呈现增长态势，尤其是一线城市增长很快，北京率先成为替换为主的城市
	二手车再流通	再流通会加速二手车供给
市场及政策环境	市场政策	正在完善中，未来有利于市场的升级和规范
	流通区域	本地交易为主体，异地流通正在形成中
	经营主体	黄牛和中介为主，品牌经销商的地位正在增加
	产业链条	较短，但中间环节正在形成中
	市场诚信	较差，各方正在努力改善中
	限购政策	限购政策短期限制二手车市场发展，中长期可以通过调整消除负面影响，并且增加供给，增强异地流通渠道

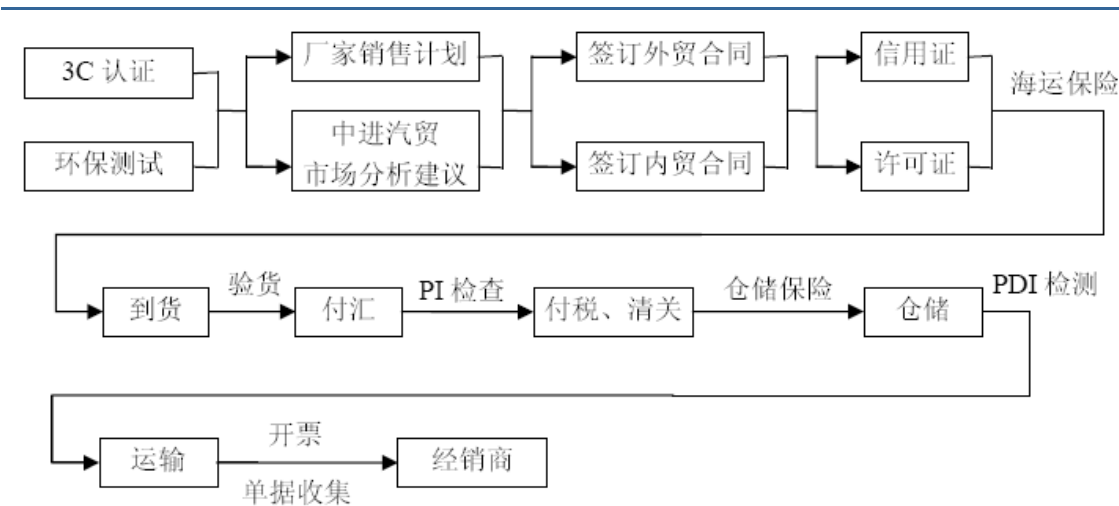
资料来源：华创研究所

四、专业化、多品牌全产业链、融资优势是公司的核心竞争力

1、业内唯一的多品牌全产业链进口汽车综合贸易服务商

进口汽车批发业务的一般经营模式为：中进汽贸从跨国汽车公司采购汽车，将进口的整车销售给授权品牌 4S 店或者总经销商；或者从跨国汽车公司在中国的总经销商采购汽车，销售给授权品牌 4S 店。公司为进口车批发提高菜单式、标准高效、低成本的全过程服务，拥有业内最具竞争力的综合贸易服务。在汽车贸易服务领域，中进汽贸已具备为跨国汽车公司提供市场分析、车型选择、工程改造、资金融通、认证协助、报关仓储、物流分销等全链条服务的能力，根据跨国汽车公司具体需求的不同，为其提供菜单式的服务

图表 59 进口车批发及服务业务流程图



资料来源：公司公告，华创研究所

汽车零售与服务业务的经营模式为：公司控股 37 家 4S 店，其经营的模式为：从厂家采购汽车销售给最终消费者，并为消费者提供维修保养、精品加装、厂家索赔、代办保险等服务

2、融资优势：高额信用授信、低成本资金渠道提供雄厚资金支持

融资渠道广泛且稳定：国机凭借良好的企业形象、独特的行业地位，以及稳固的业务渠道、

良好的经营业绩，为公司与国内各大银行、金融机构的合作奠定了坚实的基础，构建了稳定的融资渠道。

公司 2011 年综合授信 200 多亿元且均是信用担保，2012 年向各金融机构申请综合授信额度为 260 亿元。截至 2012 年 12 月 31 日综合授信额度的使用余额为 153.1 亿元，根据公司 2013 年经营预算和财务预算以及对 2013 年金融形势的判断，拟向各金融机构申请综合授信额度不超过 385 亿元。

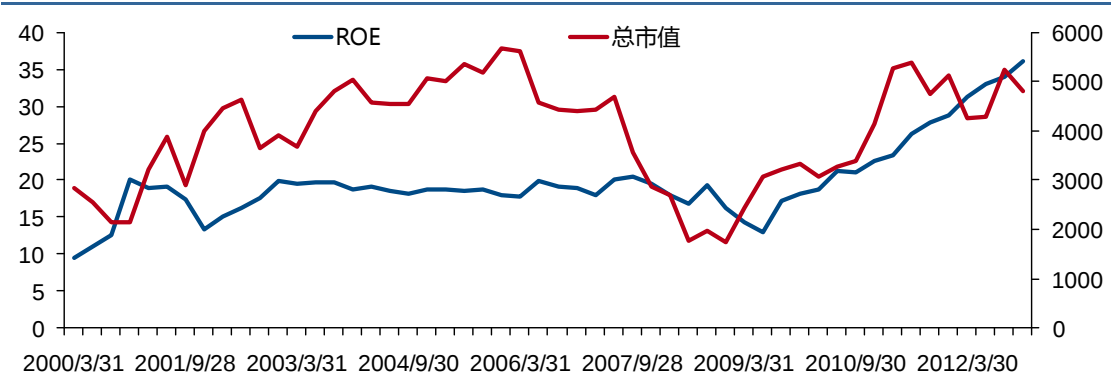
融资成本低：凭借良好的企业背景、行业地位及经营业绩，国机汽车银行信贷利率在基本利率上进行下浮。

五、国机已经具备足够安全边际

1、国机汽车市值与 ROE 的背离趋势必将改变

成熟市场的经销商公司的 ROE 和总市值呈现高度正相关，走势基本保持一致。

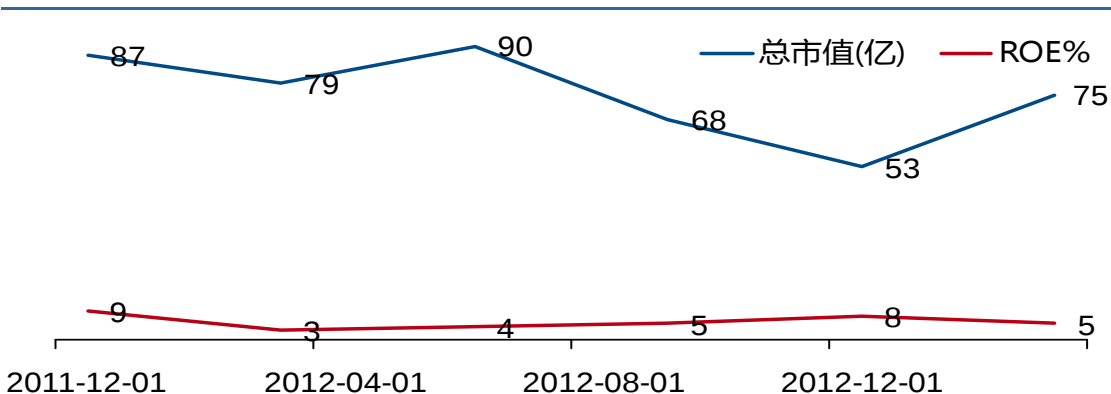
图表 60 美国汽车经销商公司 AUTONATION 总市值和 ROE 变动情况



资料来源：彭博

国机汽车在 2012 年二、三季度出现 ROE 稳步上升的趋势，但总市值呈现下降趋势，市场对于公司盈利能力的提升没有给予充分的反馈。

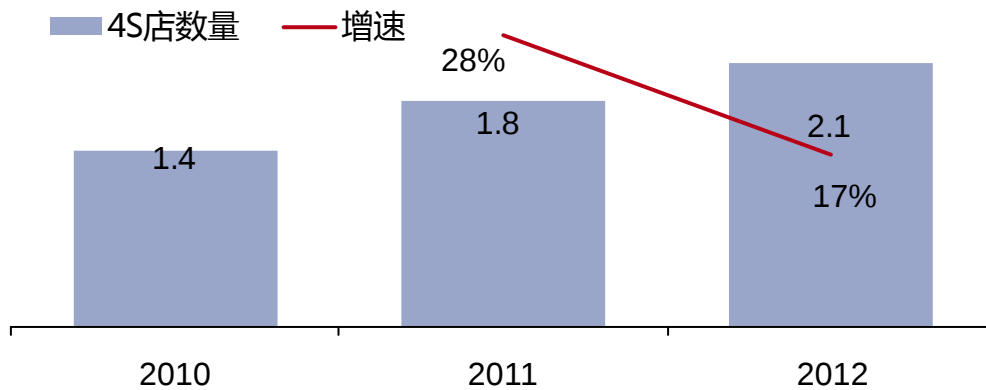
图表 61 国机汽车总市值和 ROE 变动情况



资料来源：wind

经销商竞争压力呈现趋缓的趋势。中国 4S 店在 2012 年总量超过 2 万家，但增速较 2011 年大幅下降，未来增势呈现下降趋势。2012 年中国汽车经销商的销售吞吐量（即平均每家经销商的销售量）为 901 辆，较 2011 年的 990 辆同比下滑 9%，预计 2013 年单店销售吞吐量将下降至 860 辆。

图表 62 中国 4S 店的数量和增速情况



资料来源: Urban Science、华创研究所

2、国机已经具备足够安全边际

图表 63 同行业上市公司最新估值比较

股票名称	代码	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
国机汽车	600335	13.87	0.99	1.35	1.61	13.53	9.97	8.32
庞大集团	601258	5.61	0.35	0.52	0.71	22.3	15.1	11.0
亚夏汽车	002607	8.85	1.22	1.54	1.98	21.6	17.1	13.3
大东方	600327	4.37	0.40	0.50	0.67	11.4	14.3	10.7
物产中大	600704	5.89	0.90	1.06	1.27	9.6	9.7	8.1
正通汽车	01728. HK	5.1	0.25	0.33	0.44	22.2	25.8	19.1
大昌行	01828. HK	7.33	0.72	0.86	0.95	13.4	9.5	8.6
中升控股	0881. HK	10.84	0.74	0.99	1.37	12.7	16.2	11.7

资料来源: 公司公告, 华创研究所

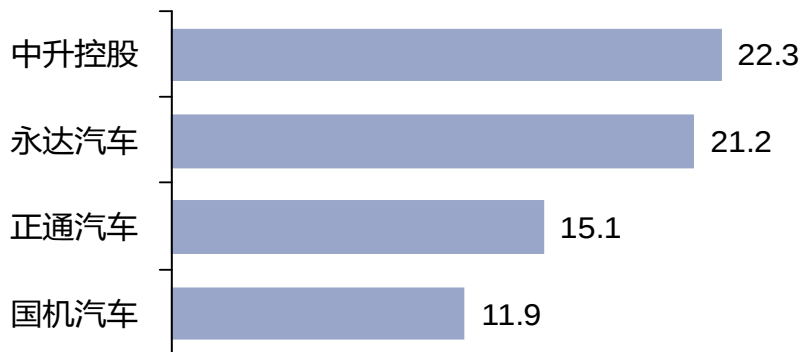
图表 64 同行业上市公司最新 PB 比较

股票名称	代码	PB (元)
国机汽车	600335	2.4
庞大集团	601258	1.66
亚夏汽车	002607	1.79
大东方	600327	1.79
物产中大	600704	1.14
正通汽车	01728. HK	1.36
大昌行	01828. HK	1.57
中升控股	0881. HK	2.22

资料来源: 公司公告, 华创研究所

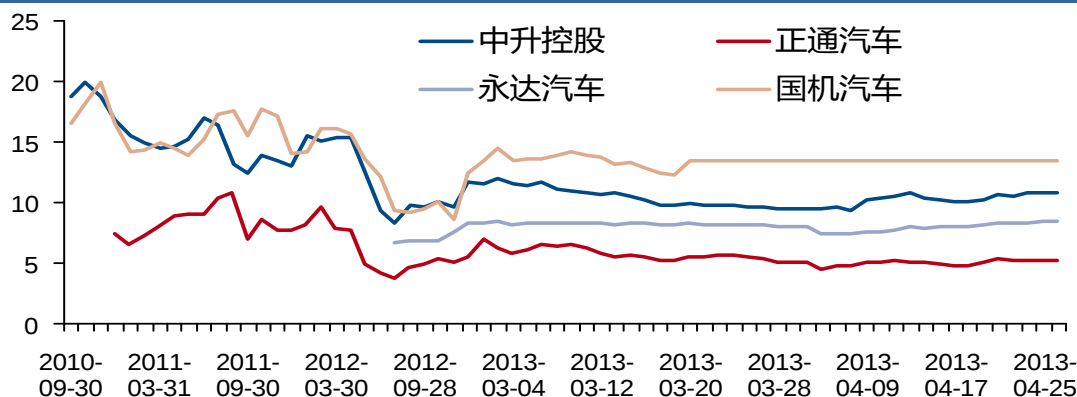
注: PB 庞大集团、亚夏汽车、物产中大根据三季报数据计算, 其他根据 2011 年报数据计算。

图表 65 港股经销商板块股票及国机汽车 PE 对比图



资料来源: wind

图表 66 港股经销商板块股票及国机汽车股价对比图



资料来源: wind

3、具有确定性的资产注入预期

公司承诺重组后两年内将中国汽车工业进出口总公司、国机丰盛、中汽凯瑞置入上市公司、转让或者终止经营，承诺的最后期限为 2013 年 11 月 18 日。

国机汽车下属 5 家汽车贸易及服务板块的企业未置入上市公司。其中中国汽车工业国际合作总公司目前主营业务为汽车展览服务，与上市公司主营业务不同；剩余 4 家与上市公司主营业务相近的公司，则因资产权属、法律纠纷、公司治理等方面的原因，目前尚不具备置入上市公司的条件：

图表 67 未置入国机汽车的公司的情况一览表

公司名称	主要问题	解决方案
中国汽车工业进出口总公司	● 全民所有制企业 ● 存在法律纠纷 ● 经营业绩不佳，截至 2009 年底，净资产为-8,269.31 万元	积极解决相关问题，本次重大资产重组完成后，2 年内置入上市公司、转让予无关联的第三方，或终止相关业务
中汽凯瑞贸易有限公司	● 个别子公司存在国有产权登记手续不完备的情形 ● 主营业务不匹配（汽车零部件、柴油整车出口业务需剥离）	积极解决相关问题，本次重大资产重组完成后，2 年内置入上市公司，或转让予无关联的第三方
北京国机丰盛汽车有限公司	● 土地资产权属存在瑕疵 ● 工程建设合规性存在瑕疵	

资料来源: 公司公告

2013 年 4 月 18 日，公司公告显示，中汽进出口通过整体吸收合并的方式合并中汽凯瑞的全部资产、负债和业务并改制为有限责任公司，合并完成后中汽进出口存续经营，中汽凯瑞的独立法人资格注销。

我们判断公司的重组工作将较预期更为复杂，可能会先通过未注入的公司之间的重组整合后再整体注入上市公司。

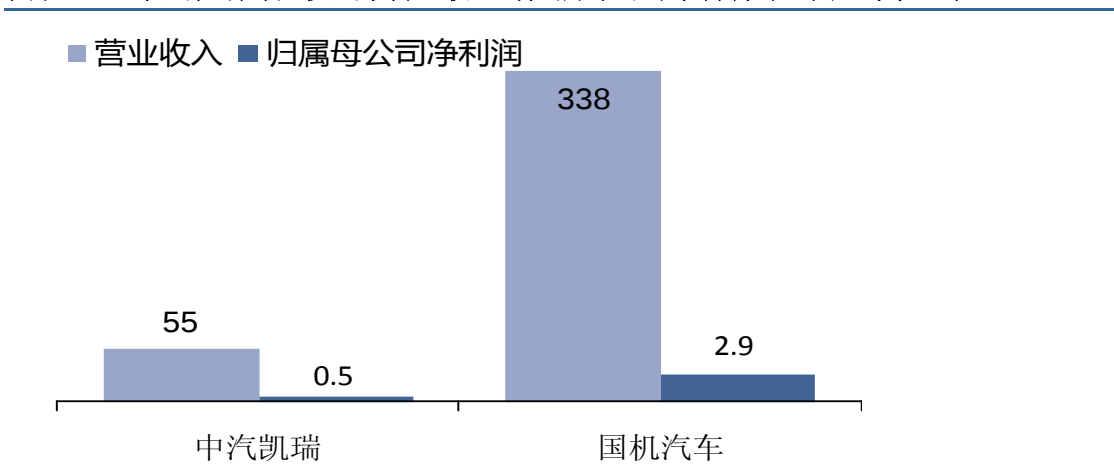
中汽凯瑞主营业务是雷诺进口车批发及部分品牌零售业务，该业务 2010 年利润约 0.5 亿元，占公司 2010 年净利润比例约 23%；中国汽车工业进出口总公司，主营业务是汽车（含小轿车）及零配件销售，是亏损资产，通过合并中汽凯瑞，净利润实现扭亏；国机丰盛主营业务是广汽丰田系列整车 4S 店，是亏损资产，加上日系车份额逐步下滑，该部分资产是否注入仍有待观察。

图表 68 中汽凯瑞的盈利情况表

公司名称	基本情况	资产及盈利情况
中汽凯瑞贸易有限公司	成立于 1998 年 7 月，注册资本 10,000 万元人民币，公司主营汽车零部件的出口业务和雷诺等品牌轿车的整车进口销售业务。国机集团持有其 100% 的股权。	截至 2010 年 12 月 31 日的总资产为 27.4 亿元，归属于母公司所有者权益 5.3 亿元；2010 年度实现营业收入 54.7 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.5 亿元。

资料来源：公司公告

图表 69 中汽凯瑞与国机汽车营业收入与归属母公司净利润对比图（单位：亿）



资料来源：公司公告

六、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

预计 12/13/14 EPS 分别为 0.99/1.35/1.61 元，对应动态 PE 为 10/8/7 倍。主要的盈利预测假设：

1、2013、2014 年进口车市场仍将保持增长，2013 年增速 21%，2014 年增速 15%；分车型看，SUV 车型仍将占据 50% 以上份额，并且排量在 1.5L-2.0L 的份额持续上升；分车系看，日系车进入长期萎靡阶段，份额向德系、美系转移

2、公司零售业务具有较高盈利弹性，将受益于乘用车需求的结构调整。乘用车整体市场进入低速增长阶段，增速在 10% 左右，内部结构发生转移，继续向 SUV、非日系转移；

3、公司分业务模块拆分看：（1）进口车批发业务增速略高于进口车行业总体，主要受益于其所合作品牌是德系、美系，且 SUV 份额占比 60%以上；（2）零售业务略高于零售行业总体，因其主要网点在 2013 年均运营超过 2 年，进入盈利阶段，并且所销售品牌集中于中高端的德系、美系品牌；（3）汽车后市场业务经过多年的耕耘，是未来新的盈利增长点，并且对利润的贡献度逐年提升

4、期间费用率和实际所得税率基本保持稳定；

（二）投资建议：强烈推荐

考虑到进口车市场处于平稳发展，内部结构调整阶段，公司作为唯一的进口车综合贸易商具备垄断竞争优势，特别是公司受益于进口车内部调整的趋势，国机汽车的外部需求环境在所有的汽车经销商上市公司中是最优质的，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济回落导致汽车行业整体需求出现大幅滑坡风险。

截止 2012 年年中，国机汽车共有 36 家 4S 店。

附 2012 年底 4S 店情况

序号	公司名称	持股比例	销售品牌	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	成立时间
1	北京中进锦旺	100%	三菱	6, 178	42	2010. 3
2	中进汽贸 (天津)	100%	进口福特	5, 017	47	2010. 4
3	天津中进百旺	97%	克莱斯勒	2, 214	92	1998. 11
4	北京中进通旺	80%	欧宝	7, 928	621	2006. 12
5	北京中进百旺	80%	克莱斯勒	31, 613	650	2006. 12
6	北京中进众旺	80%	进口大众	75, 468	2, 632	2006. 12
7	北京中进道达	80%	克莱斯勒	14, 176	120	2007. 9
8	北京中进万国	75%	长安福特	20, 783	316	2004. 11
9	上海中进众旺	60%	进口大众	32, 145	557	2009. 5
10	北京中进京田	60%	广州本田	29, 138	613	2000. 8
11	天津中进英之杰	60%	克莱斯勒	14, 023	118	2004. 4
12	宁波众通	51%	进口大众	39, 247	887	2008. 4
13	天津中进沛显	50%	三菱	18, 096	259	2008. 5
14	中进汽贸 (上海)	50%	欧宝、克莱斯勒、三菱汽车 综合贸易服务业务	88, 416	522	2003. 11
15	中进汽贸 (上海)	50%	欧宝、克莱斯勒、三菱汽车 综合贸易服务业务			2007. 11
16	江阴中进雷克萨斯	45%	雷克萨斯	-	- 122	2010. 6
17	内蒙古中进利丰	100%	克莱斯勒	-	- 48	2010. 10
18	广东中进利丰	50%	一汽轿车	-	- 14	2010. 11
19	宁波中进众旺汽	60%	大众	-	- 2	2010. 11

20	世派卡（北京）	51%	世派卡进口汽车贸易			2010.12
21	江阴中进众旺	70%	大众			2011.2
22	北京国机隆盛	100%	东风本田	32,509	769	2005.6
23	成都中进锦旺	70%	三菱			2011.6
24	世派卡（北京）	51%	世派卡进口汽车贸易			2011
25	江阴中进众旺	70%	大众			2011
26	鄂尔多斯市中进蒙旺	100%	广汽传祺			2011
27	天津市中进腾旺	100%	一汽奔腾			2011
28	呼和浩特中进盛旺	100%	广汽传祺			2011
29	呼和浩特中进百旺	100%	克莱斯勒			2011
30	唐山盛悦	57%	广汽菲亚特			2011
31	唐山盛美	57%	东风标致			2011
32	唐山盛远	57%	长安马自达			2011
33	天津市中进长旺	100%	雪铁龙 DS			2012, 正在建设
34	宁波中进明星	60%	克莱斯勒			2012
35	北京中进捷旺	100%	捷豹路虎			2012, 正在建设
36	唐山盛捷	100%	斯柯达			2012, 正在建设

资料来源：公司公告，华创研究所

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	16963	14457	17624	19941
现金	2677	6572	8486	9504
应收账款	96	114	81	97
其它应收款	106	220	206	177
预付账款	892	748	861	834
存货	11403	5372	6256	7677
其他	1788	1432	1733	1651
非流动资产	2050	2007	1997	1965
长期投资	182	163	179	175
固定资产	840	745	649	553
无形资产	124	133	133	134
其他	903	966	1036	1103
资产总计	19013	16464	19621	21905
流动负债	15660	12347	14523	15663
短期借款	8349	6393	7245	7329
应付账款	2750	1546	1733	2010
其他	4562	4408	5545	6325
非流动负债	240	283	329	360
长期借款	107	142	189	222
其他	133	141	140	138
负债合计	15900	12630	14852	16023
少数股东权益	146	113	169	247
股本	560	560	560	560
资本公积金	910	910	910	910
留存收益	1498	2252	3131	4166
归属母公司股东权益	2967	3721	4600	5635
负债和股东权益	19013	16464	19621	21905

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-5354	5966	1157	1091
净利润	510	721	960	1153
折旧摊销	140	114	117	119
财务费用	219	223	138	156
投资损失	-10	-84	-46	-33
营运资金变动	-6217	4961	2	-304
其它	5	30	-14	-1
投资活动现金流	-178	53	10	21
资本支出	332	0	0	0
长期投资	79	4	15	-11
其他	233	57	25	10
筹资活动现金流	5207	-2123	747	-93
短期借款	1356	-1955	852	84
长期借款	17	36	47	33
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-33	0	0	0
其他	3868	-203	-152	-210
现金净增加额	-325	3896	1914	1018

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	62124	73231	82752	99302
营业成本	60412	71144	80295	96382
营业税金及附加	39	51	58	70
营业费用	454	535	588	675
管理费用	372	403	440	516
财务费用	219	223	138	156
资产减值损失	8	4	7	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	84	46	33
营业利润	630	955	1273	1529
营业外收入	31	8	10	11
营业外支出	2	2	3	2
利润总额	659	962	1280	1538
所得税	149	240	320	384
净利润	510	721	960	1153
少数股东损益	-46	-33	56	78
归属母公司净利润	556	754	904	1075
EBITDA	988	1293	1528	1804
EPS（元）	0.99	1.35	1.61	1.92

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	22.2%	17.9%	13.0%	20.0%
营业利润	-14.6%	51.7%	33.2%	20.2%
归属母公司净利润	12.7%	35.8%	19.9%	18.9%
获利能力				
毛利率	2.8%	2.9%	3.0%	2.9%
净利率	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%
ROE	18.7%	20.3%	19.7%	19.1%
ROIC	7.8%	25.5%	30.9%	34.0%
偿债能力				
资产负债率	83.6%	76.7%	75.7%	73.1%
净负债比率	53.18%	51.74%	50.05%	47.12%
流动比率	1.08	1.17	1.21	1.27
速动比率	0.36	0.74	0.78	0.78
营运能力				
总资产周转率	3.70	4.13	4.59	4.78
应收帐款周转率	953	697	847	1112
应付帐款周转率	33.06	33.13	48.98	51.50
每股指标(元)				
每股收益	0.99	1.35	1.61	1.92
每股经营现金	-9.56	10.65	2.07	1.95
每股净资产	5.30	6.64	8.21	10.06
估值比率				
P/E	13.53	9.97	8.32	6.99
P/B	2.54	2.02	1.63	1.33
EV/EBITDA	13	10	8	7

汽车组分析师介绍

王炎学，国家发改委国家信息中心经济咨询中心高级分析师，五年汽车行业产业、市场及企业分析经验，三年证券分析师经历，南开大学企业管理硕士。

王丽媛，国家发改委国家信息中心经济咨询中心高级分析师，三年汽车行业产业、市场及企业分析经验，南开大学金融学硕士。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	刘 玄	机构销售经理	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	石翌飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hczq.com
	翁 波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
	张春会	机构销售助理	010-66500838	Zhangchunhui@hczq.com
广深	李 涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hczq.com
	张 娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	songweiyi@hczq.com
	刁建楠	机构销售助理	0755-88283039	diaojiannan@hczq.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hczq.com
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	yanzongfei@hczq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50157561	xiongjun@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编：518038
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558