

国机汽车 600335.SH

收购资产解决同业竞争，13 年盈利有望明显好转



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资要点

- **本次方案基本合理。**主要分两部分：一是，购买大股东资产，即向大股东国机集团发行股份购买其持有的中汽进出口有限 100% 股权；发行价格为 13.80 元/股，发行 A 股股票数量约为 5,583.97 万股；二是，向特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 2.57 亿元，发行股份数量不超过 2,068.14 万股，发行价格不低于 12.42 元/股；最终发行数量将以标的资产交易价格为依据，由公司董事会提请股东大会审议批准后确定。按公司公告，13 年上半年拟购买资产净利润为 0.31 亿元，合并报表后，预计全年公司净利润约为 7.8 亿元，全面摊薄后预计 EPS 约为 1.23 元，按停牌前股价计算，13 年 PE 约为 11 倍，该方案基本合理（说明：公司尚未公告 13 年盈利预测模拟报告，在此是按我们预测模型预估）。
- **中汽凯瑞资产盈利能力相对优良。**中汽车凯瑞主营汽车及汽车零部件的进出口业务，10-12 年净利润分别为 0.68 亿元、0.75 亿元、0.63 亿元，净利率分别为 1.23%、1.38% 和 1.1%，分别高于公司近几年的净利率水平（11 年、12 年净利率分别 1% 和 0.9%），且收购凯瑞能扩大汽车品牌覆盖范围，提升盈利能力。
- **公司已渡过最困难时期，预计 13 年盈利有望明显提高。**从公司 1 季度经营分析，1 季度在收入同比增长 2.2% 情况下，净利润同比增长 92.6%，净利润增速远高于收入增速主要原因是，存货下降导致的财务费用大幅下降，1 季度财务费用同比下降 0.37 亿元。我们预计随着汽车厂商 13 年供需相对平衡，经销商库存有望继续回落且趋向正常水平，库存正常化后将导致财务费用大幅下降而提升公司业绩。批发业务板块，今年大众、克莱斯勒将有新车型进入国内市场，批发业务仍有望保持稳定增长。

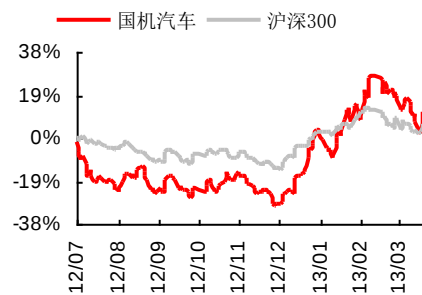
财务与估值：因公司最终发行数量和价格尚未确定，我们维持业绩预测，预计 2013-2015 年 EPS 分别为 1.27、1.57、1.93 元，参考可比公司估值，给予 13 年 13.5 倍 PE 估值，对应目标价 17.1 元，维持公司增持评级。

风险提示：经济复苏程度影响进口车需求，整车降价影响经销商盈利。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2013 年 06 月 28 日)	13.43 元
目标价格	17.10 元
52 周最高价/最低价	15.30/8.47 元
总股本/流通 A 股 (万股)	56,000/27,596
A 股市值 (百万元)	7,521
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2013 年 07 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	0.0	0.0	0.0	14.8
相对表现 (%)	5.0	16.8	12.0	24.1
沪深 300 (%)	-5.0	-16.8	-12.0	-9.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	50,821	62,124	77,185	93,352	113,863
同比增长	10381.1%	22.2%	24.2%	20.9%	22.0%
营业利润 (百万元)	738	630	917	1,219	1,503
同比增长	2307.3%	-14.6%	45.6%	32.9%	23.4%
归属母公司净利润 (百万元)	493	556	711	879	1,082
同比增长	1604.0%	12.7%	27.9%	23.6%	23.1%
每股收益 (元)	0.88	0.99	1.27	1.57	1.93
毛利率	3.0%	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%
净利率	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%
净资产收益率	35.5%	20.4%	21.4%	21.5%	21.7%
市盈率 (倍)	15.3	13.5	10.6	8.6	7.0
市净率 (倍)	3.0	2.5	2.0	1.7	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 **姜雪晴**
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

业绩超预期,13 年盈利有望明显改善 2013-03-28
预计 13 年盈利有望明显改善：——业绩 2013-01-21
快报点评
业绩好于预期，预见季度库存有望环比改善 2012-10-25
善：——3 季度业绩点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	7,463	2,677	7,104	10,216	12,333	营业收入	50,821	62,124	77,185	93,352	113,863
应收账款	34	96	154	187	228	营业成本	49,313	60,412	75,116	90,747	110,696
预付账款	942	892	1,312	1,587	1,936	营业税金及附加	38	39	46	57	71
存货	1,994	11,411	7,512	6,352	6,642	营业费用	487	454	540	700	854
其他	2,271	1,887	2,354	2,847	3,473	管理费用	366	372	463	560	683
流动资产合计	12,705	16,963	18,436	21,190	24,611	财务费用	(107)	219	126	98	74
长期股权投资	197	184	200	220	242	资产减值损失	3	8	(3)	0	1
固定资产	670	840	1,081	1,367	1,724	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	66	28	15	36	39	投资净收益	18	10	20	30	20
无形资产	125	124	131	138	145	其他	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	781	873	784	839	900	营业利润	738	630	917	1,219	1,503
非流动资产合计	1,839	2,050	2,212	2,600	3,050	营业外收入	13	31	15	18	20
资产总计	14,543	19,013	20,648	23,790	27,661	营业外支出	2	2	3	3	5
短期借款	6,993	8,349	8,349	8,349	8,349	利润总额	748	659	929	1,234	1,518
应付账款	905	2,750	3,419	4,131	5,039	所得税	207	149	232	308	380
其他	3,725	4,562	4,779	6,217	8,048	净利润	541	510	697	925	1,139
流动负债合计	11,622	15,660	16,547	18,696	21,435	少数股东损益	48	(46)	(14)	46	57
长期借款	90	107	290	429	510	归属于母公司净利润	493	556	711	879	1,082
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.88	0.99	1.27	1.57	1.93
其他	145	133	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	235	240	290	429	510		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	11,857	15,900	16,837	19,125	21,945	成长能力					
少数股东权益	192	146	132	178	235	营业收入	10381.1%	22.2%	24.2%	20.9%	22.0%
股本	560	560	560	560	560	营业利润	2307.3%	-14.6%	45.6%	32.9%	23.4%
资本公积	943	910	910	910	910	归属于母公司净利润	1604.0%	12.7%	27.9%	23.6%	23.1%
留存收益	991	1,498	2,209	3,017	4,011	获利能力					
其他	(1)	(1)	0	0	0	毛利率	3.0%	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%
股东权益合计	2,686	3,113	3,811	4,665	5,716	净利率	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%
负债和股东权益	14,543	19,013	20,648	23,790	27,661	ROE	35.5%	20.4%	21.4%	21.5%	21.7%
现金流量表						ROIC	8.8%	6.2%	6.5%	7.6%	8.4%
单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	偿债能力					
净利润	541	510	697	925	1,139	资产负债率	81.5%	83.6%	81.5%	80.4%	79.3%
折旧摊销	2	97	85	102	123	净负债率	0.0%	185.6%	40.3%	0.0%	0.0%
财务费用	(107)	219	126	98	74	流动比率	1.09	1.08	1.11	1.13	1.15
投资损失	(18)	(10)	(20)	(30)	(20)	速动比率	0.92	0.35	0.66	0.79	0.84
营运资金变动	(611)	(6,295)	3,847	2,508	1,435	营运能力					
其它	907	126	6	0	1	应收账款周转率	509.6	953.2	616.0	547.4	549.5
经营活动现金流	715	(5,354)	4,741	3,604	2,752	存货周转率	40.4	9.0	7.9	13.1	17.0
资本支出	(685)	(329)	(320)	(415)	(490)	总资产周转率	6.5	3.7	3.9	4.2	4.4
长期投资	(746)	56	(71)	(76)	(84)	每股指标 (元)					
其他	851	95	20	30	20	每股收益	0.88	0.99	1.27	1.57	1.93
投资活动现金流	(580)	(178)	(371)	(461)	(553)	每股经营现金流	1.28	-9.56	8.47	6.44	4.91
债权融资	191	(57)	183	140	81	每股净资产	4.45	5.30	6.57	8.01	9.79
股权融资	1,163	(33)	0	0	0	估值比率					
其他	(246)	5,297	(126)	(170)	(162)	市盈率	15.3	13.5	10.6	8.6	7.0
筹资活动现金流	1,109	5,207	57	(30)	(81)	市净率	3.0	2.5	2.0	1.7	1.4
汇率变动影响	0	(1)	0	0	0	EV/EBITDA	20.2	13.5	11.3	9.0	7.5
现金净增加额	1,244	(325)	4,427	3,113	2,117	EV/EBIT	20.3	15.1	12.3	9.7	8.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

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：

分析师在本报告中对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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn