

强烈推荐-A (上调)

国机汽车 600335.SH

当前股价: 12.43 元

2013 年 1 月 21 日

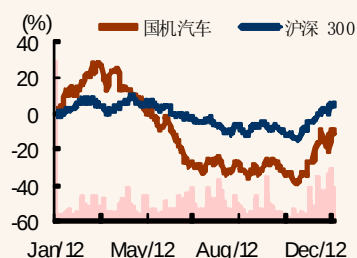
竞争优势明显，未来业绩可期

基础数据

上证综指	2317
总股本(万股)	56000
已上市流通股(万股)	27596
总市值(亿元)	70
流通市值(亿元)	34
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	20.4
资产负债率	85.4%
主要股东	中国机械工业集团
主要股东持股比例	62.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	28	-4
相对表现	17	22	-8



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《ST 盛工——华丽的转变》2011/08/01
- 2、《ST 盛工-唯一的综合汽车服务商，符合行业发展趋势》2012/02/06

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠
tangnan@cmschina.com.cn
S1090511080002

研究助理

方小坚
fangxj1@cmschina.com.cn

我们近期对国机汽车进行了调研，进口车市场开局良好，跨国汽车公司制定销量目标已回归理性，公司库存处于下降通道中。公司今日发布 2012 年业绩预告，虽受高库存等不利影响，EPS0.9 符合我们 3Q 预估 0.89 元，归属于上市公司股东净利润增 2%。预计 13 年 EPS 将达到 1.25 元以上，上调评级至“强烈推荐-A”。

□ **市场份额持续提升，财务费用不良影响有所弱化。**2012 年进口汽车海关进口量为 113.1 万辆，同比增长 12.7%。我们估计公司进口批发业务收入增长超过 20%，市场份额持续提升。高库存和汇兑损益带来的财务费用对去年业绩造成不利影响，跨国公司对超期库存的费用补偿减少公司损失。

□ **进口车批发业务增长将持续超行业。**中日关系恶化后日系进口车份额从 23% 降至 12%，预计短期难以恢复。公司主要客户大众、克莱斯勒、捷豹路虎、通用和福特等欧美品牌，将会明显受益。同时公司代理品牌知名度高、销售网络下沉空间大，进口车型丰富，未来在中国市场增速有望持续超行业水平。

□ **汽车零售业务板块发展将提速。**2011 年底公司参控股 32 家 4S 店，2012 年行业扩张放缓，仅新增 5 家新店。2013 年公司有望在零售行业继续实施外延扩张。我们认为公司有望借助资本市场平台，拓宽融资渠道，加快零售业务的外延扩张步伐。在业绩上，随着市场环境的改善，4S 店整体盈利在 2013 年将出现明显改善。

□ **今年公司存在资产注入预期。**中汽凯瑞是国机集团贸易板块优质资产，公司重组上市时对其存留做过相关承诺，我们认为注入上市公司可能性较大，截止期限是到今年 11 月份。

□ **投资建议与风险提示。**财务费用对公司去年业绩不良影响有所弱化，今年公司批发业务收入增长将持续超行业维持良好增长，财务压力将会极大缓解；公司零售板块业务在今年加速发展，有外延并购的可能性。我们预计 2013、2014 年公司 EPS 分别为 1.25 和 1.53 元，目前股价对应 PE 分别为 9.9 和 8.1 倍，上调至“强烈推荐-A”投资评级。风险因素在于进口车市场景气下滑超预期和利率、汇率大幅波动。

财务数据与估值

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	33842	50821	62633	75361	89092
同比增长	139%	50%	23%	20%	18%
营业利润(百万元)	415	738	621	955	1177
同比增长	75%	78%	-16%	54%	23%
净利润(百万元)	287	493	501	698	859
同比增长	105%	72%	2%	39%	23%
每股收益(元)	0.35	0.88	0.90	1.25	1.53
PE	35.4	14.1	13.9	9.9	8.1
PB	5.3	2.8	2.3	1.9	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

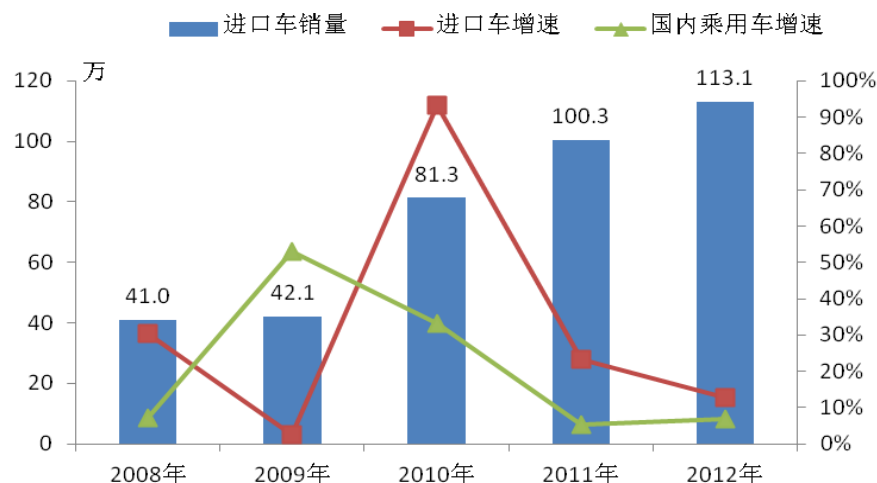
一、市场份额持续提升，财务费用攀升影响去年业绩	3
1、行业增速放缓而销量计划高企，导致终端大量库存积压	3
2、公司去年批发业务市场份额不断上升	4
3、高库存和汇兑损益带来的财务费用对业绩造成影响	4
二、今年批发和零售业务良好业绩可期	6
1、行业回归理性，非日系品牌将维持良好增速	6
1) 进口大众	8
2) 捷豹路虎	9
3) 克莱斯勒	10
2、公司将发力进口汽车零售业务	11
三、公司今年存在资产注入预期	12
四、投资建议和风险提示	12
附录：公司业务资料	13
1) 进口汽车批发、汽车零售业务是核心业务	13
2) 汽车租赁、二手车和物流商贸园区等是延伸业务	13
图 1：历年进口车销量和增速对比	3
图 2：2012 年单月汽车进口量和增速	3
图 3：2008-2012 年公司财务费用	4
图 4：2010-2012 年人民币对美元中间价	5
图 5：2008-2012 年公司存货水平	5
图 7：2009-2011 年进口车品牌分布	7
图 8：2009-2011 年日系进口车份额	7
图 9：国内进口大众历年销量	8
图 10：国内捷豹路虎历年销量	9
图 11：国内克莱斯勒历年销量	10
图 12：公司主要业务介绍	14
表 1：2010-2012 年财务费用明细	6
表 2：2010-2012 年短期贷款结构	6
表 3：2008-2010 年公司进口车销售情况	7
表 4：全国进口大众 4S 店分布	8
表 5：捷豹路虎全国 4S 店分布	9
表 6：公司控制 4S 店品牌分布	11
表 7：公司分项业务盈利预测	12
附：财务预测表	15

一、市场份额持续提升，财务费用攀升影响去年业绩

1、行业增速放缓而销量计划高企，导致终端大量库存积压

根据海关总署数据，2012 年进口汽车海关进口量为 113.1 万辆，同比增长 12.7%，增速继续回落，但仍明显高于同期国内乘用车市场 6.9% 增速水平。

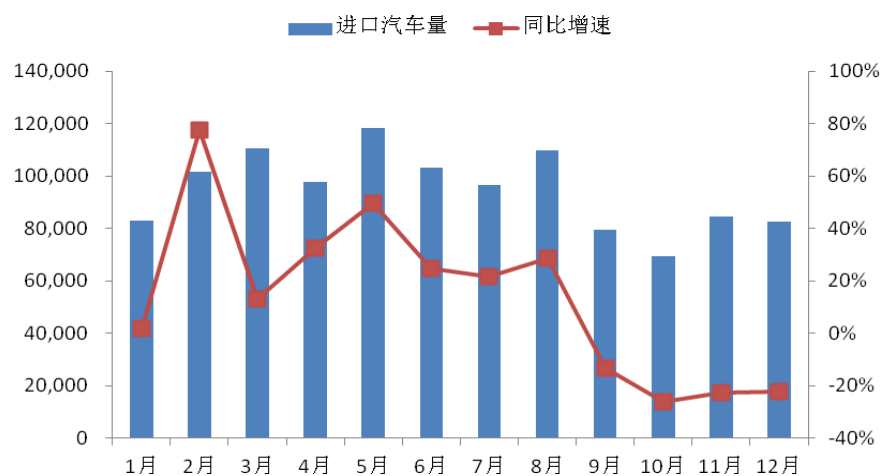
图1：历年进口车销量和增速对比



资料来源：海关总署、招商证券

从分月进口量来看，前 8 个月单月汽车进口量保持快速增长，累计海关进口增速高达 28.9%，9 月份开始进口量出现下降，全年海关进口量增速回落至 12.7%。2011 年进口车市场海关进口量和上牌量均快速增长，跨国汽车公司在制定 2012 年销量计划时过于乐观，导致上半年行业供给大于需求，大量库存积压，终端出现大面积降价促销行为。3 季度末跨国公司调整计划，进口量出现下降，行业库存压力开始缓解。

图2：2012年单月汽车进口量和增速



资料来源：海关总署、招商证券

2、公司去年批发业务市场份额不断上升

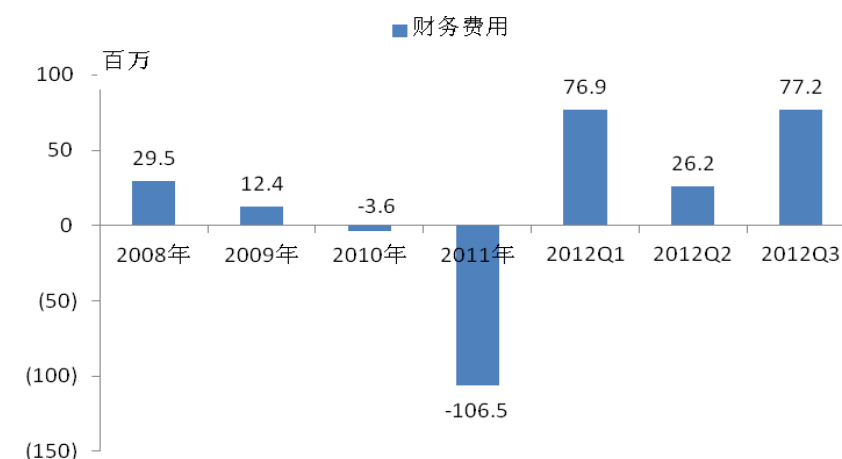
2012 年大众进口车海关进口量超过 9 万辆，估计对经销商开票约 8 万辆水平，同比增长超过 30%；克莱斯勒 Jeep 品牌在全球供不应求，2012 年在华销量同比增长 117%，表现强劲，估计克莱斯勒在华整体销量同比增长超过 40%；捷豹路虎全球销量增长 3 成，中国市场增长 70%成为该品牌最大单一市场，保守估计公司批发量同比增长超过 20%；通用昂科威受“双反”影响对华出口量出现下滑。

2011 年公司前三大供应商大众、捷豹路虎、克莱斯勒占比达到 87.3%，通用昂科威占比为 5.2%。综合以上几大品牌 2012 年在华销量表现，考虑到进口车销售结构下移的趋势，我们估计 2012 年公司批发业务收入增长超过 20%，高于行业增速，市场份额持续提升。

3、高库存和汇兑损益带来的财务费用对业绩造成影响

2008-2011 年公司财务费用一直保持在较低的水平，2012 年开始财务费用快速攀升。截至 2012 年 Q3，公司财务费用已达 1.8 亿元，而 2011 年全年财务费用为-1.1 亿元。高库存带来的利息支出和汇兑收益下降是 2012 年财务费用显著升高的主要原因。

图3：2008-2012年公司财务费用



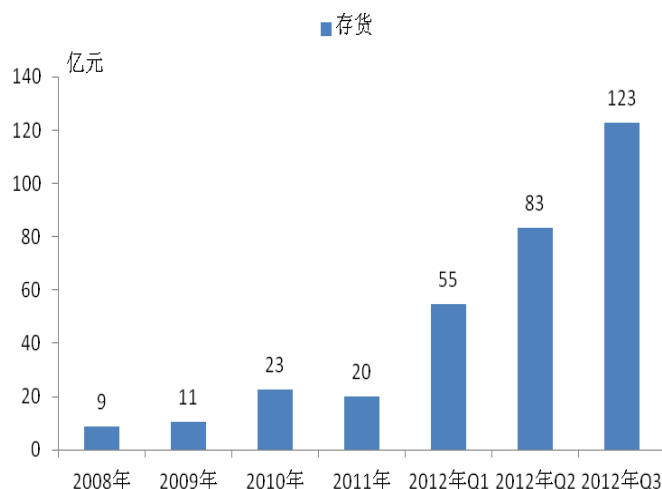
资料来源：公司公告、招商证券

图4: 2010-2012年人民币对美元中间价



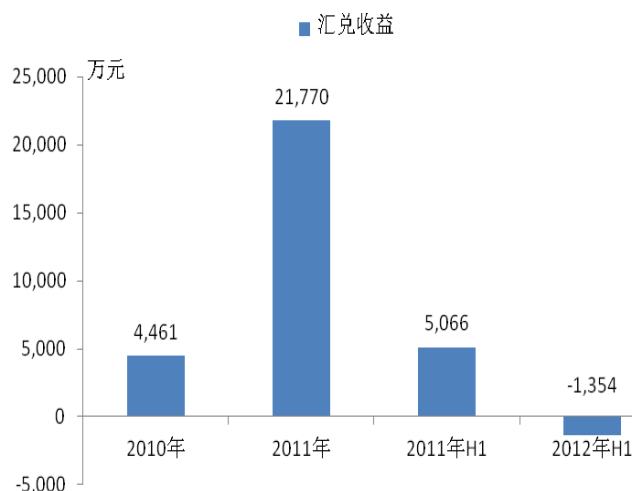
资料来源: 海关总署、招商证券

图5: 2008-2012年公司存货水平



资料来源: 公司公告、招商证券

图6: 2010-2012年公司汇兑收益



资料来源: 公司公告、招商证券

值得指出的是, 汇兑损益对公司业绩的影响要显著小于披露值。2011 年公司汇兑收益为 21,770 万元, 2012 年 H1 汇兑收益为 -1,354 万元。考虑到下半年人民币小幅升值, 我们预计去年公司汇兑损益无盈亏。表面上看公司 2012 年汇兑收益比 2011 年减少超过 2 亿元, 但实际上公司 2011 年赚取 2.18 亿元的汇兑收益花去约 1 亿元的利息成本, 当年汇兑损益对利润的净贡献为 1 亿元。

通过分析公司的货币资金、短期贷款结构和存货周转率, 我们发现 2011 年公司的质押贷款要显著高于正常业务经营所需, 说明公司在当时人民币升值、加息以及美元维持低息的市场环境下, 公司有意扩大了美元贷款规模, 目的是在结算时赚取人民币升值带来的汇兑收益。需要注意的是, 公司获取美元贷款需要质押等额人民币, 人民币质押会有利息收入, 但公司通过贷款获得人民币也需要承担相应利息支出成本。经过我们测算, 2011 年公司为获取 2.16 亿元的汇兑收益, 公司承担的利息费用约 1 亿元。

表 1: 2010-2012 年财务费用明细

单位 (万元)	2010 年	2011 年	2011 年 H1	2012 年 H1
利息支出	11,532	23,256	8,850	19,889
减: 利息收入	7,267	15,828	6,019	13,086
汇兑损益	-4,461	-21,770	-5,066	1,354
其他	1,566	3,691	1,544	2,153
合计	1,370	-10,651	-692	10,310

资料来源: 公司公告

表 2: 2010-2012 年短期贷款结构

单位 (万元)	2012 年中期	2011 年期末	2011 年期初
质押借款	232,571	435,070	191,109
抵押借款	4,000	4,800	3,745
保证借款			23,803
信用借款	507,166	259,409	165,123
合计	743,736	699,279	383,780

资料来源: 公司公告

高存货导致的财务费用可望得到一定补偿。2012 年人民币升值趋势扭转后, 公司就降低了质押贷款规模, 到中期已经恢复到正常经营所需水平。下半年人民币小幅升值, 全年公司在汇兑上面大致盈亏平衡, 目前财务费用基本为高额的存货所导致。我们测算扣除正常存货水平, 公司为超额存货付出的财务成本在 1.5-2 亿元。

公司作为批发环节的综合服务商, 为跨国公司提供车型引进、市场分析、认证、报关、报检、仓储等等菜单式的增值服务, 赚取的是相应环节的服务费。公司对跨国公司超期压库造成的成本没有理由全部承担, 我们认为跨国公司会对公司额外付出的财务费用进行弥补。

公司有能力和跨国公司判断失误造成的高库存压力, 这也侧面反映了公司在批发业务的优秀竞争力。汽车经销商资产负债率高, 对资金需求相当饥渴, 库存深度有限。公司授信额度高且贷款成本较低, 能很好的对海关进口量和终端销量之差造成的库存的进行吸纳缓冲。经过 2012 年动荡的进口车市场洗礼, 我们相信公司的竞争优势愈发突出, 与现有客户之间的合作会更加紧密, 也增加了开发新客户的吸引力。

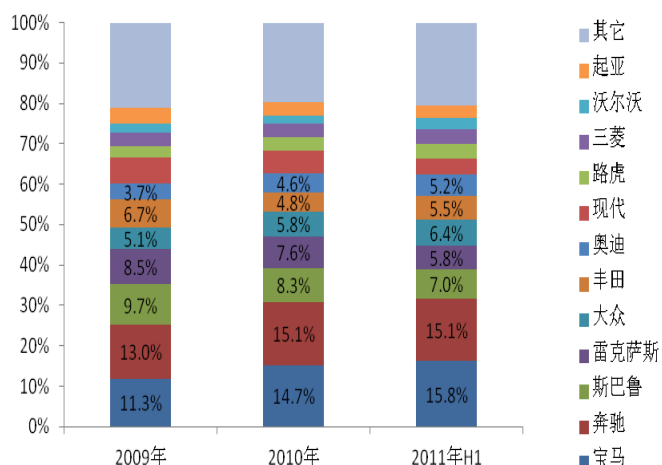
二、今年批发和零售业务良好业绩可期

1、行业回归理性, 非日系品牌将维持良好增速

经过 2012 年进口车市场非理性行为后, 行业在 2013 年将回归正常增长轨道。跨国公司和经销商都更加谨慎, 快速扩网将会有一定程度遏制, 供需矛盾将会趋于平衡, 大面积压库以及降价销售现象将难以发生。

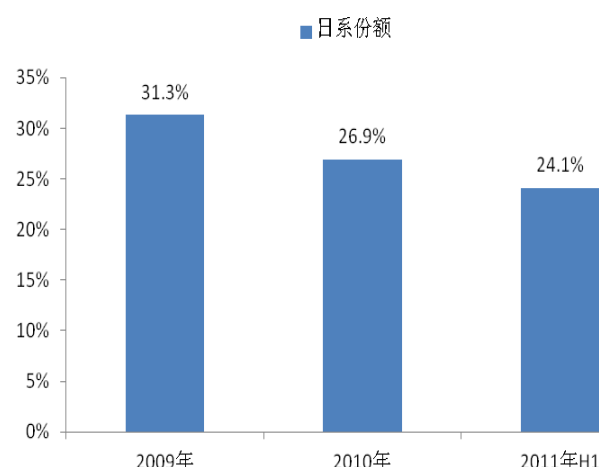
日系进口车让出的市场空间显然给了欧美系更多的机会。2012 年 Q4 日系进口车市场份额降到 12% 左右, 预期短期里难以回到上半年约 23% 的市场份额, 估算 2013 年将为欧美品牌带来约 7 万辆增量。公司的主要客户是大众、克莱斯勒、捷豹路虎、通用和福特等欧美品牌, 将会受益于日系车份额下降影响。

图7：2009-2011年进口车品牌分布



资料来源：中进汽贸、招商证券

图8：2009-2011年日系进口车份额



资料来源：中进汽贸、招商证券

公司代理的主要品牌大众、克莱斯勒和捷豹路虎无论在渠道扩张上，还是车型引进上都有很大潜力，2013 年超有望继续超行业增长。通用昂科雷 2012 年只有半年销售期，今年将会恢复。福特公司的进口车战略自 2011 年开始发力，福特计划到 2015 年在中国推出 15 款新车，进口车也将占据不小比重。除已经上市的 SUV 锐界，未来还将有 3-4 款进口车引入中国。2011 年福特进口车约 3000 台，2012 年增长到 7,500 台，我们判断 2013 年福特将继续带来比较大的增量。从价格结构上看，未来进口车更趋向于中等豪车，排量下降，利于进口车销量的持续增加。

表 3：2008-2010 年公司进口车销售情况

品牌	销量	2008 年		销量	2009 年		销量	2010 年	
		销售金额 (万元)	单价(万元)		销售金额 (万元)	单价(万元)		销售金额 (万元)	单价(万元)
大众	10,999	495,756	45.1	21,476	841,614	39.2	43,913	1,638,291	37.3
路虎	0	0		0	0		14,122	841,935	59.6
克莱斯勒	7,004	215,572	30.8	7,017	195,957	27.9	13,714	335,933	24.5
昂科雷	1,502	58,643	39.0	6,344	235,227	37.1	8,756	315,963	36.1
捷豹	0	0		0	0		1,542	92,014	59.7
进口三菱	316	7,878	24.9	713	17,543	24.6	1,506	39,712	26.4
欧宝	790	17,514	22.2	1,166	25,700	22.0	1,206	25,722	21.3
广汽本田	1,844	28,260	15.3	2,045	29,803	14.6	1,711	24,560	14.4
长安福特	1,141	14,316	12.5	1,284	14,218	11.1	1,732	17,891	10.3
进口福特	0	0		0	0		160	4,948	30.9
合计	23,596	837,939	35.5	40,045	1,360,061	34.0	88,362	3,336,969	37.8

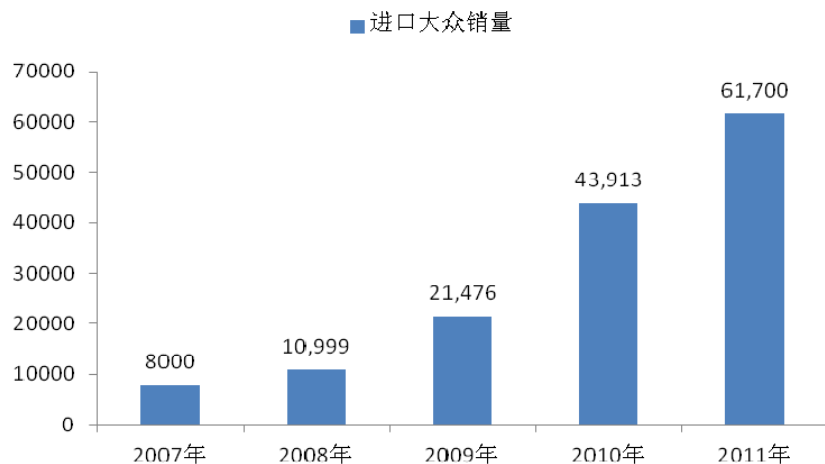
资料来源：公司公告、招商证券

1) 进口大众

进口大众车型众多，在国内经销与合资南北大众独立，目前有 4S 店 87 家。过去 5 年在国内销售从 2007 年 8,000 辆增长到 2011 年 61,700 辆，CAGR 为 66.7%。自 2008 年底在深圳开设国内第一家辉腾定制中心，到目前在内地共开设 8 家。进口大众车型丰富，但目前授权经销商数量不足 100 家，远远不及奥迪、宝马和奔驰等品牌网点数量，销售渠道有很大扩张空间。凭借丰富车型和快速扩张渠道，我们认为进口大众品牌未来几年将保持快速增长速度。

而如果考虑到进口大众对旗下品牌整合，进口大众批发业务可能会超预期增长。2011 年底大众进口车销售有限公司更名为“大众汽车集团汽车销售公司”，此次更名显示出大众整合旗下品牌销售渠道意图。目前大众旗大众集团旗下乘用车品牌包括兰博基尼、布加迪、宾利、保时捷、大众、斯柯达、奥迪以及西亚特等八大品牌，大众汽车（中国）方面希望整合为上述品牌进口车在中国市场总代理。目前，布加迪、宾利、保时捷和奥迪品牌总代理整合因涉及多方利益而困难重重，而目前尚无全国总代理的兰博基尼和即将引进中国的西亚特和斯柯达有望推进顺利。

图9：国内进口大众历年销量



资料来源：大众网站，招商证券

表 4： 全国进口大众 4S 店分布

华北(16)	北京(6)、天津(2)、山东(4)、内蒙(3)、山西(1)
华东(22)	上海(3)、浙江(11)、江苏(7)、安徽(1)
华南(17)	广东(10)、福建(5)、广西(1)、海南(1)
华中(10)	河南(1)、湖北(3)、湖南(2)、江西(1)
西南(9)	四川(2)、重庆(3)、云南(3)、贵州(1)
东北(6)	辽宁(3)、吉林(2)、黑龙江(1)
西北(5)	陕西(2)、宁夏(1)、青海(0)、甘肃(1)、新疆(1)
全国合计	85 家

资料来源：招商证券

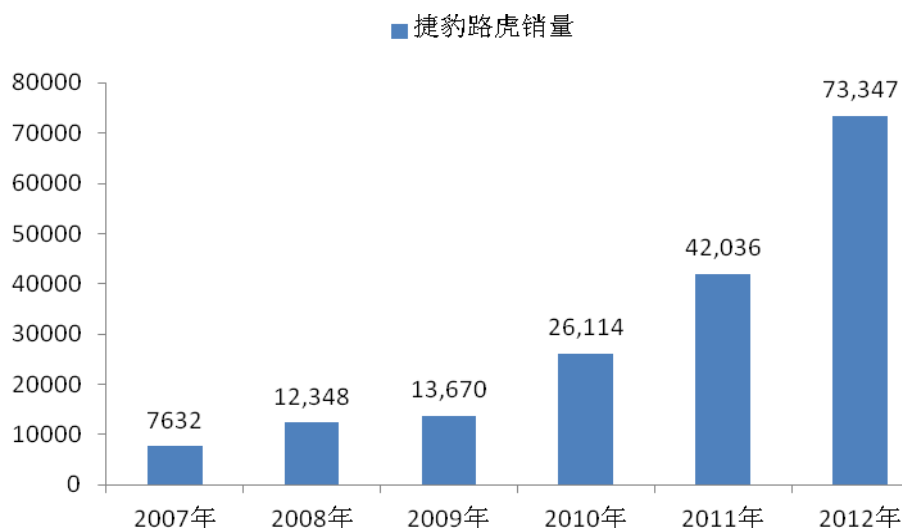
2) 捷豹路虎

自 2003 年进入中国以来，中国是捷豹路虎全球增长最快市场，并很快成为其全球第二大市场，其销量从 2007 年 7,632 辆增至 2012 年 73,347 辆，CAGR 为 57.2%。2010 年中捷豹路虎在全国 37 家 4S 店，而至 2011 年底已经快速扩张至 85 家。为更好抢占中国市场，捷豹路虎积极进行国产化努力。2012 年 3 月 21 日，奇瑞和捷豹路虎正式签订协议，将正式组建合资公司。合资公司将生产捷豹路虎品牌车型和合资自主品牌车型，以及生产配套的发动机，并建立研发中心等。该合资工厂将落户江苏常熟，计划在 2014 年 7 月正式竣工投产，中国也将成为捷豹路虎在英国之外的首个真正意义上的生产基地。

为了给 2014 年正式国产化铺路，捷豹路虎势必加强营销网络建设，加大新车型引进力度，努力扩大进口车销量，为国产化打下良好的销量基础。而届时正式国产化时，由于捷豹路虎在合资公司中只有 50% 股比，其在选择国产车型投放时，必定考虑在进口车市场的利益，使得国产车型和进口车型形成互补经营状态。

综上所述，我们认为捷豹路虎进口车随着网络的持续扩张和营销的加大投入，在国内市场上仍将保持高速增长态势，国产车型将与进口车型形成错位经营，共同做大在华市场份额，对进口车销售冲击有限。

图10：国内捷豹路虎历年销量



资料来源：捷豹路虎网站，招商证券

表 5：捷豹路虎全国 4S 店分布

华北(16)	北京(5)、天津(2)、山东(3)、内蒙(3)、山西(3)
华东(24)	上海(5)、浙江(12)、江苏(7)、安徽(0)
华南(15)	广东(11)、福建(2)、广西(1)、海南(1)
华中(2)	河南(0)、湖北(1)、湖南(1)、江西(0)
西南(7)	四川(1)、重庆(2)、云南(3)、贵州(1)
东北(6)	辽宁(4)、吉林(1)、黑龙江(1)
西北(5)	陕西(1)、宁夏(1)、青海(0)、甘肃(2)、新疆(1)
全国合计	79 家

资料来源：捷豹路虎网站，招商证券

3) 克莱斯勒

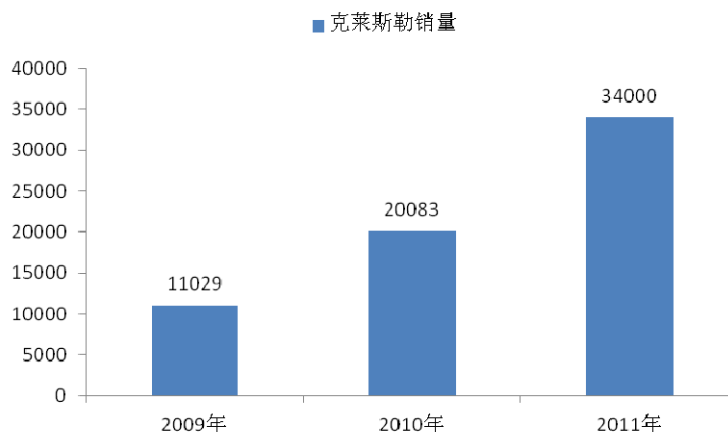
克莱斯勒是最早进入中国外资公司之一，但成绩一直乏善可陈。克莱斯勒国产化之路颇费周折，2007 年与戴姆勒分手之后与北汽终止合作，2009 年与菲亚特联盟，期待与中方伙伴广汽集团合资也颇多阻碍。克莱斯勒在中国中长期目标是国产化回归中国主流市场，在此之前，其战略是中短期内做好进口车业务为国产化打牢销量基础。

克莱斯勒公司旗下包括克莱斯勒、JEEP 和道奇 3 个子品牌。2010 年克莱斯勒在华共销售 20,083 辆，2011 年销量达到 34,000 辆，其中 JEEP 和道奇品牌占克莱斯勒公司在华销量比例分别约为 57%和 40%，克莱斯勒品牌销量很少。Jeep 和道奇基本上共享销售网络，分别在中国有 82 和 75 家 4S 店。

政策方面，按照商务部规定，国内 2012、2013 年两年对美 2.5L 排量以上汽车征收“双反”，克莱斯勒美国工厂将被征收 8.8%的反倾销税率和 6.2%的反补贴税率。由于进口车型排量和生产地的原因，“双反”规定对克莱斯勒进口车影响相当有限。道奇畅销车型酷威产自加拿大工厂，而 JEEP 在国内热销的是指南者和自由客这种紧凑型城市型 SUV，排量在 2.5L 以下，这两款车型不会受到“双反”影响。事实上 Jeep 品牌在全球供不应求，2012 年在中国销量增速达到 107%。

作为美国第三大汽车公司，克莱斯勒在中国销量基数还很小。随着克莱斯勒在全球范围的复苏和针对国际市场新车型投放的加快，以及战略上对中国市场的重视，我们预计未来几年克莱斯勒在华销售增速将持续超行业水平。

图11：国内克莱斯勒历年销量



资料来源：中进汽贸，招商证券

综合以上分析，我们认为公司进口车批发业务仍能维持 20%以上的增长。同时随着下游对库存的逐渐消化，考虑到公司的销售收入增长，我们判断 2013 年底公司库存水平有望降到 40 亿规模，公司的财务压力将得到极大缓解。

2、公司将发力进口汽车零售业务

汽车零售业务也是公司近年来重点发展的业务。依托自身多品牌批发业务的优势，公司以自建自营和兼并收购等方式，以中高端品牌为重点，加快终端零售 4S 店建设。截至 2011 年底，公司参、控股公司所代理的汽车品牌有 20 个，其中豪华品牌有奥迪、捷豹、路虎、雷克萨斯、英菲尼迪；进口品牌有进口大众、克莱斯勒、JEEP、道奇、三菱、欧宝；另有别克、东风本田、广汽本田、长安福特、东风标致、长安马自达、广汽菲亚特等合资品牌。

目前，公司拥有进口大众 4S 店 7 家、克莱斯勒 4S 店 8 家，同品牌 4S 店数量不断增多，区域由京津唐地区逐步向长三角、内蒙、成都等经济总量较大、具有增长红利的地区扩展，形成了一定规模效应；同时，公司将盈利能力强的中高端品牌作为拓展重点，2012 年，公司新开业捷豹路虎 4S 店，宾利 4S 店也即将设立；另外，通过自建自营 4S 店集群的“园区+零售”模式稳步发展；截至 2011 年底，公司已拥有控股和参股的 4S 店共 32 家。截至 2011 年底，公司参、控股公司所代理的汽车品牌有 20 个，4S 店有 32 家。2012 年行业扩张放缓，公司仅新增 5 家新店，公司判断 2013 年是零售行业外延扩张的良好时机。我们认为公司将借助资本市场平台，拓宽融资渠道，加快零售业务的外延扩张步伐。

表 6：公司控制 4S 店品牌分布

公司	持股比例	代理品牌	公司	持股比例	代理品牌
天津中进百旺	100%	克莱斯勒 4S 店	江阴中进雷克萨斯	45%	雷克萨斯 4S 店
北京中进百旺	100%	克莱斯勒 4S 店	北京中进锦旺	100%	三菱 4S 店
北京中进道达	100%	克莱斯勒 4S 店	天津中进沛显司	50%	三菱 4S 店
天津中进英之杰	60%	克莱斯勒 4S 店	成都中进锦旺	70%	三菱 4S
内蒙古中进利丰	50%	克莱斯勒 4S 店	广东中进利丰	50%	一汽轿车 4S 店
上海名创	50%	克莱斯勒 4S 店	北京国机隆盛	100%	东风本田 4S
呼和浩特中进百旺	100%	克莱斯勒 4S 店	北京中汽京田	60%	广州本田 4S 店
北京中进众旺	100%	进口大众 4S 店	北京中进通旺	100%	欧宝 4S 店
宁波众通	51%	进口大众 4S 店	唐山盛美	57%	东风标致 4S 店
宁波中进众旺	60%	大众 4S 店	唐山盛悦	57%	广汽菲亚特 4S 店
江阴中进众旺	70%	大众 4S 店	唐山盛远	57%	长安马自达 4S 店
上海中进众旺	100%	进口大众 4S 店	鄂尔多斯中进蒙旺	100%	广汽传祺 4S 店
唐山盛菲	57%	英菲尼迪 4S 店	北京中进万国公司	100%	长安福特 4S 店
唐山盛奥	57%	奥迪 4S 店	中进汽贸（天津）	100%	进口福特汽车销售

资料来源：公司公告，招商证券

三、公司今年存在资产注入预期

中进汽贸是国机集团汽车贸易及服务板块内的核心企业，优先借壳上市。对于国机集团内未上市的国机丰盛和中汽凯瑞，国机集团承诺公司重组后两年内将其置入上市公司、转让或者终止经营，承诺的最后期限为 2013 年 11 月 18 日。

中汽凯瑞资产主营业务是汽车零部件的出口业务与雷诺等品牌轿车的整车进口销售业务。2010 年底该公司净资产 5.3 亿元，净利润 5300 万元。该公司资产质量较好，今年有注入上市公司预期。而国机丰盛公司主营业务是广州丰田系列整车 4S 店，盈利能力差，预计不会注入上市公司。

四、投资建议和风险提示

综合以上分析，我们认为汇兑损益对公司 2012 年业绩影响有所弱化，超期库存带来的利息支出将会得到补偿。2013 年里公司批发业务收入将会维持良好增速，而库存带来的利息支出压力在 2013 年将会极大缓解；公司零售板块业务在今年加速发展，不排除外延并购的可能性，同时 2013 年零售业务盈利能力也将得到恢复。

财务费用支出减少及 4S 店盈利能力的恢复是 2013 年业绩弹性所在，同时，2013 年公司批发业务仍然会增长 20%以上，在大库存的冲击下，公司在经营方面依然稳健体现出公司在进口批发业务方面的竞争力。

我们预计 2013、2014 年公司营业收入分别为 745.0 和 880.8 亿元，净利润分别为 6.98 和 8.59 亿元，EPS 分别为 1.25 和 1.53 元，目前股价对应 2011-2014 年 PE 分别为 9.9 和 8.1 倍，上调至“强烈推荐-A”投资评级。

风险因素在于进口车市场景气下滑超预期和利率、汇率大幅波动。

表 7：公司分项业务盈利预测

分项业务（万元）	2010 年	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
汽车批发及贸易服务	3,046,963	4,587,250	5,642,318	6,770,782	7,989,522
汽车零售服务	363,233	423,472	529,341	651,089	781,307
其他业务	8,389	13,438	20,157	28,219	36,685
主营业务收入合计	3,358,681	5,024,161	6,191,815	7,450,090	8,807,514
同比增长		48.5%	23.6%	23.1%	20.0%
毛利率	2.4%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%

资料来源：公司公告，招商证券

附录：公司业务资料

中进汽贸目前主要业务为进口汽车批发、零售及贸易服务业务。2008 年至 2011 年，中进汽贸营业收入从 89 亿元增至约 502 亿元，年复合增长率约为 77.8%。

1) 进口汽车批发、汽车零售业务是核心业务

进口汽车批发、汽车零售是中进汽贸的核心业务。在进口汽车批发业务方面，中进汽贸拥有 18 年进口汽车业务的经验，在进口汽车各个环节形成了较强的服务能力，特别是进口汽车整体运作的系统能力，涉及战略研究、市场分析、车型选择、工程改造、资金融通、认证协助、报关仓储、物流分销等全业务环节。截至目前，中进汽贸主要服务的进口汽车品牌涉及进口大众、JEEP、克莱斯勒、道奇、别克、福特、欧宝、路虎、世爵等。2011 年度公司经营的主要品牌进口车销售上牌量约为 13 万辆，占同期全国进口车销售上牌总量的 13.1%。

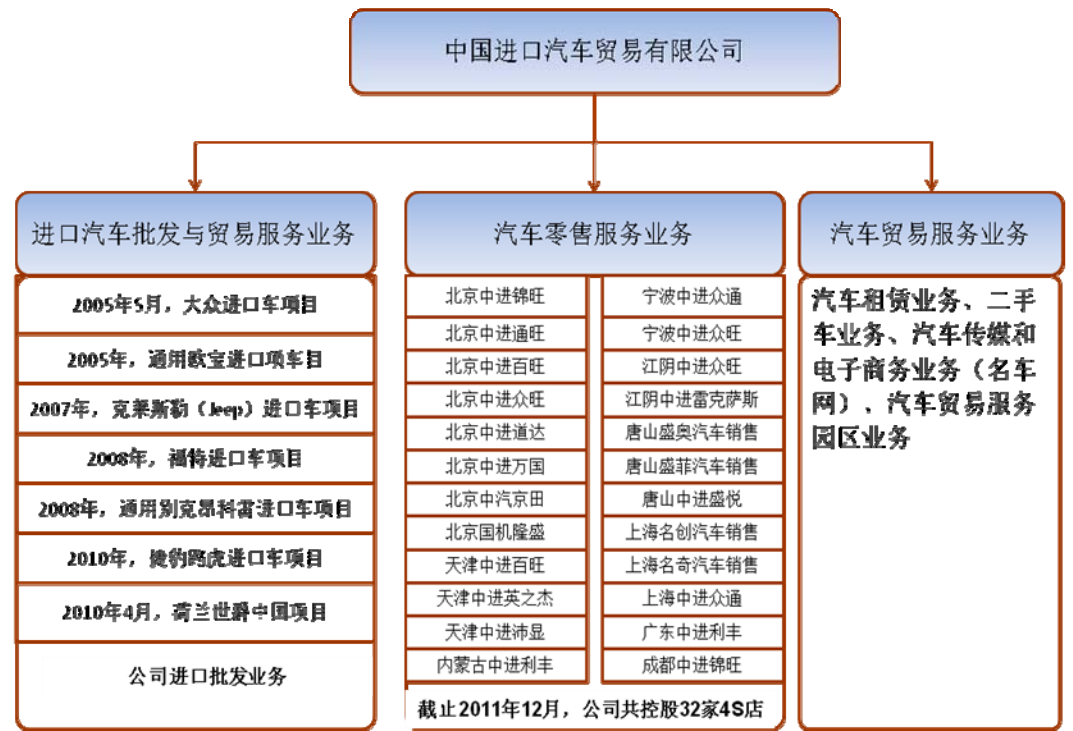
同时，中进汽贸积极加强与跨国汽车公司业务合作，在全国重点区域开拓汽车零售业务，公司 4S 店数量逐年增加，2011 年 7 月控股 24 家，2011 年底 32 家，2012 年底达到 36 家，公司未来将不断推动批发、零售业务的纵深发展。

2) 汽车租赁、二手车和物流商贸园区等是延伸业务

在做好进口汽车批发和零售业务核心业务基础上，中进汽贸积极向下游延伸业务链。在延伸链条方面，中进汽贸将进口汽车批发业务领域的服务链条与前后端其他业务领域的产业链条及服务链条进行有效整合，包括汽车改装业务、汽车关键零部件制造业务，汽车后市场的租赁、二手车、电子商务，以及汽车贸易园区服务等，最终形成中进汽贸汽车贸易服务领域完整的服务体系。

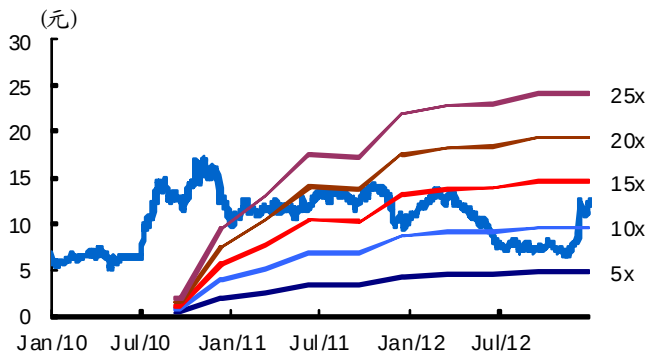
综上所述，中进汽贸通过打造进口汽车批发、零售和贸易服务的全产业链业务，不断提升贸易服务产业链增值能力，为跨国汽车公司在中国市场的开拓和发展提供专业服务和有力支持。中进汽贸正在从各大跨国汽车公司的贸易合作伙伴向战略合作伙伴转型，成为行业领先的汽车贸易综合服务商。

图12: 公司主要业务介绍



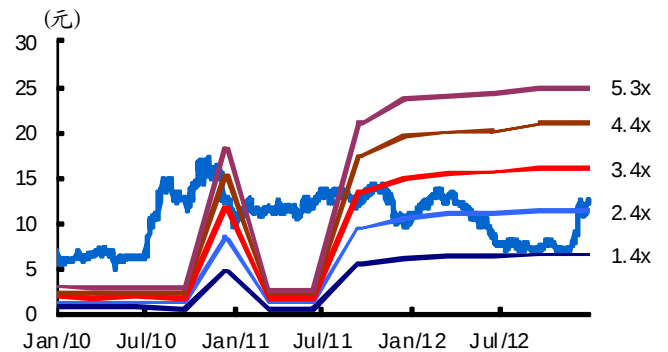
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 国机汽车历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 14: 国机汽车历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6524	12705	17544	16338	19774
现金	3127	7463	5000	8566	10593
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6	1280	1879	2261	2673
应收款项	44	34	195	235	278
其它应收款	0	292	125	151	178
存货	2273	1994	9122	3657	4317
其他	1074	1642	1222	1469	1735
非流动资产	1286	1839	1580	1522	1463
长期股权投资	122	193	185	185	185
固定资产	412	670	637	606	569
无形资产	63	125	113	102	91
其他	689	851	646	630	617
资产总计	7811	14543	19124	17860	21237
流动负债	5610	11622	15715	13732	16226
短期借款	3556	6993	8400	5000	6000
应付账款	838	905	3660	4401	5196
预收账款	185	1091	793	954	1126
其他	1032	2633	2862	3377	3904
长期负债	143	235	224	224	220
长期借款	2	90	90	90	90
其他	142	145	134	134	130
负债合计	5754	11857	15939	13956	16446
股本	818	560	560	560	560
资本公积金	468	943	943	943	943
留存收益	640	991	1492	2190	3050
少数股东权益	131	192	190	211	238
母公司所有者权益	1926	2494	2996	3694	4553
负债及权益合计	7811	14544	19125	17861	21237

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	(1704)	715	(3649)	7132	1166
净利润	287	493	501	698	859
折旧摊销	0	0	118	108	99
财务费用	0	0	255	120	98
投资收益	0	0	(22)	(3)	(3)
营运资金变动	0	0	(4687)	6193	72
其它	(1991)	222	187	16	41
投资活动现金流	(29)	(580)	7	(50)	(40)
资本支出	0	0	(50)	(50)	(40)
其他投资	(29)	(580)	57	0	0
筹资活动现金流	2083	1109	1179	(3517)	901
借款变动	0	0	1407	(3400)	1000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	2083	1109	(229)	(117)	(99)
现金净增加额	351	1244	(2463)	3566	2027

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	33842	50821	62633	75361	89092
营业成本	33024	49313	60999	73351	86604
营业税金及附加	24	38	47	56	67
营业费用	283	487	451	543	704
管理费用	188	366	282	339	445
财务费用	(4)	(107)	255	120	98
资产减值损失	(1)	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	89	18	22	3	3
营业利润	415	738	621	955	1177
营业外收入	7	13	12	6	5
营业外支出	2	2	2	2	1
利润总额	420	748	631	959	1181
所得税	124	207	133	240	295
净利润	296	541	499	720	886
少数股东损益	9	48	(2)	22	27
母公司所有者净利润	287	493	501	698	859
EPS (元)	0.35	0.88	0.90	1.25	1.53

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	139%	50%	23%	20%	18%
营业利润	75%	78%	-16%	46%	20%
净利润	105%	72%	2%	33%	20%
获利能力					
毛利率	2.4%	3.0%	2.6%	2.7%	2.8%
净利率	0.8%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%
ROE	14.9%	19.8%	16.7%	18.2%	17.9%
ROIC	5.2%	4.7%	5.9%	8.6%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	73.7%	81.5%	83.3%	78.3%	77.8%
净负债比率	45.5%	48.7%	44.4%	28.6%	28.8%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.9	0.5	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	4.3	3.5	3.3	4.2	4.2
存货周转率	19.8	23.1	11.0	11.5	21.7
应收帐款周转率	1153.9	1294.4	545.7	350.1	347.3
应付帐款周转率	45.1	56.6	26.7	18.2	18.0
每股资料(元)					
每股收益	0.35	0.88	0.90	1.19	1.43
每股经营现金	-2.08	1.28	-6.52	12.68	1.97
每股净资产	2.35	4.45	5.35	6.54	7.96
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	35.4	14.1	13.9	10.4	8.7
PB	5.3	2.8	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	26.8	15.8	13.9	10.3	9.0

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年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究6年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

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。