

行业龙头，增长无忧

——国机汽车（600335）调研简报

分析师：王雪莹

SAC NO: S1150512080003

2013年08月07日

汽车——汽车经销服务

证券分析师

王雪莹

022-28451904

machinery_bhqz@163.com

助理分析师

郑连声

022-28451131

SAC No: S1150111120002

zhengls@bhqz.com

评级：

推荐

上次评级：

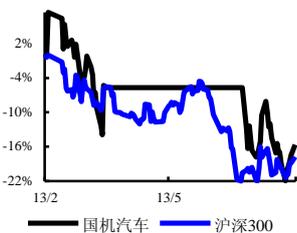
推荐

目标价格：

最新收盘价：

12.67

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 公司进口批发业务逆势增长

1) 行业层面，上半年海关汽车进口量 52.6 万辆，同比下降 10.7%，主要是受到新政府八项规定影响高端消费以及进口车去库存的影响。2) 公司层面，依靠进口福特与克莱斯勒的发力，上半年进口批发业务实现逆市增长。随着进口福特的新车陆续上市，预计进口福特今明两年将持续大幅增长；预计今年克莱斯勒进口量将保持大幅增长，大众基本与去年持平。作为多品牌进口汽车综合贸易服务商，在行业下滑时显现了出综合实力优势。

● 零售及后市场业务有望成为公司未来快速增长点

1) 在进口车市场持续去库存及上牌量增长的背景下，下半年公司的零售业务经营状况有望继续好转；2) 国内汽车后市场业务渗透率相比国外差距明显，随着汽车市场发展的不断成熟，进口车保有量的较快增长，后市场业务有望实现快速增长。特别是汽车租赁市场，公司在收购了天津良好之后，车队规模已经达到 2000 多辆，实现在京津区域的全面覆盖。公司主要面向大型企业及政府等优质客户实施长租业务，收入与盈利比较稳定。随着公司通过收购等方式快速扩大车队规模，以区域覆盖逐渐向外围市场扩张，公司汽车租赁业务有望加速增长。

● 国内汽车进口批发服务领域龙头，集成服务优势明显，强者恒强，维持“推荐”评级

公司因规模及资金优势而产生的进口全链条集成服务优势是竞争对手难以超越的。同时，公司进口批发的通道服务模式决定公司业务基本不受渠道及车市价格波动的影响。因此，公司未来在美系、法系等强势进口品牌的带动下有望保持稳健较快增长。在不考虑增发的前提下，预计公司 13-15 年实现归属母公司净利润为 7.66/9.42/10.87 亿元，同比增长 38/23/15%，每股收益为 1.37/1.68/1.94 元，目前股价对应 13 年动态 PE 为 9 倍，安全边际高，给予“推荐”评级。

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入	50,821	62,124	74,083	91,051	109,459
(+/-)%	47%	22%	19.25%	22.90%	20.22%
经营利润 (EBIT)	617	846	1115	1414	1643
(+/-)%	91%	37%	32%	27%	16%
净利润	493	556	766	942	1087
(+/-)%	131%	13%	37.84%	23.00%	15.35%
每股收益 (元)	0.88	0.99	1.37	1.68	1.94

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	7408	9105	10946	营业收入	50821	62124	74083	91051	109459
应收票据	1280	1788	1624	2120	2549	营业成本	49313	60412	71998	88399	106163
应收账款	34	96	122	152	195	营业税金及附加	38	39	44	55	66
预付款项	942	892	1324	1796	2168	销售费用	487	454	482	637	876
其他应收款	292	106	185	273	328	管理费用	366	372	444	546	711
存货	1994	11403	6904	9688	11634	财务费用	-107	219	89	172	229
其他流动资产	700	0	-152	-504	-1089	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	营业利润	738	630	1032	1248	1420
在建工程	66	28	64	72	71	营业外收支净额	11	29	15	18	21
工程物资	0	0	0	0	0	税前利润	748	659	1047	1266	1441
无形资产	125	124	118	112	106	减: 所得税	207	149	262	316	360
长期待摊费用	100	228	216	201	183	净利润	541	510	785	949	1080
资产总计	14543	19013	19482	24692	28774	归属于母公司的净利润	493	556	766	942	1087
短期借款	6993	8349	8545	11023	10987	少数股东损益	48	-46	19	7	-6
应付票据	1796	4241	2959	3875	4945	基本每股收益	0.88	0.99	1.37	1.68	1.94
应付账款	905	2750	2959	3148	4303	稀释每股收益	0.88	0.99	1.37	1.68	1.94
预收款项	1091	1306	1898	2627	3502	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
应付职工薪酬	103	116	131	157	188	成长性					
应交税费	140	-1351	-1351	-1351	-1351	营收增长率	46.7%	22.2%	19.3%	22.9%	20.2%
其他应付款	489	220	220	220	220	EBIT 增长率	91.1%	37.3%	31.7%	26.9%	16.2%
长期借款	90	107	107	107	107	净利润增长率	130.9%	12.7%	37.8%	23.0%	15.4%
负债合计	11857	15900	15632	19970	23065	盈利性					
股东权益合计	2686	3113	3850	4723	5709	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%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	541	510	785	949	1080	ROE	18.4%	17.9%	19.9%	20.0%	19.0%
折旧与摊销	107	140	89	94	98	ROIC	4.50%	5.60%	6.62%	6.63%	7.27%
经营活动现金流	715	-5354	4781	-445	2273	估值倍数					
投资活动现金流	-580	-178	-110	-88	-74	PE	15.3	13.5	9.8	8.0	6.9
融资活动现金流	1109	5207	60	2230	-359	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金净变动	1244	-325	4732	1697	1841	P/B	2.80	2.42	1.95	1.59	1.32
期初现金余额	3371	7463	2677	7408	9105	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	1.3%
期末现金余额	4614	7138	7408	9105	10946	EV/EBITDA	10.1	13.6	7.4	6.4	4.5

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：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。

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@bhzq.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@bhzq.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