

强烈推荐-A (维持)

国机汽车 600335.SH

目标价格: 18.6-22.4 元

当前股价: 12.9 元

2013 年 8 月 7 日

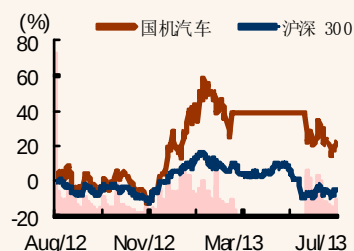
竞争优势稳固，持续成长可期

基础数据

上证综指	2029
总股本(万股)	56000
已上市流通股(万股)	27596
总市值(亿元)	65
流通市值(亿元)	32
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	20.3
资产负债率	80.9%
主要股东	中国机械工业集团有
主要股东持股比例	62.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-13	27
相对表现	-3	5	31



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《国机汽车-竞争优势明显，未来业绩可期》2013/01/21

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠
tangnan@cmschina.com.cn
S1090511080002

方小坚
fangxj1@cmschina.com.cn
S1090513030003

近期我们调研了国机汽车，公司各项业务推进良好。进口批发业务竞争力强，未来持续快速增长可期；零售业务上半年已盈亏平衡，有外延并购可能发展将提速；后市场业务发展空间广阔，贡献度不断上升。我们认为市场给公司进口批发业务估值过低，整体合理估值有 104-125 亿元，对应股价 18.6-22.4 元。小幅上调今年盈利预测，预计 2013 年 EPS 达到 1.43 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ **进口批发竞争力强，业绩持续增长可期。**公司为客户提供汽车进口批发全产业链、高效低成本服务，和客户关系稳固，在行业里具备独特的竞争力。公司进口批发业务不承担库存和价格波动风险，面临风险小。公司代理品牌接连发力保证成长性，克莱斯勒、福特在规模上有望成为下一个“进口大众”，而进口大众经过短暂调整后良好成长性仍可期待。

□ **零售业务借助批发优势，积极稳健拓展。**2012 年汽车经销行业不景气，公司稳健扩张仅新增 5 家新店。2013 年公司可能借助资本市场平台，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 年将出现较好改善。

□ **后市场业务发展空间广阔，是中长期发展看点。**公司积极开拓汽车租赁、二手车经营和汽车改等后市场业务领域，不断延伸服务链条，增加新的利润增长点。公司 2012 年后市场业务收入 1.7 亿元，贡献净利润达到 2,000 万元，预计今年可超过 3,000 万元。

□ **投资建议与风险提示。**我们对公司三项业务分开估值，进口批发业务具备良好的成长性，向下风险小，应该享受较高的估值水平。不考虑人民币升值带来财务费用的减少，今年进口批发业务净利润预计有 7 亿元，该项业务给予 12-15 倍合理估值，估值应有 84-105 亿元；零售板块业务规模不大，我们按照经销商行业平均 0.25 倍静态 PS 来估值，公司零售板块估值约 13 亿元；后市场业务空间广阔成长性好，预计今年净利润贡献超过 3,000 万元，估值约 7 亿元。对公司各项业务估值进行加总，我们认为公司当前合理估值达到 104-125 亿元，对应现在股价为 18.6-22.4 元。预计 2013 年 EPS 将达到 1.43 元，维持“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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	50821	62124	75355	89079	103248
同比增长	50%	22%	21%	18%	16%
营业利润(百万元)	738	630	1111	1264	1541
同比增长	78%	-15%	76%	14%	22%
净利润(百万元)	493	556	801	901	1085
同比增长	72%	13%	44%	13%	20%
每股收益(元)	0.88	0.99	1.43	1.61	1.94
PE	14.7	13.0	9.0	8.0	6.7
PB	2.9	2.4	1.9	1.5	1.3

资料来源: 公司数据、招商证券

一、进口批发竞争力强，业绩持续增长可期	3
1、公司是竞争力强的多品牌进口汽车综合贸易服务商	3
1) 经历转型成为唯一的进口汽车综合贸易服务商	3
2) 公司协助客户开拓市场成效显著，合作关系稳固	4
3) 作为进口贸易服务商，不承担进口车库存和价格波动风险	4
4) 作为进口贸易服务商，盈利受汇率波动影响	5
2、代理品牌接连发力，批发业务持续增长可期	6
1) 进口大众今年处于调整期，仍看好增长前景	6
2) 克莱斯勒 SUV 市场发力，维持高速增长水平	6
3) 进口福特凭借渠道优势，未来高速增长确定	7
4) 捷豹路虎 SUV 王者，在华扩张迅速	7
5) 通用等项目是未来潜力增长点	8
二、零售业务借助批发优势，积极稳健拓展	9
三、后市场业务前景广阔，发展势头良好	9
四、投资建议与风险提示	10
附录：公司业务资料	11
1) 进口汽车批发、汽车零售业务是核心业务	11
2) 汽车租赁、二手车和物流商贸园区等是延伸业务	11
图 1: 2005-2012 年行业海关进口量	3
图 2: 2005-2012 年国机汽车批发进口销售量	3
图 3: 国机汽车提供产品服务链式图	4
图 4: 2010 年至今人民币对美元汇率走势	5
图 5: 2008-2012 年公司销售进口大众数量	6
图 6: 2008-2012 年公司销售克莱斯勒数量	7
图 7: 国内捷豹路虎历年销量	8
图 8: 公司主要业务介绍	12
表 1: 2010-2012 年财务费用明细	5
表 2: 公司分项业务盈利预测	10
附：财务预测表	13

一、进口批发竞争力强，业绩持续增长可期

1、公司是竞争力强的多品牌进口汽车综合贸易服务商

1) 经历转型成为唯一的进口汽车综合贸易服务商

国机汽车成为唯一的多品牌进口汽车综合贸易服务商有其特殊的历史背景。

中进汽贸是国机汽车旗下从事批发业务子公司，成立于 1993 年，当时主要任务是引导进口车市场，在此阶段中进汽贸掌握着汽车进口配额许可证资源，该资源在入世后国内对进口车需求大增的环境下尤为稀缺，中进汽贸仅靠垄断的配额许可证就获益颇丰。

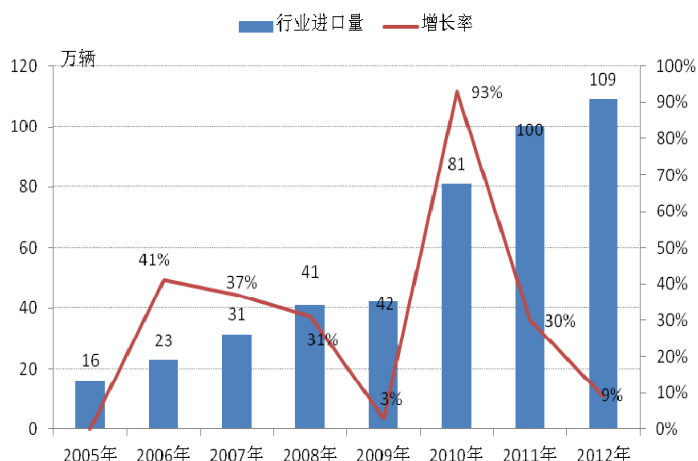
国家于 2005 年取消进口配额管理制度，由签发制取代进口汽车配额制度，取消原先进口汽车数量上限制，实施汽车自动进口许可管理。这种情况下中进汽贸原享有的政策优势不复存在，中进汽贸被迫走上转型之路。

靠着在汽车进口贸易领域丰富的专业背景、通畅的政府关系和雄厚的资金实力，中进汽贸在 2005 年拿到了进口大众独家进口代理权。接下来几年，中进汽贸致力于成为多品牌综合贸易服务商，与捷豹路虎、克莱斯勒、福特和通用等品牌合作批发进口业务。

从发展轨迹可以看出，公司的进口批发业务主要随着大众和克莱斯勒等客户对华的汽车出口业务而发展壮大。其成长为多品牌综合贸易服务商，与主要客户自 2005 年后在华开始发力出口业务密切相关。

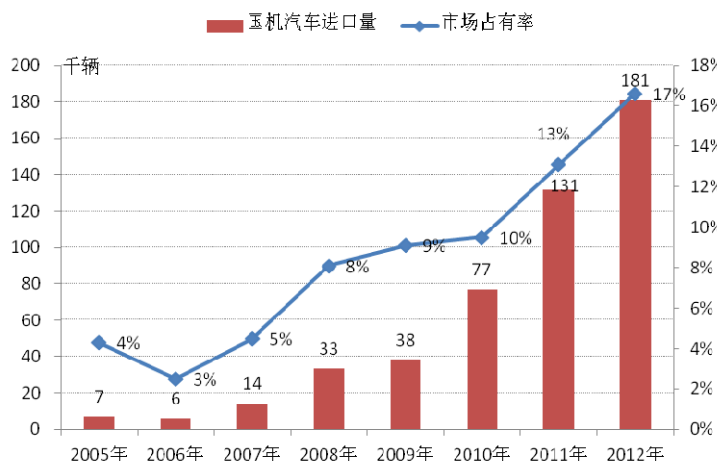
对于奥迪、宝马、奔驰等主要汽车进口品牌，在国机汽车转型之前就打通各种环节，进口量已具备相当规模，因此就没有与国机汽车展开合作。而对于国机汽车的其他竞争者来说，因为能提供的服务链条少，不具备综合优势，所以难以在行业里拓展新客户而发展壮大，国机汽车在进口领域的综合优势无人可及。

图1：2005-2012年行业海关进口量



资料来源：中进汽贸、招商证券

图2：2005-2012年国机汽车批发进口销售量



资料来源：中进汽贸、招商证券

2) 公司协助客户开拓市场成效显著，合作关系稳固

公司在开发新客户上具有独特优势。因为中进汽贸突出的专业背景、政府关系和资金实力，跨国公司在进入中国市场时往往愿意和中进汽贸合作。从早期的进口大众、克莱斯勒，到两年前福特项目，以及最近的西雅特和 Telsa 项目，在开发中国市场时，都和公司进行合作。

公司和客户之间具有稳固的合作关系。公司和客户在开发中国市场之初就开始合作，通过全链条、嵌入式、专业化服务体系，与客户在业务、财务、IT 等领域进行融合，具备较强的粘性。同时，公司协助客户协调产业链上下游共同应对市场变化，大力拓展经销商融资业务，有效缓解了经销商的资金压力，进一步增进了和客户的合作关系。

公司在 2012 年承担了进口大众的高库存压力，这反映了公司资金融通方面上的一大优势。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，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。

3) 作为进口贸易服务商，不承担进口车库存和价格波动风险

公司作为批发环节的综合服务商，为客户提供车型引进、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，收入与进口汽车量直接相关，并不承担进口汽车的价格波动风险。同时，公司利用自身雄厚的资金实力，对客户汽车的海关进口量和终端销量之差造成的库存的进行吸纳缓冲，在这一环节会占用资金产生利息支出。公司对客户压库造成的成本没有理由承担，客户会对公司额外付出的财务费用进行弥补，公司负担的超期库存可以视为对客户提供的财务支出服务。

图3：国机汽车提供产品服务链式图



资料来源：中进汽贸、招商证券

4) 作为进口贸易服务商，盈利受汇率波动影响

公司作为进口贸易商，对客户结算采用美元，盈利会受到汇率波动影响，当人民币对美元升值时，公司会受益，反之会受损。从以下图表可以看出，2010 年下半年人民币升值进程加速，2010、2011 年两年公司有汇兑收益。而 2012 年 Q3 之前人民币对美元贬值，公司承担汇兑损失，之后人民币又进入升值通道，公司获得汇兑收益。

图4：2010年至今人民币对美元汇率走势



资料来源：WIND 资讯、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 年汇兑收益为 -318 万元。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。因此，当人民币升值时，汇兑损益对公司业绩贡献不应夸大。而当人民币贬值时，公司会利用金融产品来对冲风险。

表 1：2010-2012 年财务费用明细

单位（万元）	2010 年	2011 年	2012 年	2012 年 H1	2012 年 H2
利息支出	11,532	23,256	40,333	19,889	20,444
减：利息收入	7,267	15,828	21,559	13,086	8,473
汇兑损益	-4,461	-21,770	-318	1,354	-1,672
其他	1,566	3,691	3,394	2,153	1,241
合计	1,370	-10,651	21,850	10,310	11,540

资料来源：公司公告、招商证券

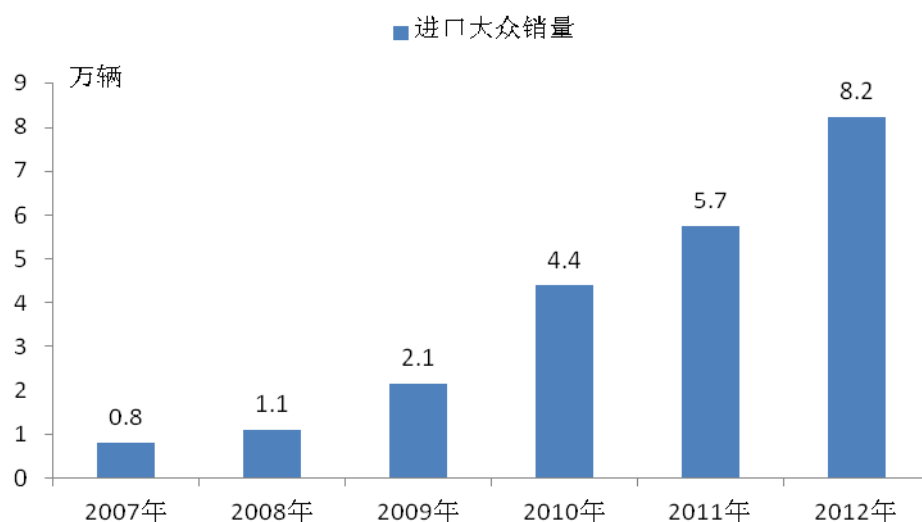
2、代理品牌接连发力，批发业务持续增长可期

1) 进口大众今年处于调整期，仍看好增长前景

进口大众 2012 年国内销量 8.2 万台，同比增长 43%，过去 6 年在国内销售从 2007 年 8,000 辆增长到 2012 年 8.2 万辆，CAGR 为 47.4%。由于 2012 年初大众中国对国内市场过于乐观，进口大众有大量库存积压，去年 4 季度到今年 1 季度进口大众处于库存消化阶段。到今年二季度，进口大众库存已到合理水平，销量同比去年保持平稳。

进口大众 2011 年初 87 家 4S 店，至 2013 年上半年扩张至 138 家，平均每家店 600 台销量。进口大众车型丰富，目前授权经销商数量不及奥迪、宝马和奔驰等品牌数量一半，销售渠道仍有很大扩张空间。在消化库存阶段，进口大众渠道扩张有所放缓，同时旧车型在一定程度上会影响新品供应，这都会对当前销售造成影响。经过这段时期的调整，进口大众的经销商网络扩张将会加快，增长前景值得期待。

图5：2008-2012年公司销售进口大众数量



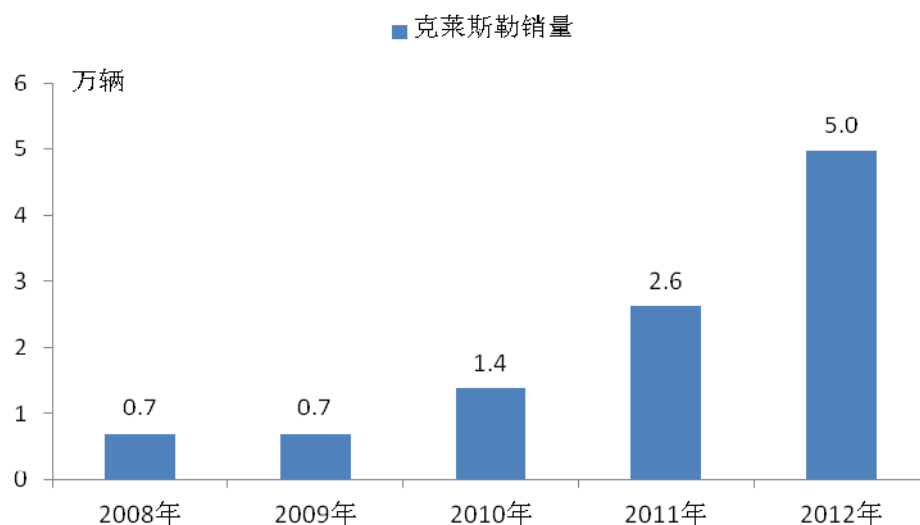
资料来源：海关数据，招商证券

2) 克莱斯勒 SUV 市场发力，维持高速增长水平

克莱斯勒进口在 2010 年开始快速增长，至 2012 年已经达到 5 万辆水平。这主要是克莱斯勒旗下 Jeep 品牌贡献。国内 SUV 市场热销势头不减，今年开始道奇品牌 SUV 产品酷威开始发力，上半年海关进口量超过 1 万台。上半年克莱斯勒品牌进口车海关进口量超过 3.5 万台，预计全年可到 8 万台。

当前克莱斯勒进口车主力产品为 Jeep 指南者和道奇酷威，占进口总量接近 80%。SUV 行业持续热销，随着自由客换代和其他新品引入，未来三年克莱斯勒仍然有望维持较高水平增长。

图6：2008-2012年公司销售克莱斯勒数量



资料来源：海关数据，招商证券

3) 进口福特凭借渠道优势，未来高速增长确定

公司于 2009 年开始与福特洽谈进口车项目，2011 年底正式进口，当年福特进口量约 2,000 台，到 2012 年底攀升至 8,000 台水平。公司今年上半年已经完成福特锐界进口、下半年有福克斯 ST、嘉年华和探险者等新车型引入中国，公司和福特中国的合作关系不断深化。2013 年上半年福特进口量已经达到 1 万辆，预计全年能超过 2 万辆。

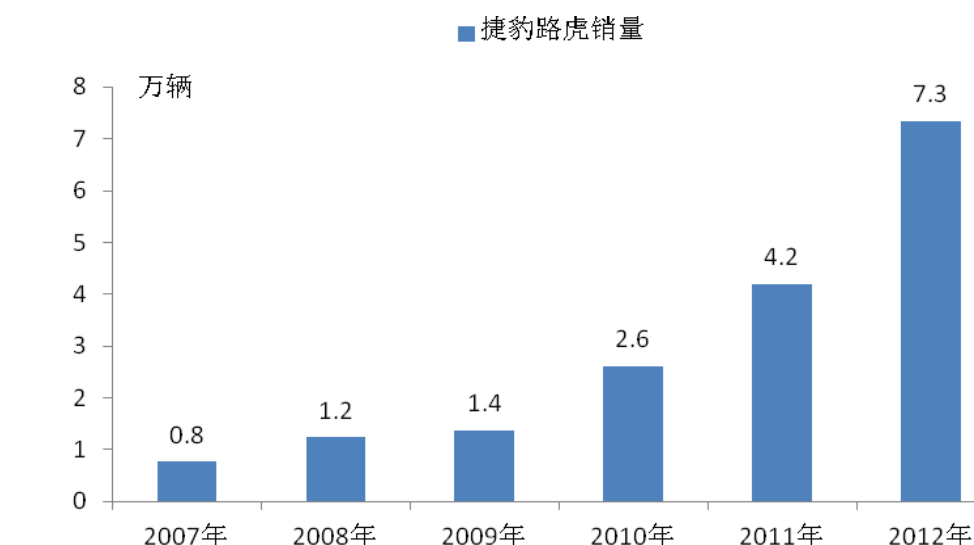
福特进口车销售采用长安福特的网络，在数量上有着明显的优势。长安福特在国内的 4S 点数目有 450 家，目前选取约百家 4S 店销售进口车，而且这一销售网络还在不断扩大中。进口福特凭借长安福特广大的渠道优势和持续的新产品引入，未来三年高速增长确定。

4) 捷豹路虎 SUV 王者，在华扩张迅速

捷豹路虎作为高端 SUV 和跑车品牌，旗下揽胜极光、神行者、发现者和 XF 产品畅销国内市场。捷豹路虎在华不断扩张销售网络为强力拉动了销量增长。2010 年中该品牌在全国 37 家 4S 店，2011 年底扩张至 85 家，截至 2013 年 4 月份，其在华签约授权经销商数量已达 163 家，其中 116 家已投入运营。捷豹路虎计划 2015 年国内合资生产，其经销商网络会不断扩张，可以预期进口车销量未来仍会保持良好增速。

国机汽车是捷豹路虎在北方区的批发业务代理，近两年为该品牌批发代理量增速在 20% 左右，预计未来有望保持较好增长。

图7：国内捷豹路虎历年销量



资料来源：捷豹路虎网站，招商证券

5) 通用等项目是未来潜力增长点

2012 年通用进口车受国内对美国双反影响较大，别克昂科雷和雪佛兰科迈罗同比出现较大幅度下滑。通用在今年 4 月份表示将重点关注豪华车市场，将通过导入新品、建设专属工厂等手段进一步提升其在中国的销量。通用计划从现在到 2016 年每年引进一款新车国产，从而将凯迪拉克全球产品线全面引入中国市场。一般来说，外资品牌在引进新车之前，会通过进口方式来测试市场反应。**我们认为通用的进口车战略将会加强，这将给公司拓展通用中国进口批发业务带来机会。**事实上从今年上半年海关进口数据可以看出，凯迪拉克 SRX 进口量已经到 9500 辆。

在新客户拓展方面，国机汽车已参与到大众西雅特品牌进口项目，与 Tesla 电动车在华销售事宜也在合作探讨中。现阶段公司主要服务从天津港进关的客户，随着公司在洋山港和黄埔港相关设施的完善，其服务现有客户和开发新客户能力将会进一步提高。

综上所述，通过分析国机汽车进口业务各项目情况，我们认为未来三年公司批发业务能保持快速增长水平。克莱斯勒和福特项目是明确的爆发点，进口大众经过调整，将会重回增长轨道前景良好，通用等项目是未来潜力增长点值得期待。

二、零售业务借助批发优势，积极稳健拓展

2012 年汽车经销行业低迷，进口汽车面临较大去库存压力，公司放缓节奏谨慎扩张，仅新增 5 家新店，收入 53.3 亿元，同比增长 25.9%，毛利率减少 2.5 个百分点至 4.6%。公司近年来新开 4S 店有一定程度亏损，但大部分 4S 店店龄超过 4 年，抗风险能力较强，在去年行业不利情况下，零售业务整体上处于盈亏平衡状态。

零售板块是公司完善产业链、提升盈利能力重要一环，公司积极推进“批发+零售”商业模式，发力高端品牌零售网络扩张。2012 年，公司成功取得唐山宾利、北京捷豹路虎、天津克莱斯勒等品牌授权，进一步巩固了公司在进口大众、克莱斯勒等品牌的规模优势，以及在京津唐及其周边地区的区域优势。2013 年公司或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，零售板块业务比重将获得提升。

三、后市场业务前景广阔，发展势头良好

公司积极开拓汽车后市场业务领域，不断延伸服务链条，增加新的利润增长点。汽车租赁、二手车经营和汽车改装是公司主要涉及的后市场业务。2012 年全年汽车后市场业务收入达 1.7 亿元，毛利率 35.6%，估计贡献净利润超过 2,000 万元。

汽车租赁业务方面，政府和国企公务用车转向租赁给公司汽车租赁业务带来机遇，公司进一步巩固“高端客户长期租赁”业务，推出多项产品创新确立行业优势地位。2012 年公司汽车租赁业务收入同比增长 32%，利润增幅远超收入增长。2012 年底增资天津良好汽车租赁为该项业务规模化、异地扩张打开全新局面。

二手车业务方面，公司积极进行模式创新和流程再造，发挥 Das WeltAuto 二手车批发与分销中心效应，积极在北京以外区域建设网点，二手车交易量相比去年有很大提升。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%；

汽车改装业务方面，公司进一步深化与 ABT 的合作，采取与知名改装件制造企业联盟形式，为主机厂畅销车型提供从设计到生产的全套改装解决方案，满足消费者个性化改装需求。中国豪华车消费者显现出对定制和改装的强烈需求，这—个性化消费升级趋势对目前占主流的欧系改装车型是利好。预计未来三年国内改装车产业将以每年不低于 20% 的速度递增，而进口改装业务增长将高于国内改装车整体平均增速。2012 年公司改装业务实现营业收入同比增长 21.5%，并有较好的盈利能力。

四、投资建议与风险提示

国机汽车业务主要分为进口批发代理业务、零售业务以及后市场业务，三项业务规模和成长性有较大差异，我们分开进行估值：

进口批发业务方面，我们上述分析认为，该业务属于贸易服务，不同于经销商行业，无需承担价格波动风险和库存压力，具有稳定的特点。公司在汽车进口批发行业具有独特的竞争优势，与客户合作关系深入而稳定，随着优质客户一起成长。

公司和进口大众项目合作相当成功，该项目未来仍有良好的增长前景，而克莱斯勒和福特在产品和渠道上具备优势，未来可成为下一个“进口大众”。总的来说公司进口批发业务具备良好的成长性，向下风险小，应该享受较高的估值水平。不考虑人民币升值带来财务费用的减少，今年进口批发业务净利润预计有 7 亿元，该项业务给予 12-15 倍合理估值，估值应有 84-105 亿元。

公司零售板块业务规模不大，2012 年收入在 53 亿元。零售业务波动性较大，我们按照经销商行业平均 0.25 倍静态 PS 来估值，公司零售板块估值在 13 亿元左右。

后市场业务发展前景广阔，而且盈利能力较强。公司 2012 年后市场业务收入 1.7 亿元，贡献净利润达到 2,000 万元，预计今年可超过 3,000 万元。考虑到后市场业务良好的持续成长性，给予 2013 年 25 倍 pe 估值，合理价值在 7.5 亿元。

对公司各项业务估值进行加总，我们认为公司当前合理估值达到 **104-125 亿元**，对应股价为 **18.6-22.4 元**。我们预计 2013、2014 年公司营业收入分别为 752 和 889 亿元，净利润分别为 8 和 9 亿元（今年有出售华夏银行股权一次性收益 7,000 万），EPS 分别为 1.43 和 1.61 元，目前股价对应 2011-2014 年 PE 分别为 9 和 8 倍，维持“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 2：公司分项业务盈利预测

营业收入(亿元)	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 E	2014E	2015 年 E
汽车批发及贸易服务	304.7	458.7	564.7	672.0	793.0	919.9
汽车零售服务	36.3	42.3	53.3	77.3	92.8	106.7
其他业务	0.8	1.3	1.7	2.7	3.5	4.4
主营业务收入合计	335.9	502.4	619.8	752.1	889.3	1031.0
同比增长		48.5%	23.6%	23.1%	20.0%	15.9%
毛利率	2.4%	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%

资料来源：公司公告，招商证券

附录：公司业务资料

国机汽车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 2012 年，中进汽贸营业收入从 89 亿元增至约 565 亿元，年复合增长率约为 58.7%。

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%。

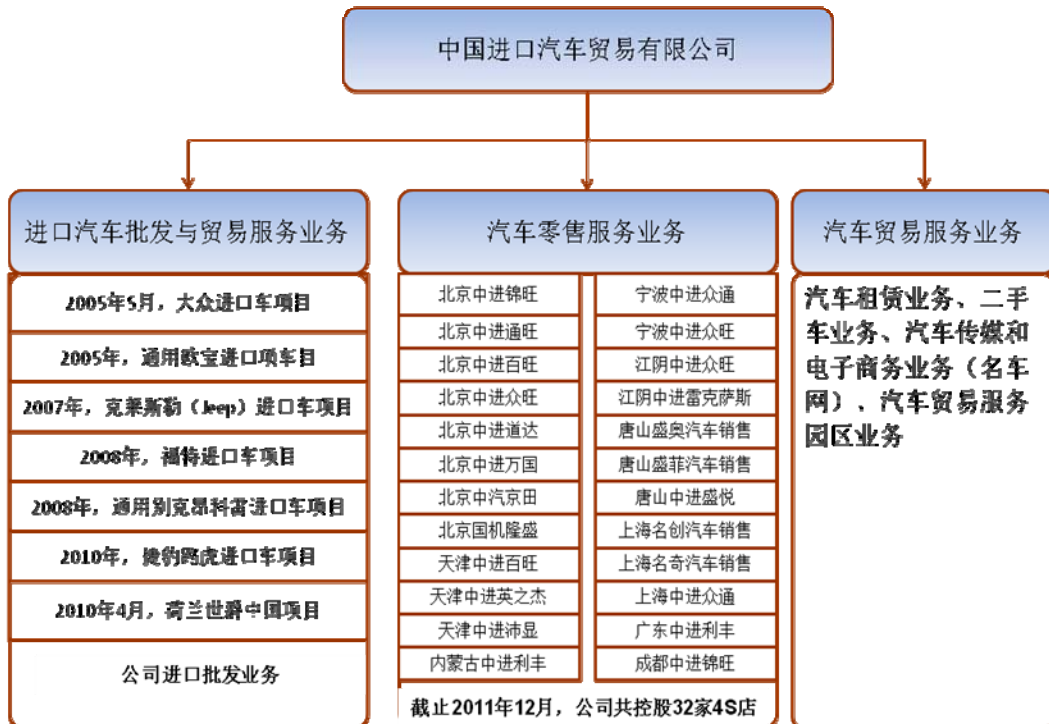
同时，中进汽贸积极加强与跨国汽车公司业务合作，在全国重点区域开拓汽车零售业务，公司 4S 店数量逐年增加，2011 年 7 月控股 24 家，2011 年底 32 家，2012 年底达到 36 家，公司未来将不断推动批发、零售业务的纵深发展。

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。

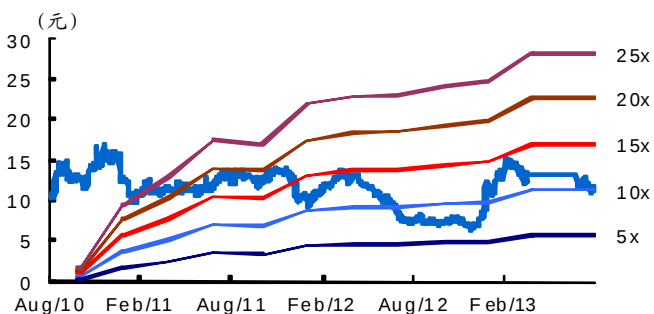
综上所述，中进汽贸通过打造进口汽车批发、零售和贸易服务的全产业链业务，不断提升贸易服务产业链增值能力，为跨国汽车公司在中国市场的开拓和发展提供专业服务和有力支持。中进汽贸正在从各大跨国汽车公司的贸易合作伙伴向战略合作伙伴转型，成为行业领先的汽车贸易综合服务商。

图8: 公司主要业务介绍



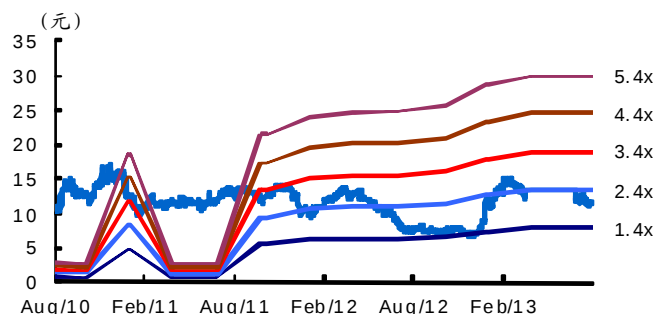
资料来源: 公司公告、招商证券

图9: 国机汽车历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图10: 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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	12705	16963	16018	19502	22244
现金	7463	2677	8259	10334	11620
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1280	1788	2261	2672	3097
应收款项	34	96	235	278	322
其它应收款	292	106	151	178	206
存货	1994	11403	3647	4308	4992
其他	1642	892	1465	1731	2006
非流动资产	1839	2050	1888	1855	1828
长期股权投资	193	182	185	185	185
固定资产	670	840	881	896	909
无形资产	125	124	112	101	90
其他	851	903	710	673	644
资产总计	14544	19014	17907	21358	24073
流动负债	11622	15660	13710	16206	17755
短期借款	6993	8349	5000	6000	6000
应付账款	905	2750	4389	5186	6008
预收账款	1091	1306	951	1124	1302
其他	2633	3257	3369	3897	4445
长期负债	235	240	241	237	237
长期借款	90	107	107	107	107
其他	145	133	134	130	130
负债合计	11857	15900	13950	16443	17992
股本	560	560	560	560	560
资本公积金	943	910	910	910	910
留存收益	991	1498	2298	3199	4284
少数股东权益	192	146	188	245	327
母公司所有者权益	2494	2968	3769	4669	5754
负债及权益合计	14544	19014	17907	21358	24073

现金流量表

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	715	(5354)	9141	1303	1440
净利润	493	556	801	901	1085
折旧摊销	0	0	170	163	156
财务费用	0	0	147	104	33
投资收益	0	0	(80)	(10)	(10)
营运资金变动	0	0	7862	73	79
其它	222	(5909)	241	72	96
投资活动现金流	(580)	(178)	(147)	(130)	(130)
资本支出	0	0	(150)	(130)	(130)
其他投资	(580)	(178)	3	0	0
筹资活动现金流	1109	5207	(3412)	902	(23)
借款变动	0	0	(3349)	1000	0
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	1109	5207	(63)	(98)	(23)
现金净增加额	1244	(325)	5583	2075	1287

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	50821	62124	75355	89079	103248
营业成本	49313	60412	73156	86425	100134
营业税金及附加	38	39	56	67	103
营业费用	487	454	550	695	826
管理费用	366	372	414	534	619
财务费用	(107)	219	147	104	33
资产减值损失	3	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	18	10	80	10	10
营业利润	738	630	1111	1264	1541
营业外收入	13	31	15	15	15
营业外支出	2	2	2	1	1
利润总额	748	659	1124	1278	1555
所得税	207	149	281	319	389
净利润	541	510	843	958	1167
少数股东损益	48	(46)	42	57	82
母公司所有者净利润	493	556	801	901	1085
EPS (元)	0.88	0.99	1.43	1.61	1.94

主要财务比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	50%	22%	21%	18%	16%
营业利润	78%	-15%	76%	14%	22%
净利润	72%	13%	44%	13%	20%
获利能力					
毛利率	3.0%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%
净利率	1.0%	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%
ROE	19.8%	18.7%	21.2%	19.3%	18.9%
ROIC	4.7%	5.7%	10.4%	9.3%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	81.5%	83.6%	77.9%	77.0%	74.7%
净负债比率	48.7%	44.5%	28.5%	28.6%	25.4%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.4	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	3.5	3.3	4.2	4.2	4.3
存货周转率	23.1	9.0	9.7	21.7	21.5
应收帐款周转率	1294.4	953.2	454.9	347.3	344.1
应付帐款周转率	56.6	33.1	20.5	18.1	17.9
每股资料(元)					
每股收益	0.88	0.99	1.43	1.61	1.94
每股经营现金	1.28	-9.56	16.32	2.33	2.57
每股净资产	4.45	5.30	6.73	8.34	10.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	14.7	13.0	9.0	8.0	6.7
PB	2.9	2.4	1.9	1.5	1.3

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。