

国机汽车 600335.SH

估值偏低，业绩增长确定



投资要点

- **业绩符合预期。**前三季度营业收入 519.4 亿元，同比增长 17%，实现归属净利润 5.4 亿元，同比增长 63.5%，对应每股收益 0.96 元。其中三季度收入 187.6 亿元，同比增长 24.3%，归属净利润 1.54 亿元，同比增长 11.5%，单季 EPS0.27 元。三季度业绩略低预期，主要原因是毛利率下降、实际所得税率同比大幅上升。
- **单季财务费用环比增加影响盈利增长。**三季度毛利率 2.8%，单季环比持平。期间费用方面，受汇兑损失增加影响，单季财务费用 7008 万元，较 2 季度环比净增加 1.1 亿元，成为三季度业绩环比下滑的主要原因（三季度利润总额环比下降 6691 万元）。新建店陆续开业、人员和经营规模扩大，致 3 季度管理费用同比上升 44.2%，环比 2 季度提高 8.2%。销售费用控制良好，环比降低 13.4%。
- **单季经营现金净流出好于同期水平。**前三季度每股经营现金净流出 3.26 元，好于上年同期（每股净流出 12.1 元），三季单季净流出 3.86 元。经营性应收款合计较 6 月末净增 1.6 亿元，应收增加主因是预付厂家进口购车款增加，期末预付账款同期增加 2.9 亿元。相比 2 季度，3 季末存货微幅上行。
- **进口车业务具备持续增长的有利环境，零售板块盈利有望继续提升。**进口车批发业务将受益于进口车销量高增长的行业趋势，公司进口主要集中于大众、福特、克莱斯勒等非日系品牌，不受日系车市场份额不确定性影响，进口车业务规模及盈利相对稳定，预计明年批发量有望继续实现 20% 以上增长。零售及售后服务业务定位服务商角色，预计在新建店销售稳定后，盈利有望逐步提升。

财务与估值

- 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 1.43、1.69、2.07 元，参考可比公司估值水平，给予 13 年 12.5 倍 PE 估值，对应目标价 17.87 元，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。

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	1,037	1,315	1,609
同比增长	2307.3%	-14.6%	64.6%	26.8%	22.4%
归属母公司净利润 (百万元)	493	556	802	947	1,157
同比增长	1604.0%	12.7%	44.4%	18.1%	22.2%
每股收益 (元)	0.88	0.99	1.43	1.69	2.07
毛利率	3.0%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%
净利率	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
净资产收益率	35.5%	20.4%	23.8%	22.5%	22.4%
市盈率 (倍)	18.1	16.0	11.1	9.4	7.7
市净率 (倍)	3.6	3.0	2.4	1.9	1.6

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。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2013 年 11 月 01 日)	15.92 元
目标价格	17.87 元
52 周最高价/最低价	17.21/8.47 元
总股本/流通 A 股 (万股)	56,000/27,596
A 股市值 (百万元)	8,915
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2013 年 11 月 04 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-1.8	7.8	38.6	55.5
相对表现 (%)	-2.5	8.8	32.3	51.7
沪深 300 (%)	0.7	-1.0	6.2	3.8



资料来源：WIND、东方证券研究所

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

联系人 王浩
021-63325888*7537
wanghao1@orientsec.com.cn

相关报告

预计下半年盈利能力有望继续提升 2013-08-27
进口车批发业务逆市增长，估值有望提升 2013-08-06
中期业绩远超预期，上调全年业绩预测 2013-07-12

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申明。

表 1：公司业绩分析（单季度）

百万元	单季度数据						
	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012	1Q2013	2Q2013	3Q2013
营业收入	15104.08	14193.69	15094.78	17731.15	15432.08	17742.06	18762.60
同比增速 (%)	13.5%	5.4%	51.4%	26.0%	2.2%	25.0%	24.3%
营业成本	14711.07	13901.57	14634.31	17164.63	15098.28	17252.44	18229.97
同比增速 (%)	13.0%	7.4%	52.8%	24.6%	2.6%	24.1%	24.6%
主营业务利润	393.02	292.12	460.47	566.52	333.80	489.62	532.63
同比增速 (%)	33.7%	-44.8%	18.0%	92.1%	-15.1%	67.6%	15.7%
毛利率 (%)	2.6%	2.1%	3.1%	3.2%	2.2%	2.8%	2.8%
营业税金及附加	8.49	9.74	8.96	12.30	8.43	7.65	9.35
同比增速 (%)	109.1%	20.1%	-16.6%	-18.8%	-0.7%	-21.5%	4.4%
销售费用	128.16	61.40	128.17	136.13	91.09	142.98	123.81
同比增速 (%)	4.4%	-78.1%	24.1%	123.4%	-28.9%	132.9%	-3.4%
销售费用率 (%)	0.8%	0.4%	0.8%	0.8%	0.6%	0.8%	0.7%
管理费用	71.08	61.43	89.85	150.01	70.59	119.79	129.60
同比增速 (%)	9.6%	-11.7%	-38.5%	2578.5%	-0.7%	95.0%	44.2%
管理费用率 (%)	0.5%	0.4%	0.6%	0.8%	0.5%	0.7%	0.7%
财务费用	76.88	26.22	77.15	38.25	39.30	-39.69	70.08
同比增速 (%)	-3333.1%	-677.8%	-773.4%	-143.4%	-48.9%	-251.4%	-9.2%
财务费用率 (%)	0.5%	0.2%	0.5%	0.2%	0.3%	-0.2%	0.4%
期间费用	276.12	149.05	295.17	324.39	200.99	223.07	323.49
同比增速 (%)	49.1%	-56.9%	24.1%	-1602.6%	-27.2%	49.7%	9.6%
期间费用率 (%)	1.8%	1.1%	2.0%	1.8%	1.3%	1.3%	1.7%
资产减值损失	0.00	-0.19	-0.01	8.30	-0.13	0.22	-0.75
同比增速 (%)	-100.0%	-112.1%	-99.0%	227.1%	847133.9%	-215.8%	8537.0%
投资收益	2.29	9.70	-3.08	1.18	71.93	13.47	14.99
同比增速 (%)	103.2%	4355.4%	-118.0%	-294.5%	3042.2%	38.8%	-586.2%
营业利润	110.69	143.22	153.27	222.71	196.44	272.14	215.52
同比增速 (%)	4.8%	-17.8%	-3.9%	-25.3%	77.5%	90.0%	40.6%
营业外净收入	2.23	3.92	1.62	20.86	9.42	14.87	4.58
同比增速 (%)	41.9%	203.6%	-21.6%	261.0%	322.3%	279.5%	183.5%
利润总额	112.92	147.14	154.88	243.57	205.85	287.02	220.10
同比增速 (%)	5.3%	-16.2%	-4.1%	-19.9%	82.3%	95.1%	42.1%
税前利润率 (%)	0.7%	1.0%	1.0%	1.4%	1.3%	1.6%	1.2%
所得税费用	32.31	50.36	30.57	35.36	50.23	73.12	72.72
同比增速 (%)	3.9%	12.9%	-8.9%	-63.9%	55.4%	45.2%	137.9%
实际税率 (%)	28.6%	34.2%	19.7%	14.5%	24.4%	25.5%	33.0%

净利润	80.61	96.78	124.31	208.20	155.63	213.90	147.38
同比增速 (%)	5.9%	-26.1%	-2.9%	1.1%	93.1%	121.0%	18.6%
销售净利率 (%)	0.5%	0.7%	0.8%	1.2%	1.0%	1.2%	0.8%
归属于母公司股东净利润	83.97	107.42	138.00	226.33	161.69	223.10	153.90
同比增速 (%)	35.3%	-2.3%	26.7%	6.8%	92.6%	107.7%	11.5%
每股收益 (元)	0.15	0.19	0.25	0.40	0.29	0.40	0.27

资料来源：东方证券研究所

表 2：公司业绩分析（季度累计）

百万元	季度累计数据						
	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012	1Q2013	2Q2013	3Q2013
营业收入	15104.08	29297.77	44392.55	62123.70	15432.08	33174.14	51936.74
同比增速 (%)	13.5%	9.4%	20.8%	22.2%	2.2%	13.2%	17.0%
营业成本	14711.07	28612.64	43246.95	60411.57	15098.28	32350.72	50580.69
同比增速 (%)	13.0%	10.2%	21.7%	22.5%	2.6%	13.1%	17.0%
主营业务利润	393.02	685.13	1145.61	1712.13	333.80	823.42	1356.05
同比增速 (%)	33.7%	-16.8%	-5.6%	13.5%	-15.1%	20.2%	18.4%
毛利率 (%)	2.6%	2.3%	2.6%	2.8%	2.2%	2.5%	2.6%
营业税金及附加	8.49	18.23	27.19	39.49	8.43	16.08	25.43
同比增速 (%)	109.1%	49.8%	19.0%	3.7%	-0.7%	-11.8%	-6.5%
销售费用	128.16	189.56	317.73	453.86	91.09	234.07	357.88
同比增速 (%)	4.4%	-53.0%	-25.5%	-6.9%	-28.9%	23.5%	12.6%
销售费用率 (%)	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
管理费用	71.08	132.51	222.36	372.37	70.59	190.38	319.98
同比增速 (%)	9.6%	-1.4%	-38.3%	1.7%	-0.7%	43.7%	43.9%
管理费用率 (%)	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
财务费用	76.88	103.10	180.25	218.50	39.30	-0.39	69.69
同比增速 (%)	-3333.1%	-1590.7%	-1081.0%	-305.2%	-48.9%	-100.4%	-61.3%
财务费用率 (%)	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.0%	0.1%
期间费用	276.12	425.17	720.34	1044.73	200.99	424.06	747.54
同比增速 (%)	49.1%	-19.9%	-6.3%	39.9%	-27.2%	-0.3%	3.8%
期间费用率 (%)	1.8%	1.5%	1.6%	1.7%	1.3%	1.3%	1.4%
资产减值损失	0.00	-0.19	-0.20	8.10	-0.13	0.09	-0.65
同比增速 (%)	-100.0%	-111.6%	-124.3%	141.1%	847133.9%	-149.3%	227.1%
投资收益	2.29	11.99	8.91	10.09	71.93	85.39	100.38
同比增速 (%)	103.2%	792.1%	-51.7%	-43.5%	3042.2%	612.2%	1026.8%
营业利润	110.69	253.91	407.18	629.89	196.44	468.58	684.11
同比增速 (%)	4.8%	-9.3%	-7.3%	-14.6%	77.5%	84.5%	68.0%

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。

营业外净收入	2.23	6.15	7.76	28.62	9.42	24.29	28.87
同比增速 (%)	41.9%	114.9%	57.7%	167.5%	322.3%	295.0%	271.8%
利润总额	112.92	260.06	414.94	658.51	205.85	492.87	712.97
同比增速 (%)	5.3%	-8.0%	-6.6%	-12.0%	82.3%	89.5%	71.8%
税前利润率 (%)	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.4%
所得税费用	32.31	82.67	113.24	148.60	50.23	123.34	196.07
同比增速 (%)	3.9%	9.2%	3.6%	-28.3%	55.4%	49.2%	73.1%
实际税率 (%)	28.6%	31.8%	27.3%	22.6%	24.4%	25.0%	27.5%
净利润	80.61	177.39	301.71	509.91	155.63	369.53	516.91
同比增速 (%)	5.9%	-14.3%	-10.0%	-5.7%	93.1%	108.3%	71.3%
销售净利率 (%)	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%
归属于母公司股东净利润	83.97	191.39	329.39	555.72	161.69	384.79	538.69
同比增速 (%)	35.3%	11.2%	17.2%	12.7%	92.6%	101.0%	63.5%
每股收益 (元)	0.15	0.34	0.59	0.99	0.29	0.69	0.96

资料来源：东方证券研究所

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	7,192	10,365	12,551	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	75,033	90,671	110,575
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	7,503	6,347	6,635	营业费用	487	454	579	747	911
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	18,516	21,333	24,822	财务费用	(107)	219	100	42	33
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	70	40	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	1,037	1,315	1,609
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	20,728	23,934	27,872	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	1,049	1,330	1,624
应付账款	905	2,750	3,415	4,127	5,033	所得税	207	149	262	332	406
其他	3,725	4,562	4,774	6,211	8,040	净利润	541	510	787	997	1,218
流动负债合计	11,622	15,660	16,538	18,687	21,421	少数股东损益	48	(46)	(16)	50	61
长期借款	90	107	290	429	510	归属于母公司净利润	493	556	802	947	1,157
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.88	0.99	1.43	1.69	2.07
其他	145	133	0	0	0						
非流动负债合计	235	240	290	429	510	主要财务比率					
负债合计	11,857	15,900	16,827	19,116	21,931		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	192	146	130	180	241	成长能力					
股本	560	560	560	560	560	营业收入	10381.1%	22.2%	24.2%	20.9%	22.0%
资本公积	943	910	910	910	910	营业利润	2307.3%	-14.6%	64.6%	26.8%	22.4%
留存收益	991	1,498	2,300	3,167	4,230	归属于母公司净利润	1604.0%	12.7%	44.4%	18.1%	22.2%
其他	(1)	(1)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,686	3,113	3,900	4,817	5,941	毛利率	3.0%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%
负债和股东权益	14,543	19,013	20,728	23,934	27,872	净利率	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
						ROE	35.5%	20.4%	23.8%	22.5%	22.4%
						ROIC	8.8%	6.2%	7.1%	7.8%	8.7%
						偿债能力					
						资产负债率	81.5%	83.6%	81.2%	79.9%	78.7%
						净负债率	0.0%	185.6%	37.1%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.09	1.08	1.12	1.14	1.16
						速动比率	0.92	0.35	0.67	0.80	0.85
						营运能力					
						应收账款周转率	509.6	953.2	616.0	547.4	549.5
						存货周转率	40.4	9.0	7.9	13.1	17.0
						总资产周转率	6.5	3.7	3.9	4.2	4.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.88	0.99	1.43	1.69	2.07
						每股经营现金流	1.28	-9.56	8.49	6.44	4.97
						每股净资产	4.45	5.30	6.73	8.28	10.18
						估值比率					
						市盈率	18.1	16.0	11.1	9.4	7.7
						市净率	3.6	3.0	2.4	1.9	1.6
						EV/EBITDA	22.4	15.0	11.6	9.7	8.0
						EV/EBIT	22.5	16.7	12.5	10.5	8.6

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