

强烈推荐-A (维持)

国机汽车 600335.SH

当前股价: 14.36 元

2013 年 11 月 9 日

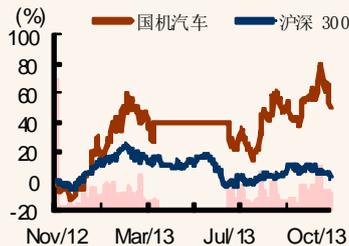
资产注入解决同业竞争问题

基础数据

上证综指	2106
总股本 (万股)	56000
已上市流通股 (万股)	27596
总市值 (亿元)	80
流通市值 (亿元)	40
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	22.6
资产负债率	83.0%
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	-3	8	46
相对表现	0	15	43



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

唐楠

tangan@cmschina.com.cn  
S1090511080002

方小坚

fangxj1@cmschina.com.cn  
S1090513030003

研究助理

彭琪

pengqi@cmschina.com.cn

事件:

公司近期公布了资产重组草案, 拟由上市公司向国机集团发行股份购买中汽进出口有限 100% 股权, 交易标的价值为 7.1 亿元; 同时向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份, 募集不超过本次交易总金额 25% 的配套资金 2.4 亿元。

此次交易上市公司向集团发行股份的价格为 13.7 元/股 (除息后), 发行股份数量为 5,170 万股; 向不超过 10 名特定投资者非公开发行募集配套资金的股票定价为不低于 13.7 元/股 (除息后), 发行股份数不超过 1,723 万股, 发行底价较预案上调约 10%。

评论:

1、中汽进出口资产注入有利于解决同业竞争问题

中汽进出口主营汽车批发、零售及汽车服务业务, 拥有中汽雷日、哈中宝、宁波中汽、宁波捷瑞、中汽都灵、廊坊中汽雷日等 6 家 4S 店, 销售品牌有雷诺、日产、宝马、菲亚特、纳智捷等。其主营业务和上市公司相同, 资产注入不会影响上市公司主营业务, 并可减少上市公司和集团同业竞争和关联交易问题。

2、中汽进出口评估增值主要在土地和房产项目

中汽进出口净资产账面价值 3.5 亿元, 资产注入采用资产基础法估值, 评估值为 7.1 亿元, 评估增值率为 103%, 其中增值较高主要在于投资性房地产、固定资产和长期股权投资等科目。

表 1: 2013 年 6 月中汽进出口资产评估增值情况 (万元)

项目	账面价值	评估价值	增减值	增值率 %
1 流动资产	96,456	96,371	-85	0%
2 非流动资产	30,829	66,897	36,068	117%
3 其中: 可供出售金融资产	5,671	5,671	-	
4 长期股权投资	17,960	28,084	10,124	56%
5 投资性房地产	1,485	11,930	10,445	703%
6 固定资产	2,512	18,011	15,499	617%
7 递延所得税资产	3,201	3,201	-	
8 资产总计	127,285	163,267	35,983	28%
9 流动负债	78,274	78,274	-	
10 非流动负债	14,168	14,168	-	
11 负债总计	92,442	92,442	-	
12 净资产	34,843	70,826	35,983	103%

资料来源: 公司公告

### 3、此次资产注入将略微摊薄上市公司业绩

集团将中汽进出口注入上市公司作价 7.1 亿元，中汽进出口 13 年预计净利润 5,926 万元，对应 13 年 PE12 倍。我们预计 13 年上市公司 EPS 1.43 元，当前股价对应 PE10 倍，按照目前保守备考数据，此次资产注入摊薄上市公司 2013 年 EPS 约 2 分钱。

表 2: 2010-2013 年中汽进出口财务数据 (万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年 H1	2013 年 E
营业收入	449,541	442,861	227,071	475,578
营业成本	415,004	410,216	210,748	440,500
营业利润	8,543	5,254	2,397	74,584
利润总额	9,238	5,565	4,077	91,639
净利润	6,856	3,805	2,603	64,547
归属母公司所有者的净利润	6,571	3,955	2,647	5,926

资料来源: 公司公告

表 3: 资产注入前后上市公司主要财务数据比较 (2013 年半年报数据)

单位: 万元	本次交易前	本次交易后	变动
资产总额	2,055,113	2,302,188	247,075
负债总额	1,713,689	1,925,836	212,148
归属于母公司所有者权益	321,420	353,644	32,224
营业收入	3,317,414	3,544,312	226,898
营业利润	46,858	49,223	2,365
净利润	36,953	39,524	2,571
归属于母公司净利润	38,479	41,094	2,615
总股本 (万股)	56,000	6,1170	5,170
基本每股收益 (元/股)	0.69	0.67	-0.02
每股净资产 (元/股)	5.74	5.78	0.04

资料来源: 公司公告

### 4、维持“强烈推荐-A”投资评级。

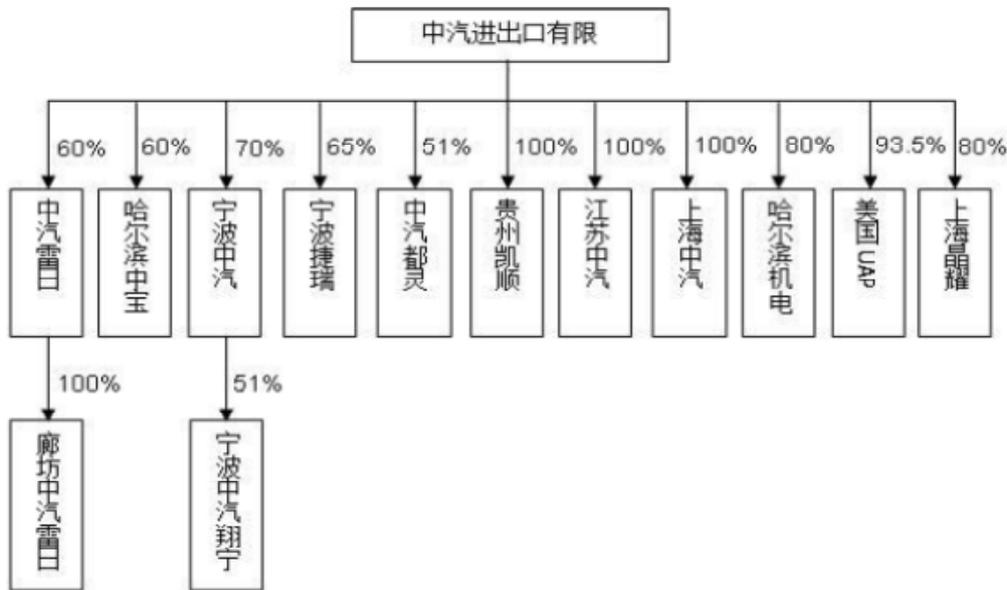
本次资产注入主要解决上市公司与集团的同业竞争问题，对上市公司主营业务影响不大，资产注入价格略摊薄今年业绩，但影响很有限。上市公司进口批发业务未来增长点明确；零售业务环比有明显改善，有外延并购可能；后市场业务发展空间广阔，贡献度不断上升。我们认为公司盈利备考一贯保守，预计 13、14 年 EPS 分别为 1.43、1.61 元，维持“强烈推荐-A”投资评级，股价如果下跌可积极介入。风险因素在于进口车市场景气不佳和汇率大幅波动。

### 财务数据与估值 (按此次交易前盈利预测)

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	16.4	14.5	10.1	9.0	7.4
PB	3.2	2.7	2.1	1.7	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 中汽进出口有限公司下属企业股权结构图

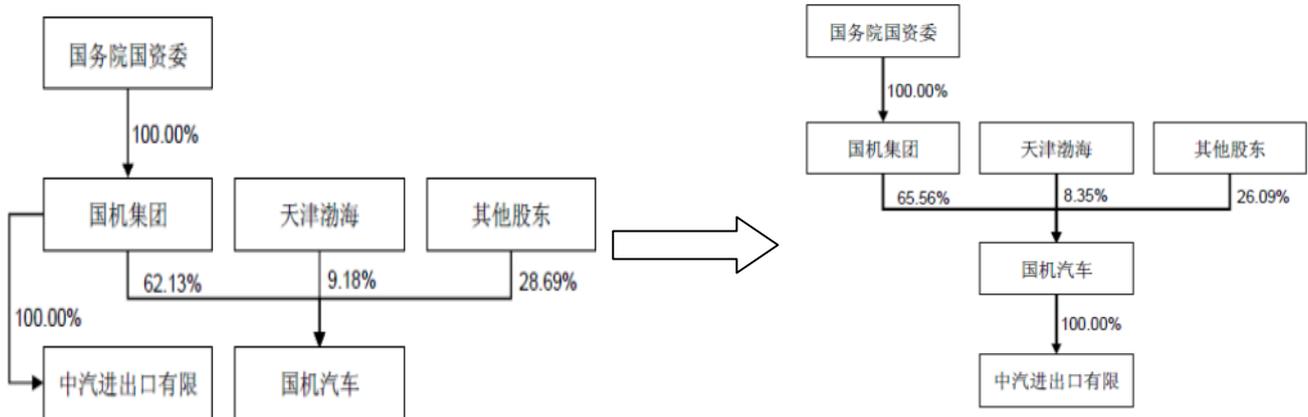


资料来源: 招商证券

图 2: 资产注入前后股权变化

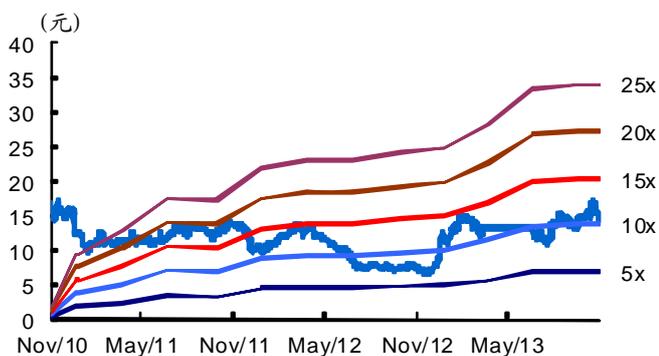
(资产注入前)

(资产注入后)



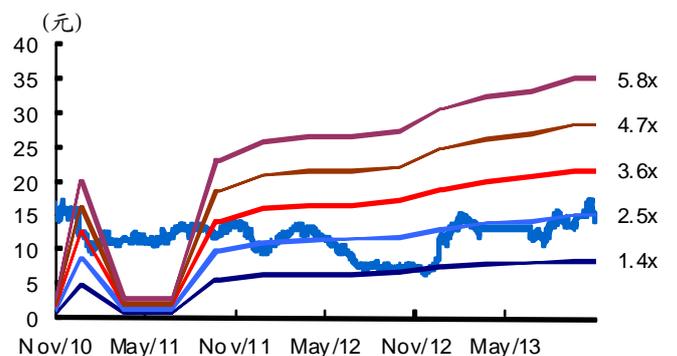
资料来源: 公司公告

图 3: 国机汽车历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 4: 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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>14544</b>	<b>19014</b>	<b>17907</b>	<b>21358</b>	<b>24073</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	235	240	241	237	237
长期借款	90	107	107	107	107
其他	145	133	134	130	130
<b>负债合计</b>	<b>11857</b>	<b>15900</b>	<b>13950</b>	<b>16443</b>	<b>17992</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>14544</b>	<b>19014</b>	<b>17907</b>	<b>21358</b>	<b>24073</b>

现金流量表

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(580)	(178)	(147)	(130)	(130)
资本支出	0	0	(150)	(130)	(130)
其他投资	(580)	(178)	3	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	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)
<b>现金净增加额</b>	<b>1244</b>	<b>(325)</b>	<b>5583</b>	<b>2075</b>	<b>1287</b>

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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	748	659	1124	1278	1555
所得税	207	149	281	319	389
<b>净利润</b>	541	510	843	958	1167
少数股东损益	48	(46)	42	57	82
<b>母公司所有者净利润</b>	493	556	801	901	1085
<b>EPS (元)</b>	0.88	0.99	1.43	1.61	1.94

主要财务比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	16.4	14.5	10.1	9.0	7.4
PB	3.2	2.7	2.1	1.7	1.4
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。