



资产结构改善明显，1季报业绩大增

——国机汽车（600335）2013年1季报点评

分析师

张勇 0755-83515478

执业证书编号 S1070510120004

邮箱 zhangy@cgws.com

联系人

廖瀚博 0755-83666934

从业证书编号 S1070112070045

邮箱 liaohb@cgws.com

投资评级：强烈推荐（首次）

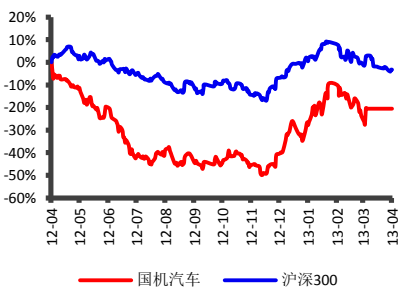
市场数据

目前股价（元）	13.43
总市值（百万元）	7,520.86
流通市值（百万元）	3,706.11
总股本（百万股）	560.00
流通股本（百万股）	275.96
12个月最高/最低	8.22/17.19

公司盈利预测

	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	62,124	72,335	83,179
(+/-)	22.2%	16.4%	15.0%
净利润(百万元)	510	701	849
(+/-)	-5.7%	37.4%	21.1%
EPS	0.99	1.31	1.55
PE	13.5	10.2	8.7

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

投资建议：

考虑到未来乘用车市场景气延续，加上进口品牌合理的销售计划，公司库存有望进一步降低，为业绩增长贡献弹性。我们预测 2013-2015 年每股收益为 1.31 元、1.55 元和 1.74 元，当前股价对应 PE 分别为 10 倍、9 倍和 8 倍，首次给予“强烈推荐”评级。

要点：

- **净利润同比接近翻番。**2013 年 1 季度公司实现营收 154.3 亿元，同比小幅增长 2.2%；实现归属上市公司股东净利润 1.6 亿元，同比大幅增长 92.6%；每股收益 0.29 元，小幅超出我们的预期。销售费用和财务费用同比双双大幅下降，是公司业绩大幅改善的主因。
- **期间费用大幅下降，资产结构改善明显。**受益于汽车市场销售火爆，今年 1 季度进口车终端优惠幅度减少，公司销售费用同比下降 29%。进口大众、捷豹路虎、Jeep 等车型持续热销利于流动资金快速回笼，财务费用同比下降 49%。管理费用同比基本持平。期间费用率为 1.3%，同比下降 0.53 个百分点。经历 1 个季度库存消化后，公司存货和短期借款均有回落，较前期高点（12 年 Q3）分别下降 29%和 31%，公司资产结构改善明显。每股经营性现金流 2.9 元，环比由负转正。
- **充分受益于进口车销量提升。**2012 年进口车海关进口量接近 110 万辆，同比增长 9%，高于国产车增速水平（4.3%）。公司作为国内最大进口车批发商（市占率：16.6%），代理进口大众、进口福特、捷豹路虎、克莱斯勒等品牌，旗下车型销售火爆，预计公司今年进口车批发量有望达到 20 万，同比增速接近 20%。
- **存在资产注入预期。**公司公告中汽进出口整体吸收合并中汽凯瑞并改制为有限责任公司，改制后全部股权由公司受托管理。我们认为改制方案利于解决中汽凯瑞历史问题，未来相关资产注入上市公司的可能性较大，为公司业绩带来新的增量。
- **2013 年业绩弹性十足。**由于去年上半年豪华车市场整体低迷，加上相对激进的销售计划，导致 3 季度公司库存创出新高，经营压力凸显。今年进口车企整体回归谨慎，制定销售计划更趋合理。我们认为目前进口大众、路虎、Jeep 等品牌销售热度不减，未来公司库存仍有下降空间，为业绩释放带来弹性。
- **风险提示：**国内宏观经济下行；豪华车市场低迷。

附表：盈利预测表

利润表 (百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	50,821.49	62,123.70	72,335.42	83,179.39	93,339.56
营业成本	49,313.34	60,411.57	70,285.53	80,742.49	90,523.91
销售费用	487.42	453.86	542.52	682.07	821.39
管理费用	366.04	372.37	400.67	502.59	601.68
财务费用	-106.51	218.50	162.61	115.37	77.28
投资净收益	17.86	10.09	5.00	10.00	15.00
营业利润	737.62	629.89	895.11	1,085.98	1,262.97
营业外收支	10.70	28.62	10.00	10.00	10.00
利润总额	748.32	658.51	905.11	1,095.98	1,272.97
所得税	207.34	148.60	204.25	247.33	287.26
少数股东损益	47.95	-45.82	-35.04	-16.97	9.86
归属于母公司净利润	493.03	555.72	735.90	865.63	975.84

资产负债表	(百万)				
流动资产	12,704.69	16,963.33	17,657.43	18,696.47	19,860.20
货币资金	7,462.80	2,676.74	6,981.08	8,613.68	10,238.61
应收账款	34.12	1,181.93	1,270.16	1,460.57	1,638.98
应收票据	1,279.84	702.78	755.23	868.45	974.53
存货	1,993.94	11,403.24	7,311.31	6,214.61	5,282.42
非流动资产	1,838.50	2,049.54	2,397.42	2,793.69	3,225.77
固定资产	735.45	868.04	1,181.88	1,539.29	1,928.11
资产总计	14,543.19	19,012.87	20,054.85	21,490.16	23,085.97
流动负债	11,622.12	15,660.45	16,055.99	16,704.85	17,385.75
短期借款	6,992.79	8,348.53	5,849.05	4,971.69	4,225.94
应付款项	2,700.68	6,990.90	8,134.75	9,344.61	10,475.21
非流动负债	234.73	239.83	251.59	267.24	284.20
长期借款	90.00	106.67	118.44	134.08	151.05
负债合计	11,856.85	15,900.27	16,307.58	16,972.09	17,669.96
股东权益	2,686.34	3,112.60	3,747.27	4,518.07	5,416.01
股本	560.00	560.00	560.00	560.00	560.00
留存收益	990.71	1,496.46	2,166.17	2,953.95	3,842.02
少数股东权益	192.39	145.85	110.81	93.83	103.69
负债和权益总计	14,543.19	19,012.87	20,054.85	21,490.16	23,085.97

现金流量表	(百万)				
经营活动现金流	153.84	-5,515.72	7,486.73	3,219.00	3,111.35
其中营运资本减少	-511.14	-6,362.12	6,505.26	2,119.79	1,887.85
投资活动现金流	-1,655.27	-340.60	-465.87	-531.46	-592.59
其中资本支出	-712.71	-270.89	-470.87	-541.46	-607.59
融资活动现金流	8,621.78	1,070.99	-2,716.52	-1,054.94	-893.83
净现金总变化	7,120.35	-4,785.33	4,304.34	1,632.60	1,624.92

数据来源：wind、长城证券研究所

主要财务指标	2011AA	2012AA	2013EE	2014EE	2015EE
成长性					
营业收入增长	10381.15%	22.24%	16.44%	14.99%	12.21%
营业成本增长	11621.97%	22.51%	16.34%	14.88%	12.11%
营业利润增长	-2307.25%	-14.61%	42.11%	21.32%	16.30%
利润总额增长	-2397.09%	-12.00%	37.45%	21.09%	16.15%
净利润增长	-1769.03%	-5.74%	37.45%	21.09%	16.15%
盈利能力					
毛利率	2.97%	2.76%	2.83%	2.93%	3.02%
销售净利率	1.06%	0.82%	0.97%	1.02%	1.06%
ROE	36.21%	17.59%	20.43%	20.54%	19.84%
ROIC	8.61%	6.14%	7.72%	9.60%	10.63%
营运效率					
销售费用/营业收入	0.96%	0.73%	0.75%	0.82%	0.88%
管理费用/营业收入	0.72%	0.60%	0.55%	0.60%	0.64%
财务费用/营业收入	-0.21%	0.35%	0.22%	0.14%	0.08%
投资收益/营业利润	2.42%	1.60%	0.56%	0.92%	1.19%
所得税/利润总额	27.71%	22.57%	22.57%	22.57%	22.57%
应收账款周转率	509.64	102.17	59.00	60.92	60.23
存货周转率	40.50	9.02	7.51	11.94	15.75
流动资产周转率	7.45	4.19	4.18	4.58	4.84
总资产周转率	6.45	3.70	3.70	4.00	4.19
偿债能力					
资产负债率	81.53%	83.63%	81.31%	78.98%	76.54%
流动比率	1.09	1.08	1.10	1.12	1.14
速动比率	0.92	0.36	0.64	0.75	0.84
每股指标 (元)					
EPS	0.88	0.99	1.31	1.55	1.74
每股净资产	4.80	5.56	6.69	8.07	9.67
每股经营现金流	0.27	-9.85	13.37	5.75	5.56
每股经营现金/EPS	0.31	-9.93	10.17	3.72	3.19
估值					
PE	15.25	13.53	10.22	8.69	7.71
PEG	-0.86	-235.62	27.29	41.20	47.73
PB	2.80	2.42	2.01	1.66	1.39
EV/EBITDA	6.30	4.62	3.85	3.39	3.02
EV/SALES	0.09	0.07	0.06	0.05	0.05
EV/IC	0.47	0.39	0.47	0.47	0.47
ROIC/WACC	1.20	0.85	1.07	1.34	1.48
REP	0.39	0.46	0.44	0.35	0.31

研究员介绍及承诺:

张勇: 经济学硕士, 2001年加入长城证券, 现任金融研究所副所长。

廖瀚博: 中山大学硕士, 2012年加入长城证券, 任汽车行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
陈韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com
杨洋: 021-61680670, 15001991899, yang_yang@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦16层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦10层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>