

证券研究报告

汽车和汽车零部件

推荐 (维持)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006
电话 021-38638428
邮箱 wangdean002@pingan.com.cn

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
电话 021-38636729
邮箱 yubing006@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

亚夏汽车 (002607)

新车销售利润率回升提供业绩弹性

事项:

近日我们调研了亚夏汽车，就公司经营情况、未来业务规划等与公司进行了交流；并走访了公司旗下部分品牌的4S店以了解终端销售状况。

平安观点:

- **2012年新车销售利润率下滑较大,料2012年新车销售毛利润占比低于50%**:2011年公司营业利润51%由新车销售贡献,维修及配件、驾校培训、保险经纪占比依次为36%、5%、4%。1H12汽车销售业务毛利润占比降为39.5%,为2008年以来最低值。我们估计2Q12是经销商较困难时刻,3Q12厂家普遍给予经销商支持,亚夏汽车新车销售利润率本应环比回升,但9月中旬钓鱼岛事件导致日系品牌销量剧烈下滑(亚夏汽车目前代理的21个汽车品牌中有6个日系品牌,我们估计日系品牌销量及收入占公司总销量及收入比例约为30%)影响了公司利润复苏,因此我们估计公司新车销售利润率在4Q12才有复苏。我们估计2012年公司新车销售利润率同比下滑2个百分点左右,其它业务利润率保持稳定;估计2012年新车销售毛利润占比低于50%,售后维修、驾训、保险等汽车后市场业务毛利润贡献占比超过50%。
- **2012年12月销售情况超预期,有季节因素影响**。2012年1-11月安徽省新车注册量同比增长24%,我们估计2012年亚夏汽车新车销售同比增幅与此相当达3.1万辆,截至2012年底公司投入运营的有近40家4S店(估计在建4S店约16家)。从我们走访的4S店情况看,12月销售情况普遍好于规划,尤其是自主品牌,其中一家江淮4S店12月销量超出月初规划70%,但店员估计有节前的季节因素影响,担心春节之后销量会有回落。日系品牌总体恢复到正常月份销量的八成,但其中各品牌之间有分化:其中东风日产恢复最好、东风本田CRV恢复较好。大众表现平稳,热销产品供不应求;北京现代在全新SUV新胜达推动下有望实现2013年单店20%增长。
- **2013年仍处于经营规模扩张阶段**。公司融资能力较强,银行授信额度充足,且上年末成功发行2.6亿公司债,为未来快速扩张提供了有力资金保障。我们估计2013年公司新建10-15家新店,并有望收购10-15家4S店,即预计全年新建+收购方式可增加20-30家4S店,未来经营规模仍将呈持续快速增长趋势。在考虑新建店(不考虑收购店)的基础上2013年公司新车销量有望增长约25%。
- **2013年业绩弹性看新车销售利润率回升**。由于新车销售利润率较低,且波动幅度大,经销商盈利波动主要由新车销售利润率变化导致。我们认为经销商利润率低点在2Q12,但由于日系车影响导致亚夏汽车利润率复苏被推后至4Q12,2013

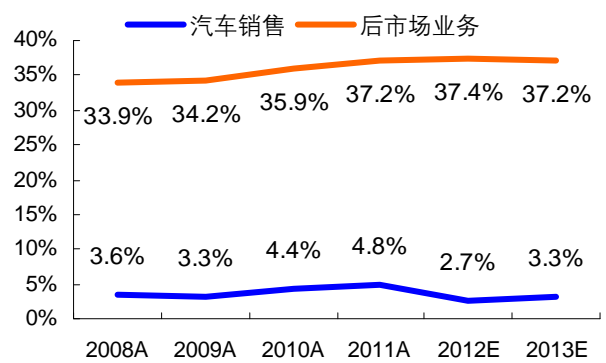
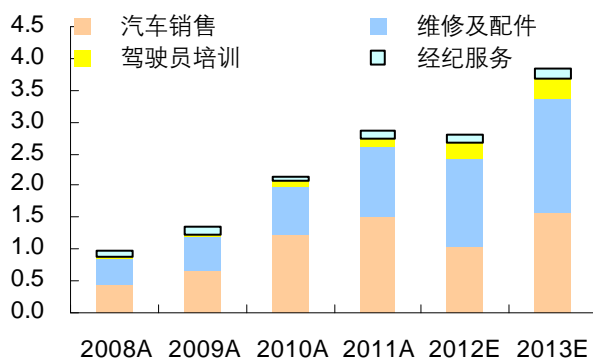
年整体处于恢复期。考虑到近年来公司新店投建数较多，开店首年固定费用及成本支出会平抑掉部分利润弹性，我们认为 2013 年公司新车销售利润率有望回复到 2009 年水平。

- 盈利预测与投资建议：**作为安徽省汽车经销商龙头，亚夏汽车充分享受安徽省高于全国平均水平的新车销售增长。公司毛利润结构较好，售后维修等稳健型业务占比略超 50%；公司盈利波动主要由新车销售利润率变化导致，2013 年车市量、价、库存趋势向好，公司新车销售利润率将有所恢复；售后维修美容装潢业务则保持着 25%-30% 年均增幅，利润率稳定；驾校业务稳步发展，到 2014 年驾校数相比于 2012 年有望翻番达 6 家，驾培资源供不应求。此外，近两年公司享受政府补贴较多，是公司利润的主要来源之一。我们预计 2012 年、2013 年亚夏汽车 EPS 为 0.47 元、0.62 元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 日系品牌复苏进程依然受到中日政治局势影响，具有不确定性；2) 新开店首年单店人工费用为 250-300 万元，在培育成熟之前将拖累整体利润。

图表 1 分业务毛利润及其预测

单位：亿元

图表 2 分业务毛利率及其预测



资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	739	1139	1211	1400	1620	营业收入	3039	3578	4361	5484	6775
现金	330	493	481	457	471	营业成本	2819	3278	4064	5084	6263
应收账款	3	9	9	13	15	营业税金及附加	5	6	8	10	12
其他应收款	10	12	15	19	23	营业费用	67	94	116	144	169
预付账款	212	203	270	330	409	管理费用	26	41	60	71	85
存货	183	421	436	581	701	财务费用	22	28	32	41	58
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	6	6	6	6
非流动资产	299	525	602	697	807	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	4	3	3	3	投资净收益	-0	0	0	0	0
固定资产	192	263	324	384	442	营业利润	99	126	76	129	182
无形资产	94	226	251	289	342	营业外收入	3	4	38	20	15
其他非流动资产	14	31	24	21	20	营业外支出	0	4	1	1	1
资产总计	1038	1663	1812	2097	2426	利润总额	101	126	112	148	197
流动负债	752	826	901	1084	1283	所得税	25	36	30	39	52
短期借款	232	232	150	155	150	净利润	76	91	82	109	144
应付账款	22	24	31	38	47	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	498	569	721	890	1086	归属母公司净利润	76	91	82	109	144
非流动负债	22	37	55	71	88	EBITDA	142	182	119	183	254
长期借款	20	36	53	70	87	EPS (元)	1.14	1.03	0.47	0.62	0.82
其他非流动负债	2	1	1	1	1						
负债合计	773	863	956	1155	1372	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	66	88	176	176	176	成长能力					
资本公积	46	470	382	382	382	营业收入	37.3%	17.7%	21.9%	25.8%	23.5%
留存收益	153	243	299	384	497	营业利润	106.8%	27.4%	-39.9%	70.7%	40.9%
归属母公司股东权益	265	801	857	942	1055	归属于母公司净利润	88.9%	20.0%	-9.4%	32.7%	32.6%
负债和股东权益	1038	1663	1812	2097	2426	获利能力					
						毛利率(%)	7.2%	8.4%	6.8%	7.3%	7.6%
现金流量表						净利率(%)	2.5%	2.5%	1.9%	2.0%	2.1%
						ROE(%)	28.5%	11.3%	9.6%	11.6%	13.7%
						ROIC(%)	50.1%	19.0%	13.5%	17.4%	21.3%
经营活动现金流	176	-27	206	125	216	偿债能力					
净利润	76	91	82	109	144	资产负债率(%)	74.5%	51.9%	52.7%	55.1%	56.5%
折旧摊销	21	28	11	13	15	净负债比率(%)	32.6%	33.3%	22.6%	20.8%	18.32%
财务费用	22	28	32	41	58	流动比率	98.3%	137.9%	134.3%	129.2%	126.2%
投资损失	0	-0	0	0	0	速动比率	73.9%	86.8%	85.8%	75.3%	71.4%
营运资金变动	64	-170	81	-39	-1	营运能力					
其他经营现金流	-6	-3	-0	1	1	总资产周转率	3.43	2.65	2.51	2.81	3.00
投资活动现金流	-93	-265	-89	-109	-124	应收账款周转率	791.17	528.59	442.34	475.38	462.61
资本支出	102	279	62	66	68	应付账款周转率	151.99	141.84	147.83	147.85	147.03
长期投资	-6	-4	-1	0	-0	每股指标(元)					
其他投资现金流	3	10	-28	-42	-56	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.51	0.47	0.62	0.82
筹资活动现金流	14	456	-130	-40	-78	每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	-0.15	1.17	0.71	1.23
短期借款	27	0	-82	5	-5	每股净资产(最新摊薄)	1.50	4.55	4.87	5.35	5.99
长期借款	20	16	17	17	17	估值比率					
普通股增加	0	22	88	0	0	P/E	21.0	17.5	19.3	14.6	11.0
资本公积增加	0	424	-88	0	0	P/B	6.0	2.0	1.9	1.7	1.5
其他筹资现金流	-32	-6	-65	-62	-90	EV/EBITDA	4.1	3.2	4.9	3.2	2.3
现金净增加额	98	163	-12	-24	14						

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257