

## 国机汽车 (600335.SH)

## 贸易行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

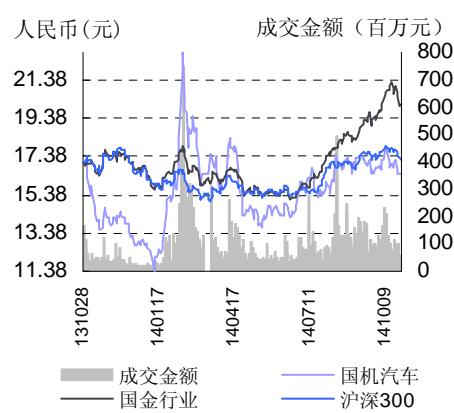
市价 (人民币): 16.53 元

## 业绩超预期, 盈利能力有所提升

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	560.00
总市值(百万元)	10,347.90
年内股价最高最低(元)	22.83/11.38
沪深 300 指数	2368.83
上证指数	2290.44



## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.992	1.216	1.370	1.679	1.859
每股净资产(元)	5.30	6.37	8.48	10.16	12.02
每股经营性现金流(元)	-9.56	-3.52	0.52	1.65	1.38
市盈率(倍)	16.66	13.59	12.07	9.85	8.89
行业优化市盈率(倍)	20.63	28.16	28.83	28.83	28.83
净利润增长率(%)	12.71%	22.56%	26.19%	22.51%	10.69%
净资产收益率(%)	18.73%	19.09%	16.15%	16.52%	15.46%
总股本(百万股)	560.00	560.00	627.15	627.15	627.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布 2014 年三季报, 14 年前三季度实现收入 700.84 亿元, 同比增长 25.1%, 实现归母净利润 6.25 亿元, 同比增长 13.0%, 扣非后净利润增长 33.4%, 实现 EPS 为 0.96 元。

## 经营分析

- **公司业绩超预期, 盈利能力环比仍有提升。**公司今年前三季度收入增长 25.1%, 归母净利润增长 13.0%, 第三季度净利润增长达 57.3%。费用方面, 公司前三季度财务费用达 4.2 亿元, 比去年同期净增约 3 亿元或同比增加 241.8%, 主要是今年增加了较多汇兑损失。公司扣非后净利润增长达 33.4%, 主要是因为去年同期出售华夏银行股票获得了较多非经常性的投资收益(约 7400 万元)。盈利能力来看, 三季度毛利率为 3.28%, 环比提升 0.59 个百分点; 净利率为 1.02%, 环比提升 0.07 个百分点。我们认为, 公司盈利能力环比提升, 一方面是受益于公司“服务费率”的提升, 另一方面则是公司批发业务竞争力强、增长快速, 规模效应提升所致。
- **进口汽车行业增长仍然快速, 预计公司批发业务增速快于行业整体。**从行业来看, 1-8 月海关累计汽车进口量为 94.2 万辆, 同比增长 27.4%; 进口汽车销售量为 74.4 万辆, 同比增长 19.7%。公司在进口汽车批发领域具备突出的竞争优势, 主要代理德系、美系强势品牌, 我们预计公司前三季度批发业务增速仍快于行业整体。
- **零售业务未来将积极转型, 提升管理水平和盈利能力。**公司上半年, 公司合计新建和收购 4S 店 18 家。今年 9 月 23 日, 公司已公告完成对中汽进出口的资产重组, 由此公司在国内市场参、控股 4S 店达到 53 家。公司未来将积极推动 4S 店经营从“经销商”向“服务商”转型, 提升精细化管理水平, 提高单店盈利能力。
- **电动车租赁、车联网、二手车等亮点业务均稳步推进。**公司目前已在全国 18 个重点城市设立汽车租赁分公司或办事处。公司今年还已率先开拓华晨宝马之诺和 Tesla 电动车租赁业务。而且, 公司还将积极拓展公务租车市场(今年 7 月成功中标中央国家机关公务车辆租赁服务采购项目)。此外, 公司在车联网领域也已取得实质性突破(与四维图新合作, 7 月份成功签约大众汽车销售有限公司), 二手车业务也正稳步推进(为进口大众二手车竞拍线上、线下提供服务支持, 并在北京设立了准新车交易中心)。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)60230232  
wuwz@gjzq.com.cn

闵东旭 联系人  
(8621)61038313  
mindongxu@gjzq.com.cn

## 盈利预测与投资建议

■ 我们略微上调公司盈利预测，预计 14-16 年实现归母净利润分别为 8.6、1.5、11.7 亿元，考虑公司完成资产重组后总股本调整为 627.15 百万股，摊薄后对应 14-16 年 EPS 分别为 1.37、1.68、1.86 元。我们重申，公司是国内竞争力最强的进口汽车综合服务商，业绩稳健增长，各亮点业务（租赁、tesla 进口车服务及租赁、车联网）均稳步推进。此外，公司在国企改革领域也将积极进展，未来有望获得集团资产注入。公司当前股价对应 14 年仅约 12 倍 PE（摊薄后），维持“买入”评级。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	50,821	62,124	74,888	102,411	117,286	134,403							
增长率		22.2%	20.5%	36.8%	14.5%	14.6%	货币资金	7,463	2,677	3,379	5,000	3,200	3,000
主营业务成本	-49,313	-60,412	-72,858	-99,860	-114,418	-131,152	应收款项	1,606	1,991	2,398	2,923	3,345	3,831
%销售收入	97.0%	97.2%	97.3%	97.5%	97.6%	97.6%	存货	1,994	11,403	11,956	15,047	16,301	17,966
毛利	1,508	1,712	2,030	2,551	2,868	3,251	其他流动资产	1,642	892	1,676	1,997	2,288	2,623
%销售收入	3.0%	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%	流动资产	12,705	16,963	19,410	24,968	25,134	27,420
营业税金及附加	-38	-39	-39	-51	-59	-67	%总资产	87.4%	89.2%	89.2%	92.0%	92.2%	93.0%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	长期投资	742	688	520	521	522	523
营业费用	-487	-454	-498	-737	-798	-914	固定资产	735	868	1,134	1,089	1,035	979
%销售收入	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	%总资产	5.1%	4.6%	5.2%	4.0%	3.8%	3.3%
管理费用	-366	-372	-435	-620	-704	-806	无形资产	225	352	408	395	396	397
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	非流动资产	1,839	2,050	2,359	2,168	2,116	2,062
息税前利润 (EBIT)	617	846	1,058	1,143	1,308	1,463	%总资产	12.6%	10.8%	10.8%	8.0%	7.8%	7.0%
%销售收入	1.2%	1.4%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	<b>资产总计</b>	<b>14,543</b>	<b>19,013</b>	<b>21,768</b>	<b>27,136</b>	<b>27,250</b>	<b>29,482</b>
财务费用	107	-219	-78	-148	-76	-86	短期借款	6,993	8,349	11,401	12,285	9,895	9,218
%销售收入	-0.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	应付款项	4,281	8,516	7,464	10,962	12,558	14,394
资产减值损失	-3	-8	-206	-2	-3	-3	其他流动负债	348	-1,205	-962	-1,706	-1,838	-1,923
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	11,622	15,660	17,903	21,540	20,615	21,690
投资收益	18	10	98	90	110	120	长期贷款	90	107	3	5	7	9
%销售收入	2.4%	1.5%	10.6%	8.1%	8.0%	7.8%	其他长期负债	145	133	99	100	105	110
%税前利润							<b>负债</b>	<b>11,857</b>	<b>15,900</b>	<b>18,005</b>	<b>21,646</b>	<b>20,727</b>	<b>21,809</b>
营业利润	738	630	872	1,083	1,339	1,494	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,494</b>	<b>2,967</b>	<b>3,568</b>	<b>5,321</b>	<b>6,374</b>	<b>7,539</b>
营业利润率	1.5%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	<b>少数股东权益</b>	<b>192</b>	<b>146</b>	<b>194</b>	<b>169</b>	<b>149</b>	<b>134</b>
营业外收支	11	29	48	30	38	40	<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,543</b>	<b>19,013</b>	<b>21,768</b>	<b>27,136</b>	<b>27,250</b>	<b>29,482</b>
税前利润	748	659	920	1,113	1,377	1,534							
利润率	1.5%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%							
所得税	-207	-149	-263	-278	-344	-384							
所得税率	27.7%	22.6%	28.6%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	541	510	657	834	1,033	1,151							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	111	148	416	190	211	232							
非经营收益	128	205	-209	485	294	221							
营运资金变动	-65	-6,217	-2,838	-1,185	-505	-737							
经营活动现金净流	715	-5,354	-1,974	325	1,033	866							
资本开支	-352	-280	-230	-100	-117	-135							
投资	-209	82	222	-1	-1	-1							
其他	-19	20	30	90	110	120							
投资活动现金净流	-580	-178	22	-11	-8	-16							
股权募资	79	5	6	891	0	0							
债权募资	4,011	1,078	2,996	886	-2,388	-675							
其他	-2,981	4,124	-314	-469	-437	-376							
筹资活动现金净流	1,109	5,207	2,688	1,308	-2,825	-1,050							
现金净流量	1,244	-325	736	1,621	-1,800	-200							

现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	541	510	657	834	1,033	1,151	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.880	0.992	1.216	1.370	1.679	1.859
非现金支出	111	148	416	190	211	232	每股净资产	4.453	5.298	6.372	8.484	10.163	12.021
非经营收益	128	205	-209	485	294	221	每股经营现金净流	1.277	-9.560	-3.524	0.518	1.647	1.381
营运资金变动	-65	-6,217	-2,838	-1,185	-505	-737	每股股利	0.088	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	715	-5,354	-1,974	325	1,033	866	<b>回报率</b>						
资本开支	-352	-280	-230	-100	-117	-135	净资产收益率	19.77%	18.73%	19.09%	16.15%	16.52%	15.46%
投资	-209	82	222	-1	-1	-1	总资产收益率	3.39%	2.92%	3.13%	3.17%	3.86%	3.95%
其他	-19	20	30	90	110	120	投入资本收益率	4.50%	5.60%	4.95%	4.79%	5.94%	6.45%
投资活动现金净流	-580	-178	22	-11	-8	-16	<b>增长率</b>						
股权募资	79	5	6	891	0	0	主营业务收入增长率	#####	22.24%	20.55%	36.75%	14.52%	14.59%
债权募资	4,011	1,078	2,996	886	-2,388	-675	EBIT增长率	N/A	37.27%	25.02%	7.98%	14.49%	11.86%
其他	-2,981	4,124	-314	-469	-437	-376	净利润增长率	N/A	12.71%	22.56%	26.19%	22.51%	10.69%
筹资活动现金净流	1,109	5,207	2,688	1,308	-2,825	-1,050	总资产增长率	#####	30.73%	14.49%	24.66%	0.42%	8.19%
现金净流量	1,244	-325	736	1,621	-1,800	-200	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	0.7	0.4	1.1	0.7	0.7	0.7
							存货周转天数	9.0	40.5	58.5	55.0	52.0	50.0
							应付账款周转天数	3.9	11.0	13.3	11.0	11.0	11.0
							固定资产周转天数	4.8	4.9	5.2	3.7	3.0	2.5
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-14.15%	185.65%	213.29%	132.78%	102.74%	81.15%
							EBIT利息保障倍数	-5.8	3.9	13.6	7.7	17.1	17.0
							资产负债率	81.53%	83.63%	82.71%	79.77%	76.06%	73.97%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	3
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.25</b>	<b>1.25</b>

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-01-07	买入	12.53	18.00 ~ 21.00
2	2014-01-15	买入	12.07	N/A
3	2014-02-13	买入	16.74	N/A
4	2014-02-17	买入	19.86	N/A
5	2014-02-28	买入	18.92	N/A
6	2014-04-20	买入	17.76	N/A
7	2014-08-08	买入	16.96	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271  
传真: (8621)-61038200  
邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979  
传真: 010-6621 6793  
邮箱: [researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
邮编: 518000  
地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD