

强烈推荐-A (维持)

国机汽车 600335.SH

当前股价: 13.43 元

2013年6月30日

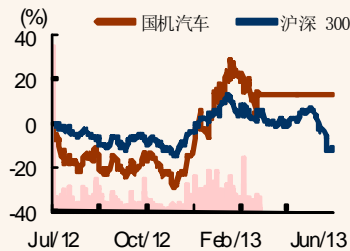
资产注入基本符合预期

基础数据

上证综指	1979
总股本 (万股)	56000
已上市流通股 (万股)	27596
总市值 (亿元)	75
流通市值 (亿元)	37
每股净资产 (MRQ)	5.6
ROE (TTM)	20.3
资产负债率	80.9%
主要股东	中国机械工业集团
主要股东持股比例	62.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		47	15
相对表现	17	59	25



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

1、《国机汽车-竞争优势明显, 未来业绩可期》2013/01/21

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

事件:

公司发布资产重组预案, 拟由上市公司向国机集团发行股份购买其持有的中汽进出口改制吸收合并中汽凯瑞后的存续法人主体——中汽进出口有限 100% 股权, 交易标的预估值为 7.71 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。

此次交易向集团发行股份的价格为 13.80 元/股, 非公开募资的价格不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90%, 即不低于 12.42 元/股。据此计算, 向集团发行股份的数量约为 5,584 万股, 募集配套资金总额不超过 2.57 亿元, 发行股份数量不超过 2,068 万股。

评论:

1、注入资产为中汽进出口有限 (改制吸收合并中汽凯瑞后)

此次资产注入分以下步骤: 1) 中汽进出口改制, 并将部分资产无偿划转给国机资产管理公司; 2) 中汽进出口吸收合并中汽凯瑞资产, 中汽凯瑞注销; 3) 中汽进出口剥离下属 6 家经营较差公司资产; 4) 上市公司向集团发行股票, 中汽进出口完成资产注入, 同时非公开增发募集配套资金。

国机集团其他汽车业务相关资产中汽国际以及国机丰盛此次并未注入上市公司, 其中国机集团承诺在今年 11 月 18 日前参考评估值协商定价并向国机汽车转让所持全部股权。

2、此次资产注入或将略微摊薄上市公司业绩

待注入资产中汽进出口的主要业务为整车及零部件进出口业务及国内销售业务, 主要自营和代理宝马、菲亚特、福特、日产、雷诺等汽车品牌, 其近年来经营业绩和财务数据如下:

表 1: 2010-2013 年中汽进出口财务数据 (万元)

项目	2010Y	2011Y	2012Y	2013YH1
营业总收入	481,329	454,386	456,692	232,627
营业利润	9,466	9,570	5,754	2,547
利润总额	9,868	10,328	6,476	4,241
归属于母公司所有者的净利润	6,585	7,325	5,084	3,075
资产总计	285,986	270,024	269,832	250,940
负债合计	226,395	210,546	233,400	212,139
归属于母公司所有者权益合计	56,222	56,279	33,813	36,205

资料来源: 公司公告 (模拟合并报表已剔除中汽进出口有限拟剥离 6 家企业财务影响)

按照中汽进出口预估值 7.71 亿元计算，2013 年交易标的 PE 预计为 12.5 倍（上半年业绩年化后数据），而我们预计上市公司 2013 年 PE 为 10 倍，此次资产主要或将摊薄上市公司业绩 2 分钱。

### 3、预计 Q2 上市公司经营业绩良好符合预期

今年 Q1 公司收入微增长，主要原因是一个是大众去库存和产品结构变化所致，我们预计这一因素在 Q2 已经有效消除，公司库存已经下降到合理水平。从进口车行业情况来看，4 月份终端销售数据已经同比恢复正增长，海关进口批发量自今年以来也在逐月改善。

### 4、维持“强烈推荐-A”投资评级。

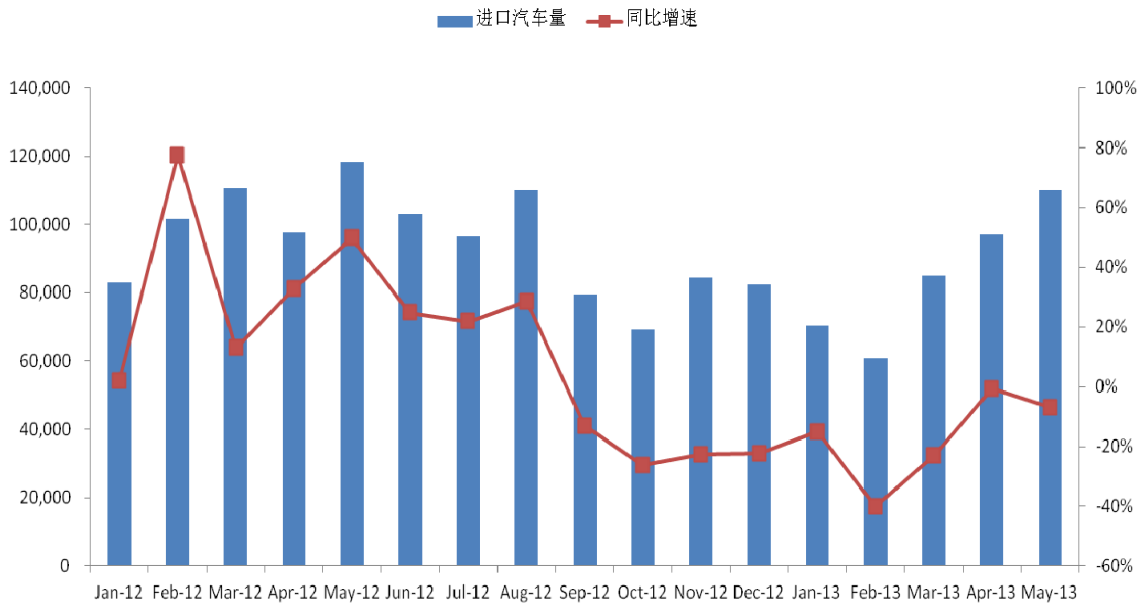
今年公司进口批发业务逐季改善，财务压力大大缓解，同时公司为跨国公司额外承担的库存费用今年得到弥补；零售板块业务在今年将加速发展，并有外延并购的可能性。后市场业务发展前景广阔，利润贡献不断上升，是中长期发展看点。维持前期盈利预测和“强烈推荐-A”投资评级不变。风险因素在于进口车市场景气下滑超预期和利率、汇率大幅波动。

#### 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	1048	1263	1541
同比增长	78%	-15%	66%	21%	22%
净利润(百万元)	493	556	756	900	1084
同比增长	72%	13%	36%	19%	20%
每股收益(元)	0.88	0.99	1.35	1.61	1.94
PE	15.3	13.5	10.0	8.4	6.9
PB	3.0	2.5	2.0	1.6	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

图1: 2012-2013年海关汽车进口量及增速

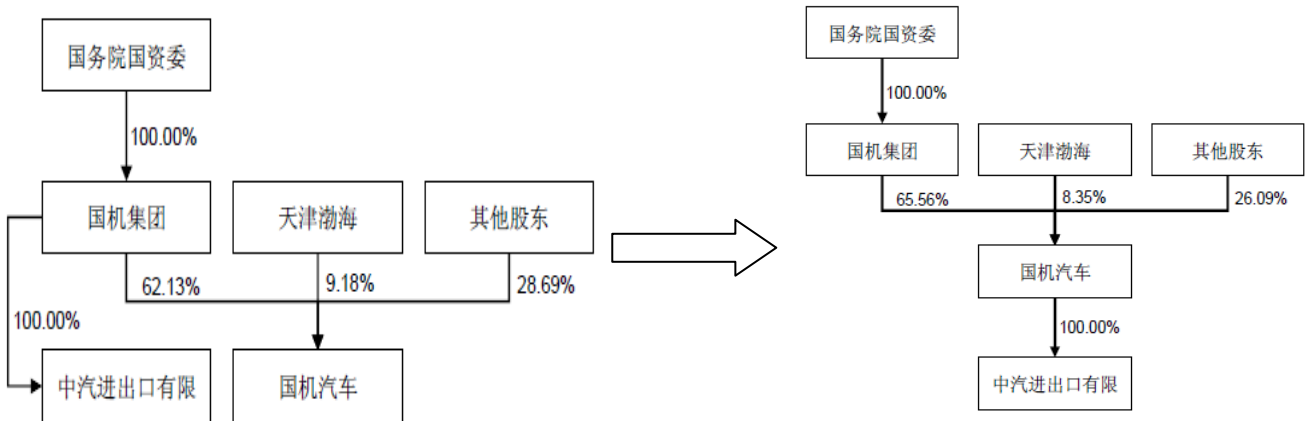


资料来源: 海关总署、招商证券

图2: 资产注入前后股权变化

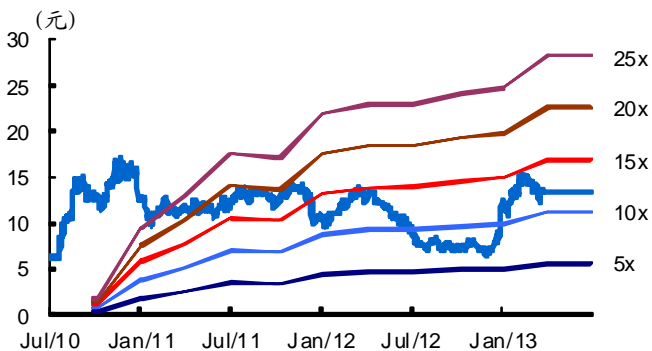
(资产注入前)

(资产注入后)



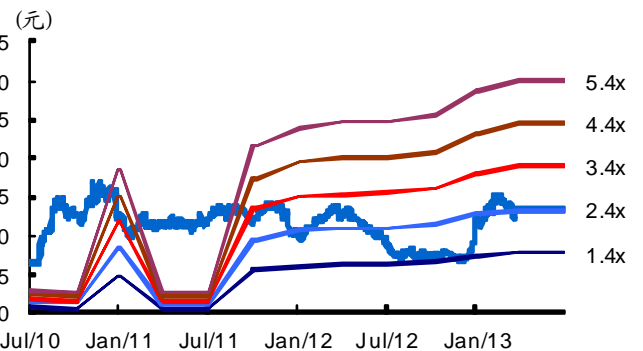
资料来源: 公司公告

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	15971	19454	22362
现金	7463	2677	8212	10286	11738
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>17860</b>	<b>21310</b>	<b>24191</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	2253	3154	4393
少数股东权益	192	146	186	243	336
母公司所有者权益	2494	2968	3724	4624	5863
<b>负债及权益合计</b>	<b>14544</b>	<b>19014</b>	<b>17860</b>	<b>21310</b>	<b>24191</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)	9164	1303	1461
净利润	493	556	756	900	1075
折旧摊销	0	0	170	163	156
财务费用	0	0	148	105	64
投资收益	0	0	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	0	0	7862	73	80
其它	222	(5909)	239	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	(3482)	901	(54)
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	(134)	(99)	(54)
<b>现金净增加额</b>	<b>1244</b>	<b>(325)</b>	<b>5535</b>	<b>2074</b>	<b>1277</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	103526
营业成本	49313	60412	73156	86425	100392
营业税金及附加	38	39	56	67	104
营业费用	487	454	543	695	828
管理费用	366	372	414	534	621
财务费用	(107)	219	148	105	64
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	10	10	10
<b>营业利润</b>	738	630	1048	1263	1527
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	1061	1277	1541
所得税	207	149	265	319	385
<b>净利润</b>	541	510	796	958	1156
少数股东损益	48	(46)	40	57	81
<b>母公司所有者净利润</b>	493	556	756	900	1075
<b>EPS (元)</b>	0.88	0.99	1.35	1.61	1.92

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%	66%	21%	21%
净利润	72%	13%	36%	19%	19%
<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%	1.0%	1.0%	1.0%
ROE	19.8%	18.7%	20.3%	19.5%	18.9%
ROIC	4.7%	5.7%	9.9%	9.4%	9.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	81.5%	83.6%	78.1%	77.2%	75.0%
净负债比率	48.7%	44.5%	28.6%	28.7%	25.4%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
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	21.6
应收帐款周转率	1294.4	953.2	454.9	347.3	344.6
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	1.35	1.61	1.92
每股经营现金	1.28	-9.56	16.36	2.33	2.61
每股净资产	4.45	5.30	6.65	8.26	10.18
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	15.3	13.5	10.0	8.4	7.0
PB	3.0	2.5	2.0	1.6	1.3

## 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。