

众多利好集一身：短期低估值、中期国企改革、长期汽车租赁

公司简报

◆投资建议：

国机汽车目前估值较低、品种稀缺，预计国企改革有望释放巨大成长潜力，长期关注汽车租赁等服务领域新业务开拓，目前市场认可程度正迅速提升。

◆4季度发生了什么？

1月5日晚公司发布14年业绩预告，(1)收入：4季度收入204.5亿元，同比下滑13%，主因是前三季度销售透支导致，但这并不影响未来3至5年公司及行业销售的增长，预计未来进口车销量维持10%上下中速增长，国机收入增速仍将高于行业平均；(2)营业利润：4季度营业利润2.74亿元，同比持平，收入下滑并未影响营业利润，原因在于费用水平好于去年同期，我们估计公司在4季度继续计提了存货跌价准备；(3)净利润：4季度净利润2.4亿元，同比增长17.6%，净利大幅提升主因预计为中汽进出口公司的非经常性收益。

◆推荐逻辑：

标的稀缺、利好因素众多。国机汽车是目前少有的业绩能够持续较高成长的汽车服务业龙头企业，具有国企改革和后市场两大利好因素的稀缺标的。

预计国机集团将启动国企改革。国有体制下，预计公司业务增长平稳。根据国资委旗下国有股权改革计划，我们预计国机集团有望启动国企改革，未来可能采取的改革措施预计包括：引入战略投资者、管理层激励（或员工持股计划等）。假若企业治理结构能够更加市场化，我们预计前期计提的资产减值准备后期将大概率冲回，对于公司业绩提升形成有利影响。

后市场方向目前正进行多项业务，经销商实力也将显著提升。公司目前后市场方向已经布局汽车租赁（已收购天津良好租赁）和车联网业务（与四维图新开展项目合作），扩张经销商网络至百家规模是可以预期事件，凭借显著的经销商管控能力，公司在经销环节的优势有望大幅提升，并形成和后市场两大方向的长期协同效应。

◆投资建议：预计2015-16年公司EPS1.95、2.36元，公司是我们目前强烈看好的汽车中盘蓝筹之一，考虑到国企改革提升经营效率及汽车租赁等新业务开拓，目标价26元，对应2015年13倍估值，给与买入评级。

◆风险提示：国内进口车市场出现超预期下滑，国企改革进度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	14E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,124	74,888	90,532	104,518	118,457
营业收入增长率	22.24%	20.55%	20.89%	15.45%	13.34%
净利润(百万元)	556	681	864	1,118	1,356
净利润增长率	12.71%	22.56%	26.82%	29.39%	21.35%
EPS(元)	0.97	1.19	1.50	1.95	2.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.73%	19.09%	18.86%	9.91%	19.77%
P/E	20	17	13	0	8
P/B	4	3	2	2	2

敬请参阅最后一页特别声明

-1-

证券研究报告

买入(首次)

当前价/目标价：19.72/26.00元

目标期限：6个月

分析师

王浩(执业证书编号：S0930514090001)

021-22169108

wanghao1@ebsecn.com

联系人

刘洋

021-22169156

liuyang82@ebsecn.com

市场数据

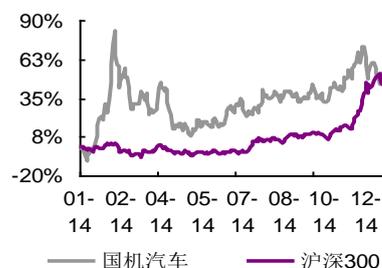
总股本(亿股)：6.27

总市值(亿元)：123.67

一年最低/最高(元)：11.21/23.10

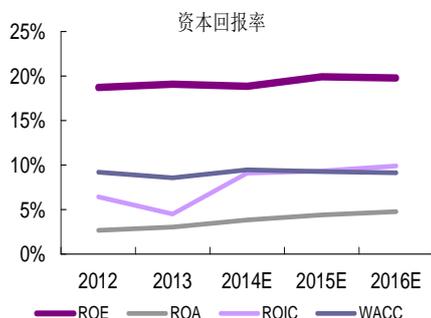
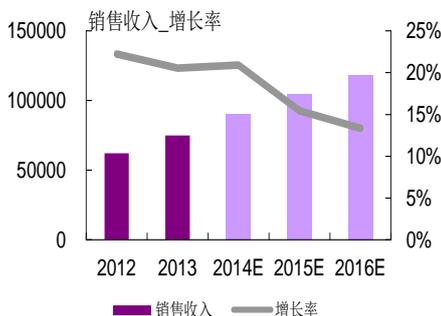
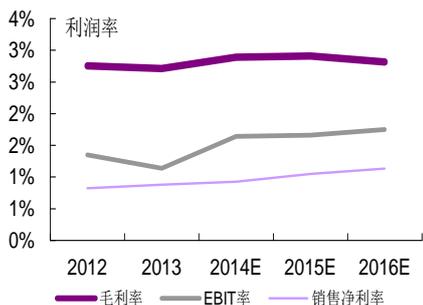
近3月换手率：72.09%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-19.54	-33.67	-3.05
绝对	-3.01	14.91	55.91



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	62,124	74,888	90,532	104,518	118,457
营业成本	60,412	72,858	87,913	101,477	115,120
折旧和摊销	140	209	139	146	151
营业税费	39	54	54	64	74
销售费用	454	498	507	596	640
管理费用	372	435	498	585	652
财务费用	219	78	474	419	453
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	10	98	95	105	120
营业利润	630	872	1,106	1,422	1,738
利润总额	659	920	1,119	1,464	1,788
少数股东损益	-46	-24	-25	-20	-15
归属母公司净利润	555.72	681.11	863.81	1,422	1,356.31

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	19,013	21,768	21,889	24,938	28,155
流动资产	16,963	19,410	20,117	23,202	26,457
货币资金	2,677	3,379	2,716	3,136	3,554
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	96	366	271	313	355
应收票据	1,788	1,867	2,263	2,613	2,961
其他应收款	106	166	181	209	237
存货	11,403	11,956	12,927	14,902	17,048
可供出售投资	506	334	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	182	185	195	205	217
固定资产	840	1,076	1,082	1,039	991
无形资产	124	148	141	134	127
总负债	15,900	18,005	17,140	19,176	21,160
无息负债	7,445	6,601	9,444	793	12,225
有息负债	8,455	11,404	7,696	8,383	8,935
股东权益	3,113	3,763	4,749	5,763	6,994
股本	560	560	574	574	574
公积金	955	947	1,268	1,379	1,397
未分配利润	1,453	2,064	2,741	3,663	4,892
少数股东权益	146	194	170	150	135

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	,354	-1,974	3,102	241	421
净利润	556	681	864	1,118	1,356
折旧摊销	140	209	139	146	151
净营运资金增加	6,701	2,937	-1,102	1,736	1,823
其他	-12,750	-5,801	3,201	-2,758	-2,910
投资活动产生现金流	-178	22	270	-6	8
净资本支出	-280	-230	-150	-100	-100
长期投资变化	182	185	-10	-11	-12
其他资产变化	-80	66	429	105	120
融资活动现金流	5,207	2,688	-4,035	184	-11
股本变化	0	0	14	0	0
债务净变化	1,372	2,949	-3,708	687	552
无息负债变化	2,671	-844	2,843	1,349	1,432
净现金流	-325	736	-663	420	418

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	22.24%	20.55%	20.89%	15.45%	13.34%
净利润增长率	12.71%	22.56%	26.82%	29.39%	21.35%
EBITDA/EBITDA 增长率	35.73%	8.48%	53.08%	15.86%	18.15%
EBIT/EBIT 增长率	36.70%	1.59%	74.32%	16.91%	19.36%
估值指标					
PE	20	17	13	10	8
PB	4	3	2	2	2
EV/EBITDA	19	20	12	11	9
EV/EBIT	22	25	13	11	10
EV/NOPLAT	28	35	17	15	13
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	2.76%	2.71%	2.89%	2.91%	2.82%
EBITDA 率	1.57%	1.42%	1.79%	1.80%	1.88%
EBIT 率	1.35%	1.14%	1.64%	1.66%	1.75%
税前净利润率	1.06%	1.23%	1.24%	1.40%	1.51%
税后净利润率 (归属母公司)	0.89%	0.91%	0.95%	1.07%	1.14%
ROA	2.68%	3.02%	3.83%	4.40%	4.76%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.73%	19.09%	18.86%	19.91%	19.77%
经营性 ROIC	6.45%	4.50%	9.09%	9.34%	9.89%
偿债能力					
流动比率	1.08	1.08	1.18	1.22	1.26
速动比率	0.36	0.42	0.42	0.44	0.45
归属母公司权益/有息债务	0.35	0.31	0.60	0.67	0.77
有形资产/有息债务	2.19	1.85	2.79	2.93	3.11
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.97	1.19	1.50	1.95	2.36
每股红利	0.10	0.18	0.15	0.19	0.23
每股经营现金流	-9.33	-3.44	5.40	0.42	0.73
每股自由现金流(FCFF)	-10.77	-3.73	3.97	-0.57	-0.55
每股净资产	5.17	6.22	7.98	9.78	11.95
每股销售收入	108.21	130.44	157.69	182.05	206.33

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
深圳	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com