

# 平行进口阳光化，正在成长也正在消亡，对国机汽车短期利好

公司简报

## ◆事件：

1月7号晚间，上海市商务委发布《关于在中国（上海）自由贸易试验区开展平行进口汽车试点的通知》，开展上海自贸区平行进口汽车试点。

<http://www.scofcom.gov.cn/zxxxgk/237471.htm>

## ◆平行进口为短期市场，对国机汽车的影响：短期利好，长期中性。

(1) 行业属性判断：一个正在成长同时也正在消亡的短期市场。品牌销售垄断管理是平行进口渠道存在根源，预计近期商务部将最终放宽汽车品牌销售管理制度，与加油站行业完全不同，行业准入即意味着市场化竞争的全面启动。平行进口市场扩大必将对常规进口渠道形成冲击，将主要体现为进口车价格下探，这反而将压缩平行进口市场赖以生存的最原始经济动力（低价）。所以我们认为，平行进口渠道放开，也同时意味这个市场消亡之旅的开始。2014年平行进口销量约8万辆，预计2015年销量8-10万辆（两者将存在显著结构差异），预计平行进口市场生存周期约为3-4年。

(2) 对国机汽车影响判断：短期利好，长期中性。①国机汽车的角色：预计国机汽车将承担跨国公司主流产品拾遗补缺的角色，主要从新奇特车型、小众化车型入手。②对国机汽车影响：第一，在未对进口车价格体系构成冲击的前提下，公司顺势推动平行进口业务，短期利好；第二，从品牌和价位角度来看，目前国机汽车代理车型和平行进口车型并未形成直面冲击。

## ◆推荐国机汽车的3条主逻辑：

(1) 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。(2) 预计国机集团将启动国企改革。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。(3) 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

## 买入(维持)

当前价/目标价：20.32/26.00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](mailto:wanghao1@ebsecn.com)

## 联系人

刘洋

021-22169156

[liuyang82@ebsecn.com](mailto:liuyang82@ebsecn.com)

## 市场数据

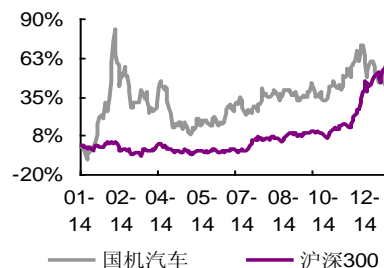
总股本(亿股)：6.27

总市值(亿元)：123.67

一年最低/最高(元)：11.21/23.10

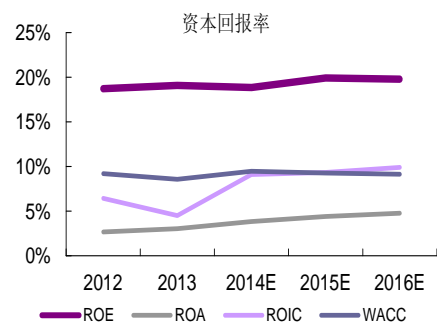
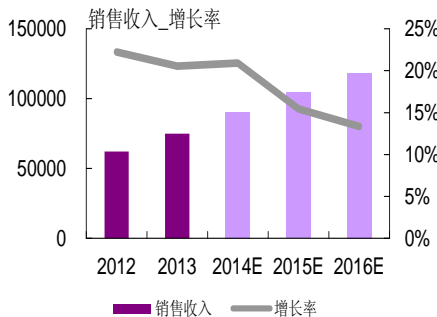
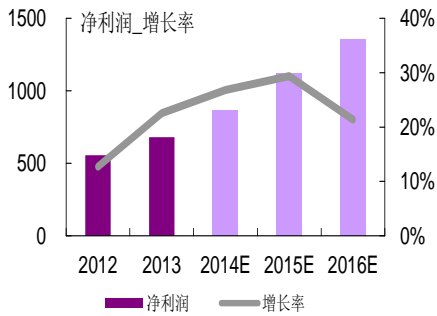
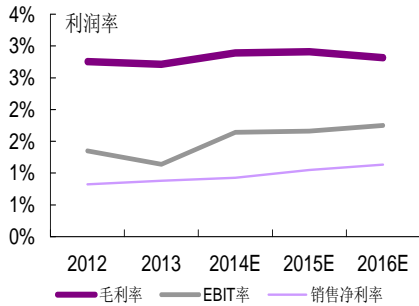
近3月换手率：72.09%

## 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
<b>营业收入</b>	<b>62,124</b>	<b>74,888</b>	<b>90,532</b>	<b>104,518</b>	<b>118,457</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>60</b>	<b>872</b>	<b>1,106</b>	<b>1,422</b>	<b>1,738</b>
<b>利润总额</b>	<b>659</b>	<b>920</b>	<b>1,119</b>	<b>1,464</b>	<b>1,788</b>
少数股东损益	-46	-24	-25	-20	-15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>555.72</b>	<b>681.11</b>	<b>863.81</b>	<b>1,422</b>	<b>1,356.31</b>

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>总资产</b>	<b>19,013</b>	<b>21,768</b>	<b>21,889</b>	<b>24,938</b>	<b>28,155</b>
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	40	1,076	1,082	1,039	991
无形资产	124	148	141	134	127
<b>总负债</b>	<b>15,900</b>	<b>18,005</b>	<b>17,140</b>	<b>19,176</b>	<b>21,160</b>
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
<b>股东权益</b>	<b>3,113</b>	<b>3,763</b>	<b>4,749</b>	<b>5,763</b>	<b>6,994</b>
股本	560	560	574	574	574
公积金	955	947	1,268	1,379	1,39
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>,354</b>	<b>-1,974</b>	<b>3,102</b>	<b>241</b>	<b>421</b>
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	-5,811	3,201	-2,758	-2,910
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-178</b>	<b>22</b>	<b>270</b>	<b>-6</b>	<b>8</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>5,207</b>	<b>2,688</b>	<b>-4,035</b>	<b>184</b>	<b>-11</b>
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	,432
<b>净现金流</b>	<b>-325</b>	<b>736</b>	<b>-663</b>	<b>420</b>	<b>418</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
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%
<b>估值指标</b>					
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
<b>盈利能力 (%)</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
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