

证券研究报告

汽车服务



分析师 李纲领
021-3856 5920
ligangl@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120004

推荐

亚夏汽车（002607）

分析师 聂清廉
021-3856 5954
nieql@xyzq.com.cn
SAC: S0190511070002

新店扩张加快,老店仍在成长

2011年11月11日

投资要点

事件:

近期我们赴芜湖对亚夏汽车进行调研,与其管理层进行了深入的交流,并走访了其主品牌的4S门店。

点评:

● 稳扎安徽区域市场,网点扩张稳步推进,2012年扩张有望加速

公司今年计划建设10家4S店,预计建成并投入运营的4S店数为7~8家。其中,募投项目涉及的6家店中,除芜湖东方雪铁龙品牌4S店预计要到明年二季度投入运营外,其他4S店均已经或将于年内投入运营。公司明年计划新增15家4S店,其中自建和收购计划约各占一半,预计明年新投入运营的4S店将接近15家。我们预计新店品牌仍将以合资品牌为主,其中高端品牌一到两家。

区域分布方面,目前公司注意力仍主要集中于安徽省内,新店建设计划中省外网点较少。公司希望在安徽省内的市场占有率达到30%左右,目前仅约10%,预计深耕安徽市场仍将是公司近两年扩张的主要着力点。

● 主要支柱老店的盈利继续保持稳定增长,目前仍是公司盈利的基石

基于我们考察的公司主要老店,如一汽奥迪、一汽丰田、北京现代、上海通用、一汽大众等,其盈利能力普遍好于去年,特别是芜湖奥迪、芜湖通用别克等净利润规模较大的4S店2011年仍然实现了净利润的较快增长。

● 汽车城模式将成为公司省内区域网点复制的主要模式之一

公司网点扩张主要采取汽车城的模式。该模式的主要优点为:1)、较受地方政府的欢迎与支持,拿地成本较低,且容易获得地方政府的税收返还以及其他政策支持,形成区域独占优势;2)、聚集效应,同一区域内建设多家4S店,同时在区内建设驾校、美容装潢中心、保险经纪机构等,从而形成区域聚集效

应，并且可以统一解决员工的住宿餐饮问题，降低人工成本。

公司在安徽省内的主要竞争对手，包括风之星和安徽汽贸都相对保守，也没有以汽车城的模式进行扩张，且区域布局以合肥市为主。相对而言，公司在合肥市以外的各区域的扩张具有较强的优势。

● **盈利预测与估值：受益区域领先优势，未来 3 年净利复合增长 30%，继续维持“推荐”的投资评级**

我们预计公司 2011、2012、2013 年的每股收益分别为 1.12 元、1.42 元和 1.90 元。按照公司 2011 年 11 月 10 日 33.60 元的收盘价计算，公司的 2011 年、2012 年的动态市盈率分别为 30 倍，24 倍和 18 倍。以 2011 年 9 月 30 日的每股净资产 8.88 元计算，公司的最新 PB 为 3.78 倍。

鉴于安徽省汽车销售增长速度未来七八年内仍将保持高速增长，我们看好公司内生与外延式增长潜力。继续维持“推荐”的投资评级。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	739	860	1086	1328
货币资金	330	398	498	611
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3	5	6	7
其他应收款	10	13	16	19
存货	183	229	282	347
非流动资产	299	531	656	729
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	5	5	5	5
固定资产	192	365	470	511
在建工程	6	3	1	1
油气资产	0	0	0	0
无形资产	94	141	172	203
资产总计	1038	1391	1742	2057
流动负债	752	1007	1232	1380
短期借款	232	389	490	481
应付票据	410	468	593	724
应付账款	22	26	32	39
其他	88	125	117	136
非流动负债	22	21	21	21
长期借款	20	20	20	20
其他	2	1	1	1
负债合计	773	1028	1253	1401
股本	66	88	88	88
资本公积	46	24	24	24
未分配利润	137	226	339	491
少数股东权益	0	-0	-0	-0
股东权益合计	264.7	363	488	656
负债及权益合计	1037.9	1391	1742	2057

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3039	3662	4580	5620
营业成本	2819	3366	4204	5154
营业税金及附加	5	7	8	10
销售费用	67	94	115	135
管理费用	26	40	50	59
财务费用	22	25	37	39
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	0	50	50
营业利润	99	129	165	221
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	101	132	168	224
所得税	25	34	43	57
净利润	76	99	125	167
少数股东损益	0	-0	0	0
归属母公司净利润	76	99	125	167
EPS(元)	0.86	1.12	1.42	1.90

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	37.3%	20.5%	25.1%	22.7%
营业利润增长率	106.8%	30.3%	27.8%	34.3%
净利润增长率	88.9%	30.6%	26.9%	33.7%
盈利能力(%)				
毛利率	7.2%	8.1%	8.2%	8.3%
净利率	2.5%	2.7%	2.7%	3.0%
ROE	28.5%	27.1%	25.6%	25.5%

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	76	99	125	167
折旧和摊销	0	29	47	60
资产减值准备	0	-0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	25	37	39
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	-0	0	0
营运资金的变动	0	-45	2	-28
经营活动产生现金流	176	183	216	292
投资活动产生现金流	-93	-247	-181	-131
融资活动产生现金流	14	131	65	-48
现金净变动	98	68	100	113
现金的期初余额	233	330	398	498
现金的期末余额	330	398	498	611

偿债能力(%)

资产负债率	74.5%	73.9%	72.0%	68.1%
流动比率	0.98	0.85	0.88	0.96
速动比率	0.74	0.63	0.65	0.71

营运能力(次)

资产周转率	3.43	3.02	2.92	2.96
应收帐款周转率	791.17	836.11	813.99	818.39

每股资料(元)

每股收益	1.14	1.12	1.42	1.90
每股经营现金	2.00	2.08	2.46	3.32
每股净资产	3.01	4.13	5.55	7.45

估值比率(倍)

PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。