

汽车销售
署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12 个月目标价: 35.00 元

当前股价: 29.70 元

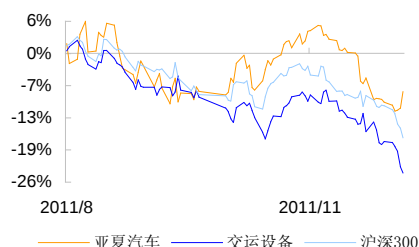
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2224.84
总股本(百万)	88
流通股本(百万)	22
流通市值(亿)	6
EPS	1.14
每股净资产(元)	4.01
资产负债率	74.50%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亚夏汽车	-12.60	-2.46	32.89
交运设备	-17.71	-18.25	-27.01
沪深 300 指数	-12.92	-12.42	-19.34


相关报告
亚夏汽车
002607
推荐
快速扩张的汽车经销区域龙头

近期我们调研了公司,并走访了部分 4S 店,公司是汽车经销领域较好的投资标的: 1、精耕安徽市场,二三线省市新车需求保持高速增长,增长快潜力大,自建和并购加快扩张速度,4S 店数目 2013 年将实现翻番; 2、汽车保有量和车龄持续提升,维修服务业务将稳定增长,提升公司盈利水平。

预计公司 11-13 年 EPS 为 1.18 元、1.53 元和 2.00 元,对应 PE 为 25 倍、19 倍和 14 倍,未来两年复合增速超过 30%,“推荐”评级。

投资要点:

- **公司是安徽省汽车经销商龙头。**公司现有汽车 4S 店 41 家(33 家运营,8 家在建),主要为中高端合资品牌,覆盖芜湖、宣城、合肥、黄山等地区,安徽省市场占有率超过 10%;公司重点发展汽车城模式,打造售前(驾校)、新车销售、售后(保养、维修、保险、装饰、二手车)等全方位服务体系。
- **安徽汽车消费仍处快速扩张期,新车业务增速快潜力大。**安徽省 R 值(R 值=车价/人均 GDP)进入汽车快速消费期,安徽千人汽车保有量仅 35 辆,远低于全国平均水平,增长潜力巨大,汽车销量增速将超全国平均,新车销售业务增速快潜力大。
- **售后维修受益保有量增长,增强业绩稳定性。**安徽省汽车保有量进入扩张期,高毛利(40%)的维修服务业务进入收获期,抗周期增长,预计增速长期维持 20%以上。维修服务业务的收入和利润占比将持续提升,增强业绩稳定性。
- **公司扩张步伐加速,规模有望快速扩张。**公司借助资本市场优势,加速扩张,12-13 年计划新增 4S 店 15 家和 20 家,以奥迪、大众等合资品牌为主,并逐步进入皖北地区,提升安徽市场的占有率和覆盖面,逐步实现省内占有率 30%的目标。
- **公司规模优势渐现,盈利能力提升。**公司大力发展汽车城模式,易获地方政府支持;集中保险、装饰等业务,增强话语权,获取更多返点;完善管理人员培养体系,为公司快速扩张储备人才;加强公司内部管理,提升员工积极性,提升公司综合盈利。
- **股价催化剂:** 高端品牌 4S 店增加,安徽汽车市场爆发,收购进程加速
- **投资建议:** 基于以上分析,预计公司 11-13 年实现营业收入 34.28 亿、43.98 亿和 62.82 亿,11-13 年 EPS 分别为 1.18 元、1.53 元和 2.00 元。考虑到公司未来两年复合增速在 30%以上,未来 6-12 个月目标价 35 元,首次给予“推荐”评级。

风险提示: 汽车市场景气下滑、异地扩张速度减缓,将影响公司盈利不达预期

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3039	3428	4398	6282
收入同比(%)	37%	13%	28%	43%
归属母公司净利润	76	104	134	175
净利润同比(%)	89%	38%	29%	30%
毛利率(%)	7.2%	7.2%	7.1%	6.9%
ROE(%)	28.5%	12.5%	13.8%	15.3%
每股收益(元)	0.86	1.18	1.53	1.99
P/E	34.61	25.10	19.45	14.93
P/B	9.87	3.13	2.69	2.28
EV/EBITDA	21	15	12	8

资料来源:中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	739	1096	1131	1617
现金	330	583	474	677
应收账款	3	7	8	11
其他应收款	10	11	15	21
预付账款	212	239	307	440
存货	183	255	327	468
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	299	346	677	741
长期投资	0	4	4	4
固定资产	192	178	310	493
无形资产	94	80	125	96
其他非流动资产	14	84	238	147
资产总计	1038	1441	1808	2358
流动负债	752	544	776	1152
短期借款	232	0	66	164
应付账款	22	23	30	43
其他流动负债	498	521	679	944
非流动负债	22	62	62	62
长期借款	20	60	60	60
其他非流动负债	2	2	2	2
负债合计	773	606	838	1213
少数股东权益	0	0	0	-1
股本	66	88	88	88
资本公积	46	491	491	491
留存收益	153	257	391	566
归属母公司股东权益	265	836	970	1145
负债和股东权益	1038	1441	1808	2358

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	176	56	191	241
净利润	76	104	134	175
折旧摊销	0	33	42	76
财务费用	22	-2	-7	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-80	22	-6
其他经营现金流	79	1	0	0
投资活动现金流	-93	-80	-373	-140
资本支出	102	76	314	140
长期投资	-6	4	0	0
其他投资现金流	3	0	-59	0
筹资活动现金流	14	277	73	101
短期借款	27	-232	66	98
长期借款	20	40	0	0
普通股增加	0	22	0	0
资本公积增加	0	445	0	0
其他筹资现金流	-32	2	7	4
现金净增加额	98	253	-109	202

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3039	3428	4398	6282
营业成本	2819	3182	4084	5850
营业税金及附加	5	6	8	11
营业费用	67	77	99	141
管理费用	26	29	37	53
财务费用	22	-2	-7	-4
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	99	135	176	230
营业外收入	3	5	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	101	139	179	233
所得税	25	35	45	59
净利润	76	104	134	175
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	76	104	134	175
EBITDA	121	166	211	302
EPS (元)	1.14	1.18	1.53	1.99

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	37.3%	12.8%	28.3%	42.8%
营业利润	106.8	36.1%	31.0%	30.3%
归属于母公司净利润	88.9%	37.9%	29.0%	30.2%
获利能力				
毛利率	7.2%	7.2%	7.1%	6.9%
净利率	2.5%	3.0%	3.1%	2.8%
ROE	28.5%	12.5%	13.8%	15.3%
ROIC	50.1%	32.7%	20.7%	24.8%
偿债能力				
资产负债率	74.5%	42.0%	46.3%	51.4%
净负债比率	32.61	9.91%	15.08	18.47%
流动比率	0.98	2.01	1.46	1.40
速动比率	0.74	1.55	1.04	1.00
营运能力				
总资产周转率	3.43	2.77	2.71	3.02
应收账款周转率	791	595	547	626
应付账款周转率	151.99	141.16	152.10	158.16
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.18	1.53	1.99
每股经营现金流(最新摊薄)	2.00	0.63	2.17	2.74
每股净资产(最新摊薄)	3.01	9.50	11.03	13.02
估值比率				
P/E	34.61	25.10	19.45	14.93
P/B	9.87	3.13	2.69	2.28
EV/EBITDA	21	15	12	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

邢卫军, 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434