

美東汽車 (1268 HK)

客戶留存專案 (CRR) 初見成效

美東汽車發佈上半年業績公告。2021年上半年公司實現營業收入118億元，同比增長40%。公司上半年歸母淨利潤達到5.4億元，同比增長78%，符合此前業績盈喜預告（同比不低於70%）。公司上半年運營效率繼續提升，保持行業最優水準。同時公司客戶留存專案CRR初見成效，未來有望帶動淨利率及零服吸收率穩步提升。我們看好公司在保持運營效率的基礎上，通過潛在收並購機會進一步擴張門店網路規模。因此我們重申公司買入評級，上調目標價至51.0港元。

- **公司運營效率仍然保持行業最優。**上半年公司新車銷售收入/售後服務收入分別實現105億元/13億元人民幣，同比增長41%/32%。公司繼續聚焦主力豪華品牌及單城單店模式，上半年豪華品牌的新車銷售/售後服務收入佔比分別提升至87.3%/85.8%，新車毛利率同比提升1.9個百分點至7.0%。公司庫存周轉天數同比降低至8天，仍領跑全行業，體現出公司優秀的管理能力及卓越的運營效率。上半年公司資產運營效率持續提升，年化ROE實現30.5%的出色水準。公司經營活動現金淨流入達到7.6億元人民幣，同比增長49%。
- **客戶留存專案CRR初見成效。**公司自2020年下半年啟動客戶留存專案以來已經取得初步成效。截止到2021年7月，公司客戶活躍指數及服務預約指數相比2020年底提升約90%，同時客戶流失率相比2020年底下降約8%。公司通過加強與客戶中頻接觸等方式，持續提升客戶需求粘性。客戶留存專案的成功將提升客戶服務滿意度，進而提升公司零服吸收率及淨利潤率，同時為公司潛在業務發展（如二手車等）提供客戶基盤，助力公司中長期發展。
- **公司具有收並購潛力。**截止8月底公司共有68個門店網路，相比2020年共增加5家新店，其中包含年內收購的3家豪華品牌門店（1家寶馬、2家雷克薩斯）。公司選擇並購標的時仍堅持“效率可提升性”指標，意在收購完成後實現收入利潤及其他主要財務指標的全面提升。公司1月收購完成的四川廣安寶馬門店，2021年上半年已完成2020年全年收入利潤的約100%/150%，充分體現出公司的並購紀律與管理能力。目前公司並購項目管線逐步累積，同時在手現金28個億人民幣並處於淨現金狀態，具備較強的收並購潛力。
- **我們維持公司買入評級。**考慮到1)上半年公司運營效率再超預期；2)公司收並購節奏超預期；3)下半年供給短缺將使得新車銷售單價及毛利率提升等利好因素，我們上調公司2021年盈利預測11%為1,145百萬元人民幣。儘管汽車缺芯將對新車銷量增速產生一定壓力，但我們認為公司單車收入及毛利將抵消負面影響。同時公司1)廣州保時捷旗艦門店開業；2)潛在收並購專案庫逐步累積等因素將繼續支撐公司業績及估值抬升。因此我們給予公司2021年46x市盈率（此前目標價基於2021年45x市盈率），上調目標價至51.0港元。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額(百萬元人民幣)	16,210	20,207	24,621	34,037	44,773
同比增長(%)	46%	25%	22%	38%	32%
淨利潤(百萬元人民幣)	551	751	1,145	1,497	1,821
每股收益(人民幣)	0.48	0.62	0.92	1.20	1.46
每股收益變動(%)	51%	30%	48%	31%	22%
市場每股盈利預測(人民幣)	0.47	0.61	0.97	1.30	1.75
市盈率(x)	67.9	52.1	35.2	27.0	22.1
市帳率(x)	21.9	12.1	9.9	7.8	6.2
股息率(%)	1%	1%	1%	2%	2%
權益收益率(%)	36%	30%	31%	32%	31%
負債比率(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$51.0
(此前目標價)	HK\$46.2
潛在升幅	+30.5%
當前股價	HK\$39.1

中國汽車經銷商行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	48,620
3月平均流通量(百萬港元)	87.07
52周內股價高/低(港元)	48.4/24.38
總股本(百萬)	1,245

資料來源：彭博

股東結構

葉帆/胡煥然	56.46%
Krige Dawid	5.40%

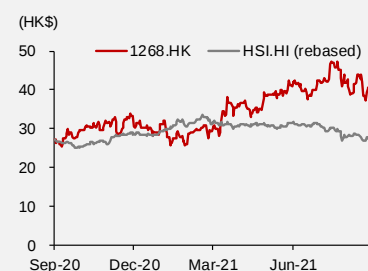
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.8%	-6.5%
3-月	-4.5%	7.6%
6-月	33.3%	49.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

盈利預測

圖 1: 盈利預測

人民幣 (百萬)	新預測		原預測		變化 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	24,621	34,037	25,941	32,153	-5%	6%
毛利	2,714	3,647	2,518	3,163	8%	15%
淨利潤	1,145	1,497	1,028	1,269	11%	18%
每股盈利 (人民幣)	0.92	1.20	0.85	1.05	8%	14%
毛利率	11.02%	10.71%	9.71%	9.84%	1.3 ppt	0.9 ppt
淨利潤率	4.65%	4.40%	3.96%	3.95%	0.7 ppt	0.5 ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2: 招銀國際與市場預測

人民幣 (百萬)	招銀國際預測		市場預測		差異 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	24,621	34,037	26,588	34,239	-7%	-1%
毛利	2,714	3,647	2,709	3,569	0%	2%
淨利潤	1,145	1,497	1,151	1,601	-1%	-6%
每股盈利 (人民幣)	0.92	1.20	0.97	1.30	-5%	-7%
毛利率	11.02%	10.71%	10.19%	10.43%	0.8 ppt	0.3 ppt
淨利潤率	4.65%	4.40%	4.33%	4.67%	0.3 ppt	-0.3 ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	16,210	20,207	24,621	34,037	44,773
新車銷售	14,384	17,956	21,866	30,148	39,658
售後服務	1,826	2,251	2,755	3,889	5,116
銷售成本	(14,652)	(18,172)	(21,907)	(30,390)	(40,112)
毛利	1,558	2,035	2,714	3,647	4,661
銷售費用	(493)	(546)	(684)	(943)	(1,236)
管理費用	(382)	(439)	(542)	(745)	(976)
資產減值損失	0	0	0	0	0
其他收益	154	96	187	241	246
其他支出	0	0	0	0	0
財務費用	(123)	(137)	(119)	(156)	(203)
合營企業投資收益	44	43	46	51	56
聯營企業投資收益	0	0	0	0	0
利潤總額	757	1,052	1,602	2,094	2,549
所得稅費用	(200)	(282)	(428)	(559)	(681)
淨利潤	558	771	1,174	1,535	1,868
少數股東損益	7	20	29	38	47
歸母淨利潤	551	751	1,145	1,497	1,821

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	551	751	1,145	1,497	1,821
折舊和攤銷	63	99	110	147	195
營運資金變動	(1,380)	(722)	(1,208)	(2,482)	(2,876)
其它	1,697	515	2,272	3,165	3,757
經營活動所得現金流	931	642	2,319	2,326	2,897
資本開支	(390)	(319)	(736)	(950)	(1,227)
聯營公司	-	-	-	-	-
其它	107	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(283)	(319)	(736)	(950)	(1,227)
股份發行	9	1,150	-	-	-
淨借貸	(62)	(160)	(168)	266	329
支付股息	(145)	(303)	(480)	(515)	(673)
其它	(191)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(390)	687	(648)	(249)	(345)
現金增加淨額	258	1,011	934	1,127	1,325
年初現金及現金等價物	1,284	2,086	3,097	4,031	5,158
其他	544	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,086	3,097	4,031	5,158	6,483
受限現金	962	559	559	559	559

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	2,139	2,661	3,254	4,283	5,594
固定資產	1,035	1,120	1,466	1,915	2,495
無形資產和商譽	65	61	174	313	488
合資及聯營公司投資	55	56	62	68	75
其它非流動資產	984	1,423	1,552	1,986	2,536
流動資產	3,786	5,110	6,221	8,197	10,494
現金及現金等價物	2,086	3,097	4,031	5,158	6,483
應收賬款	1,159	1,518	1,565	2,171	2,865
存貨	541	495	626	868	1,146
其它流動資產	-	-	-	-	-
流動負債	3,180	3,061	3,956	5,453	7,168
銀行貸款	871	729	502	694	913
應付帳款	2,132	2,082	3,130	4,341	5,730
其他應付款	85	122	139	179	231
應付稅費	92	128	185	239	293
非流動負債	975	1,365	1,303	1,676	2,165
銀行貸款	240	222	282	356	466
或有負債	-	-	-	-	-
遞延所得稅負債	9	7	51	67	82
其它	726	1,136	970	1,253	1,617
所有者權益	1,711	3,227	4,075	5,177	6,534
少數股東權益	58	118	142	174	222
歸母所有者權益	1,770	3,345	4,217	5,351	6,755

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
新車銷售	89%	89%	89%	89%	89%
售後服務	11%	11%	11%	11%	11%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	10%	10%	11%	11%	10%
稅前利率	5%	5%	7%	6%	6%
淨利潤率	3%	4%	5%	4%	4%
有效稅率	26%	27%	27%	27%	27%
資產負債比率					
流動比率(X)	1.19	1.67	1.57	1.50	1.46
速動比率(X)	1.02	1.51	1.41	1.34	1.30
現金比率(X)	0.66	1.01	1.02	0.95	0.90
庫存周轉天數	13	10	10	10	10
應付款周轉天數	53	42	52	52	52
應收款周轉天數	26	27	26	26	26
債務/股本比率(%)	104%	62%	42%	43%	44%
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	36%	30%	31%	32%	31%
資產回報率	17%	17%	20%	21%	19%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.48	0.62	0.92	1.20	1.46
每股股息(人民幣)	0.26	0.39	0.41	0.54	0.66
每股金資產(人民幣)	1.48	2.67	3.27	4.16	5.25

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。