

宝信汽车集团 (1293 HK, HK\$3.92, 目标价 HK\$5.25, 买入) - 收购将提振业绩

- ❖ **12年上半年销售增长强劲，毛利率受压。**宝信发布12年上半年业绩，收入同比增长72.2%至人民币90.1亿。汽车总销量由4S经销商的扩张所带动，从11年上半年的12,976台增加至2012年上半年的20,795台，同比上升了60.3%。4S经销商总店数从11年底的33间上升到12年六月底的42间。豪华/超豪华车市场的价格竞争加剧，毛利率同比下降1.6个百分点至8.3%。然而，运营成本/收入比从11年上半年的3.6%大幅下降至12年上半年的2.1%，规模效应显现。规模效应令运营成本占收入比下跌，很大程度上舒缓了毛利率下滑对公司的压力。净利润达人民币3.3亿，同比增长63.3%，净利率同比仅微跌0.2个百分点至3.7%。12年上半年不派发股息。
- ❖ **收购燕骏集团，加强宝信在中国北方的地位。**宝信于8月29日宣布收购燕骏集团。燕骏是一间4S经销商集团，重点业务位于中国北方地区，包括北京、新疆及黑龙江等。收购总代价为3.05亿美金（23.8亿港元），将以现金和5年0.58亿美金（4.53亿港元）的债卷支付。燕骏拥有八间宝马4S店和两间路虎捷豹4S店。燕骏和宝信的品牌组合是非常相似的，惟燕骏更集中于豪华/超豪华车市场。我们相信，此次收购将对宝信有利，基于1)可加强宝信在中国北方的地位；2)进一步提高规模效应；3)扩大在BMW和路虎捷豹经销商市场的市场份额。
- ❖ **藉收购及新店开设来促进下半年销售，售后业务的成长将减轻毛利压力。**算上收购燕骏的4S经销商，我们预计宝信的4S经销商总数将迅速扩张至2012年底的64家和2013年底的76家。汽车经销商行业的毛利率在当前经济减速下面临巨大压力，宝信于豪华/超豪华车市场的快速扩张将有助于其维持健康毛利率。此外，宝信的售后业务在2012年上半年录得97.6%按年增长，毛利率亦同比上升0.2个百分点至48.2%。售后业务的稳定成长也将有助于公司维持稳定的毛利率。
- ❖ **目标价 5.25 港元，重申买入建议。**目前，宝信的股价分别相当于12和13财年每股盈利的8.4倍和6.0倍。我们将目标价从11.17港元调低至5.25港元，相当于2013财年每股盈利的8倍，上升潜力为33.9%。我们重申买入建议。

财务资料

(截至12月31日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额(百万人民币)	7,717	12,011	24,333	33,467	41,995
净利润(百万人民币)	304	602	956	1,350	1,771
每股收益(人民币)	0.14	0.27	0.38	0.53	0.69
每股收益变动(%)	73.9	96.6	39.1	39.7	31.2
市盈率(x)	28.4	11.9	8.4	6.0	4.5
市帐率(x)	4.9	2.4	2.0	1.5	1.1
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	19.8	19.7	23.6	24.9	24.5
净财务杠杆率(%)	8.6	净现金	57.7	40.0	25.1

来源: 公司及招银国际研究部

宝信汽车集团 (1293 HK)

评级	买入
收市价	3.92 港元
目标价	5.25 港元
市值(港币百万)	9,913
过去3个月平均交易(港币百万)	10.9
52周高/低(港币)	10.12/3.4
发行股数(百万股)	2,528.7
主要股东	宝信投资管理(61%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1月	3.7%	4.7%
3月	-33.1%	-37.6%
6月	-58.3%	-53.8%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	7,717	12,011	24,333	33,467	41,995
销售汽车	7,168	11,255	22,850	31,243	39,104
售后服务	548	756	1,482	2,223	2,891
销售成本	(7,029)	(10,721)	(22,301)	(30,604)	(38,397)
毛利	688	1,290	2,031	2,863	3,597
销售费用	(177)	(257)	(415)	(569)	(672)
管理费用	(91)	(167)	(271)	(368)	(462)
其他营运收入/费用	35	88	164	201	252
息税前收益	455	954	1,510	2,126	2,715
息税及折旧摊销前收益	498	1,017	1,695	2,438	3,077
利息收入	2	6	29	26	34
融资成本	(48)	(128)	(272)	(362)	(401)
其他非营运收入/费用	3	5	17	23	29
税前利润	412	837	1,283	1,813	2,378
所得税	(104)	(221)	(321)	(453)	(594)
非控制股东权益	(4)	(14)	(7)	(10)	(12)
净利润	304	602	956	1,350	1,771

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
销售汽车	92.9	93.7	93.9	93.4	93.1
售后服务	7.1	6.3	6.1	6.6	6.9
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	8.9	10.7	8.3	8.6	8.6
息税及折旧摊销前收益率	6.4	8.5	7.0	7.3	7.3
营业利润率	5.9	7.9	6.2	6.4	6.5
净利润率	3.9	5.0	3.9	4.0	4.2
有效税率	25.3	26.4	25.0	25.0	25.0

增长 (%)

收入增长	49	56	103	38	25
毛利增长	57	87	58	41	26
息税前收益增长	75	110	58	41	28
净利润增长	74	98	59	41	31

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.4	1.1	1.1	1.2
速动比率 (x)	1.0	1.2	0.7	0.8	0.8
平均应收账款周转天数	2	4	4	4	4
平均存货周转天数	38	44	44	45	45
平均应付账款周转天数	31	40	40	40	40
现金周期	10	8	8	9	9
净负债/权益比率 (%)	9	(30)	58	40	25

回报率 (%)

资本回报率	19.8	19.7	23.6	24.9	24.5
资产回报率	9.3	7.7	7.2	7.9	8.4

每股数据 (人民币)

每股利润	0.14	0.27	0.38	0.53	0.69
每股账面值	0.70	1.38	1.60	2.12	2.82
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	871	1,013	4,079	4,429	5,252
物业、厂房及设备	521	799	3,645	3,832	4,503
其他	350	214	434	597	749
流动资产	2,387	6,767	9,166	12,585	15,956
现金及现金等价物	675	3,297	2,036	2,703	3,557
存货	738	1,284	2,688	3,773	4,734
应收贸易款项	43	126	267	367	460
其他	932	2,061	4,175	5,742	7,205
流动负债	1,719	4,688	8,720	11,120	13,529
借债	807	2,341	3,901	4,411	4,921
应付贸易账款	590	1,175	2,444	3,354	4,208
其他	322	1,172	2,375	3,356	4,400
非流动负债	0	38	479	469	459
借债	0	30	470	460	450
其他	0	9	9	9	9
少数股东权益	73	36	73	101	126
净资产总值	1,466	3,018	3,973	5,324	7,095
股东权益	1,466	3,018	3,973	5,324	7,095

来源：公司资料，招银国际预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	304	602	956	1,350	1,771
折旧和摊销	43	63	186	312	362
营运资金变动	(488)	(1,060)	(1,188)	(861)	(619)
其他	20	62	(29)	(26)	(34)
经营活动所得现金净额	(121)	(333)	(76)	775	1,479
购置固定资产	(146)	(284)	(3,032)	(499)	(1,033)
其他	(434)	(409)	(190)	(137)	(118)
投资活动所得现金净额	(580)	(693)	(3,222)	(635)	(1,151)
股本的变化	763	2,168	0	0	0
银行贷款变动	259	1,713	2,000	500	500
其他	(150)	(356)	450	27	26
融资活动所得现金净额	873	3,525	2,450	527	526
现金增加净额	172	2,499	(848)	667	854
年初现金及现金等价物	213	384	2,884	2,036	2,703
年末现金及现金等价物	384	2,884	2,036	2,703	3,557

来源：公司资料，招银国际预测

旭光高新材料(67HK, HK\$1.28, 目标价HK\$1.77, 买入) - 费用控制促使业绩实现增长

- ❖ **费用控制及利息资本化推动净利润增 5.9%。**上半年旭光净利润同比增长 5.9% 至 8.2 亿元(人民币, 下同)。净利润在面临芒硝收入大幅下滑情况下实现增长, 主要是由于: 1)PPS 销售额增长弥补了芒硝业务下滑, 总收入与去年同期基本持平; 2)销售费用大幅下降 86.7%至 900 万元, 其他经营开支也降低 9.2% 至 1.8 亿元; 3)总财务费用虽同比上升 22.7%至 2.5 亿元, 但其中 56.6%(1.4 亿元)被资本化, 从而使财务费用下降 46.8%; 4)有效税率由 23.1%降至 20.7%。
- ❖ **PPS 成为中流砥柱, 总体毛利率降至 59.3%。**自去年下半年芒硝行业出现新的低价竞争者后, 公司的特种芒硝出厂价受到较大影响。上半年芒硝业务收入整体下滑 22.1%, 但药用芒硝收入保持稳定。上半年 PPS 价格依然坚挺, 分部收入同比增长 15.3%, 占总收入比重由 55.1%提升至 64.5%。其中 PPS 树脂、纤维和化合物收入分别增长 62.7%、16.6%和 8.2%。特别是注塑级树脂增长较快, 薄膜级树脂也打开销路。由于收入结构变动, 毛利率同比下降 5.8 个百分点至 59.3%。
- ❖ **利息资本化意在平滑业绩波动, 坏账风险可控。**若在税前利润中扣掉资本化利息, 则上半年净利润将下滑 8.6%。利息资本化并入在建工程, 意在平滑当期费用至未来折旧支出。应收款中账龄超过半年的达到 7,740 万元, 但公司已在去年下半年计提坏账准备超过 8,000 万元, 计提已够充分。另外, 账龄三至六个月的应收款已较年初下降 39.2%至 1.51 亿元, 我们认为未来坏账风险可控。公司今年资本开支约 30 亿元, 下半年现金流足以覆盖, 但目前已进入降息周期, 公司贷款额可能会有所增加。
- ❖ **主要风险包括 1)PPS 价格下滑; 2)PPS 销量不达预期; 3)折旧摊销费用支出压缩利润。**
- ❖ **我们认为旭光明显受益于国家对新材料行业的相关规划和扶持, 基于技术和先发优势, 正成长成为一间稳健的新材料公司。2013 年将进入收获期, PPS 扩产完成后总产能将由目前 3 万吨达到 5.5 万吨。但未来折旧摊销额较大对盈利可能产生不利影响。我们分别上调 2012/2013 年盈利预期 28.2%/8.3% 至 13.5 亿元/16.8 亿元, 略下调目标价 6.4%至 1.77 港元, 分别对应 2012/2013 年 6.0/4.8 倍 PE, 上调至“买入”评级。**

旭光高新材料 (67 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.28
目标价	HK\$1.77
市值 (港币百万)	7,160
过去 3 月平均交易 (港币百万)	36
52 周高/低 (港币)	2.27/1.06
发行股数 (百万股)	5,594
主要股东	索朗多吉 (33.5%)

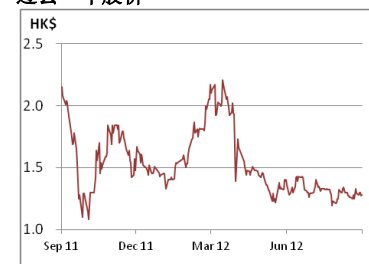
来源: HKEx, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	2.4%	4.2%
3 月	-5.9%	-10.3%
6 月	-39.9%	-33.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万元)	1,961	4,567	4,397	5,324	6,450
净利润 (人民币百万元)	729	1,253	1,354	1,680	2,122
每股收益 (人民币)	0.37	0.23	0.24	0.30	0.38
每股收益变动 (%)	22.7	(37.9)	4.2	24.1	26.3
市盈率(x)	2.9	4.5	4.3	3.5	2.8
市帐率(x)	0.8	0.4	0.4	0.4	0.3
股息率 (%)	5.6	2.0	2.3	2.9	3.6
权益收益率 (%)	33.7	15.8	9.7	11.0	12.4
净财务杠杆率 (%)	38.8	15.5	19.6	12.2	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

损益表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	1,961	4,576	4,397	5,324	6,450
- 芒硝	1,961	2,040	1,551	1,661	1,800
- PPS	-	2,535	2,846	3,662	4,650
销售成本	(542)	(1,672)	(1,781)	(2,236)	(2,709)
毛利	1,420	2,903	2,616	3,088	3,741
销售和分销成本	(10)	(158)	(103)	(128)	(154)
其他运营开支	(140)	(694)	(569)	(621)	(683)
其他收益	24	102	56	61	69
息税前利润	1,294	2,153	2,000	2,400	2,973
财务费用	(242)	(424)	(218)	(218)	(217)
税前利润	1,052	1,729	1,781	2,182	2,756
所得税	(323)	(457)	(428)	(502)	(634)
少数股东权益	-	(19)	-	-	-
净利润	729	1,253	1,354	1,680	2,122

来源：公司，招银证券研究部

资产负债表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	2,914	15,109	17,187	17,567	17,491
物业、厂房及设备	2,419	7,195	9,447	9,929	9,956
土地使用权及采矿权	463	652	612	609	607
无形资产	26	6,876	6,781	6,682	6,582
存款	6	385	347	347	347
流动资产	2,001	4,213	3,248	4,943	7,068
存货	8	67	45	200	97
贸易及其他应收款	767	1,362	1,066	1,547	1,498
受限存款及其他	91	153	168	198	228
现金	1,135	2,631	1,969	2,998	5,245
流动负债	752	2,645	2,585	3,130	3,049
银行贷款	532	1,738	1,938	2,088	2,208
贸易及其他应付款	205	658	411	777	523
应缴税金	15	185	171	201	254
其他	-	65	65	65	65
非流动负债	1,619	3,370	3,299	3,285	3,463
银行贷款	-	696	746	846	1,026
定息优先债券	1,589	1,538	1,461	1,388	1,318
可转债	-	724	680	639	601
递延所得税负债	31	413	413	413	518
少数股东权益	-	-	-	-	-
净资产	2,543	13,308	14,550	16,094	18,048
股东权益	2,543	13,308	14,550	16,094	18,048

来源：公司，招银证券研究部

现金流量表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
税前利润	1,052	1,729	1,781	2,182	2,756
折旧和摊销	97	491	399	546	604
净财务费用	233	401	218	218	217
其他	13	198	189	246	295
经营利润	1,394	2,819	2,588	3,192	3,873
存货变动	6	4	66	(155)	103
应收款变动	(254)	(121)	280	(481)	49
应付款变动	(95)	(67)	(318)	365	(254)
已缴税款	(324)	(475)	(442)	(472)	(581)
经营活动净现金流	728	2,160	2,174	2,449	3,191
固定资产及其他资产购买	(527)	(2,249)	(2,535)	(1,083)	(650)
其他	84	21	-	-	-
投资活动净现金流	(443)	(2,229)	(2,535)	(1,083)	(650)
银行贷款额变动	175	536	150	130	200
其他负债变动	-	770	(120)	(114)	(108)
股权融资	69	827	-	-	-
其他负债变动	(317)	(562)	(331)	(353)	(385)
融资活动净现金流	(73)	1,572	(302)	(337)	(293)
总净现金流	212	1,503	(662)	1,029	2,248
期初现金	929	1,135	2,631	1,969	2,998
汇率变动	(7)	(6)	-	-	-
期末现金	1,135	2,631	1,969	2,998	5,245

来源：公司，招银证券研究部

主要财务比率

年结：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售额拆分 (%)					
- 芒硝	100.0	44.6	35.3	31.2	27.9
- PPS	-	55.4	64.7	68.8	72.1
盈利能力指标 (%)					
毛利率	72.4	63.5	59.5	58.0	58.0
税前利润率	53.7	37.8	40.5	41.0	42.7
净利率	37.2	27.4	30.8	31.6	32.9
有效税率	30.7	26.4	24.0	23.0	23.0
每股指标					
每股收益 (人民币)	0.374	0.232	0.242	0.300	0.379
每股净资产 (人民币)	1.305	2.466	2.601	2.877	3.226
每股股息 (人民币)	0.071	0.026	0.030	0.037	0.100
成长性指标 (%)					
收入增速	45.9	133.3	(3.9)	21.1	21.2
毛利增速	44.9	104.5	(9.9)	18.0	21.2
息税前利润增速	47.5	66.4	(7.1)	20.0	23.9
净利润增速	36.8	71.8	8.0	24.1	26.3
资产负债表相关指标					
流动比率 (倍)	2.7	1.6	1.3	1.6	2.3
速动比率 (倍)	2.3	1.4	1.1	1.4	2.2
应付账款周转日	88.4	60.0	70.0	70.0	70.0
应收账款周转日	33.5	43.0	43.0	43.0	43.0
存货周转日	7.3	15.0	11.5	20.0	20.0
权益总负债率 (%)	83.4	35.3	33.2	30.8	28.5
权益净负债率 (%)	38.8	15.5	19.6	12.2	Net Cash
回报率指标 (%)					
权益回报率	33.7	15.8	9.7	11.0	12.4
资产回报率	16.2	10.3	6.8	7.8	9.0

来源：公司，招银证券研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。