

永達汽車 (3669 HK)

快速擴張捕捉增長機遇

- ❖ **投資要點。**永達主要在華東地區以分銷豪華及中高端汽車為主，我們預期公司將迎來未來數年的增長機遇：(1) 寶馬推出的新車型將拉動未來數年的銷售量；(2) 汽車保有量上升將為售後服務提供增長空間；(3) 汽車租賃業務成為新的收入來源；(4) 通過併購提升規模效益。
- ❖ **以豪華品牌為主。**在新車銷售中，約80%來自豪華品牌如寶馬及保時捷，其餘的20%為包括來自大眾、通用及福特等的中高端品牌。寶馬佔永達的銷售近40%，其餘品牌如保時捷、捷豹路虎和奧迪各佔約10%。我們相信公司在高端品牌的佈局將有利捕捉中國消費升級的機遇。
- ❖ **受惠寶馬新車型銷售。**根據行業數據，寶馬於去年中推出新5系車型(通過華晨寶馬)令銷售量回升。此外，寶馬全新的X3車型(進口)將於今年推出，相信有助進一步拉動銷售量，我們相信將有助拉動永達的銷售和毛利率。一般而言，豪華車的毛利率為3-4%，中高端汽車則為1-2%。
- ❖ **售後服務帶來強勁的收入。**豪華車的客戶一般對服務要求較高以及對價格敏感度較低，因此客戶對高質4S店如永達的忠誠度較高。此外，國內持續上升的汽車保有量為二手車銷售提供廣闊的市場空間。以毛利計算，永達的售後服務佔其總體毛利超過60%(2017年上半年)，主要由於較高毛利率所帶動(46.8%)。
- ❖ **融資租賃成為新增長點。**永達的融資貸款組合規模從去年6月的29億元人民幣增長至去年底的40億元，公司計劃在2018及2019年把規模分別提升至70億及100億。資金來源包括營運現金流(估計每年約15-20億元，不包括貸款融資租賃)、銀行貸款及發債。現時永達的借貸成本為基準利率加50-100點子，由於利息收入的實際利率為10-12%，我們估計永達的淨息差可達4.8-6.8%。
- ❖ **業務擴展以及資本開支。**截至去年6月底，永達擁有合共284個營運網點(包括汽車租賃和融資租賃)以及20個已獲授權待開業的網點。永達計劃每年投放5億元人民幣(不包括土地成本)，目標每年增加20個新網點。此外，公司將預留約10億元作為潛在併購計劃之用，希望通過併購更多網點以加強個別地區的實力以及提升規模效益。
- ❖ **風險因素：**1) 新車銷售可能較預期弱；2) 融資租賃業務增長導致負債比率進一步上升；3) 利率上升。

財務資料

(YE Mar 31)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬元人民幣)	32,938	35,658	43,033
淨利潤(百萬元人民幣)	501	524	851
EPS(元人民幣)	0.34	0.35	0.58
EPS變動(%)	-14.8	4.7	62.3
市盈率(x)	11.9	10.6	8.1
EV/EBITDA(x)	20.7	20.9	12.9
市帳率(x)	2.7	2.6	2.2
股息率(%)	1.4	1.4	2.2
權益收益率(%)	13.8	13.0	18.5
淨財務杠杆(%)	65.8	72.6	95.1

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$8.76

馮鍵嶸, CFA

電話：(852) 3900 0826

郵件：waynefung@cmbi.com.hk

中國汽車行業

市值(百萬元港元)	16,070
3月平均流通量(百萬元)	62
52周內股價高/低(港元)	12.4/5.81
總股本(百萬)	1,835

資料來源：彭博

股東結構

張德安	34.31%
Baring Private Equity	5.13%
自由流通	60.56%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.9%	-1.2%
3-月	-8.3%	-13.3%
6-月	-11.8%	-19.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.ydauto.com.cn

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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

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

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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并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责任。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并不時自行及/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)2000年英國不時修訂之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

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 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士。