

寶信汽車集團 (1293 HK, HK\$6.62, 目標價HK\$8.17, 買入) - 穩步前進

- ❖ **銷售增長穩定。**我們與寶信的管理層舉行了電話會議。管理層表示今年首五個月的銷售業績增長平穩，毛利率保持穩定，並維持他們年初的銷量指引（14財年寶馬和捷豹路虎的銷量同比上升15%-20%）不變。
- ❖ **繼續專注於豪華品牌。**寶信將繼續專注於豪華車品牌。公司於13財年末經營82家經銷店，其中只有11家4S經銷店是中高端品牌，其餘全是豪華/超豪華品牌。寶信計劃改造4-5間中高端品牌經銷店，變為豪華/超豪華品牌4S店或二手車中心。寶信計劃在14年開10-15間豪華/超豪華品牌4S經銷店。管理認為大部分新店將於14年下半年開始運作。目前，寶信獲得六個MINI展廳的授權，並計劃於14年進一步增加6-8間MINI展廳。寶馬汽車銷售的毛利率約為4-5%，MINI銷售的毛利率則可達6%左右。我們相信，MINI展廳的擴張提高MINI的銷售比重，從而提高寶信的利潤率。公司預期14財年擴展經銷店網絡的資本開支將達人民幣6億元。
- ❖ **正在與燕駿進行整合。**寶信在12年第四季通過收購燕駿擴充了14間寶馬和4間捷豹路虎經銷店。一方面，燕駿貢獻了顯著的收入增長；但另一方面，燕駿的成本效益低，費用率顯著高於寶信。公司正致力於與燕駿進行整合以提高效率，方法為1)精減合併後的重複崗位；2)與原燕駿的員工簽訂新合約；3)關閉部分原屬燕駿的低效經銷店及陳列室。寶信與燕駿的整合需時，我們預計在15年才能完全融合。屆時，我們預計燕駿的運行效率將和寶信相當。
- ❖ **繼續擴展售後服務。**13財年售後服務收入達到人民幣27億元，佔公司總收入的9.0%。為了持續提高售後業務收入，寶信將建立更多的售後服務中心，將展廳升級為4S經銷店以擴大售後服務中心的面積。我們預計售後服務收入將佔14財年總收入的10.3%，而售後服務的毛利率將保持穩定在47.5%。售後業務的拓展有望拉升整體毛利率，並令收入更穩定、並減少受經濟週期的影響。
- ❖ 目前，寶信的股價分別相當於14和15財年每股盈利的9.7倍及7.3倍。我們以9倍15財年市盈率為公司估值，並將目標價從港幣8.34元下調至港幣8.17元，上升潛力為23.5%。我們重申 買入 評級。

寶信汽車集團 (1293 HK)

評級	買入
收市價 (港幣)	6.62
目標價 (港幣)	8.17
市值 (港幣百萬)	16,929
過去3月平均交易 (港幣百萬)	12.38
52周高/低 (港幣)	8.59/4.57
發行股數 (百萬股)	2,557.3
主要股東	寶信投資管理(61%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	11.8%	10.6%
3月	3.3%	-1.7%
6月	-11.7%	-11.8%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬人民幣)	18,093	30,082	34,707	39,925	45,015
淨利潤 (百萬人民幣)	701	996	1,394	1,858	2,379
每股收益 (人民幣)	0.28	0.39	0.55	0.73	0.93
每股收益變動 (%)	2.1	40.4	40.0	33.3	28.0
市盈率(x)	19.4	13.4	9.7	7.3	5.7
市帳率(x)	3.5	2.8	2.3	1.9	1.5
股息率 (%)	1.5	2.3	3.1	4.1	5.3
權益收益率 (%)	17.8	21.1	23.9	28.4	29.1
淨財務槓杆率 (%)	38.9	53.3	53.7	35.1	15.6

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	18,093	30,082	34,707	39,925	45,015
销售汽车	16,798	27,378	31,139	35,607	39,963
售后服务	1,295	2,703	3,569	4,318	5,052
销售成本	(16,510)	(27,161)	(31,042)	(35,619)	(40,004)
毛利	1,583	2,920	3,665	4,306	5,011
销售费用	(461)	(947)	(972)	(998)	(1,035)
管理费用	(261)	(539)	(555)	(559)	(585)
其他营运收入/费用	345	437	278	279	315
息税前收益	1,206	1,872	2,416	3,028	3,706
息税及折旧摊销前收益	1,328	2,100	2,664	3,302	3,994
利息收入	34	32	27	26	29
融资成本	(337)	(545)	(543)	(525)	(498)
其他非营运收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	904	1,359	1,900	2,529	3,236
所得税	(191)	(355)	(497)	(661)	(846)
非控制股东权益	(11)	(8)	(9)	(10)	(11)
净利润	701	996	1,394	1,858	2,379

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	4,328	5,222	5,785	6,169	6,384
物业、厂房及设备	2,720	3,310	3,580	3,632	3,523
递延税项资产	55	59	68	79	89
其他	1,552	1,852	2,137	2,458	2,772
流动资产	12,248	12,650	12,820	14,310	16,076
现金及现金等价物	5,371	4,881	3,970	4,346	4,980
存货	2,175	3,002	3,232	3,611	4,055
应收贸易款项	1,352	557	761	766	740
其他	3,351	4,210	4,858	5,588	6,300
流动负债	11,220	11,284	11,008	11,376	11,671
借债	5,758	5,858	5,696	5,496	5,196
应付贸易账款	4,415	4,364	3,827	3,903	3,946
其他	1,048	1,062	1,484	1,976	2,529
非流动负债	1,415	1,864	1,776	1,832	1,687
借债	1,145	1,539	1,400	1,400	1,200
递延税款负债	269	326	376	432	487
其他	0	0	0	0	0
少数股东权益	61	53	61	71	80
净资产总值	3,880	4,670	5,761	7,200	9,022
股东权益	3,880	4,670	5,761	7,200	9,022

来源：公司资料，招银国际预测

現金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	1,206	1,872	2,416	3,028	3,706
折旧和摊销	122	228	248	274	289
营运资金变动	(933)	(1,226)	(1,196)	(546)	(537)
利息支出	(337)	(545)	(543)	(525)	(498)
利息收入	34	32	27	26	29
税款支出	(214)	(130)	(456)	(615)	(801)
其他	201	472	(9)	(10)	(11)
经营活动所得现金净额	79	704	488	1,632	2,176
购置固定资产	(1,334)	(1,141)	(518)	(326)	(180)
其他	(649)	(63)	(285)	(321)	(313)
投资活动所得现金净额	(1,984)	(1,204)	(802)	(647)	(493)
股本的变化	0	0	0	0	0
银行贷款变动	2,651	484	(300)	(200)	(500)
其他	(964)	(638)	(296)	(409)	(548)
融资活动所得现金净额	1,687	(154)	(596)	(609)	(1,048)
现金增加净额	(217)	(654)	(910)	376	634
年初现金及现金等价物	2,884	2,668	4,881	3,970	4,346
外汇差额	1	7	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,668	2,021	3,970	4,346	4,980

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
销售汽车	92.8	91.0	89.7	89.2	88.8
售后服务	7.2	9.0	10.3	10.8	11.2
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	8.7	9.7	10.6	10.8	11.1
息税及折旧摊销前收益率	7.3	7.0	7.7	8.3	8.9
营业利润率	6.7	6.2	7.0	7.6	8.2
净利润率	3.9	3.3	4.0	4.7	5.3
有效税率	21.1	26.1	26.1	26.1	26.1

增长 (%)

收入增长	51	66	15	15	13
毛利增长	23	84	26	17	16
息税前收益增长	26	55	29	25	22
净利润增长	17	42	40	33	28

资产负债比率

流动比率 (x)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
平均应收账款周转天数	27	7	8	7	6
平均存货周转天数	48	40	38	37	37
平均应付账款周转天数	98	59	45	40	36
现金周期	(22)	(12)	1	4	7
净负债/权益比率 (%)	39	53	54	35	16

回报率 (%)

资本回报率	17.8	21.1	23.9	28.4	29.1
资产回报率	4.2	5.6	7.5	9.5	11.1

每股数据 (人民币)

每股利润	0.28	0.39	0.55	0.73	0.93
每股账面值	1.56	1.85	2.28	2.84	3.56
每股股息	0.08	0.12	0.16	0.22	0.28

来源：公司资料，招银国际则预测

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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，並可能會受標的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，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。