

**寶信汽車集團 (1293 HK, HK\$4.86, 目標價HK\$5.86, 買入) - 正在經歷轉型**

- ❖ **年末汽車銷售放緩，下半年汽車售價亦下降。**我們與寶信公司管理層更新公司業務發展。管理層透露九月和十月的汽車銷售同比繼續保持平穩增長，但在十一月轉弱，預計將持續到十二月。此外，由於消費者轉向價格較低的車型，下半年汽車售價將會下降。我們將下半年豪華/超豪華車銷量預估從 3.31 萬輛調低至 2.99 萬輛。我們也調低了下半年豪華/超豪華車售價預估由人民幣 44.3 萬到人民幣 41.6 萬。
- ❖ **毛利率受壓沉重。**在 14 年上半年，寶信銷售的寶馬和捷豹路虎的毛利率分別約為 4% 和 8%。受汽車售價下滑的影響，下半年新車銷售毛利率面臨進一步擠壓。管理層預期下半年寶馬和捷豹路虎的毛利率將分別介乎於 3-4% 和 7-7.5% 之間。我們預計新車銷售毛利率將從上半年的 5.4% 下降至下半年的 4.6%。因售後服務佔整體銷售比例的增加，整體毛利率的下滑將不甚嚴重。我們維持下半年售後服務毛利率的預測為 48%，並預計下半年整體毛利率將從上半年的 9.8% 小幅下降至 9.4%。
- ❖ **聚焦庫存控制和新業務。**14 年下半年，寶信放慢了 4S 店的擴張速度並集中精力於庫存控制。公司預計下半年寶馬庫存天數將從上半年的 45 天下降到 38-40 天，而捷豹路虎的庫存上下半年都將維持在 30 天的水平。展望 2015 年，寶信將繼續專注於成本和庫存控制。公司計劃 2015 年將開 4-5 家新的 4S 經銷店，並只專注於超豪華品牌。管理層將限制 4S 經銷店擴張的資本支出在人民幣 2-3 億，同時公司將投入更多的資本於二手車平臺的建設和租賃業務的發展。
- ❖ **建立二手車交易平臺「汽車街」。**寶信已夥拍招商銀行 (3968 HK) 和 Cox Automotive 成立二手車 O2O 交易平臺，名為「汽車街」。「汽車街」將從事二手車網路拍賣，汽車置換，維修和購車金融服務等一站式服務。公司預計其二手車交易將在 2015 年達到 2 萬至 4 萬輛，並在 2016 年達 8 萬至 10 萬輛。我們認為二手車交易市場發展蓬勃，寶信設立二手車交易平臺做法正確。
- ❖ **我們分別下調了 14 及 15 財年的每股盈利預測達 16.7% 和 18.6% 至人民幣 0.39 元和人民幣 0.52 元。**我們以 9 倍 15 財年市盈率為公司估值，並將目標價從港幣 7.20 元下調至港幣 5.86 元，上升潛力為 20.5%。我們重申買入評級。

**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	30,922	33,101	34,409
淨利潤 (百萬人民幣)	701	996	1,006	1,332	1,661
每股收益 (人民幣)	0.28	0.39	0.39	0.52	0.65
每股收益變動 (%)	2.1	40.4	1.0	32.4	24.8
市盈率(x)	14.2	9.9	9.9	7.5	6.0
市帳率(x)	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3
股息率 (%)	2.1	3.1	3.0	4.0	5.0
權益收益率 (%)	17.8	21.1	18.5	22.4	23.4
淨財務杠杆率 (%)	38.9	53.3	53.5	30.1	6.1

來源: 公司及招銀國際研究部

**寶信汽車集團 (1293 HK)**

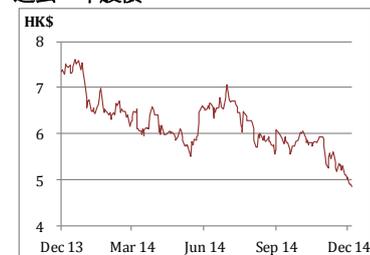
評級	買入
收市價 (港幣)	4.86
目標價 (港幣)	5.86
市值 (港幣百萬)	12,429
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	11.04
52 周高/低 (港幣)	8.71/4.8
發行股數 (百萬股)	2,557.3
主要股東	寶信投資管理(61%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	-7.9%	-7.6%
3 月	-17.8%	-13.5%
6 月	-25.8%	-26.3%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**利潤表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>18,093</b>	<b>30,082</b>	<b>30,922</b>	<b>33,101</b>	<b>34,409</b>
销售汽车	16,798	27,378	27,641	29,231	29,919
售后服务	1,295	2,703	3,280	3,871	4,490
<b>销售成本</b>	<b>(16,510)</b>	<b>(27,161)</b>	<b>(27,962)</b>	<b>(29,711)</b>	<b>(30,632)</b>
<b>毛利</b>	<b>1,583</b>	<b>2,920</b>	<b>2,960</b>	<b>3,390</b>	<b>3,777</b>
销售费用	(461)	(947)	(894)	(927)	(929)
管理费用	(261)	(539)	(578)	(629)	(654)
佣金收入	96	231	390	463	516
其他营运收入/费用	249	206	30	32	33
<b>息税前收益</b>	<b>1,206</b>	<b>1,872</b>	<b>1,908</b>	<b>2,330</b>	<b>2,744</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>1,328</b>	<b>2,100</b>	<b>2,160</b>	<b>2,615</b>	<b>3,048</b>
利息收入	34	32	32	32	38
融资成本	(337)	(545)	(565)	(546)	(518)
其他非营运收入/费用	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>904</b>	<b>1,359</b>	<b>1,375</b>	<b>1,816</b>	<b>2,263</b>
所得税	(191)	(355)	(359)	(475)	(592)
非控制股东权益	(11)	(8)	(9)	(10)	(10)
<b>净利润</b>	<b>701</b>	<b>996</b>	<b>1,006</b>	<b>1,332</b>	<b>1,661</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>4,328</b>	<b>5,222</b>	<b>5,661</b>	<b>5,976</b>	<b>5,961</b>
物业、厂房及设备	2,720	3,310	3,696	3,873	3,775
递延税项资产	55	59	61	65	68
其他	1,552	1,852	1,904	2,038	2,119
<b>流动资产</b>	<b>12,248</b>	<b>12,650</b>	<b>12,485</b>	<b>13,635</b>	<b>14,833</b>
现金及现金等价物	5,371	4,881	4,193	4,949	5,927
存货	2,175	3,002	3,371	3,419	3,525
应收贸易款项	1,352	557	593	635	566
其他	3,351	4,210	4,328	4,633	4,816
<b>流动负债</b>	<b>11,220</b>	<b>11,284</b>	<b>10,384</b>	<b>10,793</b>	<b>10,697</b>
借债	5,758	5,858	5,096	4,896	4,396
应付贸易账款	4,415	4,364	4,213	4,477	4,532
其他	1,048	1,062	1,074	1,419	1,769
<b>非流动负债</b>	<b>1,415</b>	<b>1,864</b>	<b>2,335</b>	<b>2,358</b>	<b>2,372</b>
借债	1,145	1,539	2,000	2,000	2,000
递延税款负债	269	326	335	358	372
其他	0	0	0	0	0
少数股东权益	61	53	55	58	61
<b>净资产总值</b>	<b>3,880</b>	<b>4,670</b>	<b>5,372</b>	<b>6,402</b>	<b>7,664</b>
<b>股东权益</b>	<b>3,880</b>	<b>4,670</b>	<b>5,372</b>	<b>6,402</b>	<b>7,664</b>

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
<b>营业利润</b>	<b>1,206</b>	<b>1,872</b>	<b>1,908</b>	<b>2,330</b>	<b>2,744</b>
折旧和摊销	122	228	252	285	305
营运资金变动	(933)	(1,226)	(661)	214	184
利息支出	(337)	(545)	(565)	(546)	(518)
利息收入	34	32	32	32	38
税款支出	(214)	(130)	(352)	(456)	(580)
其他	201	472	(9)	(10)	(10)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>79</b>	<b>704</b>	<b>604</b>	<b>1,850</b>	<b>2,162</b>
购置固定资产	(1,334)	(1,141)	(638)	(462)	(207)
其他	(649)	(63)	(52)	(134)	(81)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,984)</b>	<b>(1,204)</b>	<b>(689)</b>	<b>(596)</b>	<b>(287)</b>
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)	(302)	(298)	(397)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>1,687</b>	<b>(154)</b>	<b>(602)</b>	<b>(498)</b>	<b>(897)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(217)</b>	<b>(654)</b>	<b>(687)</b>	<b>756</b>	<b>978</b>
年初现金及现金等价物	2,884	2,668	4,881	4,193	4,949
外汇差额	1	7	0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>2,668</b>	<b>2,021</b>	<b>4,193</b>	<b>4,949</b>	<b>5,927</b>

来源：公司资料，招銀國際预测

**主要比率**

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>销售组合 (%)</b>					
销售汽车	92.8	91.0	89.4	88.3	87.0
售后服务	7.2	9.0	10.6	11.7	13.0
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	8.7	9.7	9.6	10.2	11.0
息税及折旧摊销前收益率	7.3	7.0	7.0	7.9	8.9
营业利润率	6.7	6.2	6.2	7.0	8.0
净利润率	3.9	3.3	3.3	4.0	4.8
有效税率	21.1	26.1	26.1	26.1	26.1

**增长 (%)**

收入增长	51	66	3	7	4
毛利增长	23	84	1	15	11
息税前收益增长	26	55	2	22	18
净利润增长	17	42	1	32	25

**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	1.1
平均应收账款周转天数	27	7	7	7	6
平均存货周转天数	48	40	44	42	42
平均应付账款周转天数	98	59	55	55	54
现金周期	(22)	(12)	(4)	(6)	(6)
净负债/权益比率 (%)	39	53	53	30	6

**回报率 (%)**

资本回报率	17.8	21.1	18.5	22.4	23.4
资产回报率	4.2	5.6	5.5	7.1	8.2

**每股数据 (人民币)**

每股利润	0.28	0.39	0.39	0.52	0.65
每股账面值	1.56	1.85	2.12	2.53	3.02
每股股息	0.08	0.12	0.12	0.16	0.19

来源：公司资料，招銀國際预测

## 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。而過去的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。