

永達汽車 (3669 HK)

剝離融資租賃業務有助於估值抬升

永達汽車近期發佈公告，公司出售永達融資租賃 80% 股份予芮瑟奇資訊、檳信合夥及永達股份。交易完成後，永達汽車將尋找時機進一步出售所持有的永達融資租賃剩餘 20% 的股權，直至永達融資租賃被完全剝離。永達汽車同時發佈盈喜預告，預計 2021 年上半年公司歸母淨利潤將增速同比不低於 110%。我們認為汽車板塊內部資金輪動有望持續，汽車經銷商板塊估值在業績驅動下進一步抬升。我們重申公司買入評級，上調目標價至 29.8 港元。

- **公司出售融資租賃業務有助於提升資產負債表品質。** 相比於金融經銷業務，融資租賃業務存在 1) 佔用資金期限長以及 2) 存在壞賬不良率等劣勢，拖累整體資產負債表品質。我們認為剝離金融租賃公司有助於幫助永達汽車改善資產負債表結構，提升資金周轉效率。同時公司可以降低公司總體負債率，更加專注於汽車銷售服務等主營業務的發展。
- **回收資金約 4.47 億元人民幣可用於內外向發展。** 此次交易對價對應 1x PB，處於融資租賃行業合理水準。公司透過此次交易共回籠資金 4.47 億元人民幣，可以用於內部新開店或外部收購兼併，進一步擴大門店網路。上半年中國豪華車滲透率達到 14.9%，創歷史新高。同時，中國二手車上半年交易量達到 843 萬輛，同比增長 53% (vs 乘用車新車銷量同比增長 29%)。我們認為豪華車及二手車市場仍將維持高速增长，預計公司將充分利用回籠資金用於業務發展，增厚未來利潤。
- **估值有望向行業平均水準收斂。** 永達汽車估值倍數此前低於行業平均水準，主要歸因於 1) 融資租賃業務拖累資產負債表以及 2) 業務條線過於複雜。公司於 2020 年逐步梳理業務結構，重點打造“（超）豪華+新能源+二手車”三大業務支柱。在改善資本負債表的同時，此次出售融資租賃公司將使得公司更加聚焦主營業務。我們認為市場尚未充分注意到業務剝離對估值的重要性，公司在短期內仍有大幅度重估空間。
- **我們上調 2021 年盈利預測並維持買入評級。** 考慮到 1) 供給緊平衡使得經銷商新車毛利率有所提升；2) 上半年公司公告業績超出市場預期；3) 二手車滲透率超出市場預期等因素，我們相應上調公司 2021 年盈利預測 20% 至 2,540 百萬元人民幣。同時，我們認為 1) 剝離融資租賃業務；2) 上半年業績超預期；3) 加碼新能源業務打消資本市場對經銷商的部分擔憂等利好因素將帶動公司估值向上重估。因此我們給予公司 2021 年 20x 市盈率（此前目標價基於 2021 年 15x 市盈率），上調目標價至 29.8 港元。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
營業額 (百萬元人民幣)	55,318	62,707	68,534	83,396	96,798
同比增長 (%)	9.11%	13.36%	9.29%	21.69%	16.07%
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,253	1,473	1,625	2,540	3,045
每股收益 (人民幣)	0.68	0.80	0.85	1.33	1.59
每股收益變動 (%)	-25%	17%	6%	56%	20%
市場每股盈利預測 (人民幣)	0.68	0.80	0.84	1.09	1.31
市盈率(x)	22.00	18.73	17.63	11.28	9.41
市帳率(x)	3.07	2.79	2.42	2.52	2.19
股息率 (%)	1.50%	1.76%	1.92%	3.10%	3.72%
權益收益率 (%)	14.51%	15.61%	14.97%	21.91%	24.91%
負債比率(x)	98%	74%	39%	21%	11%

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\$29.8
(此前目標價)	HK\$18.6)
潛在升幅	+77.3%
當前股價	HK\$16.8

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(百萬元人民幣)	33,235
3月平均流通量(百萬元人民幣)	90.28
52周內股價高/低(人民幣)	17.14/7.37
總股本(百萬)	1,976

資料來源：彭博

股東結構

張德安	30.00%
HSBC International Trustee Limited	20.14%

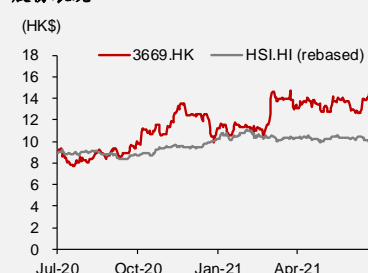
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	25.3%	28.2%
3-月	25.7%	29.3%
6-月	49.7%	52.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

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	83,396	96,798	80,615	89,654	3%	8%
毛利	8,369	9,501	7,803	8,783	7%	8%
淨利潤	2,540	3,045	2,117	2,377	20%	28%
每股盈利 (人民幣)	1.33	1.59	1.11	1.24	20%	28%
毛利率	10.03%	9.82%	9.68%	9.80%	0.4ppt	0.0ppt
淨利潤率	3.05%	3.15%	2.63%	2.65%	0.4ppt	0.5ppt

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	83,396	96,798	80,803	90,409	3%	7%
毛利	8,369	9,501	7,706	8,819	9%	8%
淨利潤	2,540	3,045	2,209	2,626	15%	16%
每股盈利 (人民幣)	1.33	1.59	1.12	1.34	18%	19%
毛利率	10.03%	9.82%	9.54%	9.75%	0.5ppt	0.1ppt
淨利潤率	3.05%	3.15%	2.73%	2.91%	0.3ppt	0.2ppt

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)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
銷售收入	55,318	62,707	68,534	83,396	96,798
新車銷售	46,740	52,934	58,229	69,699	81,512
售後服務	7,835	8,896	9,576	13,103	15,161
租賃業務	408	528	564	414	0
利息收入	543	511	406	453	448
內部抵消	(208)	(162)	(241)	(273)	(323)
銷售成本	(50,112)	(56,843)	(62,169)	(75,028)	(87,297)
毛利	5,207	5,864	6,365	8,369	9,501
銷售費用	(2,480)	(2,733)	(3,003)	(3,628)	(4,182)
管理費用	(1,383)	(1,490)	(1,616)	(1,960)	(2,255)
資產減值損失	0	0	0	0	0
其他收益	1,029	1,177	1,178	1,483	2,061
其他支出	0	0	0	0	0
財務費用	(681)	(778)	(676)	(780)	(915)
合營企業投資收益	10	9	(2)	8	7
聯營企業投資收益	51	26	48	63	45
利潤總額	1,753	2,076	2,295	3,555	4,263
所得稅費用	(428)	(507)	(562)	(853)	(1,023)
淨利潤	1,325	1,569	1,733	2,702	3,240
少數股東損益	72	96	108	162	194
歸母淨利潤	1,253	1,473	1,625	2,540	3,045

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
息稅前利潤	1,253	1,473	1,625	2,540	3,045
折舊和攤銷	309	434	474	518	588
營運資金變動	(749)	1,894	100	1,574	438
其它	886	308	1,327	722	938
經營活動所得現金流	1,699	4,109	3,525	5,353	5,009
資本開支	(1,797)	(2,344)	(1,128)	(2,422)	(3,065)
聯營公司	(50)	(21)	(40)	(25)	(35)
其它	164	233	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,683)	(2,132)	(1,168)	(2,447)	(3,100)
股份發行	-	-	983	-	-
淨借貸	1,785	(537)	(2,730)	1,703	2,031
支付股息	(520)	(414)	(486)	(569)	(889)
其它	(942)	(872)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	323	(1,823)	(2,233)	1,134	1,142
現金增加淨額	339	154	124	4,041	3,051
年初現金及現金等價物	3,524	4,068	5,134	5,258	9,299
其他	205	912	-	-	-
年末現金及現金等價物	4,068	5,134	5,258	9,299	12,350
受限現金	2,010	2,924	2,178	2,924	2,924

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
非流動資產	12,467	15,200	14,533	13,799	13,829
固定資產	5,402	6,105	6,012	7,485	8,605
無形資產和商譽	1,577	2,065	2,333	2,139	2,233
合資及聯營公司投資	538	559	595	622	656
其它非流動資產	4,950	6,471	5,592	3,554	2,335
流動資產	18,550	20,275	20,205	24,093	29,812
現金及現金等價物	4,068	5,134	5,258	9,299	12,350
應收賬款	6,186	6,847	7,511	8,218	9,593
存貨	5,829	5,627	4,856	6,002	7,275
其它流動資產	2,467	2,667	2,581	575	595
流動負債	20,116	19,846	16,044	19,671	22,684
銀行貸款	12,553	10,129	6,534	8,440	10,009
應付帳款	5,504	7,071	5,807	7,503	8,730
其他應付款	1,582	1,916	2,646	2,632	2,630
其它流動負債	477	730	1,057	1,096	1,316
非流動負債	1,381	5,177	6,338	6,338	7,217
銀行貸款	836	2,723	3,589	3,386	3,848
遞延所得稅	-	104	284	284	284
或有負債	478	659	706	1,019	1,226
其它	67	1,691	1,760	1,649	1,860
所有者權益	8,988	9,881	11,832	11,349	13,105
少數股東權益	532	571	524	536	636
歸母所有者權益	9,520	10,452	12,356	11,884	13,740

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
新車銷售	84%	84%	85%	84%	84%
售後服務	14%	14%	14%	16%	16%
其他	1%	1%	1%	1%	0%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	9%	9%	9%	10%	10%
稅前利率	3%	3%	3%	4%	4%
淨利潤率	2%	2%	2%	3%	3%
有效稅率	24%	24%	24%	24%	24%
資產負債比率					
流動比率(x)	0.92	1.02	1.26	1.22	1.31
速動比率(x)	0.62	0.73	0.95	0.91	0.98
現金比率(x)	0.20	0.26	0.35	0.47	0.54
庫存周轉天數	42	36	29	29	30
應付款周轉天數	40	45	34	37	37
應收款周轉天數	41	40	40	40	40
債務/股本比率(%)	141%	123%	82%	100%	101%
淨負債/股東權益比率(%)	98%	74%	39%	21%	11%
回報率(%)					
資本回報率	15%	16%	15%	22%	25%
資產回報率	8%	9%	8%	12%	27%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.68	0.80	0.85	1.33	1.59
每股股息(人民幣)	0.22	0.26	0.29	0.47	0.56
每股金資產(人民幣)	4.89	5.37	6.20	5.94	6.86

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(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。