

宝信汽车集团 (1293 HK, HK\$4.86, 目标价 HK\$5.86, 买入) - 正在经历转型

- ❖ **年末汽车销售放缓，下半年汽车售价亦下降。**我们与宝信公司管理层更新公司业务发展。管理层透露九月和十月的汽车销售同比继续保持平稳增长，但在十一月转弱，预计将持续到十二月。此外，由于消费者转向价格较低的车型，下半年汽车售价将会下降。我们将下半年豪华/超豪华车销量预估从3.31万辆调低至2.99万辆。我们也调低了下半年豪华/超豪华车售价预估由人民币44.3万到人民币41.6万。
- ❖ **毛利率受压沉重。**在14年上半年，宝信销售的宝马和捷豹路虎的毛利率分别约为4%和8%。受汽车售价下滑的影响，下半年新车销售毛利率面临进一步挤压。管理层预期下半年宝马和捷豹路虎的毛利率将分别介乎于3-4%和7-7.5%之间。我们预计新车销售毛利率将从上半年的5.4%下降至下半年的4.6%。因售后服务占整体销售比例的增加，整体毛利率的下滑将不甚严重。我们维持下半年售后服务毛利率的预测为48%，并预计下半年整体毛利率将从上半年的9.8%小幅下降至9.4%。
- ❖ **聚焦库存控制和新业务。**14年下半年，宝信放慢了4S店的扩张速度并集中精力于库存控制。公司预计下半年宝马库存天数将从上半年的45天下降到38-40天，而捷豹路虎的库存上下半年都将维持在30天的水平。展望2015年，宝信将继续专注于成本和库存控制。公司计划2015年将开4-5家新的4S经销店，并只专注于超豪华品牌。管理层将限制4S经销店扩张的资本支出在人民币2-3亿，同时公司将投入更多的资本于二手车平台的建设和租赁业务的发展。
- ❖ **建立二手车交易平台「汽车街」。**宝信已伙拍招商银行(3968 HK)和Cox Automotive成立二手车O2O交易平台，名为「汽车街」。「汽车街」将从事二手车网路拍卖，汽车置换，维修和购车金融服务等一站式服务。公司预计其二手车交易将在2015年达到2万至4万辆，并在2016年达8万至10万辆。我们认为二手车交易市场发展蓬勃，宝信设立二手车交易平台做法正确。
- ❖ **我们分别下调了14及15财年的每股盈利预测达16.7%和18.6%至人民币0.39元和人民币0.52元。**我们以9倍15财年市盈率为公司估值，并将目标价从港币7.20元下调至港币5.86元，上升潜力为20.5%。我们重申买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万人民币)	18,093	30,082	30,922	33,101	34,409
净利润(百万人民币)	701	996	1,006	1,332	1,661
每股收益(人民币)	0.28	0.39	0.39	0.52	0.65
每股收益变动(%)	2.1	40.4	1.0	32.4	24.8
市盈率(x)	14.2	9.9	9.9	7.5	6.0
市帐率(x)	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3
股息率(%)	2.1	3.1	3.0	4.0	5.0
权益收益率(%)	17.8	21.1	18.5	22.4	23.4
净财务杠杆率(%)	38.9	53.3	53.5	30.1	6.1

来源: 公司及招銀国际研究部

宝信汽车集团 (1293 HK)

评级	买入
收市价(港币)	4.86
目标价(港币)	5.86
市值(港币百万)	12,429
过去3月平均交易(港币百万)	11.04
52周高/低(港币)	8.71/4.8
发行股数(百万股)	2,557.3
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	-7.9%	-7.6%
3月	-17.8%	-13.5%
6月	-25.8%	-26.3%

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	18,093	30,082	30,922	33,101	34,409
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
销售成本	(16,510)	(27,161)	(27,962)	(29,711)	(30,632)
毛利	1,583	2,920	2,960	3,390	3,777
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
息税前收益	1,206	1,872	1,908	2,330	2,744
息税及折旧摊销前收益	1,328	2,100	2,160	2,615	3,048
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
税前利润	904	1,359	1,375	1,816	2,263
所得税	(191)	(355)	(359)	(475)	(592)
非控制股东权益	(11)	(8)	(9)	(10)	(10)
净利润	701	996	1,006	1,332	1,661

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	5,661	5,976	5,961
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
流动资产	12,248	12,650	12,485	13,635	14,833
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
流动负债	11,220	11,284	10,384	10,793	10,697
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
非流动负债	1,415	1,864	2,335	2,358	2,372
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
净资产总值	3,880	4,670	5,372	6,402	7,664
股东权益	3,880	4,670	5,372	6,402	7,664

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	1,206	1,872	1,908	2,330	2,744
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)
经营活动所得现金净额	79	704	604	1,850	2,162
购置固定资产	(1,334)	(1,141)	(638)	(462)	(207)
其他	(649)	(63)	(52)	(134)	(81)
投资活动所得现金净额	(1,984)	(1,204)	(689)	(596)	(287)
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)
融资活动所得现金净额	1,687	(154)	(602)	(498)	(897)
现金增加净额	(217)	(654)	(687)	756	978
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
年末现金及现金等价物	2,668	2,021	4,193	4,949	5,927

来源：公司资料，招銀国际预测

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	89.4	88.3	87.0
售后服务	7.2	9.0	10.6	11.7	13.0
总和	100	100	100	100	100

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，招銀国际预测

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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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上责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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 年证券交易法规则 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其他人。