

**寶信汽車集團 (1293 HK, HK\$5.88, 目標價HK\$7.20, 買入) - 過渡的一年**

- ❖ **14年上半年盈利增長減慢。**寶信發佈14財年上半年業績，收入同比增長8.6%至人民幣162.9億。汽車總銷量從13財年上半年的33,648台增加至14財年上半年的36,726台，同比上升9.1%。其間豪華/超豪華車銷量穩步增長13.7%，從26,893台到30,585台。售後服務收入比例增加對毛利率的正面影響被新車毛利率下降所抵消。毛利率達9.8%，同比持平。淨利潤達人民幣5.47億，同比增長7.0%。
- ❖ **向超豪華品牌過渡。**寶信的庫存從13財年上半年的35.9天增加至14財年上半年的43.2天。雖然捷豹路虎(JLR)的庫存保持在30天的健康水平，惟寶馬的庫存則上升至45天。管理層將專注於控制寶馬的庫存，並對擴充寶馬經銷店持審慎態度。14年上半年公司經營80家經銷店，下半年寶信將放慢寶馬門店的擴張，將注意力轉去其他高毛利品牌和超豪華品牌。在建的11間經銷店只有一間是寶馬/MINI專賣店，而JLR和奧迪店則分別有三間及兩間。其他品牌則包括保時捷、沃爾沃、英菲尼迪和勞斯萊斯。對比寶馬的4%毛利率，JLR的毛利率約為8%。14財年上半年為公司第一次從JLR錄得超越寶馬的銷售毛利。隨著越來越多的資源投入在超豪華品牌，我們預計新車銷售毛利率將從上半年的5.4%微升至下半年的5.6%。
- ❖ **正著手興建二手車平臺。**寶信正與一間二手車拍賣集團和一間商業銀行建立020平臺經營二手車交易。此外，公司正在將中高端品牌店改裝成二手車中心。除了二手車業務，寶信也在擴大汽車保險和汽車融資業務以達至多元化發展。
- ❖ **售後服務貢獻大部分毛利。**14財年上半年售後服務收入達到人民幣16.8億，同比增長20%。毛利率穩定，達47.8%。售後服務佔上半年總毛利的50.6%，去年同期為45.7%。售後服務對毛利的貢獻第一次超越新車銷售。由於保養期到期的車輛數量穩步增長，我們預計售後服務收入將變得越來越重要。售後服務收入的增長將推高整體毛利率，並令收入更穩定及減少受經濟週期的影響。
- ❖ **我們分別下調了14及15財年的每股盈利預測達13.3%和12.0%至人民幣0.47元和人民幣0.64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8.17元下調至港幣7.20元，上升潛力為22.4%。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	33,352	37,554	40,472
淨利潤(百萬人民幣)	701	996	1,209	1,636	2,086
每股收益(人民幣)	0.28	0.39	0.47	0.64	0.82
每股收益變動(%)	2.1	40.4	21.3	35.3	27.5
市盈率(x)	17.2	11.9	10.0	7.4	5.8
市帳率(x)	3.1	2.5	2.1	1.7	1.4
股息率(%)	1.7	2.6	3.0	4.1	5.2
權益收益率(%)	17.8	21.1	21.5	26.1	27.0
淨財務槓桿率(%)	38.9	53.3	52.1	28.5	3.7

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)	5.88
目標價(港幣)	7.20
市值(港幣百萬)	15,037
過去3月平均交易(港幣百萬)	17.86
52周高/低(港幣)	8.59/5.49
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	-7.6%	-14.1%
3月	3.5%	-5.6%
6月	-8.0%	-17.1%

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>33,352</b>	<b>37,554</b>	<b>40,472</b>
销售汽车	16,798	27,378	30,045	33,653	35,946
售后服务	1,295	2,703	3,306	3,901	4,525
销售成本	(16,510)	(27,161)	(30,124)	(33,798)	(36,222)
<b>毛利</b>	<b>1,583</b>	<b>2,920</b>	<b>3,228</b>	<b>3,756</b>	<b>4,249</b>
销售费用	(461)	(947)	(952)	(1,014)	(1,012)
管理费用	(261)	(539)	(587)	(601)	(607)
佣金收入	96	231	427	526	607
其他营运收入	249	206	66	75	81
<b>息税前收益</b>	<b>1,206</b>	<b>1,872</b>	<b>2,181</b>	<b>2,741</b>	<b>3,318</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>1,328</b>	<b>2,100</b>	<b>2,433</b>	<b>3,026</b>	<b>3,623</b>
利息收入	34	32	32	32	39
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>1,648</b>	<b>2,227</b>	<b>2,838</b>
所得税	(191)	(355)	(431)	(582)	(742)
非控制股东权益	(11)	(8)	(8)	(9)	(10)
<b>净利润</b>	<b>701</b>	<b>996</b>	<b>1,209</b>	<b>1,636</b>	<b>2,086</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**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>5,815</b>	<b>6,259</b>	<b>6,346</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	66	74	80
其他	1,552	1,852	2,054	2,312	2,492
<b>流动资产</b>	<b>12,248</b>	<b>12,650</b>	<b>13,103</b>	<b>14,792</b>	<b>16,580</b>
现金及现金等价物	5,371	4,881	4,164	4,926	6,082
存货	2,175	3,002	3,631	3,889	4,168
应收贸易款项	1,352	557	640	720	665
其他	3,351	4,210	4,668	5,256	5,664
<b>流动负债</b>	<b>11,220</b>	<b>11,284</b>	<b>10,923</b>	<b>11,730</b>	<b>11,973</b>
借债	5,758	5,858	5,096	4,896	4,396
应付贸易账款	4,415	4,364	4,539	5,093	5,359
其他	1,048	1,062	1,288	1,741	2,218
<b>非流动负债</b>	<b>1,415</b>	<b>1,864</b>	<b>2,361</b>	<b>2,406</b>	<b>2,438</b>
借债	1,145	1,539	2,000	2,000	2,000
递延税款负债	269	326	361	406	438
其他	0	0	0	0	0
少数股东权益	61	53	59	66	72
<b>净资产总值</b>	<b>3,880</b>	<b>4,670</b>	<b>5,575</b>	<b>6,848</b>	<b>8,443</b>
<b>股东权益</b>	<b>3,880</b>	<b>4,670</b>	<b>5,575</b>	<b>6,848</b>	<b>8,443</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**现金流量表**

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>2,181</b>	<b>2,741</b>	<b>3,318</b>
折旧和摊销	122	228	252	285	305
营运资金变动	(933)	(1,226)	(769)	80	111
利息支出	(337)	(545)	(565)	(546)	(518)
利息收入	34	32	32	32	39
税款支出	(214)	(130)	(402)	(545)	(716)
其他	201	472	(8)	(9)	(10)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>79</b>	<b>704</b>	<b>720</b>	<b>2,038</b>	<b>2,528</b>
购置固定资产	(1,334)	(1,141)	(638)	(462)	(207)
其他	(649)	(63)	(201)	(259)	(180)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,984)</b>	<b>(1,204)</b>	<b>(839)</b>	<b>(720)</b>	<b>(386)</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)	(298)	(355)	(486)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>1,687</b>	<b>(154)</b>	<b>(598)</b>	<b>(555)</b>	<b>(986)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(217)</b>	<b>(654)</b>	<b>(717)</b>	<b>763</b>	<b>1,156</b>
年初现金及现金等价物	2,884	2,668	4,881	4,164	4,926
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>4,164</b>	<b>4,926</b>	<b>6,082</b>

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
<b>销售组合 (%)</b>					
销售汽车	92.8	91.0	90.1	89.6	88.8
售后服务	7.2	9.0	9.9	10.4	11.2
<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	9.7	10.0	10.5
息税及折旧摊销前收益率	7.3	7.0	7.3	8.1	9.0
营业利润率	6.7	6.2	6.5	7.3	8.2
净利润率	3.9	3.3	3.6	4.4	5.2
有效税率	21.1	26.1	26.1	26.1	26.1

**增长 (%)**

收入增长	51	66	11	13	8
毛利增长	23	84	11	16	13
息税前收益增长	26	55	17	26	21
净利润增长	17	42	21	35	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	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	52	28	4

**回报率 (%)**

资本回报率	17.8	21.1	21.5	26.1	27.0
资产回报率	4.2	5.6	6.4	8.2	9.5

**每股数据 (人民币)**

每股利润	0.28	0.39	0.47	0.64	0.82
每股账面值	1.56	1.85	2.20	2.70	3.33
每股股息	0.08	0.12	0.14	0.19	0.24

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(1)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。