

宝信汽车集团 (1293 HK, HK\$6.64, 目标价 HK\$8.34, 买入) - 专注是成功的关键

- ❖ **13 财年上半年增长稳健。**宝信发布 13 财年上半年业绩,收入同比大增 66.5% 至人民币 150.0 亿。汽车总销量由豪华/超豪华车所带动,从 12 财年上半年的 20,795 台增加至 13 财年上半年的 33,648 台,同比上升了 61.8%。因售后服务收入比例增加,毛利率同比上升 1.5 个百分点至 9.8%。净利润达人民币 5.1 亿,同比增长 53.5%。
- ❖ **专注于豪华/超豪华品牌。**13 年上半年,豪华/超豪华车占宝信汽车销量比达 80%,比去年同期的 70% 上升不少。产品组合的改善令 13 年上半年宝信新车销售毛利率升至 5.9%,同比上升 0.5 个百分点。宝信专注于中国东部沿海地区的豪华/超豪华汽车经销,市场定位的优势开始显现。路虎捷豹将在 9 月推出的新车型,我们预计新车销售毛利率将在 13 财年下半年进一步提高。
- ❖ **售后服务业务将推动增长。**13 财年上半年售后服务业务的毛利率达 48%,同比无增长。惟售后服务收入同比增长 128% 至人民币 14.0 亿。售后服务收入占总收入比达到 9.4%,比去年同期的 6.8% 显著上升。售后服务业务成为利润增长的主要驱动力。在成熟的汽车市场,售后服务可贡献多达 30-50% 的总收入,我们相信宝信的售后服务业务仍拥有巨大的增长潜力。
- ❖ **收购燕骏的协同效应即将体现。**宝信在 12 财年第四季通过收购燕骏而增加了 14 间宝马和 4 间路虎捷豹 4S 经销店。13 财年上半年,燕骏的毛利率超过 10%,比与宝信(不计燕骏)的 9.4% 毛利率来的高。然而,13 财年上半年燕骏的销售、管理对收入比高达 8.9%,比宝信(不计燕骏)的 5.2% 高很多。宝信正在通过安插新的管理团队和整合资源来改善燕骏的经营效率。两间公司在成本对收入比上出现巨大的差距,这让燕骏有充足的改善空间。我们相信协同效应将在 13 年下半年体现,并将显著降低燕骏的成本对收入比。
- ❖ **调高目标价至 8.34 港元,重申买入评级。**我们下调宝信 13 和 14 财年的净利预测分别达 18.3% 和 12.0% 至人民币 12.2 亿元及 18.5 亿元。目前,宝信的股价分别相当于 13 和 14 财年每股盈利的 10.9 倍及 7.2 倍。我们将目标价从港币 7.39 元上调至港币 8.34 元,相当于 14 财年每股盈利的 9 倍,上升潜力为 25.7%。我们重申**买入**评级。

宝信汽车集团 (1293 HK)

评级	买入
收市价 (港币)	6.64
目标价 (港币)	8.34
市值 (港币百万)	16,981
过去 3 月平均交易 (港币百万)	19.77
52 周高/低 (港币)	9.02/3.61
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	8.5%	7.5%
3 月	4.9%	3.4%
6 月	-15.7%	-15.1%

来源:彭博

过去一年股价


来源:彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (百万人民币)	12,011	18,093	31,702	39,943	46,168
净利润 (百万人民币)	602	716	1,222	1,852	2,242
每股收益 (人民币)	0.27	0.28	0.48	0.73	0.89
每股收益变动 (%)	96.6	4.2	70.7	51.6	21.0
市盈率 (x)	20.2	19.1	10.9	7.2	7.5
市帐率 (x)	4.0	3.5	2.7	2.0	1.6
股息率 (%)	0.0	1.5	2.8	4.2	4.0
权益收益率 (%)	19.7	18.2	24.4	28.4	30.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	38.9	74.0	66.1	58.7

来源:公司及招銀国际研究部

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	12,011	18,093	31,702	39,943	46,168
销售汽车	11,255	16,798	29,074	35,924	41,227
售后服务	756	1,295	2,628	4,020	4,941
销售成本	(10,721)	(16,510)	(28,652)	(35,836)	(41,350)
毛利	1,290	1,583	3,050	4,107	4,818
销售费用	(257)	(461)	(871)	(1,039)	(1,154)
管理费用	(167)	(261)	(524)	(639)	(739)
其他营运收入/费用	88	345	302	320	323
息税前收益	954	1,206	1,957	2,749	3,248
息税及折旧摊销前收益	1,017	1,327	2,163	3,012	3,551
利息收入	6	34	43	30	25
融资成本	(128)	(337)	(467)	(456)	(463)
其他非营运收入/费用	5	14	19	24	27
税前利润	837	918	1,552	2,346	2,838
所得税	(221)	(191)	(310)	(469)	(568)
非控制股东权益	(14)	(11)	(20)	(25)	(29)
净利润	602	716	1,222	1,852	2,242

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	1,013	4,328	5,666	6,700	7,605
物业、厂房及设备	799	2,720	2,850	3,152	3,503
递延税项资产	8	55	97	122	142
其他	206	1,552	2,719	3,426	3,960
流动资产	6,767	12,248	13,123	14,506	16,055
现金及现金等价物	3,297	5,371	3,202	2,797	2,276
存货	1,284	2,175	2,747	3,436	3,965
应收贸易款项	126	1,352	1,303	875	1,265
其他	2,061	3,351	5,871	7,397	8,550
流动负债	4,688	11,220	12,267	13,117	14,750
借债	2,341	5,758	5,853	6,123	7,103
应付贸易账款	1,175	4,415	4,710	4,418	4,532
其他	1,172	1,048	1,704	2,576	3,116
非流动负债	38	1,415	1,522	1,575	687
借债	30	1,145	1,050	980	0
递延税款负债	9	269	472	595	687
其他	0	0	0	0	0
少数股东权益	36	61	107	135	156
净资产总值	3,018	3,880	4,894	6,380	8,066
股东权益	3,018	3,880	4,894	6,380	8,066

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	954	1,206	1,957	2,749	3,248
折旧和摊销	63	121	206	263	303
营运资金变动	(1,060)	(292)	(2,093)	(1,207)	(1,418)
利息支出	(128)	(337)	(467)	(456)	(463)
利息收入	6	34	43	30	25
税款支出	(221)	(191)	(150)	(372)	(494)
其他	54	(462)	(1)	(1)	(1)
经营活动所得现金净额	(333)	79	(504)	1,006	1,201
购置固定资产	(284)	(2,042)	(335)	(565)	(654)
其他	(409)	58	(1,167)	(707)	(534)
投资活动所得现金净额	(693)	(1,984)	(1,503)	(1,272)	(1,188)
股本的变化	2,168	0	0	0	0
银行贷款变动	1,713	4,532	0	200	0
其他	(356)	(142)	(161)	(339)	(535)
融资活动所得现金净额	3,525	4,391	(161)	(139)	(535)
现金增加净额	2,499	2,487	(2,168)	(405)	(522)
年初现金及现金等价物	384	2,884	5,371	3,202	2,797
年末现金及现金等价物	2,884	5,371	3,202	2,797	2,276

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
销售汽车	93.7	92.8	91.7	89.9	89.3
售后服务	6.3	7.2	8.3	10.1	10.7
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	10.7	8.7	9.6	10.3	10.4
息税及折旧摊销前收益率	8.5	7.3	6.8	7.5	7.7
营业利润率	7.9	6.7	6.2	6.9	7.0
净利润率	5.0	4.0	3.9	4.6	4.9
有效税率	26.4	20.8	20.0	20.0	20.0

增长 (%)

收入增长	56	51	75	26	16
毛利增长	87	23	93	35	17
息税前收益增长	110	26	62	40	18
净利润增长	98	19	71	52	21

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率 (x)	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
平均应收账款周转天数	4	27	15	8	10
平均存货周转天数	44	48	35	35	35
平均应付账款周转天数	40	98	60	45	40
现金周期	8	(22)	(10)	(2)	5
净负债/权益比率 (%)	(30)	39	74	66	59

回报率 (%)

资本回报率	19.7	18.2	24.4	28.4	30.4
资产回报率	7.7	4.3	6.5	8.7	10.0

每股数据 (人民币)

每股利润	0.27	0.28	0.48	0.73	0.89
每股账面值	1.38	1.56	1.98	2.58	3.25
每股股息	0.00	0.08	0.14	0.22	0.27

来源：公司资料，招银国际预测

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风险。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商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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任何其他人。