

宝信汽车集团 (1293 HK, HK\$5.29, 目标价 HK\$6.42, 买入) - 收购瑞安宝隆 作价合理; 公司将受益于抵制日本汽车产品的风波

- ❖ **收购瑞安宝隆。**宝信于2012年10月8日宣布收购瑞安宝隆的90%股权。瑞安宝隆是一间位于浙江省瑞安市的宝马授权4S经销商。收购总代价为人民币1.5亿, 资金将通过公司银行贷款融资及内部现金支付。收购符合宝信的既定战略, 就是1) 只在豪华/超豪华车市场扩张, 以及2) 只在中国最富裕的地区设点。收购瑞安宝隆将加强宝信在温州的布点, 并扩大其在宝马经销市场的份额。
- ❖ **我们认为收购价格合理。**宝信曾于8月29日以美金3.05亿(人民币19.4亿)收购燕骏集团的12间豪华/超豪华4S经销商, 平均每家商店的收购成本达人民币1.62亿。以人民币1.50亿收购瑞安宝隆的90%权益(100%可达人民币1.67亿), 作价水平和收购燕骏集团相若。瑞安宝隆2011年的净利达人民币930万, 收购价格等于17.9倍市盈率。相比宝信2011财年历史市盈率16.1倍, 我们认为收购价格合理。
- ❖ **抵制日本汽车的风波将大大有利德国品牌汽车及其经销商。**反日本游行以及抵制日货行动已严重伤害日本品牌汽车在华的销售。德国品牌汽车已成为主要受益者, 9月德国车销售增长强劲。宝马和Mini9月中国销量按年增长59%, 达到2.96万辆。与此同时, 奥迪和奔驰的销售增长亦分别达20%及10%, 至3.55万辆与1.68万辆。我们的通路调查亦发现宝马5系的零售价格折扣由8月份的10%大幅降至9月份的5%以下。然而, 丰田和本田品牌的零售价格折扣却于9月上升至超过10%。宝信主攻宝马和捷豹路虎市场, 非日本品牌的豪华/超豪华车占2012年上半年新车收入的89.5%。
- ❖ **调高目标价至6.42港元, 重申买入评级。**宝信是中国最大的宝马经销商之一, 我们相信公司将受益于宝马的销售增长加速以及宝马零售价格上涨。我们上调宝信2012和13财年的净利预测分别达3.5%和8.8%至人民币9.89亿及14.69亿。目前, 宝信的股价分别相当于12和13财年每股盈利的11.0倍和7.4倍。我们将目标价从5.25港元上调至6.42港元, 相当于2013财年每股盈利的9倍, 上升潜力为21.4%。我们重申买入建议。

财务资料

(截至12月31日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额(百万人民币)	7,717	12,011	25,060	34,900	43,678
净利润(百万人民币)	304	602	989	1,469	1,929
每股收益(人民币)	0.14	0.27	0.39	0.57	0.75
每股收益变动(%)	73.9	96.6	44.0	46.9	31.3
市盈率(x)	38.3	16.1	11.0	7.4	5.6
市帐率(x)	6.6	3.2	2.7	2.0	1.4
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	19.8	19.7	24.2	26.3	25.6
净财务杠杆率(%)	8.6	净现金	55.5	38.9	16.7

来源: 公司及招银国际研究部

宝信汽车集团 (1293 HK)

评级	买入
收市价	5.29 港元
目标价	6.42 港元
市值(港币百万)	13,377
过去3月平均交易(港币百万)	11.5
52周高/低(港币)	9.84/3.53
发行股数(百万股)	2,528.7
主要股东	宝信投资管理(61%)

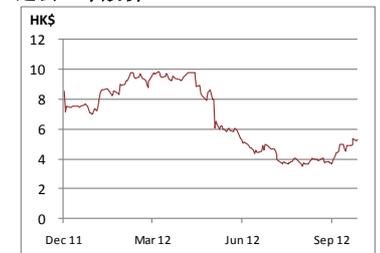
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	37.8%	30.3%
3月	11.4%	3.3%
6月	-43.1%	-44.7%

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	7,717	12,011	25,060	34,900	43,678
销售汽车	7,168	11,255	23,578	32,677	40,788
售后服务	548	756	1,482	2,223	2,891
销售成本	(7,029)	(10,721)	(22,969)	(31,849)	(39,838)
毛利	688	1,290	2,091	3,052	3,840
销售费用	(177)	(257)	(426)	(593)	(699)
管理费用	(91)	(167)	(279)	(384)	(480)
其他营运收入/费用	35	88	168	209	262
息税前收益	455	954	1,554	2,284	2,923
息税及折旧摊销前收益	498	1,017	1,735	2,596	3,280
利息收入	2	6	30	26	37
融资成本	(48)	(128)	(272)	(362)	(401)
其他非营运收入/费用	3	5	17	23	29
税前利润	412	837	1,328	1,972	2,588
所得税	(104)	(221)	(332)	(493)	(647)
非控制股东权益	(4)	(14)	(7)	(10)	(12)
净利润	304	602	989	1,469	1,929

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	871	1,013	3,976	4,583	5,050
物业、厂房及设备	521	799	3,530	3,961	4,271
其他	350	214	447	622	779
流动资产	2,387	6,767	9,448	12,999	16,998
现金及现金等价物	675	3,297	2,105	2,702	4,114
存货	738	1,284	2,769	3,927	4,912
应收贸易款项	43	126	275	382	479
其他	932	2,061	4,300	5,988	7,494
流动负债	1,719	4,688	8,864	11,533	14,054
借债	807	2,341	3,901	4,411	4,921
应付贸易账款	590	1,175	2,517	3,490	4,366
其他	322	1,172	2,446	3,632	4,767
非流动负债	0	38	479	469	459
借债	0	30	470	460	450
其他	0	9	9	9	9
少数股东权益	73	36	75	105	131
净资产总值	1,466	3,018	4,007	5,476	7,405
股东权益	1,466	3,018	4,007	5,476	7,405

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	304	602	989	1,469	1,929
折旧和摊销	43	63	181	312	358
营运资金变动	(488)	(1,060)	(1,257)	(795)	(576)
其他	20	62	(30)	(26)	(37)
经营活动所得现金净额	(121)	(333)	(116)	960	1,673
购置固定资产	(146)	(284)	(2,912)	(743)	(668)
其他	(434)	(409)	(203)	(149)	(119)
投资活动所得现金净额	(580)	(693)	(3,115)	(892)	(787)
股本的变化	763	2,168	0	0	0
银行贷款变动	259	1,713	2,000	500	500
其他	(150)	(356)	452	30	26
融资活动所得现金净额	873	3,525	2,452	530	526
现金增加净额	172	2,499	(779)	597	1,412
年初现金及现金等价物	213	384	2,884	2,105	2,702
年末现金及现金等价物	384	2,884	2,105	2,702	4,114

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
销售汽车	92.9	93.7	94.1	93.6	93.4
售后服务	7.1	6.3	5.9	6.4	6.6
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	8.9	10.7	8.3	8.7	8.8
息税及折旧摊销前收益率	6.4	8.5	6.9	7.4	7.5
营业利润率	5.9	7.9	6.2	6.5	6.7
净利润率	3.9	5.0	3.9	4.2	4.4
有效税率	25.3	26.4	25.0	25.0	25.0

增长 (%)

收入增长	49	56	109	39	25
毛利增长	57	87	62	46	26
息税前收益增长	75	110	63	47	28
净利润增长	74	98	64	49	31

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.4	1.1	1.1	1.2
速动比率 (x)	1.0	1.2	0.8	0.8	0.9
平均应收账款周转天数	2	4	4	4	4
平均存货周转天数	38	44	44	45	45
平均应付账款周转天数	31	40	40	40	40
现金周期	10	8	8	9	9
净负债/权益比率 (%)	9	(30)	56	39	17

回报率 (%)

资本回报率	19.8	19.7	24.2	26.3	25.6
资产回报率	9.3	7.7	7.4	8.4	8.7

每股数据 (人民币)

每股利润	0.14	0.27	0.39	0.57	0.75
每股账面值	0.70	1.38	1.61	2.18	2.95
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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。