

永達汽車 (3669 HK)

“新能源+二手車”戰略加速

永達汽車發佈上半年業績公告。2021年上半年公司實現營業收入405億元，同比增長46%。公司上半年歸母淨利潤達到12億元，同比增長121%，略高於此前業績盈喜預告（同比不低於110%）。公司上半年“新能源+二手車”戰略加速，同時剝離融資租賃業務後聚焦主業，資產結構及效率持續改善。我們看好公司資產剝離後估值收斂的機會，同時“新能源+二手車”戰略將進一步支撐股價重估。因此我們重申公司買入評級，上調目標價至31.9港元。

- **公司上半年表現超出市場預期。**公司新車銷售收入/售後服務收入分別實現340億元/55億元人民幣，同比增長44%/39%。受益於供給緊平衡，公司新車毛利率同比提升0.5個百分點至3.2%。公司庫存周轉天數降低至23天，同比環比分別下降14天/2天，資產運營效率持續提升。因此公司經營活動現金淨流入38億元人民幣，同比增長38%。在主動費用控制及資產周轉效率的背景下，上半年公司三費費用率同比下降1.7個百分點至7.0%。
- **公司二手車規模逐步擴張。**公司上半年二手車交易量33,104台，同比增長72%。其中二手車零售銷量達到4,400台，佔公司總體二手車交易的13%，為公司貢獻9億人民幣營業收入。公司形成二手車“2+1”戰略，即OEM品牌認證/永達認證連鎖網點+“永達二手車”線上商城，持續拓展二手車業務。受益於1) 國家二手車稅收政策優惠；2) 二手車市場正規化及公司品牌優勢；3) 芯片短缺背景下的剛性購車需求轉化，我們預計公司全年二手車經銷收入有望達到20億元人民幣。
- **公司新能源業務加速發展。**目前公司新能源品牌已開業網點達10家，包括2家威馬、3家小鵬、1家福特野馬、1家比亞迪及3家特斯拉钣噴中心。公司上半年共擁有17家品牌授權，其中14家涉及新能源業務，佔比82%，標誌至公司新能源戰略發展加速。公司新能源發展戰略清晰並設立獨立運營團隊，合作廠商涵蓋“豪華品牌+造車新勢力+強勢自主品牌”三大玩家，同時積極做好中長期新能源發展人家戰略儲備。我們認為公司在新能源汽車服務行業中具有先發優勢並處於領先地位。
- **我們維持公司買入評級。**考慮到1) 上半年公司業績再超預期；2) 供給緊平衡使得新車銷售單價及毛利率繼續提升；3) 費用控制措施等正面因素，我們上調公司2021年盈利預測為2,543百萬元人民幣。近期股價回檔反映市場對3季度汽車缺芯的擔憂。但我們認為1) 剝離融資租賃業務所帶來的資產效率提升；2) 新能源業務加速打消市場擔憂等利好因素尚未反映在目前股價中，公司短期內具備重估巨大潛力。因此我們仍然採用公司2021年20x市盈率，上調目標價至31.9港元。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額(百萬元人民幣)	62,707	68,534	89,325	102,200	114,385
同比增長(%)	13.36%	9.29%	30.34%	14.41%	11.92%
淨利潤(百萬元人民幣)	1,473	1,625	2,543	3,015	3,501
每股收益(人民幣)	0.80	0.85	1.29	1.53	1.77
每股收益變動(%)	17%	6%	51%	19%	16%
市場每股盈利預測(人民幣)	0.80	0.84	1.16	1.37	21.00
市盈率(x)	13.37	12.59	8.32	7.02	6.04
市帳率(x)	1.99	1.73	1.63	1.48	1.33
股息率(%)	2.47%	2.69%	4.21%	4.99%	5.79%
權益收益率(%)	15.61%	14.97%	20.50%	22.08%	23.15%
負債比率(x)	74%	39%	24%	24%	20%

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\$31.9
(此前目標價)	HK\$29.8
潛在升幅	+147.6%
當前股價	HK\$12.9

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)	25,493
3月平均流通量(百萬元人民幣)	108.51
52周內股價高/低(人民幣)	17.14/8.16
總股本(百萬)	1,976

資料來源：彭博

股東結構

張德安	29.99%
HSBC International Trustee Limited	20.14%

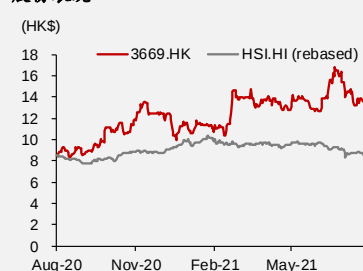
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-16.0%	-10.8%
3-月	1.0%	11.5%
6-月	20.9%	39.6%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

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	89,325	102,200	83,396	96,798	7%	6%
毛利	8,205	9,307	8,369	9,501	-2%	-2%
淨利潤	2,543	3,015	2,540	3,045	0%	-1%
每股盈利 (人民幣)	1.29	1.53	1.33	1.59	-3%	-4%
毛利率	9.19%	9.11%	10.03%	9.82%	-0.8ppt	-0.7ppt
淨利潤率	2.85%	2.95%	3.05%	3.15%	-0.2ppt	-0.2ppt

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	89,325	102,200	81,471	91,431	10%	12%
毛利	8,205	9,307	7,766	8,891	6%	5%
淨利潤	2,543	3,015	2,255	2,679	13%	13%
每股盈利 (人民幣)	1.29	1.53	1.16	1.37	11%	11%
毛利率	9.19%	9.11%	9.53%	9.72%	-0.3ppt	-0.6ppt
淨利潤率	2.85%	2.95%	2.77%	2.93%	0.1ppt	0.0ppt

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)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	62,707	68,534	89,325	102,200	114,385
新車銷售	52,934	58,229	74,243	84,264	93,840
售後服務	8,896	9,576	12,770	14,746	15,953
租賃業務	528	564	566	614	659
二手車零售	0	0	2,038	2,911	4,305
利息收入	511	406	0	0	0
內部抵消	(162)	(241)	(291)	(334)	(371)
銷售成本	(56,843)	(62,169)	(81,120)	(92,893)	(104,222)
毛利	5,864	6,365	8,205	9,307	10,162
銷售費用	(2,733)	(3,003)	(3,618)	(4,108)	(4,575)
管理費用	(1,490)	(1,616)	(2,010)	(2,299)	(2,516)
資產減值損失	0	0	0	0	0
其他收益	1,177	1,178	1,483	1,900	2,429
其他支出	0	0	0	0	0
財務費用	(778)	(676)	(573)	(633)	(657)
合營企業投資收益	9	(2)	7	7	7
聯營企業投資收益	26	48	65	47	50
利潤總額	2,076	2,295	3,560	4,220	4,900
所得稅費用	(507)	(562)	(854)	(1,013)	(1,176)
淨利潤	1,569	1,733	2,706	3,207	3,724
少數股東損益	96	108	162	192	223
歸母淨利潤	1,473	1,625	2,543	3,015	3,501

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	1,473	1,625	2,543	3,015	3,501
折舊和攤銷	434	411	436	467	504
營運資金變動	1,894	100	(1,907)	(1,318)	(997)
其它	308	1,827	(625)	(313)	460
經營活動所得現金流	4,109	3,963	447	1,851	3,468
資本開支	(2,344)	(1,476)	(1,765)	(1,907)	(2,062)
聯營公司	(21)	(40)	4,432	1,158	(45)
其它	233	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,132)	(1,516)	2,667	(749)	(2,107)
股份發行	-	893	(0)	-	-
淨借貸	(537)	(2,730)	(1,516)	483	268
支付股息	(414)	(486)	(569)	(890)	(1,055)
其它	(872)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(1,823)	(2,323)	(2,085)	(407)	(788)
現金增加淨額	154	124	1,029	694	573
年初現金及現金等價物	4,068	5,134	5,258	6,287	6,981
其他	912	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	5,134	5,258	6,287	6,981	7,554
受限現金	2,924	2,178	2,178	2,178	2,178

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	15,200	14,533	14,308	15,056	15,827
固定資產	6,105	6,012	6,311	6,648	7,026
無形資產和商譽	2,065	2,333	2,356	2,384	2,417
合資及聯營公司投資	559	595	630	669	712
其它非流動資產	6,471	5,592	5,011	5,355	5,672
流動資產	20,275	20,205	22,846	26,021	28,947
現金及現金等價物	5,134	5,258	6,287	6,981	7,554
應收賬款	6,847	7,511	9,544	10,929	12,261
存貨	5,627	4,856	6,490	7,552	8,543
其它流動資產	2,667	2,581	526	558	589
流動負債	19,846	16,044	16,767	18,852	20,293
銀行貸款	10,129	6,534	5,870	6,746	6,962
應付帳款	7,071	5,807	6,760	7,741	8,685
其他應付款	1,916	2,646	2,654	2,660	2,666
其它流動負債	730	1,057	1,482	1,705	1,980
非流動負債	5,177	6,338	6,800	7,197	7,798
銀行貸款	2,723	3,589	3,675	3,806	3,981
遞延所得稅或有負債	104	284	284	284	284
其它	659	706	1,044	1,239	1,447
所有者權益	9,881	11,832	12,976	14,332	15,908
少數股東權益	571	524	612	695	776
歸母所有者權益	10,452	12,356	13,588	15,028	16,683

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
新車銷售	84%	85%	83%	82%	82%
售後服務	14%	14%	14%	14%	14%
其他	1%	1%	3%	3%	4%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	9%	9%	9%	9%	9%
稅前利率	3%	3%	4%	4%	4%
淨利潤率	2%	2%	3%	3%	3%
有效稅率	24%	24%	24%	24%	24%
資產負債比率					
流動比率(X)	1.02	1.26	1.36	1.38	1.43
速動比率(X)	0.73	0.95	0.96	0.97	0.99
現金比率(X)	0.26	0.35	0.39	0.39	0.39
庫存周轉天數	36	29	29	30	30
應付款周轉天數	45	34	30	30	30
應收款周轉天數	40	40	43	43	43
債務/股本比率(%)	123%	82%	63%	60%	56%
淨負債/股東權益比率(%)	74%	39%	24%	24%	20%
回報率(%)					
資本回報率	16%	15%	21%	22%	23%
資產回報率	9%	8%	11%	26%	27%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.80	0.85	1.29	1.53	1.77
每股股息(人民幣)	0.26	0.29	0.45	0.53	0.62
每股金資產(人民幣)	5.37	6.19	6.57	7.26	8.05

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編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法》(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。