

寶信汽車集團 (1293 HK, HK\$5.82, 目標價 HK\$7.39, 買入) - 13 財年將受豪華車市場復甦以及收購協同效應帶動

- ❖ **12 財年營收增長強勁，淨利潤由收購燕駿的特殊收益帶動。**寶信發佈 12 財年業績，收入同比增長 50.6% 至人民幣 180.9 億。汽車總銷量由 4S 經銷店的擴張所帶動，從 11 財年的 29,499 台增加至 2012 財年 43,253 台，同比上升了 46.6%。4S 經銷店總店數從一年前的 33 間上升到 2012 財年底的 75 間。因 12 財年第二及三季新車銷售毛利率急劇下降，令毛利率同比下降 2.0 個百分點至 8.7%。淨利潤達人民幣 7.2 億，同比增長 18.9%。然而，收購燕駿所產生的議價收購收益達人民幣 1.1 億元。如果排除此項特殊收益，淨利潤僅微升 0.4% 至人民幣 6.0 億。公司建議全年股息為每股 0.10 港元，派息率為 29%。
- ❖ **2013 年展望。**在 2012 年，各大豪華/超豪華品牌在中國錄得了強勁的汽車銷售增長。寶馬、奧迪、路虎捷豹分別錄得 40%、30% 和 73% 的銷量增長。然而，供應增長過快令汽車經銷商庫存上升及毛利率受壓。展望 2013 年，豪華/超豪華汽車品牌訂下不太激進的銷售增長目標，寶馬、奧迪和路虎捷豹的中國銷售目標僅分別同比增長 10%、19% 和 37%。供應量增長回復理性，因此自去年第四季開始，豪華車市場的售價、來自汽車製造廠商的返利點皆逐漸回升，毛利率也在恢復。我們預計寶信的豪華/超豪華車的銷量增長將大致符合相應品牌的銷售增長目標。我們預計寶信的豪華/超豪華車的毛利率將從 12 財年的 6.2% 上升至 13 財年的 7.1%。
- ❖ **收購燕駿的協同效應將在 13 財年體現。**寶信在去年第四季通過收購燕駿而增加了 14 間寶馬和 4 間路虎捷豹 4S 經銷店。據寶信管理層透露，燕駿已經在 12 財年達到收支平衡。燕駿是華北地區其中一家最大的寶馬 4S 經銷集團。我們預計此次收購將加強寶信在華北的地位並擴大其寶馬和路虎捷豹的市場份額。寶信將重點調整燕駿的管理模式並控制其成本。我們預計收購燕駿的協同效應將在 2013 財年體現，燕駿也將向集團貢獻利潤。
- ❖ **調高目標價至 7.39 港元，重申買入評級。**我們上調寶信 13 財年的淨利預測 1.8% 至人民幣 14.95 億。目前，寶信的股價相當於 13 財年每股盈利的 7.9 倍。我們將目標價從 6.42 港元上調至 7.39 港元，相當於 13 財年每股盈利的 10 倍，上升潛力為 27.0%。我們重申買入評級。

寶信汽車集團 (1293 HK)

評級	買入
收市價	5.82 港元
目標價	7.39 港元
市值 (港幣百萬)	14,884
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	37.02
52 周高/低 (港幣)	10.0/3.4
發行股數 (百萬股)	2,528.7
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	-29.8%	-28.2%
3 月	-10.0%	-6.2%
6 月	18.8%	10.7%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (百萬人民幣)	12,011	18,093	34,193	44,426	55,360
淨利潤 (百萬人民幣)	602	716	1,495	2,134	2,804
每股收益 (人民幣)	0.27	0.28	0.59	0.84	1.11
每股收益變動 (%)	96.6	4.2	108.9	42.7	31.4
市盈率 (x)	17.7	16.7	7.9	5.5	5.2
市帳率 (x)	3.5	3.0	2.2	1.7	1.3
股息率 (%)	0.0	1.7	3.8	5.4	5.7
權益收益率 (%)	19.7	18.2	28.3	30.5	34.6
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	38.9	19.0	16.7	12.1

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	12,011	18,093	34,193	44,426	55,360
销售汽车	11,255	16,798	31,862	41,162	51,117
售后服务	756	1,295	2,331	3,264	4,243
销售成本	(10,721)	(16,510)	(30,957)	(40,168)	(49,994)
毛利	1,290	1,583	3,236	4,258	5,366
销售费用	(257)	(461)	(807)	(1,022)	(1,218)
管理费用	(167)	(261)	(445)	(533)	(664)
其他营运收入/费用	88	345	308	355	388
息税前收益	954	1,206	2,293	3,058	3,871
息税及折旧摊销前收益	1,017	1,327	2,498	3,354	4,278
利息收入	6	34	42	40	36
融资成本	(128)	(337)	(467)	(432)	(404)
其他非营运收入/费用	5	14	27	35	44
税前利润	837	918	1,896	2,702	3,548
所得税	(221)	(191)	(379)	(540)	(710)
非控制股东权益	(14)	(11)	(21)	(27)	(34)
净利润	602	716	1,495	2,134	2,804

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	1,013	4,328	4,662	6,343	8,282
物业、厂房及设备	799	2,720	2,850	3,989	5,348
递延税项资产	8	55	105	136	170
其他	206	1,552	1,707	2,218	2,764
流动资产	6,767	12,248	13,007	14,483	16,312
现金及现金等价物	3,297	5,371	5,397	4,735	4,490
存货	1,284	2,175	3,223	4,292	5,479
应收贸易款项	126	1,352	1,874	2,191	2,275
其他	2,061	3,351	2,513	3,265	4,068
流动负债	4,688	11,220	10,827	12,181	13,616
借债	2,341	5,758	5,353	4,923	4,653
应付贸易账款	1,175	4,415	3,393	4,292	5,068
其他	1,172	1,048	2,081	2,966	3,895
非流动负债	38	1,415	1,559	1,641	1,774
借债	30	1,145	1,050	980	950
递延税款负债	9	269	509	661	824
其他	0	0	0	0	0
少数股东权益	36	61	115	150	187
净资产总值	3,018	3,880	5,168	6,853	9,017
股东权益	3,018	3,880	5,168	6,853	9,017

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	954	1,206	2,293	3,058	3,871
折旧和摊销	63	121	206	295	407
营运资金变动	(1,060)	(292)	(721)	(354)	(370)
利息支出	(128)	(337)	(467)	(432)	(404)
利息收入	6	34	42	40	36
税款支出	(221)	(191)	(189)	(419)	(580)
其他	54	(462)	6	8	10
经营活动所得现金净额	(333)	79	1,170	2,197	2,971
购置固定资产	(284)	(2,042)	(335)	(1,434)	(1,766)
其他	(409)	58	(155)	(511)	(546)
投资活动所得现金净额	(693)	(1,984)	(490)	(1,945)	(2,312)
股本的变化	2,168	0	0	0	0
银行贷款变动	1,713	4,532	(500)	(500)	(300)
其他	(356)	(142)	(153)	(414)	(603)
融资活动所得现金净额	3,525	4,391	(653)	(914)	(903)
现金增加净额	2,499	2,487	27	(662)	(245)
年初现金及现金等价物	384	2,884	5,371	5,397	4,735
年末现金及现金等价物	2,884	5,371	5,397	4,735	4,490

来源：公司资料，招银国际则预测

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	93.2	92.7	92.3
售后服务	6.3	7.2	6.8	7.3	7.7
总和	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	10.7	8.7	9.5	9.6	9.7
息税及折旧摊销前收益率	8.5	7.3	7.3	7.5	7.7
营业利润率	7.9	6.7	6.7	6.9	7.0
净利润率	5.0	4.0	4.4	4.8	5.1
有效税率	26.4	20.8	20.0	20.0	20.0

增长 (%)

收入增长	56	51	89	30	25
毛利增长	87	23	104	32	26
息税前收益增长	110	26	90	33	27
净利润增长	98	19	109	43	31

资产负债比率

流动比率 (x)	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率 (x)	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8
平均应收账款周转天数	4	27	20	18	15
平均存货周转天数	44	48	38	39	40
平均应付账款周转天数	40	98	40	39	37
现金周期	8	(22)	18	18	18
净负债/权益比率 (%)	(30)	39	19	17	12

回报率 (%)

资本回报率	19.7	18.2	28.3	30.5	34.6
资产回报率	7.7	4.3	8.5	10.2	12.3

每股数据 (人民币)

每股利润	0.27	0.28	0.59	0.84	1.11
每股账面值	1.38	1.56	2.09	2.77	3.64
每股股息	0.00	0.08	0.18	0.25	0.33

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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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。