

寶信汽車集團 (1293 HK, HK\$3.92, 目標價 HK\$5.25, 買入) - 收購將提振業績

- ❖ **12 年上半年銷售增長強勁，毛利率受壓。**寶信發佈 12 年上半年業績，收入同比增長 72.2% 至人民幣 90.1 億。汽車總銷量由 4S 經銷店的擴張所帶動，從 11 年上半年的 12,976 台增加至 2012 年上半年的 20,795 台，同比上升了 60.3%。4S 經銷店總店數從 11 年底的 33 間上升到 12 年六月底的 42 間。豪華/超豪華車市場的價格競爭加劇，毛利率同比下降 1.6 個百分點至 8.3%。然而，運營成本/收入比從 11 年上半年的 3.6% 大幅下降至 12 年上半年的 2.1%，規模效應顯現。規模效應令運營成本佔收入比下跌，很大程度上舒緩了毛利率下滑對公司的壓力。淨利潤達人民幣 3.3 億，同比增長 63.3%，淨利率同比僅微跌 0.2 個百分點至 3.7%。12 年上半年不派發股息。
- ❖ **收購燕駿集團，加強寶信在中國北方的地位。**寶信於 8 月 29 日宣佈收購燕駿集團。燕駿是一間 4S 經銷店集團，重點業務位於中國北方地區，包括北京、新疆及黑龍江等。收購總代價為 3.05 億美金（23.8 億港元），將以現金和 5 年 0.58 億美金（4.53 億港元）的債卷支付。燕駿擁有八間寶馬 4S 店和兩間路虎捷豹 4S 店。燕駿和寶信的品牌組合是非常相似的，惟燕駿更集中於豪華/超豪華車市場。我們相信，此次收購將對寶信有利，基於 1) 可加強寶信在中國北方的地位；2) 進一步提高規模效應；3) 擴大在 BMW 和路虎捷豹經銷商市場的市場份額。
- ❖ **藉收購及新店開設來促進下半年銷售，售後業務的成長將減輕毛利壓力。**算上收購燕駿的 4S 經銷店，我們預計寶信的 4S 經銷店總數將迅速擴張至 2012 年底的 64 家和 2013 年底的 76 家。汽車經銷商行業的毛利率在當前經濟減速下面臨巨大壓力，寶信於豪華/超豪華車市場的快速擴張將有助於其維持健康毛利率。此外，寶信的售後業務在 2012 年上半年錄得 97.6% 按年增長，毛利率亦同比上升 0.2 個百分點至 48.2%。售後業務的穩定成長也將有助於公司維持穩定的毛利率。
- ❖ **目標價 5.25 港元，重申買入建議。**目前，寶信的股價分別相當於 12 和 13 財年每股盈利的 8.4 倍和 6.0 倍。我們將目標價從 11.17 港元調低至 5.25 港元，相當於 2013 財年每股盈利的 8 倍，上升潛力為 33.9%。我們重申買入建議。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬人民幣)	7,717	12,011	24,333	33,467	41,995
淨利潤 (百萬人民幣)	304	602	956	1,350	1,771
每股收益 (人民幣)	0.14	0.27	0.38	0.53	0.69
每股收益變動 (%)	73.9	96.6	39.1	39.7	31.2
市盈率(x)	28.4	11.9	8.4	6.0	4.5
市帳率 (x)	4.9	2.4	2.0	1.5	1.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	19.8	19.7	23.6	24.9	24.5
淨財務槓杆率 (%)	8.6	淨現金	57.7	40.0	25.1

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	3.92 港元
目標價	5.25 港元
市值 (港幣百萬)	9,913
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	10.9
52 周高/低 (港幣)	10.12/3.4
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	3.7%	4.7%
3 月	-33.1%	-37.6%
6 月	-58.3%	-53.8%

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	7,717	12,011	24,333	33,467	41,995
销售汽车	7,168	11,255	22,850	31,243	39,104
售后服务	548	756	1,482	2,223	2,891
销售成本	(7,029)	(10,721)	(22,301)	(30,604)	(38,397)
毛利	688	1,290	2,031	2,863	3,597
销售费用	(177)	(257)	(415)	(569)	(672)
管理费用	(91)	(167)	(271)	(368)	(462)
其他营运收入/费用	35	88	164	201	252
息税前收益	455	954	1,510	2,126	2,715
息税及折旧摊销前收益	498	1,017	1,695	2,438	3,077
利息收入	2	6	29	26	34
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	1,283	1,813	2,378
所得税	(104)	(221)	(321)	(453)	(594)
非控制股东权益	(4)	(14)	(7)	(10)	(12)
净利润	304	602	956	1,350	1,771

来源：公司资料，招银国际则预测

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	93.9	93.4	93.1
售后服务	7.1	6.3	6.1	6.6	6.9
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	8.9	10.7	8.3	8.6	8.6
息税及折旧摊销前收益率	6.4	8.5	7.0	7.3	7.3
营业利润率	5.9	7.9	6.2	6.4	6.5
净利润率	3.9	5.0	3.9	4.0	4.2
有效税率	25.3	26.4	25.0	25.0	25.0

增长 (%)

收入增长	49	56	103	38	25
毛利增长	57	87	58	41	26
息税前收益增长	75	110	58	41	28
净利润增长	74	98	59	41	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	0.7	0.8	0.8
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)	58	40	25

回报率 (%)

资本回报率	19.8	19.7	23.6	24.9	24.5
资产回报率	9.3	7.7	7.2	7.9	8.4

每股数据 (人民币)

每股利润	0.14	0.27	0.38	0.53	0.69
每股账面值	0.70	1.38	1.60	2.12	2.82
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	4,079	4,429	5,252
物业、厂房及设备	521	799	3,645	3,832	4,503
其他	350	214	434	597	749
流动资产	2,387	6,767	9,166	12,585	15,956
现金及现金等价物	675	3,297	2,036	2,703	3,557
存货	738	1,284	2,688	3,773	4,734
应收贸易款项	43	126	267	367	460
其他	932	2,061	4,175	5,742	7,205
流动负债	1,719	4,688	8,720	11,120	13,529
借债	807	2,341	3,901	4,411	4,921
应付贸易账款	590	1,175	2,444	3,354	4,208
其他	322	1,172	2,375	3,356	4,400
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	73	101	126
净资产总值	1,466	3,018	3,973	5,324	7,095
股东权益	1,466	3,018	3,973	5,324	7,095

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	956	1,350	1,771
折旧和摊销	43	63	186	312	362
营运资金变动	(488)	(1,060)	(1,188)	(861)	(619)
其他	20	62	(29)	(26)	(34)
经营活动所得现金净额	(121)	(333)	(76)	775	1,479
购置固定资产	(146)	(284)	(3,032)	(499)	(1,033)
其他	(434)	(409)	(190)	(137)	(118)
投资活动所得现金净额	(580)	(693)	(3,222)	(635)	(1,151)
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)	450	27	26
融资活动所得现金净额	873	3,525	2,450	527	526
现金增加净额	172	2,499	(848)	667	854
年初现金及现金等价物	213	384	2,884	2,036	2,703
年末现金及现金等价物	384	2,884	2,036	2,703	3,557

来源：公司资料，招银国际则预测

旭光新材料(67HK, HK\$1.28, 目標價HK\$1.77, 買入) – 費用控制促使業績實現增長

- ❖ **費用控制及利息資本化推動淨利潤增 5.9%。**上半年旭光淨利潤同比增長 5.9%至 8.2 億元(人民幣, 下同)。淨利潤在面臨芒硝收入大幅下滑情況下實現增長, 主要是由於: 1)PPS 銷售額增長彌補了芒硝業務下滑, 總收入與去年同期基本持平; 2)銷售費用大幅下降 86.7%至 900 萬元, 其他經營開支也降低 9.2%至 1.8 億元; 3)總財務費用雖同比上升 22.7%至 2.5 億元, 但其中 56.6%(1.4 億元)被資本化, 從而使財務費用下降 46.8%; 4)有效稅率由 23.1%降至 20.7%。
- ❖ **PPS 成為中流砥柱, 總體毛利率降至 59.3%。**自去年下半年芒硝行業出現新的低價競爭者後, 公司的特種芒硝出廠價受到較大影響。上半年芒硝業務收入整體下滑 22.1%, 但藥用芒硝收入保持穩定。上半年 PPS 價格依然堅挺, 分部收入同比增長 15.3%, 佔總收入比重由 55.1%提升至 64.5%。其中 PPS 樹脂、纖維和化合物收入分別增長 62.7%、16.6%和 8.2%。特別是注塑級樹脂增長較快, 薄膜級樹脂也打開銷路。由於收入結構變動, 毛利率同比下降 5.8 個百分點至 59.3%。
- ❖ **利息資本化意在平滑業績波動, 壞賬風險可控。**若在稅前利潤中扣掉資本化利息, 則上半年淨利潤將下滑 8.6%。利息資本化併入在建工程, 意在平滑當期費用至未來折舊支出。應收款中賬齡超過半年的達到 7,740 萬元, 但公司已在去年下半年計提壞賬準備超過 8,000 萬元, 計提已夠充分。另外, 賬齡三至六個月的應收款已較年初下降 39.2%至 1.51 億元, 我們認為未來壞賬風險可控。公司今年資本開支約 30 億元, 下半年現金流足以覆蓋, 但目前已進入降息週期, 公司貸款額可能會有所增加。
- ❖ **主要風險**包括 1)PPS 價格下滑; 2)PPS 銷量不達預期; 3)折舊攤銷費用支出壓縮利潤。
- ❖ 我們認為旭光明顯受益於國家對新材料行業的相關規劃和扶持, 基於技術和先發優勢, 正成長成為一間穩健的新材料公司。2013 年將進入收穫期, PPS 擴產完成後總產能將由目前 3 萬噸達到 5.5 萬噸。但未來折舊攤銷額較大對盈利可能產生不利影響。我們分別上調 2012/2013 年盈利預期 28.2%/8.3%至 13.5 億元/16.8 億元, 略下調目標價 6.4%至 1.77 港元, 分別對應 2012/2013 年 6.0/4.8 倍 PE, 上調至“買入”評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬元)	1,961	4,567	4,397	5,324	6,450
淨利潤 (人民幣百萬元)	729	1,253	1,354	1,680	2,122
每股收益 (人民幣)	0.37	0.23	0.24	0.30	0.38
每股收益變動 (%)	22.7	(37.9)	4.2	24.1	26.3
市盈率(x)	2.9	4.5	4.3	3.5	2.8
市帳率(x)	0.8	0.4	0.4	0.4	0.3
股息率 (%)	5.6	2.0	2.3	2.9	3.6
權益收益率 (%)	33.7	15.8	9.7	11.0	12.4
淨財務杠杆率 (%)	38.8	15.5	19.6	12.2	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

旭光新材料 (67 HK)

評級	買入
收市價	HK\$1.28
目標價	HK\$1.77
市值 (港幣百萬)	7,160
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	36
52 周高/低 (港幣)	2.27/1.06
發行股數 (百萬股)	5,594
主要股東	索朗多吉 (33.5%)

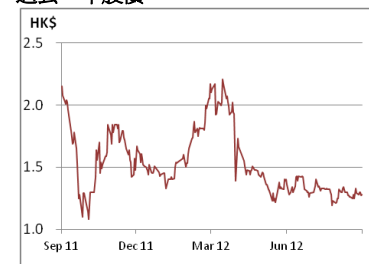
來源: HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	2.4%	4.2%
3 月	-5.9%	-10.3%
6 月	-39.9%	-33.5%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

損益表

年結：12月31日(人民币百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	1,961	4,576	4,397	5,324	6,450
- 芒硝	1,961	2,040	1,551	1,661	1,800
- PPS	-	2,535	2,846	3,662	4,650
销售成本	(542)	(1,672)	(1,781)	(2,236)	(2,709)
毛利	1,420	2,903	2,616	3,088	3,741
销售和分销成本	(10)	(158)	(103)	(128)	(154)
其他运营开支	(140)	(694)	(569)	(621)	(683)
其他收益	24	102	56	61	69
息税前利润	1,294	2,153	2,000	2,400	2,973
财务费用	(242)	(424)	(218)	(218)	(217)
税前利润	1,052	1,729	1,781	2,182	2,756
所得税	(323)	(457)	(428)	(502)	(634)
少数股东权益	-	(19)	-	-	-
净利润	729	1,253	1,354	1,680	2,122

来源：公司，招银证券研究部

資產負債表

年結：12月31日(人民币百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	2,914	15,109	17,187	17,567	17,491
物业、厂房及设备	2,419	7,195	9,447	9,929	9,956
土地使用权及采矿权	463	652	612	609	607
无形资产	26	6,876	6,781	6,682	6,582
存款	6	385	347	347	347
流动资产	2,001	4,213	3,248	4,943	7,068
存货	8	67	45	200	97
贸易及其他应收款	767	1,362	1,066	1,547	1,498
受限存款及其他	91	153	168	198	228
现金	1,135	2,631	1,969	2,998	5,245
流动负债	752	2,645	2,585	3,130	3,049
银行贷款	532	1,738	1,938	2,088	2,208
贸易及其他应付款	205	658	411	777	523
应缴税金	15	185	171	201	254
其他	-	65	65	65	65
非流动负债	1,619	3,370	3,299	3,285	3,463
银行贷款	-	696	746	846	1,026
定息优先债券	1,589	1,538	1,461	1,388	1,318
可转债	-	724	680	639	601
递延所得税负债	31	413	413	413	518
少数股东权益	-	-	-	-	-
净资产	2,543	13,308	14,550	16,094	18,048
股东权益	2,543	13,308	14,550	16,094	18,048

来源：公司，招银证券研究部

現金流量表

年結：12月31日(人民币百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
税前利润	1,052	1,729	1,781	2,182	2,756
折旧和摊销	97	491	399	546	604
净财务费用	233	401	218	218	217
其他	13	198	189	246	295
经营利润	1,394	2,819	2,588	3,192	3,873
存货变动	6	4	66	(155)	103
应收款变动	(254)	(121)	280	(481)	49
应付款变动	(95)	(67)	(318)	365	(254)
已缴税款	(324)	(475)	(442)	(472)	(581)
经营活动净现金流	728	2,160	2,174	2,449	3,191
固定资产及其他资产购买	(527)	(2,249)	(2,535)	(1,083)	(650)
其他	84	21	-	-	-
投资活动净现金流	(443)	(2,229)	(2,535)	(1,083)	(650)
银行贷款额变动	175	536	150	130	200
其他负债变动	-	770	(120)	(114)	(108)
股权融资	69	827	-	-	-
其他负债变动	(317)	(562)	(331)	(353)	(385)
融资活动净现金流	(73)	1,572	(302)	(337)	(293)
总净现金流	212	1,503	(662)	1,029	2,248
期初现金	929	1,135	2,631	1,969	2,998
汇率变动	(7)	(6)	-	-	-
期末现金	1,135	2,631	1,969	2,998	5,245

来源：公司，招银证券研究部

主要財務比率

年結：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售额拆分 (%)					
- 芒硝	100.0	44.6	35.3	31.2	27.9
- PPS	-	55.4	64.7	68.8	72.1
盈利能力指标 (%)					
毛利率	72.4	63.5	59.5	58.0	58.0
税前利润率	53.7	37.8	40.5	41.0	42.7
净利率	37.2	27.4	30.8	31.6	32.9
有效税率	30.7	26.4	24.0	23.0	23.0
每股指标					
每股收益 (人民币)	0.374	0.232	0.242	0.300	0.379
每股净资产 (人民币)	1.305	2.466	2.601	2.877	3.226
每股股息 (人民币)	0.071	0.026	0.030	0.037	0.100
成长性指标 (%)					
收入增速	45.9	133.3	(3.9)	21.1	21.2
毛利增速	44.9	104.5	(9.9)	18.0	21.2
息税前利润增速	47.5	66.4	(7.1)	20.0	23.9
净利润增速	36.8	71.8	8.0	24.1	26.3
资产负债表相关指标					
流动比率 (倍)	2.7	1.6	1.3	1.6	2.3
速动比率 (倍)	2.3	1.4	1.1	1.4	2.2
应付账款周转日	88.4	60.0	70.0	70.0	70.0
应收账款周转日	33.5	43.0	43.0	43.0	43.0
存货周转日	7.3	15.0	11.5	20.0	20.0
权益总负债率 (%)	83.4	35.3	33.2	30.8	28.5
权益净负债率 (%)	38.8	15.5	19.6	12.2	Net Cash
回报率指标 (%)					
权益回报率	33.7	15.8	9.7	11.0	12.4
资产回报率	16.2	10.3	6.8	7.8	9.0

来源：公司，招银证券研究部

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。