

永达汽车 (3669 HK)

快速扩张捕捉增长机遇

- ❖ **投资要点。**永达主要在华东地区以分销豪华及中高端汽车为主,我们预期公司将迎来未来数年的增长机遇:(1) 宝马推出的新车型将拉动未来数年的销售量;(2) 汽车保有量上升将为售后服务提供增长空间;(3) 汽车租赁业务成为新的收入来源;(4) 通过并购提升规模效益。
- ❖ **以豪华品牌为主。**在新车销售中,约80%来自豪华品牌如宝马及保时捷,其余的20%为包括来自大众、通用及福特等的中高端品牌。宝马占永达的销售近40%,其余品牌如保时捷、捷豹路虎和奥迪各占约10%。我们相信公司在高端品牌的布局将有利捕捉中国消费升级的机遇。
- ❖ **受惠宝马新车型销售。**根据行业数据,宝马于去年中推出新5系车型(通过华晨宝马)令销售量回升。此外,宝马全新的X3车型(进口)将于今年推出,相信有助进一步拉动销售量,我们相信将有助拉动永达的销售和毛利率。一般而言,豪华车的毛利率为3-4%,中高端汽车则为1-2%。
- ❖ **售后服务带来强劲的收入。**豪华车的客户一般对服务要求较高以及对价格敏感度较低,因此客户对高质4S店如永达的忠诚度较高。此外,国内持续上升的汽车保有量为二手车销售提供广阔的市场空间。以毛利计算,永达的售后服务占其总体毛利超过60%(2017年上半年),主要由于较高毛利率所带动(46.8%)。
- ❖ **融资租赁成为新增长点。**永达的融资贷款组合规模从去年6月的29亿元人民币增长至去年底的40亿元,公司计划在2018及2019年把规模分别提升至70亿及100亿。资金来源包括营运现金流(估计每年约15-20亿元,不包括贷款融资租赁)、银行贷款及发债。现时永达的借贷成本为基准利率加50-100点子,由于利息收入的实际利率为10-12%,我们估计永达的净息差可达4.8-6.8%。
- ❖ **业务扩展以及资本开支。**截至去年6月底,永达拥有合共284个营运网点(包括汽车租赁和融资租赁)以及20个已获授权待开业的网点。永达计划每年投放5亿元人民币(不包括土地成本),目标每年增加20个新网点。此外,公司将预留约10亿元作为潜在并购计划之用,希望通过并购更多网点以加强个别地区的实力以及提升规模效益。
- ❖ **风险因素:**1) 新车销售可能较预期弱;2) 融资租赁业务增长导致负债比率进一步上升;(3) 利率上升。

財務資料

(YE Mar 31)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额 (百万元人民币)	32,938	35,658	43,033
净利润 (百万元人民币)	501	524	851
EPS (元人民币)	0.34	0.35	0.58
EPS 变动 (%)	-14.8	4.7	62.3
市盈率 (x)	11.9	10.6	8.1
EV/EBITDA (x)	20.7	20.9	12.9
市帐率 (x)	2.7	2.6	2.2
股息率 (%)	1.4	1.4	2.2
权益收益率 (%)	13.8	13.0	18.5
净财务杠杆 (%)	65.8	72.6	95.1

資料來源:公司及招銀國際研究

未评级

当前股价 HK\$8.76

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国汽车行业

市值(百万港元)	16,070
3月平均流通量(百万港元)	62
52周内股价高/低(港元)	12.4/5.81
总股本(百万)	1,835

数据来源:彭博

股东结构

张德安	34.31%
Baring Private Equity	5.13%
自由流通	60.56%

数据来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.9%	-1.2%
3-月	-8.3%	-13.3%
6-月	-11.8%	-19.7%

数据来源:彭博

股价表现



数据来源:彭博

审计师:德勤

公司网站: www.ydauto.com.cn

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 个工作日内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-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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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，本公司及其僱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责任。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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时自行及/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，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、复制、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信息，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)2000 年英國不時修訂之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 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士。