

宝信汽车集团 (1293 HK, HK\$5.82, 目标价 HK\$7.39, 买入) - 13 财年将受豪华车市场复苏以及收购协同效应带动

- ❖ **12 财年营收增长强劲，净利润由收购燕骏的特殊收益带动。**宝信发布 12 财年业绩，收入同比增长 50.6% 至人民币 180.9 亿。汽车总销量由 4S 经销商的扩张所带动，从 11 财年的 29,499 台增加至 2012 财年 43,253 台，同比上升了 46.6%。4S 经销商总店数从一年前的 33 间上升到 2012 财年底的 75 间。因 12 财年第二及三季新车销售毛利率急剧下降，令毛利率同比下降 2.0 个百分点至 8.7%。净利润达人民币 7.2 亿，同比增长 18.9%。然而，收购燕骏所产生的溢价收购收益达人民币 1.1 亿元。如果排除此项特殊收益，净利润仅微升 0.4% 至人民币 6.0 亿。公司建议全年股息为每股 0.10 港元，派息率为 29%。
- ❖ **2013 年展望。**在 2012 年，各大豪华/超豪华品牌在中国录得了强劲的汽车销售增长。宝马、奥迪、路虎捷豹分别录得 40%、30% 和 73% 的销量增长。然而，供应增长过快令汽车经销商库存上升及毛利率受压。展望 2013 年，豪华/超豪华汽车品牌订下不太激进的销售增长目标，宝马、奥迪和路虎捷豹的中国销售目标仅分别同比增长 10%、19% 和 37%。供应量增长回复理性，因此自去年第四季开始，豪华车市场的售价、来自汽车制造厂商的返利点皆逐渐回升，毛利率也在恢复。我们预计宝信的豪华/超豪华车的销量增长将大致符合相应品牌的销售增长目标。我们预计宝信的豪华/超豪华车的毛利率将从 12 财年的 6.2% 上升至 13 财年的 7.1%。
- ❖ **收购燕骏的协同效应将在 13 财年体现。**宝信在去年第四季通过收购燕骏而增加了 14 间宝马和 4 间路虎捷豹 4S 经销商。据宝信管理层透露，燕骏已经在 12 财年达到收支平衡。燕骏是华北地区其中一家最大的宝马 4S 经销集团。我们预计此次收购将加强宝信在华北的地位并扩大其宝马和路虎捷豹的市场份额。宝信将重点调整燕骏的管理模式并控制其成本。我们预计收购燕骏的协同效应将在 2013 财年体现，燕骏也将向集团贡献利润。
- ❖ **调高目标价至 7.39 港元，重申买入评级。**我们上调宝信 13 财年的净利预测 1.8% 至人民币 14.95 亿。目前，宝信的股价相当于 13 财年每股盈利的 7.9 倍。我们将目标价从 6.42 港元上调至 7.39 港元，相当于 13 财年每股盈利的 10 倍，上升潜力为 27.0%。我们重申买入评级。

宝信汽车集团 (1293 HK)

评级	买入
收市价	5.82 港元
目标价	7.39 港元
市值 (港币百万)	14,884
过去 3 月平均交易 (港币百万)	37.02
52 周高/低 (港币)	10.0/3.4
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	-29.8%	-28.2%
3 月	-10.0%	-6.2%
6 月	18.8%	10.7%

来源: 彭博

过去一年股价

来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (百万人民币)	12,011	18,093	34,193	44,426	55,360
净利润 (百万人民币)	602	716	1,495	2,134	2,804
每股收益 (人民币)	0.27	0.28	0.59	0.84	1.11
每股收益变动 (%)	96.6	4.2	108.9	42.7	31.4
市盈率 (x)	17.7	16.7	7.9	5.5	5.2
市帐率 (x)	3.5	3.0	2.2	1.7	1.3
股息率 (%)	0.0	1.7	3.8	5.4	5.7
权益收益率 (%)	19.7	18.2	28.3	30.5	34.6
净财务杠杆率 (%)	净现金	38.9	19.0	16.7	12.1

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

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风险。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，请与我们联络。

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国投资者

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。