

寶信汽車集團 (1293 HK, HK\$5.29, 目標價 HK\$6.42, 買入) - 收購瑞安寶隆 作價合理, 公司將受益於抵制日本汽車產品的風波

- ❖ **收購瑞安寶隆。**寶信於 2012 年 10 月 8 日宣佈收購瑞安寶隆的 90% 股權。瑞安寶隆是一間位於浙江省瑞安市的寶馬授權 4S 經銷店。收購總代價為人民幣 1.5 億，資金將通過公司銀行貸款融資及內部現金支付。收購符合寶信的既定戰略，就是 1) 只在豪華/超豪華車市場擴張，以及 2) 只在中國最富裕的地區設點。收購瑞安寶隆將加強寶信在溫州的佈點，並擴大其在寶馬經銷市場的份額。
- ❖ **我們認為收購價格合理。**寶信曾於 8 月 29 日以美金 3.05 億（人民幣 19.4 億）收購燕駿集團的 12 間豪華/超豪華 4S 經銷店，平均每家商店的收購成本達人民幣 1.62 億。以人民幣 1.50 億收購瑞安寶隆的 90% 權益（100% 可達人民幣 1.67 億），作價水平和收購燕駿集團相若。瑞安寶隆 2011 年的淨利達人民幣 930 萬，收購價格等於 17.9 倍市盈率。相比寶信 2011 財年歷史市盈率 16.1 倍，我們認為收購價格合理。
- ❖ **抵制日本汽車的風波將大大有利德國品牌汽車及其經銷商。**反日本遊行以及抵制日貨行動已嚴重傷害日本品牌汽車在華的銷售。德國品牌汽車已成為主要受益者，9 月德國車銷售增長強勁。寶馬和 Mini 9 月中國銷量按年增長 59%，達到 2.96 萬輛。與此同時，奧迪和奔馳的銷售增長亦分別達 20% 及 10%，至 3.55 萬輛與 1.68 萬輛。我們的通路調查亦發現寶馬 5 系的零售價格折扣由 8 月份的 10% 大幅下降至 9 月份的 5% 以下。然而，豐田和本田品牌的零售價格折扣卻於 9 月上升至超過 10%。寶信主攻寶馬和捷豹路虎市場，非日本品牌的豪華/超豪華車佔 2012 年上半年新車收入的 89.5%。
- ❖ **調高目標價至 6.42 港元，重申買入評級。**寶信是中國最大的寶馬經銷店之一，我們相信公司將受益於寶馬的銷售增長加速以及寶馬零售價格上漲。我們上調寶信 2012 和 13 財年的淨利預測分別達 3.5% 和 8.8% 至人民幣 9.89 億及 14.69 億。目前，寶信的股價分別相當於 12 和 13 財年每股盈利的 11.0 倍和 7.4 倍。我們將目標價從 5.25 港元上調至 6.42 港元，相當於 2013 財年每股盈利的 9 倍，上升潛力為 21.4%。我們重申買入建議。

寶信汽車集團 (1293 HK)

評級	買入
收市價	5.29 港元
目標價	6.42 港元
市值 (港幣百萬)	13,377
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	11.5
52 周高/低 (港幣)	9.84/3.53
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	37.8%	30.3%
3 月	11.4%	3.3%
6 月	-43.1%	-44.7%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬人民幣)	7,717	12,011	25,060	34,900	43,678
淨利潤 (百萬人民幣)	304	602	989	1,469	1,929
每股收益 (人民幣)	0.14	0.27	0.39	0.57	0.75
每股收益變動 (%)	73.9	96.6	44.0	46.9	31.3
市盈率(x)	38.3	16.1	11.0	7.4	5.6
市帳率(x)	6.6	3.2	2.7	2.0	1.4
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	19.8	19.7	24.2	26.3	25.6
淨財務槓杆率 (%)	8.6	淨現金	55.5	38.9	16.7

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	7,717	12,011	25,060	34,900	43,678
销售汽车	7,168	11,255	23,578	32,677	40,788
售后服务	548	756	1,482	2,223	2,891
销售成本	(7,029)	(10,721)	(22,969)	(31,849)	(39,838)
毛利	688	1,290	2,091	3,052	3,840
销售费用	(177)	(257)	(426)	(593)	(699)
管理费用	(91)	(167)	(279)	(384)	(480)
其他营运收入/费用	35	88	168	209	262
息税前收益	455	954	1,554	2,284	2,923
息税及折旧摊销前收益	498	1,017	1,735	2,596	3,280
利息收入	2	6	30	26	37
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	1,328	1,972	2,588
所得税	(104)	(221)	(332)	(493)	(647)
非控制股东权益	(4)	(14)	(7)	(10)	(12)
净利润	304	602	989	1,469	1,929

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	3,976	4,583	5,050
物业、厂房及设备	521	799	3,530	3,961	4,271
其他	350	214	447	622	779
流动资产	2,387	6,767	9,448	12,999	16,998
现金及现金等价物	675	3,297	2,105	2,702	4,114
存货	738	1,284	2,769	3,927	4,912
应收贸易款项	43	126	275	382	479
其他	932	2,061	4,300	5,988	7,494
流动负债	1,719	4,688	8,864	11,533	14,054
借债	807	2,341	3,901	4,411	4,921
应付贸易账款	590	1,175	2,517	3,490	4,366
其他	322	1,172	2,446	3,632	4,767
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	75	105	131
净资产总值	1,466	3,018	4,007	5,476	7,405
股东权益	1,466	3,018	4,007	5,476	7,405

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	989	1,469	1,929
折旧和摊销	43	63	181	312	358
营运资金变动	(488)	(1,060)	(1,257)	(795)	(576)
其他	20	62	(30)	(26)	(37)
经营活动所得现金净额	(121)	(333)	(116)	960	1,673
购置固定资产	(146)	(284)	(2,912)	(743)	(668)
其他	(434)	(409)	(203)	(149)	(119)
投资活动所得现金净额	(580)	(693)	(3,115)	(892)	(787)
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)	452	30	26
融资活动所得现金净额	873	3,525	2,452	530	526
现金增加净额	172	2,499	(779)	597	1,412
年初现金及现金等价物	213	384	2,884	2,105	2,702
年末现金及现金等价物	384	2,884	2,105	2,702	4,114

来源：公司资料，招银国际预测

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	94.1	93.6	93.4
售后服务	7.1	6.3	5.9	6.4	6.6
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	8.9	10.7	8.3	8.7	8.8
息税及折旧摊销前收益率	6.4	8.5	6.9	7.4	7.5
营业利润率	5.9	7.9	6.2	6.5	6.7
净利润率	3.9	5.0	3.9	4.2	4.4
有效税率	25.3	26.4	25.0	25.0	25.0

增长 (%)

收入增长	49	56	109	39	25
毛利增长	57	87	62	46	26
息税前收益增长	75	110	63	47	28
净利润增长	74	98	64	49	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	0.8	0.8	0.9
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)	56	39	17

回报率 (%)

资本回报率	19.8	19.7	24.2	26.3	25.6
资产回报率	9.3	7.7	7.4	8.4	8.7

每股数据 (人民币)

每股利润	0.14	0.27	0.39	0.57	0.75
每股账面值	0.70	1.38	1.61	2.18	2.95
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司资料，招银国际预测

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。