

### 宝信汽车集团 (1293 HK, HK\$5.88, 目标价HK\$7.20, 买入) - 过渡的一年

- ❖ **14年上半年盈利增长减慢。**宝信发布14财年上半年业绩,收入同比增长8.6%至人民币162.9亿。汽车总销量从13财上半年的33,648台增加至14财上半年的36,726台,同比上升9.1%。其间豪华/超豪华车销量稳步增长13.7%,从26,893台到30,585台。售后服务收入比例增加对毛利率的正面影响被新车毛利率下降所抵消。毛利率达9.8%,同比持平。净利润达人民币5.47亿,同比增长7.0%。
- ❖ **向超豪华品牌过渡。**宝信的库存从13财上半年的35.9天增加至14财上半年的43.2天。虽然捷豹路虎(JLR)的库存保持在30天的健康水平,惟宝马的库存则上升至45天。管理层将专注于控制宝马的库存,并对扩充宝马经销商持审慎态度。14年上半年公司经营80家经销商,下半年宝信将放慢宝马门店的扩张,将注意力转去其他高毛利品牌和超豪华品牌。在建的11间经销商只有一间是宝马/MINI专卖店,而JLR和奥迪店则分别有三间及两间。其他品牌则包括保时捷、沃尔沃、英菲尼迪和劳斯莱斯。对比宝马的4%毛利率,JLR的毛利率约为8%。14财年上半年为公司第一次从JLR录得超越宝马的销售毛利。随着越来越多的资源投入在超豪华品牌,我们预计新车销售毛利率将从上半年的5.4%微升至下半年的5.6%。
- ❖ **正着手兴建二手车平台。**宝信正与一间二手车拍卖集团和一间商业银行建立O2O平台经营二手车交易。此外,公司正在将中高端品牌店改装成二手车中心。除了二手车业务,宝信也在扩大汽车保险和汽车融资业务以达至多元化发展。
- ❖ **售后服务贡献大部分毛利。**14财年上半年售后服务收入达到人民币16.8亿,同比增长20%。毛利率稳定,达47.8%。售后服务占上半年总毛利的50.6%,去年同期为45.7%。售后服务对毛利的贡献第一次超越新车销售。由于保养期到期的车辆数量稳步增长,我们预计售后服务收入将变得越来越重要。售后服务收入的增长将推高整体毛利率,并令收入更稳定及减少受经济周期的影响。
- ❖ **我们分别下调了14及15财年的每股盈利预测达13.3%和12.0%至人民币0.47元和人民币0.64元。**我们以9倍15财年市盈率为公司估值,并将目标价从港币8.17元下调至港币7.20元,上升潜力为22.4%。我们重申买入评级。

#### 财务资料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万人民币)	18,093	30,082	33,352	37,554	40,472
净利润(百万人民币)	701	996	1,209	1,636	2,086
每股收益(人民币)	0.28	0.39	0.47	0.64	0.82
每股收益变动(%)	2.1	40.4	21.3	35.3	27.5
市盈率(x)	17.2	11.9	10.0	7.4	5.8
市帐率(x)	3.1	2.5	2.1	1.7	1.4
股息率(%)	1.7	2.6	3.0	4.1	5.2
权益收益率(%)	17.8	21.1	21.5	26.1	27.0
净财务杠杆率(%)	38.9	53.3	52.1	28.5	3.7

来源:公司及招銀国际研究部

#### 宝信汽车集团 (1293 HK)

评级	买入
收市价(港币)	5.88
目标价(港币)	7.20
市值(港币百万)	15,037
过去3个月平均交易(港币百万)	17.86
52周高/低(港币)	8.59/5.49
发行股数(百万股)	2,557.3
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	-7.6%	-14.1%
3月	3.5%	-5.6%
6月	-8.0%	-17.1%

来源:彭博

#### 过去一年股价



来源:彭博

**利润表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>18,093</b>	<b>30,082</b>	<b>33,352</b>	<b>37,554</b>	<b>40,472</b>
销售汽车	16,798	27,378	30,045	33,653	35,946
售后服务	1,295	2,703	3,306	3,901	4,525
销售成本	(16,510)	(27,161)	(30,124)	(33,798)	(36,222)
<b>毛利</b>	<b>1,583</b>	<b>2,920</b>	<b>3,228</b>	<b>3,756</b>	<b>4,249</b>
销售费用	(461)	(947)	(952)	(1,014)	(1,012)
管理费用	(261)	(539)	(587)	(601)	(607)
佣金收入	96	231	427	526	607
其他营运收入	249	206	66	75	81
<b>息税前收益</b>	<b>1,206</b>	<b>1,872</b>	<b>2,181</b>	<b>2,741</b>	<b>3,318</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>1,328</b>	<b>2,100</b>	<b>2,433</b>	<b>3,026</b>	<b>3,623</b>
利息收入	34	32	32	32	39
融资成本	(337)	(545)	(565)	(546)	(518)
其他非营运收入/费用	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>904</b>	<b>1,359</b>	<b>1,648</b>	<b>2,227</b>	<b>2,838</b>
所得税	(191)	(355)	(431)	(582)	(742)
非控制股东权益	(11)	(8)	(8)	(9)	(10)
<b>净利润</b>	<b>701</b>	<b>996</b>	<b>1,209</b>	<b>1,636</b>	<b>2,086</b>

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>4,328</b>	<b>5,222</b>	<b>5,815</b>	<b>6,259</b>	<b>6,346</b>
物业、厂房及设备	2,720	3,310	3,696	3,873	3,775
递延税项资产	55	59	66	74	80
其他	1,552	1,852	2,054	2,312	2,492
<b>流动资产</b>	<b>12,248</b>	<b>12,650</b>	<b>13,103</b>	<b>14,792</b>	<b>16,580</b>
现金及现金等价物	5,371	4,881	4,164	4,926	6,082
存货	2,175	3,002	3,631	3,889	4,168
应收贸易款项	1,352	557	640	720	665
其他	3,351	4,210	4,668	5,256	5,664
<b>流动负债</b>	<b>11,220</b>	<b>11,284</b>	<b>10,923</b>	<b>11,730</b>	<b>11,973</b>
借债	5,758	5,858	5,096	4,896	4,396
应付贸易账款	4,415	4,364	4,539	5,093	5,359
其他	1,048	1,062	1,288	1,741	2,218
<b>非流动负债</b>	<b>1,415</b>	<b>1,864</b>	<b>2,361</b>	<b>2,406</b>	<b>2,438</b>
借债	1,145	1,539	2,000	2,000	2,000
递延税款负债	269	326	361	406	438
其他	0	0	0	0	0
少数股东权益	61	53	59	66	72
<b>净资产总值</b>	<b>3,880</b>	<b>4,670</b>	<b>5,575</b>	<b>6,848</b>	<b>8,443</b>
<b>股东权益</b>	<b>3,880</b>	<b>4,670</b>	<b>5,575</b>	<b>6,848</b>	<b>8,443</b>

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>营业利润</b>	<b>1,206</b>	<b>1,872</b>	<b>2,181</b>	<b>2,741</b>	<b>3,318</b>
折旧和摊销	122	228	252	285	305
营运资金变动	(933)	(1,226)	(769)	80	111
利息支出	(337)	(545)	(565)	(546)	(518)
利息收入	34	32	32	32	39
税款支出	(214)	(130)	(402)	(545)	(716)
其他	201	472	(8)	(9)	(10)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>79</b>	<b>704</b>	<b>720</b>	<b>2,038</b>	<b>2,528</b>
购置固定资产	(1,334)	(1,141)	(638)	(462)	(207)
其他	(649)	(63)	(201)	(259)	(180)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,984)</b>	<b>(1,204)</b>	<b>(839)</b>	<b>(720)</b>	<b>(386)</b>
股本的变化	0	0	0	0	0
银行贷款变动	2,651	484	(300)	(200)	(500)
其他	(964)	(638)	(298)	(355)	(486)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>1,687</b>	<b>(154)</b>	<b>(598)</b>	<b>(555)</b>	<b>(986)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(217)</b>	<b>(654)</b>	<b>(717)</b>	<b>763</b>	<b>1,156</b>
年初现金及现金等价物	2,884	2,668	4,881	4,164	4,926
外汇差额	1	7	0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>2,668</b>	<b>2,021</b>	<b>4,164</b>	<b>4,926</b>	<b>6,082</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

### 主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>销售组合 (%)</b>					
销售汽车	92.8	91.0	90.1	89.6	88.8
售后服务	7.2	9.0	9.9	10.4	11.2
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

### 盈利能力比率 (%)

毛利率	8.7	9.7	9.7	10.0	10.5
息税及折旧摊销前收益率	7.3	7.0	7.3	8.1	9.0
营业利润率	6.7	6.2	6.5	7.3	8.2
净利润率	3.9	3.3	3.6	4.4	5.2
有效税率	21.1	26.1	26.1	26.1	26.1

### 增长 (%)

收入增长	51	66	11	13	8
毛利增长	23	84	11	16	13
息税前收益增长	26	55	17	26	21
净利润增长	17	42	21	35	28

### 资产负债比率

流动比率 (x)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
平均应收账款周转天数	27	7	7	7	6
平均存货周转天数	48	40	44	42	42
平均应付账款周转天数	98	59	55	55	54
现金周期	(22)	(12)	(4)	(6)	(6)
净负债/权益比率 (%)	39	53	52	28	4

### 回报率 (%)

资本回报率	17.8	21.1	21.5	26.1	27.0
资产回报率	4.2	5.6	6.4	8.2	9.5

### 每股数据 (人民币)

每股利润	0.28	0.39	0.47	0.64	0.82
每股账面值	1.56	1.85	2.20	2.70	3.33
每股股息	0.08	0.12	0.14	0.19	0.24

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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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

本报告期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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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士。