

睿智投資

寶信汽車集團 (1293 HK, HK\$6.64, 目標價HK\$8.34, 買入) - 專注是成功的關鍵

- ❖ **13財年上半年增長穩健。** 寶信發佈13財年上半年業績，收入同比大增66.5%至人民幣150.0億。汽車總銷量由豪華/超豪華車所帶動，從12財年上半年的20,795台增加至13財年上半年的33,648台，同比上升了61.8%。因售後服務收入比例增加，毛利率同比上升1.5個百分點至9.8%。淨利潤達人民幣5.1億，同比增長53.5%。
- ❖ **專注於豪華/超豪華品牌。** 13年上半年，豪華/超豪華車佔寶信汽車銷量比達80%，比去年同期的70%上升不少。產品組合的改善令13年上半年寶信新車銷售毛利率升至5.9%，同比上升0.5個百分點。寶信專注於中國東部沿海地區的豪華/超豪華汽車經銷，市場定位的優勢開始顯現。路虎捷豹將在9月推出的新車型，我們預計新車銷售毛利率將在13財年下半年進一步提高。
- ❖ **售後服務業務將推動增長。** 13財年上半年售後服務業務的毛利率達48%，同比無增長。惟售後服務收入同比增長128%至人民幣14.0億。售後服務收入佔總收入比達到9.4%，比去年同期的6.8%顯著上升。售後服務業務成為利潤增長的主要驅動力。在成熟的汽車市場，售後服務可貢獻多達30-50%的總收入，我們相信寶信的售後服務業務仍擁有巨大的增長潛力。
- ❖ **收購燕駿的協同效應即將體現。** 寶信在12財年第四季通過收購燕駿而增加了14間寶馬和4間路虎捷豹4S經銷店。13財年上半年，燕駿的毛利率超過10%，比與寶信(不計燕駿)的9.4%毛利率來的高。然而，13財年上半年燕駿的銷售、管理對收入比高達8.9%，比寶信(不計燕駿)的5.2%高很多。寶信正在通過安插新的管理團隊和整合資源來改善燕駿的經營效率。兩間公司在成本對收入比上出現巨大的差距，這讓燕駿有充足的改善空間。我們相信協同效應將在13年下半年體現，並將顯著降低燕駿的成本對收入比。
- ❖ **調高目標價至8.34港元，重申買入評級。** 我們下調寶信13和14財年的淨利預測分別達18.3%和12.0%至人民幣12.2億元及18.5億元。目前，寶信的股價分別相當於13和14財年每股盈利的10.9倍及7.2倍。我們將目標價從港幣7.39元上調至港幣8.34元，相當於14財年每股盈利的9倍，上升潛力為25.7%。我們重申**買入**評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(百萬人民幣)	12,011	18,093	31,702	39,943	46,168
淨利潤(百萬人民幣)	602	716	1,222	1,852	2,242
每股收益(人民幣)	0.27	0.28	0.48	0.73	0.89
每股收益變動(%)	96.6	4.2	70.7	51.6	21.0
市盈率(x)	20.2	19.1	10.9	7.2	7.5
市帳率(x)	4.0	3.5	2.7	2.0	1.6
股息率(%)	0.0	1.5	2.8	4.2	4.0
權益收益率(%)	19.7	18.2	24.4	28.4	30.4
淨財務槓杆率(%)	淨現金	38.9	74.0	66.1	58.7

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(港幣)	6.64
目標價(港幣)	8.34
市值(港幣百萬)	16,981
過去3月平均交易(港幣百萬)	19.77
52周高/低(港幣)	9.02/3.61
發行股數(百萬股)	2,557.3
主要股東	寶信投資管理(61%)

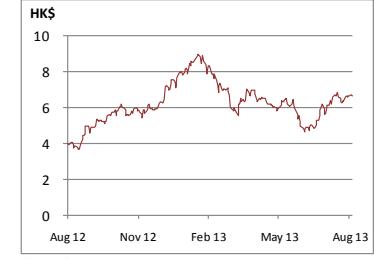
來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	8.5%	7.5%
3月	4.9%	3.4%
6月	-15.7%	-15.1%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	12,011	18,093	31,702	39,943	46,168
销售汽车	11,255	16,798	29,074	35,924	41,227
售后服务	756	1,295	2,628	4,020	4,941
销售成本	(10,721)	(16,510)	(28,652)	(35,836)	(41,350)
毛利	1,290	1,583	3,050	4,107	4,818
销售费用	(257)	(461)	(871)	(1,039)	(1,154)
管理费用	(167)	(261)	(524)	(639)	(739)
其他营运收入/费用	88	345	302	320	323
息税前收益	954	1,206	1,957	2,749	3,248
息税及折旧摊销前收益	1,017	1,327	2,163	3,012	3,551
利息收入	6	34	43	30	25
融资成本	(128)	(337)	(467)	(456)	(463)
其他非营运收入/费用	5	14	19	24	27
税前利润	837	918	1,552	2,346	2,838
所得税	(221)	(191)	(310)	(469)	(568)
非控制股东权益	(14)	(11)	(20)	(25)	(29)
净利润	602	716	1,222	1,852	2,242

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	5,666	6,700	7,605
物业、厂房及设备	799	2,720	2,850	3,152	3,503
递延税项资产	8	55	97	122	142
其他	206	1,552	2,719	3,426	3,960
流动资产	6,767	12,248	13,123	14,506	16,055
现金及现金等价物	3,297	5,371	3,202	2,797	2,276
存货	1,284	2,175	2,747	3,436	3,965
应收贸易款项	126	1,352	1,303	875	1,265
其他	2,061	3,351	5,871	7,397	8,550
流动负债	4,688	11,220	12,267	13,117	14,750
借债	2,341	5,758	5,853	6,123	7,103
应付贸易账款	1,175	4,415	4,710	4,418	4,532
其他	1,172	1,048	1,704	2,576	3,116
非流动负债	38	1,415	1,522	1,575	687
借债	30	1,145	1,050	980	0
递延税款负债	9	269	472	595	687
其他	0	0	0	0	0
少数股东权益	36	61	107	135	156
净资产总值	3,018	3,880	4,894	6,380	8,066
股东权益	3,018	3,880	4,894	6,380	8,066

来源：公司资料，招银国际则预测

現金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	954	1,206	1,957	2,749	3,248
折旧和摊销	63	121	206	263	303
营运资金变动	(1,060)	(292)	(2,093)	(1,207)	(1,418)
利息支出	(128)	(337)	(467)	(456)	(463)
利息收入	6	34	43	30	25
税款支出	(221)	(191)	(150)	(372)	(494)
其他	54	(462)	(1)	(1)	(1)
经营活动所得现金净额	(333)	79	(504)	1,006	1,201
购置固定资产	(284)	(2,042)	(335)	(565)	(654)
其他	(409)	58	(1,167)	(707)	(534)
投资活动所得现金净额	(693)	(1,984)	(1,503)	(1,272)	(1,188)
股本的变化	2,168	0	0	0	0
银行贷款变动	1,713	4,532	0	200	0
其他	(356)	(142)	(161)	(339)	(535)
融资活动所得现金净额	3,525	4,391	(161)	(139)	(535)
现金增加净额	2,499	2,487	(2,168)	(405)	(522)
年初现金及现金等价物	384	2,884	5,371	3,202	2,797
年末现金及现金等价物	2,884	5,371	3,202	2,797	2,276

来源：公司资料，招銀國際則預測

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	91.7	89.9	89.3
售后服务	6.3	7.2	8.3	10.1	10.7
总和	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	10.7	8.7	9.6	10.3	10.4
息税及折旧摊销前收益率	8.5	7.3	6.8	7.5	7.7
营业利润率	7.9	6.7	6.2	6.9	7.0
净利润率	5.0	4.0	3.9	4.6	4.9
有效税率	26.4	20.8	20.0	20.0	20.0
增长 (%)					
收入增长	56	51	75	26	16
毛利增长	87	23	93	35	17
息税前收益增长	110	26	62	40	18
净利润增长	98	19	71	52	21
资产负债比率					
流动比率(x)	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率(x)	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
平均应收账款周转天数	4	27	15	8	10
平均存货周转天数	44	48	35	35	35
平均应付账款周转天数	40	98	60	45	40
现金周期	8	(22)	(10)	(2)	5
净负债/权益比率 (%)	(30)	39	74	66	59
回报率 (%)					
资本回报率	19.7	18.2	24.4	28.4	30.4
资产回报率	7.7	4.3	6.5	8.7	10.0
每股数据 (人民币)					
每股利润	0.27	0.28	0.48	0.73	0.89
每股账面值	1.38	1.56	1.98	2.58	3.25
每股股息	0.00	0.08	0.14	0.22	0.27

来源：公司资料，招銀國際則預測

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-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(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 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。