

睿智投資

寶信汽車集團 (1293 HK, 9.68 港元, 目標價 11.47 港元買入) - 豪華/超豪華品牌 4S 經銷商

- ❖ **豪華/超豪華品牌 4S 經銷店網絡擴張快速。**我們預計寶信的經銷店總數將迅速擴張至 2012 年的 72 家和 2013 年的 81 家。我們預計絕大部分新經銷店為豪華/超豪華品牌，其中包括 2012 年增加 24 家和 2013 年增加 7 家寶馬經銷店（包括自建和收購），以及 2012 年增加 9 家和 2013 年增加 2 家路虎捷豹 4S 經銷店。規模效應將因快速擴張而釋放，資源分配也將更加有效。此外大型採購訂單也將增加與供應商和保險公司的議價能力。
- ❖ **經銷店定位于富裕的沿海地區。**寶信所有的 4S 經銷店皆佈局在中國最富裕的沿海地區以捕捉對豪華轎車的龐大需求。為加強在富裕地區的領先地位，公司將進一步在北京、上海、廣東、天津、江蘇、浙江、遼寧和山東建立豪華/超豪華轎車 4S 經銷店。
- ❖ **與汽車製造商關係良好。**寶信已獲包括寶馬、奧迪和路虎捷豹在內的豪華/超豪華品牌汽車製造商授予 4S 經銷權。寶信能與豪華/超豪華品牌汽車製造商保持長期穩定的關係，主要歸功於 1) 全面的售後服務，2) 在東部沿海省份有主導性地位，3) 庫存管理能力比中小型經銷商更佳。
- ❖ **售後服務部門利潤豐厚。**售後服務通常享有遠高於新車銷售的毛利率。寶信豪華/超豪華品牌的售後服務部門的毛利率從 2008 年的 41.0% 增長到 2010 年的 48.2%。相較於新車銷售部門，售後服務部門的表現在經濟不景時往往更穩健。寶信的售後服務中心提供汽車維修與保養、汽車保險代理、以及備件和配件銷售服務。
- ❖ **我們認為寶信值得比同業中升(881 HK) 有較大的溢價，因為後者較專注中高端品牌。**我們也給予寶信較同業正通(1728 HK) 更高的估值，因寶信的經銷店地理位置更佳。目前寶信分別交易在 2012 和 13 財年盈利預測的 11.0 倍和 8.0 倍。我們的目標價為 11.47 港元，相當於 2012 財年人民幣 0.71 元盈利的 13 倍，代表著 18.5% 的上升潛力。首次評級買入。

寶信汽車集團 (1293 HK)

評級	買入
收市價	HK\$9.68
目標價	HK\$11.47
市值(港幣百萬)	24,478
過去 1 月平均交易(港幣百萬)	17.8.
52 周高/低(港幣)	10.04/6.93
發行股數(百萬股)	2,529
主要股東	寶信投資管理 (61.4%)

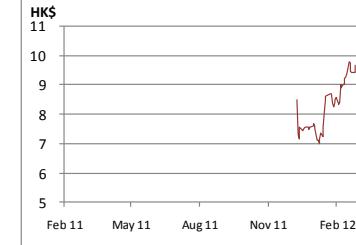
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	15.5%	7.4%
3 月	NA	NA
6 月	NA	NA

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額(人民幣百萬元)	5,165	7,717	13,405	32,150	41,124
淨利潤(人民幣百萬元)	175	304	631	1,805	2,416
每股收益(人民幣)	0.07	0.12	0.25	0.71	0.96
每股收益變動(%)	203.0	73.9	107.6	186.0	33.9
市盈率(x)	140.1	80.5	32.3	11.0	8.0
市帳率(x)	38.1	13.9	5.4	3.4	2.4
股息率(%)	NA	NA	NA	0.9	1.2
權益收益率(%)	30.9	19.8	16.6	31.2	29.8
淨財務杠桿率(%)	27.2	8.6	淨現金	85.0	52.3

來源:公司及招銀國際

中海宏洋 (81 HK, HK\$9.53, 目標價 : HK\$9.42, 持有) — 盈利快速增長

- ❖ 2011財年的純利增加79%至52億港元。中海宏洋在週二公佈2011財年業績。2011財年的營業額及純利分別同比增長47.0%至51.7億港元及79.2%至17.9億港元。來自物業發展的收入和租金收入分別增加47.0%至50.0億港元及75.9%至1.1億港元。實際純利比我們預測的20.3億港元低11.6%，主要因為廣州的橡園國際竣工延誤。同時，公司宣布了派發0.05港元的末期股息及提出了每持有2股送1紅股。
- ❖ 均價提昇增強盈利能力。廣州榕樹灣及和呼和浩特錦繡城的2011年入賬均價分別增加43.0%至每平方米22,102元人民幣和61.1%至每平方米6,845元人民幣，因此，2011年整體均價上升66.8%至每平方米17,085元人民幣。所以，2011財年的整體毛利率提高了13.5個百分點至58.0%。另一方面，由於在廣州的橡園國際竣工延期，交付面積下降14.4%至246,625平方米。
- ❖ 總土地儲備達785萬平方米。中海宏洋在2011年新開拓於吉林、合肥、南寧及蘭州的房地產市場。2012年1月公司購買一塊在贛州的土地。目前，總土地儲備為785萬平方米，應佔權益的土地儲備為649萬平方米。土地儲備已覆蓋至11個內地城市的19個項目。此外，在二三線城市的項目佔應佔權益總建築面積的92.1%，而在一線城市為7.9%。這再確認中海宏洋在三線城市主力發展房地產市場的定位。
- ❖ 現價較每股資產淨值折讓39%。中海宏洋在2011年完成76.9億港元的物業銷售，同比增加86.6%，公司更定下2012年的銷售目標為100億港元。因為橡園國際及在贛州新的土地盈利貢獻，我們向上修正2012和2013財年盈利預測，分別調高29.5%至24.7億港元及7.5%至21.5億港元。11年底的淨負債比率為22.9%，一年前為淨現金狀況，但目前負債仍低和健康。考慮在贛州的新土地，我們提高2012年底每股資產淨值由之前的13.7港元至15.7港元。目標價由之前的8.23港元調高至9.42港元，目標價較資產淨值折讓40%。重申持有的評級。

財務資料

(截至12月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額(百萬港元)	1,609	3,513	5,166	15,715	14,657
淨利潤(百萬港元)	(280)	1,001	1,794	2,471	2,153
每股收益(港元)	(0.356)	0.933	1.236	1.623	1.414
每股收益變動(%)	不適用	不適用	32.5	31.3	(12.9)
市盈率(x)	不適用	10.2	7.7	5.9	6.7
市帳率(x)	2.6	4.1	2.8	1.9	1.5
股息率(%)	0.1	0.7	0.5	0.8	0.8
權益收益率(%)	不適用	37.4	34.9	33.0	22.6
淨財務杠杠率(%)	43.6	0.7	22.9	18.1	14.9

來源：公司及招銀國際

中海宏洋 (81 HK)

評級	持有
收市價	HK\$9.53
目標價	HK\$9.42
市值(港幣百萬)	14,500
過去3月平均交易(港幣百萬)	11.7
52周高/低(港幣)	10.3/3.76
發行股數(百萬)	1,521
主要股東	中國海外 (38%)

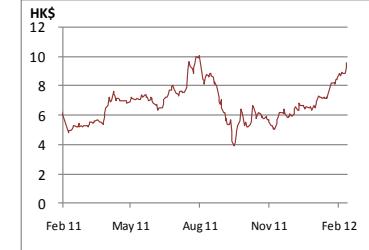
來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	32.4%	23.1%
3月	55.0%	35.8%
6月	7.6%	1.9%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。