

**买入**

2015年4月13日

**看好宝信汽车街 O2O 电商的长期发展，流动性改善带动估值回升**

- 2014 年收入增长 2%，净利润下降 30%：** 公司收入 307 亿元，同比增长 2%，净利润 7 亿元，下降 30%。每股盈利 0.28 元，业绩增长低于预期。
- 汽车经销商库存大幅上升，资金周转困难，价格战愈演愈烈，严重影响宝信业绩增长：** 2014 年宝信汽车的新车销售业务收入 296 亿，增长 7%，占收入比重 90%。毛利率 4.8%，下降 1.2%，销量约 7.2 万台，增长 4%。公司所经营的宝马与捷豹路虎品牌受行业价格战影响尤为严重，宝马经销商首次出现联合抗压行动，要求宝马厂家提供额外返点补贴 60 亿，提出合理制定销量目标、不得强制性向经销商出售汽车等建议。此次经销商联合行动获得成功，经销商与汽车厂家之间关系变得更加平等，预计今年宝信的库存压力将改善，汽车售价趋于平稳。
- 售后业务受零配件与服务价格下调影响，增速放缓：** 公司售后业务收入 30.6 亿，增长 13%，占收入比重 10%。业务毛利率维持在 47%。2014 年中国政府针对汽车展开反垄断调查，多个汽车厂家纷纷下调零配件和服务价格，此举将长期影响经销商售后增长。我们预计下半年国家会出台新的“汽车品牌管理办法”将改善和促进宝信售后业务良性发展。
- 宝信汽车将放缓开店步伐，集中资源发展二手车等延伸业务：** 2014 年公司新增 5 家 4S 店和 3 家展厅，总经销网点达 114 家。未来几年宝信会放缓对 4S 店投资，每年新开店可能仅有 1 至 5 家。公司将主要资源发展汽车延伸业务，2014 年公司推出线上线下一体化的汽车服务平台-汽车街，并与美国 COX 与招商银行达成战略合作。
- 调整目标价 6 港元，买入评级：** 宝信汽车的平行进口、汽车街等延伸业务是新的业绩增长点，公司作为沪港通标的之一，随市场逐渐活跃，未来估值有提升空间。因此调整公司未来 12 个月目标价格至 6 港元，较目前价格有 25% 的上涨空间，为 2015 与 2016 年每股预测收益的 12 倍和 9.5 倍市盈率，买入评级。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

**主要数据**

行业	汽车经销
股价	4.8 港元
目标价	6 港元 (+25%)
股票代码	1293
已发行股本	25.6 亿股
市值	123 亿港元
52 周高/低	3.92/7.09 港元
每股净资产	2 元
主要股东	杨爱华...60.7%

**盈利摘要**

	13年实际	14年实际	15年预测	16年预测	17年预测
营业额 (百万人民币)	30,082	30,723	33,224	34,830	37,109
变动 (%)	66.3	2.1	8.1	4.8	6.5
净利润 (百万人民币)	1,007	707	1,004	1,275	1,447
每股盈余 (人民币元)	0.39	0.28	0.40	0.50	0.57
变动 (%)	35.6	(28.4)	42.2	26.7	13.4
市盈率@4.8港元 (倍)	9.8	13.8	9.7	7.6	6.7
每股股息 (人民币元)	0.05	0.07	0.10	0.13	0.14
股息现价比率 (%)	0.83	1.16	1.65	2.10	2.38

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

## 附录 1: 主要财务报表

损益表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
收入	30082	30723	33224	34830	37109
毛利	2920	2788	3097	3409	3735
销售费用	(947)	(983)	(1030)	(1045)	(1113)
管理费用	(539)	(609)	(631)	(627)	(668)
其他收入	469	455	532	557	557
<b>营业收入</b>	1904	1650	1967	2294	2510
财务开支	(545)	(617)	(603)	(564)	(549)
营业外收支	11	7	7	8	9
<b>税前盈利</b>	1370	1040	1372	1738	1970
所得税	(355)	(326)	(357)	(452)	(512)
少数股东应占利润	8	7	11	11	11
<b>净利润</b>	1007	707	1004	1275	1447
折旧及摊销	274	438	506	534	549
<b>EBITDA</b>	1630	1212	1461	1760	1961
EPS (元)	0.39	0.28	0.40	0.50	0.57
<b>增长</b>					
总收入 (%)	66%	2%	8%	5%	7%
EBITDA (%)	46%	-26%	21%	20%	11%
每股收益 (%)	36%	-28%	42%	27%	13%

资产负债表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
现金	2021	2203	1801	1644	1460
应收账款	557	393	425	446	475
存货	3002	3057	3560	3899	4265
其他流动资产	7070	8129	8811	9240	10110
<b>总流动资产</b>	12650	13782	14597	15229	16311
<b>固定资产</b>	5108	5847	6074	6250	6483
投资性资产	55	62	69	77	86
其他固定资产	59	86	86	86	86
<b>总资产</b>	17872	19776	20826	21643	22967
应付帐款	4364	4878	5155	5269	5485
短期银行贷款	5858	5107	5107	4903	4903
其他短期负债	1062	1302	1279	1154	1126
<b>总短期负债</b>	11284	11287	11542	11326	11514
长期银行贷款	1164	2621	2621	2621	2621
其他负债	700	719	719	719	719
<b>总负债</b>	13148	14627	14882	14666	14854
少数股东权益	53	60	71	83	94
<b>股东权益</b>	4670	5089	5873	6894	8019
每股账面值(元)	1.8	2.0	2.3	2.7	3.1
营运资金	1366	2494	3055	3903	4797

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析					
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率	9.7%	9.1%	9.3%	9.8%	10.1%
EBITDA 利率	5.4%	3.9%	4.4%	5.1%	5.3%
净利率	3.3%	2.3%	3.0%	3.7%	3.9%
ROE	23.2%	14.3%	18.1%	19.7%	19.2%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	4.9%	5.2%	5.0%	4.8%	4.8%
实际税率 (%)	26%	31%	26%	26%	26%
股息支付率 (%)	0%	13%	25%	25%	25%
库存周转天数	35	40	40	43	45
应付账款天数	59	60	61	61	59
应收账款天数	38	52	58	66	72
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.8	2.9	2.5	2.1	1.9
收入/总资产	1.7	1.6	1.6	1.6	1.7
总资产/股本	3.8	3.9	3.5	3.1	2.9
盈利对利息倍数	3.5	2.7	3.3	4.1	4.6

现金流量表					
人民币百万元, 财务					
	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测	17年 预测
<b>EBITDA</b>	1630	1212	1461	1760	1961
融资成本	545	617	603	564	549
营运资金变化	(1069)	(654)	(1205)	(1018)	(1274)
所得税	(355)	(326)	(357)	(452)	(512)
其他营运活动	(46)	(64)	651	721	745
<b>营运现金流</b>	704	785	1154	1576	1469
资本开支	(1222)	(1018)	(774)	(711)	(782)
其他投资活动	19	(25)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1203)	(1043)	(774)	(711)	(782)
负债变化	484	1191	0	(204)	0
股本变化	0	0	0	0	0
股息	0	(128)	(178)	(254)	(322)
其他融资活动	(638)	(617)	(603)	(564)	(549)
<b>融资活动现金流</b>	(154)	446	(781)	(1022)	(871)
<b>现金变化</b>	(654)	188	(402)	(157)	(183)
期初持有现金	2668	2015	2203	1801	1644
汇率变动	0	0	0	0	0
期末持有现金	2015	2203	1801	1644	1460

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。