現價：HK$3.67	潛在上升空間: +47.1%	目標價: HK$5.40 ↓	汽車經銷商行業

落后　同步　**领先**

正通汽車 (1728.HK)

延伸服務是未來重要看點

公司估值表

	2012	2013	2014	2015E	2016E
營業收入 (RMB 百萬元)	27,649	29,840	30,910	35,465	38,998
變化(%)	*91*	*8*	*4*	*15*	*10*
淨利潤 (RMB 百萬元)	604	837	804	940	1,140
變化(%)	*15*	*39*	*(4)*	*17*	*21*
每股基本盈利 (RMB)	0.274	0.38	0.36	0.43	0.52
變動 (%)	*9*	*38*	*(4)*	*17*	*21*
市盈率 (x)	10.7	7.7	8.0	6.9	5.6
每股資產淨值 (RMB)	3.1	3.5	3.8	4.1	4.6
市淨率 (x)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6

資料來源：公司資料、交銀國際

- **14 年淨利潤下降 4%。**正通汽車 14 年實現銷售收入 309.1 億元,同比增長 3.6%，歸屬於母公司淨利潤為 8.04 億元，同比下降 4.0%。每股收益 0.36 元，低於我們的預期 7.8 個百分點。主要是由於均價水準和新車銷售毛利率低於我們的預期。銷售收入增速僅低個位數增長，主要是由於新車銷售增速低，淨利潤增速出現下滑主要是利潤率出現下滑。

- **延伸服務保持高增長。**收入分佈來看，14 年新車銷售收入實現 271.3 億元，同比增長 2%，其中豪華車銷售額為 236.2 億元，同比僅增長 0.5%，主要是由於均價的下滑。中高端車銷售額為 35.1 億元，同比增長 13.3%。售後服務銷售額為 31.8 億元，同比增長 14.3%，售後服務下半年增速較上半年增速有所提高。延伸服務方面，14 年汽車金融保險等帶來的傭金收入為 4.2 億元，同比增長 41.1%，這主要是由於汽車金融滲透率提升，以及公司拿到保險牌照後提升續保比例的結果。預計未來延伸服務仍然有較大的發展空間。

- **15 年利潤率水準總體較為穩定。**2014 年公司的利潤率為 2.6%，較 2013 年下降 0.2 個百分點，費用率上升是主要原因。2014 年公司三項費用率為 6.7%，較 13 年上升 0.8 個百分點，主要是新店擴張以及匯兌損失等原因帶來的銷售費用和管理費用率的上升。新車毛利率方面，14 年整體毛利率較上年上升 0.1 個百分點，主要售後服務毛利率穩定，同時收入占比提升帶來總體毛利率上升。2014 年售後毛利率為 47.4%，較 13 年上升 2 個百分點，而新車毛利率為 4.2%，較 13 年下降 0.5 個百分點。未來來看，新車毛利率可能仍小幅下滑，不過費用率控制可能使得整體利潤率總體持平。

- **未來兩年仍在擴張之中。** 2014 年公司擴張步伐加快，新開了 13 家豪華及超豪華品牌，其中寶馬寶馬/MINI，奧迪，捷豹路虎，富豪，凱迪拉克，福建賓士等品牌，截至 2014 年底，公司共有營業網點 105 家店，其中豪華品牌網點 89 家。未來來看，公司仍有 28 家授權店，在未來兩年內開完，預計 15 年新開 10-15 家，資本開支 10 個億以內。

- **汽車金融業務將成為公司重要增長點。**正通汽車在 2015 年 3 月份獲批設立上海東正汽車金融，成為國內首家擁有汽車金融牌照的汽車經銷商集團。我們認為，公司成立汽車金融公司有望分享快速增長的汽車金融市場，目前中國汽車金融滲透率僅為 18%左右，較國外有較大的差距。而正通的滲透率在 40%左右，相當於金額 120 億的規模。東正金融的註冊資本 5 億元左右，如果按照 12 倍左右的杠杆，如果公司平穩運轉後，每年可做到 60 億元左右的生息資產規模（不考慮 ABS 等產品形式），按 5%的息差計算，可增加收入 3 億元，由於考慮到規模提升需要時間，15 年規模相對比較小。

- **維持買入評級。**根據公司年度業績，我們調整了公司的盈利假設，主要是對毛利率和均價進行調整，調整後預計 2015/16 年的每股收益分別為 0.43/0.52 元，15/16 年分別下調 12.9%/14.4%。目前公司對應 8.0 倍/6.9 倍的 15/16 年市盈率，0.7 倍/0.6 倍的 15/16 年市淨率，15/16 年的息率為 2.9%/3.5%，具有較強安全邊際，維持買入的投資評級，由於盈利預測調整，我們將目標價調整為 5.4 港元，對應 10 倍的 15 年市盈率，重點關注汽車金融公司業務的發展。

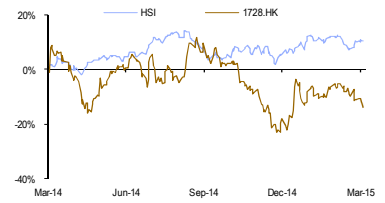
- 14 年淨利潤下降 4%。
- 延伸服務保持高增長。
- 利潤率水準總體較為穩定。
- 未來兩年仍處於擴張態勢。
- 汽車金融業務將成為重要增長點
- 維持買入評級。.

股份資料

52 周高位 (HK$)	4.90
52 周低位 (HK$)	3.27
市值 (百萬港幣)	8,288
發行股數 (百萬)	2,210.051
日成交量 (百萬港幣)	1.85
1 個月內變化 (%)	(8.09)
年初至今變化 (%)	8.70
50 天平均價 (HK$)	3.93
200 天平均價 (HK$)	4.13
14 天強弱指數	32.86

資料來源: Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源：Bloomberg

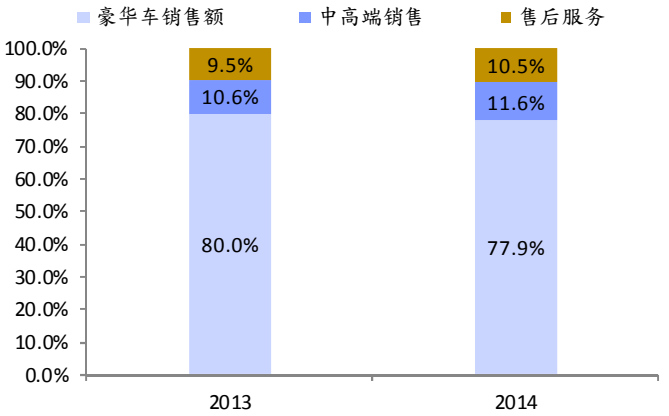
姚煒
wei.yao@bocomgroup.com
電話: (8621) 6065 3675

圖表 1: 損益表分析

單位,百萬元	2013	2014	同比增速	說明
收入	29,840.3	30,910.1	3.6%	**售後服務增速較高,但新車銷售放緩**
成本	(27,251.9)	(28,184.5)	3.4%	
毛利	2,588.4	2,725.6	5.3%	
毛利率	8.7%	8.8%		**售後服務占比提升**
其他收益	323.1	450.4	39.4%	傭金收入高增長
其他淨收入	41.8	41.5	-0.8%	
銷售費用	(697.8)	(817.6)	17.2%	新店增加
管理費用	(581.4)	(770.7)	32.5%	新店增加,匯兌損失增加
營業利潤	1,674.0	1,629.1	-2.7%	
財務費用	(489.3)	(478.1)	-2.3%	
應占共同控制實體	21.7	24.1	11.1%	
稅前利潤	1,206.3	1,175.1	-2.6%	
所得稅	(352.1)	(351.5)	-0.2%	
稅後利潤	854.2	823.5	-3.6%	
少數股東權益	16.8	19.7	17.5%	
淨利潤	837.4	803.8	-4.0%	
淨利潤率	2.8%	2.6%		
三項費用率	5.9%	6.7%		SG&A 費用率上升

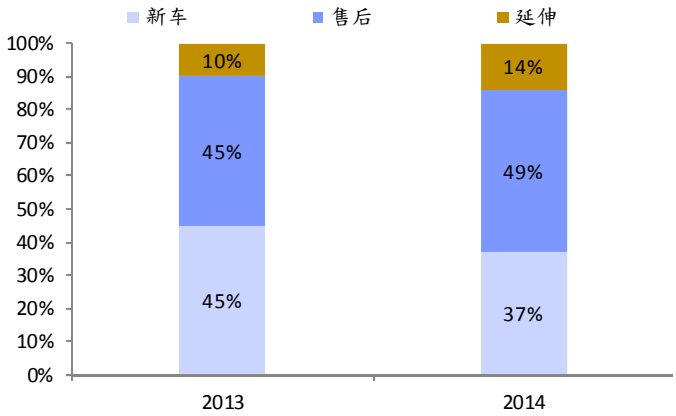
資料來源：公司資料，交銀國際

圖表 2: 汽車銷售收入占比



資料來源：公司資料，交銀國際

圖表 3:汽車毛利構成



資料來源：公司資料，交銀國際

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328 | 傳真: +852 3798 0133 | www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%
長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%
中性: 預期股價波幅在±20%之間
沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上
同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間
落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

		@bocomgroup.com
鄭子豐 CFA, CPA, CA	(852) 2977 9393	raymond.cheng

策略

洪灝 CFA	(852) 2977 9384	hao.hong

銀行/網路新金融

楊青麗	(852) 2977 9212	yangqingli
李珊珊 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8058	lishanshan
萬麗 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8051	Wanli

非必需品消費

黃文嬿	(852) 2977 9391	phoebe.wong
朱曉潆	(852) 2977 9205	anita.chu

必需品消費

王惟穎	(852) 2977 9221	summer.wang
吳效宇	(852) 2977 9386	shawn.wu

醫藥生物

劉一賀	(852) 2977 9387	milo.liu

保險及證券

李文兵	(852) 2977 9389	liwenbing
張雨璠	(852) 2977 9250	yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD	(86) 10 8800 9788 - 8039	yuan.ma
毅馨瑜 CPA	(86) 10 8800 9788 - 8045	conniegu

有色金屬及礦業

李浩	(852) 2977 9243	jovi.li

宏觀經濟

李苗獻	(86) 10 8800 9788 - 8043	miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲	(852) 2977 9392	fei.wu
劉旭彤	(852) 2977 9390	xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM	(852) 2977 9235	alfred.lau
謝騏聰 CFA, FRM	(852) 2977 9220	philip.tse
過璐璐	(852) 2977 9211	luella.guo

新能源

孫勝權	(86) 21 6065 3606	louis.sun

電訊/中小盤

李志武	(852) 2977 9209	lizhiwu

科技

謝劍英	(852) 2977 9216	miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA	(852) 2977 9380	geoffrey.cheng
周雲飛	(852) 2977 9381	fay.zhou

汽車

姚煒	(86) 21 6065 3675	wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點;及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係; iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認： i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之 30 個日曆日前處置/買賣該等證券; ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員;iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展(控股)有限責任公司、奧星生命科技有限公司及北京汽車股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海複星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾 1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾 1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告 (包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。 任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。 未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii) 直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料， 考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為准。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。