

## 正通汽车 (1728.HK)

### 评级: 推荐

跟踪报告日期: 2015.01.09

目标价: HK\$ 4.96

现价: HK\$ 4.15

预计升幅: 19.5%

#### 股本数据

股本(亿股) 22.1

市值(亿港元) 91.7

52周高/低(HK\$) 5.04/3.27

每股净值(元) 3.41

所属行业: 汽车经销商

#### 主要股东

王木清 62.10%

惠理集团有限公司 5.95%

GMC Capital Corp. 5.05%

#### 52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



#### 相关报告

正通汽车首发报告 20111018

正通汽车更新报告 20131025

正通汽车更新报告 20140130

正通汽车更新报告 20140401

正通汽车跟踪报告 20140618

正通汽车跟踪报告 20140901

国元证券(香港)研究部

分析师: 李明

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 6067

电邮: liming@gyzq.com.hk

## 下半年行业竞争加剧 整车厂给予补助

### 投资要点:

#### 2014年新开店14家,符合年初预期:

2014年公司共计开设新店14家,其中宝马新店4家,捷豹路虎新店3家,沃尔沃新店2家,奥迪新店1家,凯迪拉克新店2家,MINI新店2家,新开店数量符合年初的预期。预计2015年的新增店面数量将与2014年接近。

#### 下半年行业竞争加剧,整车厂给予补助:

2014年下半年,行业竞争加剧,价格战持续升温。根据终端调研信息,估计下半年豪华车的增速略低于上半年,约为10%。由于降价销售仍然存在且愈演愈烈,下半年的新车销售收入可能会低于之前预期,进而影响毛利率水平。售后业务方面,由于下半年维修台次增加,该业务收入和毛利率都将较为平稳。鉴于经销商经营困难加大,整车厂近期同意给予补贴。宝马今年有望给予中国经销商51亿人民币的补贴,其中11亿元为4季度的正常返利。另外40亿元为额外补贴,该部分将分两次发放,分别为25亿元和15亿元,都将在2月份之前入账,计入经销商2014年利润。粗略估算,每辆车按照1万元的补贴额度计算,正通汽车有望获得多于2亿人民币的补贴。

#### 汽车金融公司预计年初正式运作:

公司去年获银监会审批通过牌照,与东风汽车合资的汽车金融公司预计今年年初正式运作。目前国内汽车金融规模超过5000亿元,市场渗透率超过50%。未来3-5年,汽车金融市场会有高速发展的空间,越来越多的消费者将使用汽车金融产品购买汽车。目前行业平均利润率为3%左右,资本杠杆率在12倍左右。未来三年随着资本金的增加和市场证券化,公司预计汽车金融规模会超过300亿。

#### 给予推荐评级,目标价4.96港元:

由于下半年收入低于预期,我们下调公司2014-2015年EPS至0.39元和0.46元,调整幅度分别为11.4%和14.8%,相应下调目标价至4.96元,相当于2015年8.6倍PE,较现价有19.5%的升幅,给予推荐评级。

人民币百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业额	27649	29840	30977	34530	37021
同比增长 (%)	91.4%	7.9%	3.8%	11.5%	7.2%
毛利率	8.9%	8.7%	8.6%	8.9%	9.1%
净利润	604	837	872	1024	1235
同比增长 (%)	15.3%	38.5%	4.1%	17.4%	20.7%
每股盈利 (元)	0.27	0.38	0.39	0.46	0.56
PE	12.1	8.8	8.4	7.2	5.9
每股股息	0.00	0.08	0.00	0.08	0.00

## 估值及目标价

由于下半年收入低于预期，我们下调公司 2014-2015 年 EPS 至 0.39 元和 0.46 元，调整幅度分别为 11.4% 和 14.8%，相应下调目标价至 4.96 元，相当于 2015 年 8.6 倍 PE，较现价有 19.5% 的升幅，给予推荐评级。

表 1、行业相关公司估值及评级

	市值 (亿)	货币	股价	评级	PB	EPS			PE		
						2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
正通汽车	91	CNY	4.15	推荐	0.97	0.38	0.39	0.46	8.8	8.5	7.2
大昌行	78	HKD	4.28	推荐	0.87	0.49	0.56	0.61	8.7	7.6	7.0
中升控股	134	CNY	7.03	推荐	1.82	0.53	0.64	0.82	10.6	8.8	6.9
宝信汽车	128	CNY	5.00	-	2.19	0.39	0.51	0.67	10.3	7.8	6.0
永达汽车	72	CNY	4.85	-	1.68	0.40	0.54	0.72	9.7	7.2	5.4
和谐汽车	67	CNY	6.15	-	2.42	0.42	0.48	0.60	11.7	10.3	8.2
平均									10.0	8.4	6.8

资料来源：国元证券（香港），Bloomberg

**损益表** 人民币 百万元, 财务年度截至 12 月

**财务分析**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>收入</b>	27649	29840	30977	34530	37021	<b>盈利能力</b>					
毛利	2452	2588	2667	3089	3385	毛利率 (%)	8.9%	8.7%	8.6%	8.9%	9.1%
其他业务收入	269	365	457	575	729	EBITDA 利率 (%)	5.3%	6.3%	6.3%	6.5%	6.8%
销售及分销成本	(694)	(698)	(746)	(873)	(955)	净利率 (%)	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	3.3%
其他费用	(728)	(581)	(608)	(705)	(771)	<b>营运表现</b>					
<b>经营利润</b>	1300	1674	1769	2086	2388	SG&A/收入 (%)	5.1%	4.3%	4.4%	4.6%	4.7%
财务费用	(404)	(489)	(513)	(600)	(631)	实际税率 (%)	30.8%	29.2%	30.0%	30.5%	29.0%
联营公司	19	22	15	17	17	股息支付率 (%)	0.0%	20.3%	0.0%	16.6%	0.0%
<b>税前盈利</b>	915	1206	1271	1502	1774	库存周转	47.4	33.9	33.8	34.0	34.0
所得税	(282)	(352)	(381)	(458)	(515)	应付账款天数	55.9	61.1	58.1	55.2	52.4
<b>净利润</b>	604	837	872	1024	1235	应收账款天数	40.5	58.4	58.4	58.4	58.4
折旧及摊销	164	200	188	150	147	ROA	3.6%	4.4%	4.2%	4.5%	5.0%
<b>EBITDA</b>	1464	1874	1957	2236	2536	ROE	9.0%	11.1%	9.3%	9.6%	10.2%
增长						<b>财务状况</b>					
总收入 (%)	91.4%	7.9%	3.8%	11.5%	7.2%	净负债/股本	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
EBITDA (%)	59.6%	28.0%	4.4%	14.2%	13.4%	收入/总资产	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
每股收益 (%)	8.6%	38.4%	4.1%	17.4%	20.7%	总资产/股本	2.5	2.5	2.2	2.1	2.0

**资产负债表**
**现金流量表**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	1203	1468	1725	1761	1735	<b>EBITDA</b>	1464	1874	1957	2236	2536
应收账款	3065	4771	4953	5521	5919	融资成本(收入)	(404)	(489)	(513)	(600)	(631)
存货	3270	2528	2625	2926	3137	营运资金变化	(238)	(113)	56	(183)	(106)
其他流动资产	1298	1546	1527	1527	1527	所得税	(238)	(147)	(159)	(191)	(215)
<b>总流动资产</b>	8836	10313	10830	11735	12318	<b>营运性现金流</b>	822	1271	1500	1452	1798
固定资产	1646	2283	3265	4245	5521	资本开支	(765)	(742)	(982)	(980)	(1273)
无形资产	4073	3974	3974	3974	3974	其他投资活动	(87)	(127)	(124)	(147)	(178)
长期投资	2387	2545	2604	2719	2854	<b>投资性现金流</b>	(852)	(869)	(1106)	(1126)	(1451)
<b>总资产</b>	16942	19116	20674	22673	24668	负债变化	(526)	(752)	0	0	0
应付帐款	3909	4628	4568	4819	4898	股本变化	1	0	0	0	0
短期银行贷款	3694	2942	2942	2942	2942	股息	(22)	(14)	0	(174)	0
其他短期负债	395	636	660	733	784	其他融资活动	683	637	(137)	(117)	(373)
<b>总短期负债</b>	7999	8205	8170	8494	8624	<b>融资性现金流</b>	136	(129)	(137)	(290)	(373)
长期银行贷款	1205	333	2001	2201	2421	<b>现金变化</b>	106	265	257	36	(26)
其他负债	938	919	995	1196	1343	期初持有现金	1097	1203	1468	1725	1761
<b>总负债</b>	10142	9458	11165	11891	12388	期末持有现金	1203	1468	1725	1761	1735
少数股东权益	92	95	118	134	152						
<b>股东权益</b>	6709	7543	9390	10648	12127						
每股账面值	3.04	3.41	4.25	4.82	5.49						
营运资金	837	2108	2660	3240	3694						

## 投資評級定義和免責條款

### 投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20%以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5%以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20%以上

### 免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

### 國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>