

买入

2014年8月22日

上半年净利润增长7%,业绩低于预期

- **上半年收入增长8.6%，净利润增长7%：**宝信汽车上半年实现收入162.8亿，同比增长8.6%，净利润5.4亿，增长7%。每股盈利0.21元，业绩增长低于预期的主要因为宝马品牌经营不佳。
- **新车销售业务竞争加剧，业务增速放缓：**上半年公司新车销售业务收入146亿，增长7%，汽车销量达3.67万，增幅为9.1%，业务毛利率达5.4%，低于去年0.6个百分点。今年宝马厂家制定了较高的销量目标，经销商销售压力大，库存高，导致价格战严重，加上国产宝马产能进一步提升，入门级豪车销量增多，拉低平均售价。预计下半年销量及返点会有所提升。
- **售后业务与延伸业务持续高速增长：**上半年公司售后业务收入16.8亿，增长20%，业务毛利率高达47.5%。近几年宝信的新建店日益成熟，客户保有量增多，有效的保障售后业务持续增长。同时公司的保险、金融、二手车等延伸业务也保持良好的发展势头，上半年宝信44%的4S店新车保险渗透率高于75%，42%的4S店延伸保险比率高于75%。保险业务收入达9530万，同比增长35%。
- **下半年发展O2O业务，推出二手车交易平台：**公司通过线上线下相结合方式，发展二手车，提供一站式服务。宝信将会与银行、美国二手车拍卖公司合作共同推进该项目。我们认为这将会成为公司未来利润增长重点。
- **调整目标价7港元，买入评级：**我们下调公司未来12个月目标价格至7港元，较目前价格有19%的上涨空间，为2014与2015年每股预测收益的12倍和9.4倍市盈率，维持买入评级。

★ 1港币=0.8人民币

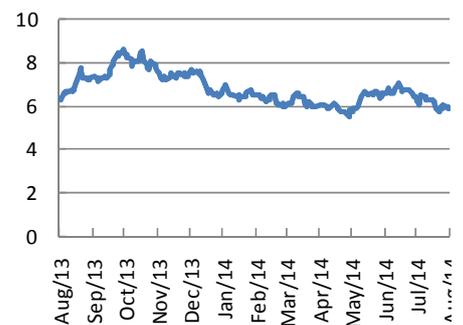
陈晓霞
852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	汽车经销
股价	5.88 港元
目标价	7 港元 (+19%)
股票代码	1293
已发行股本	25.6 亿股
市值	150 亿港元
52 周高/低	8.59/5.49 港元
每股净现值	1.8 元
主要股东	杨爱华...60.7%

盈利摘要

	12年实际	13年实际	14年预测	15年预测	16年预测
营业额 (百万人民币)	18,093	30,082	33,147	37,947	42,381
变动 (%)	50.6	66.3	10.2	14.5	11.7
净利润 (百万人民币)	716	1,007	1,186	1,519	1,894
每股盈余 (人民币元)	0.29	0.39	0.47	0.60	0.75
变动 (%)	6.5	35.6	20.1	27.8	24.5
市盈率@5.88港元	16.4	12.1	10.0	7.9	6.3
每股股息 (人民币元)	0.08	0.12	0.12	0.15	0.19
股息现价比率 (%)	1.74	2.53	2.49	3.18	3.96

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

财务报表摘要

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测		12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测
收入	18093	30082	33147	37947	42381	盈利能力					
毛利	1583	2920	3222	3823	4482	毛利率	8.7%	9.7%	9.7%	10.1%	10.6%
销售费用	(461)	(947)	(961)	(1063)	(1187)	EBITDA 利率	6.1%	5.1%	5.2%	5.6%	6.0%
管理费用	(261)	(539)	(597)	(645)	(720)	净利率	4.0%	3.3%	3.6%	4.0%	4.5%
其他收入	379	469	497	531	593	ROE	20.5%	23.2%	22.9%	24.4%	24.9%
营业收入	1240	1904	2162	2646	3169	营运表现					
财务开支	(337)	(545)	(574)	(616)	(639)	SG&A/收入 (%)	4.0%	4.9%	4.7%	4.5%	4.5%
营业外收支	14	11	9	10	11	实际税率 (%)	21%	26%	25%	25%	25%
税前盈利	918	1370	1597	2041	2541	股息支付率 (%)	0%	29%	30%	25%	25%
所得税	(191)	(355)	(399)	(510)	(635)	库存周转天数	38	35	42	45	45
少数股东应占利润	11	8	11	11	11	应付账款天数	62	59	55	53	53
净利润	716	1007	1186	1519	1894	应收账款天数	54	38	46	50	52
折旧及摊销	128	360	438	514	619	财务状况					
EBITDA	1113	1544	1724	2132	2549	净负债/股本	3.3	2.8	2.5	2.3	1.9
EPS (元)	0.29	0.39	0.47	0.60	0.75	收入/总资产	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8
增长						总资产/股本	4.3	3.8	3.6	3.3	2.9
总收入 (%)	51%	66%	10%	14%	12%	盈利对利息倍数	3.7	3.5	3.8	4.3	5.0
EBITDA (%)	24%	39%	12%	24%	20%						
每股收益 (%)	6%	36%	20%	28%	25%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日						人民币百万元, 财务					
	12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测		12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测
现金	2668	2021	1857	1726	1692	EBITDA	1113	1544	1724	2132	2549
应收账款	1352	557	614	703	785	融资成本	337	545	574	616	639
存货	2175	3002	3903	4451	4943	营运资金变化	(185)	(1100)	(1408)	(1237)	(1250)
其他流动资产	6053	7070	7447	8386	9234	所得税	(191)	(355)	(399)	(510)	(635)
总流动资产	12248	12650	13821	15265	16654	其他营运活动	(994)	34	719	646	810
固定资产	4228	5108	5800	6706	7519	营运现金流	79	668	1210	1648	2113
投资性资产	45	55	64	75	86	资本开支	(1252)	(998)	(1109)	(1420)	(1432)
其他固定资产	55	59	59	59	59	其他投资活动	(729)	0	(24)	0	0
总资产	16576	17872	19745	22105	24318	投资活动现金流	(1980)	(998)	(1133)	(1420)	(1432)
应付帐款	4415	4364	4712	5266	5732	负债变化	2651	484	638	556	306
短期银行贷款	5758	5858	5565	6121	6427	股本变化	0	0	0	0	0
其他短期负债	1048	1062	1056	1075	993	股息	0	(207)	(304)	(299)	(383)
总短期负债	11220	11284	11333	12462	13152	其他融资活动	(964)	(594)	(574)	(616)	(639)
长期银行贷款	780	1164	2095	2095	2095	融资活动现金流	1687	(317)	(240)	(359)	(716)
其他负债	635	700	700	700	700	现金变化	(214)	(647)	(164)	(131)	(34)
总负债	12635	13148	14128	15257	15947	期初持有现金	2884	2668	2021	1857	1726
少数股东权益	61	53	64	76	87	汇率变动	1	0	0	0	0
股东权益	3880	4670	5553	6772	8284	期末持有现金	2671	2021	1857	1726	1692
每股账面值(元)	1.5	1.8	2.2	2.6	3.2						
营运资金	1028	1366	2488	2803	3502						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

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,而第一上海或其关联人士不会对因使用/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。第一上海或其关联人士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。第一上海或其关联人士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。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。