

收盘价：HK\$5.3

潜在上升空间：+84.9%

目标价：HK\$9.80个

汽车经销商行业

## 宝信汽车 (1293.HK)

短期看毛利率拐点，长期看汽车电商业务

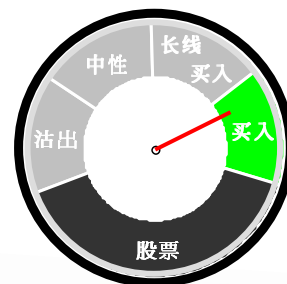


### 财务数据一览

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (RMB 百万元)	30,082	30,723	33,075	35,374	36,819
变化(%)	66	2	8	7	4
净利润 (RMB 百万元)	1,007	707	990	1,258	1,510
变化(%)	42	(30)	40	27	20
每股基本盈利 (RMB)	0.394	0.276	0.387	0.492	0.591
变动 (%)	40	(30)	40	27	20
市盈率 (x)	10.7	15.2	10.9	8.5	7.1
每股资产净值 (RMB)	1.847	2.013	2.409	2.850	3.288
市净率 (x)	2.3	2.1	1.7	1.5	1.3
每股股息 (元)	0.119	0.040	0.058	0.074	0.089
息率 (%)	2.8	0.9	1.4	1.8	2.1

资料来源：公司、交银国际预测；收盘价以2015年6月15日为准

- 厂家与经销商关系改善毛利率水平。**在整车厂和经销商关系当中，整车厂体现出相对强势的地位。这种相对强势地位可能体现在三方面：一、新车销售方面；二、售后配件销售及库存方面；三、建店标准方面，其中新车销售方面的矛盾最为激烈。12年以后，由于市场供求关系转变，厂家的持续压库行为使得经销商的新车毛利率持续压缩，14年下半年新车毛利率降到谷底，14年下半年宝信汽车的新车毛利率下降至4.2%，创上市以来新低。伴随着经销商的抵制以及政策的调整，15年厂家对于销售目标的制定相对更加理性，宝信的库存水平显著下降，新车毛利率较去年下半年企稳。
- 售后服务及延伸业务高增长。**我们认为中国汽车后市场面临着巨大的发展空间，主要是基于以下两点：一、汽车保有量的不断增长；二、汽车车龄不断增加。根据测算到2018年左右，维修保养市场将达到万亿规模市场，伴随保有量及车龄增加，汽车保险、汽车金融以及二手车市场同样面临着巨大的增长潜力。宝信汽车有望受益于售后及延伸服务增长趋势。2014年，宝信汽车的售后服务收入30.6亿元，同比增长13.2%。延伸服务方面的佣金收入为3.7亿元，同比增长60.5%。我们预计15/16年售后服务额分别增长14%和18%，延伸服务的佣金收入分别增长33.6%和17.7%。
- 受益于并购整合趋势。**经销商行业是一个非常分散的行业。根据中国汽车流通协会公布的百强榜单，2014年中国经销商一百强仅占全国汽车销量的26.6%。在百强内部分化的比较明显，自从12年以来，经销商行业的盈利能力开始出现下降。经销商盈利能力的孱弱必然加速行业整合的步伐，我们预计经销商行业的并购整合有望提速。宝信汽车近几年销售规模快速扩大，12年收购燕骏汽车是公司历史上重要的事件。未来来看，公司仍然处于扩张之中。新店方面，目前公司仍需增加13家授权店，除了新建店外，不排除公司会有收购的动作，目前公司的净负债率仍有上升空间，合时的位置和合时的价格可能是促发收购的重要因素。
- 汽车电商提升长期价值。**2014年9月2日，由宝信汽车牵头及组织的线上线下一体化全方位汽车服务平台-汽车街正式开业。汽车街是一个非常开放的平台，这点首先体现在汽车街的股权结构上，汽车街主要发展三块业务：二手车线上线下拍卖（收取佣金）、新车销售导流（收取广告费）以及售后维修预约/零部件销售（收取有关佣金）等。三块业务均有巨大的发展空间。我们假设10年后，公司的二手车拍卖可达50亿，汽车电商业务佣金收入规模可达25亿，而汽车零部件流通领域可达100亿规模，汽车街的估值10年后或可以达到550亿元。
- 维持买入评级。**我们认为，公司的看点在于：1、公司作为行业龙头将多方面受益；2、售后服务以及延伸服务有望录得高增长；3、受益于行业并购整合趋势；4、汽车电商业务提升长期投资价值。我们预计2015/16/17年每股收益分别为0.39元/0.49元/0.59元，分别同比增长40%/27%/20%。目前估值分别对应10.9倍/8.5倍/15/16年市盈率，考虑其成长性，加上汽车电商的想象空间，我们认为未来股价仍然有上升空间。考虑到汽车街业务对公司价值的提升，我们将目标价上调至9.8港元，对应20倍的15年市盈率，维持买入评级。



### 行业重点推荐原因：

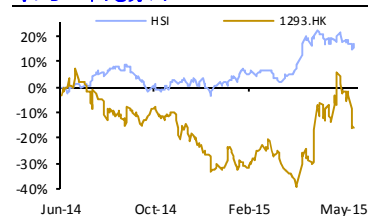
- 厂家与经销商关系改善毛利率水平。
- 售后服务及延伸业务录得高增长。
- 受益于并购整合趋势。
- 汽车电商提升长期价值。
- 维持买入评级。

### 股份资料

52周高位 (HK\$)	7.28
52周低位 (HK\$)	3.92
市值 (HK\$m)	13,553.75
发行股数 (百万)	2,557.31
日成交量 (百万)	8.44
1个月内变化 (%)	-6.69
年初至今变化 (%)	18.30
50天平均价 (HK\$)	5.59
200天平均价 (HK\$)	5.29
14天强弱指数	40.8
核数师	安永会计事务所

资料来源：公司、Bloomberg

### 个股1年走势图



资料来源：公司、Bloomberg

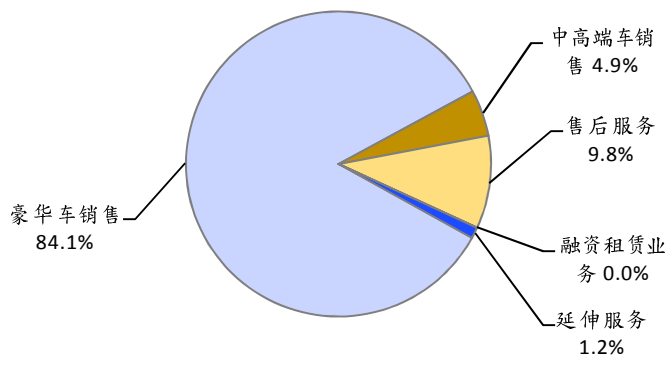
姚炜

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

## 公司介绍

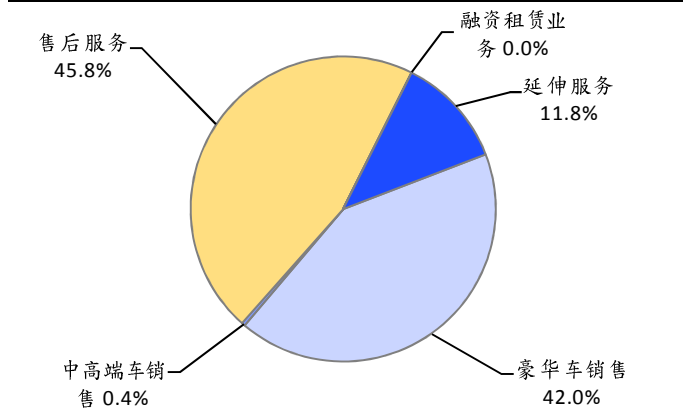
宝信汽车主要从事豪华车及超豪华车经销商相关业务。目前公司业务结构大致可以分为四块：新车销售、售后服务、融资租赁及延伸服务业务。从收入结构来看，新车销售是目前业务的主体，2014年新车销售占收入比重为89%。从毛利结构来看，售后服务为公司的第一大业务，2014年售后服务占毛利比重为45.8%（我们把延伸服务的佣金并入考虑）。

图表 1: 2014 年公司的收入结构



资料来源：公司资料、交银国际

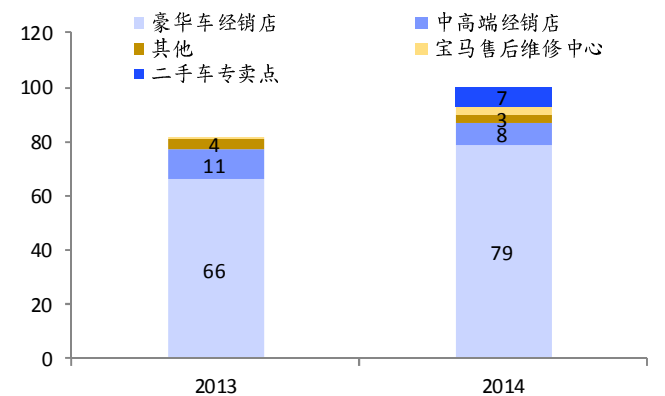
图表 2: 2014 年公司的毛利结构



资料来源：公司资料、交银国际

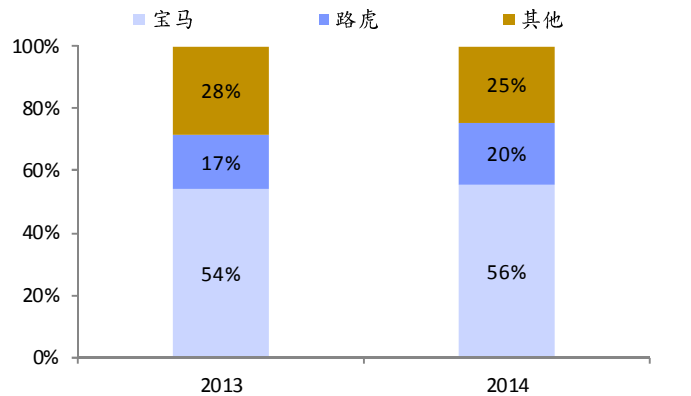
公司的定位主要是豪华车及超豪华车品牌市场，因此公司的经销品牌主要是以豪华车及超豪华车品牌为主。2014年底，宝信共有100家经销店，其中豪华车经销店79家。从经销品牌来看，宝马和捷豹路虎是公司前两大品牌。2014年，宝马和捷豹路虎分布占销量比重分别为56%和20%。

图表 3: 宝信经销网点结构



资料来源：Wind、交银国际

图表 4: 宝信的销量品牌分布



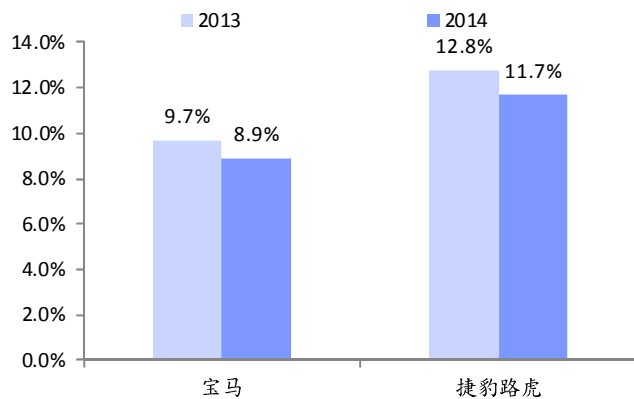
资料来源：公司资料、交银国际

## 公司具有行业龙头企业优势

宝信汽车近几年发展非常迅速，尤其是12年公司通过收购燕骏汽车，收入和利润规模显著提升。根据中国汽车流通协会排名，2012年宝信汽车名列百强榜的第七位，13年和14年均列为行业第六位。宝信汽车的豪华车品牌较为集中，公司

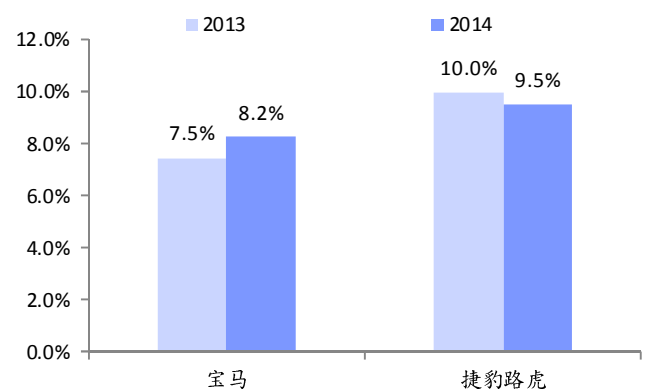
目前是宝马和路虎在中国乃至全球最大的经销商集团。2014年宝信汽车的宝马和路虎的销量分布为4.05万辆和1.42万辆，分别占其在中国销量的比重为8.9%和11.7%。作为汽车经销商龙头，宝信汽车具两方面优势：1、规模经济优势。经销商集团规模大，具内部规模效应，主要体现在：不同区域之间在销售方面可以互补；零部件集团采购具成本效应等；2、经销商集团在与厂家博弈过程中有更强的溢价能力；3、政策扶持方面的优势。如近期公司被纳入到第一批平行进口企业，未来汽车品牌管理办法修改也有助于龙头企业。

**图表 5: 公司宝马和路虎经销商 14 年销量占比**



资料来源：Wind、交银国际

**图表 6: 公司宝马和路虎经销商数目占比**



资料来源：公司资料、交银国际

## 与厂家关系好转改善毛利率水平

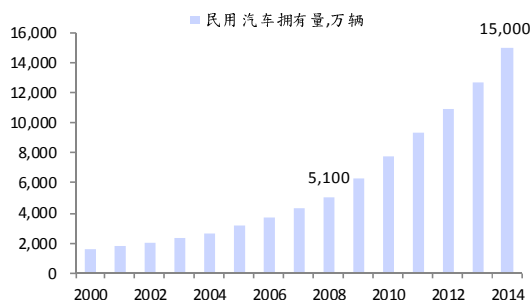
在整车厂和经销商关系当中，整车厂体现出相对强势的地位。这种相对强势地位可能体现在三方面：一、新车销售方面，销量目标的制定以及对渠道库存的积压；二、售后配件销售及库存方面，根据目前的汽车品牌管理办法，4S店必须通过厂家渠道进行零部件采购；三、建店标准方面，必须根据厂家的要求及指定材料供应商。上述三方面中，新车销售方面的矛盾最为激烈。12年以后，由于市场供求关系转变，厂家的持续压库行为使得经销商的新车毛利率持续压缩，14年下半年新车毛利率降到谷底，14年下半年宝信汽车的新车毛利率下降至4.2%，创上市以来新低。15年厂家对于销售目标的制定相对更加理性，宝信的库存水平显著下降，新车毛利率较去年下半年企稳。

## 售后及延伸业务高增长

中国汽车后市场业务大致可以分为：维修保养、汽车保险及汽车金融、二手车业务，我们认为中国汽车后市场面临着巨大的发展空间，主要是基于以下两点：一、汽车保有量的不断增长。截至2014年，中国汽车保有量达到1.5亿，仅次于美国。而且每年仍会新增2000多万的新车，未来保有量仍然会继续增加；二、汽车车龄不断增加。14年中国汽车有40%以上的车龄集中在1-3年，3年内的车以定期保养为主，维修保养的项目和金额都比较少，3年以后的维修保养项目及费用会明显增多。根据测算，目前整个汽车市场维修保养费用在5000亿元左右，到2018年左右，维修保养市场将达到万亿规模市场，伴随保有量及车龄增加，汽车保险、汽车金融以及二手车市场同样面临着巨大的增长潜力。

宝信汽车在售后及延伸服务等方面有较大的发展潜力。2014年，售后服务收入30.6亿元，同比增长13.2%。延伸服务方面的佣金收入为3.7亿元，同比增长60.5%。不过和同业相比，宝信在售后服务及延伸占比偏低，未来有提升空间。公司也有一些举措：如1、公司在建立一些售后维修中心，如公司已经成立了3个宝马售后维修中心，未来仍有可能增加；2、和保险公司合作，在保持新车保险率的同时，提高续保率。积极保持和汽车厂以及银行合作，提高汽车金融渗透率，我们预计15/16年售后服务额分别增长14%和18%，延伸服务的佣金收入分别增长33.6%和17.7%。

**图表 7: 中国汽车保有量数据**



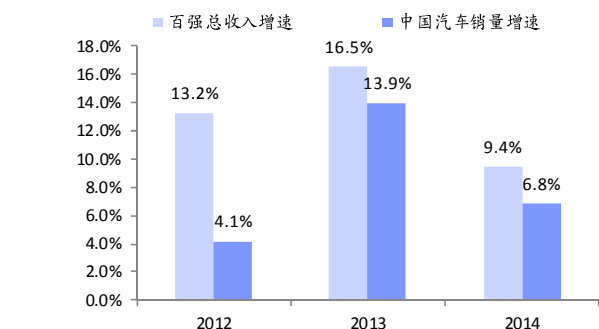
资料来源: Wind、交银国际

## 受益于行业整合并购扩张趋势

经销商行业是一个非常分散的行业。根据中国汽车流通协会公布的百强榜单，2014年中国经销商百强仅占全国汽车销量的26.6%。在百强内部分化的比较明显，仅有38家企业收入达到百亿级别，排名第一的国机汽车是第一百名的38倍，行业的分散性特征决定了行业未来整合空间仍然较大，从12年以来，经销商行业的盈利能力开始出现下降，14年下半年经销商盈利能力再次探底，经销商盈利能力的孱弱必然加速行业整合的步伐，我们预计经销商行业的并购整合有望提速。

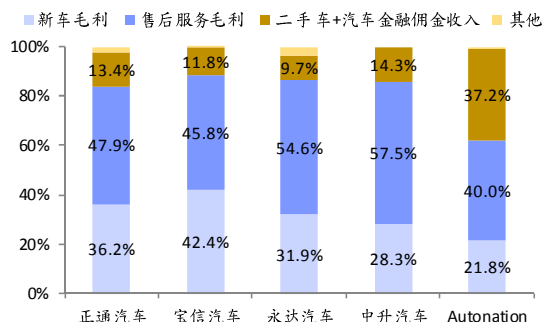
宝信汽车销售规模快速扩大，收入规模从08年的37亿元增长至14年的307亿元，年复合增长42%。宝信汽车的成长路径包括内生性成长，也包括外延式扩张，其中12年收购燕骏汽车是公司历史上重要的事件。未来看，公司仍然处于扩张之中。新店方面，目前公司仍需增加13家授权店，除了新建店外，不排除公司会有收购的动作，目前公司的净负债率仍有上升空间，合时的位置和合时的价格可能是促发收购的重要因素。

**图表 9: 行业总体呈现集中趋势**



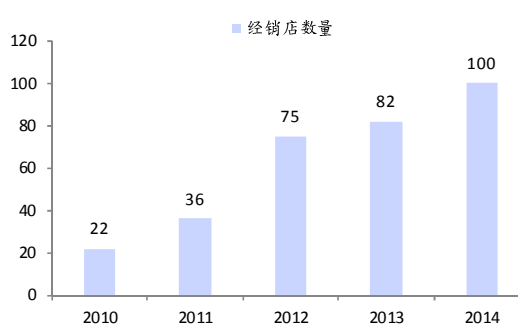
资料来源: Wind、交银国际

**图表 8: 主要经销商毛利结构占比**



资料来源: 公司资料、交银国际

**图表 10: 公司的门店扩展进度**



资料来源: 公司资料、交银国际

## 汽车电商业务带来长期价值提升

2014年9月2日，由宝信汽车牵头及组织的线上线下一体化全方位汽车服务平台-汽车街正式开业。汽车街是一个非常开放的平台，这点首先体现在汽车街的股权结构上，目前公司持股汽车街的比例为38%，而美国多家著名的汽车线上线下交易公司的母集团COX集团以及招商银行成为汽车街的战略合作伙伴及投资者，另外多家经销商集团也陆续成为公司的战略合作商及投资者。

汽车街主要发展三块业务：二手车线上线下拍卖（收取佣金）、新车销售导流（收取广告费）以及售后维修预约/零部件销售（收取有关佣金）等。三块业务均有巨大的发展空间。从收入规模上来说，零部件流通领域的规模最容易发展壮大，二手车拍卖其次，而汽车电商的规模相对较慢，不过盈利能力相反，汽车电商的盈利能力最强。

从估值上来看，汽车电商给的估值也较高。从P/S角度，汽车电商的估值在2.9-11.1倍，二手车拍卖公司2.1-3.9倍，零部件流通领域余约2倍。我们假设10年后，公司的二手车拍卖可达50亿，汽车电商业务佣金收入规模可达25亿，而汽车零部件流通领域可达100亿规模，如果按照二手车拍卖/汽车电商/汽车零部件流通领域分别给予4倍/6倍/2倍的P/S，汽车街的估值10年后或可以达到550亿元。

**图表 11: 国内外汽车后市场主要公司的估值**

股票代码	股票名称	股价	总市值，百万元	——市盈率——		——收入——		——市值/收入——		业务内容
				15E	16E	15E	16E	15E	16E	
BITA US	易车	61.31	22,827	64.07	23.88	4,064	5,587	5.6	4.1	汽车电商
ATHM US	汽车之家	47.79	32,502	30.76	22.72	3,409	4,612	9.5	7.0	汽车电商
CAR AU	CARSALES	10.20	11,814	20.66	18.11	1,506	1,666	7.8	7.1	汽车电商
TRUE US	TRUECAR	12.63	6,412	104.38	33.32	1,760	2,318	3.6	2.8	汽车电商
543 HK	太平洋网络	3.75	5,302	11.53	9.57	1,165	1,364	2.9	2.5	汽车电商
KAR US	KAR 拍卖公司	37.81	33,208	21.94	19.20	15,584	16,473	2.1	2.0	汽车拍卖
CPRT US	COPART	35.70	27,984	21.93	19.96	7,123	7,444	3.9	3.8	汽车拍卖
AZO US	AUTOZONE	674.00	132,469	18.75	16.70	62,905	66,128	2.1	2.0	零部件流通
AUTO LN	AUTO TRADER	3.04	28,885	27.84	23.71	2,606	2,807	11.1	10.3	汽车电商
<b>平均值</b>				<b>26.97</b>	<b>19.47</b>			<b>4.4</b>	<b>3.8</b>	

资料来源：交银国际



## 维持买入评级，目标价上调至 9.8 港元

我们认为，公司的亮点在于：1、公司作为行业龙头将多方面的受益；2、售后服务以及延伸服务有望录得高增长；3、受益于行业并购整合趋势；4、汽车电商业务提升长期投资价值。我们预计 2015/16/17 年每股收益分别为 0.39 元/0.49 元/0.59 元，分别同比增长 40%/27%/20%。目前估值分别对应 10.9 倍/8.5 倍 15/16 年市盈率，考虑其成长性，加上汽车电商的想象空间，我们认为未来股价仍然有上升空间。考虑到汽车街业务对公司价值的提升，我们将目标价上调至 9.8 港元，对应 20 倍的 15 年市盈率，继续维持买入评级。

## 催化剂及风险提示

催化剂主要来自于：1、汽车街业务的进展；2、并购重组事件的发生；3、中报带来基本面拐点的确认；4、深港通开通带来国内资金关注。

风险来自于：1、新车毛利率不及预期；2、和整车厂的关系恶化，厂家压库存；3、豪华车需求持续低迷。

图表 12: 港股经销商估值比较

公司	代码	价格	总市值, 百万港元	—市盈率(倍)—			—市净率(倍)—			-净资产收益率(%)-			CAGR
				14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	
中升控股	881 HK	5.99	12,858	13.5	10.1	7.4	0.8	0.8	0.7	6.1	7.5	9.4	35.1
宝信汽车	1293 HK	5.30	13,554	15.2	10.9	8.5	2.1	1.7	1.5	13.7	16.0	17.2	33.6
正通汽车	1728 HK	4.91	10,852	10.7	9.1	7.3	1.0	0.9	0.9	9.7	10.4	11.7	21.1
永达汽车	3669 HK	5.23	7,741	12.3	8.8	6.2	1.5	1.3	1.1	12.0	15.0	18.0	40.3
大昌行	1828 HK	4.42	8,098	8.6	7.0	6.2	0.7	0.6	0.6	8.0	9.2	9.7	17.8
和谐汽车	3836 HK	8.92	14,055	13.9	13.4	9.9	2.8	1.4	1.2	20.5	10.1	12.4	18.2
<b>经销商平均</b>				<b>12.7</b>	<b>10.3</b>	<b>7.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>12.1</b>	<b>11.3</b>	<b>13.0</b>	<b>27.5</b>

资料来源：彭博，交银国际

图表 13: A 股经销商估值比较

公司	代码	价格	总市值, 百万港元	—市盈率(倍)—			—市净率(倍)—			-净资产收益率(%)-			CAGR
				14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	
亚夏汽车	002607 CH	11.47	5,158	(54.6)	47.8	28.7	3.9	3.6	3.2	(7.2)	7.6	11.2	0.0
国机汽车	600335 CH	37.93	29,972	27.4	22.2	19.1	4.5	3.8	3.1	16.6	16.9	16.4	19.6
物产中大	600704 CH	37.81	47,450	92.2	57.3	52.5	6.3	9.9	4.4	6.8	17.2	8.4	32.5
庞大集团	601258 CH	15.89	64,870	317.8	72.2	36.1	4.2	6.2	5.6	1.3	8.6	15.5	196.6
<b>经销商平均</b>				<b>173.1</b>	<b>56.4</b>	<b>37.7</b>	<b>4.9</b>	<b>6.8</b>	<b>4.6</b>	<b>5.9</b>	<b>13.0</b>	<b>13.3</b>	

资料来源：彭博，交银国际

图表 14: 美股经销商估值比较

公司	代码	价格	总市值, 百万港元	—市盈率(倍)—			—市净率(倍)—			-净资产收益率(%)-			CAGR
				14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	
SONIC AUTOMOTIVE	SAH US	24.24	9,568	13.0	12.7	11.2	1.9	1.7	1.5	14.2	13.3	13.2	7.7
AUTONATION INC	AN US	62.63	55,149	17.5	15.9	14.3	3.4	3.1	2.6	19.5	19.4	18.3	10.6
PENSKE AUTOMOTIVE	PAG US	51.66	36,160	16.3	13.9	12.7	2.8	2.4	2.1	17.3	17.3	16.5	13.2
<b>整车平均</b>				<b>16.7</b>	<b>14.9</b>	<b>13.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>18.2</b>	<b>18.1</b>	<b>17.2</b>	

资料来源：彭博，交银国际

## 公司背景

宝信汽车于2011年12月上市。公司主要经销豪华车及超豪华车品牌。2012年宝信并购 NCGA，并购完成后公司拥有75家网点，截至14年底，建成网店数增加至100家，其中包括79家豪华车及超豪华车品牌经销店、8家中高档品牌经销店、2家汽车装璜中心、1家认证理赔中心、3家售后服务中心及7家二手车专卖店。宝马和捷豹路虎是公司最重要的两个经销品牌。

## 宝信汽车 (1293.HK): 财务报表

### 损益表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	30,082	30,723	33,075	35,374	36,819
营业成本	(27,925)	(28,768)	(30,758)	(32,665)	(33,756)
息税折旧前利润	2,157	1,956	2,317	2,709	3,063
EBITDA margin (%)	7.2	6.4	7.0	7.7	8.3
折旧及摊销	274	332	361	390	413
EBIT	1,883	1,623	1,956	2,319	2,650
EBIT margin (%)	6.3	5.3	5.9	6.6	7.2
利息收入	32	34	30	35	42
融资成本	(545)	(617)	(636)	(636)	(630)
净利息支出	(513)	(584)	(605)	(601)	(588)
税前利润	1,370	1,040	1,351	1,717	2,062
所得税开支	(355)	(326)	(351)	(447)	(536)
税后经营利润	1,014	714	1,000	1,271	1,526
少数股东权益	(8)	(7)	(10)	(13)	(15)
净利润 (百万元)	1,007	707	990	1,258	1,510
净利润率 (%)	3.3	2.3	3.0	3.6	4.1

### 现金流量表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	704	1,478	830	2,580	1,922
税前利润	1,370	1,040	1,351	1,717	2,062
折旧及摊销	274	332	361	390	413
应占共同控制实体及联营企业	(11)	(7)	(13)	(14)	(15)
营运资本变动	(1,226)	(340)	(1,152)	266	(466)
税收支付	(130)	(165)	(304)	(384)	(497)
其他营业资产及负债变动	426	618	588	605	425
投资活动现金流	(1,204)	(1,331)	(621)	(641)	(493)
资本支出净额	(1,222)	(1,211)	(780)	(780)	(620)
资产处置	232	231	230	252	274
长期投资变动	(38)	(80)	0	0	0
其他资产变动	(175)	(271)	(71)	(114)	(147)
自由现金流	(519)	267	50	1,800	1,302
融资活动现金流	(154)	34	(528)	(593)	(779)
股本变动	0	0	0	0	0
负债变动	484	662	209	191	40
其它长期资产变动	(638)	(628)	(737)	(784)	(819)
现金及现金等价物变动	(654)	181	(318)	1,345	650
外汇变动	7	1	5	5	5

### 资产负债表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	17,872	19,776	21,200	22,956	24,127
非流动资产	5,222	5,995	6,465	6,800	6,918
长期投资	38	45	47	49	51
固定资产净值	3,310	3,789	3,998	4,157	4,112
土地使用权	376	537	630	723	814
无形资产	943	922	1,010	1,010	1,010
递延税资产	59	74	80	86	92
其他非流动资产	495	628	699	775	839
流动资产	12,650	13,782	14,735	16,156	17,208
现金及短期投资	2,021	2,203	1,889	3,240	3,895
已抵押银行存款及在途现金	2,860	2,571	2,712	2,830	2,872
存货	3,002	3,057	3,276	3,462	3,515
应收票据及账款	557	393	810	477	862
预付款项、按金及其他应收款项	4,169	5,504	5,953	6,014	5,891
其它流动资产	41	54	94	134	174
总负债	13,148	14,627	15,039	15,669	15,719
流动负债	11,284	11,287	11,633	12,238	12,272
应付账款	4,364	4,878	4,985	5,340	5,350
其他应付款项	722	780	827	849	810
短期借款	5,858	5,107	5,292	5,483	5,523
其他流动负债	340	522	529	566	589
长期负债	1,864	3,340	3,406	3,431	3,447
长期借款	1,164	2,621	2,646	2,646	2,646
债券	375	396	396	396	396
其他负债	326	323	364	389	405
净资产	4,723	5,149	6,160	7,287	8,407
股东权益总额	4,670	5,089	6,089	7,203	8,308
少数股东权益	53	60	71	84	100
股东权益合计	4,723	5,149	6,160	7,287	8,407

### 财务比率

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
利润率分析 (%)					
毛利率	9.7	9.1	9.0	9.5	10.0
营业利润率	6.3	5.4	6.0	6.6	7.3
息税折旧前利润率	7.2	6.4	7.0	7.7	8.3
息税前利润率	6.3	5.3	5.9	6.6	7.2
净利润率	3.3	2.3	3.0	3.6	4.1
盈利能力分析 (%)					
净资产收益率	21.3	13.7	16.1	17.3	18.0
资产收益率	5.6	3.6	4.7	5.5	6.3
ROCE	28.6	19.1	20.4	21.6	22.4
ROIC	14.9	11.6	12.5	14.6	15.9
其他					
EBITDA/利息支出 (倍)	4.0	3.2	3.6	4.3	4.9
净负债率 (%)	60.8	72.2	67.3	39.5	26.5
平均存货周转天数 (天)	34.8	39.6	38.4	38.4	38.4
平均应收账款周转天数 (天)	11.6	5.6	6.6	6.6	6.6
平均应付账款支付天数 (天)	59.0	60.4	59.8	58.9	58.9
股息支付率	30.2	14.3	15.0	15.0	15.0

资料来源: 公司资料、交银国际

## 交銀國際

 香港中环德辅道中 68 号万宜大厦十一楼

总机: +852 3710 3328

传真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

## 评级定义

## 公司评级

买入: 预期股价于 12 个月内上升超过 20%

长线买入: 预期股价于 12 个月以上时间上升超过 20%

中性: 预期股价波幅在±20%之间

沽出: 预期股价于 12 个月内下跌超过 20%

## 行业评级

领先: 预期行业指数于 12 个月内超过大市涨幅 10%以上

同步: 预期行业指数与大市涨幅的差幅在±10%之间

落后: 预期行业指数于 12 个月内落后大市涨幅 10%以上

## 研究团队

## 研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

郑子丰 CFA, CPA, CA

(852) 2977 9393

raymond.cheng

## 策略

洪灏 CFA

(852) 2977 9384

hao.hong

## 银行/网络新金融

杨青丽

(852) 2977 9212

yangqingli

李珊珊 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8058

lishanshan

万丽 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8051

Wanli

## 非必需品消费

黄文嫻 CPA

(852) 2977 9391

phoebe.wong

朱晓滢

(852) 2977 9205

anita.chu

## 必需品消费

王惟颖

(852) 2977 9221

summer.wang

吴敏宇

(852) 2977 9386

shawn.wu

## 环保服务

郑民康

(852) 2977 9387

wallace.cheng

## 医药生物

李博

(852) 2977 9203

David.Li

## 保险及证券

李文兵

(852) 2977 9389

liwenbing

张雨琦

(852) 2977 9250

yufan.zhang

## 互联网

马原 PhD

(86) 10 8800 9788 - 8039

yuan.ma

谷馨瑜 CPA

(86) 10 8800 9788 - 8045

conniegu

## 宏观经济

李苗献

(86) 10 8800 9788 - 8043

miaoxian.li

## 有色金属及矿业

李浩

(852) 2977 9243

jovi.li

## 油气/燃气

吴菲

(852) 2977 9392

fei.wu

刘旭彤

(852) 2977 9390

xutong.liu

## 房地产

刘雅瀚 CFA, FRM

(852) 2977 9235

alfred.lau

谢联聪 CFA, FRM

(852) 2977 9220

philip.tse

过璐璐

(852) 2977 9211

luella.guo

## 新能源

孙胜权

(86) 21 6065 3606

louis.sun

## 电讯/中小盘

李志武

(852) 2977 9209

lizhiwu

## 交通运输及工业

郑碧海 CFA

(852) 2977 9380

geoffrey.cheng

周云飞

(852) 2977 9381

fay.zhou

## 汽车

姚炜

(86) 21 6065 3675

wei.yao



## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及 ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、瀚华金控股份有限公司、中州证券股份有限公司、中国新城市商业发展有限公司、中国圣牧有机奶业有限公司、博大绿泽国际有限公司、中国国家文化产业集团有限公司、四川发展（控股）有限责任公司、奥星生命科技有限公司、北京汽车股份有限公司、中国惠农资本集团有限公司、德基科技控股有限公司、国联证券股份有限公司、广发控股（香港）有限公司、培力控股有限公司、齐合天地集团有限公司、绿地香港控股有限公司、中软国际有限公司、云游控股有限公司及联想控股股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司现持有三门峡天元铝业股份有限公司的股本证券逾1%。

交银国际控股有限公司现持有中软国际有限公司的股本证券逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的全资附属公司。**