

永达汽车 (3669 HK)

2017 盈利+77%超预期; 2018 指引正面

- ❖ **投资要点。**永达 2017 年净利润达 15.1 亿元人民币, 同比上升 77%, 与公司一月份发出的盈利预喜(上升超过 70%)基本一致, 我们于分析员会议中看到数个正面因素: (1) 永达于今年目标达成高于行业平均的豪华车销售增长, (2) 永达预期今年新车销售毛利率可高于去年, (3) 永达今年将继续拓展汽车金融业务, 并将会通过发行资产抵押证券以降低财务成本及改善现金流。永达今年的预测市盈率为 7x, 并不昂贵, 我们认为宝马销售改善将成为股价上升的催化剂。
- ❖ **2017 年业绩要点。**盈利增长 77%主要来自: (1) 收入增长 17.8%; (2) 毛利率扩大 1.1 个百分点至 9.9%; (3) 财务成本同比持平。豪华车销售量同比上升 19.8% 至 99,956 辆; 中高端汽车销售量同比上升 12.3% 至 71,684 辆。售后服务收入上升 23% 至 67 亿人民币, 自营汽车金融收入同比大幅上升 171% 至 3.3 亿元人民币。经营现金流录得 11 亿元的流出, 当中包括汽车销售及服务板块的 15 亿元流入以及自营汽车金融 26 亿元的流出。公司的可换股债券去年已全数赎回及转换, 令净负债权益比率从 2016 年底的 95% 略为下降至 2017 年底的 92%。
- ❖ **销售增长目标高于行业平均。**永达去年宝马销售同比增长 12% 至 49,300 辆(占永达的汽车销售 29%, 相当于宝马于中国销售总量的 8%)。由于网点增加, 永达预期今年宝马销售增长为 15%, 高于宝马本身于国内的 10% 增长; 永达目标今年公司的保时捷销售增长 50%, 高于保时捷本身于国内的 16% 增长; 奥迪方面, 永达预期今年增长 10%, 略高于奥迪本身于国内的 9% 增长。永达预期新车销售毛利率将略高于去年的 3.7%。
- ❖ **发行资产抵押证券以应对快速增长的汽车金融业务。**去年永达的汽车贷款规模为 38 亿人民币。由于汽车贷款将持续扩大, 公司计划于今年年中发行首批资产抵押证券以降低财务费用和改善现金流, 尽管预计初步规模不会太大。此外, 公司预期汽车贷款净利差为 6-7%。
- ❖ **风险因素:** 1) 新车销售较预期弱; 2) 融资租赁业务增长导致负债比率进一步上升; (3) 利率上升。

财务资料

(YE Mar 31)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万元人民币)	32,938	35,658	43,033	50,699
净利润(百万元人民币)	501	524	851	1,510
EPS(元人民币)	0.34	0.35	0.58	0.91
EPS变动(%)	-14.8	4.7	62.3	58.7
EV/EBITDA(x)	14.4	12.8	9.8	6.8
市盈率(x)	22.9	23.2	14.3	8.5
市帐率(x)	3.0	2.9	2.4	1.7
股息率(%)	1.3	1.3	2.0	3.5
权益收益率(%)	13.8	13.0	18.5	22.8
净财务杠杆(%)	65.8	72.6	95.1	92.0

数据源: 公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$9.69

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国汽车行业

市值(百万港元)	17,781
3月平均流通量(百万港元)	57
52周内股价高/低(港元)	12.4/6.83
总股本(百万)	1,835

数据源: 彭博

股东结构

张德安	34.31%
Baring Private Equity	5.13%
自由流通	60.56%

数据源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.3%	3.0%
3-月	16.4%	8.1%
6-月	-18.5%	-27.2%

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: 德勤

公司网站: www.ydauto.com.cn

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。