

3Q20 业绩增长强劲，4Q20E 依然有望延续

——永达汽车（3669.HK）跟踪报告

要点

3Q20业绩增长强劲

公司前三季包括金融/保险代理业务在内的综合收入同比增长7.9%至人民币482.4亿元，归母净利润同比下降6.0%至人民币10.1亿元；其中，三季度综合收入同比增长31.5%至人民币198.1亿元，归母净利润同比增长41.2%至人民币4.8亿元。我们认为，三季度业绩的强劲增长主要得益于行业需求修复/豪车销量回暖、售后稳健增长、以及公司运营效率改善。

行业需求修复，售后稳健增长

1) 三季度国内乘用车销量同比增长7.7% (vs. 前三季同比下降12.4%)；其中，公司核心品牌宝马/保时捷销量分别同比增长30%/17%，驱动新车销售收入同比增长34.7%至人民币165.8亿元（其中，豪车销售收入同比增长35.3%至人民币138.7亿元）。2) 三季度公司新车毛利率同比提升1.3个百分点/环比略降0.2个百分点至2.5%；其中，宝马新车毛利率同比提升/环比略降至2.6%（3Q20折扣收窄部分对冲商务政策调整），保时捷毛利率稳定约7.1%。3) 三季度公司售后业务收入同比增长20.8%至人民币27.4亿元，金融/保险代理业务收入同比增长30.3%至人民币3.3亿元。

4Q20E趋势有望延续，公司运营改善/现金流强劲

业务方面，1) 预计4Q20E行业需求修复对应的豪车销量稳健增长/新车毛利率维稳趋势有望延续，2) 预计9/19出台的车险综合改革对公司影响相对有限，预计事故车业务的恢复仍有望驱动公司售后业务实现稳步增长。经营方面，三季度公司销管费用率同比下降0.6个百分点至6.25%，平均存货周转天数同比下降8.5天至26.5天，经营活动现金流同比增长103.2%至人民币15.7亿元；预计业务向好/成本控制等有望驱动公司运营效益持续改善。

上调至“买入”评级

我们维持2020E/2021E/2022E归母净利润分别约人民币16.1亿元/18.8亿元/21.7亿元。鉴于4Q20E行业步入旺季对应的市场情绪好转、以及公司经营改善与现金流稳健对应的估值扩张预期，我们上调目标价至HK\$12.01（对应约13.2x 2020E PE，11.3x 2021E PE，9.8x 2022E PE），上调至“买入”评级。

风险提示

车市（尤其豪车）需求修复不及预期，新车销量与毛利承压；售后及衍生业务推进不及预期等；金融与市场风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	55,318	62,707	69,788	80,033	90,404
营业收入增长率	9.11%	13.36%	11.29%	14.68%	12.96%
归属母公司净利润（百万元）	1,253	1,473	1,611	1,878	2,166
归属母公司净利润增长率	-17.01%	17.55%	9.36%	16.55%	15.34%
EPS（元）	0.68	0.80	0.82	0.95	1.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.94%	14.91%	14.70%	15.37%	15.84%
P/E	13.2	11.2	11.0	9.4	8.2
P/B	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2020-10-19（1 港币=0.9 人民币）

买入（上调）

当前价/目标价：9.97/12.01 港币

作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

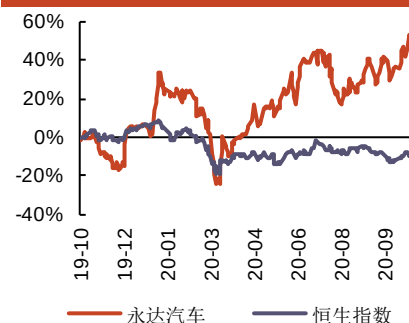
021-52523869

shaoj@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.71
总市值(亿港元)：	196.47
一年最低/最高(港币)：	4.9/10.72
近3月换手率：	38.46%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.4	4.0	51.8
绝对	4.0	6.0	59.9

资料来源：Wind（股价截止 2020-10-19）

相关研报

- 《售后业务稳健发展，新车销售企稳回升》.....2017-04-24
- 《盈喜提振市场情绪，宝马经销商首选标的》.....2018-01-21
- 《业绩符合预期，预计新车毛利率或仍维持在低位——永达汽车（3669.HK）2018 年业绩点评》.....2018-03-27
- 《业绩稳健增长，政策预期或带动估值修复——永达汽车（3669.HK）2019 年报告点评》.....2020-03-26
- 《2Q20 业绩强劲反弹，3Q20 趋势有望延续——永达汽车（3669.HK）2020 年半年报点评》.....2020-08-26

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	55,318	62,707	69,788	80,033	90,404
营业成本	50,112	56,843	63,305	72,577	81,923
其他收入及收益净额	1,029	1,177	1,207	1,345	1,476
销售及经销费用	2,480	2,733	3,036	3,481	3,933
行政及管理费用	1,383	1,490	1,661	1,905	2,152
营业利润	2,373	2,819	2,993	3,415	3,872
融资成本	681	778	782	846	918
利润总额	1,753	2,076	2,251	2,609	2,994
所得税	428	507	540	626	719
净利润	1,325	1,569	1,711	1,983	2,276
少数股东损益	72	96	100	105	110
归属母公司净利润	1,253	1,473	1,611	1,878	2,166
EPS(按最新股本计, 元)	0.68	0.80	0.82	0.95	1.10

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,699	4,109	3,569	2,770	4,791
税前净利润	1,753	2,076	2,251	2,609	2,994
折旧摊销	567	977	690	752	816
融资成本	681	778	782	846	918
净营运资金增加	-977	579	464	-995	758
其他	-325	-301	-618	-442	-695
投资活动产生现金流	-1,683	-2,132	-1,776	-1,788	-1,818
净资本支出	-1,708	-1,753	-1,155	-1,165	-1,195
其他资产变化	25	-378	-621	-623	-623
融资活动现金流	323	-1,823	-404	453	-906
利息支出	-728	-795	-782	-846	-918
有息负债变化	1,712	-438	348	1,800	600
净现金流	339	154	1,390	1,436	2,068

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	9.41%	9.35%	9.29%	9.32%	9.38%
EBITDA 率	5.35%	6.04%	5.32%	5.24%	5.22%
EBIT 率	4.40%	4.55%	4.35%	4.32%	4.33%
税前净利润率	3.17%	3.31%	3.23%	3.26%	3.31%
归母净利润率	2.27%	2.35%	2.31%	2.35%	2.40%
ROA	4.04%	4.15%	4.73%	4.96%	5.21%
ROE (摊薄)	13.94%	14.91%	14.70%	15.37%	15.84%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	43%	36%	39%	40%	38%
流动比率	0.92	1.02	1.06	1.10	1.12
速动比率	0.21	0.27	0.32	0.35	0.40
归母权益/有息债务	0.67	0.77	0.83	0.81	0.88
有形资产/有息债务	0.84	0.91	0.80	0.80	0.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	31,016	35,475	34,070	37,849	41,554
库存	5,829	5,627	5,383	6,713	7,534
应收与预付款项	8,492	9,362	9,964	10,107	10,126
已抵押银行存款	2,010	2,924	2,700	2,700	2,700
现金及其等价物	2,056	2,210	3,600	5,036	7,104
其他流动资产	161	152	200	200	200
流动资产合计	18,548	20,275	21,847	24,757	27,665
物业、设备及厂房	5,402	6,105	5,125	5,262	5,364
无形资产	1,577	2,065	641	663	685
预付土地租赁款	1,329	0	0	0	0
其他非流动资产	3,746	3,645	2,858	2,868	3,004
非流动资产合计	12,467	15,199	12,223	13,092	13,889
无息负债	10,101	12,170	9,410	10,130	11,784
有息负债	11,395	12,852	13,200	15,000	15,600
总负债	21,496	25,022	22,610	25,130	27,384
股本	15	15	15	15	16
储备	8,973	9,866	10,946	12,204	13,655
归属本公司股权持有	8,988	9,882	10,961	12,219	13,670
少数股东权益	532	571	500	500	500
股东权益	9,520	10,453	11,461	12,719	14,170

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.48%	4.36%	4.35%	4.35%	4.35%
管理费用率	2.50%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
财务费用率	1.23%	1.24%	1.12%	1.06%	1.02%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.23	0.00	0.27	0.31	0.36
每股经营现金流	0.92	2.23	1.81	1.41	2.43
每股净资产	4.87	5.36	5.56	6.20	6.94
每股销售收入	29.99	34.01	35.43	40.63	45.89

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	13.2	11.2	11.0	9.4	8.2
PB	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.7	8.3	8.9	8.3	7.5
股息率	2.51%	0.00%	3.01%	3.51%	4.04%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼