

美东汽车 (01268 HK) - 峰会摘要：年初至今业绩优异

美东汽车(01268.HK)出席了国泰君安国际与国泰君安证券合办的《2019年第三届国泰君安国际投资高峰论坛》。以下是峰会内容摘要：会上公司透露五一假期的销售情况非常理想，且1-4月份的表现超过管理层于年初对全年的指引。

毛利率方面，1-5月份雷克萨斯毛利维持去年同期高位。保时捷与雷克萨斯相若，但预期保时捷全年毛利率同比会有小幅下滑。宝马毛利率已经回正。公司预计财务费用率将持平，保持在0.6%的水平，较难有进一步降低的空间。

公司表示当前250-400万人的城市已经有每年300辆左右的宝马需求，可以容纳一家宝马品牌4S店。认为随着豪华车价格门槛降低、经济发展和汽车金融的渗透使得豪华车消费群体下沉，未来市场空间会越来越大。目前尚未出现多个企业在一个中小城市竞争的情况。且美东现在已经有“在小城市做得很好”的口碑。

公司门店的售后占比目标为15%。十年店龄的成熟门店——东莞雷克萨斯的售后占比已达20%，净利润率高达7%，吸收率高达230%。

保时捷品牌主要靠新车销售，售后部分因销量累积较慢，提升期较长。(顺德保时捷第五年的售后占比7%，净利润率6%)。公司期望武汉、南昌的保时捷店可以达到顺德保时捷店的水平。

公司透露线上引流成本较高，成交率在0.3%，占总客流的16%。而老客户转介是性价比最高的引流方式，将放资源着力做好老客户。

估值：我们维持4.46港元的参考价位，相当于10.1倍的2019年预计市盈率。日前收市价4.3港元，潜在上升空间3.7%。建议逢低买入。

图表 1：美东汽车(01268.HK)数据一览

(百万人民币，年结12月31日)	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	7,683	11,067	14,425	17,725	20,852
同比	23%	44%	30%	23%	18%
毛利率	10.7%	9.7%	9.8%	10.1%	10.4%
百分比变动	1.5%	-1.0%	0.1%	0.3%	0.3%
经调净利润	260	349	449	567	713
同比	63%	34%	28%	26%	26%
经调净利率	3.4%	3.2%	3.1%	3.2%	3.4%
百分比变动	0.8%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%
每股盈利 (RMB)	0.252	0.314	0.388	0.491	0.617
每股派息 (RMB)	0.123	0.126	0.195	0.247	0.310

资料来源：国泰君安国际

一年股价相对恒指走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

主要市场及估值数据

市值(百万港元)	4,960
收市价(港元)	4.3
市场平均目标价(港元)	4.3
对应上升空间	0.0%
对应滚动市盈率	8.9
距离2年均值标准差	0.9
流通股比例(%)	34%
3个月日均交易额(百万港元)	4
52周股价区间(港元)	2.5-4.9
12个月滚动预计市净率	2.4
12个月滚动预计股息率(%)	4.3
12个月滚动预计EV/EBITDA	5.9

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

吴效宇, CFA

Shawn Wu

+852-2509 5323

shawn.wu@gtjas.com.hk

相关阅读：

[美东汽车:看好高资产效率推动持续增长\(20190327\)](#)

[美东汽车:期待业绩印证投资逻辑\(20190213\)](#)

[美东汽车:逆流勇进，稳步扩张\(20180821\)](#)

图表 2：盈利预测变动。

Meidong, 1211.HK (百万人民币，年结12月31日)						原预测			变动		
	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
收入	7,683	11,067	14,425	17,725	20,852	14,393	17,640	20,255	0%	0%	3%
同比	23%	44%	30%	23%	18%	30%	23%	15%			
毛利率	10.7%	9.7%	9.8%	10.1%	10.4%	9.8%	10.1%	10.4%	0.0%	-0.1%	0.0%
百分比变动	1.5%	-1.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%			
经调净利润	260	349	449	567	713	464	588	713	-3%	-4%	0%
同比	63%	34%	28%	26%	26%	33%	27%	21%			
经调净利率	3.4%	3.2%	3.1%	3.2%	3.4%	3.2%	3.3%	3.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
百分比变动	0.8%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%			
每股盈利 (RMB)	0.252	0.314	0.388	0.491	0.617	0.402	0.509	0.617	-3%	-4%	0%
每股派息 (RMB)	0.123	0.126	0.195	0.247	0.310	0.202	0.256	0.310			

资料来源：公司资料，国泰君安国际

我们小幅调整美东的盈利预测，主要反映以下因素：

1. 受中美贸易摩擦影响，下调单店销量假设。
2. 受西安奔驰事件和增值税下调影响，下调售后客单价假设2%。
3. 下调佣金收入假设，以反映其跟新车销量更高的相关性，而非新车销售额。
4. 计入并购门店带来的基盘客户增长。

整体来看，未来两年收入端保持不变，利润端分别下调3%和4%。

图表3：美东汽车12个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表4：美东汽车12个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表5：美东汽车(01268.HK)同业估值比较

经销商	股票代码	市值 (HKDm)	收市价 (LC)	52周 股价 区间		市场 平均 目标价 (LC)	潜在 上升 空间 (%)	1年 股价 走势 (%)	3个月 日均 换手率 (%)	每股盈利增长		收入增长预 测		市盈率		市净率		股息率		ROE		贝塔 值
				18F	19F					18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
港股																						
中升控股	881 HK	39,800	17.52	17.52	23.7	35.1	(25.9)	0.2	11.5	5.0	28.2	9.3	9.2	8.4	1.9	1.6	2.4	2.5	21.3	20.4	1.28	
正通汽车	1728 HK	8,583	3.50	3.50	5.3	50.1	(45.9)	0.4	-4.7	25.9	8.4	11.4	6.2	4.7	0.6	0.5	6.7	7.8	11.0	12.4	1.44	
永达汽车	3669 HK	11,180	6.08	6.08	8.3	36.5	(26.5)	0.3	-23.8	21.8	12.1	6.1	7.9	6.2	1.1	0.9	6.3	5.3	14.5	15.7	1.21	
广汇宝信	1293 HK	6,895	2.43	2.43	2.5	4.3	(28.9)	0.2	-31.5	46.7	10.5	8.4	10.7	7.2	0.9	0.7	0.0	1.9	8.1	9.8	1.62	
美东汽车	1268 HK	4,960	4.30	4.30	4.3	0.0	15.6	0.1	19.0	34.8	48.0	21.5	13.4	9.8	3.2	2.6	3.3	4.0	29.8	29.2	1.10	
简单平均					25.2	(28.7)	0.2	-5.9	26.8	21.4	11.3	9.5	7.3	1.2	1.3	3.6	4.3	6.2	17.5	1.15		
市值加权					31.7	(26.2)	0.2	0.4	16.2	23.0	9.8	9.1	7.6	1.6	1.3	3.4	3.6	17.5	18.3	1.30		
中位数					35.1	(26.5)	0.2	-4.7	25.9	12.1	9.3	9.2	7.2	0.9	0.9	3.3	4.0	11.4	15.7	1.21		
A股																						
广汇汽车	600297 CH	41,104	4.42	4.42	5.9	32.9	(37.7)	0.6	-24.4	34.7	6.2	0.0	11.3	8.1	1.0	0.9	0.3	1.4	9.3	10.1	0.94	
中公教育	002607 CH	81,929	11.69	11.69	14.5	24.0	209.5	0.4	151.1	13.1	-3.9	35.6	53.1	45.0	3.2	10.3	2.0	0.4	58.3	27.6	0.80	
简单平均					28.4	42.9	1.7	42.2	23.9	-12.1	17.8	32.2	26.5	1.8	5.6	0.8	0.9	1.7	18.9	0.90		
市值加权					27.0	114.7	0.7	85.8	20.3	-3.3	23.7	39.2	32.6	2.4	7.1	1.3	0.7	34.4	21.8	0.85		
中位数					28.4	(37.7)	0.6	0.0	23.9	-3.9	17.8	32.2	26.5	1.3	5.6	0.3	0.9	9.3	18.9	0.94		
全球																						
AutoNation公司	ANUS	27,821	39.73	39.73	41.7	5.0	(15.7)	1.0	18.4	-4.4	0.0	-1.6	8.9	9.3	1.3	1.2	0.0	NA	15.6	13.5	0.79	
CarMax 股份有限	KMXUS	100,265	76.86	76.86	82.4	7.2	15.6	0.9	37.7	11.7	7.1	6.0	16.9	15.1	3.9	3.3	0.0	NA	24.5	20.8	0.92	
Copart 股份有限	CPRT US	117,080	65.36	65.36	61.3	(6.2)	21.1	0.6	24.2	19.0	16.6	11.6	34.2	28.7	9.0	7.2	0.0	NA	31.4	31.1	1.02	
Penske 汽车集团	PAG US	28,852	43.94	43.94	57.6	31.0	(6.3)	0.5	24.6	2.8	7.2	0.6	8.2	8.0	1.4	1.3	3.2	3.6	18.8	16.9	0.88	
Lithia汽车股份	LAD US	20,772	114.31	114.31	119.6	4.7	17.9	0.9	19.6	10.0	17.9	4.2	11.5	10.4	2.2	1.9	1.0	1.0	23.3	20.0	0.72	
第一汽车集团公	GPI US	10,951	75.34	75.34	87.8	16.5	7.0	0.8	15.9	13.3	-21.2	32.9	8.5	7.5	1.3	1.1	1.4	1.4	13.7	15.1	0.95	
阿斯伯里汽车集	ABG US	11,877	77.98	77.98	82.0	5.2	10.1	0.7	31.5	6.3	7.1	3.8	9.3	8.7	3.2	2.4	0.0	NA	38.7	30.4	0.88	
索尼克汽车公司	SAH US	6,273	18.55	18.55	17.7	(4.5)	(14.2)	0.5	-2.7	12.3	1.4	0.8	10.5	9.3	1.0	0.9	1.3	2.1	6.4	10.4	0.95	
AutoCanada股份	ACQ CN	1,784	11.10	11.10	12.6	13.7	(34.5)	0.8	-97.4	-	2.3	4.4	-	21.6	0.7	0.8	3.6	3.6	-17.0	3.2	0.98	
美国Car-Mart股	CRMT US	5,264	100.00	100.00	99.8	(0.2)	82.8	1.6	103.3	20.7	15.8	1.1	17.3	14.4	2.7	2.3	0.0	0.0	17.9	18.9	0.82	
简单平均					7.2	8.4	0.8	17.5	10.2	5.4	6.4	13.9	13.3	2.7	2.2	1.1	1.9	17.3	18.0	0.89		
市值加权					4.1	12.9	0.8	27.6	12.1	9.6	7.4	20.6	18.0	4.9	4.1	0.4	2.1	25.1	23.3	0.93		
中位数					5.1	8.6	0.8	21.9	11.7	7.1	4.0	10.5	9.9	1.8	1.6	0.5	1.7	18.4	17.9	0.90		

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际, 数据截止日期2019年5月21日港股收市

公司简介

美东汽车是一家豪华汽车品牌经销商，旗下经销品牌包括宝马、保时捷、雷克萨斯、丰田和现代。预计公司截至2019年底拥有门店59家，其中24家宝马、7家保时捷、12家雷克萨斯、13家丰田、1家现代，公司门店主要分布于广东、湖南、福建、江西。美东拥有强大的管理系统，助力公司实现精准有效的存货及营运效率管理。通过“单市单店”战略，公司目标抓住三四线城市的汽车消费升级实现快速增长。

图表6：美东汽车(01268.HK)财务数据一览

(百万人民币, 年结12月31日)	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E	(百万人民币, 年结12月31日)	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	FY20E
合并利润表						现金流量表					
收入	7,683	11,067	14,425	17,725	20,852	息税摊销前利润	490	625	787	978	1,194
同比	23%	44%	30%	23%	18%	流动资金变化	-118	55	38	-100	24
销售成本	-6,863	-9,994	-13,013	-15,938	-18,685	其它调整	-87	-393	-160	-202	-253
毛利	820	1,073	1,412	1,787	2,167	经营现金流	286	288	665	676	965
同比	42%	31%	32%	26%	21%	资本化开支	-129	-239	-195	-190	-190
毛利率	10.7%	9.7%	9.8%	10.1%	10.4%	自由现金流	157	48	470	486	775
百分比变动	1.5%	-1.0%	0.1%	0.3%	0.3%	投资现金流	-86	-208	-180	-175	-175
销售费用	-272	-391	-490	-603	-709	融资现金流	-81	242	26	-200	-339
管理费用	-230	-313	-415	-514	-598	回报率					
费用率						平均资本回报率	28.7%	29.8%	30.1%	32.5%	34.5%
销售费用	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	平均投入资本回报率	34.1%	35.7%	41.6%	47.6%	54.0%
管理费用	3.0%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	平均资产回报率	12.2%	11.9%	11.6%	12.1%	12.9%
其它收入	99	154	170	188	207	运营能力					
经营利润	416	524	678	858	1,067	存货周转天数	31	28	27	27	27
同比	72%	26%	29%	27%	24%	应收账款天数	26	24	26	26	26
经营利润率	5.4%	4.7%	4.7%	4.8%	5.1%	应付账款天数	51	47	51	51	51
百分比变动	1.5%	-0.7%	0.0%	0.1%	0.3%	现金周转天数	6	5	2	2	2
净利润	276	363	449	567	713	偿债能力					
同比	81%	32%	24%	26%	26%	净资产负债率	0.7%	-8.1%	-17.0%	-19.7%	-30.0%
净利润率	3.6%	3.3%	3.1%	3.2%	3.4%	流动比率	1.13	1.15	1.13	1.20	1.28
百分比变动	1.2%	-0.3%	-0.2%	0.1%	0.2%	速动比率	105.7%	124.8%	124.7%	139.8%	169.9%
经调净利润	260	349	449	567	713	利息覆盖率	6.78	8.29	7.18	7.54	8.46
同比	63%	34%	28%	26%	26%	估值比率					
经调净利润率	3.4%	3.2%	3.1%	3.2%	3.4%	市盈率	15.8x	12.0x	9.7x	7.7x	6.1x
百分比变动	0.8%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	市净率	4.0x	3.1x	2.7x	2.3x	1.9x
每股盈利 (RMB)	0.252	0.314	0.388	0.491	0.617	市销率	0.6x	0.4x	0.3x	0.2x	0.2x
每股派息 (RMB)	0.123	0.126	0.195	0.247	0.310	EV/EBITDA	8.7x	6.8x	5.4x	4.3x	3.6x
资产负债表						股息率					
现金、现金等价物	545	867	1,378	1,680	2,131		3.2%	3.3%	5.1%	6.5%	8.2%
存货	673	839	1,101	1,257	1,507						
应收账款	584	889	1,126	1,350	1,563						
其它流动资产	265	417	417	417	417						
流动资产	2,067	3,012	4,022	4,705	5,619						
物业厂房设备	681	858	968	1,041	1,107						
租赁预付款	98	118	100	106	112						
无形资产	10	69	63	53	45						
其它非流动资产	118	118	133	148	164						
非流动资产	907	1,162	1,264	1,349	1,428						
总资产	2,974	4,175	5,286	6,054	7,047						
应付账款	1,030	1,550	2,087	2,367	2,854						
短期借款	674	1,029	1,440	1,500	1,500						
其它流动负债	122	37	37	37	37						
流动负债	1,826	2,616	3,564	3,905	4,391						
长期借款	51	144	82	226	376						
其它非流动负债	3	15	15	15	15						
非流动负债	54	158	97	241	391						
股东权益	1,094	1,400	1,625	1,908	2,264						
净负债	7	-112	-273	-371	-672						
资本投入	1,101	1,288	1,352	1,537	1,592						

资料来源: 公司资料, 国泰君安国际

投资咨询部 Investment Strategy

李明权	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk	
黄博	Victor Bo Huang	victor.huang@gtjas.com.hk	(852) 25092621
王昕媛	Kate Wang	kate.wang@gtjas.com.hk	(852) 25092623
阮家洛	David Yuen	david.yuen@gtjas.com.hk	(852) 25092631
吴效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtjas.com.hk	(852) 25095323
賴焯焯	Yeye Lai	yeye.lai@gtjas.com.hk	(852) 25095375
曾新芜	Xinyuan Zeng	xinyuan.zeng@gtjas.com.hk	(852) 25095695
赵欣玥	Sherry Zhao	sherry.zhao@gtjas.com.hk	(852) 25095443

研究部 Research

刘谷	Grace Liu	liugu@gtjas.com	(86755) 23976698
潘凌蕾	Penny Pan	penny.pan@gtjas.com.hk	(852) 25092632

私人客户销售 Private Client Sales

李明权	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk		吕鸿极	Dick Lui	dick.lui@gtjas.com.hk
戚竹娜	Emmy Chik	emmy.chik@gtjas.com.hk				
林达诚	Donald Lam	donald.lam@gtjas.com.hk				
吕露	Lv Lu	lvlu@gtjas.com		王刚	Wang Gang	wanggang101@gtjas.com
吴洪健	Wu Hongjian	wuhongjian@gtjas.com		沈悦	Shen Yue	shenyue@gtjas.com

客户服务部 Customer Services

杨曦	Yang Xi	yangxi@gtjas.com		虞珺斐	Liz Yu	liz.yu@gtjas.com.hk
郭琦	Guo Qi	guoqi@gtjas.com				

理财业务 Financial Services

黄沛源	Bryan Wong	bryan.wong@gtjas.com.hk	
-----	------------	-------------------------	--

机构销售 Institutional Business

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	
-----	------------	-------------------------	--

期货业务 Futures Brokerage

陈家骅	Calvin Chan	calvin.chan@gtjas.com.hk		黎启雄	Terry Lai	terry.lai@gtjas.com.hk
吴雪雯	Icy Ng	icy.ng@gtjas.com.hk				

外汇业务 FX Business

杨子峰	Tony Yeung	tony.yeung@gtjas.com.hk	
-----	------------	-------------------------	--

企业融资 Corporate Finance

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk		邱迪怡	Deirdre Yau	deirdre.yau@gtjas.com.hk
黄嘉贤	Anthony Wong	anthony.wong@gtjas.com.hk		罗广信	Wilson Lo	wilson.lo@gtjas.com.hk

资本市场 Equity Capital Markets

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk		陈丽娥	Olivia Chan	olivia.chan@gtjas.com.hk
张颖思	Cecilia Cheung	cecilia.cheung@gtjas.com.hk				

固定收益 Fixed Income

雷强	Lei Qiang	qiang.lei@gtjas.com.hk		陈怡吟	Sophia Chen	sophia.chen@gtjas.com.hk
蒋小燕	Flora Jiang	flora.jiang@gtjas.com.hk				

资产管理 Asset Management

赵少洪	Simon Chiu	simon.chiu@gtjas.com.hk		潘继宗	Franklin Poon	Franklin.poon@gtjas.com.hk
郭睿	Guo Rui	guo.rui@gtjas.com.hk		叶英聪	Yolanda Ye	yolanda.ye@gtjas.com.hk
马凯	Kyle Ma	kyle.ma@gtjas.com.hk				

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除西安海天天(08227.HK)、佳兆业集团(01638.HK)、国泰君安国际(01788.HK)、甘肃银行(02139.HK)、滨海投资(02886.HK)、价值中国A股(03095.HK)、华夏港股通小型股(03157.HK)、南方MSCI-R (CNY)(83149.HK)外，国泰君安国际或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安国际或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的北京汽车-H股(01958.HK)、中国燃气(00384.HK)、融信中国(03301.HK)、协众国际控股(03663.HK)、当代置业(01107.HK)、中国建筑国际(03311.HK)、碧桂园(02007.HK)、中国移动(00941.HK)、星美控股(00198.HK)、中银香港(02388.HK)、中国奥园(03883.HK)、宝龙地产(01238.HK)、东江环保-H股(00895.HK)、华南城(01668.HK)、国美零售(00493.HK)存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安国际”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安国际或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安国际的销售员,交易员和其它专业人员可能会向国泰君安国际的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安国际集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安国际并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的,及当中的风险。在决定投资前,如有需要,投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用,而此等发布,公布,可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例,或会令国泰君安国际或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2019 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有. 不得翻印

香港中环皇后大道中 181 号新纪元广场低座 27 楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com