

永达汽车 (3669 HK)

剥离融资租赁业务有助于估值抬升

永达汽车近期发布公告，公司出售永达融资租赁 80% 股份予芮瑟奇信息、栢信合伙及永达股份。交易完成后，永达汽车将寻找时机进一步出售所持有的永达融资租赁剩余 20% 的股权，直至永达融资租赁被完全剥离。永达汽车同时发布盈喜预告，预计 2021 年上半年公司归母净利润将增速同比不低于 110%。我们认为汽车板块内部资金轮动有望持续，汽车经销商板块估值在业绩驱动下进一步抬升。我们重申公司买入评级，上调目标价至 29.8 港元。

- 公司出售融资租赁业务有助于提升资产负债表质量。** 相比于金融经销业务，融资租赁业务存在 1) 占用资金期限长以及 2) 存在坏账不良率等劣势，拖累整体资产负债表质量。我们认为剥离金融租赁公司有助于帮助永达汽车改善资产负债表结构，提升资金周转效率。同时公司可以降低公司总体负债率，更加专注于汽车销售服务等主营业务的发展。
- 回收资金约 4.47 亿元人民币可用于内外向发展。** 此次交易对价对应 1x PB，处于融资租赁行业合理水平。公司透过此次交易共回笼资金 4.47 亿元人民币，可以用于内部新开店或外部收购兼并，进一步扩大门店网络。上半年中国豪华车渗透率达到 14.9%，创历史新高。同时，中国二手车上半年交易量达到 843 万辆，同比增长 53% (vs 乘用车新车销量同比增长 29%)。我们认为豪华车及二手车市场仍将维持高速增长，预计公司将充分利用回笼资金用于业务发展，增厚未来利润。
- 估值有望向行业平均水平收敛。** 永达汽车估值倍数此前低于行业平均水平，主要归因于 1) 融资租赁业务拖累资产负债表以及 2) 业务条线过于复杂。公司于 2020 年逐步梳理业务结构，重点打造“（超）豪华+新能源+二手车”三大业务支柱。在改善资产负债表的同时，此次出售融资租赁公司将使得公司更加聚焦主营业务。我们认为市场尚未充分注意到业务剥离对估值的重要性，公司在短期内仍有大幅度重估空间。
- 我们上调 2021 年盈利预测并维持买入评级。** 考虑到 1) 供给紧平衡使得经销商经销商新车毛利率有所提升；2) 上半年公司公告业绩超出市场预期；3) 二手车渗透率超出市场预期等因素，我们相应上调公司 2021 年盈利预测 20% 至 2,540 百万元人民币。同时，我们认为 1) 剥离融资租赁业务；2) 上半年业绩超预期；3) 加码新能源业务打消资本市场对经销商的部分担忧等利好因素将带动公司估值向上重估。因此我们给予公司 2021 年 20x 市盈率（此前目标价基于 2021 年 15x 市盈率），上调目标价至 29.8 港元。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
营业额 (百万人民币)	55,318	62,707	68,534	83,396	96,798
同比增长 (%)	9.11%	13.36%	9.29%	21.69%	16.07%
净利润 (百万人民币)	1,253	1,473	1,625	2,540	3,045
每股收益 (人民币)	0.68	0.80	0.85	1.33	1.59
每股收益变动 (%)	-25%	17%	6%	56%	20%
市场每股盈利预测 (人民币)	0.68	0.80	0.84	1.09	1.31
市盈率(x)	22.00	18.73	17.63	11.28	9.41
市帐率(x)	3.07	2.79	2.42	2.52	2.19
股息率 (%)	1.50%	1.76%	1.92%	3.10%	3.72%
权益收益率 (%)	14.51%	15.61%	14.97%	21.91%	24.91%
负债比率(x)	98%	74%	39%	21%	11%

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$29.8
(此前目标价)	HK\$18.6)
潜在升幅	+77.3%
当前股价	HK\$16.8

中国汽车经销商行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	33,235
3月平均流通量(百万人民币)	90.28
52周内股价高/低(人民币)	17.14/7.37
总股本(百万)	1,976

资料来源：彭博

股东结构

张德安	30.00%
HSBC International Trustee Limited	20.14%

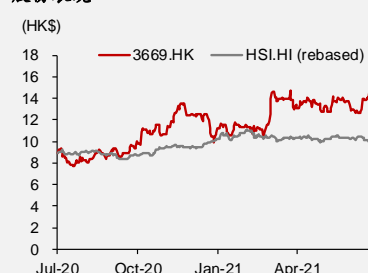
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	25.3%	28.2%
3-月	25.7%	29.3%
6-月	49.7%	52.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

盈利预测

图 1: 盈利预测

人民币 (百万)	新预测		原预测		变化 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	83,396	96,798	80,615	89,654	3%	8%
毛利	8,369	9,501	7,803	8,783	7%	8%
净利润	2,540	3,045	2,117	2,377	20%	28%
每股盈利 (人民币)	1.33	1.59	1.11	1.24	20%	28%
毛利率	10.03%	9.82%	9.68%	9.80%	0.4ppt	0.0ppt
净利润率	3.05%	3.15%	2.63%	2.65%	0.4ppt	0.5ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 招银国际与市场预测

人民币 (百万)	招银国际预测		市场预测		差异 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	83,396	96,798	80,803	90,409	3%	7%
毛利	8,369	9,501	7,706	8,819	9%	8%
净利润	2,540	3,045	2,209	2,626	15%	16%
每股盈利 (人民币)	1.33	1.59	1.12	1.34	18%	19%
毛利率	10.03%	9.82%	9.54%	9.75%	0.5ppt	0.1ppt
净利润率	3.05%	3.15%	2.73%	2.91%	0.3ppt	0.2ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
销售收入	55,318	62,707	68,534	83,396	96,798
新车销售	46,740	52,934	58,229	69,699	81,512
售后服务	7,835	8,896	9,576	13,103	15,161
租赁业务	408	528	564	414	0
利息收入	543	511	406	453	448
内部抵消	(208)	(162)	(241)	(273)	(323)
销售成本	(50,112)	(56,843)	(62,169)	(75,028)	(87,297)
毛利	5,207	5,864	6,365	8,369	9,501
销售费用	(2,480)	(2,733)	(3,003)	(3,628)	(4,182)
管理费用	(1,383)	(1,490)	(1,616)	(1,960)	(2,255)
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1,029	1,177	1,178	1,483	2,061
其他支出	0	0	0	0	0
财务费用	(681)	(778)	(676)	(780)	(915)
合营企业投资收益	10	9	(2)	8	7
联营企业投资收益	51	26	48	63	45
利润总额	1,753	2,076	2,295	3,555	4,263
所得税费用	(428)	(507)	(562)	(853)	(1,023)
净利润	1,325	1,569	1,733	2,702	3,240
少数股东损益	72	96	108	162	194
归母净利润	1,253	1,473	1,625	2,540	3,045

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
息税前利润	1,253	1,473	1,625	2,540	3,045
折旧和摊销	309	434	474	518	588
营运资金变动	(749)	1,894	100	1,574	438
其它	886	308	1,327	722	938
经营活动所得现金流	1,699	4,109	3,525	5,353	5,009
资本开支	(1,797)	(2,344)	(1,128)	(2,422)	(3,065)
联营公司	(50)	(21)	(40)	(25)	(35)
其它	164	233	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,683)	(2,132)	(1,168)	(2,447)	(3,100)
股份发行	-	-	983	-	-
净借贷	1,785	(537)	(2,730)	1,703	2,031
支付股息	(520)	(414)	(486)	(569)	(889)
其它	(942)	(872)	-	-	-
融资活动所得现金净额	323	(1,823)	(2,233)	1,134	1,142
现金增加净额	339	154	124	4,041	3,051
年初现金及现金等价物	3,524	4,068	5,134	5,258	9,299
其他	205	912	-	-	-
年末现金及现金等价物	4,068	5,134	5,258	9,299	12,350
受限现金	2,010	2,924	2,178	2,924	2,924

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
非流动资产	12,467	15,200	14,533	13,799	13,829
固定资产	5,402	6,105	6,012	7,485	8,605
无形资产和商誉	1,577	2,065	2,333	2,139	2,233
合资及联营公司投资	538	559	595	622	656
其它非流动资产	4,950	6,471	5,592	3,554	2,335
流动资产	18,550	20,275	20,205	24,093	29,812
现金及现金等价物	4,068	5,134	5,258	9,299	12,350
应收账款	6,186	6,847	7,511	8,218	9,593
存货	5,829	5,627	4,856	6,002	7,275
其它流动资产	2,467	2,667	2,581	575	595
流动负债	20,116	19,846	16,044	19,671	22,684
银行贷款	12,553	10,129	6,534	8,440	10,009
应付账款	5,504	7,071	5,807	7,503	8,730
其他应付款	1,582	1,916	2,646	2,632	2,630
其它流动负债	477	730	1,057	1,096	1,316
非流动负债	1,381	5,177	6,338	6,338	7,217
银行贷款	836	2,723	3,589	3,386	3,848
递延所得税	-	104	284	284	284
或有负债	478	659	706	1,019	1,226
其它	67	1,691	1,760	1,649	1,860
所有者权益	8,988	9,881	11,832	11,349	13,105
少数股东权益	532	571	524	536	636
归母所有者权益	9,520	10,452	12,356	11,884	13,740

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
新车销售	84%	84%	85%	84%	84%
售后服务	14%	14%	14%	16%	16%
其他	1%	1%	1%	1%	0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	9%	9%	9%	10%	10%
税前利润率	3%	3%	3%	4%	4%
净利润率	2%	2%	2%	3%	3%
有效税率	24%	24%	24%	24%	24%
资产负债比率					
流动比率(x)	0.92	1.02	1.26	1.22	1.31
速动比率(x)	0.62	0.73	0.95	0.91	0.98
现金比率(x)	0.20	0.26	0.35	0.47	0.54
库存周转天数	42	36	29	29	30
应付款周转天数	40	45	34	37	37
应收款周转天数	41	40	40	40	40
债务/股本比率(%)	141%	123%	82%	100%	101%
净负债/股东权益比率(%)	98%	74%	39%	21%	11%
回报率(%)					
资本回报率	15%	16%	15%	22%	25%
资产回报率	8%	9%	8%	12%	27%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.68	0.80	0.85	1.33	1.59
每股股息(人民币)	0.22	0.26	0.29	0.47	0.56
每股净资产(人民币)	4.89	5.37	6.20	5.94	6.86

资料来源:公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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責任。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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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商投资者

招銀國際證券不在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容的分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美商收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。