

永达汽车 (3669 HK)

“新能源+二手车”战略加速

永达汽车发布上半年业绩公告。2021年上半年公司实现营业收入405亿元，同比增长46%。公司上半年归母净利润达到12亿元，同比增长121%，略高于此前业绩盈喜预告（同比不低于110%）。公司上半年“新能源+二手车”战略加速，同时剥离融资租赁业务后聚焦主业，资产结构及效率持续改善。我们看好公司资产剥离后估值收敛的机会，同时“新能源+二手车”战略将进一步支撑股价重估。因此我们重申公司买入评级，上调目标价至31.9港元。

- **公司上半年表现超出市场预期。**公司新车销售收入/售后服务收入分别实现340亿元/55亿元人民币，同比增长44%/39%。受益于供给紧平衡，公司新车毛利率同比提升0.5个百分点至3.2%。公司库存周转天数降低至23天，同比环比分别下降14天/2天，资产运营效率持续提升。因此公司经营现金流净流入38亿元人民币，同比增长38%。在主动费用控制及资产周转效率的背景下，上半年公司三费费用率同比下降1.7个百分点至7.0%。
- **公司二手车规模逐步扩张。**公司上半年二手车交易量33,104台，同比增长72%。其中二手车零售销量达到4,400台，占公司总体二手车交易的13%，为公司贡献9亿人民币营业收入。公司形成二手车“2+1”战略，即OEM品牌认证/永达认证连锁网点+“永达二手车”线上商城，持续拓展二手车业务。受益于1) 国家二手车税收政策优惠；2) 二手车市场正规化及公司品牌优势；3) 芯片短缺背景下的刚性购车需求转化，我们预计公司全年二手车经销收入有望达到20亿元人民币。
- **公司新能源业务加速发展。**目前公司新能源品牌已开业网点达10家，包括2家威马、3家小鹏、1家福特野马、1家比亚迪及3家特斯拉钣喷中心。公司上半年共拥有17家品牌授权，其中14家涉及新能源业务，占比82%，标志至公司新能源战略发展加速。公司新能源发展战略清晰并设立独立运营团队，合作厂商涵盖“豪华品牌+造车新势力+强势自主品牌”三大玩家，同时积极做好中长期新能源发展人家战略储备。我们认为公司在新能源汽车服务行业中具有先发优势并处于领先地位。
- **我们维持公司买入评级。**考虑到1) 上半年公司业绩再超预期；2) 供给紧平衡使得新车销售单价及毛利率继续提升；3) 费用控制措施等正面因素，我们上调公司2021年盈利预测为2,543百万元人民币。近期股价回调反映市场对3季度汽车缺芯的担忧。但我们认为1) 剥离融资租赁业务所带来的资产效率提升；2) 新能源业务加速打消市场担忧等利好因素尚未反映在目前股价中，公司短期内具备重估巨大潜力。因此我们仍然采用公司2021年20x市盈率，上调目标价至31.9港元。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	62,707	68,534	89,325	102,200	114,385
同比增长(%)	13.36%	9.29%	30.34%	14.41%	11.92%
净利润(百万人民币)	1,473	1,625	2,543	3,015	3,501
每股收益(人民币)	0.80	0.85	1.29	1.53	1.77
每股收益变动(%)	17%	6%	51%	19%	16%
市场每股盈利预测(人民币)	0.80	0.84	1.16	1.37	21.00
市盈率(x)	13.37	12.59	8.32	7.02	6.04
市帐率(x)	1.99	1.73	1.63	1.48	1.33
股息率(%)	2.47%	2.69%	4.21%	4.99%	5.79%
权益收益率(%)	15.61%	14.97%	20.50%	22.08%	23.15%
负债比率(x)	74%	39%	24%	24%	20%

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\$31.9
(此前目标价)	HK\$29.8
潜在升幅	+147.6%
当前股价	HK\$12.9

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)	25,493
3月平均流通量(百万人民币)	108.51
52周内股价高/低(人民币)	17.14/8.16
总股本(百万)	1,976

资料来源：彭博

股东结构

张德安	29.99%
HSBC International Trustee Limited	20.14%

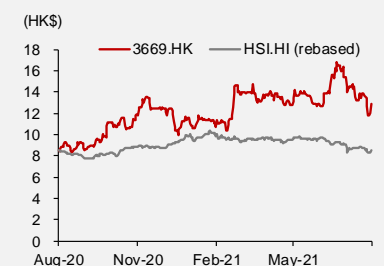
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-16.0%	-10.8%
3-月	1.0%	11.5%
6-月	20.9%	39.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

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	89,325	102,200	83,396	96,798	7%	6%
毛利	8,205	9,307	8,369	9,501	-2%	-2%
净利润	2,543	3,015	2,540	3,045	0%	-1%
每股盈利 (人民币)	1.29	1.53	1.33	1.59	-3%	-4%
毛利率	9.19%	9.11%	10.03%	9.82%	-0.8ppt	-0.7ppt
净利润率	2.85%	2.95%	3.05%	3.15%	-0.2ppt	-0.2ppt

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	89,325	102,200	81,471	91,431	10%	12%
毛利	8,205	9,307	7,766	8,891	6%	5%
净利润	2,543	3,015	2,255	2,679	13%	13%
每股盈利 (人民币)	1.29	1.53	1.16	1.37	11%	11%
毛利率	9.19%	9.11%	9.53%	9.72%	-0.3ppt	-0.6ppt
净利润率	2.85%	2.95%	2.77%	2.93%	0.1ppt	0.0ppt

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)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	62,707	68,534	89,325	102,200	114,385
新车销售	52,934	58,229	74,243	84,264	93,840
售后服务	8,896	9,576	12,770	14,746	15,953
租赁业务	528	564	566	614	659
二手车零售	0	0	2,038	2,911	4,305
利息收入	511	406	0	0	0
内部抵消	(162)	(241)	(291)	(334)	(371)
销售成本	(56,843)	(62,169)	(81,120)	(92,893)	(104,222)
毛利	5,864	6,365	8,205	9,307	10,162
销售费用	(2,733)	(3,003)	(3,618)	(4,108)	(4,575)
管理费用	(1,490)	(1,616)	(2,010)	(2,299)	(2,516)
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1,177	1,178	1,483	1,900	2,429
其他支出	0	0	0	0	0
财务费用	(778)	(676)	(573)	(633)	(657)
合营企业投资收益	9	(2)	7	7	7
联营企业投资收益	26	48	65	47	50
利润总额	2,076	2,295	3,560	4,220	4,900
所得税费用	(507)	(562)	(854)	(1,013)	(1,176)
净利润	1,569	1,733	2,706	3,207	3,724
少数股东损益	96	108	162	192	223
归母净利润	1,473	1,625	2,543	3,015	3,501

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	1,473	1,625	2,543	3,015	3,501
折旧和摊销	434	411	436	467	504
营运资金变动	1,894	100	(1,907)	(1,318)	(997)
其它	308	1,827	(625)	(313)	460
经营活动所得现金流	4,109	3,963	447	1,851	3,468
资本开支	(2,344)	(1,476)	(1,765)	(1,907)	(2,062)
联营公司	(21)	(40)	4,432	1,158	(45)
其它	233	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,132)	(1,516)	2,667	(749)	(2,107)
股份发行	-	893	(0)	-	-
净借贷	(537)	(2,730)	(1,516)	483	268
支付股息	(414)	(486)	(569)	(890)	(1,055)
其它	(872)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(1,823)	(2,323)	(2,085)	(407)	(788)
现金增加净额	154	124	1,029	694	573
年初现金及现金等价物	4,068	5,134	5,258	6,287	6,981
其他	912	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,134	5,258	6,287	6,981	7,554
受限现金	2,924	2,178	2,178	2,178	2,178

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	15,200	14,533	14,308	15,056	15,827
固定资产	6,105	6,012	6,311	6,648	7,026
无形资产和商誉	2,065	2,333	2,356	2,384	2,417
合资及联营公司投资	559	595	630	669	712
其它非流动资产	6,471	5,592	5,011	5,355	5,672
流动资产	20,275	20,205	22,846	26,021	28,947
现金及现金等价物	5,134	5,258	6,287	6,981	7,554
应收账款	6,847	7,511	9,544	10,929	12,261
存货	5,627	4,856	6,490	7,552	8,543
其它流动资产	2,667	2,581	526	558	589
流动负债	19,846	16,044	16,767	18,852	20,293
银行贷款	10,129	6,534	5,870	6,746	6,962
应付账款	7,071	5,807	6,760	7,741	8,685
其他应付款	1,916	2,646	2,654	2,660	2,666
其它流动负债	730	1,057	1,482	1,705	1,980
非流动负债	5,177	6,338	6,800	7,197	7,798
银行贷款	2,723	3,589	3,675	3,806	3,981
递延所得税	104	284	284	284	284
或有负债	659	706	1,044	1,239	1,447
其它	1,691	1,760	1,797	1,870	2,087
所有者权益	9,881	11,832	12,976	14,332	15,908
少数股东权益	571	524	612	695	776
归母所有者权益	10,452	12,356	13,588	15,028	16,683

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
新车销售	84%	85%	83%	82%	82%
售后服务	14%	14%	14%	14%	14%
其他	1%	1%	3%	3%	4%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	9%	9%	9%	9%	9%
税前利润率	3%	3%	4%	4%	4%
净利润率	2%	2%	3%	3%	3%
有效税率	24%	24%	24%	24%	24%
资产负债比率					
流动比率(x)	1.02	1.26	1.36	1.38	1.43
速动比率(x)	0.73	0.95	0.96	0.97	0.99
现金比率(x)	0.26	0.35	0.39	0.39	0.39
库存周转天数	36	29	29	30	30
应付款周转天数	45	34	30	30	30
应收款周转天数	40	40	43	43	43
债务/股本比率(%)	123%	82%	63%	60%	56%
净负债/股东权益比率(%)	74%	39%	24%	24%	20%
回报率(%)					
资本回报率	16%	15%	21%	22%	23%
资产回报率	9%	8%	11%	26%	27%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.80	0.85	1.29	1.53	1.77
每股股息(人民币)	0.26	0.29	0.45	0.53	0.62
每股净资产(人民币)	5.37	6.19	6.57	7.26	8.05

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国投资者

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。接收本報告的美國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。