

永达汽车 (3669 HK)

抛弃偏见，拥抱重估

永达汽车发布三季度业绩公告，大幅超出市场预期。尽管受到汽车芯片短缺影响，2021年三季度公司实现新车销售收入149.5亿元人民币，同比下滑13.3%。但受益于豪华车供应平衡，公司整体新车毛利率分别同环比提升1.09/0.44个百分点，抵消部分新车供应影响。公司三季度归母净利润实现6.3亿元人民币，同比增长31.4%，超出此前市场预期。我们认为公司在未来12个月将显著受益于芯片供应缓解，同时“新能源+二手车”业务有望继续保持快速增长。我们重申公司买入评级，上调目标价至37.7港元。

- 公司三季度业绩超出市场预期。**受到整体行业芯片短缺影响，2021年三季度公司实现新车销量51,153辆，同比下滑13.3%。三季度存货周转天数为23.5天，环比基本持平。但同样受益于供需紧张，三季度新车销售均价同比提升4%至29.2万元人民币，新车毛利率同比提升1.1个百分点。公司其他综合收入均保持增长，其中1) 售后收入实现29.0亿元人民币，同比增长5.6%；2) 金融保险代理收入实现3.3亿，同比增长0.7%；3) 二手车(经纪+经销)收入达到17.2亿，同环比分别增长34%/17%；反映出公司较强的抗风险能力。
- 公司二手车+新能源业务持续增长。**公司三季度二手车交易量达到17,935辆，同比增长13%，新旧比达到35%。三季度二手车单季零售周转天数达到26天，环比下降5天。我们认为未来二手车零售业务快速增长，有望带动售后服务及金融保险业务同比高速增长，增厚公司综合利润。公司新能源业务进展顺利，目前已具有小鹏汽车、福特野马、上汽智己等品牌的授权，预计下半年将有长城欧拉、华为赛力斯、smart等品牌获得授权。整体新能源门店交付佣金率及售后盈利能力优于此前市场预期，整体资金投入回报效率优异。
- 四季度芯片边际缓解，业绩有望恢复高增长。**我们认为整体汽车零售量在9月已经达到最低点，四季度将显著环比改善。同时受益于前期订单结转，新车毛利有望在四季度继续提升。根据目前调研信息，豪华车终端需求保持旺盛，供不应求情况将延续至2022年内。公司最新完成4家江苏门店收购(2家宝马、2家雷克萨斯)，未来有望继续通过并购增厚公司业绩。
- 抛弃偏见，拥抱重估。**由于3季度新车销量受缺芯影响下滑超出我们预期，我们相应下调全年新车销售收入7%至828亿元人民币。但同时考虑到1) 新车零售价格及毛利率大幅度提升；2) 公司二手车利润率超出此前预期，我们相应上调全年盈利预测10%至28亿元人民币。我们预计公司四季度融资租赁业务交割完成将成为短期股价催化剂。同时，公司于9月共计回购663万股，而董事长张德安增持200万股，均体现公司管理层对业绩及股价的信心。我们看好1) 公司资产质量改善以及2) “新能源+二手车”业务快速增长等因素对估值的提振作用，预计估值在短期内有望迎来重估。因此我们给予公司2021年21x市盈率(此前目标价基于2021年20x市盈率)，上调目标价至37.7港元，对应200%潜在升幅。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	82,834	100,625	112,629
同比增长(%)	13.36%	9.29%	20.87%	21.48%	11.93%
净利润(百万人民币)	1,473	1,625	2,810	3,240	3,505
每股收益(人民币)	0.80	0.85	1.42	1.64	1.77
每股收益变动(%)	17%	6%	67%	15%	8%
市场每股盈利预测(人民币)	0.80	0.84	1.23	1.46	21.00
市盈率(x)	13.02	12.25	7.33	6.36	5.88
市帐率(x)	1.94	1.68	1.57	1.42	1.28
股息率(%)	2.54%	2.76%	4.78%	5.51%	5.96%
权益收益率(%)	15.61%	14.97%	22.55%	23.43%	22.85%
负债比率(x)	74%	39%	14%	19%	17%

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: RESP CMBR <GO>)或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

买入(维持)

目标价	HK\$37.7
(此前目标价)	HK\$31.9
潜在升幅	+200.0%
当前股价	HK\$12.6

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)	24,821
3月平均流通量(百万人民币)	59.09
52周内股价高/低(人民币)	13.58/9.74
总股本(百万)	1,976

资料来源：彭博

股东结构

张德安	29.34%
HSBC International Trustee Limited	20.14%

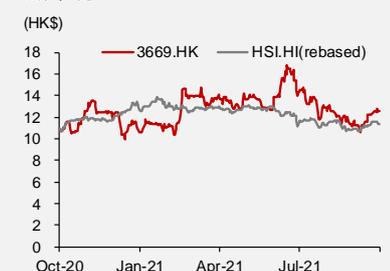
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.4%	4.9%
3-月	-12.0%	-12.3%
6-月	-10.5%	1.8%

资料来源：彭博

股份表现



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	82,834	100,625	89,325	102,200	-7%	-2%
毛利	8,274	9,478	8,205	9,307	1%	2%
净利润	2,810	3,240	2,543	3,015	10%	7%
每股盈利 (人民币)	1.42	1.64	1.29	1.53	10%	7%
毛利率	9.99%	9.42%	9.19%	9.11%	0.8ppt	0.3ppt
净利润率	3.39%	3.22%	2.85%	2.95%	0.5ppt	0.3ppt

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	82,834	100,625	82,210	94,550	1%	6%
毛利	8,274	9,478	7,917	9,105	5%	4%
净利润	2,810	3,240	2,444	2,867	15%	13%
每股盈利 (人民币)	1.42	1.64	1.23	1.46	15%	12%
毛利率	9.99%	9.42%	9.63%	9.63%	0.4ppt	-0.2ppt
净利润率	3.39%	3.22%	2.97%	3.03%	0.4ppt	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)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	62,707	68,534	82,834	100,625	112,629
新车销售	52,934	58,229	68,722	82,927	92,343
售后服务	8,896	9,576	11,820	14,512	15,698
租赁业务	528	564	524	604	648
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)	(270)	(329)	(365)
销售成本	(56,843)	(62,169)	(74,560)	(91,147)	(102,603)
毛利	5,864	6,365	8,274	9,478	10,026
销售费用	(2,733)	(3,003)	(3,479)	(4,045)	(4,505)
管理费用	(1,490)	(1,616)	(1,922)	(2,264)	(2,478)
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)	(495)	(588)	(623)
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	3,934	4,535	4,906
所得税费用	(507)	(562)	(944)	(1,088)	(1,178)
净利润	1,569	1,733	2,990	3,446	3,729
少数股东损益	96	108	179	207	224
归母净利润	1,473	1,625	2,810	3,240	3,505

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	2,810	3,240	3,505
折旧和摊销	434	411	436	467	504
营运资金变动	1,894	100	(712)	(2,071)	(1,192)
其它	308	1,827	(1,696)	(74)	722
经营活动所得现金流	4,109	3,963	838	1,561	3,539
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)	(1,874)	760	267
支付股息	(414)	(486)	(569)	(984)	(1,134)
其它	(872)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(1,823)	(2,323)	(2,443)	(224)	(867)
现金增加净额	154	124	1,061	588	564
年初现金及现金等价物	4,068	5,134	5,258	6,319	6,907
其他	912	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,134	5,258	6,319	6,907	7,472
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	14,119	15,033	15,771
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	4,822	5,332	5,616
流动资产	20,275	20,205	21,566	25,596	28,537
现金及现金等价物	5,134	5,258	6,319	6,907	7,472
应收账款	6,847	7,511	8,772	10,723	12,071
存货	5,627	4,856	5,965	7,410	8,410
其它流动资产	2,667	2,581	510	555	585
流动负债	19,846	16,044	15,074	18,083	19,594
银行贷款	10,129	6,534	4,572	5,996	6,396
应付账款	7,071	5,807	6,213	7,596	8,550
其他应付款	1,916	2,646	2,651	2,659	2,665
其它流动负债	730	1,057	1,637	1,832	1,983
非流动负债	5,177	6,338	6,897	7,286	7,797
银行贷款	2,723	3,589	3,675	3,806	3,981
递延所得税或有负债	104	284	284	284	284
或有负债	659	706	1,154	1,331	1,449
其它	1,691	1,760	1,784	1,866	2,084
所有者权益	9,881	11,832	13,096	14,554	16,131
少数股东权益	571	524	618	706	786
归母所有者权益	10,452	12,356	13,714	15,260	16,917

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%	10%	9%	9%
税前利润率	3%	3%	5%	5%	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	1.43	1.42	1.46
速动比率(x)	0.73	0.95	1.02	0.99	1.01
现金比率(x)	0.26	0.35	0.44	0.40	0.40
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%	60%	59%	55%
净负债/股东权益比率(%)	74%	39%	14%	19%	17%
回报率(%)					
资本回报率	16%	15%	23%	23%	23%
资产回报率	9%	8%	13%	29%	27%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.80	0.85	1.42	1.64	1.77
每股股息(人民币)	0.26	0.29	0.50	0.57	0.62
每股净资产(人民币)	5.37	6.19	6.63	7.37	8.17

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。