

新股簡介

寶信汽車集團有限公司 (01293)

2011年12月02日

公司上市資料

(以下為不獲行使超額配股權之資料)

發售股份數目	379,320,000
配售部分	341,388,000
(約占發售股份比例)	90%
公開發售部分	37,932,000
(約占發售股份比例)	10%
發售價格：	8.50-10.80
每手股數	500
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	摩根士丹利、摩根大通

事項	日期
公開招股時間	12月02日-12月07日
預計定價日	12月07日
公佈申請結果	12月13日
掛牌交易	12月14日

回撥機制

超額倍數	公開招股占總招股
15-50倍	30%
50-100倍	40%
100倍以上	50%

集資用途 (假設以中間價發售)

集資用途	投入資金 (百分比)
收購、結盟、合營擴展 4S 經銷網絡	80.0%
成立維修中心	5.0%
現有 4S 經銷店升級	5.0%
一般運營資金	10.0%

投資要點

- 公司為中國豪華車4A經銷商，旗下經營豪華品牌包括寶馬、迷你、奧迪及凱迪拉克，超豪華品牌如路虎捷豹，以及中高檔品牌別克、豐田、本田、日產、大眾、雪佛蘭及現代。截至2011年9月30號，公司銷售網絡擁有28家4S經銷店。
- **經營行業：**政府政策、國際汽車廠家進入及汽車融資普及，2010年新乘用車銷量達到1380萬輛，06-10年複合增長率為27.7%，其中中高檔、豪華及超豪華汽車銷量複合增長率分別為26.6%、46.4%及62.2%。
- **盈利增長預估：**(1) **行業增長及市場佔有率：**預估11-14年中高端、豪華及超豪華銷量複合增長率分別為12.2%、25.5%及33.7%，經銷商行業競爭激烈行業整合，因此規模經銷成為新車銷售的關鍵因素，按銷量計算，公司為寶馬第二大經銷商，市場佔有率為5.9%；(2) **擴大銷售網絡：**公司正計劃於2011年及2012年開設14家門店，公司預估計劃開設4S銷售店所需的資本開支為4000萬元-1億元，截至2010年平均單位經銷店的收益為3.58億元，按淨利率4%計算，單位門店資本回報期為2.9年-6.9年；(3) **資金為王：**豪華汽車經銷依靠大量資金，大規模跨地區收購及合併經銷店，目前公司手持現金4.14億元，銀行負債11.82億元，因此上市後依然需要不斷擴大融資獲得門店擴張需求。
- **估值：**公司預估2012財年淨利將達到600萬元，同比增長95%，按照招股價中位數HK\$9.65（市值為HK\$244億元），對應2011市盈率為33.2x。目前公司估值高於同業，基於行業增長速度、公司品牌、直營店網絡擴張速度及持續融資需求，予以**謹慎認購評級**。

風險

- 公司難以持續獲得收購或合併擴張經銷店的融資資金。

營業紀錄

年度(百萬元)	2008年	2009年	2010年	2011上半年
收益	3,701	5,165	7,716	5,233
毛利	256	438	687	519
經營利潤	118	263	457	335
淨利潤	57	176	308	214

同業對比

股份名稱	股價	當前市淨率	2010年 市盈率	2011年 預測市盈率	市值 (億港元)
寶信汽車 (1293.HK)	8.50-10.80	3.9-5.0	69.8-88.7	29.2-37.1	214.94-273.10
中升控股 (881.HK)	13.72	3.6	20.0	15.2	261.84

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年12月02日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

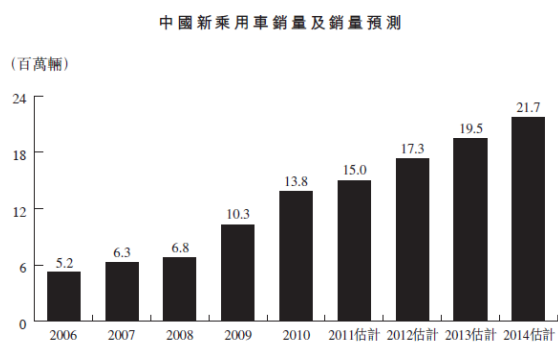
公司簡介

公司為中國豪華車 4A 經銷商，旗下經營豪華品牌包括寶馬、迷你、奧迪及凱迪拉克，超豪華品牌如路虎捷豹，以及中高檔品牌別克、豐田、本田、日產、大眾、雪佛蘭及現代。截至 2011 年 9 月 30 號，公司銷售網絡擁有 28 家 4S 經銷店，其中 18 家為豪華及超豪華品牌門店。

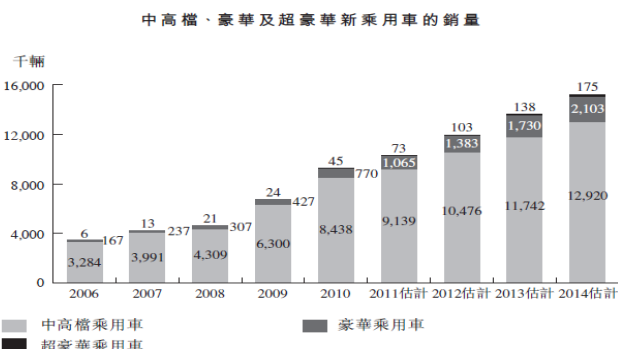
行業概覽

中國乘用車行業經歷高速增長，政府政策、國際汽車廠家進入及汽車融資普及，2010 年新乘用車銷量達到 1380 萬輛，06-10 年複合增長率為 27.7%，歐睿國際預估，11-14 年新乘用車銷量複合增長率達到 13.0%。2010 年中國乘用車參透率達到 4.4，仍低於歐美發達國家的 47.2。豪華及超豪華乘用車主要分佈在中國東部沿岸地區，上海、浙江、江蘇地區豪華及超豪華乘用車市場佔有率分別為 11.3%、11.3%及 8.9%，仍低於發達國家中位數 21.5%。中國乘用車市場根據價格範圍及品牌分為：超豪華、豪華、中高檔及低檔汽車，隨著中國中高及高收入階層消費力提升，中高檔、豪華及超豪華乘用車銷售高速增長，06-10 年中高檔、豪華及超豪華汽車銷量複合增長率分別為 26.6%、46.4%及 62.2%，預估 11-14 年複合增長率分別為 12.2%、25.5%及 33.7%。

圖：2006-2014 年中國新乘用車銷量（百萬輛）

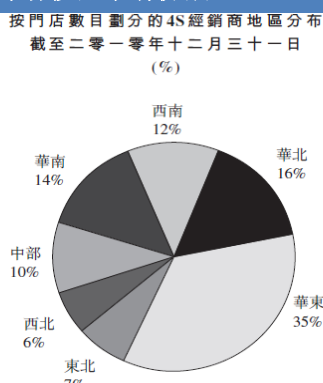


圖：2006-2014 年中高檔、豪華及超豪華新乘用車銷量（千輛）

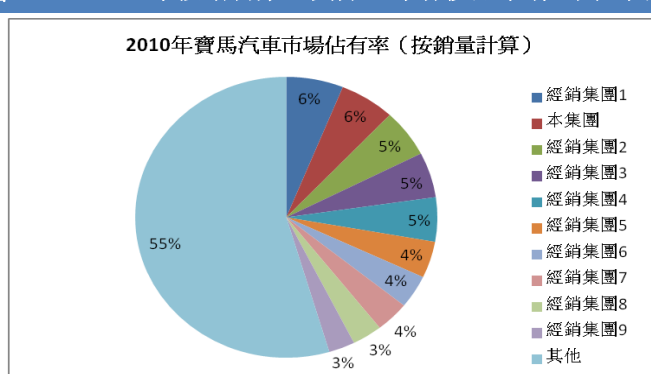


中國成用車的主要零售平台為專門的汽車經銷商（即“4S 經銷商”），所有汽車經銷商必須實現取得汽車製造商授權後方可零售其品牌，2010 年中國 4S 經銷商新乘用車總銷售額為 16350 億元，06-10 年複合增長率為 28.2%，豪華及超豪華汽車製造商一般授予規模龐大、記錄好、品牌認受性高及地區具有主導地位的經銷商分銷其汽車。2010 年按銷量計算，前十大經銷集團佔寶馬乘用車銷量 45.5%，本公司佔 5.9%，排名第二。

圖：2010 年全球奢侈品市場份額



圖：2008-2010 年按銷售渠道劃分全球奢侈品市場（十億歐元）



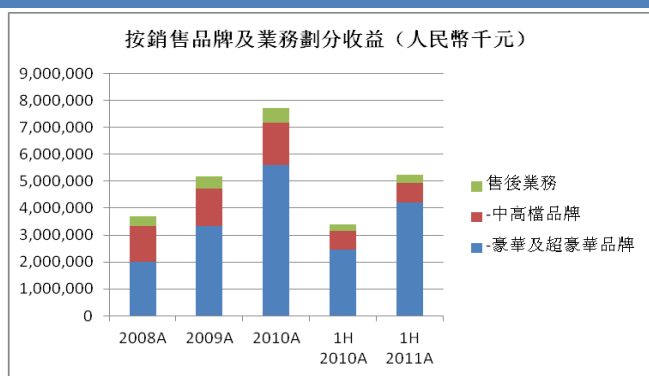
本報告中的信息均來源於已公開的資料，我公司對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。報告中的信息或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或定價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和个人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

經銷商行業競爭激烈行業整合，因此規模經銷成為新車銷售的關鍵因素，大型經銷集團通過資本投資、地區市場資源整合、提高品牌認知度，發展大規模跨地區汽車經銷模式。

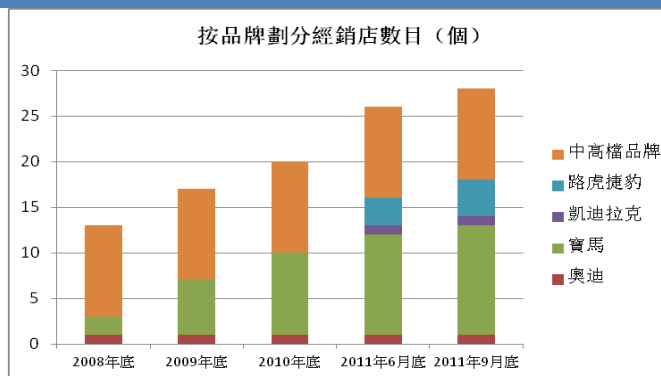
公司的盈利模式：

1. **主營業務收益：** 公司為中國豪華汽車 4S 經銷商，旗下經營豪華品牌包括寶馬、迷你、奧迪及凱迪拉克，超豪華品牌如路虎捷豹，以及中高檔品牌別克、豐田、本田、日產、大眾、雪佛蘭及現代，截至 2011 年 9 月底，集團共擁有 28 家 4S 經銷店，其中 18 家為豪華及超豪華品牌門店，2008-2011 年豪華及超豪華品牌汽車銷售佔銷售汽車收入的 59.8%、70.6%、77.9% 及 85.6%。

圖：2008-2011 年按銷售品牌及業務劃分收益（千元）

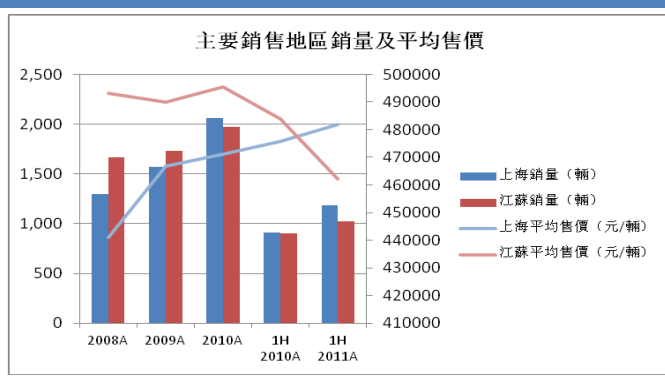


圖：2009-2011 年按品牌劃分經銷店數目（個）

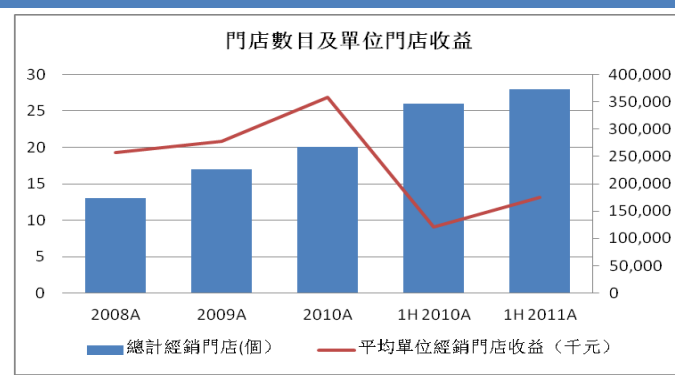


2. **經銷網絡：** 截至 2011 年 9 月底，公司擁有 28 家經銷店，其中 18 家為專營寶馬、迷你、奧迪、路虎捷豹及凱迪拉克等豪華及超豪華汽車，10 家為經營別克、豐田、本田、大眾、雪佛蘭、現代及日產等中高檔品牌。經銷門店主要集中在上海、江蘇及浙江，並另有三家 4S 經銷店設於環渤海地區。08-10 年公司通過自營擴張及收購合併方式擴大經銷網絡。
3. **擴張經銷網絡：** 目前公司正計劃於 2011 年及 2012 年開設 14 家門店，招股書資料，公司預估計開設 4S 銷售店所需的資本開支為 4000 萬元-1 億元，截至 2010 年平均單位經銷店的收益為 3.58 億元，按淨利率 4% 計算，單位門店資本回報期為 2.9 年-6.9 年。
4. **經銷安排：** 每個 4S 經銷店均與個別汽車製造商簽訂零售協議，該協議為期一至三年不等，根據協議於門店銷售品牌汽車，並在裝運前悉數支付汽車存貨所需款項，於裝運後取得汽車所有權及承擔風險。
5. **銷量及平均售價：** 經銷店主要集中在上海、江蘇等長三角地區，總收益 08-11 上半年複合增長率為 49%，主要來自於經銷門店擴張後銷量的增長，08-11 上半年銷量的複合增長率達到 46%，而平均銷售的升幅僅為 2%，主要來自於產品組合向豪華車轉移。

圖：2009-2011 年主要銷售地區銷量及平均售價



圖：2009-2011 年按產品種類劃分銷量及平均售價



本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

認購建議:

- 行業增長及市場佔有率:** 中國乘用車行業經歷高速增長，政府政策、國際汽車廠家進入及汽車融資普及，2010年新乘用車銷量達到1380萬輛，06-10年複合增長率為27.7%，其中中高檔、豪華及超豪華汽車銷量複合增長率分別為26.6%、46.4%及62.2%。經銷商行業競爭激烈行業整合，因此規模經銷成為新車銷售的關鍵因素，大型經銷集團通過資本投資、地區市場資源整合、提高品牌認知度，發展大規模跨地區汽車經銷模式。按銷量計算，公司為寶馬第二大經銷商，市場佔有率為5.9%。預估將持續受益於豪華汽車增長。
- 擴大銷售網絡:** 截至2011年9月底，公司擁有28家經銷店，其中18家為豪華及超豪華汽車，10家為中高檔品牌。目前公司正計劃於2011年及2012年開設14家門店，招股書資料，公司預估計劃開設4S銷售店所需的資本開支為4000萬元-1億元，截至2010年平均單位經銷店的收益為3.58億元，按淨利率4%計算，單位門店資本回報期為2.9年-6.9年。上市資金之80%（約18.39億港元）將用於選擇性收購、投資擴展4S經銷網絡，管理預期未來5年店鋪數目年複合增長30%。
- 資金為王:** 汽車經銷，尤其是豪華汽車經銷依靠大量資金，大規模跨地區收購及合併經銷店，盈利增長依靠經銷網點不斷擴大，單位經銷店資本開支4000萬-1億元，因此盈利的擴大依靠不斷擴大融資渠道。上市集資之80%（約18.39億港元）用於選擇性收購，手持現金4.14億元，銀行負債11.82億元，因此公司上市以後依然需要不斷擴大融資獲得門店擴張需求。

估值:

公司預估2012財年淨利將達到600萬元，同比增長95%，按照招股價中位數HK\$9.65（市值為HK\$244億元），對應2011市盈率為33.2x。目前公司估值高於同業，基於行業增長速度、公司品牌、直營店網絡擴張速度及持續融資需求，予以**謹慎認購評級**。

公司名稱	股票代碼	現價	市值	P/E(x)			P/B(x)
		(HKD)	(百萬港元)	2010A	2011E	2012E	2010A
寶信汽車	1293 HK EQUITY	8.50-10.80	214.94-273.10	69.8-88.7	29.2-37.1	NA	4.5
正通汽車	1888 HK EQUITY	3.65	10,950	5.8	6.0	5.5	1.1
華晨中國	1114 HK EQUITY	9.38	46,870	22.5	21.0	15.7	5.1
中升控股	881 HK EQUITY	13.72	26,184	20.0	15.2	10.2	3.6
耀萊集團	970 HK EQUITY	0.88	2,622	9.3	9.2	6.9	2.1
大昌行	1828 HK EQUITY	10.44	19,007	10.9	12.5	10.3	2.5
平均				13.7	12.8	9.7	2.9

綜合盈利表：

(人民幣千元)	2008A	2009A	2010A	1H 2010A	1H 2011A
收入	3,701,261	5,164,730	7,716,564	3,392,733	5,233,328
銷售及所提供服務成本	-3,445,172	-4,726,644	-7,028,566	-3,090,381	-4,714,265
毛利	256,089	438,086	687,998	302,352	519,063
<i>毛利率</i>	<i>7%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>10%</i>
其他收入及收益淨額	12,903	26,965	37,482	16,654	38,414
銷售及經銷成本	-97,892	-133,756	-177,100	-82,195	-131,761
行政開支	-53,469	-68,596	-90,985	-42,119	-90,997
經營利潤	117,631	262,699	457,395	194,692	334,719
<i>經營利潤率</i>	<i>3%</i>	<i>5%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>
融資成本	-39,671	-26,033	-48,378	-19,378	-48,076
應佔一家共同控制實體盈利	—	-33	2,907	118	2,275
除稅前利潤	77,960	236,633	411,924	175,432	288,918
稅項	-20,504	-60,788	-104,266	-44,239	-75,014
年/期內利潤	57,456	175,845	307,658	131,193	213,904
<i>淨利潤率</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>

研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。