

正通汽车 (1728 HK)

通往高峰之径

正通汽车为中国领先的汽车经销商，其在 2016 年“中国汽车经销商集团百强排行榜”中位居第十。近几年伴随着中国中产阶级数量激增，消费升级成为中国汽车市场的主旋律，我们相信正通将受惠于豪华车需求量的增加。此外，鉴于零售金融业务的迅速扩展，我们预计正通汽车将在不久的未来达到又一新高峰。首予买入评级，目标股价 10.3 港元较目前股价有 23% 的上升空间。

- 豪华车销量快速增长：**受惠于中国中产阶级的增长，豪华车销售持续超过汽车行业整体水平。正通汽车作为中国领先豪华车经销商，2017 年上半年其豪华车销售占新车销售 89%。正通指出在未来几年里其将继续扩展豪华车销售网络。我们相信正通将从豪华车市场的强劲增势中受惠。
- 宝马新产品生命周期推动正通销售：**继 2017 年推出新 5 系后，宝马计划于 2018 年和 2019 年分别推出新 X3 和新 3 系，鉴于宝马 3 系为宝马销量最高的型号，2017 年上半年该型号占国产宝马销售约 34%。我们相信宝马的新产品周期将能推动正通 2018 年和 2019 年的新车销售增长。
- 金融服务业务为正通的增长引擎：**中国汽车贷款市场仍处于发展初期，我们相信随着年轻消费者数目的显着增长及国内消费升级，汽车贷款需求将激增。正通作为国内唯一拥有汽车金融执照的经销商，我们相信其较其他汽车经销商更具竞争优势。此外，2018 年和 2019 年东正的贷款规模预计将迎来提升，这将带动正通的利润增长。
- 正通负债规模正在扩大：**鉴于正通经销网络的扩张及金融业务的增长，我们相信正通未来的借款将大幅增加，因此其融资成本及净负债率预计将持续上升。
- 首予买入评级：**正通于一个月进行了第二次配股，投资者或会对此产生负面情绪，因而令其股价于短期内受压。虽然如此，我们认为该次配股反而可清除不确定因素，因为我们可以更清晰地得知正通现时已有足够的资金经营其汽车金融业务，长远而言，会对其业务产生正面的影响。因此我们首予买入评级，目标股价 10.3 港元较目前股价有 23% 的上升空间。我们的目标股价是衍生自 DCF 模型估值法，采用参数包括加权平均资本成本 8.7% 和永续增长率 3.0%。目标价所衍生的 2017 财年市盈率预计为 15.9 倍，市帐率约为 1.9 倍。

投资总结

年结于 12 月	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营收 (百万人民币)	29,361	31,519	36,367	42,316	48,086
变化 (%)	(5)	7	15	16	14
净利润 (百万人民币)	619	493	1,200	1,573	1,842
变化 (%)	(23)	(20)	143	31	17
每股盈利 (人民币)	0.280	0.223	0.537	0.633	0.741
变化 (%)	(23)	(20)	140	18	17
市盈率 (倍)	24.7	31.0	12.9	10.9	9.3
市净率 (倍)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
价格/经营活动现金流 (倍)	10.0	23.6	9.0	9.7	6.6
企业价值/息税折摊前利润	14.6	15.0	8.3	6.4	5.3
每股股息 (人民币)	0.079	0.085	0.161	0.190	0.222
股息回报率 (%)	1.1	1.2	2.3	2.7	3.2

资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

买入

目前股价	目标股价
HK\$8.4	HK\$10.3

中国 / 汽车 / 汽车经销商

2018 年 1 月 15 日

何梓瀛 (SFC CE:BHL697)

(852) 3519 1291

alison.ho@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数 (百万股)	2,266
市值 (百万港元)	18,963
企业价值 (百万港元)	29,599
12 个月内日成交额 (百万港元)	84.4
12 个月波动率 (%)	58
FY16-18 预测市盈增长率 (倍)	0.5
FY16-18 预测平均净资产收益率 (%)	10
FY17 预测市净率 (倍)	1.5
FY17 预测净负债-股东权益比 (%)	86

股价表现 (%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	6	6	267
相对恒指	9	5	38

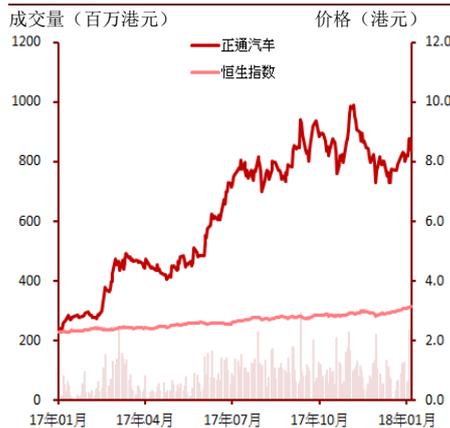
主要股东持股 (%)

王木清	61
花旗集团	5
领航投资	1

审计师

毕马威会计师事务所

股价走势表



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

中国居民消费升级，推动豪华车市场增长

中国汽车销售稳步增长

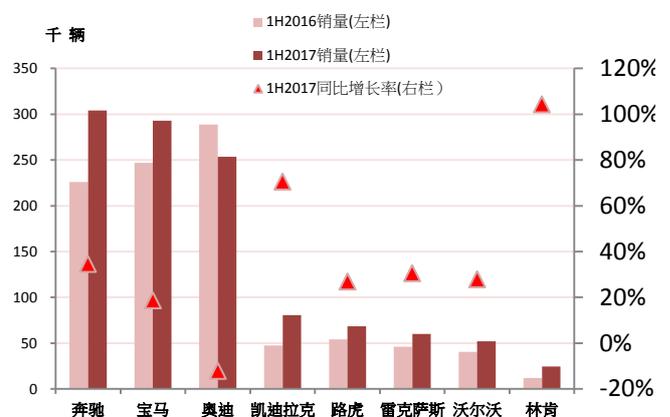
得益于 2015 年 10 月推出的小型车减税政策，中国市场小型车需求增加。据中国汽车工业协会统计，2016 年汽车销售同比增长 13.65%，达到 2,802 万辆。然而，小型车的税率由 2016 年的 5% 升至 2017 年的 7.5%；2017 年汽车销售增幅放缓至 3%。鉴于未来再无利好政策出台，我们预计 2018 年中国汽车销售增幅将较为温和。

图 1：中国市场累计汽车销量



资料来源：中国汽车工业协会、东方证券（香港）

图 2：中国市场豪华汽车销量



资料来源：网络数据、东方证券（香港）

豪华车销售增幅跑赢汽车整体增长

过去十年，随着中国人均可支配收入快速增长，消费者的消费趋势也发生了转变，他们从中高端产品消费转向奢侈品消费。这也促进了近年来豪华车市场的增长。2017 年上半年，最热销的八大豪华车品牌在中国的销量同比增长 18.1% 至 113.6 万辆，超过中国整体汽车市场 3.8% 的增长率。伴随着中国消费升级，豪华车市场将进一步扩张。我们预计豪华车品牌销售增速将继续跑赢汽车整体市场水平。

图 3：中国城市居民人均可支配收入



资料来源：Wind 资讯、东方证券（香港）

奔驰、宝马和奥迪市场销售前景可观

2017 年上半年奔驰、宝马和奥迪在中国的销量分别同比增长 34.5%、18.6% 和 -12.2% 至 30.4 万、29.35 万及 25.36 万辆。其中，奔驰为中国销量最好的豪华车品牌。据奔驰官方消息，奔驰将在 2018 年引进 3 种新型号，包括 GLC-L、CLS 和奔驰 G 级。我们相信新型号将在未来推动奔驰销售的增长。宝马是中国豪华车市场排名第二的汽车品牌。鉴于宝马会在 2017 年 6 月和 2018 年分别推出新 5 系和新 X3，我们预计 2018 年宝马销售将快速增长。尽管奥迪 2017 年上半年因同经销商发生纠纷以致销售疲弱，但同年 5 月其同经销商达成和解，2017 年 6 月和 11 月的奥迪销售因而录得强劲反弹。我们相信奥迪销售将会进一步增长。另一方面，二线豪华车品牌，包括凯迪拉克、路虎、雷克萨斯、沃尔沃和林肯，在 2017 年上半年录得稳固增长。随着中国居民消费升级，中国市场豪华车需求提升，我们相信二线豪华车品牌将从中受益。

销售将持续增长

宝马——付得起的豪华车品牌

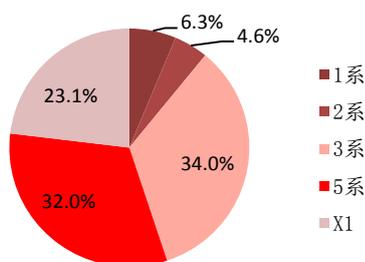
吉利汽车的热门型号价格为人民币 7.49 万元至 22.98 万元，而宝马入门级 1 系和 2 系只需人民币 20.48 万元至 33.19 万元。鉴于宝马的优越品牌影响力和产品安全性能，我们认为这个价位十分合理。据 2015 年度《全球财富报告》显示，2015 年中国中产阶级消费者已达到 10 亿。随着中国经济迅速发展和国内高科技业职位增加，我们预计中国中产阶级消费者数量将在未来进一步增长，其在追求高质量生活上的开支也将提升，而宝马则是中产阶级消费者有能力购买的豪华车品牌。同宝马一样，保时捷也是来自德国的豪华车品牌，但其售价则远高于宝马。保时捷的热门型号入门价将近人民币 58.8 万元，非一般中产阶级消费者能够接受的价位。然而，我们观察到随着人们对优质产品消费需求不断增加，保时捷的销售或会在未来快速增长。

图 4：中高端车及豪华车价格

	品种	型号	售价 (千元 人民币)													
			70	80	100	150	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	1000 以上
中高端品牌-吉利	SUV	帝豪 GS	■	■	■											
	SUV	Vision SUV	■	■	■											
	SUV	吉利博越			■	■	■									
	紧凑型车	帝豪 GL	■	■	■	■	■									
	紧凑型车	帝豪 EV			■	■	■									
	中型车	吉利博瑞			■	■	■	■								
豪华品牌-宝马	紧凑型车	1 系					■	■								
	紧凑型车	2 系					■	■								
	中型车	3 系						■	■	■						
	中型车	5 系							■	■	■	■				
	SUV	X1							■	■	■	■				
	SUV	X3								■	■	■	■			
	SUV	X4									■	■	■	■		
	SUV	X5										■	■	■	■	
豪华品牌-保时捷	运动型车	718												■	■	
	运动型车	911												■	■	
	SUV	玛卡												■	■	■
	SUV	卡宴												■	■	■
	大型车	Panamera													■	■

资料来源：汽车之家、东方证券（香港）

图 5：国内宝马销售（按型号）



资料来源：华晨汽车、东方证券（香港）

3 系和 5 系是宝马销量最好的型号

2017 年前九个月，国内生产的宝马和国外进口宝马分别占中国市场总销售的 64%和 34%。其中，1、2、3、5 系及 X1 为华晨宝马所生产，X3、X4、X5、X6 及 7 系则为海外进口。在这些型号中，3 系和 5 系为最热门型号。据华晨宝马数据显示，2017 年 6 月 3 系和 5 系销售分别占国产宝马销售的 34%和 32%。3 系及 5 系的热销主要归结于其产品本身的可靠性、品牌信誉及逾 30 年之久的产品生产历史。第一代 3 系和 5 系可追溯至 20 世纪 70 年代，其产品认受性高。此外，3 系及 5 系价位在人民币 28.8 万元至 66.39 万元，为中产阶级消费者可接受价位。鉴于宝马产品的高性能和合理价位，其较其他豪华车品牌更具竞争优势。

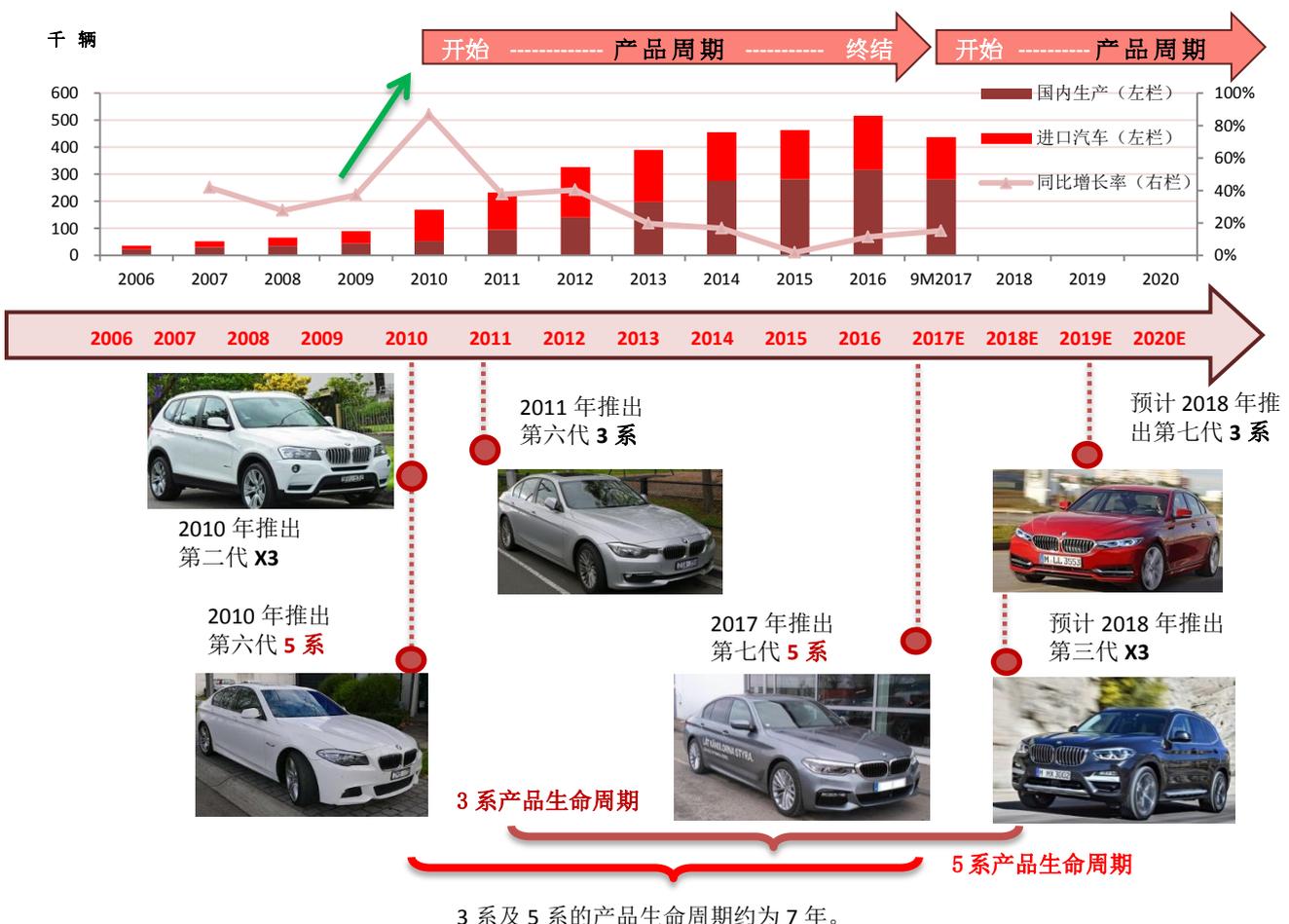
随着中产阶级用户增加，宝马

宝马进入产品生命周期开端，将促进销售提升

宝马的产品生命周期为期七年，现正步入上升周期

宝马产品生命周期约为7年，其上一个产品生命周期为2010年至2016年。2010年第六代宝马5系及第二代宝马X3登陆中国市场，促使宝马销量同比激增86.7%。2011年宝马发布第六代3系，其销量于2011年和2012年分别持续增长37.6%和40.4%。我们观察到宝马在其产品周期后期(2015年和2016年)变现不尽如人意。2015年及2016年，宝马的销量分别仅缓慢增长1.7%和11.4%。然而，宝马于2017年6月发布第七代5系，开始新一轮产品周期。根据以往数据，我们预计其销售将在2017年至2019年录得稳固增长。

图6：中国市场宝马销量



资料来源：宝马、网络数据、东方证券（香港）

宝马产品生命周期迎来新开端

除了引进最新的5系型号，宝马还会在2018年及2019年引进第三代X3及第七代3系。鉴于过去几年SUV在中国的需求量快速增长，所以我们预计2018年及2019年X3的销售将逐步攀升。此外，3系为宝马销量最好的汽车型号，其新一代产品的推出将刺激宝马销售增长。此外，宝马还会在2019年及2020年推出X2、X5、X6系。鉴于宝马产品生命周期迎来新开端，我们预计3系及5系的强劲需求将拉动宝马销售上升。

新 5 系发布引领宝马进入新时代

图 7: 新 5 系特征



智能启停功能: 宝马新 5 系首次采用启停功能以降低二氧化碳排放, 减少燃油消耗。该启停功能可在汽车暂停时熄灭汽车引擎, 降低引擎损耗, 延长汽车使用寿命。

iDrive 系统: 通过宝马新 5 系的手势控制系统, 司机可以用手势控制导航、通讯及娱乐设备。此外, 宝马新 5 系还配有 10.25 英寸的高分辨率屏幕及 iDrive 6.0 系统, 能够识别自然语言, 轻松完成司机指令。





车身轻盈: 新 5 系选用更为轻盈、更高强度材料打造车身。材料包括铝、高强度铝合金、超高轻度钢。新 5 系车重较旧 5 系轻 100 千克。宝马新 5 系的轻盈车身不仅能够降低燃油消耗, 还能够提升汽车燃油效率。





主动式车道变换辅助系统: 主动式车道变换辅助系统能够探测司机有无驶离主道, 警告并指引司机保持主道内驾驶。该系统能够增强汽车安全性, 同时可提高司机驾驶水平。

资料来源: 宝马公司、东方证券(香港)

图 8: 旧系同新系相比较

<p>2010 年推出第六代 5 系</p> 	<p>2011 年推出第六代 3 系</p> 	<p>2012-2016 年推出 X4, X5, X6</p> 	<p>2017 年推出新 5 系</p> 	<p>2018/2019 年推出新 3 系</p> 
<p>用户反馈:</p> <ul style="list-style-type: none"> 👉 车身线条美极了! 开起来很舒服, 车内很宽敞。 👉 引擎表现非常不错。 👉 iDrive 系统还不能做到对指令完全感知。 	<p>用户反馈:</p> <ul style="list-style-type: none"> 👉 驾驶环境安静, 燃油效率高, 车内易保持整洁, 前座易调节, 车内设水杯座。 👉 配有摇杆控制的 iDrive 系统较复杂。 	<p>2012-2016: 2013 年和 2014 年推出 X4、X5 及 X6。但该系列受欢迎程度不及宝马 3 系及宝马 5 系, 原因可能是其价位太高。</p>	<p>用户反馈:</p> <ul style="list-style-type: none"> 👉 安静舒适的驾驶体验, 车身配有主动式安全科技, 燃油效率高。 👉 iDrive 系统的功能及结构设计会令刚入手的司机不知所措, 但其简洁的图像设计、逻辑整合及容易上手的控制钮能够实现自主导航。 	<p>用户反馈:</p> <ul style="list-style-type: none"> 👉 宝马 3 系燃油效率高, 引擎强大 👉 车内前座头部及脚部空间充足, 但后座靠门处肘部及肩部空间狭小。

资料来源: 网络数据、东方证券(香港)

汽车金融前景乐观，其渗透率将不断提高

中国市场汽车金融渗透率不及成熟的国家

借助汽车金融，车主能够筹集资金购买新车。汽车购买者只需支付 20%-30% 的首付款，剩余款额及利息在未来 3-5 年内支付完即可。过去十年里，中国汽车金融市场发展迅猛。2010 年其渗透率仅为 10%，而到 2015 年其渗透率增至 30%。如今，中国汽车金融渗透率已达到 35-40%，然其较汽车行业成熟的美国的 80% 及欧洲国家的 65% 仍有较大差距。鉴于中国年轻司机数目不断上升，我们相信汽车金融的需求在不久的将来会不断扩大，其渗透率将会持续提高。

汽车金融公司市占率不断增加

在中国，汽车金融业务的提供者包括 1) 商业银行；2) 汽车金融公司；及 3) 其他机构，即包括互联网金融公司如腾讯和阿里巴巴及 P2P 网络贷款公司。其中，商业银行主导汽车金融行业，其在中国汽车金融销售比重达到 50%。然而，或得益于在汽车金融板块的专业性及贷款获批用时相对较短，汽车金融公司市占率也在不断攀升。此外，大部分汽车金融公司为汽车非主机厂的分公司，它们同汽车经销商有着合作关系。这使得这些汽车金融公司能够经由汽车经销商的推介直接获得放贷机会。我们预计未来随着汽车金融公司的竞争力不断增加，汽车金融公司市占率将会进一步提升。

图 9：汽车金融公司、商业银行及互联网汽车金融公司竞争优势

	汽车金融公司	商业银行	互联网汽车金融公司
公司名称	<ul style="list-style-type: none"> ■ 正通东正金融有限公司 ■ 丰田金融服务株式会社 ■ 大众汽车新动力投资有限公司 ■ 上海永达汽车租赁集团有限公司等 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 工银金融借贷有限公司 ■ 华融金融借贷有限公司 ■ 国银金融借贷有限公司 ■ BC 租赁有限公司等 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 阿里巴巴 ■ 腾讯 ■ 百度 ■ 京东等
优势	<ul style="list-style-type: none"> ■ 较低资质客户也能够获得贷款 ■ 为客户提供量身定制的贷款产品以满足客户需求 ■ 专业的风险管理 ■ 为汽车制造商所支持 ■ 高效办理 ■ 产品种类广泛 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 资金成本低 ■ 分公司网络覆盖广，方便客户就近办理业务 ■ 为客户提供多种服务选项 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 较低资质客户也易获得贷款 ■ 为客户提供量身定制产品 ■ 可通过网络数据分析客户信用信息 ■ 业务办理只需 3-5 日
劣势	<ul style="list-style-type: none"> ■ 高资金成本 ■ 在同商业银行的竞争下，热门汽车型号利润较低 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 为客户量身定制服务产品的能力弱 ■ 贷款获批耗时长，程序繁复 ■ 应对趋势变化反映慢 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 客户需自己填写所有信息 ■ 无实体分公司

资料来源：网络数据、东方证券（香港）

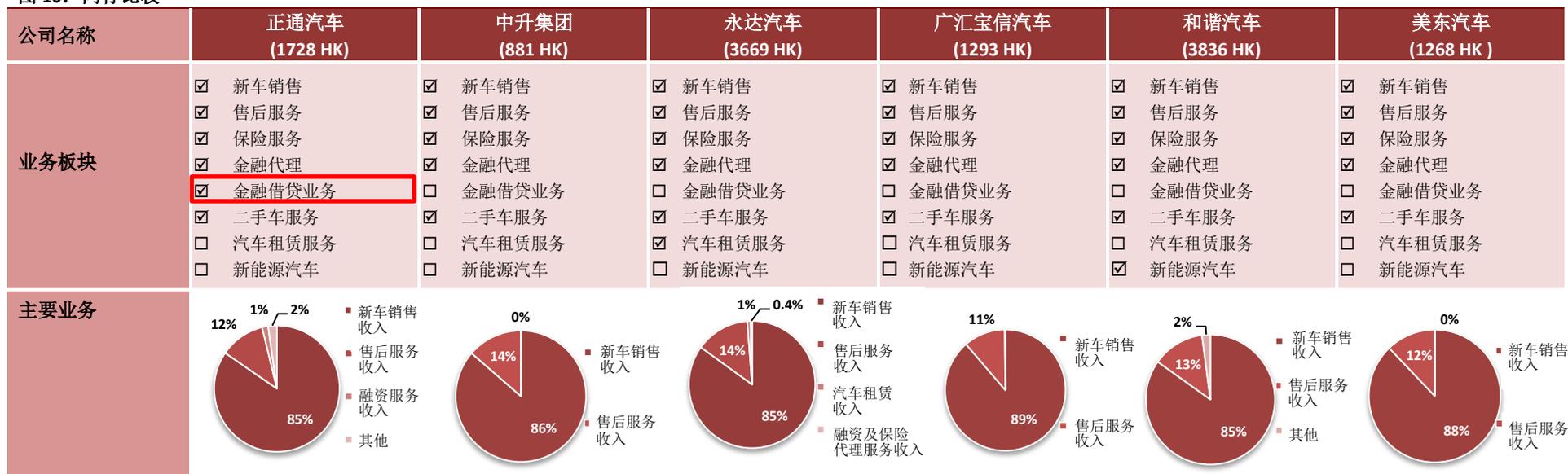
汽车金融市场新纪元

近几年来，不仅汽车金融公司录得强劲增幅，网络金融公司也快速增长。如今，网络巨头包括腾讯、阿里巴巴及京东均将其业务拓展至汽车金融板块，这意味着汽车金融业务将由传统的线下模式转至网络平台，即车主可以不受地点限制申请汽车贷款服务。网络汽车金融公司将对商业银行的汽车金融业务构成挑战，加剧汽车金融市场竞争。

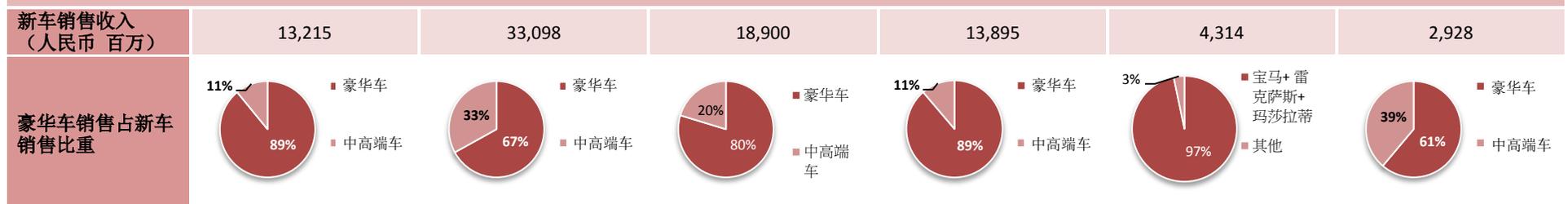
汽车经销商业务比较

为了总结正通汽车业务优势，我们将其同其他香港上市同行公司进行比较。以下数据最新更新至 2017 年上半年：

图 10: 同行比较



我们的观点：正通是唯一有金融营业执照的汽车经销商，它不仅为消费者提供汽车贷款服务，同时也为市场提供资产证券化融资。相比之下，其同行业公司则仅仅扮演代理商角色，即将汽车贷款业务推介给金融机构并从中获得佣金。尽管金融服务业务收入占正通总收入比重只达到 1%，然其发展迅速。我们预期未来这一板块将成为正通的增长引擎。



我们的观点：鉴于豪华车市场增势迅猛，香港上市的汽车经销商将其重心转向豪华车销售。截止 2017 年上半年，正通豪华车销售占新车销售比重达到 89%，较其同行业公司高。而中升和美东的豪华车销售占新车销售比重则仅分别达到 67% 和 61%，因此我们预计中升和美东的豪华车业务仍有较大发展空间。和谐汽车在 2017 年上半年其宝马销售占其新车销售比重达到 81%，这意味着和谐汽车也将从宝马的新产品生命周期中受惠。

资料来源：网络数据、东方证券（香港）

汽车经销商业务比较 (续)
图 11: 同行比较

公司名称	正通汽车 (1728 HK)	中升集团 (881 HK)	永达汽车 (3669 HK)	广汇宝信汽车 (1293 HK)	和谐汽车 (3836 HK)	美东汽车 (1268 HK)
主要品牌	宝马/MINI 保时捷 奥迪	奔驰 雷克萨斯 奥迪	宝马/MINI 保时捷 奥迪	宝马/MINI 捷豹路虎 玛莎拉蒂	宝马/MINI 雷克萨斯 玛莎拉蒂	宝马/MINI 保时捷 雷克萨斯
4S 经销店数量	113	262	210	103	52	34
主要覆盖城市	一、二线城市				三、四线城市	
中升汽车和永达汽车旗下的 4S 经销店逾 200 家。相比之下，正通汽车的 4S 经销店则数量较少，截止 2017 年 6 月其旗下的 4S 经销店仅有 113 家。除却中升，所有汽车经销商均将重点放在宝马销售上。其中，永达是中国最大的宝马经销商。中升作为中国第二大汽车经销商，其将销售重心落在奔驰销售上。然而，我们看到中升旗下宝马店也开始不断扩张。我们认为表中所列 6 家汽车经销商在未来或将在行业内加速收购，以扩大其宝马经销网络，增加其市占率。在城市覆盖范围扩张上，鉴于一、二线城市奢侈品购买力强，正通则会继续将其业务重心放在一、二线城市上。而二线公司如美东与和谐则会将业务重心放在行业竞争较低的三、四线城市。						
市值 (人民币 百万元)	18,963	45,341	17,501	10,924	8,909	2,892
市场排名 (根据 2016 年“中国前 100 家汽车经销商集团”榜单)	10	2	6	其母公司广汇汽车在中国市场排名第一	41	67
收入 (人民币 百万元)	15,628 (▲7.1%)	38,322 (▲20.7%)	22,170 (▲18.5%)	15,671 (▲44.1%)	5,085 (▲3.2%)	3,332 (▲28.2%)
盈利 (人民币 百万元)	516 (▲103.6%)	1356 (▲121.2%)	652 (▲70.2%)	400 (▲521.3%)	565 (▲84.5%)	108 (▲72.6%)
毛利率 (%)	11.1	10	10.2	8.6	9.7	11.1
净利率 (%)	3.3	3.5	2.9	2.6	4.8*	3.2
正通毛利率较其同行业公司高，这主要是由于其豪华车销售占比及较高的汽车金融利润率。随着正通进一步扩展其金融服务业务，我们相信其毛利率将会在未来持续稳步增长。						
净负债率 (%)	88	101	123	85.7	Net Cash	1.3

高负债率

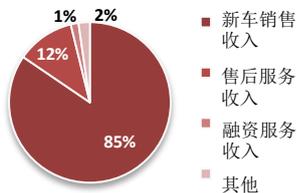
低负债率

正通、中升、永达和宝信在过去几年里大力扩展业务，其净负债率较和谐和美东高。和谐及美东则财务状况稳健，负债也相对较低。随着正通开始扩展其金融服务业务，我们相信其负债水平也会相应上升。

资料来源：公司资料、东方证券（香港） *不包括一次性项目

正通汽车 – 中国排名前十的汽车经销商

图 12: 正通汽车 2017 年上半年收入 (按业务)



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

2016 年“中国汽车经销商集团百强排行榜”中正通位居第十

正通汽车 (1728 HK) 是中国领先的 4S 汽车经销商之一。2016 年其在汽车经销商收入排行中位列第十。正通汽车成立于 1999 年, 并于 2010 年在港交所上市。公司通过销售豪华车如保时捷、宝马、MINI 品牌、奔驰、奥迪、路虎、沃尔沃等获得厚利, 同时也开设中高端车品牌 4S 经销店, 销售如东风尼桑、东风宏达等汽车品牌。此外, 集团还提供各种附加值服务, 包括售后服务、金融服务、保险代理和二手车交易, 以稳固其客户基础。

图 13: 中国市场领先汽车经销商之一

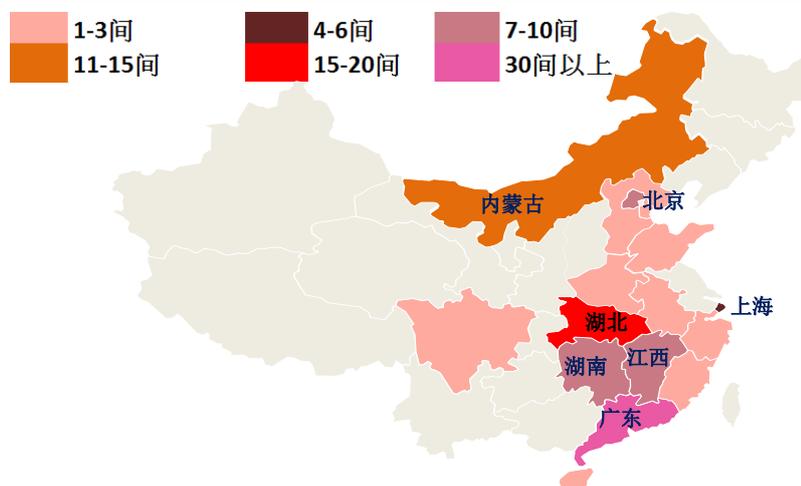
排名	公司	收入 (人民币 百万)	销售量 (包括二手车)
1	广汇汽车 (600297 SH)	1,354	914,954
2	中升集团 (881 HK)	716	328,000
3	利星行汽车	662	157,505
4	庞大汽贸 (601258 SH)	660	521,761
5	永达汽车 (3669 HK)	560	172,646
6	国机汽车 (600335 SH)	506	170,695
7	恒信汽车	443	241,167
8	大昌行集团 (1828 HK)	400	83,306
9	浙江元通	364	232,000
10	正通汽车(1728 HK)	315	105,640

资料来源: 中国汽车流通协会、东方证券(香港)

正通汽车战略性设址一、二线城市

截止 2017 年上半年, 正通汽车在中国 36 个城市一共开设 113 家经销店。考虑到消费者的高购买力, 公司战略性地将门店设于一、二线城市, 尤其是沿海城市。正通在广东有 40 家经销店, 在北京有 8 家, 在上海有 4 家。这意味着正通有近一半的经销店位于一线城市。在二线城市的选上, 我们看到集团则大力拓展华中地区, 如湖南、湖北和江西。或鉴于华中地区奢侈品牌门店的渗透率低, 集团在这些省份已开设至少 7 家经销店。正通汽车指出, 考虑到一、二线城市较高的经济增长率及良好的城市建设, 他们将会持续扩大其在一、二线城市的覆盖网络。

图 14: 大部分经销店位于沿海城市



资料来源: 公司数据、东方证券(香港)

我们实地考察，参观正通深圳 4S 经销店

正通深圳 4S 经销店以一站式服务占竞争优势

我们于 2017 年 12 月参观了正通 4S 经销店，并同其管理层进行了沟通。我们相信正通将凭借其一站式服务这一竞争优势中获利。正通的 4S 店不仅提供汽车经销服务，也提供其他增值服务，包括售后服务、保险服务及汽车金融服务。随着一站式服务门店的开设，消费者在购买汽车时可无需再向银行或保险公司递交文件，优化汽车购买程序。值得一提的是正通的汽车金融服务板块：不同于其他经销商，正通能够直接处理贷款申请，并针对客户需求量身定制贷款建议。这也使得正通能为客户提供更具竞争力的产品。

图 15: 捷豹路虎店



资料来源：东方证券（香港）

图 16: 沃尔沃店



资料来源：东方证券（香港）

图 17: 宝马店



资料来源：东方证券（香港）

经销店保持合理存货水平

正通密切监控经销店存货水平以避免出现存货过多的情况。管理层指出其存货周转天数约为 21-24 天，尚保持在合理水平。消费者通常能够在 1-2 日内取得其所购汽车。然而像宝马这类热销汽车品牌，消费者可能需要等候 1 个月方能取得新车。

正通汽车同保险公司互利共赢

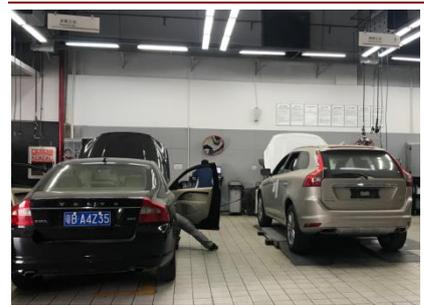
通过向保险公司推介购买汽车保险的客户，正通可从保险公司处获取佣金。正通汽车管理层指出，其所获佣金为保险费的 20%-30%。鉴于市场对豪华车的需求量大，我们预计未来汽车保险费将会提升，这将有很大机会抬高佣金。另一方面，通过同正通汽车的密切合作，保险公司亦能够为正通转介更多需要售后服务的客户。如此一来，正通汽车同保险公司形成互利共赢的局面。

图 18: 捷豹路虎店



资料来源：东方证券（香港）

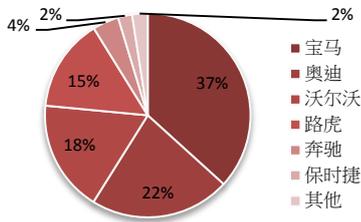
图 19: 沃尔沃店



资料来源：东方证券（香港）

宝马及保时捷 – 新车销售的增长引擎

图 20: 按品牌划分的 2016 年豪华车销量



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

受益于宝马的新产品周期

作为正通的畅销品牌, 宝马占 2016 年公司豪华车销量的 37%。由于新一代 5 系、X3 及 3 系于 2017-2019 年推出, 可能会刺激宝马销售, 而集团将成为宝马新车发布的受惠者之一。为实现盈利最大化, 正通汽车于 2017 年积极拓展宝马网络, 并与两名自然人签署战略合作协议, 承诺管理六间宝马 4S 店, 期限为 10 年。此外, 管理层指出, 正通将于近期开设 1 至 2 间宝马经销店, 我们预计公司将受益于不断增加的宝马经销店, 未来宝马的收入贡献亦有望增长。

图 21: 正通 2017 年上半年有 34 间宝马 4S 店

省份	宝马/MINI	路虎捷豹	沃尔沃	奥迪	日产	东风本田	别克	北京现代	雪佛兰	福建奔驰	讴歌	保时捷	进口大众	英菲尼迪	凯迪拉克	一汽丰田	一汽大众	福特	奔驰	总计
广东	8	7	7	4							1	2	1	1	2	1	2	1	3	40
湖北	8	1		2	1		2	1	1	1										17
内蒙古	5	2			2							1	1	1						12
北京	3	1	4																	8
江西	5	1		1							1									8
湖南	4	2	1																	7
上海				1	2	1														4
山东		1		2																3
河南			2	1																3
浙江				1															2	3
河北		1		1																2
福建		1	1																	2
天津			1																	1
四川	1																			1
安徽																			1	1
海南		1																		1
总计	34	18	16	13	5	1	2	1	1	1	2	3	2	2	2	1	2	1	6	113

图 22: 正通汽车扩张计划

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
运营中的经销店数量	105	112	108	123	138	153
新增经销店数量		7	(4)	15	15	15
资本支出(人民币百万元)	1,753	1,099	1,049	1,100	1,100	1,100
经销店的平均收入(人民币百万元)	258	226	250	256	266	271

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

保时捷销售前景乐观

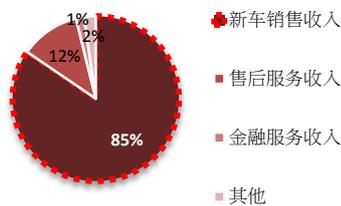
正通汽车于 2017 年 10 月开设一间新的广州保时捷 4S 经销店, 管理层指出, 2018 年新店将实现新车销量 1,500 辆, 预示公司保时捷的销量将由 2016 年的 1,500 辆至少翻番至 2018 年的 3,000 辆。由于保时捷的毛利率约为 7%-8%, 高于大多数豪华车, 因此我们预计新店会推动正通汽车收入及毛利率增长。另外, 据管理层透露, 预计 2018 年将有 1 或 2 个保时捷经销店开业, 我们相信新店会进一步支持公司未来发展。

豪华车网络扩张促进经销店平均销售上升

正通汽车计划每年开设 15 间经销店, 并重点拓展豪华车, 尤其是梅赛德斯-奔驰、保时捷、宝马及奥迪。我们预计 2017 年及 2018 年每年资本支出为人民币 11 亿元, 经销店平均销售分别达人民币 2.56 亿元及人民币 2.66 亿元。

新车销售预示正通前景向好

图 23: 新车销售收入贡献

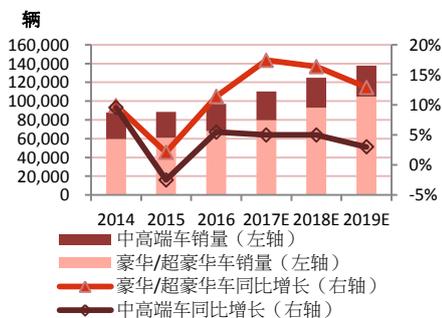


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

重点经营豪华车销售业务

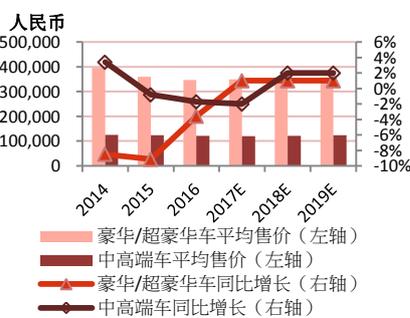
由于正通快速扩张豪华车经销网络, 豪华车的收入贡献有望逐步增加。未来数年, 消费升级及豪华车销售的杰出表现或会持续, 我们预计公司 2017/2018 年豪华车的销量将同比上升 17.4%/16.4% 至 79,808 辆/92,872 辆, 而豪华车对新车销量的贡献将由 2016 年的 70% 上升至 2017/2018 年的 72%/74%。得益于宝马推出新车型及广州保时捷盛大开幕, 我们相信 2017/2018 年豪华车的平均售价将同比上涨 1%/1% 至人民币 349,566 元/人民币 353,062 元。综上所述, 2017/2018 年豪华车销售收入预计将同比增长 18.6%/17.5% 至人民币 278.98 亿元/人民币 327.90 亿元。

图 24: 新车销量



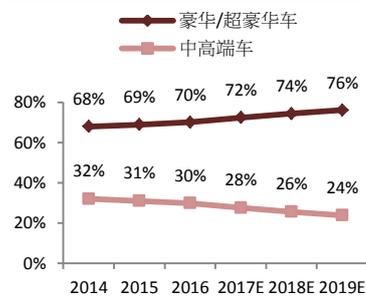
资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 25: 豪华及中高端车的平均售价



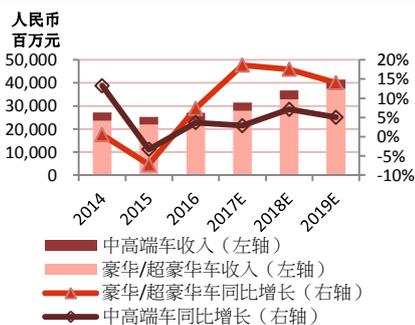
资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 26: 豪华车销量贡献



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 27: 新车销售收入



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

中高端车销量稳步上升

正通的中高端车销量近年来稳步上升(2015 年因需求疲软除外), 我们预计 2017/2018 年中高端新车销量将与行业保持同步增长, 同比增长 5%/5% 至 30,367/31,885 辆, 而其对新车销量的贡献将由 2016 年的 30% 下降至 2017/2018 年的 28%/26%。由于 2015 年及 2016 年中高端汽车平均售价小幅下滑, 我们预计 2017 年平均售价将继续同比下降 2% 至人民币 119,278 元, 并于 2018 年保持稳定。料销量及平均售价稳定增长, 我们预测 2017 年及 2018 年中高端车销售将分别同比增长 2.9% 及 7.1% 至人民币 36.22 亿元及人民币 38.79 亿元。

豪华车销售上升带动新车销售增长

2017 年上半年新车销售占正通汽车收入的 85%。鉴于豪华车销售增长强劲, 预计 2017 年及 2018 年新车销售收入将分别同比增长 16.6% 及 16.3% 至人民币 315.20 亿元及人民币 366.69 亿元。由于豪华车网络快速扩张, 加之豪华车的利润率较高, 我们预计 2017/2018 年新车销售毛利率将分别同比上升 2.3 个百分点/0.2 个百分点至 5.2%/5.4%。

汽车保有量增加利好售后服务

中国汽车保有量创历史新高

根据公安部数据，截至 2017 年 6 月底，中国汽车保有量达 2.05 亿辆，创历史新高。预计 2019 年之后，中国汽车保有量将超过美国，成为全球第一汽车保有国。鉴于中国汽车保有量增长迅速，我们对正通的售后服务收入增长更加乐观。

图 28: 中国汽车保有量



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 29: 售后服务收入增长



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

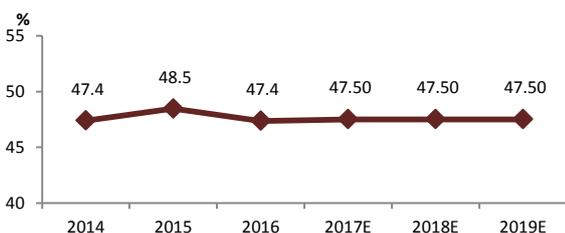
售后服务收入稳健增长

正通汽车的售后服务收入占 2017 年上半年总收入的 11.6%。正通战略性地将自身定位为豪华车经销商，并计划扩张其豪华车经销网络。由于豪华车的维修成本远高于中高端车，不断增加的豪华车经销店可推动售后服务收入增长。此外，据管理层预测，广州保时捷新 4S 店每月的售后服务吞吐量有望达 2,000 辆，保时捷的平均维修成本约为人民币 7,000-8,000 元，相比之下，宝马及路虎的平均维修成本分别为人民币 3,500 元及人民币 5,000 元，广州保时捷新经销店无疑将对正通业务带来积极影响，我们预计 2017/2018 年售后服务收入将同比增长 5%/6.2%至人民币 35.95 亿元/人民币 38.19 亿元。

售后服务贡献较高的毛利率

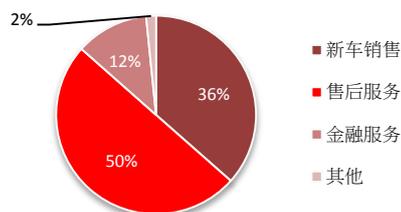
尽管售后服务收入占正通收入的比例较小，但该分部 2017 年上半年的毛利率约达 47.5%，远高于新车销售的毛利率 3%，售后服务为集团贡献 50% 的毛利。随着公司销售更多豪华车及开设新保时捷经销店，我们相信 2017 年及 2018 年售后服务毛利率将保持在 47.5% 左右。

图 30: 售后服务的毛利率



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 31: 各分部毛利占比



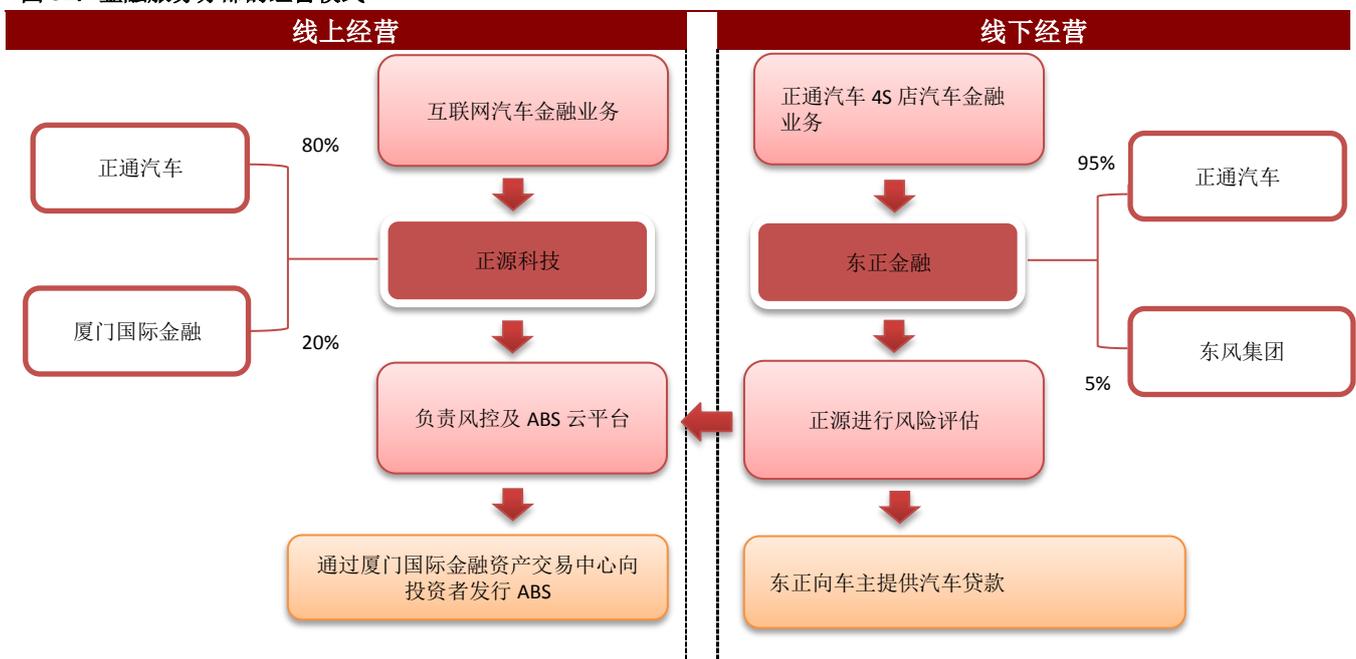
资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

唯一拥有金融牌照的汽车经销商

相比其他汽车经销商更具竞争优势

正通已于 2011 年申请金融服务牌照。公司于 2015 年获得中国银行业监督管理委员会（银监会）批准，与东风集团合资成立上海东正汽车金融，并获准在中国经营汽车金融业务。相比同行，正通是唯一一家获得银监会融资牌照的经销商。我们相信正通相比其他经销商拥有绝对竞争优势。东正金融截至 2017 年 6 月的注册资本总额约为人民币 16 亿元，正通汽车及东风分别出资人民币 10.45 亿元及人民币 5,500 万元，分别相当于东正金融股权的 95% 及 5%。我们认为增资可支持融资业务的增长。

图 32：金融服务分部的经营模式



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

东正与正源互补合作

为加大对互联网汽车贷款业务的投入，正通汽车已与厦门国际金融技术合资成立深圳正源汽车科技（“正源”）经营线上业务。由于东正金融于 4S 店提供贷款服务，正源与东正完美互补，为客户提供灵活便捷的汽车金融服务，我们相信线上线下网络协作可提升正通金融服务业务的盈利能力。

通过发行 ABS 获得资金

正源的另一项功能是风险管理控制。东正金融接到客户的汽车贷款申请后，将文件转至正源进行风险评估，正源提供的大数据智能风控平台可加快审批流程并降低信贷风险。除此之外，正源通过厦门国际金融资产交易中心发行 ABS，令正通加快收回资金及分散风险。

金融服务：正通增长最快的业务

正通享有较商业银行更佳的净息差

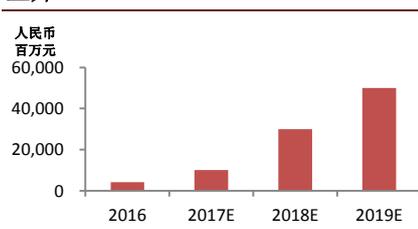
正通指出，向汽车贷款客户收取的利率约为 10%-12%，资金成本为 5.2%，公司净息差约为 4.8%-6.8%，而 2017 年上半年中国及国际银行净息差仅为 1.27%-2.31%。正通享有较高的净息差，主要由于其重点经营高息零售汽车贷款业务。由于商业银行提供个人贷款、企业贷款、按揭及信用卡贷款等各种服务，该等贷款的平均利率似乎低于汽车贷款。但是，如果将东正的资金来源与商业银行比较，会发现东正的融资渠道有限，仅能通过股东注资、发行 ABS 或借贷筹集资金，而商业银行的资金主要来自存款，因此，银行或有更高评级及比正通更容易筹集资金。

图 33：正通享有较高的净息差

公司名称	正通汽车	中国建设银行	中国工商银行	招商银行	民生银行	汇丰银行
股份代号	1728 HK	939 HK	1398 HK	3968 HK	1988 HK	5 HK
2017 年上半年净息差 (%)	4.8 - 6.8	2.03	2.03	2.31	1.27	1.51
融资渠道	股东注资/ ABS 发行/借贷	居民存款				
金融贷款服务	汽车贷款	汽车贷款、个人贷款、企业贷款、按揭、信用卡贷款、透支				

资料来源：网络数据、公司资料、东方证券（香港）

图 34：正通预计东正金融的总资产快速上升

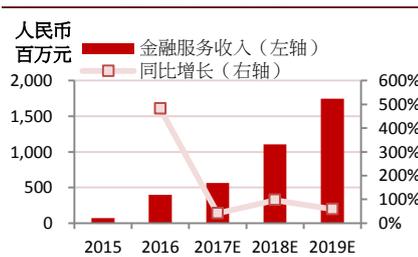


资料来源：公司资料、东方证券（香港）

预计 2018 年东正总资产将攀升至人民币 300 亿元

尽管正通 2015 年才启动金融服务，但东正金融增长迅速，2016 年资产总值达人民币 41.5 亿元，2016 年正通融资业务收入同比增长 481.4%，达人民币 3.98 亿元。管理层指出，东正资产总值有望于 2017 年及 2018 年分别攀升至人民币 100 亿元及人民币 300 亿元，意味同比分别增长达 140% 及 200%。鉴于资产总值大幅增长，东正金融服务收入的增长空间将更大。

图 35：正通的金融服务收入



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

未来几年金融服务业务收入呈上升趋势

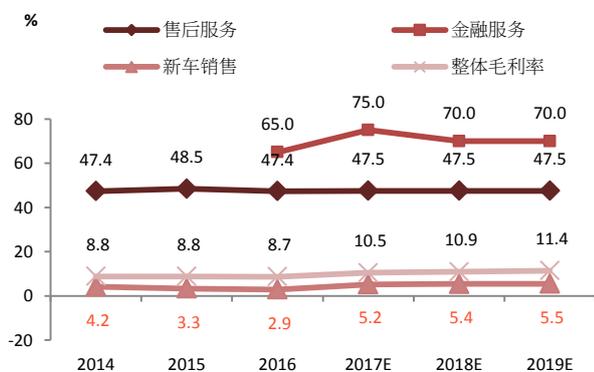
随着消费升级及汽车金融普及率逐年攀升，更多消费者愿意用汽车贷款购买豪华车。我们认为这一趋势将在可见未来持续，正通将在汽车金融市场的强劲增长中分一杯羹。我们预计 2017 年及 2018 年正通的金融服务收入将分别同比增长 41.2% 及 96.5% 至人民币 5.62 亿元及人民币 11.04 亿元，该分部 2017 年及 2018 年收入贡献将由 2016 年的 1.3% 分别增长至 1.5% 及 2.6%。

盈利预测：未来增长强劲

正通的毛利率令人瞩目

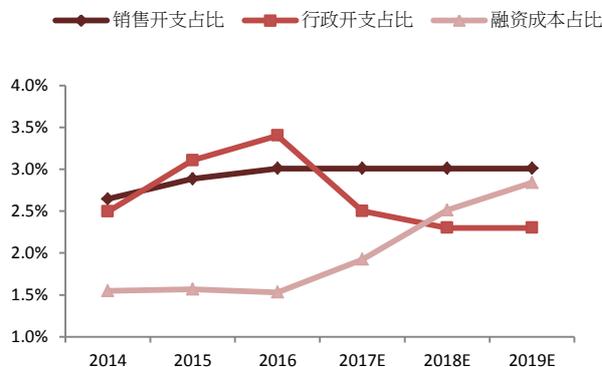
随着正通的豪华车经销网络迅速扩张，我们预计 2017/2018 年新车销售毛利率分别同比上升 2.3/0.2 个百分点至 5.2%/5.4%。第二大业务售后服务于过去数年录得稳定毛利率，我们预计其毛利率将继续保持稳定。由于汽车贷款需求旺盛，金融服务业务与经销店业务相比录得较高毛利率，预计其将维持高毛利率。考虑到豪华车及金融业务销售的贡献增加，预计 2017 年及 2018 年正通的毛利率分别同比上升 1.8/0.4 个百分点至 10.5%/10.9%。

图 36：按分部划分的毛利率



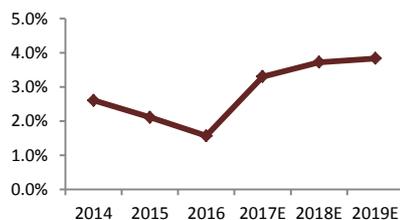
资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 37：开支比率



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 38：正通的净利率



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

预期净利率有所改善

随着豪华车经销网络扩张及汽车贷款快速增长，正通借贷将增加，因此我们预测 2017/2018 年的融资成本比率将由 2016 年的 1.5% 上升至 1.9%/2.5%。另外，我们预计一般及行政开支比率将由 2016 年的 3.4% 下降至 2017/2018 年的 2.5%/2.3%，而 2017/2018 年的销售开支比率因规模经济的支持将保持在 3% 的水平。由于融资成本比率的预期增长将被一般及行政开支比率的下降所抵销，预计 2017/2018 年的净利润率将同比上升 1.7/0.4 个百分点至 3.3%/3.7%。

每股盈利大幅上升

- **净利润及每股盈利预测：** 由于宝马产品周期开始及汽车金融市场快速增长，我们预计 2017/2018 年净利润将按年增长 143%/31% 至人民币 12 亿元/人民币 15.73 亿元，预计每股盈利同比增长 140%/18% 至人民币 0.537 元/人民币 0.633 元。
- **每股派息预测：** 鉴于融资业务快速增长，料正通需要保留更多现金，因而派息率或会由 2016 年的 38% 下降至 2017 年及 2018 年的 30%。因此，2017 年及 2018 年每股派息仅分别按年上升 90% 及 18% 至人民币 0.161 元及人民币 0.190 元。

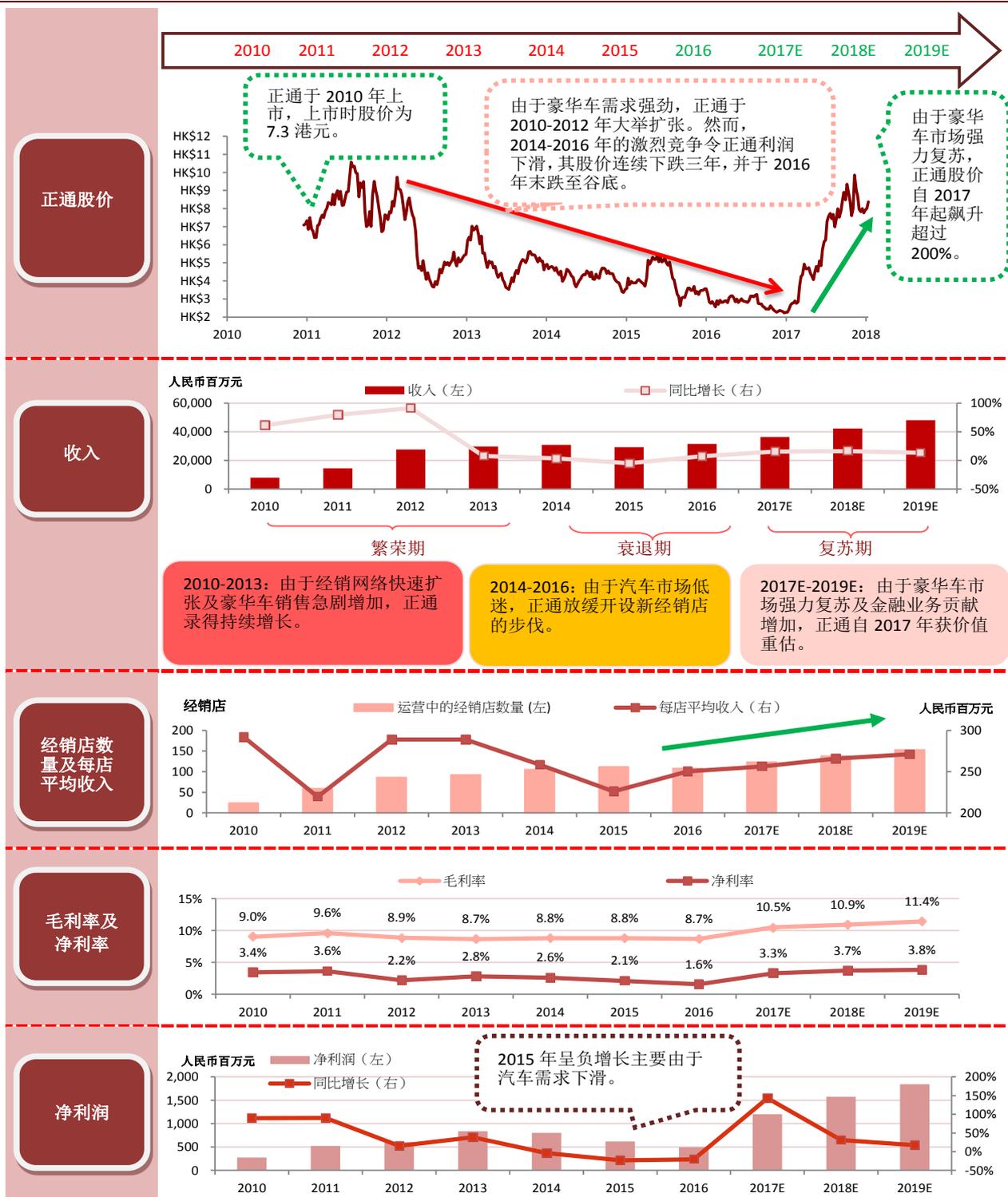
图 39：正通的净利润



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

正通自 2017 年起获价值重估

图 40: 正通股价于 2017 年飙升



我们的观点: 正通是中国领先的汽车经销商之一, 未来几年将继续扩大其豪华车经销网络, 相信随着生活品味升级, 豪华汽车市场仍继续处于上升趋势, 正通将从豪华车的强劲需求中受益。另一方面, 金融业务总资产预计在近期将大幅增长, 对正通的盈利将产生积极影响。

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

零售金融业务增长引致债务水平攀升

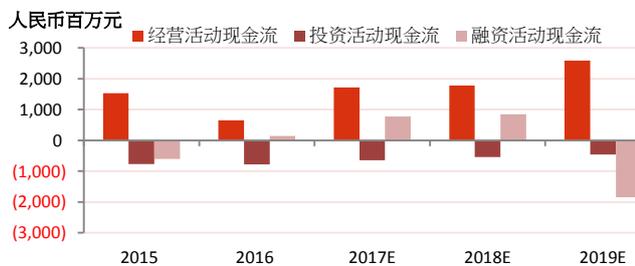
经营活动现金流不断增加

正通于过去 5 年中维持经营活动现金流量为正数。随着豪华车需求强劲及金融服务业务贡献增加，我们相信其盈利将大幅增加，并于 2017/2018 年产生大量经营活动现金流入。

积极扩张或会降低投资活动现金流

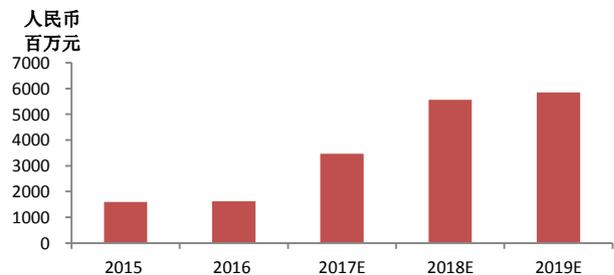
正通指出每年将开设 15 间经销店，宝马、奥迪等每间豪华车经销店的资本支出约为人民币 5,000 万元，而保时捷等每间超豪华车经销店则约为人民币 1 亿元，因此，我们估计正通 2017 年及 2018 年的资本支出将达人民币 11 亿元。

图 41: 现金流



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 42: 手头现金



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

借贷增加导致融资成本上升

由于正通将继续扩张经销网络，因此我们认为未来非金融服务借贷及融资成本将会增加，2019 年或出现融资活动现金流出。鉴于经营活动现金流入强劲，我们预计其可抵销投资活动现金流出，料 2017 年及 2018 年现金水平将有所上升。

维持净债务状况

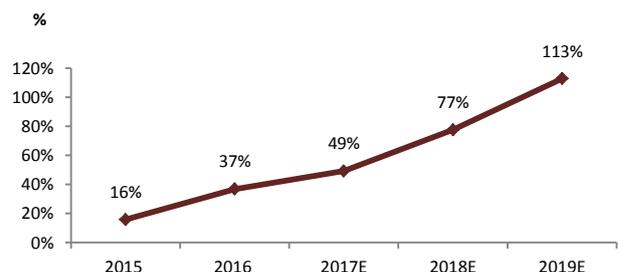
正通自 2015 年起开始经营金融服务业务，我们相信为支持这一业务，公司未来的金融服务借贷将大幅增加。因此，预计 2017 年及 2018 年该分部的债务股本比率将分别上升至 49% 及 77%，正通将继续保持净负债状况。

图 43: 非金融及金融服务借贷



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 44: 金融服务业务的债务股本比率



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

估值方法一：采用 DCF 模型为股票估值

尽管正通的金融业务于 2017 年上半年仅占 1%，但我们相信未来数年其盈利贡献将大幅上升。我们将对正通采用两种估值法：

方法一：对公司整体采用 DCF 估值法；

方法二：将经销店及金融业务分开估值，我们将对经销店业务采用 DCF 估值法及对金融业务采用市净率估值法。

为降低投资者的投资风险，我们将在两种估值法中选取较低的目标价作为我们的定价。

方法一：

1) 基于 DCF 模型的公司整体每股公允价值为 10.3 港元

图 45：基于 DCF 模型的主要假设

贴现率	8.72%
自由现金流现值 (百万港元)	16,426
终值(百万港元)	30,592
自由现金流现值总额 (百万港元)	47,018
净现金/净负债(百万港元)	(10,504)
每股资产净值(港元)	14.69
目前资产净值贴现(%)	-43%
目标资产净值贴现(%)	-30%
目标价(港元)	10.3
上升空间	23%

资料来源：公司资料、东方证券(香港)

- 我们采用两阶段 DCF 模型对正通估值。以 2017 年至 2026 年的 10 年为估值期间，无风险利率为 3.9%，市场风险溢价为 8.4%，按 Beta 系数 0.88 计算的权益成本为 11.3%。
- 预计加权平均资本成本率为 6.7%，税率为 32%，债务股本比为 138%，税后债务成本为 3.4%。考虑到经济风险及公司的财务风险，我们对 2017 年至 2026 年期间采用 8.7% 的贴现率，并假设永续增长率为 3%。
- 目前股价 8.4 港元较预计每股资产净值 14.7 港元折让 43%。然而，我们认为 30% 的折让率属合理，乃基于 1) 正通在中国的领先地位；2) 其发展金融服务业务的竞争优势；及 3) 金融服务业务增长迅猛。我们就公司整体的目标价为 10.3 港元。
- 根据此估值法，现时的目标价的预期(2017)市盈率约为 15.9 倍及预期(2017)市净率约为 1.9 倍。鉴于 6 年平均市盈率为 11.7 倍，我们认为预期市盈率属合理。

图 46：整体业务的 DCF 模型预测

人民币百万元	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
税前利润	1818	2316	2712	2870	3193	3416	3927	4238	4630	4755
已付税项	(582)	(695)	(814)	(861)	(958)	(1025)	(1178)	(1271)	(1389)	(1427)
折旧及摊销	480	532	578	618	651	677	698	713	723	729
营运资金变动	(478)	(1256)	(813)	(202)	(1065)	(503)	(1019)	1523	(512)	(452)
其他	478	883	924	947	998	998	979	1007	1024	1013
经营现金流量	1716	1781	2588	3372	2819	3565	3407	6210	4476	4619
资本支出	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)
年度自由现金流(人民币百万元)	616	681	1488	2272	1719	2465	2307	5110	3376	3519
年度自由现金流(百万港元)	740	824	1802	2751	2082	2984	2794	6187	4087	4261
贴现自由现金流(百万港元)	681	697	1402	1969	1370	1807	1556	3170	1926	1847

资料来源：公司资料、东方证券(香港)

估值方法二：采用 DCF 模型及市净率为股票估值

图 47：基于 DCF 模型的主要假设

贴现率	9.6%
自由现金流现值 (百万港元)	15,307
终值 (百万港元)	21,439
自由现金流现值总额 (百万港元)	36,746
净现金/净负债 (百万港元)	(4,471)
资产净值 (百万港元)	32,275
资产净值贴现	-25%
公允价值 (百万港元)	24,206

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

基于 DCF 模型的经销店业务公允价值为 242 亿港元

我们采用两阶段 DCF 模型对正通的经销店业务进行估值。以 2017 年至 2026 年的 10 年为估值期间，无风险利率为 3.9%，市场风险溢价为 8.4%，按 Beta 系数 0.88 计算的权益成本为 11.3%；

- 我们假设加权平均资本成本率为 7.6%，税率为 32%，债务股本比率（不包括金融服务贷款）为 90%，税后债务成本为 3.4%。我们对经销店业务的计算方法与方法一类似，考虑到经济风险及公司的财务风险，我们对 2017 年至 2026 年期间采用 9.6% 的贴现率，并假设永续增长率为 3%。
- 预计经销店业务的资产净值为 322.75 亿港元，相当于每股 13.0 港元，我们认为较资产净值折让 25% 对正通而言属公平，相当于 242.06 亿港元或每股 9.7 港元。

图 48：经销店业务的 DCF 模型预测

人民币百万元	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
税前利润	1548	1787	1874	1719	1932	1947	2243	2402	2605	2511
已付税项	(495)	(536)	(562)	(516)	(580)	(584)	(673)	(721)	(782)	(753)
折旧及摊销	480	532	578	618	651	677	698	713	723	729
营运资金变动	610	244	(442)	385	(259)	380	10	409	508	694
其他	478	883	924	947	998	998	979	1007	1024	1013
经营活动现金流量	2621	2910	2372	3153	2742	3418	3257	3811	4079	4194
资本支出	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)	(1100)
年度自由现金流 (人民币百万元)	1521	1810	1272	2053	1642	2318	2157	2711	2979	3094
年度自由现金流 (百万港元)	1827	2191	1541	2486	1989	2807	2612	3282	3608	3747
贴现自由现金流 (百万港元)	1667	1825	1171	1724	1259	1621	1377	1579	1584	1501

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 49：基于市净率的主要假设

金融业务账面价值 (人民币百万元)	1,783
金融业务账面价值 (百万港元)	2,142
市净率假设	0.8
金融业务公允价值 (百万港元)	1,714

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

基于市净率估值法的金融服务业务公允价值为 17.14 亿港元

我们预测正通的金融业务 2017 年账面值为 21.42 亿港元，考虑到经纪业市净率为 1.08 倍，银行业市净率为 0.94 倍，我们认为正通的金融服务业务市净率 0.8 倍属公平，即相比经纪业及银行业的市净率分别折让 25% 及 15%。正通的金融业务公允价值为 17.14 亿港元，相当于每股 0.69 港元。

基于 DCF 模型及市净率估值法的目标价为 10.4 港元

我们加总经销店业务及金融服务业务的公允价值，预计正通市值为 259.2 亿港元，目标价为 10.4 港元。

综上所述，根据我们的计算，方法一的目标价为 10.3 港元，而方法二的目标价为 10.4 港元，为降低投资者的投资风险，我们将采用较低目标价，即以 10.3 港元作为最终目标价。

主要风险因素

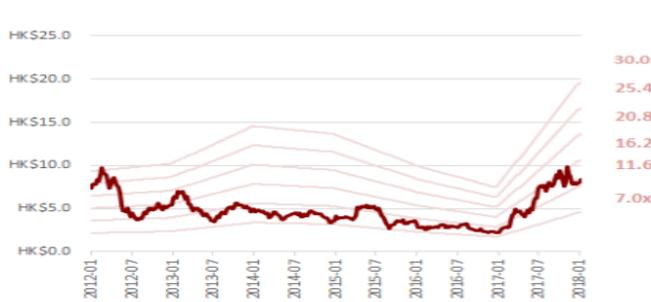
- 1) **宝马销售低于预期:** 如果新 5 系、X3 及 3 系的销售低于预期, 新车销售增长将放缓。
- 2) **金融业务违约率意外上升:** 由于汽车金融市场增长强劲, 正通向客户提供的汽车贷款随之增长, 如果违约率同时上升, 将有损其盈利。
- 3) **经济状况不及预期:** 如果经济低迷, 豪华车的需求或会减少, 进而导致盈利下滑。
- 4) **预期的高负债水平:** 为支持金融业务运营, 正通净负债比率及融资成本或会呈爆炸式增长。

图 50: 同业估值对比

股份代号	公司	报告货币	股价	市值 (百万港元)	市盈率 (倍)				市盈率 增长率 (倍)	市净率 (倍)		股息收益率 (%)		企业价值/息税折摊前利润 (倍)		
					16	17E	18E	19E		16	17E	16	17E	16	17E	18E
1728 HK	正通汽车	人民币	8.37	18,963	31.0	12.9	10.9	9.3	0.5	1.7	1.5	1.2	2.3	15.0	8.3	6.4
3669 HK	永达汽车	人民币	9.54	17,501	13.6	9.1	7.0	5.6	0.3	2.1	2.0	2.4	3.3	10.7	7.5	5.9
881 HK	中升控股	人民币	20.0	45,341	19.0	13.0	10.7	9.2	0.6	2.6	2.4	1.8	2.1	10.9	8.4	7.3
1293 HK	广汇宝信	人民币	3.85	10,924	19.9	9.4	7.2	5.8	0.3	1.4	1.4	0.0	1.2	8.9	6.2	5.1
3836 HK	和谐汽车	人民币	5.79	8,909	-	7.1	9.9	8.6	-	1.3	1.2	0.0	2.6	36.7	5.0	5.3
1268 HK	美东汽车	人民币	2.62	2,892	15.5	10.5	7.5	5.8	0.4	2.6	2.4	3.0	3.7	10.8	7.4	5.6
1828 HK	大昌行集团	港元	3.72	6,871	13.3	10.9	9.8	8.7	0.8	0.7	0.7	2.3	3.6	8.4	7.8	7.2
行业平均值					18.3	11.3	9.6	8.2	0.5	2.0	1.9	1.5	2.4	13.3	7.7	6.5

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 51: 市盈率



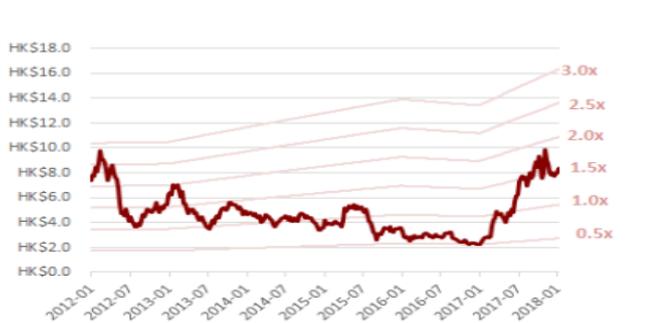
资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 52: 历史市盈率



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 53: 市净率



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 54: 历史市净率



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)



财务报表及预测

收益表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (人民币百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收益	29,361	31,519	36,367	42,316	48,086
新车销售收入	25,302	27,042	31,520	36,669	41,473
售后服务收入	3,376	3,422	3,595	3,819	4,106
金融服务收入	68	398	562	1,104	1,746
其他	615	657	690	725	761
销货成本	(26,775)	(28,783)	(32,545)	(37,692)	(42,587)
毛利	2,587	2,736	3,821	4,624	5,498
销售及分销开支	(847)	(948)	(1,094)	(1,273)	(1,446)
一般及行政开支	(912)	(1,072)	(909)	(973)	(1,106)
其他收益	426	382	655	931	1,058
其他净收入/(亏损)	66	129	0	0	0
经营溢利	1,320	1,227	2,473	3,309	4,004
财务收入	32	21	44	70	74
融资成本	(460)	(482)	(699)	(1,063)	(1,365)
应占合营企业溢利/(亏损)	31	25	0	0	0
税前利润	922	791	1,818	2,316	2,712
所得税开支	(293)	(282)	(582)	(695)	(814)
非控股权益	(10)	(15)	(37)	(48)	(56)
股东应占净利润	619	493	1,200	1,573	1,842
息税折摊前利润	1,679	1,631	2,953	3,841	4,582
息税前利润	1,320	1,227	2,473	3,309	4,004
每股盈利 (人民币)	0.280	0.223	0.537	0.633	0.741
每股股息 (人民币)	0.079	0.085	0.161	0.190	0.222

现金流量表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (人民币百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	922	791	1,818	2,316	2,712
已付税项	(293)	(282)	(582)	(695)	(814)
折旧及摊销	360	404	480	532	578
营运资金变动	(28)	(1,127)	(478)	(1,256)	(813)
其他	566	863	478	883	924
经营活动现金流量	1,526	647	1,716	1,781	2,588
资本支出	(1,099)	(1,049)	(1,100)	(1,100)	(1,100)
出售	317	322	409	487	572
投资	17	(29)	44	70	74
其他	(4)	(22)	0	0	0
投资活动现金流量	(769)	(778)	(647)	(542)	(454)
银行借贷变动	134	1,237	1,287	300	(500)
已付股息	(198)	(201)	(371)	(486)	(570)
已付利息	(460)	(482)	(699)	(1,063)	(1,365)
发行股份所得款项	0	0	377	1,727	0
其他	(80)	(406)	183	371	587
融资活动现金流量	(604)	147	778	849	(1,848)
自由现金流	428	(402)	616	681	1,488
净现金流量	153	17	1,847	2,087	286
汇率变动影响	11	9	0	0	0
年底现金总额	1,599	1,625	3,472	5,559	5,845

半年度明细

年结于 12 月 31 日 (人民币百万元)	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17
收益	13,870	15,491	14,596	16,923	15,628
毛利	1,225	1,361	1,344	1,392	1,734
经营溢利	703	617	620	607	1,087
税前利润	494	427	384	407	763
税项	(142)	(151)	(124)	(159)	(237)
净利润	347	272	253	240	516
毛利率 (%)	8.8	8.8	9.2	8.2	11.1
经营利润率 (%)	5.1	4.0	4.2	3.6	7.0
实际税率 (%)	28.7	35.4	32.2	39.0	31.1
净利率 (%)	2.5	1.8	1.7	1.4	3.3
每股盈利 (人民币)	0.344	0.123	0.115	0.109	0.233
每股股息 (人民币)	-	0.079	-	0.085	-

主要假设

增长率 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
新车销售收入	(7)	7	17	16	13
售后服务收入	6	1	5	6	8
金融服务收入	-	481	41	96	58
其他	3	7	5	5	5

资产负债表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (人民币百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	12,403	14,593	18,331	24,854	29,795
存货	3,194	3,019	3,255	3,769	4,259
应收账款及票据	534	714	727	846	962
其他应收款项	4,761	5,670	5,819	6,347	7,213
金融服务应收款项	835	1,733	3,226	6,500	9,685
已抵押银行存款	1,481	1,832	1,832	1,832	1,832
定期存款	-	-	-	-	-
现金及现金等价物	1,599	1,625	3,472	5,559	5,845
非流动资产	11,276	13,136	14,841	18,434	21,850
无形资产净值	3,789	3,692	3,590	3,489	3,387
商誉	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
物业、厂房及设备	3,428	3,913	4,451	4,897	5,254
租赁预付款项	1,067	1,109	1,083	1,058	1,033
于联营公司的权益	3	22	22	22	22
于合营企业的权益	217	244	244	244	244
金融服务应收款项	704	1,932	3,226	6,500	9,685
其他金融资产	27	143	143	143	143
递延税项资产	113	155	155	155	155
总资产	23,680	27,729	33,172	43,288	51,645
流动负债	11,756	15,378	18,784	26,038	33,566
应付账款、票据及其他应付款项	5,133	5,501	6,509	7,915	8,943
非金融服务贷款及借款	4,482	5,393	5,693	5,993	5,993
金融服务贷款及借款	1,170	3,253	4,953	10,000	16,000
应付所得税	972	1,130	1,630	2,130	2,630
融资租赁责任	-	102	-	-	-
非流动负债	3,234	3,408	4,204	4,204	3,704
非金融服务贷款及借款	-	224	2,724	2,724	2,224
递延税项负债	888	870	870	870	870
应付债券	2,158	2,315	610	610	610
金融服务贷款及借款	188	-	-	-	-
总负债	14,990	18,787	22,988	30,241	37,269
股本	189	189	239	468	468
储备	8,400	8,670	9,836	12,436	13,725
股东权益	8,589	8,588	10,075	12,904	14,193
非控股权益	101	84	109	143	183
总权益	8,689	8,942	10,185	13,047	14,376
总负债及权益	23,680	27,729	33,172	43,288	51,645
净现金/(负债)	(4,917)	(7,829)	(8,675)	(11,936)	(17,150)
营运资金变动	(28)	(1,127)	(478)	(1,256)	(813)
已动用资金总额	11,924	12,350	14,388	17,250	18,079
净负债率 (%)	57	88	86	92	121
每股账面净值 (人民币)	3.880	4.004	4.507	5.190	5.709

主要比率

年结于 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长 (%)					
收益	(5)	7	15	16	14
毛利	(5)	6	40	21	19
息税折摊前利润	(14)	(3)	81	30	19
息税前利润	(18)	(7)	102	34	21
净利润	(23)	(20)	143	31	17
每股盈利	(23)	(20)	140	18	17
每股股息	(1)	7	90	18	17
利润率 (%)					
毛利润	8.8	8.7	10.5	10.9	11.4
息税折摊前利润	5.7	5.2	8.1	9.1	9.5
息税前利润	4.5	3.9	6.8	7.8	8.3
净利润	2.1	1.6	3.3	3.7	3.8
其他 (%)					
实际税率	32	36	32	30	30
派息率	28	38	30	30	30
已动用资本回报率	5	4	8	9	10
平均净资产收益率	7	6	12	12	13
平均总资产收益率	3	2	4	4	4
利息覆盖倍数 (倍)	3	3	4	3	3

分析员核证

分析员，何梓瀛，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告期内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。