

股份評論-美東汽車(01268)

2021年05月13日

集團的快速增長和高效率值得更高的估值溢價

行業：汽車零售

評級：買入

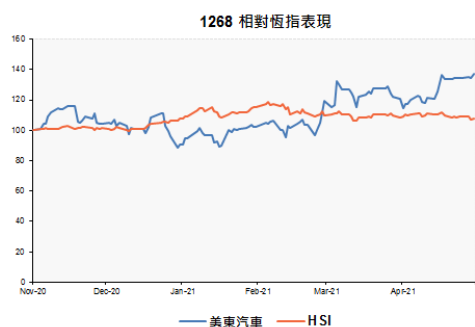
01268.HK, 1268 HK

收市價：HKD 38.05

目標價：HKD 45.00

潛在升幅：18.3%

股價表現 (HKD)			
價格	38.05	1個月相對表現	14.3%
52週最高	41.05	6個月相對表現	31.0%
52週最低	14.82	52周相對表現	149.5%
52週Beta	0.88	年至今相對表現	20.8%



資料來源：彭博 13/05/2021

公司簡介：

集團主要在中國從事獲特定品牌的相關汽車生產商授權的汽車經銷業務，包括銷售新乘用車、零件、服務及調查。

基礎分析：

● 庫存水平冠絕同業

集團於3月尾公布2020年度業績，收入為人民幣202.07億元，按年增長24.7%，扣除非營運、非現金一次性匯兌損失後，純利為人民幣8.51億元，按年增長52.6%。集團憑着低庫存及高周轉的管理，庫存水平進一步下降至9天，管理層同時希望可以進一步拉開與行業平均水平的差距，有助推動毛利擴張及增加現金流。

● 集團繼續貫徹「單城單店」+豪華品牌策略

集團採取「單城單店」策略，聚焦三四線城市，成為當地唯一該品牌經銷商，讓其可以較高的售價出售汽車。集團門店穩步擴張，2020年於疫情影響下新增5間門店，並計劃今年將門店數量增加9間至72間。中國內地豪華車銷售持續向好，根據乘聯會公布的銷量，4月豪華車銷量達25萬輛，按年增長30%，優於整體乘用車市場的12.4%。同時，全球汽車芯片供應緊張，有助於經銷商庫存下降和折扣收窄，有利行業表現。其中，豪華品牌佔新乘用車銷售收入達84%的美東汽車(01268)全年共售出57,200輛新車，疫情影響下按年增長15.9%。其中，集團銷量最高的品牌寶馬早前公布了今年第一季度銷量數據，在中國內地市場共交付了229,748輛新車，同期增長了97.3%，無論是銷量還是增長均創下新高，因而估計集團第一季業績亦有不俗表現。

● 二次到店率提升試點計劃見成效

售後服務方面，集團於2020年8月啟動客戶二次到店率提升試點計劃，初步取得顯著成效，客戶滿意度及二次到店率均有所提升，並於3月拓展至60間門店，有利逐步加快售後服務的發展。

買賣策略：

● 股價與近日走弱的環球股市形成鮮明對比

技術走勢上，股價近日於高位橫行，與近日走弱的環球股市形成鮮明對比，投資者可考慮於現水平作初步買入(約\$38)，集團的快速增長和高效率值得更高的估值溢價，目標價定於\$45，相當於2021年預測市盈率40.5倍，止蝕價為早前橫行區中下位置(約\$34)。

風險提示：豪華車銷售不及預期；汽車經銷市場競爭加劇

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



業績 (截至 2020 年 12 月 31 日止全年度):

2020 年度·集團營業額上升 24.7%至 202.07 億元(人民幣·下同)·股東應佔溢利增長 36.3%至 7.51 億元。

財務數字 貨幣: CNY 週期: Fiscal Yearly (FY) 年份選取: 3

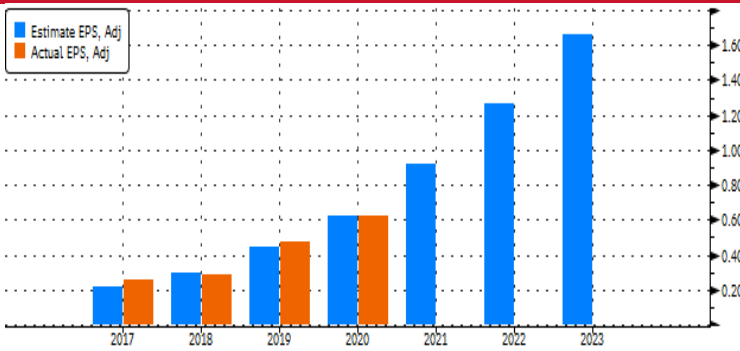
估值比率	Fiscal Year						
	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
市盈率	150.1x	109.5x	71.3x	51.3x	34.7x	25.3x	19.2x
EV/EBIT	7.0x	6.4x	13.7x	26.9x	24.5x	18.3x	14.5x
EV/EBITDA	5.9x	5.3x	11.3x	22.6x	20.5x	15.1x	12.4x
P/S	0.3x	0.3x	0.7x	1.6x	1.5x	1.2x	1.0x
P/B	2.1x	2.2x	6.2x	10.2x	10.2x	8.4x	6.7x
股利率	6.1%	4.8%	2.9%	1.5%	1.7%	2.4%	3.3%
獲利比率 %							
	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
毛利率	10.7	9.7	9.6	10.1	10.3	10.6	11.0
EBITDA獲利率	6.2	5.6	6.3	7.2	7.3	7.8	7.8
營業率	5.2	4.7	5.1	6.0	6.2	6.7	7.0
獲利率	3.6	3.3	3.4	3.7	4.3	4.6	4.9
資產報酬率	9.9	10.2	10.9	11.0	13.5	15.4	16.2
股本回報率	28.7	29.8	35.6	30.4	30.9	34.0	34.2
槓桿和覆蓋率							
	12/17	12/18	12/19	12/20			
流動比率	1.1	1.2	1.2	1.7			
速動比率	0.2	0.4	0.4	0.9			
EBIT/利息	7.9	10.7	7.8	9.8			
總債務/資本	0.4	0.5	0.5	0.4			
總債務/權益	0.7	0.8	1.1	0.7			
有效稅率 %	26.2	26.0	26.4	26.8			

資料來源: 彭博 13/05/2021

損益表摘要	2FY	1FY	T12M	FY1 2020	FY1 2019	FY1 2018
收入	33,559	26,295	20,207	20,207	16,210	11,067
經營溢利	2,236	1,630	1,219	1,219	833	524
稅前淨利	2,135	1,564	1,052	1,052	757	491
非常項目前收入	1,553	1,136	771	771	558	363
淨利潤	1,553	1,144	751	751	551	363
非常項目前每股收益	1.26	0.92	0.60	0.61	0.47	0.28
每股收益	1.15	0.85	0.62	0.62	0.48	0.32
非常項前稀釋每股收益	-	-	0.59	0.60	0.46	0.28
稀釋每股收益	-	-	0.61	0.61	0.47	0.31
每股股利	0.76	0.55	0.39	0.39	0.26	0.13
EBITDA	2,614	1,927	1,448	1,448	1,015	625
股本回報率	34.00	30.87	-	30.40	35.64	29.81

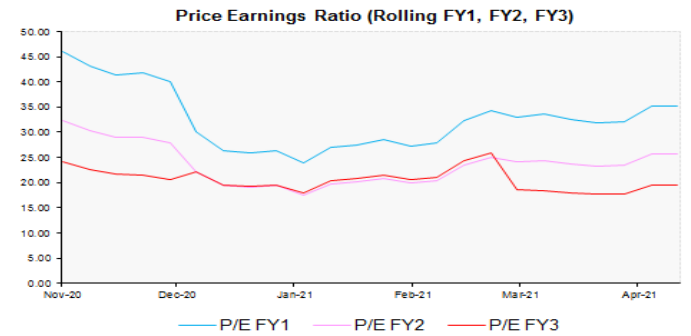
(人民幣百萬元計; 資料來源: 彭博 13/05/2021)

預測盈利:



資料來源: 彭博 13/05/2021

預測市盈率:



資料來源: 彭博 13/05/2021

同業市盈率比較:

				定價		表現		評價比率		Price Earnings						
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化								
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
代碼	公司名稱	次產業	貨幣(當地)	最小	5,470	-11.0%	0.1%	4.4x	6.3x	8.5x	8.6x	7.6x	6.6x	5.9x		
				最大	136,723	12.8%	24.1%	31.9x	29.4x	24.7x	20.2x	16.3x	13.4x	10.9x		
				平均	56,342	1.2%	8.4%	16.2x	17.5x	15.8x	14.1x	11.3x	9.5x	8.0x		
1268	美東汽車	Automotive Retail	HKD	47,852	47,852	15.5%	32.4%	127.4x	113.5x	67.5x	51.7x	35.0x	25.5x	19.4x		
881	中升控股	Automotive Retail	HKD	136,723	136,723	12.8%	0.1%	31.9x	29.4x	24.7x	20.2x	16.3x	13.4x	10.9x		
3669	永達汽車	Automotive Retail	HKD	26,833	26,833	2.0%	24.1%	12.4x	16.7x	14.3x	13.4x	10.2x	8.5x	7.3x		
3836	和驪汽車	Automotive Retail	HKD	5,470	5,470	-11.0%	0.9%	4.4x	6.3x	8.5x	8.6x	7.6x	6.6x	5.9x		

資料來源: 彭博 13/05/2021

同業股本回報率比較:

				定價		表現		評價比率		Return on Equity %						
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化								
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
代碼	公司名稱	次產業	貨幣(當地)	最小	5,470	-11.0%	0.1%	17.2%	10.4%	7.3%	5.6%	7.2%	7.7%	8.0%		
				最大	136,723	12.8%	24.1%	23.8%	21.3%	22.5%	23.0%	23.7%	23.9%	24.7%		
				平均	56,342	1.2%	8.4%	21.3%	15.4%	15.1%	14.5%	16.0%	16.5%	17.0%		
1268	美東汽車	Automotive Retail	HKD	47,852	47,852	15.5%	32.4%	28.7%	29.8%	35.6%	30.4%	30.9%	34.0%	34.2%		
881	中升控股	Automotive Retail	HKD	136,723	136,723	12.8%	0.1%	23.8%	21.3%	22.5%	23.0%	23.7%	23.9%	24.7%		
3669	永達汽車	Automotive Retail	HKD	26,833	26,833	2.0%	24.1%	22.8%	14.5%	15.6%	15.0%	17.1%	17.9%	18.2%		
3836	和驪汽車	Automotive Retail	HKD	5,470	5,470	-11.0%	0.9%	17.2%	10.4%	7.3%	5.6%	7.2%	7.7%	8.0%		

資料來源: 彭博 13/05/2021

查詢熱線: 230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

財務數字摘要：

HKD(百萬)	Fiscal Year	預測數字					預測數字					
		12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E	
損益表						資產負債表						
收入		18,390	22,739	31,287	39,929	48,645	流動資產總額	4,234	6,070			
- 銷售成本		16,623	20,448				+ 現金及約當現金項目	1,257	3,015			
毛利		1,767	2,290	3,220	4,247	5,361	+ 短期投資	0	0			
- 銷售、一般及行政開支 (研究及開發成本)		974	1,077				+ 應收帳款及票據	170	153			
		0	0				+ 存貨	605	588			
經營溢利		945	1,372	1,940	2,661	3,421	+ 其他流動資產	2,202	2,313			
- 利息費用		120	140				長期資產總額	2,394	3,161			
- 匯兌損益		8	108				+ 長期投資	0	0			
- 淨營業外損失(收益)		-43	-60				固定資產總額	2,439	3,350			
稅前淨利		859	1,184	1,861	2,540	3,265	累計折舊	358	492			
- 所得稅費用		227	317				+ 固定資產淨額	2,082	2,858			
非常項目前收入		632	867				+ 其他長期資產	312	302			
- 非常項目稅後虧損		0	0				流動負債總額	3,557	3,636			
- 少數股東權益		8	23				+ 應付帳款	169	226			
非常項前稀釋每股收益		0.54	0.69				+ 短期借款	1,069	1,011			
調整後淨利潤*		625	845	1,354	1,851	2,400	+ 其他短期負債	2,319	2,399			
調整後每股收益		0.54	0.70	1.10	1.51	1.98	總長期負債	1,091	1,622			
每股股利		0.30	0.43	0.65	0.90	1.27	+ 長期借款	1,081	1,613			
股利支付比%		55.0	64.0	0.60	0.60	0.64	+ 其他長期借款	10	8			
總流通股數		1,158	1,245				總負債	4,648	5,257			
稀釋後在外流通股數		1,165	1,223				+ 應付先股	0	0			
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA)		1,151	1,630	2,293	3,110	3,799	+ 少數股權	65	140			
							+ 股本及資本公積	146	1,057			
							+ 保留盈利及其他權益	1,769	2,776			
							股東權益合計	1,979	3,973			
*淨收入不包括非經常性損益和 一次性收費							總負債及權益	6,628	9,230			
							每股帳面價值	1.65	3.08	3.73	4.54	5.69
							每股有形資產帳面價值	1.59	3.02			

現金流量	預測數字					比率分析	預測數字				
	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E		12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
淨利	625	845	1,358	1,845	2,331	評價比率					
+ 折舊及攤銷	207	258				市盈率	71.3x	51.3x	34.7x	25.3x	19.2x
+ 其他非現金調整數	97	180				EV to EBIT	13.7x	26.9x			
+ 非現金資金變動	100	50				EV to EBITDA	11.3x	22.6x	20.5x	15.1x	12.4x
營業活動現金流量	1,029	1,332				價格/營收	0.7x	1.6x	1.5x	1.2x	1.0x
+ 固定資產處分	132	142				價格/帳面價值	6.2x	10.2x	10.2x	8.4x	6.7x
+ 資本支出	-486	-378	-501	-539	-407	股利率	2.9%	1.5%	1.7%	2.4%	3.3%
+ 投資增加	0	0				獲利比率					
+ 投資減少額	0	0				毛利率	9.6%	10.1%	10.3%	10.6%	11.0%
+ 其他投資活動	-16	-0				EBITDA獲利率	6.3%	7.2%	7.3%	7.8%	7.8%
投資活動現金流量	-371	-236				營利率	5.1%	6.0%	6.2%	6.7%	7.0%
+ 支付股利	-192	-465				獲利率	3.4%	3.7%	4.3%	4.6%	4.9%
+ 短期借款變動						資產報酬率	10.9%	11.0%	13.5%	15.4%	16.2%
+ 長期借款增加	2,981	6,377				股本回報率	35.6%	30.4%	30.9%	34.0%	34.2%
+ 長期借款減少	-3,162	-6,693				槓桿及覆蓋率					
+ 股本增加	10	1,312				流動比率	1.19	1.67			
+ 股本減少	0	0				速動比率	0.40	0.87			
+ 其他融資活動	-3	-37				利息保障率(EBIT/I)	7.85	9.77			
融資活動現金流量	-366	494				總債務/資本	0.52	0.40			
現金淨變動	292	1,591				總負債/股東權益	1.09	0.66			
自由現金流量 (CFO-CAPEX)	542	955				其他					
公司自由現金流量	631	1,058				資產週轉率	3.21	2.95			
權益自由現金流量	493	781				應收帳款週轉率	116.89	143.87			
每股可用現金流量	0.47	0.79				應付帳款週轉率	105.61	106.07			
						存貨週轉率	21.25	35.09			
						有效稅率	26.4%	26.8%			

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

資料來源：彭博 13/05/2021

招商永隆銀行有限公司

股份評級準則：

升跌幅	建議評級	內容
>10%	買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10%
>5% 至 10%	保守性買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5%
< 0%	減持	預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0%

風險披露

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司（「本公司」）為招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。本資料所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本資料所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及／或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

Disclaimer

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司