定價進取，建議投機性認購

招股摘要

發行價	8.50-10.80 港元
每手股數	500 股
每手金額	5454.43 港元
發行股數	最多 3.79 億股
國際發售股數	最多 3.41 億股
本港公開發售股數	3793 萬股
集資總額	32.2-40.9 億港元
保薦人	摩根士丹利
公開招股日	2011 年 12 月 5 日至 7 日
定價日	2011 年 12 月 7 日
上市日	2011 年 12 月 14 日

上市資料

	發行價爲 8.50 港元	發行價爲 10.80 港元
市值	214,9 億港元	273.1 億港元
11 年預測市盈率	29.2 倍	37.1 倍

*招股書資料

公司背景

寶信汽車是國內領先豪華汽車 4S 經銷集團，品牌包括豪華品牌 BMW、Mini、Audi、Cadillac；超豪華品牌 Land Rover、Jaguar 以及中檔汽車如 Buick、Toyota、Hongda 等。公司業務主要覆蓋上海、江蘇、浙江、山東、天津、遼寧等東部地區。

資金主要用途（29.73 億港元）
(以 9.65 港元計算-從發行 3.79 億股所得)

80%	擴展業務、收購、合營等
5%	成立授權維修中心
5%	升級現有4S經銷店
10%	一般營運資金

寶信汽車 1293.HK

中國領先豪華 4S 經銷集團

2011 年 12 月 6 日

- **行業擴張推動經銷商快速成長。**受整體經濟增長、居民收入增加、利好政府政策推動、國際汽車廠家大舉進入及汽車融資普及等因素，中國乘用車市場快速增長，目前已經成爲全球最大乘用車市場。新乘用車銷量由 2006 年約 520 萬輛增至 2010 年約 1380 百萬輛，複合年增長率約爲 27.7%。根據歐睿國際的資料，中國新乘用車銷量預期會由 2011 年的 15.0 百萬輛複合年增長約 13.0% 至 2014 年的 21.7 百萬輛。另外，根據歐睿國際的資料，2006 年至 2010 年中高檔、豪華品牌及超豪華品牌汽車年複合增長率分別達 26.6%、46.4%及 62.2%。於 2006 至 2010 年間，經 4S 經銷商作出的新乘用車總銷售額由約人民幣 6,050 億元增加至人民幣 16,350 億元，複合年增長率約爲 28.2%。

- **專注於豪華汽車市場。**寶信汽車定位於豪華汽車經銷商，包括寶馬、奧迪、路虎捷豹等豪華和超豪華品牌轎車。按截至 2011 年 9 月 30 日的門店數目計算，寶信經營共 28 家 4S 經銷店，其中 18 家爲豪華級超豪華品牌門店。另外，公司已獲製造商授權、有條件批准及收到無約束力意向書以開設另外 14 家豪華及超豪華品牌 4S 經銷店、展廳及維修中心，包括預期將於 2011 年 12 月 31 日前開業的五家門店。公司們擁有強大品牌組合，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；以及其他備受歡迎的中高檔品牌如別克、豐田、本田、日產、大眾、雪佛蘭及現代。於過往記錄期內，豪華及超豪華品牌的銷售額占寶信的汽車銷售收入及毛利的百分比不斷增加，於 2008 年、2009 年及 2010 年以及截至 2011 年 6 月 30 日止 6 個月分別占銷售汽車所得收入的 59.8%、70.6%、77.9%及 85.6%，以及銷售汽車所得毛利的 80.4%、80.9%、87.8% 及 93.8%。

- **業務快速增長。**寶信的收入由 08 年的 37.013 億元（人民幣，下同）增至 09 年的 51.647 億元及 10 年的 77.166 億元，複合年增長率爲 44.4%，而 2010 年 6 月 30 日止 6 個月收入爲 52.333 億元；公司純利由 08 年的 0.58 億元增至 09 年的 1.76 億元及 10 年的 3.08 億元，複合年增長率爲 131.3%，而 2010 年 6 月 30 日止 6 個月純利爲 2.14 億元。公司汽車銷售的毛利率由 08 年的 3.1% 增至 09 年的 5.0%、10 年的 6.0%及截至 11 年 6 月 30 日止 6 個月的 7.5%，而售後業務的毛利率則由 08 年的 41.6%增至 09 年的 46.5%、10 年的 47.5% 及截至 11 年 6 月 30 日止 6 個月的 48.0%。

- **估值進取，建議投機性認購。**寶信處於快速增長的豪華汽車市場，前景值得看高一線。雖然內地汽車業受到補貼優惠推出、一線城市限購等不利因素影響，增長出現放緩，但豪華汽車今年的銷售仍然保持迅速增長。**但是，寶信的招股定價稍爲偏貴。**香港上市的 4S 經銷商龍頭中升 11 年預測市盈率爲 15.2 倍，但寶信 11 年預測市盈率卻高達 23.8-33.3 倍。寶信預計將短期內增加 14 家豪華及超豪華品牌 4S 經銷店，保薦人預測 12 年純利將由 11 年的 6 億人民幣大幅提升到 19 億人民幣，按此計算寶信 12 年預測市盈率將降至 9.3-11.8 倍，跟同業相若。**基於寶信定價比較進取，只建議投機性認購。**

梁行健
CE No.:ASS967
電話: (852) 2530 8354
電郵: daniel.leung@ebscn.hk

公司綜合收益表

人民幣百萬元	截止 12 月 31 日止年度			截止 6 月 30 日止 6 個月	
	2008	**2009**	**2010**	**2010**	**2011**
收益	**3,701**	**5,165**	**7,717**	**3,393**	**5,233**
增長	*不適用*	*39.6%*	*49.4%*	*不適用*	*54.2%*
銷售成本	(3,445)	(4,727)	(7,029)	(3,090)	(4,714)
毛利	**256**	**438**	**688**	**303**	**519**
增長	*不適用*	*71.1%*	*57.1%*	*不適用*	*71.3%*
毛利率	6.9%	8.5%	8.9%	8.9%	9.9%
其他收入	13	27	38	17	38
銷售及分銷開支	(98)	(134)	(177)	(82)	(132)
行政開支	(54)	(69)	(91)	(42)	(91)
經營溢利	**118**	**263**	**457**	**195**	**335**
增長	*不適用*	*123.5%*	*74.2%*	*不適用*	*71.2%*
經營溢利率	*3.2%*	*5.1%*	*5.9%*	*5.8%*	*6.4%*
財務費用	(40)	(26)	(48)	(19)	(48)
應占聯營企業業績	0	0	3	0	2
稅前溢利	78	237	412	177	289
所得稅開支	(21)	(61)	(104)	(44)	(75)
年度/期間溢利	**57**	**176**	**308**	**131**	**214**
增長	*不適用*	*206.8%*	*75.0%*	*不適用*	*62.7%*
純利率	*1.5%*	*3.4%*	*4.0%*	*3.9%*	*4.1%*
以下人士應占溢利：					
本公司權益持有人	58	175	304	129	204
非控股權益	(0)	1	4	2	10
	57	**176**	**308**	**131**	**214**

資料來源: 公司招股檔，光大市場策略

風險因素

- 依賴與汽車製造商的經銷銷售協議，若製造商終止或不在續簽將對業務帶來嚴重影響。
- 公司的業績及增長前景或因中國汽車經銷行業競爭日益激烈而受到不利影響。
- 公司的業務及運營受汽車製造商所訂限制所限，及於多個不同範疇須倚賴車廠的合作。如果公司與任何汽車製造商的關係惡化，則寶信的業務、經營業績及增長可能受到不利影響。

估值比較

				預測市盈率		股本回報率
股票代號	公司	股價	市值(億港元)	2011	2012	2010
1293	寶信汽車	8.5-10.8	215-273	29.2-37.1	9.3-11.8*	20.7
881	中升控股	13.8	263.4	15.2	10.2	25.6
1828	大昌行集團	10.28	187.2	12.3	10.2	23.0
1728	正通汽車	7.33	161.3	17.8	9.3	12.4

11 年 12 月 6 日收市價

資料來源: 公司招股檔，彭博，光大市場策略 *寶信 2012 年預測市盈率來自保薦人預測

中國光大證券國際有限公司評級

買入	未來六個月的投資收益率領先相關行業指數 15%以上
增持	未來六個月的投資收益率領先相關行業指數 5%至 15%
持有	未來六個月的投資收益率與相關行業指數變動幅度相差-5%至 5%
減持	未來六個月的投資收益率落後相關行業指數 5%至 15%
沽出	未來六個月的投資收益率落後相關行業指數 15%以上

披露事項

在評論中，本公司並無擁有相當於所分析上市公司 1%或以上市值的財務權益(包括持股)，與有關上市公司並無投資銀行關係，亦無進行有關股份的莊家活動。本公司員工均非該上市公司的雇員。上述分析員並無於本報告所載的上市公司中擁有財務權益。

免責聲明

本報告由中國光大證券國際有限公司市場策略部所提供。本報告之內容不是爲任何投資者的投資目標、需要及財政狀況而編寫。本報告內所載之資料乃得自可靠之來源，惟並不保證此等資料之完整及可靠性，亦不存有招攬任何人參與證券或期貨等衍生產品買賣的企圖。本報告內之意見可隨時更改而毋須事先通知任何人。中國光大證券國際有限公司並不會對任何人士因使用本報告而引起之直接或間接之損失負責。

中國光大證券國際有限公司不排除其員工及有關公司的員工對有關報告內容提及的投資工具及產品有其個人投資興趣。

本報告乃屬於中國中國光大證券國際有限公司之財產，未經本公司事前書面同意,任何人士或機構均不得複製、分發、傳閱、廣播或作任何商業用途。

本公司乃受香港證券及期貨監察委員會所監管，並受香港證券及期貨條例及有關附屬條例約束。

地址：香港夏慤道 16 號遠東金融中心 36 樓　　聯絡電話：2537 6689