

01293.HK 宝信汽车

未评级

要约收购结束，回归关注公司基本面

2016年06月22日

市场数据

| 报告日期 | 2016.06.22 |
|----------|------------|
| 收盘价(元) | 4.24 |
| 总股本(百万股) | 2,557 |
| 总市值(百万元) | 10,843 |
| 净资产(百万元) | 4,972 |
| 总资产(百万元) | 18,811 |
| 每股净资产(元) | 1.944 |

数据来源: Wind

相关报告

海外汽车研究

高级分析师: 姚炜
yaowei@xyzq.com.cn
SFC: AVW558
SAC: S0190516050001

事件:

- 公司公告董事会成员变更, 广汇汽车的管理团队正式入主董事会。同时宣布要约收购结束。

点评:

- **宝信汽车大股东更换, 广汇汽车正式入主。**公司宣布从6月21日起, 李建平、王新明、卢翔已获委任为公司执行董事。李建平同时获委任为公司提名委员会成员。李建平获委任为薪酬委员会成员, 王新明获委任总裁。李建平获委任接替授权代表。宝信汽车董事会成员全面由广汇汽车管理层成员接任, 标志着广汇汽车正式入主宝信汽车。
- **接受要约股东实际可出售股份比例 75.71%。**公司宣布要约结束以及暂停买卖。截至4月21日下午4点, 要约人收到: 1、来自合资格股东的有关合共25.3亿股股份的有效接纳, 占公司已发行股本的99.06%; 由于部分股东没有接受要约收购, 因此接受要约的股东可以向要约人出售超过75%的股份, 根据公式计算, 该比例为75.71%。
- **股价回归基本面, 寻找安全边际。**公司宣布接受广汇的要约收购后, 初期市场预期要约收购价高于股价, 后续实际的收购价5.99港元也确实超出市场预期。收购价的保护作用下, 宝信汽车的股价显著强于市场表现, 要约结束后, 收购价的保护作用失效, 宝信汽车的股价将回归其基本面本身。根据市场一致预期, 目前公司估值对应16/17年的市盈率分别为12.5倍/10.5倍, 市净率分别为1.4倍/1.3倍, 显著高于同业水平。未来股价有回调风险, 根据目前的市场估值水平, 我们认为6.5倍到7.5倍的16年市盈率是一个具有较高安全边际的估值区间, 对应股价区间2.13至2.46港元, 市净率区间为0.76至0.88倍。
- **风险提示。**行业竞争激烈, 业绩不达预期; 收购整合不达预期。

报告正文

- **宝信汽车大股东更换，广汇汽车正式入主。**公司宣布从6月21日起，杨爱华、杨汉松、杨泽华及华秀珍等已辞任公司执行董事，李建平、王新明、卢翔已获委任为公司执行董事。李建平同时获委任为公司提名委员会成员，杨汉松辞任提名委员会成员。李建平获委任为薪酬委员会成员，杨汉松辞任薪酬委员会成员。杨汉松辞任公司行政总裁，王震辞任公司总裁，王新明接任总裁。杨汉松不再为公司的授权代表，李建平获委任接替。宝信汽车董事会成员全面由广汇汽车管理层成员接任，标志着广汇汽车正式入主宝信汽车。
- **接受要约股东实际可出售股份比例 75.71%。**公司宣布要约结束以及暂停买卖。截至4月21日下午4点，要约人收到：1、来自合资格股东的有关合共25.3亿股股份的有效接纳，占公司已发行股本的99.06%；2、购股权要约项下的1545万份购股权的有效接纳。由于要约人广汇汽车要求收购75%的全部股份，由于部分股东没有接受要约收购，因此接受要约的股东可以向要约人出售超过75%的股份，根据公式计算，该比例为75.71%。收购完成后，原大股东仍持有13.01%股份，其余流通股东股份占比为11.99%，低于上市规则最低公众持股量的规定，目前公司在向联交所申请豁免严格遵守上市规则第8.08(1)(a)条，同时杨爱华先生等已经承诺将采取配售股份或其他令联交所满意的方式削减股份。
- **收购具有较强的协同效应。**品牌结构来看，广汇汽车以中高端品牌为主，豪华车占比不高，主要集中奥迪、奔驰、进口大众等品牌，而宝信汽车主要从事宝马、捷豹路虎等豪华车品牌，其中宝马品牌和路虎品牌均是中国最大的经销商。宝信汽车的收购有助于弥补其豪华车品牌的短板；从区域来看，收购也具有较强的协同效应。广汇汽车经销的区域主要集中在中西部地区，而宝信汽车主要集中在上海等长三角地区。收购有助于协助广汇完成全国范围的布局。总体看，我们认为收购的协同效应比较明显，同时未来两个上市平台的作用也有助于广汇以及宝信汽车的发展，未来不排除上市公司的业务范围会有一些的调整。
- **股价回归基本面，寻找安全边际。**公司宣布接受广汇的要约收购后，初期市场预期要约收购价高于股价，后续实际的收购价5.99港元也确实超出市场预期。收购价的保护作用下，宝信汽车的股价显著强于市场表现，从2015年9月15日宣布接受要约收购开始至2016年6月18日要约基本结束，宝信汽车的股价涨幅90.7%，而同期恒生国企指数下跌12.8%。要约结束后，收购价

的保护作用失效，宝信汽车的股价将回归其基本面本身。根据市场一致预期，目前公司估值对应16/17年的市盈率分别为12.5倍/10.5倍，市净率分别为1.4倍/1.3倍，显著高于同业水平。未来股价有回调风险，根据目前的市场估值水平，我们认为6.5倍到7.5倍的16年市盈率是一个具有较高安全边际的估值区间，对应股价区间2.13至2.46港元，市净率区间为0.76至0.88倍。

表 1、经销商估值比较

| 股票名称 | 股票代码 | 股价 | 货币 | 评级 | 目标价 | 总市值 | 市盈率 | | | 市净率 | | | ROE | | | EPS CAGR | | 股息率 |
|-----------------------|---------|--------|----|------|------|--------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|-----|
| | | | | | | | FY15 | FY16E | FY17E | FY15 | FY16E | FY17E | FY15 | FY16E | FY17E | FY15-17E | 16E | |
| | | Price* | | | | 百万港元 | (X) | (X) | (X) | (X) | (X) | (X) | (%) | (%) | (%) | (%) | (%) | (%) |
| 宝信汽车 | 1293 HK | 4.24 | 港元 | n.a. | n.a. | 10,843 | 37.3 | 12.5 | 10.5 | 1.7 | 1.4 | 1.3 | 4.7 | 11.7 | 12.8 | 93.2 | 1.5 | |
| 中升控股 | 881 HK | 4.19 | 港元 | n.a. | n.a. | 8,994 | 15.8 | 10.2 | 8.8 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 4.0 | 5.8 | 6.6 | 37.8 | 2.0 | |
| 正通汽车 | 1728 HK | 2.93 | 港元 | n.a. | n.a. | 6,476 | 8.3 | 6.3 | 5.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 7.2 | 8.8 | 9.5 | 24.9 | 3.7 | |
| 永达汽车 | 3669 HK | 3.33 | 港元 | n.a. | n.a. | 4,928 | 7.5 | 5.2 | 4.5 | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 12.2 | 15.1 | 14.1 | 32.0 | 6.0 | |
| 大昌行 | 1828 HK | 3.61 | 港元 | n.a. | n.a. | 6,614 | 9.2 | 7.6 | 7.0 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 6.3 | 7.3 | 7.7 | 17.3 | 5.4 | |
| 和谐汽车 | 3836 HK | 4.32 | 港元 | n.a. | n.a. | 6,807 | 8.8 | 7.4 | 6.6 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 9.6 | 10.4 | 10.3 | 18.4 | 3.5 | |
| 剔除宝信后的H股经销商平均值 | | | | | | | 10.5 | 7.7 | 6.8 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 7.4 | 8.9 | 9.2 | 26.6 | 3.9 | |

资料来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

- **风险提示。**行业竞争激烈，业绩不达预期；收购整合不达预期。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

| 机构销售经理联系方式 | | | | | |
|---|---------------|--------------------------|-----|---------------|---------------------------|
| 机构销售负责人 | | | 邓亚萍 | 021-38565916 | dengyp@xyzq.com.cn |
| 上海地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 罗龙飞 | 021-38565795 | luolf@xyzq.com.cn | 盛英君 | 021-38565938 | shengyj@xyzq.com.cn |
| 杨忱 | 021-38565915 | yangchen@xyzq.com.cn | 王政 | 021-38565966 | wangz@xyzq.com.cn |
| 冯诚 | 021-38565411 | fengcheng@xyzq.com.cn | 王溪 | 021-20370618 | wangxi@xyzq.com.cn |
| 顾超 | 021-20370627 | guchao@xyzq.com.cn | 李远帆 | 021-20370716 | liyuanfan@xyzq.com.cn |
| 胡岩 | 021-38565982 | huyan@xyzq.com.cn | 王立维 | 021-38565451 | wanglw@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 北京地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 朱圣诞 | 010-66290197 | zhusd@xyzq.com.cn | 郑小平 | 010-66290223 | zhengxiaoping@xyzq.com.cn |
| 肖霞 | 010-66290195 | xiaoxia@xyzq.com.cn | 陈杨 | 010-66290197 | chenyang@xyzq.com.cn |
| 刘晓浏 | 010-66290220 | liuxiaoliu@xyzq.com.cn | 吴磊 | 010-66290190 | wulei@xyzq.com.cn |
| 何嘉 | 010-66290195 | hejia@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605(100033) 传真: 010-66290220 | | | | | |
| 深圳地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 朱元贱 | 0755-82796036 | zhuyy@xyzq.com.cn | 李昇 | 0755-82790526 | lisheng@xyzq.com.cn |
| 杨剑 | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn | 邵景丽 | 0755-23836027 | shaojingli@xyzq.com.cn |
| 王维宇 | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017 | | | | | |
| 海外销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 刘易容 | 021-38565452 | liuyirong@xyzq.com.cn | 徐皓 | 021-38565450 | xuhao@xyzq.com.cn |
| 张珍岚 | 021-20370633 | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云 | 021-38565439 | chanchiwan@xyzq.com.cn |
| 曾雅琪 | 021-38565451 | zengyayi@xyzq.com.cn | 申胜雄 | | shensx@xyzq.com.cn |
| 赵新莉 | 021-38565922 | zhaoxinli@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 私募及企业客户负责人 | | | 刘俊文 | 021-38565559 | liujw@xyzq.com.cn |
| 私募销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 徐瑞 | 021-38565811 | xur@xyzq.com.cn | 杨雪婷 | 021-20370777 | yangxueting@xyzq.com.cn |
| 唐恰 | 021-38565470 | tangqia@xyzq.com.cn | 韩立峰 | 021-38565840 | hanlf@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |

香港及海外市场

| 机构销售负责人 | | | 丁先树 | 18688759155 | dingxs@xyzq.com.hk |
|--|-------------|---------------------|-----|-------------|---------------------|
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 郑梁燕 | 18565641066 | zhengly@xyzq.com.hk | 阳焯 | 18682559054 | yanghan@xyzq.com.hk |
| 王子良 | 18616630806 | wangzl@xyzq.com.hk | 周围 | 13926557415 | zhouwei@xyzq.com.hk |
| 孙博轶 | 13902946007 | sunby@xyzq.com.hk | | | |
| 地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900 | | | | | |

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。