

买入 (维持)

01728.HK 正通汽车

目标价: 3.80

现价: 2.85

## 汽车金融业务稳健推进

2016年07月05日

预期升幅: 33.3%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2016.07.05

收盘价(元)	2.85
总股本(百万股)	2,210
总市值(百万元)	6,299
净资产(百万元)	8,689
总资产(百万元)	23,680
每股净资产(元)	3.932

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	29,361	31,265	32,925	34,808
同比增长(%)	(5)	6	5	6
净利润(百万元)	619	801	983	1,159
同比增长(%)	(23)	29	23	18
毛利率(%)	8.8	9.2	9.7	10.1
净利润率(%)	2.1	2.6	3.0	3.3
净资产收益率(%)	7.1	8.6	9.8	10.6
每股收益(元)	0.280	0.362	0.445	0.524
股息率(%)	3.7	4.5	5.6	6.6

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **东正金融下游客户需求有望多元化。**东正金融于2015年4月份开业,15年生息资产规模19.2亿元,目前做到约30亿元,预计16年年底做到50-60亿元。东正汽车金融的需求主要来自于以下几方面:1、正通汽车集团内部客户的资金需求;2、其他经销商集团的合作需求;3、和主机厂合作;4、公司旗下的物流商用车资金需求;5、二手车汽车金融是潜在需求点。
- **东正金融的资产收益率有提升空间。**汽车金融公司的收益主要取决于于利息收入和成本。东正的净利息收益率在11-12%之间。成本方面,主要有几块:资金成本、运营成本、资产减值拨备等,其中资金成本5-6%之间;运营成本主要人员工资和IT系统等,资产减值拨备方面,严格按照银监会的资产减值拨备提取要求,大概1.8%水平。目前的资产收益率在1.5%左右,未来随着规模的提升,资产收益率有提升空间。
- **我们的观点:**正通汽车今年最大的看点来自于汽车金融业务的发展。正通汽车作为唯一经销商背景的汽车金融公司拥有得天独厚的优势,在汽车金融业务等推动下,我们预计2016年至2018年净利润分别为8.01亿元、9.83亿元和11.59亿元,分别同比增长29.5%、22.7%及17.9%。目前公司对应16/17年市盈率分别为6.6倍/5.4倍,股息率4.5%/5.6%,估值偏低,继续维持买入评级。
- **风险提示:**1、市场竞争激烈,毛利率水平不及预期;2、汽车金融业务表现不及预期;3、汇兑影响超预期。

## 相关报告

正通汽车(1728.HK)-深度报告  
-20160629

## 海外汽车研究

高级分析师: 姚炜

yaowei@xyzq.com.cn

SFC: AVW558

SAC: S0190516050001

## 报告正文

- **汽车金融行业规模发展空间巨大。**目前汽车金融这两年处于快速爆发状态，特别是豪华车市场，以前越是豪华车，越少人使用贷款。随着消费意识的改变，汽车金融渗透率快速提升，从以前的3-5%上升到20-30%，未来5年有望达到50%以上，目前一年销量2千多万销量，销售额达到4万多亿，如果达到50%就有望达到2万亿规模的市场基础，如果扣除30%首付，汽车金融行业规模有望达到1万5千亿以上的市场。
- **经销商背景赋予东正金融独特竞争优势。**目前汽车金融行业的参与者比较多，主要有银行、汽车金融公司和融资租赁公司。和银行相比，东正金融的资金成本处于劣势。但是汽车金融占银行的比重相对较低，重视程度并不够。银行宁愿去做对公业务，汽车消费信贷相对较为琐碎。在催收、不良处理、二手车拍卖等方面对消费者的掌控力度不够。和其他金融公司相比，东正金融的特殊在于经销商背景，厂商金融公司只能做单一品牌的汽车金融，正通不限品牌。在产品灵活性方面，经销商背景的汽车金融公司更甚一筹。和融资租赁公司相比，东正金融的牌照优势明显，有两点优势：一是公司按照8%的资本充足率要求，可以高达12.5倍的杠杆；二是可以从银行间市场拆借成本更低的资金。此外，汽车金融贷款不涉及车辆残值问题，相比融资租赁更好控制风险。
- **东正金融下游客户需求有望多元化。**东正金融于2015年4月份开业，15年生息资产规模19.2亿元，目前做到约30亿的生息资产规模，预计16年年底做到50-60亿元。东正汽车金融的需求主要来自于以下几方面：1、正通汽车集团客户的资金需求。正通每年的新车销售规模250多亿，按照40%的渗透率就有百亿的需求基础；2、其他经销商集团的合作需求。由于东正金融的产品具有较强的竞争力，有助于提升产品销量，一些经销商集团也和东正金融合作；3、和主机厂合作。一些品牌的主机厂并没有申请到主机厂牌照，如捷豹路虎，或者部分主机厂金融公司的资金需求无法满足需求，厂家也会和东正金融合作；此外，公司也在和一些物流车厂家合作，给物流车的厂家制定一些汽车金融方案；4、公司旗下的物流商用车资金需求。公司对旗下物流业务有几十亿的规模业务，这块业务用车需求比较稳定，收益率高，而且相对资产风险可控，未来有望拓展至该领域；5、二手车汽车金融是潜在需求点。东正金融也在考虑二手车汽车金融业务的发展可能，如和一些互联网平台合作等。

- **东正金融的资产收益率有提升空间。**汽车金融公司的收益主要取决于于利息收入和成本。东正的净利息收益率在 11-12% 之间。成本方面，主要有几块：资金成本、运营成本、资产减值拨备等，其中资金成本 5-6% 之间；运营成本主要人员工资和 IT 系统等，资产减值拨备方面，严格按照银监会的资产减值拨备提取要求，大概 1.8% 水平。目前的资产收益率在 1.5% 左右，未来随着规模的提升，资产收益率有提升空间。目前比较成熟的汽车金融公司如上汽通用金融资产收益率在 2.8% 左右，不过有下移压力，长期看 2% 左右是一个比较合理的水平。
- **资金配置能力有助于提升资金效率及收益率：**东正金融的资金主要来自于渠道：银行授信、银行间市场资金以及发行一些类 ABS 产品。由于公司拥有汽车金融牌照，公司相对较容易获得银行及银行间市场的资金。由于公司的规模相对较小，相比其他汽车金融公司，目前的资金成本相对略高。此外，公司也发行一些类 ABS 产品，类 ABS 产品分两种：一种是把资产全部卖了，会出表；另外一种是出让收益权，资产还在表内。以上三种方式，无论哪种方式都要考虑一个资金配置问题，如果资金得到有效配置，所借资金的周期越短，带来的收益率就会越高。
- **我们的观点：**正通汽车今年最大的看点来自于汽车金融业务的发展。正通汽车作为唯一经销商背景的汽车金融公司拥有得天独厚的优势，我们预计 2016 年至 2018 年汽车金融分别贡献净利润 7772.8 万元、1.53 亿元和 2.15 亿元，分别同比增长 326%、97% 和 40%。在汽车金融业务等推动下，我们预计 2016 年至 2018 年净利润分别为 8.01 亿元、9.83 亿元和 11.59 亿元，分别同比增长 29.5%、22.7% 及 17.9%，16-18 年净利润复合成长 23.3%。目前公司对应 16/17 年市盈率分别为 6.6 倍/5.4 倍，股息率 4.5%/5.6%，估值偏低，继续维持买入评级。
- **风险提示：**1、市场竞争激烈，毛利率水平不及预期；2、汽车金融业务表现不及预期；3、汇兑影响超预期。

## 附表

资产负债表					利润表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>12,403</b>	<b>15,085</b>	<b>15,955</b>	<b>18,623</b>	<b>营业收入</b>	<b>29,361</b>	<b>31,265</b>	<b>32,925</b>	<b>34,808</b>
现金及短期投资	1,599	1,482	1,411	1,609	营业成本	(28,206)	(29,811)	(31,208)	(32,988)
已抵押银行存款	1,481	1,563	1,646	1,740	其他收入	524	544	578	617
应收账款	5,294	5,487	5,867	6,136	投资收益	31	31	33	35
存货	3,194	4,375	3,551	4,790	息税折旧前利润	<b>1,710</b>	<b>2,028</b>	<b>2,328</b>	<b>2,473</b>
其它流动资产	835	2,178	3,480	4,347	折旧及摊销	360	393	415	299
<b>非流动资产</b>	<b>11,276</b>	<b>12,470</b>	<b>13,697</b>	<b>14,369</b>	EBIT	<b>1,350</b>	<b>1,635</b>	<b>1,914</b>	<b>2,174</b>
固定资产净值	3,428	3,597	3,776	3,825	净利息支出	(428)	(438)	(444)	(441)
无形资产	3,789	3,690	3,591	3,492	税前利润	<b>922</b>	<b>1,197</b>	<b>1,469</b>	<b>1,732</b>
商誉	1,927	1,927	1,927	1,927	所得税开支	(293)	(383)	(470)	(554)
金融服务应收款项	704	1,838	2,936	3,669	经营利润	<b>629</b>	<b>814</b>	<b>999</b>	<b>1,178</b>
其他非流动资产	1,428	1,419	1,466	1,456	少数股东权益	(10)	(13)	(16)	(19)
<b>总资产</b>	<b>23,680</b>	<b>27,555</b>	<b>29,651</b>	<b>32,991</b>	净利润(百万元)	<b>619</b>	<b>801</b>	<b>983</b>	<b>1,159</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,756</b>	<b>14,906</b>	<b>16,150</b>	<b>18,516</b>	每股收益	0.280	0.362	0.445	0.524
短期借款	4,482	4,690	4,609	4,525	<b>主要财务比率</b>				
应付账款	5,133	6,221	5,668	6,843	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
其他流动负债	2,142	3,996	5,873	7,148	成长性(%)				
<b>长期负债</b>	<b>3,234</b>	<b>3,334</b>	<b>3,434</b>	<b>3,534</b>	营业收入增长率	-5.0	6.5	5.3	5.7
长期借款	188	188	188	188	净利润增长率	-23.0	29.5	22.7	17.9
长期债券	2,158	2,158	2,158	2,158	<b>盈利能力分析(%)</b>				
其他负债	888	988	1,088	1,188	毛利率	8.8	9.2	9.7	10.1
<b>总负债</b>	<b>14,990</b>	<b>18,240</b>	<b>19,585</b>	<b>22,050</b>	营业利润率	4.6	5.2	5.8	6.2
股东权益总额	<b>8,589</b>	<b>9,204</b>	<b>9,947</b>	<b>10,812</b>	息税折旧前利润率	5.8	6.5	7.1	7.1
少数股东权益	<b>101</b>	<b>110</b>	<b>119</b>	<b>130</b>	息税前利润率	4.6	5.2	5.8	6.2
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,689</b>	<b>9,315</b>	<b>10,067</b>	<b>10,941</b>	净利率	2.1	2.6	3.0	3.3
<b>负债及所有者权益</b>	<b>23,680</b>	<b>27,555</b>	<b>29,651</b>	<b>32,991</b>	净资产收益率	7.1	8.6	9.8	10.6
					资产收益率	2.6	2.9	3.3	3.5
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率(%)	63.3	66.2	66.0	66.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,526</b>	<b>761</b>	<b>1,147</b>	<b>1,293</b>	净负债率(%)	54.0	54.1	50.1	43.6
净利润	922	1,197	1,469	1,732	流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0
折旧及摊销	360	393	415	433	<b>营运能力</b>				
营运资本变动	(88)	(956)	(764)	(810)	平均资产周转天数	285.1	299.1	317.1	328.4
其他营业资产及负债变动	333	127	27	(63)	平均存货周转天数	51.4	48.7	48.7	48.7
<b>投资活动现金流</b>	<b>(769)</b>	<b>(445)</b>	<b>(435)</b>	<b>(257)</b>	平均应收账款周转	62.8	62.9	62.9	62.9
资本支出净额	(1,038)	(600)	(600)	(500)	平均应付账款支付	74.7	73.0	73.0	73.0
资产处置	209	284	262		<b>每股资料</b>				
其他资产变动	60	(129)	(97)	(39)	每股收益	0.280	0.362	0.445	0.524
自由现金流	<b>489</b>	<b>161</b>	<b>547</b>	<b>793</b>	每股净资产	3.932	4.215	4.555	4.950
<b>融资活动现金流</b>	<b>(605)</b>	<b>(438)</b>	<b>(788)</b>	<b>(844)</b>	<b>估值比率(倍)</b>				
股本变动	0	0	0	0	PE	8.2	6.6	5.4	4.6
负债变动	128	208	(80)	(84)	PB	0.6	0.6	0.5	0.5
已付股息	(174)	(185)	(240)	(295)	股息率	3.7	4.5	5.6	6.6
其它长期资产变动	(558)	(461)	(467)	(464)					
<b>现金及现金等价物变动</b>	<b>153</b>	<b>(122)</b>	<b>(76)</b>	<b>193</b>					
外汇变动影响	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>					
期初现金	<b>1,435</b>	<b>1,599</b>	<b>1,482</b>	<b>1,411</b>					
期末现金	<b>1,599</b>	<b>1,482</b>	<b>1,411</b>	<b>1,609</b>					

## 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](http://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。