

01268.HK 美东汽车

未评级

扩张带来中期业绩的高增长

2016年08月28日

市场数据

报告日期	2016.08.28
收盘价(港元)	0.95
总股本(百万股)	1,088
总市值(百万港元)	1,034
净资产(百万元)	765
总资产(百万元)	2,379
每股净资产(元)	0.703

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

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	2,949	3,480	3,855	4,808
同比增长(%)	4.4	18.0	10.8	24.7
净利润(百万元)	48	106	111	102
同比增长(%)	(37.9)	122.4	4.5	(7.7)
毛利率(%)	7.6	9.4	10.2	9.4
净利润率(%)	1.6	3.0	2.9	2.1
净资产收益率(%)	10.6	23.0	20.3	13.4
每股收益(元)	0.06	0.14	0.11	0.10
股息率(%)	0.0	3.6	3.6	5.6

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **中期业绩表现优异。**公司上半年实现销售收入 25.98 亿元, 同比增长 22.0%。毛利额 2.53 亿元, 同比增长 20.8%。实现归属于母公司净利润 6253.3 万元, 同比增长 22.2%。每股收益 0.058 元。收入实现较高增长, 主要是过去一年开店数较多带来新车和售后服务高增长, 同时延伸服务佣金收入出现翻倍增长。净利润增速高于毛利增速, 主要是财务费用率出现下降。
- **公司规模决定了未来仍有成长要求。**公司目前规模仍然较小, 亟需扩大。公司管理层坚持稳健扩张的发展政策, 一方面, 公司计划增加新店数量。6 月底公司 29 家店, 预计下半年将增加 3-4 家店, 同时未来不排除会有一些并购想法; 二、继续深化现有业务, 如汽车保险及金融等延伸业务。公司在手现金 2.87 亿元, 资产负债率 65.9%, 发展各项业务资金仍有保证。
- **我们的看法:**公司上半年业务发展相对较为稳健, 收入较高增长, 同时盈利能力稳健。延伸服务佣金翻倍增长以及财务费用率显著下降是主要亮点。未来来看, 成长仍然是公司最大的特征。公司仍将坚持以稳健扩张政策为主, 新店增加仍将是公司规模扩张的主要途径。公司目前市值 10.34 亿港元, 对应 15 年静态市盈率 10.1 倍, 股息率 5.6%, 估值合理, 由于市值和股票流动性较小, 建议长期关注。
- **风险提示:**新店扩张进度和新店的盈利不如预期; 行业毛利率下滑。

报告正文

- **净利润增长表现优异。**公司上半年实现销售收入 25.98 亿元,同比增长 22.0%。毛利额 2.53 亿元,同比增长 20.8%。实现归属于母公司净利润 6253.3 万元,同比增长 22.2%。每股收益 0.058 元。收入实现较高增长,主要是过去一年开店数较多带来新车和售后服务高增长(同比新增 8 家店),同时延伸服务佣金收入出现翻倍增长。净利润高于毛利增速,主要是财务费用率出现下降。

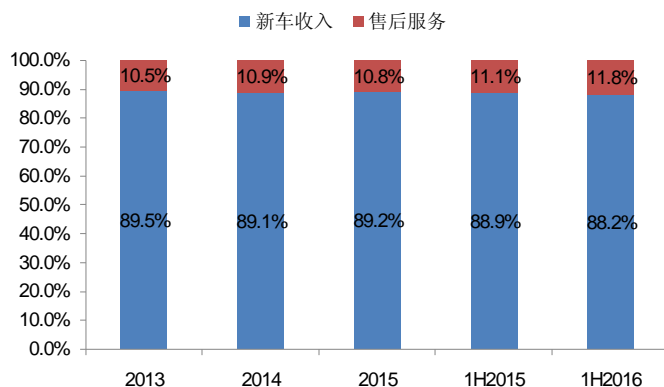
表 1、公司半年报数据分析

百万元	1H15	2H15	1H16	1H16 YOY	1H16 HOH
营业收入	2,130	2,678	2,598	22.0%	-3.0%
毛利	209	243	253	20.8%	4.3%
净利润	51	51	63	22.2%	22.6%
毛利率	9.8%	9.1%	9.7%	下降 0.1ppts	增加 0.6ppts
净利润率	2.4%	1.9%	2.4%	持平	增加 0.5ppts

资料来源:公司资料,兴业证券研究所

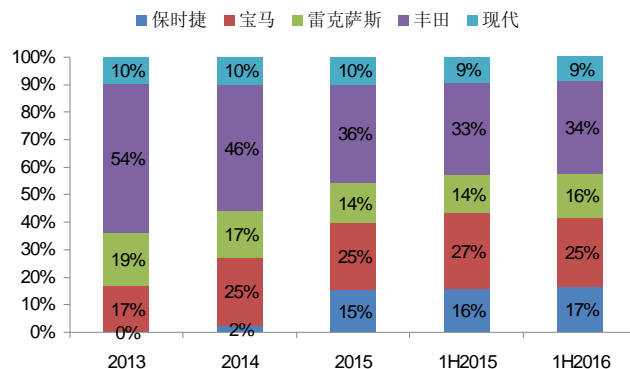
- **佣金收入翻倍增长。**收入分布来看:1、**新车销售方面**,上半年新车收入 22.92 亿元,同比增长 21.1%。其中新车销量 4.45 万辆,同比增长 10.8%,平均车价 5.15 万元,同比增长 9.3%,均价上升主要是豪华车的销量占比提升。分品牌来看,其中雷克萨斯的收入增长最快,上半年雷克萨斯销售收入 3.72 亿元,同比增长 37%。保时捷销售收入 3.79 亿元,同比增长 26%。宝马销售 5.73 亿元,同比增长 12%。丰田和现代分别销售 7.69 亿元和 1.99 亿元,分别同比增长 22%和 14%。2、**售后服务收入方面**。上半年售后服务收入额为 3.06 亿元,同比增长 29.1%。其中进场台次 12.1 万台,同比增长 15.8%。单车服务金额 2529 元,同比增长 11.5%。3、**佣金收入方面**,上半年佣金收入 1648.1 万元,同比增长 103.1%。

图 1、公司收入总体占比



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

图 2、各品牌新车收入占比



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

- **净利润率表现稳定。**毛利率方面，上半年新车毛利率 4.2%，低于去年同期的 4.9%，但好于去年下半年的 4.1%，显示出新车毛利率复苏，但幅度不明显。售后服务毛利率 51.6%，高于去年同期的 49.8%。综合来看，公司毛利率 9.7%，略低于去年同期的 9.8%，但高于去年下半年的 9.1%。费用率方面，公司 SG&A 比率为 6.6%，高于去年同期 1.1 个百分点，这可能与新店增加有关。财务费用率方面，上半年财务费用率为 1.1%，低于去年同期的 2.0%，这与降息带来的资金成本降低以及公司库存水平降低有关。整体上来看，上半年净利润率为 2.4%，和去年同期基本持平。
- **公司规模决定了未来仍有成长要求。**公司目前规模仍然较小，亟需扩大。不过公司管理层仍坚持稳健扩张的发展政策，一方面，公司计划增加新店数量。上半年公司增加了 1 家丰田店至 29 家店，预计下半年仍将增加 3-4 家店，同时未来不排除会有一些并购想法；二、公司在深化现有业务，如汽车保险及金融等延伸业务。公司在手现金 2.87 亿元，资产负债率 65.9%，发展各项业务资金仍有保证。
- **我们的看法：**公司上半年业务发展相对较为稳健，收入较高增长，同时盈利能力稳健。延伸服务佣金翻倍增长以及财务费用率显著下降是主要亮点。未来来看，成长仍然是公司最大的特征。公司仍将坚持以稳健扩张政策为主，新店增加仍将是公司规模扩张的主要途径。公司目前市值 10.34 亿港元，对应 15 年静态市盈率 10.1 倍，股息率 5.6%，估值合理，由于市值和股票流动性较小，建议长期关注。
- **风险提示：**新店扩张进度和新店的盈利不如预期；行业毛利率下滑；

投资者问答 Q&A

1、下半年的新开店计划？在哪些城市及有哪些品牌？

在建 4 个，下半年最少开 3 个，看在建店的速度，上半年开了 1 个丰田。比较多的是宝马，有 1 个雷克萨斯。

2、公司对品牌选择的方向？

公司目前品牌挺好的。虽然目前产品生命周期势头好的是奔驰，宝马不好，但如果拉长看，都差不多。到时候宝马起来，奔驰就下去了。新店回报率来看，公司目前品牌挺好的，而且还有很多发展空间，公司目前的策略是把现有品牌发展空间先做好做深。不过如果是如果并购除外，如果并购一个小集团的话，会有一些别的

品牌，这就另当别论。

3、公司分红派息政策？

上市三年以来，分红第一年 30，第二年接近 30，去年 50%，没有稳定的，最少配双位数。

4、今年下半年行业看法？如果购置税到期，对行业会有什么样的影响？

购置税和限牌，对行业影响是二性，一性的看法是这个行业还是要增长，增长来自于三四线城市。未来行业增量来自于三四线，一二线是存量市场。一线城市最好做高一点的品牌。三四线城市可以延续比较久。公司策略是单个城市单个店。好处在于销售的竞争小很多，宝马品牌在湖南毛利率高，售后也比较容易抓住。各种比率也可以看出来，公司的新车销售毛利率和售后毛利率比较好。

5、一城一店可以持续吗？

中国很多城市都是比一个容量大，比 2 个小的情况。3-400 万城市，公司 2010 年在株洲开了一个宝马店，现在还是一个，由于这个市场是比一个容量大，比 2 个小，中间这种状况会持续很长一段时间，加上开店周期很长，需要厂家规划，拿地等，在竞争对手进来之前，如果售后服务够好，如果回头率超过 100，对你没影响的，因为基盘够大。

6、新车毛利率，上半年是 4.2%，下半年或者明年毛利率及其他的看法？

新车的毛利率稳定，目前存货情况很好，下半年丰田有些新车出来(公司丰田占的挺多)。上半年雷克萨斯毛利率比较高，主要是上半年春节前后日本有一个地震，供应短缺。下半年供应正常，但也不会说快很多。保时捷的毛利率还涨了点，下半年的情况还挺好的。

除了毛利率之外，公司还是挺乐观的。如果存货好的话，基本上赚钱效应很好。库存不够的话，四季度毛利率比较好。今年春节比较早，很多消费会提前到 11 月、12 月。公司目标维持稳定的，健康的，双位数增长。

7、PPT 里面有 3 个投资例子，其中雷克萨斯的新店投资只有很少，这是趋势还是个例？

每个店的情况不一样的，一般要一千万，珠海雷克萨斯特别便宜。刚好找了一个 4S 店的大厦，他们不做了。所以省了一些成本。以前 3-4 千万的投资，现在投资回报快了很多。

8、关于 O2O 对于经销商行业的影响？

2年前非常热，公司并不认为直销是未来的方向。网上只是辅助作用。

9、怎么看待汽车融资租赁和汽车金融业务？

汽车金融做的人太多了。竞争比较激烈，暂时不会考虑。

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	zhushd@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
朱元斌	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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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。