

2013年7月23日

√ 黄建文
W 852.2878.8270
X johnny.wong@kgia.com

√ 沈微 (Coordinator)
W 86.21.6125.8674

公司概况

和谐汽车总部位于河南省首府郑州，为中国最大的豪华和超豪华车款品牌经销商之一。截止上半年共有 27 家门店(包括展厅)，销售包括宝马，雷克萨斯，劳斯莱斯等品牌汽车。2012 年公司营收近人民币 57 亿元，净利 3.5 亿元。

交易数据表

收盘价 7月22日 (港元)	6.11
52周股价 (低/高):	4.7 - 6.1
市值: 十亿港元/十亿美金	6.7/857
流通在外股数 (百万股):	1,094
不受大股东掌控 (%):	36
主要股东 (%): Eagle Seeker	64
3M 平均成交量 (百万股):	3.0
股价表现 (3,6,12M) (%)	N.A.
相对表现 (3,6,12M) (%)	N.A.

讯息评析

大陆及香港

上海地区路演纪要

重要讯息

我们近日在上海地区举办了和谐汽车的路演。

评论及分析

在河南豪华车汽车市场具有准垄断地位。 2012 年公司新车销售毛利率为 9.2%，比同业高约 4 个百分点，部分原因为公司在河南掌握准垄断地位。公司几乎垄断宝马销售，河南省占达 85%。公司的雷克萨斯市占超过 80%，劳斯莱斯和阿斯顿·马丁则接近 100%。2013 年前四个月，河南市场的宝马新车销售毛利率维持在 10%，但非河南市场(如上海，北京，广州)仅有 5%。

独立售后服务中心为焦点。 公司坦言长期而言，新车销售毛利率必定下滑，因此公司企图以自有品牌建立独立售后服务连锁服务中心，以维持获利成长。根据公司资料，两年保修期后经销商客户流失率为每年 10%，此群车主为连锁服务中心的目标客群。若假设维修工位数为 80，每日周转两次，每辆车维修收入 3000 元，净利润率 30%，那么一间标准的服务中心一年的营收可达人民币 1.7 亿元，净利达 5000 万元。且初期资本支出为 1500 万元，营运资金需求有限，一间服务中心可在 6 个月内收回投资。下半年，前 3 家售后服务中心即将开幕，公司目标为 2015 年开设 20 家售后服务中心。

超豪华品牌仍享利润溢价。 公司指出沿海城市的豪华车市场已过于饱和，但超豪华车品牌仍有成长空间。目前公司有 5 家超豪华车款销售据点，销售劳斯莱斯，马莎拉蒂，阿斯顿·马丁车款。三个品牌的新车毛利率达 15-25%，比豪华车高 5-20 个百分点。此外，一个超豪华车销售据点的资本支出(1000-1500 万元)远低于豪华车经销据点(3000-5000 万元)。我们预估超豪华车销售据点(如一家劳斯莱斯展厅)可望每年贡献 2500 万元净利，基于如下假设，年销量 50 台，均价 500 万元，毛利率 20%，净利润率 10%。

长期目标为 2015 年建立 80 个销售据点。 公司计划每年建立 15-20 个据点，2015 年建立 80 个销售据点，和 20 个售后服务中心，每年资本支出 7 亿元。公开上市后，目前公司的资产负债表表现甚为理想，现金约 20 亿元，负债比率 67%。由于公司手头现金充足，6 月下旬银行间利率窜升对公司并未造成影响，但对产业整体的影响将于下半年浮现。公司预计下半年融资成本将比上半年增加 0.5 个百分点左右。

投资建议

受益于新店贡献，公司有信心达成 2013 年市场净利预估 6.7 亿元，高于 2012 年的 3.5 亿元。目前公司股价交易在 2013 年预估市盈率 8 倍，低于正通汽车的 8-9 倍和中升集团的 12-13 倍。我们尚未对公司进行评级。

投资风险

价格战加剧。

凯基证券集团据点		大中华区	台湾
	上海	上海红宝石路 500 号东银中心 A 座 2703B-2704 室 邮政编号：201103	台北 104 台北市明水路 700 号 电话 886.2.2181.8888 传真 886.2.8501.1691
	深圳	深圳市罗湖区宝安南路 2014 号振业大楼 A 座 24D1 邮政编号：518008	
	香港	香港湾仔港湾道十八号中环广场四十一楼 电话 852.2878.6888 传真 852.2878.6800	泰国
			曼谷 8th - 11th floors , Asia Centre Building 173 South Sathorn Road , Bangkok 10120 , Thailand 电话 66.2658.8888 传真 66.2658.8014

股价说明	等级	定义
	增加持股 (OP)	个股未来十二个月的「超额报酬」(Excessive Return) 在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在前 40%。
	持有 (N)	个股未来十二个月的「超额报酬」在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在前 40%和后 40%之间。
	降低持股 (U)	个股未来十二个月的「超额报酬」在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在后 40%。
	未评等 (NR)	凯基证券集团未对该个股加以评等。
	受法规限制未评等 (R)	受凯基证券集团内部政策和/或相关法令限制使凯基证券集团无法进行某些形式的信息交流，其中包括提供评等给投资人参考。 <i>*超额报酬 = (十二个月目标价/现价) - 1</i>
	备注	分析师每次出版研究报告的个股都会和凯基证券集团所追踪的相关市场中的其它个股就「超额报酬」这一项进行比较，然后根据比较的结果提出对该个股的评等。在分析师未对某个股提出新的报告之前，个股的评等不会自动有所更动。

免责声明
<p>本报告的资料及意见乃源于凯基证券亚洲有限公司的内部研究活动。本报告内的数据及意见，凯基证券亚洲有限公司不会就其公正性、准确性、完整性及正确性作出任何申述或保证。本报告所载的资料及意见如有任何更改，本公司并不另行通知。本公司概不就因任何使用本报告或其内容而产生的任何损失承担任何责任。本报告亦不存有招揽或邀约购买或出售证券及/或参与任何投资活动的意图。本报告只供备阅，并不能在未经凯基证券亚洲有限公司书面同意下，擅自复印或发布全部或部份内容。本公司所属开发金控集团成员公司或其联属人可提供服务予本文所提及之任何公司及该等公司之联属人。开发金控集团成员公司、其联属人及其董事、高级职员及雇员可不时就本报告所涉及的任何证券持仓。</p>