



骏威汽车

203.HK

私有化憧憬

骏威汽车在内地主要以产销乘用车为主，截止去年 6 月底上半年销售额及溢利，分占倒退 27%、4.8%，但骏威持股 50%的广州本田早前宣布 09 年全年产销达到 36.56 万辆，增长 19.4%。内地今年仍会维持刺激内销以带动经济增长，政策的倾斜今年仍会持续。而私有化憧憬或可成为短期股价催化剂。

- ▶ **行业增长理想** 中汽协表示，作为支柱产业，2010 年国家对于汽车工业的支持没有根本改变，居民购车需求依旧十分旺盛，从近 15 年汽车平均增速 16.74% 看，2010 年内地汽车工业仍将呈现较好地发展态势。因此，预计全年汽车产量增速在 10% 左右，有望达到 1500 万辆。
- ▶ **间接持有骏威近 38% 股权的广州汽车集团已向联交所申请以介绍形式 H 股上市，目的还包括以协议安排方以新上市股份对价全面收购骏威(即非现金)。广汽集团有意通过骏威整体上市，可促使其结构重组，声明指有关对价与骏威股价或有溢价，惟强调不一定进行，是次私有化憧憬存在变数仍多。**
- ▶ **估值** 据彭博综合预测，骏威 09 及 10 年预测市盈率为 12.5 倍及 11.3 倍，现价估值为同业中最低，股本回报率亦有 16.6%，高于市场平均值 11.3%，而市帐率为 2.3 倍，属市场平均值，但低于东风及吉利汽车。本行认为骏威现价估值吸引，加上私有化憧憬及「汽车下乡」及「以旧换新」等中央利好政策今年仍会执行，有利骏威盈利前景，如以行业平均 09 及 10 年预测市盈率 16 倍及 14 倍计，股价可重回 5.3 元水平，其时市帐率亦只有约 2.8 倍，故建议可逢低吸纳，目标价 5.3 元。

盈利回顾

截至 12 月 31 日止(人民币千元)	06	07	08	09(上半年)
营业额	828,949	862,573	725,464	263,935
毛利	83,664	79,236	42,688	19,467
经营溢利	12,121	83,225	14,475	33,140
纯利	2,273,629	2,170,395	2,094,259	1,178,759
按年增长(倒退) (%)	N/A	(4.5)	(3.5)	(4.7)
每股盈利(人民币分)	30.3	28.9	27.9	15.7

资料来源：公司年报、招银国际研究部整理

买入

HK\$4.31 (Feb 18, 2010)

目标价: 5.3 元 (+23%)
HSI: 20422.15 (Feb 18, 2010)

股票数据

52 周 高/低 (HK\$)	5.54/2.12
市值 (HK\$m)	32405.59
总发行股数 (m)	7518.70
公众持股量 (%)	14

主要股东:

广汽集团	37.91%
邓普顿资产管理	14.02%

资料来源: 彭博, 公司资料及港交所

Company Profile

该公司属于汽车行业，主要在中国从事制造、装配及销售汽车、汽车相关设备、零件及其它功能配置之制造及贸易等综合业务，并在香港制造及买卖音响器材。

Share Price Chart

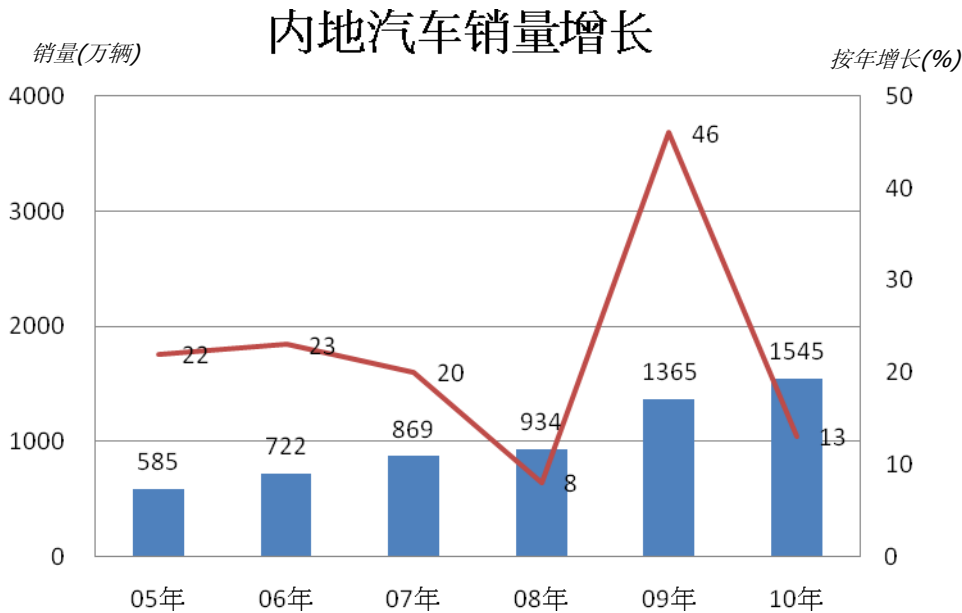


资料来源: 彭博

行业概况

2009 年国内汽车市场受到汽车产业调整和振兴规划等一系列利好政策刺激，汽车产业触底反弹。据中国汽车工业协会统计分析，1 月汽车产销延续去年良好发展势头，产销双超 160 万辆，刷新历史最高记录，销量增长明显高于生产，同比保持高速增长。1 月汽车生产 161.47 万辆，按月增长 5.04%，按年增长 1.4 倍；销售 166.42 万辆，按月增长 16.83%，按年增长 1.2 倍。当中乘用车产销 124.39 万辆和 131.6 万辆，按月增长 4.33%和 18.11%，按年增长 1.3 倍和 1.1 倍。09 年全国汽车销售高达 1,365 万辆，较 08 年大增 46%，09 年绝对是汽车企业丰收的一年。而券商野村证券则预测今年汽车销售可增长 13%。

中汽协表示，由于世界经济发展存在诸多不确定因素，经济复苏仍需要较长时间，将在一定程度影响内地汽车工业发展，但由于内地宏观经济仍处于较为稳定增长期，国际环境影响有限。作为支柱产业，2010 年国家对于汽车工业的支持没有根本改变，居民购车需求依旧十分旺盛，从近 15 年汽车平均增速 16.74%看，2010 年内地汽车工业仍将呈现较好地发展态势。因此，预计全年汽车产量增速在 10%左右，有望达到 1500 万辆。



资料来源：野村，2010 年为预测数字

财务资料

骏威汽车 2008 年纯利为 20.94 亿元人民币(下同)，按年倒退 3.5%，期内营业额 7.25 亿元，按年倒退 15.9%。截至 2009 年 6 月底止上半年业绩，录得纯利 11.79 亿元，按年倒退 4.7%，每股盈利 15.7 分，中期息 3 分。去年同期派息 5 分。期内营业额 2.64 亿元，降 26.9%。

截至 2009 年 6 月底止营业额中有关汽车贸易减少 8,320 万元，较 2008 年同期下降约 33%。此分部经营亏损约人民币 242.4 万元，而 2008 年同期的分部经营亏损约人民币 1,259.9 万元，主要减少亏损的原因是由于管理层为减少后续影响，而缩减一家持续出现亏损的汽车贸易公司的营运规模。汽车有关设备及零件之制造及贸易之营业额减少 288.1 万元，较 2008 年同期下降约 46.3%。此分部的经营溢利较 2008 年同期增加人民币 903.2 万元，主要是由于持续录得利息收入的增加。

业务前景

骏威汽车在内地主要以产销乘用车为主，截止去年 6 月底止半年销售额及溢利，分占倒退 27%、4.8%，但骏威持股 50%的广州本田早前宣布 09 年全年产销达到 36.56 万辆，增长 19.4%。内地今年仍会维持刺激内销以带动经济增长，政策的倾销今年仍会持续，早前财政部、发改委、工信部等内地七个部委下发《关于继续实施汽车下乡政策的通知》，表示按国务院常务会议决定，「汽车下乡」政策实施延长一年，至 2010 年底止；此外，财政部、商务部早前亦联合印发《关于允许汽车以旧换新补贴与车辆购置税减征政策同时享受的通知》，明确从 2010 年 1 月 1 日起，允许符合条件的车主同时享受汽车「以旧换新」补贴，和 1.6 升及以下乘用车车辆购置税减征 7.5%政策，内地逐渐成为世界最大汽车消费市场，中汽协表示，内地近 15 年汽车平均增速 16.74%看，预计 2010 年汽车产量增速在 10%左右，有望达到 1500 万辆。

此外，中央今年的「一号文件」-《中共中央、国务院关于加大统筹城乡发展力度，进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》出台，「文件」提出适时出台刺激农村消费的新措施。家电、汽车等下乡实施力度加大，亦鼓励农村金融机构对农民购买汽车及家电等提供消费信贷。相信在政策的倾斜下，主要产销乘用车为主的骏威今年仍可成为市场焦点。

私有化憧憬及估值

间接持有骏威近 38%股权的广州汽车集团已向交联交所申请以介绍形式 H 股上市，目的还包括以协议安排方以新上市股份对价全面收购骏威(即非现金)。广汽集团有意通过骏威整体上市，可促使其结构重组，声明指有关对价与骏威股价或有溢价，惟强调不一定进行，是次私有化憧憬存在变数仍多。券商意见则较为分歧，野村报告指，乐观而言，若私有化落实进行，分析显示骏威每股价值 5.2 元，但政策及执行同时具有高风险。尽管预期骏威股价会进一步上升，但基于详情分析，评级重申「减持」，目标价 3.9 元。而法国巴黎银行表示，骏威私有化作价呈溢价，广汽较市场平均值溢价，保守估计广汽出价每股 5.1 元至 6.12 元。维持「买入」评级，目标价由 6.5 元下调至 6 元。本行认为若私有化要顺利进行，现有股东要在私有化作价上享有溢价，故骏威股价可有不俗的上升空间。

此外，券商大和表示，骏威广本 11 月销售按年增 55.8%至 3.6333 万辆。截至 11 月，广本已达全年销售目标 33 万辆的 99%，考虑到近期销售趋势强劲，相信全年销售可超标。该行对广本销售前景乐观，料 2010-2011 年销售增长率达 11%及 14%。目标价由 4.87 元升至 5.33 元，维持「买入」评级。摩根士丹利则将骏威由「增持」降至「减持」，认为盈利增长前景黯淡，目标价由 4.8 元调低至 4.4 元，即明年预期市盈率 11.8 倍。2009-11 年每股盈利下调 2%/2.3%/3.2%，主要反映平均售价下跌。

骏威 09 及 10 年预测市盈率为 12.5 倍及 11.3 倍，现价估值为同业中最低，股本回报率亦有 16.6%，高于市场平均值 11.3%，而市帐率为 2.3 倍，属市场平均值，但低于东风及吉利汽车。本行认为骏威现价估值吸引，加上私有化憧憬及「汽车下乡」及「以旧换新」等中央利好政策今年仍会执行，有利骏威盈利前景，如以行业平均 09 及 10 年预测市盈率 16 倍及 14 倍计，股价可重回 5.3 元水平，其时市帐率亦只有约 2.8 倍，故建议可逢低吸纳，目标价 5.3 元。但骏威风险包括私有化憧憬告吹，以及市传内地信贷收缩已蔓延至车贷，部份银行已暂停发放车贷，皆会成为股价的下行风险。

汽车股估值比较							
股份	主要产品	股价(元)*	09年预测 市盈率 (倍)	10年预测 市盈率 (倍)	市帐率 (倍)	预测PEG(市 盈率相对盈 利增长)	股本 回报率 (%)
东风汽车(489.HK)	商用车、乘用车及汽车发动机、零部件	10.88	13.8	12.1	3.89	0.64	18.9
长城汽车(2333.HK)	皮卡车、SUV及轿车，汽车零部件	12.18	17.3	12.8	1.74	不适用	7.6
吉利汽车(175.HK)	低中端乘用车及零部件	3.62	17.8	14.8	4.96	0.64	20.9
庆铃汽车(1122.HK)	五十铃轻型、中型、重型商用车、皮卡车、多功能车，以及柴油和汽油发动机	1.86	18.4	15.9	0.59	1.18	2.5
华晨汽车(1114.HK)	中高端轿车、轻型客车及零部件	1.99	不适用	18.6	1.07	不适用	1.3
骏威汽车(203.HK)	主要产销乘用车，设备及零件	4.31	12.5	11.3	2.3	1.05	16.6
平均			16.0	14.3	2.4	0.9	11.3

资料来源：彭博(Bloomberg)、公司年报、招银国际研究部整理

*股价为2月18日收市价

财务比率			
项目	2006	2007	2008
股本回报率(%)	22.3	18.8	16.6
资产回报率(%)	21.8	18.3	16.3
存货转率(倍)	9.9	9.3	10.3
派息比率(%)	36.5	46.2	25.1

资料来源：公司年报、招银国际研究部整理

免责声明:

本报告由招银国际金融有限公司提供（简称“招银国际”）。招银国际现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招银国际是经香港证监会批准、依据香港《证券及期货条例》经营第一类受规管业务即证券交易和第六类受规管业务即就机构融资提供意见之持牌法团。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招银国际认为可靠的公开数据，但本公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招银国际可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告所载之建议，并无考虑任何特定收件人之特定投资目标、财务状况及特别需要，投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招银国际或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招银国际所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

2010@ 招银国际金融有限公司。版权所有，不得翻印。

招银国际金融有限公司
香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室
公司网页: <http://www.cmbi.com.hk>
公司电话: (852) 3761-8888 传真: (852) 3761-8788