

中升控股 (881 HK)

规模优势显现，效率持续提升

中升控股发布上半年业绩公告。2021年上半年公司实现营业收入874亿元，同比增长50%。公司上半年归母净利润达到37亿元，同比增长61%，符合此前业绩盈喜预告。公司通过内部新建和外部并购双轮驱动，持续扩张服务网络规模。同时公司净资产收益率呈现增长趋势，经营效率稳步提升。我们看好公司在汽车销售及服务行业的领导地位，重申公司买入评级，上调目标价至102.5港元。

- 公司上半年业绩表现优异。** 受益于其核心经销商地位，在行业缺芯背景下，公司新车销量增速影响低于行业水平。上半年公司新车销量实现27.6万辆，同比增长40%，其中豪华车销量占比提升2个百分点至58.8%。供应紧平衡带动公司新车毛利率同比提升0.8个百分点至3.8%。同时，公司二手车零售业务收入实现35亿人民币，超出我们此前预期。上半年三费费用率同比下降0.4个百分点至6.0%。综合来看，公司归母净利润达到37亿元，同比增长61%。受益于1) 豪华车整体渗透率提升；2) 二手车交易量保持高速增长等利好因素，我们预计公司下半年归母净利润仍将保持同比27%的高速增长。
- 规模扩张同时，效率持续提升。** 2021年上半年公司内部新建网点11家，并购网点4家，关停网点2家。截止6月30日，公司门店数量达到386家。公司预计在年内实现仁孚中国的并表，进一步拓展门店网络，实现协同效应。经营效率方面，公司上半年库存周转天数同比减少9天至21天。净资产收益率同比提升4个百分点至24.3%。我们预计公司将进一步利用其规模和效率优势，实现财务成本和有效税率的持续降低。
- 二手车业务与新能源汽车业务持续加码。** 公司上半年二手车交易量同比增长64%至6.7万辆，其中本品业务占比提升3个百分点至55%。二手车零售交易占比达到42%的同时，二手车交易单价大幅度提升，反映出公司二手车销量结构持续优化。公司与小鹏汽车、威马汽车签署战略合作协议，同时展开与传统、新势力等车企在新能源汽车销售服务领域合作。我们认为新能源汽车销售服务的初步经营数据远优于此前市场悲观预期，将打消资本市场对汽车销售脱媒的担忧，打破估值天花板。
- 我们维持2021年盈利预测及买入评级。** 公司上半年业绩符合我们的整体预期，因此我们维持公司2021年7,828百万元人民币的盈利预测。同时，我们认为1) 汽车芯片短缺预计持续至3季度，带动新车毛利率继续提升；2) 二手车收入超出此前预期；3) 公司财务稳健带来潜在外向并购机遇；4) 新能源汽车服务初步经营数据打消市场悲观预期等催化剂，将进一步带动估值提升。因此我们给予公司2021年27x市盈率（此前目标价基于2021年26x市盈率），上调目标价至102.5港元。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	124,043	148,348	205,440	247,626	283,172
同比增长(%)	15.14%	19.59%	38.48%	20.53%	14.35%
净利润(百万人民币)	4,502	5,540	7,828	10,185	11,524
每股收益(人民币)	1.98	2.44	3.41	4.43	5.01
每股收益变动(%)	24%	23%	40%	30%	13%
市场每股盈利预测(人民币)	1.98	2.27	3.18	4.00	4.92
市盈率(x)	32.59	26.50	18.96	14.57	12.88
市帐率(x)	6.74	5.55	4.51	3.60	2.92
股息率(%)	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%
权益收益率(%)	22.5%	23.0%	26.4%	27.5%	25.0%
负债比率(x)	80%	54%	57%	51%	42%

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

买入(维持)

目标价	HK\$102.5
(此前目标价)	HK\$95.8)
潜在升幅	+42.4%
当前股价	HK\$72.0

中国汽车经销商行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	170,110
3月平均流通量(百万人民币)	304.10
52周内股价高/低(人民币)	77.6/43.58
总股本(百万)	2,363

资料来源：彭博

股东结构

HUANG Yi/LI Guoqiang	56.79%
Jardine Matheson Holdings Limited	19.58%
JPMorgan Chase & Co.	7.96%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.6%	-1.9%
3-月	24.8%	34.1%
6-月	39.3%	57.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	124,043	148,348	205,440	247,626	283,172
新车销售	106,199	125,527	170,444	203,267	229,473
售后服务收入	17,843	20,245	27,782	33,539	38,551
二手车经销收入	0	2,576	7,213	10,820	15,148
销售成本	(112,555)	(134,866)	(186,367)	(224,608)	(256,925)
毛利	11,488	13,482	19,072	23,019	26,248
销售费用	(4,939)	(5,730)	(7,868)	(9,435)	(10,789)
管理费用	(1,940)	(2,239)	(3,020)	(3,591)	(4,106)
减值损失	0	0	0	0	0
其他收入	3,110	3,424	4,247	5,874	6,581
其他支出	0	0	0	0	0
财务费用	(1,391)	(1,260)	(1,590)	(1,784)	(2,002)
合营公司收益	(1)	4	3	4	4
联营公司收益	0	(2)	0	0	0
利润总额	6,327	7,679	10,845	14,088	15,935
所得税费用	(1,807)	(2,098)	(2,950)	(3,821)	(4,318)
净利润	4,520	5,581	7,895	10,267	11,617
少数股东损益	18	41	67	82	93
归母净利润	4,502	5,540	7,828	10,185	11,524

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
归母净利润	4,502	5,540	7,828	10,185	11,524
折旧和摊销	860	973	1,128	1,292	1,450
营运资金变动	539	(414)	5,485	7,371	6,512
其它	1,899	3,225	(13,849)	(11,340)	(9,155)
经营活动所得现金流	7,800	9,324	593	7,508	10,330
资本开支	(2,902)	(4,581)	(4,575)	(5,720)	(6,320)
联营公司	(3)	2	3	1	-
其它	(234)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(3,139)	(3,234)	(4,572)	(5,718)	(6,320)
股份发行	-	0	2,490	-	-
净借贷	(1,395)	(1,642)	7,796	5,259	4,532
支付股息	(727)	(900)	(1,108)	(1,566)	(2,037)
其它	(2,589)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(4,712)	(3,964)	9,178	3,693	2,495
现金增加净额	(51)	2,127	5,199	5,483	6,505
年初现金及现金等价物	7,887	7,706	7,706	9,817	12,905
其他	(130)	(16)	-	-	-
年末现金及现金等价物	7,706	9,817	12,905	15,300	19,411
受限现金	1,605	1,606	1,606	1,606	1,606

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	31,383	34,650	36,989	41,434	45,716
固定资产	12,362	14,373	15,177	16,419	17,791
无形资产和商誉	6,218	6,620	7,474	8,720	10,073
合资及联营公司投资	47	49	51	55	58
其它非流动资产	12,756	13,607	14,287	16,241	17,793
流动资产	31,642	33,851	49,476	61,341	74,001
现金及现金等价物	7,706	9,817	12,905	15,300	19,411
应收账款	1,463	1,430	2,071	2,808	3,212
存货	9,828	9,090	13,805	17,016	19,763
其它流动资产	12,644	13,515	20,695	26,217	31,615
流动负债	27,147	28,474	38,116	44,483	50,751
银行贷款	17,326	17,258	24,492	28,601	32,706
应付账款	4,875	4,980	6,212	7,019	7,786
其他应付款	3,469	4,462	4,904	5,615	6,588
其它流动负债	1,476	1,774	2,507	3,247	3,671
非流动负债	13,701	13,145	14,973	16,404	17,428
银行贷款	3,924	2,351	3,677	4,063	4,490
递延所得税	4,294	4,827	3,893	3,893	3,893
递延所得税负债	1,918	2,120	3,540	4,585	5,182
其它非流动负债	3,565	3,847	3,863	3,863	3,863
所有者权益	21,759	26,463	32,883	41,269	50,776
少数股东权益	418	419	493	619	762
归母所有者权益	22,177	26,882	33,376	41,888	51,538

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
新车销售	86%	85%	83%	82%	81%
售后服务收入	14%	14%	14%	14%	14%
二手车经销收入	0%	2%	4%	4%	5%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	9%	9%	9%	9%	9%
税前利润率	5%	5%	5%	6%	6%
净利润率	4%	4%	4%	4%	4%
有效税率	29%	27%	27%	27%	27%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.17	1.19	1.30	1.38	1.46
速动比率 (x)	0.37	0.40	0.40	0.41	0.45
现金比率 (x)	0.32	0.35	0.34	0.35	0.39
库存周转天数	32	25	27	28	28
平均应付款周转天数	16	13	12	11	11
平均应收款周转天数	4	4	4	5	5
债务/股本比率 (%)	184%	155%	159%	145%	132%
净负债/股东权益比率 (%)	80%	54%	57%	51%	42%
回报率 (%)					
资本回报率	23%	23%	26%	27%	25%
资产回报率	13%	14%	16%	17%	16%
每股数据 (人民币)					
每股盈利 (人民币)	1.98	2.44	3.41	4.43	5.01
每股股息 (人民币)	0.40	0.49	0.68	0.89	1.00
每股金融资产 (人民币)	9.58	11.64	14.31	17.96	22.10

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際證券不在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容的分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。