

买入

2020H1 符合预期，龙头优势明显

中升控股 (0881. HK)

2020-08-11 星期二

### 投资要点

目标价: **58.0 港元**  
 现价: 48.0 港元  
 预计升幅: 20.8%

#### 疫情背景下，豪华品牌抗风险性凸显：

我们认为此次疫情不改消费升级的长期趋势，豪华品牌抗风险性凸显。其中，公司核心品牌奔驰/雷克萨斯上半年在华销量分别逆势增长 0.4%/1.6%。受益于此，公司 2020H1 实现豪华品牌销量 11.2 万辆，同比增长 5.7%，占总销量比重提升至 56.6%，产品结构进一步优化。并且受益于供需关系的正面影响，上半年新车毛利率提升 0.3pct 至 3.0%。

### 重要数据

日期	2020-08-10
收盘价 (港元)	48.0
总股本 (百万股)	2272
总市值 (百万港元)	100,900
净资产 (百万元)	22,176
总资产 (百万元)	63,024
52 周高低 (港元)	50.8/20.55
每股净资产 (元)	9.58

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### 售后服务业务稳定增长，库存周转持续提高：

公司通过多元化创新服务和精细化管理运营，使得售后服务及精品服务在疫情后迅速实现恢复及增长，入场台次同比双位数增长。2020H1 公司实现售后及精品业务收入 84.2 亿元，同比增长 6.1%，售后服务将成为公司中长期的增长动力。同时，上半年主机厂友好的商务政策叠加公司自身管理，库存周转天数降至 29.7 天，同比改善 2.3 天。

#### 龙头经销商迎来扩张良机：

公司此前发布公告，拟以 7.2 亿元对价收购 6 家奔驰 4S 店以及 2 家捷豹路虎 4S 店，进一步优化网络布局，增强在相应品牌的话语权。我们认为在疫情背景下，行业洗牌加速，龙头经销商或迎来扩张良机。

#### 维持“买入”评级，上调目标价至 58.0 港元：

我们坚持认为豪华车市场是未来的优选赛道，兼备抗风险性与成长性。公司品牌组合优异，管理效率突出，疫情后周期下有望通过收并购持续扩大规模优势。我们上调公司 2020/2021 年每股盈利预测至 2.25/2.77 元，上调目标价至 58.0 港元，对应 21 年 19 倍 PE，维持“买入”评级。

### 主要股东

Li Family (21.42%)  
 Huang Family (21.42%)

### 相关报告

中升控股 (0881. HK) - 首发报告-20191227  
 中升控股 (0881. HK) - 更新报告-20200320

### 研究部

姓名: 汪伟杰  
 SFC: BNQ701  
 电话: 0755-21516067  
 Email: wangwj@gzyq.com.hk

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	107,736	124,043	134,024	155,108	166,938
同比增长	24.9%	15.1%	8.0%	15.7%	11.8%
归母净利润	3,637	4,502	5,108	6,299	7,477
同比增长	5.6%	23.8%	13.5%	23.3%	22.2%
毛利率	9.2%	9.3%	9.7%	10.1%	11.1%
净利润率	3.4%	3.6%	3.8%	4.1%	4.5%
每股收益(元)	1.60	1.98	2.25	2.77	3.39
PE@48.0HKD	27.0	21.8	19.2	15.6	12.7

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

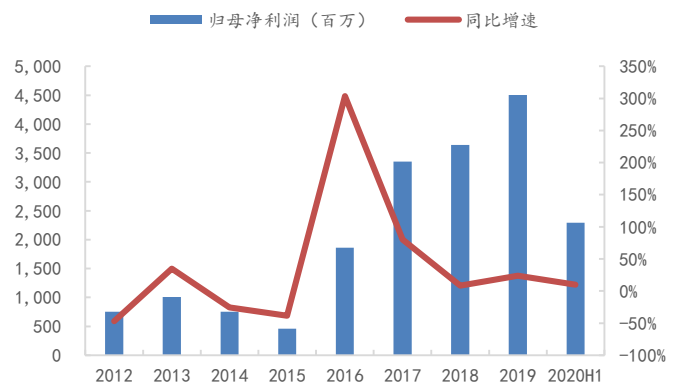
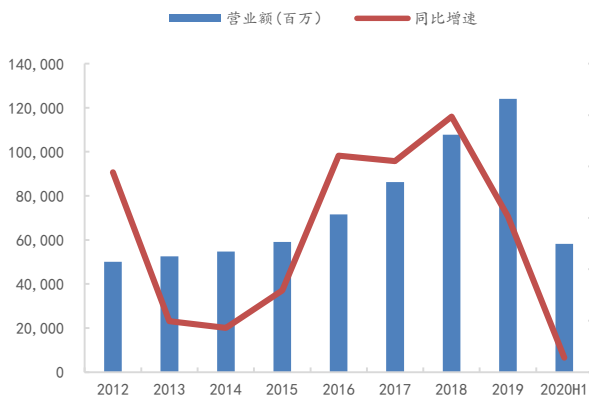
## 报告正文

### 公司全年业绩情况：

2020年上半年公司实现营业收入582.0亿元人民币（下同），同比增长1.4%；其中新车销售收入增长0.6%至497.9亿元，售后服务及精品业务收入增长6.1%至84.2亿元。实现股东应占溢利22.9亿元，同比增长10.1%，符合我们预期。

图 1：2012-2020H1 营业收入及增速

图 2：2012-2020H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

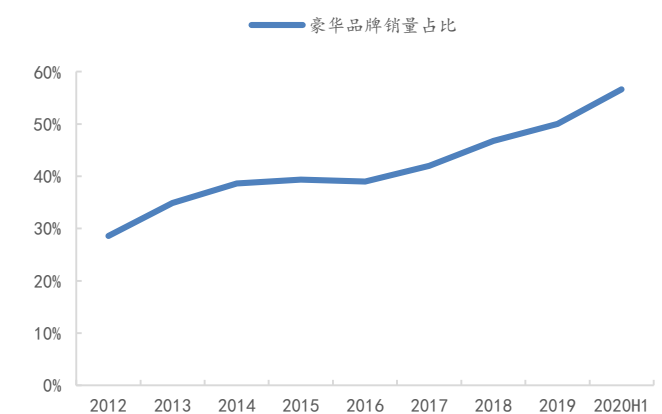
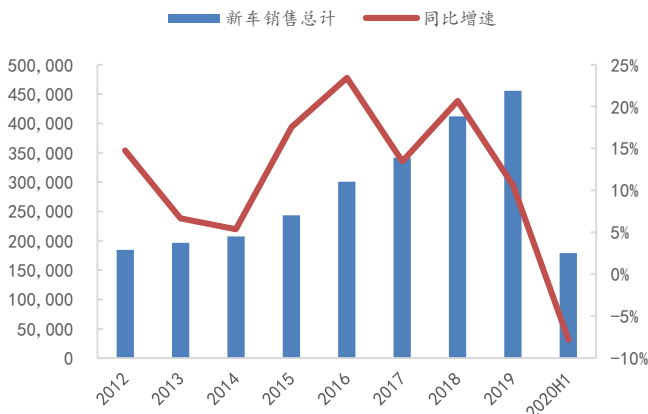
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 疫情背景下，豪华品牌抗风险性凸显：

我们认为此次疫情不改消费升级的长期趋势，豪华品牌抗风险性凸显。其中，公司核心品牌奔驰/雷克萨斯上半年在华销量分别逆势增长0.4%/1.6%。受益于此，公司2020H1实现豪华品牌销量11.2万辆，同比增长5.7%，占总销量比重提升至56.6%，产品结构进一步优化。并且受益于供需关系的正面影响，上半年新车毛利率提升0.3pct至3.0%。

图 3：2012-2020H1 新车销量及增速

图 4：2012-2020H1 豪华品牌销量占比



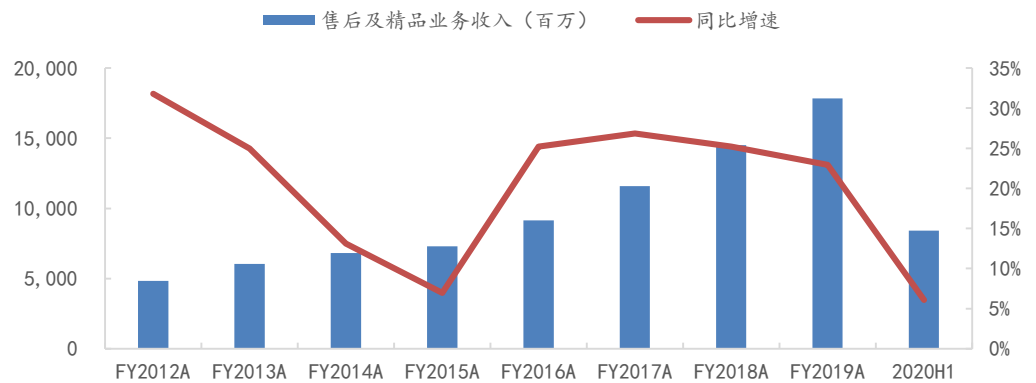
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**售后服务业务稳定增长，库存周转持续提高：**

公司通过多元化创新服务和精细化管理运营，使得售后服务及精品服务在疫情后迅速实现恢复及增长，入场台次同比双位数增长。2020H1 公司实现售后及精品业务收入 84.2 亿元，同比增长 6.1%，售后服务将成为公司中长期的增长动力。同时，受益于上半年主机厂友好的商务政策叠加公司自身管理，库存周转天数降至 29.7 天，同比改善 2.3 天。

**图 6：2012-2020H1 售后及精品业务收入及增速**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**龙头经销商迎来扩张良机：**

公司此前发布公告，拟以 7.2 亿元对价收购 6 家奔驰 4S 店以及 2 家捷豹路虎 4S 店，进一步优化网络布局，增强在相应品牌的话语权。我们认为在疫情背景下，行业洗牌加速，龙头经销商或迎来扩张良机。

**维持“买入”评级，上调目标价至 58.0 港元：**

我们坚持认为豪华车市场是未来的优选赛道，兼备抗风险性与成长性。公司品牌组合优异，管理效率突出，疫情后周期下有望通过收并购持续扩大规模优势。我们上调公司 2020/2021 年每股盈利预测至 2.25/2.77 元，上调目标价至 58.0 港元，对应 21 年 19 倍 PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**

国内宏观经济环境不确定性；

豪华车销量不及预期；

经销商竞争加剧。

损益表(人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	107736	124043	134024	155108	166938
毛利	9923	11488	13044	15636	18460
其他业务收入	2561	3110	3303	3802	4110
销售及分销成本	(4311)	(4939)	(5495)	(6359)	(6844)
其他费用	(1745)	(1940)	(2144)	(2482)	(2838)
<b>经营利润</b>	6428	7718	8707	10596	12887
财务费用	(1231)	(1391)	(1386)	(1567)	(2170)
<b>税前盈利</b>	5201	6327	7326	9035	10723
所得税	(1505)	(1807)	(2198)	(2710)	(3217)
<b>净利润</b>	3637	4502	5108	6299	7477
折旧及摊销	856	919	1102	1334	1223
<b>EBITDA</b>	7284	8637	9810	11930	14111
总收入 (%)	24.9%	15.1%	8.0%	15.7%	11.8%
EBITDA (%)	9.7%	18.6%	12.5%	21.6%	20.0%
每股收益 (%)	5.6%	23.7%	13.5%	23.3%	21.0%

资产负债表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	6143	6101	10049	14524	22393
应收账款	1342	1463	1672	1937	2084
存货	10980	9828	12644	14577	15518
<b>总流动资产</b>	30462	31642	39759	48567	57909
固定资产	11507	12362	13598	14957	16453
无形资产	6331	6218	6839	7523	8276
长期投资	8869	12803	9475	10118	10644
<b>总资产</b>	57168	63024	69671	81166	93282
应付帐款	7812	8099	9663	11139	11860
短期银行贷款	17073	17090	20369	23482	22544
<b>总短期负债</b>	26600	27147	31863	36696	36598
<b>总负债</b>	38132	40848	42708	48729	49235
少数股东权益	797	418	502	602	723
<b>股东权益</b>	19036	22177	26963	32437	44047
每股账面值	8.39	9.76	11.87	14.28	19.39

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	9.2%	9.3%	9.7%	10.1%	11.1%
EBITDA 利率 (%)	6.8%	7.0%	7.3%	7.7%	8.5%
净利率 (%)	3.4%	3.6%	3.8%	4.1%	4.5%
SG&A/收入 (%)	5.6%	5.5%	5.7%	5.7%	5.8%
实际税率 (%)	28.9%	28.6%	30.0%	30.0%	30.0%
股息支付率 (%)	19.7%	18.0%	16.3%	14.7%	13.3%
库存周转	41.0	31.9	28.5	28.5	28.5
应付账款天数	28.8	25.9	28.8	28.8	28.8
应收账款天数	4.5	4.3	4.6	4.6	4.6
ROA	6.4%	7.1%	7.3%	7.8%	8.0%
ROE	19.1%	20.3%	18.9%	19.4%	17.0%
净负债/股本	1.7	1.6	1.2	1.1	0.6
收入/总资产	1.9	2.0	1.9	1.9	1.8
总资产/股本	3.0	2.8	2.6	2.5	2.1

现金流量表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>EBITDA</b>	7284	8637	9810	11930	14111
融资成本(收入)	(1231)	(1391)	(1386)	(1567)	(2170)
营运资金变化	6553	634	3401	3975	4207
所得税	(1441)	(1807)	(2198)	(2710)	(3217)
<b>营运性现金流</b>	2318	6822	5362	6642	9028
资本开支	(2561)	(1181)	(2854)	(3139)	(3453)
其他投资活动	(1672)	(845)	588	520	(774)
<b>投资性现金流</b>	(4233)	(2026)	(2265)	(2619)	(4227)
负债变化	2950	2950	2950	2950	2950
股息	(667)	(812)	(940)	(1159)	(1376)
其他融资活动	720	(1193)	(1188)	(1367)	(1967)
<b>融资性现金流</b>	3003	945	822	424	(393)
<b>现金变化</b>	1115	5769	3948	4475	4437
期初持有现金	5027	6143	6101	10049	17956
期末持有现金	6143	11911	10049	14524	22393

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>