

买入
上半年业绩喜人，并购为未来增长打开空间
中升控股 (0881.HK)

2021-08-10 星期二

投资要点

目标价: 90.6 港元
现价: 68.1 港元
预计升幅: 33%

重要数据

日期	2020-08-09
收盘价 (港元)	68.1
总股本 (百万股)	2363
总市值 (百万港元)	160,964
净资产 (百万元)	30,727
总资产 (百万元)	69,917
52 周高低 (港元)	77.6/44.0
每股净资产 (元)	13.17

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

Mountain Bright Limited (20.6%)
 Vintage Star Limited (20.6%)
 JSH Investment Holdings (19.19%)

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
 中升控股 (0881.HK) - 更新报告-20200811
 中升控股 (0881.HK) - 更新报告-20210326

研究部

姓名: 李明

SFC: AXK332

电话: 0755-21516077

Email: liming@gyzq.com.hk

➤ 购车需求旺盛，缺芯缓解后销量有望进一步提升：

在缺芯的背景下，中升控股今年上半年的订单依然充足，且销量增长略高于行业平均，购车需求较为旺盛。2021 上半年公司新车销量较去年同期增长 39.7%；豪华品牌同比增长 45.0%。据预测，汽车芯片短缺将在今年第三季度得到缓解，届时乘用车销量有望得到进一步提升。

➤ 高客户保留度促成售后业务利润增长：

2021H1 公司售后和精品服务收入增长 34.3%至 113.0 亿元，毛利率同比提升 1.7 个百分点至 48.5%。售后业务毛利率的提升主要归功于双保无忧等高粘性产品带来的客户粘性的提升。

➤ 看好二手车市场前景，积极布局二手车业务：

二手车增值税下调以及一系列利好二手车交易的政策实施给二手车交易带来了更好的收益前景。由于中国车市迈入存量市场以及车龄提高，二手车市场发展前景乐观，公司二手车业务收入也将维持高速增长。

➤ 积极布局新能源车市场，并购为未来增长注入动力：

上半年，中升分别与小鹏汽车和威马汽车签订了战略合作协议，布局新能源汽车市场，为行业可能产生的变化提前储备。7 月 1 日，公司宣布以 13 亿美金收购仁孚(中国)，巩固了公司第二大奔驰经销商的地位，并且强化了其在华南和华西的业务。该项收购为公司未来几年的增长注入了新的动力，除了规模的提升外，并购后仁孚的店面盈利能力也有望大幅提升。

➤ 我们的观点：

预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 75.3/96.3/118.2 亿元，每股收益分别为 3.28/4.19/5.14 元，结合公司历史估值水平，考虑公司的行业地位和未来的成长性，给予公司 2022 年 18 倍 PE，相当于 90.6 港元目标价，较现价有 33%的涨幅，维持买入评级。

百万人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	124,042	148,348	183,852	220,027	247,700
同比增长	15.1%	19.6%	23.9%	19.7%	12.6%
净利润	4,502	5,540	7,528	9,627	11,820
同比增长	23.8%	23.1%	35.9%	27.9%	22.8%
毛利率	9.3%	9.1%	9.6%	9.6%	10.0%
净利润率	3.64%	3.76%	4.12%	4.41%	4.81%
每股收益(元)	1.98	2.44	3.28	4.19	5.14
PE@68.1HKD	28.63	23.23	17.28	13.53	11.03

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

公司业绩情况:

2021年上半年公司实现营业收入873.6亿元人民币,同比增长50.1%;其中新车销售收入增长45.7%至725.5亿元,售后服务及精品业务收入增长34.3%至113.0亿元。由于部分二手车代理业务转为经销形式,新增二手车销售收入35.0亿元,二手车交易量增长64.1%至66,735台。实现股东应占溢利369.6亿元,同比增长61.3%,符合公司盈喜的估计。

图 1: 2017H1-2021H1 营业收入及增速

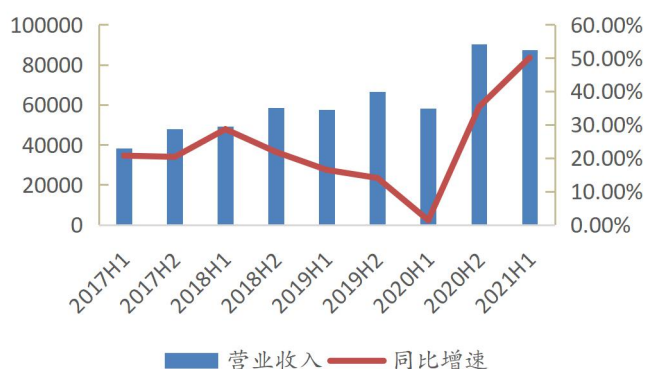
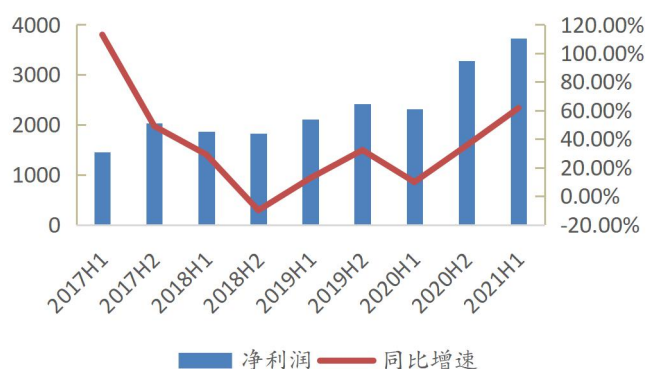


图 2: 2017H1-2021H1 净利润及增速



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

购车需求旺盛, 缺芯缓解后销量有望进一步提升:

即便汽车芯片短缺在一定程度上遏制了汽车销量的增长,今年上半年我国汽车市场终端零售仍实现了31.3%的同比增长。豪华车表现高于平均,同比增长39.9%。分品牌来看,奔驰在华销量同比增幅达到了27.6%;宝马集团在华销量同比增长44.1%;一汽-大众奥迪在华销量同比增长38.6%。日系品牌受汽车缺芯影响较大;中高端品牌一汽丰田同比增长21%;广汽丰田同比增长32%。新能源汽车表现尤为出众,产销同比均增长约2倍。

在缺芯的背景下,中升控股今年上半年的订单依然充足,且销量增长略高于行业平均,购车需求较为旺盛。2021年上半年公司新车销量为275,570台,较去年同期增长39.7%;豪华品牌新车销量为161,906台,同比增长45.0%。根据乘联会预测,汽车芯片短缺将在今年第三季度得到缓解,届时乘用车销量有望得到进一步提升。

高客户保留度促成售后业务利润增长:

售后和精品服务业务一直是公司利润增长的重要驱动力。2021H1公司售后和精品服务收入增长34.3%至113.0亿元,毛利率同比提升1.7个百分点至48.5%。售后业务毛利率的提升主要归功于双保无忧等高粘性产品带来的客户粘性的提升:据估

计，中升的客户保留度达到 93%以上，客户转介绍率在 25%左右。

看好二手车市场前景，积极布局二手车业务：

二手车增值税下调以及一系列利好二手车交易的政策实施给二手车交易带来了更好的收益前景。由于中国车市迈入存量市场以及车龄提高，消费者换车需求随之增加，汽车置换量有望大幅提高，二手车市场发展前景乐观。

从 2020 年下半年开始，公司的部分二手车销售业务改为经销模式，相应的佣金也转换为销售毛利。二手车业务是中升未来的业务重点，预计公司将持续投资开拓二手车业务。尽管目前公司的二手车销售收入仅占 4%，我们预计未来中升的二手车收入占比将会随着公司业务布局的不断完善而得到提升。

与新能源厂商开展战略合作，对中升电动车发展充满信心：

今年上半年，中升分别与小鹏汽车和威马汽车签订了战略合作协议。中升采取了高线城市的新车销售中心、二线城市的售后服务中心和三、四线城市的售后服务站等不同合作方式。考虑到中升庞大的客户基盘和完善的服务网络，我们看好中升电动车未来的发展。

一些新能源厂商引入的新的代理销售模式引发了部分投资者的担忧，但我们认为从经销制转为代理制对经销商不会造成本质上的不利影响。代理制实际上是把经销制的厂家返利转换为佣金，而这一转变可以使新车销售毛利率更为稳定。经销转为代理可以降低经销商的库存和现金压力，而作为经销商主要利润来源的售后服务则不会有多少改变，因此对经销商来说改制并非是坏事。

收购仁孚中国驱动未来增长：

7 月 1 日，公司宣布以 13 亿美金收购仁孚(中国)有限公司。收购完成后，中升的奔驰销量份额将会提升 6%达到 18%，这巩固了中升第二大奔驰经销商的地位，并且强化了中升在华南和华西的业务。

仁孚中国 2020 年的收入和净利润分别为 216.2 亿港元和 7.2 亿港元，与仁孚中国合并报表将会使中升的收入规模大幅提升。除了规模上的提升外，仁孚中国被收购后的经营质量也能够得到提升。目前，仁孚中国的平均单店盈利约为 2000 万港元。参考中升控股原有的奔驰店面的单店盈利情况，中升接手仁孚中国后的单店盈利有望大幅提升。因此，我们认为对仁孚中国的收购能促进中升 2022-2023 年的业绩增长。

維持“買入”評級，上調目標價至 90.6 港元：

公司今年新車銷量有大幅提升，售後服務毛利率穩中有進，業務布局和收購很有戰略眼光。公司客戶粘度高，管理效率突出，與仁孚中國合併後有望實現更大規模的銷售。

預測公司 2021-2023 年歸母淨利潤分別為 75.3/96.3/118.2 億元，每股收益分別為 3.28/4.19/5.14 元，結合公司歷史估值水平，考慮公司的行業地位和未來的成長性，給予公司 2022 年 18 倍 PE，相當於 90.6 港元目標價，較現價有 33% 的漲幅，維持買入評級。

風險提示：

國內宏觀經濟環境不確定性；

仁孚中國未來業績表現不確定性；

經銷商模式轉型風險；

經銷商競爭加劇。

损益表(人民币百万元)						财务分析					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	124043	148348	183852	220027	247700	盈利能力					
毛利	11488	13482	17728	21203	24737	毛利率 (%)	9.3%	9.1%	9.6%	9.6%	10.0%
其他业务收入	3110	3424	3961	5311	6548	EBITDA 利率 (%)	7.0%	6.8%	7.2%	7.5%	7.3%
销售及分销成本	(4939)	(5730)	(7538)	(8801)	(9908)	净利率 (%)	3.6%	3.7%	4.1%	4.4%	4.8%
其他费用	(1940)	(2239)	(2390)	(2860)	(3220)	SG&A/收入 (%)	5.5%	5.4%	5.4%	5.3%	5.3%
经营利润	7718	8937	11761	14853	18158	实际税率 (%)	28.6%	27.3%	27.2%	27.0%	27.5%
财务费用	(1391)	(1260)	(1349)	(1574)	(1740)	股息支付率 (%)	18.0%	16.3%	14.7%	13.4%	12.1%
税前盈利	6327	7679	10417	13285	16425	库存周转	31.9	24.6	24.6	24.6	24.6
所得税	(1807)	(2098)	(2833)	(3587)	(4517)	应付账款天数	25.9	24.6	28.7	28.7	28.7
净利润	4502	5540	7528	9627	11820	应收账款天数	4.3	3.5	4.6	4.6	4.6
折旧及摊销	1002	1165	1410	1551	0	ROA	7.1%	8.1%	10.0%	11.1%	12.0%
EBITDA	8720	10102	13171	16404	18158	ROE	20.3%	20.6%	30.8%	35.5%	35.9%
总收入 (%)	15.1%	19.6%	23.9%	19.7%	12.6%	净负债/股本	1.6	1.2	1.7	1.8	1.5
EBITDA (%)	19.7%	15.8%	30.4%	24.5%	10.7%	收入/总资产	2.0	2.2	2.4	2.5	2.5
每股收益 (%)	23.7%	23.1%	34.3%	27.9%	22.8%	总资产/股本	2.8	2.5	3.1	3.2	3.0
资产负债表						现金流量表					
	2019E	2020A	2021E	2022E	2023E		2019E	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	6101	8210	9218	11277	15744	EBITDA	8720	10102	13171	16404	18158
应收账款	1463	1430	2296	2747	3093	融资成本(收入)	(1391)	(1260)	(1349)	(1574)	(1740)
存货	9828	9090	11197	13401	15028	营运资金变化	634	882	(107)	948	3856
总流动资产	31642	33851	42160	50267	59408	所得税	(1808)	(2098)	(2833)	(3587)	(4517)
固定资产	12362	14373	15811	17392	19131	营运性现金流	7799	8342	7387	9704	12967
无形资产	6218	6620	7282	8010	8811	资本开支	(2767)	(3556)	(3209)	(3530)	(3883)
长期投资	12803	13657	9983	10720	11462	其他投资活动	(372)	285	950	560	588
总资产	63024	68501	75235	86389	98813	投资性现金流	(3139)	(3271)	(2260)	(2970)	(3296)
应付帐款	8099	9197	13267	15878	17806	负债变化	(1782)	(1782)	(1782)	(1782)	(1782)
短期银行贷款	17090	16980	20916	25033	28072	股息	(739)	(897)	(1216)	(1551)	(1918)
总短期负债	27147	28474	36890	44050	49335	其他融资活动	(2191)	(1061)	(1149)	(1371)	(1534)
总负债	40848	41619	50790	59281	65930	融资性现金流	(4711)	(3740)	(4147)	(4704)	(5234)
少数股东权益	418	419	503	603	724	现金变化	(41)	1359	1008	2059	4467
股东权益	22177	26882	24445	27108	32884	期初持有现金	6143	6101	8210	9218	11277
每股账面值	9.76	11.83	10.64	11.80	14.31	期末持有现金	6101	8210	9218	11277	15744

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>