

# 中升控股 (881 HK)

## 收購仁孚中國，進一步鞏固行業領導地位

中升集團發佈公告，以13億美元為對價向怡和集團收購仁孚中國全部股權。公司將以現金方式向賣方支付9億美元（佔總對價約69%），剩餘部分將以每股63.4港元發行新股進行支付（約增發4,900萬股，攤薄EPS約2.1%）。中升控股同時公佈折讓約9%發行4,725萬股予高瓴資本旗下兩家公司，融資約30億港元，部分用以支付上述收購。我們重申公司買入評級，上調目標價至95.8港元。

- **中升控股將擴大梅賽德斯賓士品牌及華南地區市場份額。**仁孚中國是梅賽德斯-賓士於華南及華西最大的經銷商網路之一，擁有26家經銷門店（均為，梅賽德斯賓士品牌）及10家計畫建設門店。截止2020年底，中升集團擁有63家梅賽德斯賓士門店，在其所運營品牌中排名第一。同時，中升集團在廣東省擁有56家門店，在其所運營省份中排名第一。我們認為公司將通過此次並購進一步強化其在賓士品牌及華南地區的領導地位，同時加強品牌及區域間協同效應。
- **公司上半年經營資料超預期。**公司上半年新車銷量達27.6萬輛，同比增加約40%（豪華品牌新車銷量達16.2萬輛，同比增加約45%；中高端新車銷量達11.4萬輛，同比增加約33%）。同時公司上半年二手車交易量達手車交易量達6.67萬輛，同期增加約64%。我們認為公司上半年經營資料超出我們此前預期，反映出公司在豪華車經銷商中的領導地位。我們預計隨著晶片供應邊際緩解及，下半年豪華車銷量將繼續保持高增長。
- **公司與小鵬汽車開展合作，打破估值束縛。**公司於2021年4月與小鵬汽車簽署諒解備忘錄，建立長期戰略合作夥伴關係。公司將利用門店網路及銷售服務能力，進一步加速小鵬的銷售增長，同時加強售後服務能力。我們認為公司將利用合作機會提升總體新車毛利率，同時輕資產模式將有助於公司增強資金運營效率。同時，公司與造車新勢力展開合作，將打消資本市場對汽車銷售脫媒的擔憂，打破估值天花板。
- **我們上調2021年盈利預測並維持買入評級。**考慮到1) 汽車晶片短缺下終端零售折扣不斷收窄；2) 上半年新車銷量超出預期；3) 收購仁孚中國所帶來的利潤增厚；4) 二手車滲透率超出市場預期等因素，我們相應上調公司2021年盈利預測15%至7,828百萬元人民幣。同時，我們認為1) 與新勢力建立戰略合作以及2) 外向並購鞏固領導地位等利好將進一步抬升公司估值。因此我們給予公司2021年26x市盈率（此前目標價基於2021年22x市盈率），上調目標價至95.8港元。維持買入評級。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
營業額(百萬元人民幣)	107,736	124,043	148,348	202,091	239,895
同比增長(%)	24.85%	15.14%	19.59%	36.23%	18.71%
淨利潤(百萬元人民幣)	3,637	4,502	5,540	7,828	10,146
每股收益(人民幣)	1.60	1.98	2.44	3.30	4.28
每股收益變動(%)	6%	24%	23%	36%	30%
市場每股盈利預測(人民幣)	1.60	1.98	2.27	3.01	3.68
市盈率(x)	41.09	33.23	27.01	19.92	15.37
市帳率(x)	8.19	6.87	5.65	4.82	3.86
股息率(%)	0.5%	0.6%	0.7%	1.0%	1.3%
權益收益率(%)	21.3%	22.5%	23.0%	26.6%	27.9%
負債比率(x)	99%	80%	54%	53%	46%

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

### 買入(維持)

目標價	HK\$95.8
(此前目標價)	HK\$73.1)
潛在升幅	+30.2%
當前股價	HK\$73.6

### 中國新能源汽車行業

#### 白毅陽, CFA

(852) 3900 0835  
jackbai@cmbi.com.hk

#### 公司資料

市值(百萬元人民幣)	170,297
3月平均流通量(百萬元人民幣)	216.72
52周內股價高/低(人民幣)	77/43.58
總股本(百萬)	2,315

資料來源：彭博

#### 股東結構

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

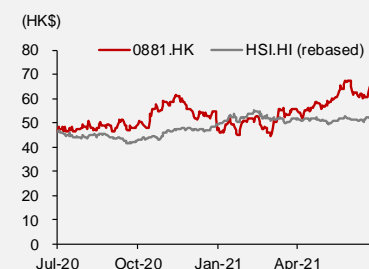
資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.1%	12.4%
3-月	32.6%	36.7%
6-月	56.5%	54.4%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

## 財務分析

### 利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
<b>銷售收入</b>	<b>107,736</b>	<b>124,043</b>	<b>148,348</b>	<b>202,091</b>	<b>239,895</b>
新車銷售	93,222	106,199	125,527	170,444	201,274
售後服務收入	14,514	17,843	20,245	27,782	33,210
二手車經銷收入	0	0	2,576	3,864	5,410
銷售成本	(97,813)	(112,555)	(134,866)	(183,605)	(217,680)
<b>毛利</b>	<b>9,923</b>	<b>11,488</b>	<b>13,482</b>	<b>18,486</b>	<b>22,215</b>
銷售費用	(4,311)	(4,939)	(5,730)	(7,780)	(9,212)
管理費用	(1,745)	(1,940)	(2,239)	(3,011)	(3,550)
減值損失	0	0	0	0	0
其他收入	2,561	3,110	3,424	4,792	6,460
其他支出	0	0	0	0	0
財務費用	(1,231)	(1,391)	(1,260)	(1,675)	(1,921)
合營公司收益	3	(1)	4	0	0
聯營公司收益	0	0	(2)	0	0
<b>利潤總額</b>	<b>5,200</b>	<b>6,327</b>	<b>7,679</b>	<b>10,811</b>	<b>13,993</b>
所得稅費用	(1,505)	(1,807)	(2,098)	(2,951)	(3,806)
<b>淨利潤</b>	<b>3,695</b>	<b>4,520</b>	<b>5,581</b>	<b>7,860</b>	<b>10,187</b>
少數股東損益	58	18	41	31	41
<b>歸母淨利潤</b>	<b>3,637</b>	<b>4,502</b>	<b>5,540</b>	<b>7,828</b>	<b>10,146</b>

### 現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
<b>歸母淨利潤</b>	<b>3,637</b>	<b>4,502</b>	<b>5,540</b>	<b>7,828</b>	<b>10,146</b>
折舊和攤銷	790	860	960	1,074	1,225
營運資金變動	3,483	539	(414)	5,059	6,708
其它	(5,592)	1,899	3,239	(11,757)	(8,356)
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>2,318</b>	<b>7,800</b>	<b>9,324</b>	<b>2,204</b>	<b>9,723</b>
資本開支	(3,760)	(2,902)	(3,562)	(4,249)	(5,313)
聯營公司	-	(3)	2	3	1
其它	(473)	(234)	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(4,233)</b>	<b>(3,139)</b>	<b>(3,234)</b>	<b>(4,246)</b>	<b>(5,311)</b>
股份發行	-	-	0	2,490	-
淨借貸	3,323	(1,395)	(1,642)	7,148	4,725
支付股息	(667)	(727)	(900)	(1,107)	(1,565)
其它	347	(2,589)	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>3,003</b>	<b>(4,712)</b>	<b>(3,964)</b>	<b>8,530</b>	<b>3,160</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,088</b>	<b>(51)</b>	<b>2,127</b>	<b>6,488</b>	<b>7,572</b>
年初現金及現金等價物	6,789	7,887	7,706	7,706	9,817
其他	10	(130)	(16)	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>7,887</b>	<b>7,706</b>	<b>9,817</b>	<b>14,195</b>	<b>17,389</b>
受限現金	1,744	1,605	1,606	1,606	1,606

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
<b>非流動資產</b>	<b>26,706</b>	<b>31,383</b>	<b>34,650</b>	<b>35,112</b>	<b>39,231</b>
固定資產	11,507	12,362	14,373	13,813	14,966
無形資產和商譽	6,331	6,218	6,620	7,512	8,643
合資及聯營公司投資	45	47	49	43	42
其它非流動資產	8,823	12,756	13,607	13,744	15,579
<b>流動資產</b>	<b>30,462</b>	<b>31,642</b>	<b>33,851</b>	<b>50,196</b>	<b>62,004</b>
現金及現金等價物	7,887	7,706	9,817	14,195	17,389
應收賬款	1,342	1,463	1,430	2,040	2,721
存貨	10,980	9,828	9,090	13,600	16,491
其它流動資產	10,253	12,644	13,515	20,360	25,403
<b>流動負債</b>	<b>26,599</b>	<b>27,147</b>	<b>28,474</b>	<b>36,802</b>	<b>43,187</b>
銀行貸款	17,071	17,326	17,258	23,341	27,708
應付帳款	4,815	4,875	4,980	6,120	6,802
其他應付款	3,243	3,469	4,462	4,832	5,442
其它流動負債	1,470	1,476	1,774	2,509	3,235
<b>非流動負債</b>	<b>11,532</b>	<b>13,701</b>	<b>13,145</b>	<b>15,631</b>	<b>17,015</b>
銀行貸款	5,575	3,924	2,351	3,415	3,774
遞延所得稅	4,048	4,294	4,827	4,827	4,827
遞延所得稅負債	1,909	1,918	2,120	3,542	4,567
其它非流動負債	-	3,565	3,847	3,847	3,847
<b>所有者權益</b>	<b>18,240</b>	<b>21,759</b>	<b>26,463</b>	<b>32,388</b>	<b>40,426</b>
少數股東權益	797	418	419	486	606
<b>歸母所有者權益</b>	<b>19,037</b>	<b>22,177</b>	<b>26,882</b>	<b>32,874</b>	<b>41,032</b>

### 主要比率

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
<b>銷售組合(%)</b>					
新車銷售	87%	86%	85%	84%	84%
售後服務收入	13%	14%	14%	14%	14%
二手車經銷收入	0%	0%	2%	2%	2%
<b>合計</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	9%	9%	9%	9%	9%
稅前利率	5%	5%	5%	5%	6%
淨利潤率	3%	4%	4%	4%	4%
有效稅率	29%	29%	27%	27%	27%
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	1.15	1.17	1.19	1.36	1.44
速動比率(x)	0.35	0.37	0.40	0.45	0.47
現金比率(x)	0.30	0.32	0.35	0.39	0.41
庫存周轉天數	41	32	25	27	28
平均應付款周轉天數	18	16	13	12	11
平均應收款周轉天數	5	4	4	4	5
債務/股本比率(%)	200%	184%	155%	159%	147%
淨負債/股東權益比率(%)	99%	80%	54%	53%	46%
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	21%	23%	23%	27%	28%
資產回報率	12%	13%	14%	16%	17%
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利(人民幣)	1.60	1.98	2.44	3.30	4.28
每股股息(人民幣)	0.32	0.40	0.49	0.66	0.86
每股金資產(人民幣)	8.04	9.58	11.64	13.67	17.07

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是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之分析員，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資訊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。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。