

中升控股 (881 HK)

規模優勢顯現，效率持續提升

中升控股發佈上半年業績公告。2021年上半年公司實現營業收入874億元，同比增長50%。公司上半年歸母淨利潤達到37億元，同比增長61%，符合此前業績盈喜預告。公司通過內部新建和外部並購雙輪驅動，持續擴張服務網路規模。同時公司淨資產收益率呈現增長趨勢，經營效率穩步提升。我們看好公司在汽車銷售及服務行業的領導地位，重申公司買入評級，上調目標價至102.5港元。

- **公司上半年業績表現優異。**受益於其核心經銷商地位，在行業缺芯背景下，公司新車銷量增速影響低於行業水準。上半年公司新車銷量實現27.6萬輛，同比增長40%，其中豪華車銷量佔比提升2個百分點至58.8%。供應緊平衡帶動公司新車毛利率同比提升0.8個百分點至3.8%。同時，公司二手車零售業務收入實現35億人民幣，超出我們此前預期。上半年三費費用率同比下降0.4個百分點至6.0%。綜合來看，公司歸母淨利潤達到37億元，同比增長61%。受益於1)豪華車整體滲透率提升；2)二手車交易量保持高速增長等利好因素，我們預計公司下半年歸母淨利潤仍將保持同比27%的高速增長。
- **規模擴張同時，效率持續提升。**2021年上半年公司內部新建網點11家，並購網點4家，關停網點2家。截止6月30日，公司門店數量達到386家。公司預計在年內實現仁孚中國的並表，進一步拓展門店網路，實現協同效應。經營效率方面，公司上半年庫存周轉天數同比減少9天至21天。淨資產收益率同比提升4個百分點至24.3%。我們預計公司將進一步利用其規模和效率優勢，實現財務成本和有效稅率的持續降低。
- **二手車業務與新能源汽車業務持續加碼。**公司上半年二手車交易量同比增長64%至6.7萬輛，其中本品業務佔比提升3個百分點至55%。二手車零售交易佔比達到42%的同時，二手車交易單價大幅度提升，反映出公司二手車銷量結構持續優化。公司與小鵬汽車、威馬汽車簽署戰略合作協定，同時展開與傳統、新勢力等車企在新能源汽車銷售服務領域合作。我們認為新能源汽車銷售服務的初步經營資料遠優於此前市場悲觀預期，將打消資本市場對汽車銷售脫媒的擔憂，打破估值天花板。
- **我們維持2021年盈利預測及買入評級。**公司上半年業績符合我們的整體預期，因此我們維持公司2021年7,828百萬元人民幣的盈利預測。同時，我們認為1)汽車晶片短缺預計持續至3季度，帶動新車毛利率繼續提升；2)二手車收入超出此前預期；3)公司財務穩健帶來潛在外向並購機遇；4)新能源汽車服務初步經營資料打消市場悲觀預期等催化劑，將進一步帶動估值提升。因此我們給予公司2021年27x市盈率（此前目標價基於2021年26x市盈率），上調目標價至102.5港元。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額(百萬元人民幣)	124,043	148,348	205,440	247,626	283,172
同比增長(%)	15.14%	19.59%	38.48%	20.53%	14.35%
淨利潤(百萬元人民幣)	4,502	5,540	7,828	10,185	11,524
每股收益(人民幣)	1.98	2.44	3.41	4.43	5.01
每股收益變動(%)	24%	23%	40%	30%	13%
市場每股盈利預測(人民幣)	1.98	2.27	3.18	4.00	4.92
市盈率(x)	32.59	26.50	18.96	14.57	12.88
市帳率(x)	6.74	5.55	4.51	3.60	2.92
股息率(%)	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%
權益收益率(%)	22.5%	23.0%	26.4%	27.5%	25.0%
負債比率(x)	80%	54%	57%	51%	42%

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博(搜索代碼:RESP CMBR <GO>)或<http://www.cmbi.com.hk>下載更多招銀國際證券研究報告

買入(維持)

目標價	HK\$102.5
(此前目標價)	HK\$95.8
潛在升幅	+42.4%
當前股價	HK\$72.0

中國汽車經銷商行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬元人民幣)	170,110
3月平均流通量(百萬元人民幣)	304.10
52周內股價高/低(人民幣)	77.6/43.58
總股本(百萬)	2,363

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	-4.6%	-1.9%
3-月	24.8%	34.1%
6-月	39.3%	57.2%

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(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	124,043	148,348	205,440	247,626	283,172
新車銷售	106,199	125,527	170,444	203,267	229,473
售後服務收入	17,843	20,245	27,782	33,539	38,551
二手車經銷收入	0	2,576	7,213	10,820	15,148
銷售成本	(112,555)	(134,866)	(186,367)	(224,608)	(256,925)
毛利	11,488	13,482	19,072	23,019	26,248
銷售費用	(4,939)	(5,730)	(7,868)	(9,435)	(10,789)
管理費用	(1,940)	(2,239)	(3,020)	(3,591)	(4,106)
減值損失	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
財務費用	(1,391)	(1,260)	(1,590)	(1,784)	(2,002)
合營公司收益	(1)	4	3	4	4
聯營公司收益	0	(2)	0	0	0
利潤總額	6,327	7,679	10,845	14,088	15,935
所得稅費用	(1,807)	(2,098)	(2,950)	(3,821)	(4,318)
淨利潤	4,520	5,581	7,895	10,267	11,617
少數股東損益	18	41	67	82	93
歸母淨利潤	4,502	5,540	7,828	10,185	11,524

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
歸母淨利潤	4,502	5,540	7,828	10,185	11,524
折舊和攤銷	860	973	1,128	1,292	1,450
營運資金變動	539	(414)	5,485	7,371	6,512
其它	1,899	3,225	(13,849)	(11,340)	(9,155)
經營活動所得現金流	7,800	9,324	593	7,508	10,330
資本開支	(2,902)	(4,581)	(4,575)	(5,720)	(6,320)
聯營公司	(3)	2	3	1	-
其它	(234)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,139)	(3,234)	(4,572)	(5,718)	(6,320)
股份發行	-	0	2,490	-	-
淨借貸	(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)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(4,712)	(3,964)	9,178	3,693	2,495
現金增加淨額	(51)	2,127	5,199	5,483	6,505
年初現金及現金等價物	7,887	7,706	7,706	9,817	12,905
其他	(130)	(16)	-	-	-
年末現金及現金等價物	7,706	9,817	12,905	15,300	19,411
受限現金	1,605	1,606	1,606	1,606	1,606

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	31,383	34,650	36,989	41,434	45,716
固定資產	12,362	14,373	15,177	16,419	17,791
無形資產和商譽	6,218	6,620	7,474	8,720	10,073
合資及聯營公司投資	47	49	51	55	58
其它非流動資產	12,756	13,607	14,287	16,241	17,793
流動資產	31,642	33,851	49,476	61,341	74,001
現金及現金等價物	7,706	9,817	12,905	15,300	19,411
應收賬款	1,463	1,430	2,071	2,808	3,212
存貨	9,828	9,090	13,805	17,016	19,763
其它流動資產	12,644	13,515	20,695	26,217	31,615
流動負債	27,147	28,474	38,116	44,483	50,751
銀行貸款	17,326	17,258	24,492	28,601	32,706
應付帳款	4,875	4,980	6,212	7,019	7,786
其他應付款	3,469	4,462	4,904	5,615	6,588
其它流動負債	1,476	1,774	2,507	3,247	3,671
非流動負債	13,701	13,145	14,973	16,404	17,428
銀行貸款	3,924	2,351	3,677	4,063	4,490
遞延所得稅	4,294	4,827	3,893	3,893	3,893
遞延所得稅負債	1,918	2,120	3,540	4,585	5,182
其它非流動負債	3,565	3,847	3,863	3,863	3,863
所有者權益	21,759	26,463	32,883	41,269	50,776
少數股東權益	418	419	493	619	762
歸母所有者權益	22,177	26,882	33,376	41,888	51,538

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
新車銷售	86%	85%	83%	82%	81%
售後服務收入	14%	14%	14%	14%	14%
二手車經銷收入	0%	2%	4%	4%	5%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	9%	9%	9%	9%	9%
稅前利率	5%	5%	5%	6%	6%
淨利潤率	4%	4%	4%	4%	4%
有效稅率	29%	27%	27%	27%	27%
資產負債比率					
流動比率(x)	1.17	1.19	1.30	1.38	1.46
速動比率(x)	0.37	0.40	0.40	0.41	0.45
現金比率(x)	0.32	0.35	0.34	0.35	0.39
庫存周轉天數	32	25	27	28	28
平均應付款周轉天數	16	13	12	11	11
平均應收款周轉天數	4	4	4	5	5
債務/股本比率(%)	184%	155%	159%	145%	132%
淨負債/股東權益比率(%)	80%	54%	57%	51%	42%
回報率(%)					
資本回報率	23%	23%	26%	27%	25%
資產回報率	13%	14%	16%	17%	16%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	1.98	2.44	3.41	4.43	5.01
每股股息(人民幣)	0.40	0.49	0.68	0.89	1.00
每股金資產(人民幣)	9.58	11.64	14.31	17.96	22.10

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。