

中升控股 (881 HK)

收购仁孚中国，进一步巩固行业领导地位

中升集团发布公告，以13亿美元为对价向怡和集团收购仁孚中国全部股权。公司将以现金方式向卖方支付9亿美元（占总对价约69%），剩余部分将以每股63.4港元发行新股进行支付（约增发4,900万股，摊薄EPS约2.1%）。中升控股同时公布折让约9%发行4,725万股予高瓴资本旗下两家公司，融资约30亿港元，部分用以支付上述收购。我们重申公司买入评级，上调目标价至95.8港元。

- 中升控股将扩大梅赛德斯奔驰品牌及华南地区市场份额。**仁孚中国是梅赛德斯-奔驰于华南及华西最大的经销商网络之一，拥有26家经销门店（均为梅赛德斯奔驰品牌）及10家计划建设门店。截止2020年底，中升集团拥有63家梅赛德斯奔驰门店，在其所运营品牌中排名第一。同时，中升集团在广东省拥有56家门店，在其所运营省份中排名第一。我们认为公司将通过此次并购进一步强化其在奔驰品牌及华南地区的领导地位，同时加强品牌及区域间协同效应。
- 公司上半年经营数据超预期。**公司上半年新车销量达27.6万辆，同比增加约40%（豪华品牌新车销量达16.2万辆，同比增加约45%；中高端新车销量达11.4万辆，同比增加约33%）。同时公司上半年二手车交易量达6.67万辆，同期增加约64%。我们认为公司上半年经营数据超出我们此前预期，反映出公司在豪华车经销商中的领导地位。我们预计随着芯片供应边际缓解及，下半年豪华车销量将继续保持高增长。
- 公司与小鹏汽车开展合作，打破估值束缚。**公司于2021年4月与小鹏汽车签署谅解备忘录，建立长期战略合作伙伴关系。公司将利用门店网络及销售服务能力，进一步加速小鹏的销售增长，同时加强售后服务能力。我们认为公司将利用合作机会提升总体新车毛利率，同时轻资产模式将有助于公司增强资金运营效率。同时，公司与造车新势力展开合作，将打消资本市场对汽车销售脱媒的担忧，打破估值天花板。
- 我们上调2021年盈利预测并维持买入评级。**考虑到1) 汽车芯片短缺下终端零售折扣不断收窄；2) 上半年新车销量超出预期；3) 收购仁孚中国所带来的利润增厚；4) 二手车渗透率超出市场预期等因素，我们相应上调公司2021年盈利预测15%至7,828百万元人民币。同时，我们认为1) 与新势力建立战略合作以及2) 外向并购巩固领导地位等利好将进一步抬升公司估值。因此我们给予公司2021年26x市盈率（此前目标价基于2021年22x市盈率），上调目标价至95.8港元。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
营业额(百万人民币)	107,736	124,043	148,348	202,091	239,895
同比增长(%)	24.85%	15.14%	19.59%	36.23%	18.71%
净利润(百万人民币)	3,637	4,502	5,540	7,828	10,146
每股收益(人民币)	1.60	1.98	2.44	3.30	4.28
每股收益变动(%)	6%	24%	23%	36%	30%
市场每股盈利预测(人民币)	1.60	1.98	2.27	3.01	3.68
市盈率(x)	41.09	33.23	27.01	19.92	15.37
市帐率(x)	8.19	6.87	5.65	4.82	3.86
股息率(%)	0.5%	0.6%	0.7%	1.0%	1.3%
权益收益率(%)	21.3%	22.5%	23.0%	26.6%	27.9%
负债比率(x)	99%	80%	54%	53%	46%

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$95.8
(此前目标价)	HK\$73.1)
潜在升幅	+30.2%
当前股价	HK\$73.6

中国新能源汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	170,297
3月平均流通量(百万人民币)	216.72
52周内股价高/低(人民币)	77/43.58
总股本(百万)	2,315

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%

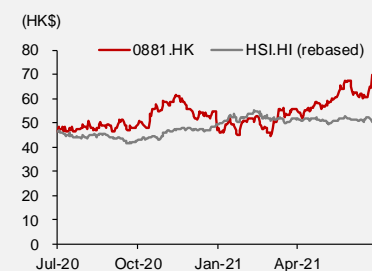
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.1%	12.4%
3-月	32.6%	36.7%
6-月	56.5%	54.4%

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发团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
销售收入	107,736	124,043	148,348	202,091	239,895
新车销售	93,222	106,199	125,527	170,444	201,274
售后服务收入	14,514	17,843	20,245	27,782	33,210
二手车经销收入	0	0	2,576	3,864	5,410
销售成本	(97,813)	(112,555)	(134,866)	(183,605)	(217,680)
毛利	9,923	11,488	13,482	18,486	22,215
销售费用	(4,311)	(4,939)	(5,730)	(7,780)	(9,212)
管理费用	(1,745)	(1,940)	(2,239)	(3,011)	(3,550)
减值损失	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
财务费用	(1,231)	(1,391)	(1,260)	(1,675)	(1,921)
合营公司收益	3	(1)	4	0	0
联营公司收益	0	0	(2)	0	0
利润总额	5,200	6,327	7,679	10,811	13,993
所得税费用	(1,505)	(1,807)	(2,098)	(2,951)	(3,806)
净利润	3,695	4,520	5,581	7,860	10,187
少数股东损益	58	18	41	31	41
归母净利润	3,637	4,502	5,540	7,828	10,146

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
归母净利润	3,637	4,502	5,540	7,828	10,146
折旧和摊销	790	860	960	1,074	1,225
营运资金变动	3,483	539	(414)	5,059	6,708
其它	(5,592)	1,899	3,239	(11,757)	(8,356)
经营活动所得现金流	2,318	7,800	9,324	2,204	9,723
资本开支	(3,760)	(2,902)	(3,562)	(4,249)	(5,313)
联营公司	-	(3)	2	3	1
其它	(473)	(234)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(4,233)	(3,139)	(3,234)	(4,246)	(5,311)
股份发行	-	-	0	2,490	-
净借贷	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)	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,003	(4,712)	(3,964)	8,530	3,160
现金增加净额	1,088	(51)	2,127	6,488	7,572
年初现金及现金等价物	6,789	7,887	7,706	7,706	9,817
其他	10	(130)	(16)	-	-
年末现金及现金等价物	7,887	7,706	9,817	14,195	17,389
受限现金	1,744	1,605	1,606	1,606	1,606

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
非流动资产	26,706	31,383	34,650	35,112	39,231
固定资产	11,507	12,362	14,373	13,813	14,966
无形资产和商誉	6,331	6,218	6,620	7,512	8,643
合资及联营公司投资	45	47	49	43	42
其它非流动资产	8,823	12,756	13,607	13,744	15,579
流动资产	30,462	31,642	33,851	50,196	62,004
现金及现金等价物	7,887	7,706	9,817	14,195	17,389
应收账款	1,342	1,463	1,430	2,040	2,721
存货	10,980	9,828	9,090	13,600	16,491
其它流动资产	10,253	12,644	13,515	20,360	25,403
流动负债	26,599	27,147	28,474	36,802	43,187
银行贷款	17,071	17,326	17,258	23,341	27,708
应付账款	4,815	4,875	4,980	6,120	6,802
其他应付款	3,243	3,469	4,462	4,832	5,442
其它流动负债	1,470	1,476	1,774	2,509	3,235
非流动负债	11,532	13,701	13,145	15,631	17,015
银行贷款	5,575	3,924	2,351	3,415	3,774
递延所得税	4,048	4,294	4,827	4,827	4,827
递延所得税负债	1,909	1,918	2,120	3,542	4,567
其它非流动负债	-	3,565	3,847	3,847	3,847
所有者权益	18,240	21,759	26,463	32,388	40,426
少数股东权益	797	418	419	486	606
归母所有者权益	19,037	22,177	26,882	32,874	41,032

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
新车销售	87%	86%	85%	84%	84%
售后服务收入	13%	14%	14%	14%	14%
二手车经销收入	0%	0%	2%	2%	2%
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%	5%	6%
净利润率	3%	4%	4%	4%	4%
有效税率	29%	29%	27%	27%	27%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.15	1.17	1.19	1.36	1.44
速动比率 (x)	0.35	0.37	0.40	0.45	0.47
现金比率 (x)	0.30	0.32	0.35	0.39	0.41
库存周转天数	41	32	25	27	28
平均应付款周转天数	18	16	13	12	11
平均应收款周转天数	5	4	4	4	5
债务/股本比率 (%)	200%	184%	155%	159%	147%
净负债/股东权益比率 (%)	99%	80%	54%	53%	46%
回报率 (%)					
资本回报率	21%	23%	23%	27%	28%
资产回报率	12%	13%	14%	16%	17%
每股数据 (人民币)					
每股盈利 (人民币)	1.60	1.98	2.44	3.30	4.28
每股股息 (人民币)	0.32	0.40	0.49	0.66	0.86
每股金融资产 (人民币)	8.04	9.58	11.64	13.67	17.07

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商投资者

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。接收本報告的美商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。