

00881.HK 中升控股

未评级

业绩改善存在多重弹性

2016年07月13日

市场数据

报告日期	2016.07.13
收盘价(港元)	4.24
总股本(百万股)	2,147
总市值(百万元)	9,101
净资产(百万元)	12,616
总资产(百万元)	38,725
每股净资产(元)	5.877

数据来源: Wind

相关报告

海外汽车研究

高级分析师: 姚炜

yaowei@xyzq.com.cn

SFC: AVW558

SAC: S0190516050001

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	50,048	52,527	54,787	59,143
同比增长(%)	19.4	5	4.3	8
净利润(百万元)	750	1,010	751	461
同比增长(%)	-47	34.6	-25.7	-38.6
毛利率(%)	8.6	9.1	8.7	7.9
净利润率(%)	1.5	1.9	1.4	0.8
净资产收益率(%)	8.5	10.4	6.1	3.7
每股收益(元)	0.393	0.529	0.352	0.215
股息率(%)	2.4	3.2	2.1	1.3

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **奔驰新E上市将带来新车毛利率反弹。**2015年豪华车和中高端新车毛利率都出现下降。上下半年来看,豪华车毛利率去年下半年企稳。中高端车的毛利率仍在下滑。今年上半年来看,豪华车的毛利率和去年下半年基本相当,中高端车毛利率较去年下半年有所回升。未来来看,奔驰新E上市(预计8月底到店)可能会带动豪华车毛利率出现上升,整体毛利率可能在下半年以及明年出现改善。
- **并购整合将带来重要盈利增长点。**2015年公司经销商总数增加至213家,较上年增加22家,主要是豪华车的增加,15年新店增加主要是靠并购方式,2016年来看,公司继续采用并购的形式增加新店,年初收购了海南嘉华伟业的18家经销商,此外,公司也在计划收购其他一些豪华车品牌经销商。公司兼并收购后,对原有经销商进行整合,盈利有望得到改善,这将成为未来重要的利润增长点。
- **我们的看法:**总体上来看,中升控股的业绩存在较强的改善预期,主要是从几方面来看:一、中端车毛利率的企稳回升以及奔驰新车型上市将带来豪华车毛利率的回升;二、并购带来业绩较大新的盈利增量;三、财务费用率下降带来业绩的弹性;四、售后服务仍然保持较高增长。根据市场一致预期,目前公司估值对应16/17年市盈率分别为10.4倍/8.9倍,市净率分别为0.59倍/0.56倍,建议长期关注。
- **风险提示:**毛利率水平不如预期;并购整合不顺利;行业库存压力再度上升。

报告正文

- **奔驰是公司第一大经销品牌。**中升控股主要从事汽车经销与售后维修服务等业务。收入结构来看，新车收入占收入主要来源，2015 年新车收入为 518.42 亿元，占比 87.7%，其中豪华车占新车收入比重为 67.3%，中高端占比 32.7%。按新车收入计算，奔驰品牌和奥迪品牌是新车收入最高的两个品牌，分别占新车收入总额的 27.2%和 17.6%。除了上述两个品牌外，雷克萨斯和丰田也是公司主要经营品牌。增长趋势来看，2015 年公司新车收入增长 8.1%，售后服务增长 7%，新车毛利下降 14.3%，售后毛利增长 3.8%，新车毛利下降主要是新车毛利率从 3.3%下降至 2.6%，售后毛利率从 46.9%下降至 45.5%，主要是精品收入占比下降。
- **奔驰新 E 上市将带来新车毛利率反弹。**2015 年新车毛利率出现下降，15 年豪华车毛利率从 14 年的 4.0%下跌至 3.4%，中高端车毛利率从 1.9%下跌至 1.0%。上下半年来看，豪华车上下半年分别为 3.3%和 3.5%。中高端车毛利率分别为 1.3%和 0.7%。豪华车毛利率去年下半年企稳，主要是奔驰毛利率相对企稳。中高端车的毛利率仍在下滑，主要还是库存压力较大，竞争导致降价推动毛利率下滑。今年上半年来看，豪华车的毛利率和去年下半年基本相当，中高端车毛利率较去年下半年有所回升，未来来看，奔驰新 E 上市（预计 8 月底到店）可能会带动豪华车毛利率出现上升，整体毛利率可能在下半年以及明年出现改善。
- **售后及延伸服务仍有望高增长。**2015 年售后服务收入 73.0 亿元，同比增长 7.0%，增速较上年的 13.1%出现下降，主要是由于维修保养价格和零部件下调的影响，我们预计这一影响在逐步减弱，2016 年售后服务的增速有望重新回升，预计 2016 年售后服务增长 15%以上。延伸服务方面，2015 年佣金收入 9.72 亿元，增长 22.3%，预计 16 年仍然有望 20%以上的增长，一方面由于销量仍然高增长，同时汽车金融等渗透率仍然在提升。
- **并购整合将带来重要增长点。**2015 年公司经销店总数增加至 213 家，较上年增加 22 家，主要是豪华车的增加，豪华车增加至 102 家，公司的新店增加主要是靠并购方式，主要品牌是奔驰、雷克萨斯、英菲尼迪等。2016 年来看，公司继续采用并购的形式增加新店，年初收购了海南嘉华伟业的 18 家经销店，以中高端车为主，此外，公司也在计划收购其他一些豪华车品牌。公司兼并收购后，对原有经销店进行整合带来的盈利改善将成为未来重要的利润增长点。

- **财务费用率增强业绩改善的弹性。**2014年11月份开始，央行连续六次下调存贷款基准利率，降息的效应一般会滞后体现出来，2015年下半年贷款合约逐步开始重置，新的合约较之前的利率水平有不同程度的下降，预计财务费用率可以至少可以下降0.5至0.7个点，对于负债率较高的中升控股来说，财务费用成本的下降会带来业绩更明显的改善。
- **我们的看法：**总体上来看，中升控股的业绩存在较强的改善预期，主要是从几方面来看：一、中端车毛利率的止稳回升以及奔驰新车型上市将带来豪华车毛利率的回升；二、并购带来业绩较大新的增量；三、财务费用率下降带来业绩的弹性；四、售后服务仍然保持较高增长。根据市场一致预期，目前公司估值对应16/17年市盈率分别为10.4倍/8.9倍，市净率分别为0.59倍/0.56倍，建议长期关注。
- **风险提示：**毛利率水平不如预期；并购整合不顺利；行业库存压力再度上升。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。