

买入

收购仁孚为销量增长和效率提升打开空间

中升控股 (0881.HK)

2022-03-18 星期五

投资要点

目标价: **75 港元**
 现价: 51.65 港元
 预计升幅: 45.2%

➤ 盈利能力持续改善:

2021 年, 公司录得营业收入约为人民币 1751.0 亿元, 同比增长 18.0%; 毛利率为 10.5%, 同比提升 1.4 个百分点; 期内增值服务收益为 35.3 亿元, 按年增长 12.3%; (如果不考虑二手车经营模式的调整因素, 增值服务的收入增速可达到 20%); 股东应占利润约为 83.3 亿元, 同比增长 50.3%; 每股盈利为 3.56 元; 拟每股派息 0.84 港元。

重要数据

日期	2022-03-17
收盘价 (港元)	51.65
总股本 (百万股)	2363
总市值 (百万港元)	122,049
净资产 (百万元)	40,706
总资产 (百万元)	85,473
52 周高低 (港元)	77.6/43.0
每股净资产 (元)	17.39

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 供给偏紧导致新车销量放缓, 但盈利能力继续改善:

2021 年, 公司共销售新车 528,154 台, 按年增长 5.5%。其中豪华品牌新车销量为 299,305 台, 按年增长 8.7%; 中高端品牌销售 228,849 台, 同比增长 1.6%; 二手车交易量为 139,413 台, 按年增长 30.2%。新车销量的增幅领先于行业。由于芯片短缺导致新车供应偏紧, 使得新车销量增速放缓; 但是需求相对畅旺使得盈利能力继续改善, 期内公司新车销售毛利率为 4.4%。同比提升 1.4 个百分点。

➤ 高客户保留度保障售后业务利润增长:

2021 年, 公司录得售后和精品服务收入 245.0 亿元, 同比增长 21.0%; 毛利率同比提升 0.8 个百分点至 48.1%。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, 服务满足率也进一步提高到 109%。

➤ 我们的观点:

公司于 21 年收购了仁孚汽车, 预计将为 22 年的新车销售贡献一定的增量。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 101.9/119.1/132.3 亿元, 每股收益分别为 4.35/5.09/5.49 元, 结合目前市场的风险偏好, 考虑公司的行业地位和未来的成长性, 给予公司 2022 年 14 倍 PE, 相当于 75 港元目标价, 较现价有 45.2% 的涨幅, 维持买入评级。

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
 中升控股 (0881.HK) - 更新报告-20210810

研究部

姓名: 杨森
 SFC: BJO644
 电话: 0755-21519178
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	148,348	175,103	209,606	233,051	258,456
同比增长	19.6%	18.0%	19.7%	11.2%	10.9%
净利润	5,540	8,329	10,194	11,911	13,230
同比增长	23.1%	45.8%	22.4%	16.9%	7.8%
毛利率	9.1%	10.5%	10.3%	10.6%	10.9%
净利润率	3.7%	4.8%	4.9%	5.1%	5.1%
每股收益 (元)	2.44	3.56	4.35	5.09	5.49
PE	17.2	11.8	9.6	8.2	7.6

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

盈利能力持续改善：

2021年，公司录得营业收入约为人民币1751.0亿元，同比增长18.0%；毛利率为10.5%，同比提升1.4个百分点；期内增值服务收益为35.3亿元，按年增长12.3%；（如果不考虑二手车经营模式的调整因素，增值服务的收入增速可达到20%）；股东应占利润约为83.3亿元，同比增长50.3%；每股盈利为3.56元；拟每股派息0.84港元。

图 1：2012-2021 年营业收入及增速

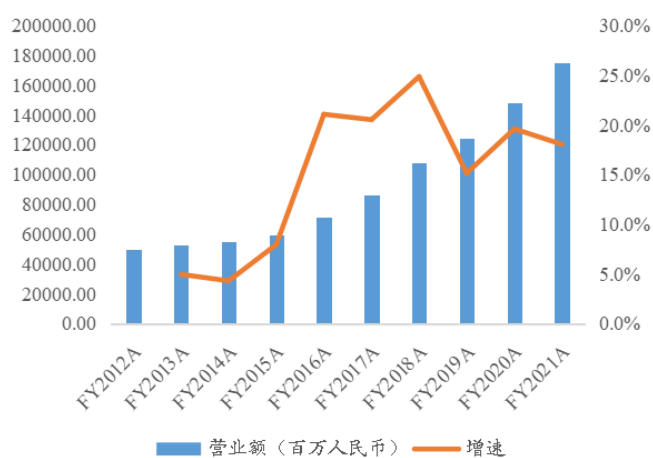
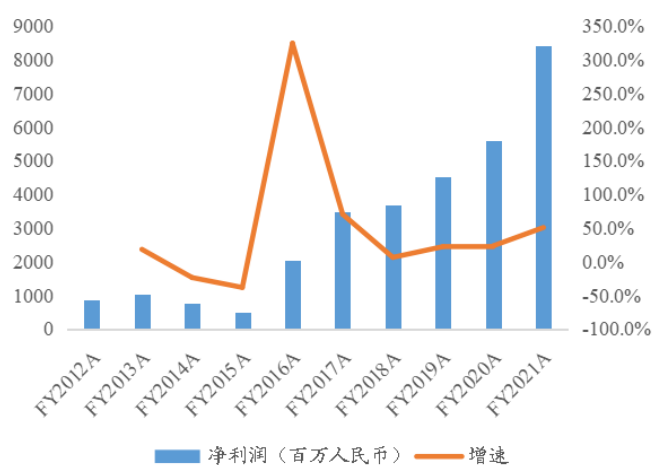


图 2：2012-2021 年净利润及增速



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

供给偏紧导致新车销量放缓，但盈利能力继续提升；

根据中国汽车工业协会数据显示，2021年全国汽车产销量分别为2,608.2万辆和2,627.5万辆，同比分别增长3.4%和3.8%，结束了自2018年以来的下降趋势；其中乘用车产销量分别为2,140.8万辆和2,148.2万辆，同比分别增长7.1%和6.5%。乘联会数据显示，尽管受到芯片短缺等多项因素影响，2021年国内豪华品牌累计销量达到265.2万辆，同比增长4.9%。随着芯片及其他材料等供应链问题在去年第四季度得到缓解，豪华品牌的销量整体开始恢复。

根据公司公告：分品牌来看，年内奔驰受半导体芯片短缺影响较大，全年共交付75.9万辆新车，同比下降2%；但受益于车型结构调整，利润车型GLE、GLS、G级、迈巴赫、AMG等实现了双位数增长。宝马受芯片短缺影响较小，全年共交付84.6万辆新车，同比增长8.9%。此外，奥迪品牌全年新车销量为70.0万辆，同比下降3.6%；雷克萨斯在中国及香港的新车销量为22.7万辆，同比增长1%；丰田在华新车销量194.4万辆，同比增长8.2%。

从公司的销售情况来看，2021 年公司共销售新车 528,154 台，按年增长 5.5%。其中豪华品牌新车销量为 299,305 台，按年增长 8.7%；中高端品牌销售 228,849 台，同比增长 1.6%；二手车交易量为 139,413 台，按年增长 30.2%。新车销量的增幅领先于行业。由于芯片短缺导致新车供应偏紧，使得新车销量增速放缓；但是需求相对畅旺使得盈利能力继续改善，期内公司新车销售毛利率为 4.4%。同比提升 1.4 个百分点。

高客户保留度促成售后业务利润增长：

2021 年，公司录得售后和精品服务收入 245.0 亿元，同比增长 21.0%；毛利率同比提升 0.8 个百分点至 48.1%。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，服务满足率也进一步提高到 109%。

收购仁孚中国驱动未来增长：

2021 年 7 月 1 日，公司宣布以 13.14 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。

我们的观点：

公司于 21 年收购了仁孚汽车，预计将为 22 年的新车销售贡献一定的增量。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 101.9/119.1/132.3 亿元，每股收益分别为 4.35/5.09/5.49 元，结合目前市场的风险偏好，考虑公司的行业地位和未来的成长性，给予公司 2022 年 14 倍 PE，相当于 75 港元目标价，较现价有 45.2% 的涨幅，维持买入评级。

风险提示：

国内宏观经济环境不确定性；

仁孚中国未来业绩表现不确定性；

经销商模式转型风险；

经销商竞争加剧。

损益表(人民币百万元)						财务分析					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	148,348	175,103	209,606	233,051	258,456	盈利能力					
毛利	13,482	18,469	21,649	24,609	28,047	毛利率 (%)	9.1%	10.5%	10.3%	10.6%	10.9%
其他业务收入	3,424	3,891	4,636	5,145	5,695	EBITDA 利率 (%)	6.8%	8.0%	7.9%	8.3%	8.4%
销售及分销成本	(5,730)	(7,170)	(8,384)	(9,089)	(10,338)	净利率 (%)	3.7%	4.8%	4.9%	5.1%	5.1%
其他费用	(2,239)	(2,573)	(2,725)	(3,030)	(3,360)	SG&A/收入 (%)	5.4%	5.6%	5.3%	5.2%	5.3%
经营利润	8,937	12,617	15,175	17,636	20,044	实际税率 (%)	27.3%	26.9%	25.5%	25.5%	27.5%
财务费用	(1,260)	(1,120)	(1,369)	(1,496)	(1,632)	股息支付率 (%)	19.9%	19.8%	18.0%	16.4%	14.9%
税前盈利	7,679	11,504	13,812	16,140	18,421	库存周转	24.6	26.1	24.6	24.6	24.6
所得税	(2,098)	(3,096)	(3,522)	(4,116)	(5,066)	应付账款天数	24.6	23.7	28.7	28.7	28.8
净利润	5,540	8,329	10,194	11,911	13,230	应收账款天数	3.5	3.8	4.6	4.6	4.6
折旧及摊销	1,114	1,346	1,481	1,629	1,792	ROA	8.1%	9.7%	10.6%	11.0%	10.8%
EBITDA	10,051	13,963	16,656	19,265	21,836	ROE	20.6%	20.5%	24.7%	24.5%	23.3%
总收入 (%)	19.6%	18.0%	19.7%	11.2%	10.9%	净负债/股本	1.2	0.8	0.9	0.8	0.7
EBITDA (%)	15.3%	38.9%	19.3%	15.7%	13.3%	收入/总资产	2.2	2.0	2.2	2.1	2.1
每股收益 (%)	23.1%	45.8%	22.4%	16.9%	7.8%	总资产/股本	2.5	2.1	2.3	2.2	2.2
资产负债表						现金流量表					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	8,210	10,950	18,202	23,110	28,798	EBITDA	10,051	13,963	16,656	19,265	21,836
应收账款	1,430	1,815	2,617	2,910	3,227	融资成本(收入)	(1,260)	(1,120)	(1,369)	(1,496)	(1,632)
存货	9,090	11,192	12,668	14,049	15,530	营运资金变化	882	6,589	6,221	4,928	5,664
总流动资产	33,851	40,347	54,794	63,669	73,568	所得税	(1,745)	(1,548)	(3,522)	(4,116)	(5,066)
固定资产	14,373	17,372	19,109	21,020	23,122	营运性现金流	9,324	10,420	11,217	13,463	15,038
无形资产	6,620	10,337	11,371	12,508	13,759	资本开支	(3,283)	(4,823)	(4,105)	(4,516)	(4,967)
长期投资	13,657	17,417	10,796	11,475	12,218	其他投资活动	50	1,043	4,416	746	810
总资产	68,501	85,473	96,070	108,672	122,666	投资性现金流	(3,233)	(3,779)	311	(3,769)	(4,157)
应付账款	9,197	10,318	15,010	16,646	18,401	负债变化	(1,564)	(1,564)	(1,564)	(1,564)	(1,564)
短期银行贷款	16,980	15,219	18,262	20,253	22,387	股息	(933)	(1,398)	(1,678)	(1,961)	(2,238)
总短期负债	28,474	28,381	36,607	40,555	44,790	其他融资活动	(1,467)	(874)	(1,166)	(1,290)	(1,423)
总负债	41,619	44,767	54,834	60,061	66,000	融资性现金流	(3,964)	(3,836)	(4,408)	(4,815)	(5,225)
少数股东权益	419	463	556	667	800	现金变化	2,110	2,842	7,149	4,908	5,687
股东权益	26,882	40,706	41,236	48,610	56,666	期初持有现金	6,101	8,211	11,053	18,202	23,110
每股账面值	11.83	17.39	17.62	20.77	23.50	期末持有现金	8,211	11,053	18,202	23,110	28,798

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>