

持有

2015年4月16日

业绩增长低于预期，净利率仅为 1.4%，为上市后的最低点

- **2014 年净利润同比倒退 26%**：2014 年公司收入增长 4%至 547 亿人民币，净利润下降 26%至 7.5 亿。基本每股盈利 0.35 元，每股派息 0.07 元。业绩低于预期
- **行业竞争加剧，影响新车销售业务发展**：2014 年公司新车销售收入 479 亿，增长 3%，占收入比重 88%，毛利率 3.3%，下降 0.9%。全年汽车销量 20.7 万，增长 3%。中国车市已进入微增长时期，汽车需求趋于平稳，加上限购、平行进口、反腐倡廉等因素影响，汽车销售的竞争会愈发激烈，而中升所经营的品牌以中高端为主，日系居多，对价格战抵抗力弱，预计未来公司新车销售业务毛利率提升空间小。
- **厂家下调零配件与服务价格，导致售后业务增长放缓**：中升的售后业务收入 68 亿，增长 13%，占收入比重为 12%，毛利率为 46.9%。我们认为公司早期对 4S 店扩张过快，又将过多资源投入至中高端品牌，此次受到零配件下调影响大。
- **中升集团竞争优势在于网点多，规模大，看好其未来发展潜力**：按收入计算，公司是中国第四大经销商集团，共有经销店 191 家，网点覆盖中国 19 个省 70 多个城市。2014 年 1 月中升引入怡和策略为股东，向其配售股份与发行可换股债券，共集资 56.7 亿，两个公司之间存在合作机会。
- **目标价 7.4 港元，持有评级**：我们调整公司未来 12 个月目标价格 7.4 港元，较目前价格有 12%的上涨空间，为 2015 的 13 倍 PE 与 0.85 倍 PB 估值水平，维持持有评级。

★ 1 人民币=0.8 港币

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	汽车经销
股价	6.59 港元
目标价	7.4 港元 (+12%)
股票代码	881
已发行股本	21.4 亿股
市值	141 亿港元
52 周高/低	10.48/4.94 港元
每股净资产	6.6 元
主要股东	Blue Natural...59.2%

盈利摘要

截止12月31日	13实际	14实际	15预测	16预测	17预测
营业额 (百万人民币)	52,527	54,787	56,676	59,611	61,635
变动 (%)	5.0	4.3	3.4	5.2	3.4
净利润 (百万人民币)	1,010	751	960	1,173	1,488
每股盈余 (人民币元)	0.53	0.35	0.45	0.55	0.70
变动 (%)	34.6	(33.4)	27.8	22.3	26.8
市盈率@6.59港元 (倍)	10.0	15.0	11.7	9.6	7.6
每股股息 (人民币元)	0.11	0.07	0.09	0.11	0.14
股息现价比率 (%)	2.0	1.3	1.7	2.1	2.6

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测	
收入	52527	54787	56676	59611	61635	盈利能力					
毛利	4761	4775	5058	5431	5678	毛利率	9.1%	8.7%	8.9%	9.1%	
销售费用	(2130)	(2373)	(2437)	(2504)	(2380)	EBITDA 利率	5.8%	5.6%	6.3%	6.6%	
管理费用	(930)	(981)	(1020)	(1103)	(1077)	净利率	1.9%	1.4%	1.7%	2.0%	
其他收入	759	945	1049	1133	1171	ROE	11.7%	6.7%	6.7%	7.8%	
营业收入	2460	2364	2649	2957	3392	营运表现					
财务开支	(1075)	(1273)	(1314)	(1331)	(1367)	SG&A/收入 (%)	5.8%	6.1%	6.1%	6.1%	
营业外收支	5	4	4	4	4	实际税率 (%)	26%	29%	26%	26%	
税前盈利	1390	1095	1339	1630	2028	股息支付率 (%)	15%	27%	16%	16%	
所得税	(367)	(315)	(348)	(424)	(507)	库存周转天数	52	61	63	64	
少数股东应占利润	(13)	(30)	(31)	(32)	(34)	应付账款天数	30	23	22	21	
净利润	1010	751	960	1173	1488	应收账款天数	4	4	4	4	
折旧及摊销	(609)	(725)	(930)	(972)	(1018)	财务状况					
EBITDA	3069	3089	3579	3930	4410	净负债/股本	2.9	1.7	1.7	1.6	
EPS (元)	0.53	0.35	0.45	0.55	0.70	收入/总资产	0.8	0.8	0.7	0.7	
增长						总资产/股本	4.0	2.8	2.8	2.7	
总收入 (%)	5%	4%	3%	5%	3%	盈利对利息倍数	2.3	1.9	2.0	2.2	
EBITDA (%)	15%	1%	16%	10%	12%						
每股收益 (%)	35%	-33%	28%	22%	27%						

资产负债表						现金流量表				
人民币百万元, 财务年度截至12月31日						人民币百万元, 财务				
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
现金	3,654	4,091	3,986	3,566	3,790	EBITDA	3069	3089	3579	3930
应收账款	590	631	653	687	710	融资成本	1075	1273	1314	1331
存货	6,810	8,319	8,844	9,562	10,171	营运资金变化	(1225)	(2952)	(976)	(1387)
其他流动资产	8,761	9,584	9,991	10,557	11,013	所得税	(367)	(315)	(348)	(424)
总流动资产	19,816	22,626	23,474	24,372	25,686	其他营运活动	(745)	(168)	(1523)	(1426)
固定资产	6,260	7,460	7,814	8,233	8,509	营运现金流	1807	927	2046	2024
投资性资产	40	43	43	43	43	资本开支	(2253)	(2298)	(1450)	(1500)
其他固定资产	7,620	8,779	9,017	9,202	9,336	其他投资活动	244	(412)	82	80
总资产	33,735	38,908	40,348	41,850	43,574	投资活动现金流	(2010)	(2710)	(1368)	(1420)
应付帐款	3,916	3,086	3,121	3,112	3,054	负债变化	547	2563	700	500
短期银行贷款	14,282	16,845	17,545	18,045	18,545	股本变化	0	0	0	0
其他短期负债	4,498	2,273	2,273	2,273	2,273	股息	(153)	(204)	(150)	(192)
总短期负债	22,695	22,204	22,939	23,430	23,871	其他融资活动	(632)	(138)	(1333)	(1331)
长期银行贷款	785	558	707	707	707	融资活动现金流	(238)	2221	(784)	(1023)
其他负债	558	892	779	779	779	现金变化	(441)	437	(106)	(419)
总负债	24,038	23,653	24,424	24,915	25,357	期初持有现金	4097	3654	4091	3986
少数股东权益	1,278	1,262	1,293	1,325	1,359	汇率变动	(1.3)	0.0	0.0	0.0
股东权益	8,419	13,993	14,631	15,609	16,858	期末持有现金	3654	4091	3986	3566
每股账面值(元)	4.4	6.6	6.9	7.3	7.9					
营运资金	(2879)	422	535	942	1814					

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。