

调研简报

传统业务表现优异 创新业务有待观察

神州租车 (699 HK)

2015-3-13 星期五

时间：2015-3-12

参会人：基金客户多名

地点：香港

会议形式：业绩会

姓名：李明

电话：0755-21516067

Email: liming@gyzq.com.hk

1、2014年业绩情况：2014年公司录得收入35亿元，同比增长30%；其中短租收入为23亿元，同比增长34%；税后净利润达5.6亿元，净利润率20%。财报显示，2014年，神州租车毛利润为12.4亿元，同比增长97%，毛利润率达43%；调整后EBITDA(息税折旧及摊销前利润)为16.3亿元，同比增长77%；调整后EBITDA利润率为57%，比2013年提高15个百分点。截至2014年12月31日，神州租车车队规模达63522辆，短租自驾市场份额为31%。

2、2015年战略：2015战略分两部分，传统业务和创新业务。传统业务方面，公司将对现有的短租业务提高效率，优化成本结构和用户体验，并通过技术创新和缩短车龄的方式，保持和扩大市场的领先地位。在创新领域，公司定位为互联网公司，旨在成为出行产业链和汽车新技术方面成为领军企业。公司希望成为人们出行的入口，通过短租、专车和汽车分享等业务给予全方位的出行服务。我们认为汽车分享短期还成为不了一个成熟的业务，但是可以改善用户体验，作为现有业务补充，提升用户的粘性。

3、神州专车业务的简介：神州专车业务于2015年1月28号推出，其运营主要由Ucar做，公司主要以长租和短租结合的方式提供车辆。专车司机由Ucar管理，公司会在管理中给予一些意见。神州拥有Ucar的优先投资权，这样既可以保持神州切入专车的潜在机会，又能通过租赁协议提升协同效应，提升神州的车辆规模和收入。Ucar还可以帮助提升短租车辆运营效率，例如短租的车辆可以在周一至周四较为空闲的时候做代驾用，甚至短租车辆在还车和再次出租之间的几小时间隙也可以用来做专车。

4、根据目前传统业务的经营情况，公司是否更改预期：原有业务方面，关于长租和短租的计划还是基本符合原来趋势，没有大的调整。UCAR这一块数据变化很快，但总体来看还是带司机服务比不带司机得服务增长快。目前的专车规模是大几千台，年底能达到多少难以估计。我们要把握几点，1、不管是有没有股权投资，给UCAR的车必须满足市场的公允价格。2、短租方面会按照市场的公允价格，确保合理的回报。

5、Ucar 向神州的租車規模及資金來源：今年在大數上要加 3-4 万台車，短租長租都包含在內。關於資金來源，公司 2014 年底有 25 億現金，而今年 EBITDA 有很多，2014 年 Debt/Capital 是 37%，Debt/EBITDA 內部指引是 2.5 倍。就是說如果資產規模到 150-160 億，公司是不需要再進行股權融資的，光靠債權就可以支持 3-4 萬輛的新增車隊，這還不包括自身的盈利增加。

6、去年下半年的停運車輛成本：2014 年三季度有 500 萬的停運成本，四季度沒有。公司現在幾乎沒有停運車輛了，而且過去八個季度價格和車隊利用率均較為穩定。專車可以將短租的空閒時間加以利用。

7、專車和短租關係：帶司機的租車需求比不帶司機的租車需求大，但是這兩者之間的競爭很小，因為客戶的需求不同。短租訂單平均是 3.5-4 天，而專車大多是不超過 1 天的。所以兩者更多是補充的關係。我們希望通過租車和專車業務顛覆用戶的買車習慣，很適合 80 後 90 後的生活方式，公司有望通過這個辦法成為租車行業的龍頭。

8、公司是否考慮併購等行業整合：首先公司目前的市場地位是做出來的而不是單靠錢買出來的。神州的核心競爭力是：牌照和融資能力。我們現在還是要認真做好自己，但不排除合適的機會去併購。併購現階段還不是我們的主要戰略，現在還是傾向自己運營。

9、租車和專車在運營方面的不同：租車和專車的差異性主要表現在兩個方面。首先在資產的輕重上。專車作為輕資產的業務主要靠補貼，然後快速上量，資金需求很高。但租車有穩定資源，很多成本也是固定的，所以資金的需求反而不高。其次是客戶體驗不同。Ucar 的核心競爭力是管理司機，提高效率。公司租給 Ucar 大部分是新車，Ucar 可以用這些車提供標準化服務；做到統一管理，對不同客戶的服務水平都保持一致。

10、怎樣做到價格便宜又能賺錢：這個就是加強價格方面的管控和靈活性。一般四季度是淡季，前三季度是旺季；而 ADRR 下降是因為進行了特殊的推廣。公司採取動態定價的方式，如在競爭不激烈的地區或節假日期間拉高價格，在該降價的時候果斷降價，這個可以幫助公司靈活掌握市場。

11、关于经营现金流和 Net Gearing 的指引：经营性现金流没有具体的指引，公司内部也不会定 Net Gearing 的目标，公司主要看 Debt/EBITDA。但是我们可以换算一下，Debt/EBITDA 2.5 倍基本对应 45%的 Net Gearing 水平。至于 FCF 什么时候转正，还要看每年 CAPEX 的情况。如果没有 UCAR 的话，今明年很快就可以转正。截至 2014 年 12 月 31 日，神州租车持有现金 24.8 亿元。另外，2014 年，神州租车的资产负债率为 37%，比 2013 年的 62%降低了 25 个百分点；净债务/调整后 EBITDA 为 0.7 倍，低于国际同行，财务结构健康，有财务杠杆利用空间。

免責條款

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能買入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

- (1) 分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及
- (2) 分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能

- (1) 隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及
- (2) 已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意图。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

- 分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。
- 國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

公司地址：香港中環干諾道中3號中國建設銀行大廈22樓

公司電郵：cs@gyzq.com.hk 公司主機：+852-37696888

公司傳真：+852-37696999 服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>