

沽出

日期：2017年5月17日
恒生指数：25,293.63

收市价：7.00 港元
12个月目标价：6.80 港元
下跌空间：2.9%

租车

股份资料

股票代码：699 HK
市值：177.7 亿港元
总发行股数：23.3 亿
企业值：217.8 亿港元
每股账面值：3.51 港元
市帐率：1.8 倍
每日平均成交：4,158 万港元
估计流通量：57.5%
平均股本回报率：19.2%
资产回报率：7.8%
12个月高/低：港元 8.82/6.88
主要股东：郭丽春、陆正耀 - 29.4%
联想控股股份有限公司 - 24.1%
兑换率 1 人民币 = 1.13 港元
1 美元 = 7.78 港元

来源：公司、彭博、南华资料研究

股价图



来源：彭博、南华资料研究

	1个月	3个月	6个月	12个月
股价变动	-3.7%	-7.7%	-9.1%	-13.9%
相对恒生指数	-7.6%	-12.3%	-20.0%	-31.5%

分析员：严涵 (CE: BFN097)
☎：(852) 2820 6272
✉：elena.yan@sctrade.com

重要提示：请参阅本报告页尾之披露及免责声明。

神州租车 (699 HK)

竞争激烈，毛利承压

- **下调目标价，评级沽出** - 神州租车(「公司」)汽车租赁业务维持低价抢夺市场，预计会进一步压缩毛利率。此外，车队租赁业务受新政影响比预期大，规模仍在缩减，预计全年结果不乐观。据彭博最新市场预测 2017-2019 年每股盈利分别为人民币 0.3、0.36 和 0.42 元，扣除 2016 年非常规项目后，2016-2019 年每股盈利复合增长率为 6.5%，低于之前预测的 13.4%。关注到上述风险，我们以公司过去 2 年平均市盈率 16.4 倍为基础，给予公司港币 6.8 的目标价，对应现价有 2.9% 的下跌空间，评级沽出，该目标价较之前下调 1.78 元。
- **首季度业绩大跌** - 公司首季收入同比只增加 2.6% 至人民币 16.6 亿元。经调整净利润大跌 33% 至人民币 1.8 亿元，经调整净利率同比急挫 7.4 个百分点至 14.4%。净利同比减少的原因是神州优车的租车需求减少以及二手车残值的调整和二手车销售亏损。公司经调整息税摊销前利润率下降 5.6 个百分点到 59.8%。每股基本盈利下挫 21% 至人民币 0.09 元。公司自由现金流达人民币 4.9 亿元，仍属充裕。
- **低价策略带动汽车租赁业务，但毛利率仍下降** - 首季度公司汽车租赁收入同比增加 29% 至人民币 9 亿元，占总收入的 54.1%。管理层在期内仍然采取低价策略抢夺市场份额，平均日租金由 2016 年度的人民币 284 元降低至人民币 245 元，一季度公司汽车租赁天数同比增长 63%，此前公司目标为增长 40%。公司租车率提高 12.2 个百分点至 67.6%。此外，客户数量增加 33%，注册会员数量增加 55%，汽车租赁车队规模同比增加 35% 至 6.4 万辆。公司管理层认为汽车租赁市场发展潜力很大，但由于一嗨(EHIC US)等公司加入租车市场激化竞争，预计今年公司仍会延续低价策略抢占市场，需注意毛利被进一步压缩的风险，公司首季度租赁业务整体毛利率同比下降 3.8 个百分点至 44.1%，虽然长期业务趋势向好，但我们预计 2017 年全年竞争环境仍然激烈。
- **主动缩减车队租赁业务，但相关业务仍录得亏损** - 首季度公司车队租赁业务收入同比减少 31% 至人民币 3.8 亿元，占总收入的 22.7%。该分部主要出租予神州优车(838006 CH)。车队租赁规模较 2016 年四季度降低 10.6% 至 21,761 辆。公司管理层认为受到专车新政影响，符合要求的专车才能登记为网约车，此举使来自神州优车的需求减少，且会加速现有车队更替，从而加速二手车减值，因此现阶段需要加速处理二手车或重新调配收回的车辆。由于公司该分部属于自营业务，改变模式需要一段时间，目前压力较我们预想为大，全年该分部收入不是非常乐观，需关注来自汽车租赁业务的增长能否抵消车队租赁业务的下滑。首季度公司共处置 7,236 辆二手车，同比增加 33.9%，我们认为加速处理二手车现阶段很难保证良好出售价格，对全年业绩也有不利影响。

盈利资料

截至 12 月 31 日	2016 年	2017 年预测	2018 年预测	2019 年预测	
股东应占溢利	百万人民币	1,459.6	709.7	849.7	968.8
按年增长	%	+4.2	-51.4	+19.7	+14.0
每股盈利	人民币	0.62	0.30	0.36	0.42
每股账面值	人民币	3.51	3.81	4.18	4.59
每股派息	人民币	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率	倍	10.0	20.4	17.0	14.9
市帐率	倍	1.8	1.6	1.5	1.3
周息率	%	0.0	0.0	0.0	0.0
平均股本回报率	%	19.2	8.3	9.1	9.5

注：2017 年至 2019 年的预测数字乃彭博提供的市场预测。去除一次性收益和汇兑损失等非经常项目后，公司 2016 年除税前溢利为人民币 9.8 亿，以年度实际税率约 17.1% 估算净利约为人民币 8.1 亿，对应每股盈利约为人民币 0.34 元。

来源：公司、彭博



香港总行

中环花园道壹号
中银大厦 28 楼
电话：(852) 2820 6333
图文传真：(852) 2845 5765
网址：http://www.sctrade.com
电邮：info@sctrade.com
电传机：69208 SCSL

伦敦办事处

4/F, Sabadell House, 120 Pall Mall,
London SW1Y 5EA, United Kingdom
电话：(4420) 7930 9037
图文传真：(4420) 7925 2189

湾仔办事处

皇后大道东 28 号
金钟汇中心 19 楼
电话：(852) 3196 6233
图文传真：(852) 2537 0606

炮台山分行

英皇道 255 号
国都广场 1502 室
电话：(852) 2570 4422
图文传真：(852) 2570 4688

红磡分行

芜湖街 69 号 A
南安商业大厦 10 楼 1002-03 室
电话：(852) 2330 5881
图文传真：(852) 2627 0001

观塘分行

成业街 7 号
宁晋中心 15 楼 G1 室
电话：(852) 2191 2822
图文传真：(852) 2793 3000

元朗分行

康乐路 25-31 号
嘉好楼地下 D 辅
电话：(852) 2442 4398
图文传真：(852) 2479 4418

荃湾分行

沙咀道 289 号
恒生荃湾大厦 17 楼 A-B 室
电话：(852) 2614 1775
图文传真：(852) 2615 9427

披露：此研究报告是由南华资料研究有限公司的研究部团队成员（“分析员”）负责编写及审核。分析员特此声明，本研究报告中所表达的意见，准确地反映了分析员对报告内所述的公司（“该公司”）及其证券的个人意见。根据香港证监会持牌人操守准则所适用的范围及相关定义，分析员确认本人及其有联系者均没有(1)在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；(2)在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任报告内该公司的高级人员；(4)持有该公司的财务权益。分析员亦声明过往、现在或将来没有、也不会因本报告所表达的具体建议或意见而得到或同意得到直接或间接的报酬、补偿及其他利益。

南华金融控股有限公司包括其子公司或其关联公司(“南华金融”)可能持有该公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额可能等于或高于该公司的市场资本值的 1%或该公司就新上市已发行股本的 1%。一位或多位南华金融的董事、行政人员及/或雇员可能是该公司的董事或高级人员。南华金融及其管理人员、董事和雇员等（不包括分析员），将不时持长仓或短仓、作为交易当事人，及买进或卖出此研究报告中所述的公司的证券或衍生工具（包括期权和认股权证）；及/或为该等公司履行服务或招揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。南华金融可能曾任本报告提及的任何机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。南华金融可能在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托及/或可能现正寻求该公司投资银行委托。

重要说明：此报告和报告中提供的信息和意见，由南华数据研究有限公司及/或南华金融向其或其各自的客户提供信息而准备，并且以合理谨慎的原则编制，所用数据、信息或资源均于出版时为真实、可靠和准确的。南华资料研究有限公司对本报告或任何其他内容的准确性或完整性或其他方面，无论明示或暗示，无作出任何陈述或保证。南华资料研究有限公司及/或南华金融，及其或其各自的董事、管理人员、合伙人、代表或雇员并不承担由于使用、出版、或分发全部或部分本报告或其任何内容，而产生的任何性质的任何直接或间接损失或损害的任何责任。本报告所载信息和意见会或有可能在没有任何通知的情况下而变动或修改。

南华资料研究有限公司及/或南华金融，及其或其各自的董事、管理人员、合伙人、代表或雇员可能在本报告中提到的公司直接或间接拥有股权，或可能不时购买、出售、或交易或向客户要约购买、出售、或交易此类证券，而该等交易可能是为其帐户作为交易当事人或代理人或任何其他身份或代表他人。这份报告不是、也不是为了、也不构成任何要约或要约购买或出售或以其他方式交易本报告提及的证券。本报告受版权保护及拥有其他权利。据此，未经南华资料研究有限公司明确表示同意，本报告不得用于任何其他目的，也不得出售、分发、出版、或以任何方式转载。本刊物批准在英国由南华证券（英国）有限公司分派。南华证券（英国）有限公司为一间获英国金融服务局授权和受该局监管的公司。投资者参阅此报告时，应明白及了解其投资目的及相关投资风险，投资前亦应咨询其独立的财务顾问。