

## 公司动态

易鑫集团[2858.HK;未评级] - 受益于中国二手车市场的高速增长

分析员: 王志文, CFA (cmwong@chinastock.com.hk; 电话: 852 - 3698 6317)

**摘要:** 按 2016 年的汽车零售交易辆次及金额计算, 易鑫集团是中国最大的互联网汽车零售交易平台。根据市场预测, 公司 2017 年经调整净利润将增长 500%, 2018 年增长 80% 以上, 主要是由于公司专注于高速增长的中国二手车市场。易鑫集团母公司易车 (BITA.US) 现时的 2018 年市盈率为 22.5 倍, 市盈增长率为 0.65 倍。如果假设公司能在上市后实现 0.5-0.65 倍的市盈增长率 (基于 2018 年盈利), 公司的 2018 年市盈率有望达到 43.5-56.5 倍, 这代表股价将较招股价范围上限 (7.7 港元) 存在 20-57% 上升空间。

**公司背景:** 易鑫集团成立于 2014 年, 是易车的子公司。按 2016 年的汽车零售交易辆次及金额计算, 该公司是中国最大的互联网汽车零售交易平台, 市场份额超过 18%。在 2016 年, 公司促成的汽车零售交易超过 19 万宗, 涉及的汽车价值共达到 180 亿元人民币以上。上市后, 易车、腾讯 (0700.HK)、京东和百度分别持有公司 43.9%、20.9%、10.9% 和 3.02% 权益。

**有关 IPO 的主要资讯:** (i) 招股价: 6.6-7.7 港元; (ii) 发行股数: 8.787 亿股新股 (占扩大后股本的 14%); (iii) 集资规模: 假设以招股价范围上限定价, 总集资额为 67.7 亿港元; (iv) 香港招股日期: 11 月 6 日至 9 日; (v) 上市日期: 11 月 16 日; (vi) 联席保荐人: 花旗和瑞信。

**中国二手车市场从低基数快速增长。**中国汽车零售交易额从 2012 年的 2.2 万亿元人民币增长到 2016 年的 3.8 万亿元人民币, 年均复合增长率达 14.9%。根据弗若斯特沙利文报告, 预计这价值将从 2016 年的 3.8 万亿元人民币增加到 2021 年的 5.2 万亿元人民币, 年均复合增长率为 6.5%。中国二手车零售交易额由 2012 年的人民币 1,914 亿元人民币增加至 2016 年的人民币 5,096 亿元人民币, 年均复合增长率为 27.7%。在 2016 年, 中国二手车零售交易量仅占整体汽车零售交易量的 24.6%, 远低于美国的比例 (68.2%)。因此, 预计到 2021 年, 二手车零售交易量将达到 1460 万辆 (占总量的 32%), 年均复合增长率为 13.5%。

**受益于市场对二手车市场的关注。**2014 年, 公司仅提供广告及会员服务, 收入基数较低。然而, 公司迅速开拓了自营融资业务, 通过融资租赁产品为消费者提供融资服务, 并关注快速增长的二手车市场。该分部收入从 2015 年的 6,500 万元大增至 17 年上半年的 12 亿元人民币。随着自营融资业务快速增长, 公司建立了一个交易平台业务 (线上线下), 当中包括 (i) 成交促成服务, 其中公司主要向通过我们的平台完成交易的消费者或汽车经销商收取服务费, (b) 贷款促成服务, 其中公司主要向借款的消费者或向消费者发放汽车贷款的银行收取服务费, (c) 增值服务, 这方面的收入主要来自向汽车经销商销售车联网系统。交易平台业务收入从 16 年上半年的 5800 万元人民币大增至 17 年上半年的 3.21 亿元人民币。

**在整个市场中仍是一家小型企业。**按 2016 年的汽车零售交易辆次及金额计算, 易鑫集团是中国最大的互联网汽车零售交易平台, 市场份额超过 18%。然而, 由于网络市场规模依然很小, 公司 2016 年仅占中国整体汽车零售交易市场交易量和交易额的 0.6% 和 0.5%。这意味着易鑫还有很大空间从线下市场取得市场份额。

**中国的汽车金融市场的发展程度仍极低。**在 2016 年, 中国汽车消费融资渗透率仅为 30.5%, 远低于美国的 82.0%。根据弗若斯特沙利文报告, 预计到 2021 年该渗透率将达到 58.4%。这意味着在未来几年, 易鑫的自营融资业务的增长前景仍十分正面。

**竞争优势:** 由于公司是中国最大的互联网汽车零售交易平台, 公司拥有比同业更巨大的客户数据库。公司超过 380 名数据专家组成的数据分析团队共同开发了高级专有算法, 作公司业务的关键基础, 从而提高销售及营销表现、加快交易过程并提高交易成功率以及完善信用风险管理。截至 2017 年 6 月 30 日, 30 日以上、90 日以上及 180 日以上逾期率分别仅为 0.89%、0.51% 及 0.23%。在腾讯、京东、百度等股东的财务支持下, 易鑫的应收账款总额从 2015 年末的 28.6 亿元人民币大增至 17 年上半年的 196 亿元人民币。

**盈利受到非现金项目扭曲。**根据公司报表, 公司在 17 年上半年录得巨额亏损 61 亿元人民币, 当中涉及可转换可赎回优先股的公允价值损失。若撇除该项目和非现金费用项目, 经调整净利润为 2.610 亿元人民币, 同比增长 684%。同时, 其应收融资租赁款净额平均收益率由 2015 年的 7.3% 上升至 17 年上半年的 13%。17 年上半年的计息负债平均成本率为 5.5%, 高于 2016 年的 4.3%。

**估值:** 根据报道所引述的市场预测, 假设公司以招股价范围上限定价 (7.7 港元), 公司的 2017 年、2018 年和 2019 年市盈率分别为 67.5 倍、36.1 倍和 19.5 倍。目前, 其母公司易车的市盈率为 30.3 倍、22.5 倍和 15.5 倍。我们认为, 其母公司估值较低是为合理, 因为 (i) 母公司的业务 (撇除易鑫) 主要集中在新车市场, 而该市场的增速低于二手车市场; (ii) 控股公司存在折让。以 2018 年市盈率计算, 母公司的市盈增长率为 0.65 倍。如果保守地假设易鑫的市盈增长率为 0.5-0.65 倍, 2018 年市盈率有望达到 43.5-56.5 倍, 潜在的上升空间为 20-57%。

**风险:** (1) 该行业相对较新, 公司的历史往绩较短 (公司于 2014 年成立); (2) 由于经营历史较短, 资产质素数据的可靠性存在不确定性; (3) 有机会面对其他企业 (平安、美利金融 (亦由京东投资)、优信等) 的竞争; (4) 利率风险, 或导致其净息差受压; (5) 行业快速发展或带来监管风险; (6) 公司开展新业务或面对执行风险。

**图1: 业绩摘要**

千元人民币	2014	2015	2016	1H2016	1H2017	YoY change
交易平台业务	47,990	205,814	212,152	58,397	321,141	449.9%
自营融资业务	-	65,461	1,275,745	397,414	1,230,267	209.6%
<b>收入</b>	<b>47,990</b>	<b>271,275</b>	<b>1,487,897</b>	<b>455,811</b>	<b>1,551,408</b>	<b>240.4%</b>
收入成本	(6,976)	(39,998)	(752,888)	(232,681)	(657,546)	182.6%
<b>毛利</b>	<b>41,014</b>	<b>231,277</b>	<b>735,009</b>	<b>223,130</b>	<b>893,862</b>	<b>300.6%</b>
销售及营销费用	(27,723)	(150,699)	(360,098)	(132,818)	(345,652)	160.2%
行政费用	(5,310)	(20,558)	(225,330)	(36,711)	(182,617)	397.4%
研发费用	(8,686)	(16,112)	(71,351)	(14,043)	(72,423)	415.7%
其他(损失)/利得净额	(911)	19,439	17,411	11,462	4,838	-57.8%
<b>营业(亏损)/利润</b>	<b>(1,616)</b>	<b>63,347</b>	<b>95,641</b>	<b>51,020</b>	<b>298,008</b>	<b>484.1%</b>
财务收入	787	5,283	15,755	1,071	14,918	1292.9%
财务费用	-	(12,210)	(29,250)	(5,389)	(15,605)	189.6%
可转换可赎回优先股的公允价值亏损	-	(53,452)	(1,428,141)	(16,789)	(6,300,470)	37427.4%
除所得税前(亏损)/利润	(829)	2,968	(1,345,995)	29,913	(6,003,149)	n.a.
所得税费用	894	(31,174)	(58,343)	(30,560)	(101,910)	233.5%
少数股东权益	-	-	3,005	-	5,684	n.a.
<b>净利润</b>	<b>65</b>	<b>(28,206)</b>	<b>(1,401,333)</b>	<b>(647)</b>	<b>(6,099,375)</b>	<b>942616.4%</b>
经调整营业利润	2,099	94,361	150,622	68,181	350,184	413.6%
<b>经调整净利润</b>	<b>3,780</b>	<b>65,603</b>	<b>99,665</b>	<b>33,303</b>	<b>261,176</b>	<b>684.2%</b>
毛利率	85.5%	85.3%	49.4%	49.0%	57.6%	
经调整营业利润率	4.4%	34.8%	10.1%	15.0%	22.6%	
经调整净利润率	7.9%	24.2%	6.7%	7.3%	16.8%	

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

**图2: 资产负债表摘要**

千元人民币(截至12月底止年度)	2014	2015	2016	1H2017
流动资产	240,353	3,081,502	10,559,715	12,634,477
流动负债	96,252	1,117,624	10,034,675	14,177,931
流动资产/(负债)净值	144,101	1,963,878	525,040	(1,543,454)
权益总额	149,550	130,359	(1,384,475)	(7,631,811)
可转换可赎回优先股	-	2,588,232	8,071,817	17,516,756
应收融资租赁款总额	-	2,861,480	14,363,866	19,678,414
借款总额	-	-	11,319,427	17,000,901

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

**图3: 所得款项用途**

- 18.06亿港元 用于实施销售及营销计划, 支持汽车经销商合作网络的地域扩张, 包括壮大销售及营销团队
- 12.04亿港元 用于进一步提升我们的研究和技術能力, 包括招聘工程师和数据专家及进一步投资信息技术系统及数据分析能力
- 12.04亿港元 用于增加资金资源, 支持自营融资业务持续增长
- 12.04亿港元 用于择机收购或投资与我们业务互补并切合我们增长策略的资产与业务
- 6.02亿港元 用作营运资金

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/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。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的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。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)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)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

## 评级指标

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入” 讯息或再度降级为立刻卖出

## 版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888