中升控股（0881.HK）/汽车经销

外延及内生增长可持续，盈利能力保持向好趋势

评级：增持

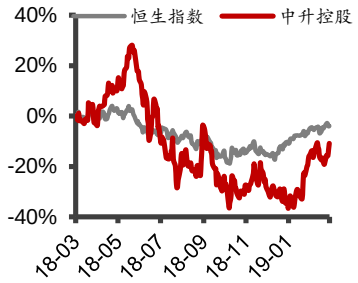
市场价格：21.5 港元

分析师：李俊松
执业证书编号：S0740518030001
香港执业证书编号：BEY885
电话：010-59013900
Email：lijs@r.qlzq.com.cn
研究助理：高乐彬
电话：010-59013900
Email：gaolb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2272
流通股本(百万股)	2272
市价(港元)	21.5
市值(百万港元)	48848
流通市值(百万港元)	48848

股价与行业-市场走势对比



相关报告

指标（人民币）	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万人民币）	86290	107736	127007	147180
增长率 yoy%	20.52%	24.85%	17.89%	15.88%
净利润	3350	3637	4204	4917
增长率 yoy%	80.11%	8.54%	15.61%	16.97%
每股收益（元）	1.48	1.60	1.85	2.16
净资产收益率	20.85%	19.56%	17.11%	15.74%
P/E	10.09	9.7	10.4	8.9
PEG	0.13	1.1	0.7	0.5
P/B	2.31	2.0	1.5	1.2

投资要点

事件：

截至 2019 年 6 月 30 日，公司实现总收入 574 亿人民币，同比增加 16.4%；公司乘用车销售收入同比增加 15.8%至 494.8 亿元，占总收入的 86.2%，乘用车销量同比增加 17.3%至 21.4 万辆；公司售后业务同比增加 20.5%至 79 亿元，占总收入的 13.8%，其中，公司的佣金收入增长 20.9%至 12.1 亿元。公司毛利率由去年同期的 9.7%下降至 9.1%，归母净利率由去年同期的 3.7%小幅下滑至 3.6%，归母净利润同比增加 13.3%至 20.8 亿元。

点评：

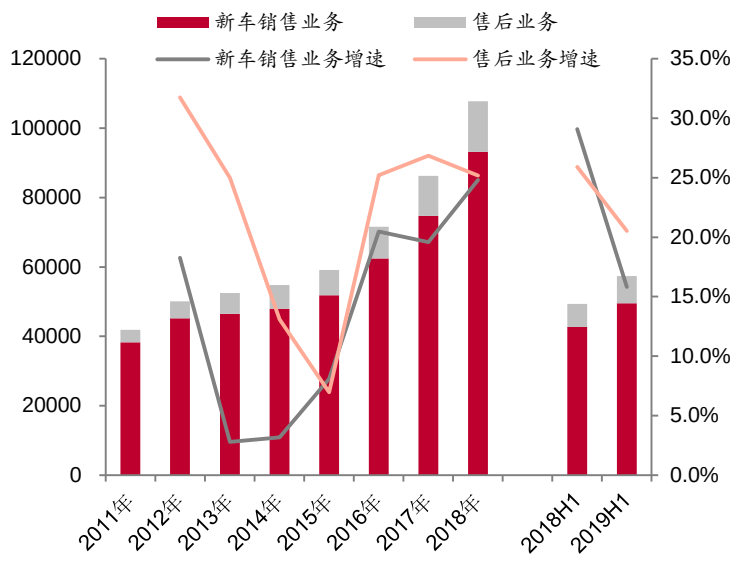
- **门店外延拓展叠加品牌销量强劲，公司保持快速发展势头 。** 2019 年上半年公司经销店净增加 25 家，达到 343 家，其中 75%的经销门店位于一二线及省会城市。2018 年上半年公司新车销量达到 21.4 万台，同比增长 17.3%，其中豪车销量同比增加 19.1%至 10.6 万辆，占总销量的 49.4%，我们预测短期内，公司的新车销量仍会以双位数快速增长，一方面整体豪车市场增速依然强劲，公司的主要品牌销量增速稳健，公司存货周转天数保持在低位（32 天）；另一方面公司持续拓展潜力较大的新区域，外延扩张进展较快，此外，部分地区限购的放开，也将拉动乘用车销量的增长。

- **业务结构及品牌结构不断优化，公司盈利能力维持稳定。**2019 年上半年公司整体毛利率由去年同期的 9.7%下降至 9.1%，其中售后业务受益于零部件集中采购等优势，毛利率由去年同期的 48.55%上升至 48.98%，而新车销售业务的毛利率较去年同期的 3.67%下降 1 个百分点，主要是由于 18 年 6、7 月受到关税政策影响，消费者观望情绪浓厚，市场供需失衡，新车销售折扣迅速扩大，但 18 年四季度以来，折扣持续收窄，新车销售毛利率由 2018 年下半年的 2.56%，缓步提升至 2019 年上半年的 2.66%。我们认为公司的毛利率有望保持平稳，一方面，随着新开门店的成熟，毛利率更高的售后业务占比将不断提高，另一方面，公司品牌组合多元化且短期内各品牌新车毛利率较稳定。此外，受益于规模效应及有息负债的降低，公司销售费用率、行政费用率及财务费用率分别下降了 0.1、0.09 及 0.07 个百分点，期内运营效率进一步提高。

- **盈利预测与 估值与建议：**我们预计公司 2019、2020 年的营收分别为 1270 亿、1472 亿人民币 ，同比增速分别为 17. 9%、1 5.9%，归母净利润分别为 42 亿、49 亿人民币，同比增速分别为 15.6% 、 17%，每股盈利分别为 1. 9、 2.2 元人民币，目前公司股价对应 2019、2020 年市盈率分别为 10.4 x 、8.9x。考虑到公司优质的品牌组合、突出的经营效率、持续的网络扩张及公司所处板块估值上移，我们给予公司参考市盈率 11.5x ，参考市值 537 亿港元，维持公司 “ 增持 ” 评级。

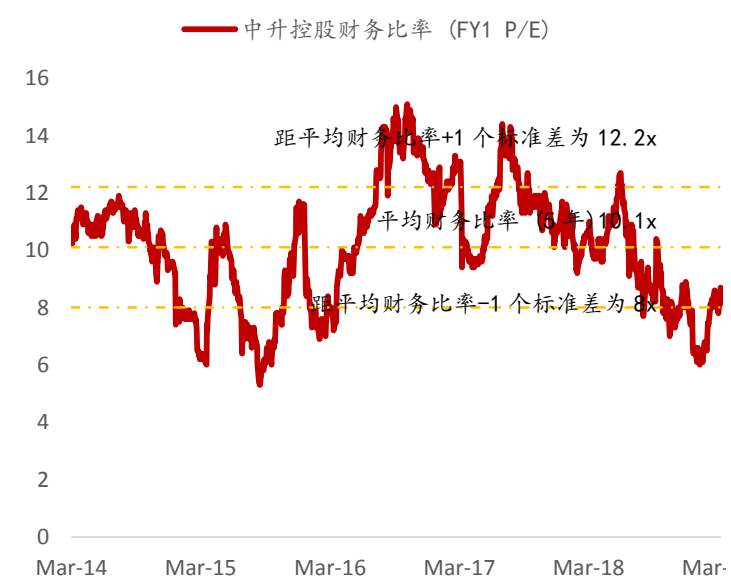
- **风险提示：**经济下行的风险；汽车销量不及预期；供需失衡，行业再度竞争激烈，各经销商之间爆发价格战；收购整合及新开网点盈利不及预期。

图表 1：公司业务结构（百万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：中升控股 FY1 PE



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图表 3：财务报表预测

百万人民币	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
收入	71599	86290	107736	127007	147180
新车销售收入	62459	74696	93222	109009	125314
其他	9140	11594	14514	17997	21867
毛利	6552	8684	9923	11727	13538
其他收入	1326	1843	2561	3295	4279
销售费用	2807	3294	4311	5334	6329
行政费用	1179	1347	1745	2159	2796
经营利润	3892	5885	6428	7528	8692
融资成本	1018	1077	1231	1519	1663
税前利润	2878	4813	5201	6012	7032
所得税开支	837	1338	1505	1740	2036
净利润	2042	3476	3695	4272	4997
归属母公司净利润	1860	3350	3637	4204	4917
少数股东损益	182	125	59	68	79

百万人民币	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
货币资金	4478	5383	6574	12125	14560
应收账款	1149	1083	1342	1987	2303
预付及其他应收款	8062	8644	10111	12927	14583
存货	6530	7510	10980	10836	14217
其他流动资产	1269	1425	1313	1314	1314
流动资产总计	21488	24046	30320	39190	46977
物业、厂房及设备	8810	10056	11507	12060	12979
无形资产	3306	5737	6331	7508	8399
商誉	2733	3940	4564	3465	3465
其他非流动资产	4308	4787	4305	4920	4920
非流动资产总计	18157	23535	26707	27953	29762
资产总计	39645	47581	57027	67142	76739
短期借款	13382	16828	17073	22250	24962
短期债券	2753	1884	0	3035	1518
应付账款	4057	3471	4815	6718	7788
其他流动负债	3391	4554	4713	4713	4713
流动负债总计	23584	26737	26600	36717	38981
长期借款	1893	2495	5575	3545	4096
非流动负债总计	2962	4174	11531	5454	6005
负债总计	26546	30912	38132	42171	44986
股本总数	2147	2267	2272	2272	2273
所有者权益总计	13099	16669	18895	24971	31753

百万人民币	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	2469	3753	5201	6012	7032
折旧及摊销	909	993	1175	1489	1489
营运资金变动	111	-1502	-3869	1118	-2626
其他	1024	1990	-189	99	218
经营活动现金流量	4513	5235	2318	8718	6113
资本开支及投资变动	-2795	-4784	-3781	-3478	-3478
其他	16	-53	-452	-452	-452
投资活动现金流量	-2780	-4838	-4233	-3929	-3929
借款变动	-446	4048	3325	3147	3262
应付债券变动	1702	-869	-1884	-1012	-1518
其他	-3304	-2687	1562	-1461	-1580
筹资活动现金流量	-2048	491	3003	674	165
现金净增加额	-315	888	1088	5463	2348
期初现金余额	4472	4140	5029	6116	11579
期末现金余额	4157	5027	6116	11579	13928

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
毛利率	9.2%	10.1%	9.2%	9.2%	9.2%
净利率	2.9%	4.0%	3.4%	3.4%	3.4%
ROE	15.6%	20.9%	19.6%	17.1%	15.7%
ROA	5.2%	7.3%	6.5%	6.4%	6.5%
收入增长率	21.1%	20.5%	24.9%	17.9%	15.9%
归母净利润增长率	303.6%	80.1%	8.5%	15.6%	17.0%
总资产增长率	2.4%	20.0%	19.8%	17.7%	14.3%
资产负债率	67.0%	65.0%	66.9%	62.8%	58.6%
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
每股净利润（元）	0.9	1.5	1.6	1.9	2.2
每股经营现金流	2.1	2.3	1.0	3.8	2.7
每股净资产	6.1	7.4	8.3	11.0	14.0
PE	7.15	10.1	9.7	10.4	8.9
PB	1.1	2.3	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	5.56	7.30	7.20	6.59	5.77

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。.

2、本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。

3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。

4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。