

神州租车 (0699.HK) 首次覆盖报告

岂止于租车? 互联网+时代移动出行入口

分析师: 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

分析师: 洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

核心观点:

● 百亿租车蛋糕待享, 行业龙头虚位以待

2013年, 中国汽车租赁市场规模达到340亿元, 预计未来5年保持16.1%复合增长, 到2018年市场规模将达650亿元。但传统地方租车公司和汽车厂商主导下的汽车租赁市场高度分散: 2013年末, 全国大小提供汽车租赁服务的公司超过10,000家, 平均车队规模仅50辆, 行业CR5市场份额仅14%, 远低于欧美成熟市场CR5高达90%以上的市场集中度。行业龙头位置虚位以待。

● 自营构筑规模化护城河, 闭环减轻模式重量

自营模式的汽车租赁资产较重, 凭借联想控股资本支持和早年UAA粉丝积累, 神州租车打造出业界标杆的极致用户体验, 构筑起宽阔护城河, 成为租车市场上的京东。2013年, 神州车队规模5.3万辆 (VS一嗨1.2万辆)、短租市场份额31.2% (VS一嗨8.2%), 均远超行业第二至十名总和。同时, 通过构建起线上+线下的二手车全渠道处置途径, 神州真正走完“买车建车队—租车运营—二手车出售—更新扩充车队”的商业循环, 2014年每车资本投入4.1万 (VS11年5.4万)、二手车处置覆盖构成支出24% (VS11年2.4%), 现金回笼加快, 资产重量减轻。

● 岂止于租车? 短租自驾+专车代驾, 打造“互联网+”时代移动出行入口

2013年, 全国城市出租车运营里程达到1593亿公里, 运输人次到达4.02亿人次, 占全国城市客运量的31.3%。出租车供给限制加上服务体验的不足, 催生出千亿级的专车市场。尽管入局稍晚, 但在政府监管趋严的现实背景下, 神州在租车市场积累的规模、牌照和运营管理优势将有助于其在专车市场迅速发力, 后发却坐享易到、滴滴&快的等培养的用户习惯, 实现弯道超车, 突围专车市场, 打造短租自驾+专车代驾的互联网+时代移动出行入口。

● 14-17收入CAGR=35.1%; 净利润CAGR=53.8%; 合理股价13.99-17.49港元

我们从车队规模、收入、毛利和费用率等角度对神州租车核心财务指标进行预测, 预计14-17年, 神州租车收入CAGR=35.1%, 净利润CAGR=53.8%。相比国内eHi和国际Hertz、Avis等, 神州租车无论行业成长性还是市场地位都明显优于同行。未来短租自驾+专车代驾的双轮驱动打造互联网+时代移动出行入口以及O2O和汽车后服务市场拓展的可能性将进一步打开公司估值空间。给予神州租车2015年45XPE, 12个月合理价值15.7港元, 对应市值374亿港元。我们看好公司未来发展空间, 首次覆盖给予“买入”评级, 建议投资者重点关注!

● 风险提示: 市场拓展不达预期; 二手车处置不力; 乘用车管制、租车&专车监管政策变化, 专车价格战升级。

本公司 (广发证券) 的全资子公司广发证券 (香港) 经纪有限公司为神州租车的联席承销人。

相关研究:

商业贸易行业:本地化生活电商:社区为王	2015-03-06
商业贸易行业:供应链竞争力凸显, 移动端+扩品类+沉渠道助力GMV高增长	2015-03-04
商业贸易行业:超预期高增长延续, 垂直龙头地位越发巩固	2015-03-04
商业贸易行业:盘活存量谋求转型逻辑的再加强	2014-12-23

目录索引

投资聚焦	6
一、 租车市场：百亿蛋糕待享，行业龙头虚位	6
（一）汽车租赁：空间巨大，龙头待出	6
（二）租车市场趋势之一：个人短租市场爆发	7
（三）租车市场趋势之二：在线租车将成热点	9
二、 资产之重，模式之轻：自营构筑规模化护城河，闭环减轻模式重量	10
（一）资本护航，粉丝先行：构筑行业领先地位	12
（二）资产之重，护城河之宽：规模优势尽显	15
（三）二手车处理：完成商业循环，减轻资产重量	18
（四）神州 VS 一嗨：体验争用户，效率定成败	22
三、 岂止于租车？打造“互联网+”时代移动出行入口	26
（一）互联网+租车行业竞争：模式之争，体验致胜	27
（二）神州专车：体验+管理弯道超车，突围千亿专车市场	29
四、 盈利预测及估值探讨	33
（一）未来经营战略预测：专注租车&专车主业，拓展 O2O&汽车后服务	33
（二）盈利预测：14-17 收入 CAGR=35.1%；净利润 CAGR=53.8%	33
（三）估值探讨：给予 15 年 PE=45X，合理股价 15.7 港元	35
五、 风险提示	36

图表索引

图 1: 未来 5 年中国租车市场 CAGR=16.1%	7
图 2: 未来 5 年中国租赁车队规模 CAGR=13.8%	7
图 3: 中国租车渗透率仅为 0.4%	7
图 4: 中国租车行业集中度较低	7
图 5: 公司商务租车是中国租车市场主要需求 (2010)	8
图 6: 个人休闲租车成为主要成熟市场主导需求 (2013)	8
图 7: 2018 年中国租车市场短租占比将达 27.7%	8
图 8: 未来 5 年短租市场 CAGR=24.6%	8
图 9: 限购政策带来本本族规模大量增长	9
图 10: 未来 5 年自驾休闲游人数 CAGR=26.7%	9
图 11: 中国网民数量持续增长	9
图 12: 移动互联网市场未来四年 CAGR=46.6%	9
图 13: 线上租车市场将迎来爆发期	10
图 14: 在线租车渗透率高于网络购物	10
图 15: 神州租车营收持续高增长	10
图 16: 2014 年神州租车扭亏为盈	10
图 17: 汽车租赁是神州租车主要收入来源	11
图 18: 神州租车租赁业务以短租为主	11
图 19: 神州租车高资产负债率	13
图 20: 神州租车车队规模遥遥领先	13
图 21: 神州租车网点密度持续提升	13
图 22: 神州租车核心短租收入持续增长	13
图 23: UAA 积累大量会员	14
图 24: 神州租车用户数持续增长	14
图 25: 2013 年回头客交易占比达 68%	14
图 26: 2011 年后车队利用率稳步提升	14
图 27: 2013 年神州短租市场份额高达 31.2%	15
图 28: 长租市场前五名市场份额	15
图 29: 神州租车 4Q14 手机订单占比达 46%	15
图 30: 2Q2014 神州租车网络月均覆盖人数领先同行	15
图 31: 神州租车租赁车队迅速扩张	16
图 32: 规模化采购带来降低构成成本	16
图 33: 规模化、品牌化服务提升短租能力	17
图 34: 每车日收入随每车日租金上升	17
图 35: 折旧成本下降推高租赁毛利率	17
图 36: 期间费用率大幅下滑	17
图 37: 2013 年底限购城市摇号中签率	18
图 38: 限购城市牌照竞拍成交价格	18
图 39: 2014 年 6 月优信拍单月成交量过万	19

图 40: 优信拍占据中国在线二手车交易半壁江山 (1H2014)	19
图 41: 优信拍成交率领先其他平台	20
图 42: 神州租车特许加盟网点 219 家, 覆盖 176 个城市	20
图 43: 二手车处理速度加快	21
图 44: 二手车出售业务回笼资金为主, 基本不盈利	21
图 45: 二手车出售覆盖购车支出比例达到 24%	21
图 46: 1H2014 经营活动现金流持续改善	21
图 47: 二手车加快车队循环, 降低资本投入	21
图 48: 神州租车新增网点以取车点为主, 减少资本投入	21
图 49: 神州租车车队规模领先	23
图 50: 神州车队密度领先, 一嗨直营网点更多 (1H14)	23
图 51: 神州日租金领先, 一嗨车队利用率更高	24
图 52: 神州营收领先一嗨	24
图 53: 神州&一嗨折旧对比	24
图 54: 神州&一嗨直接经营成本对比	24
图 55: 神州&一嗨直接经营成本明细 (1H2014)	25
图 56: 神州经营效率更高	25
图 57: 神州&一嗨现金流对比	25
图 58: 神州二手车处理优于一嗨	25
图 59: 神州&一嗨负债对比	25
图 60: 神州债务成本更低	25
图 61: 强生控股汽车租赁业务收入增长缓慢	28
图 62: 锦江投资租车业务停滞不前	28
图 63: 实物电商交易规模增速京东>天猫>淘宝	28
图 64: 价格之外, 网购用户也日益重视商品品质和售后	28
图 65: 2013 年城市出租车运输人次超 4 亿	30
图 66: 2013 年出租车占全国城市客运量 31.3%	30
图 67: 全国城市出租车运营规模增长缓慢	30
图 68: 滴滴专车推出后日订单量迅速增长	30
图 69: 神州专车运营模式完全合规	32
图 70: 其他平台的四方协议模式存在政策合规风险	32
表 1: 神州租车主营租车业务构成	11
表 2: 神州租车主要股东	11
表 3: 神州租车上市前主要股权融资	12
表 4: 神州租车打造极致租车体验	14
表 5: 已实施限购政策城市管理办法	18
表 6: 神州&一嗨经营比较	22
表 7: 神州&一嗨短租日租金对比	23
表 8: 神州&一嗨租车典型车辆运营情况	26
表 9: 租车市场主要参与企业	27
表 10: 未来租车市场三种模式对比	29
表 11: 专车市场规模测算 (亿元)	31

表 12: 监管部门对专车运营态度	32
表 13: 专车价格对比（北京市场）	33
表 14: 神州租车盈利预测	34
表 15: 可比公司估值情况（百万美元）	35

投资聚焦

翻开神州租车历史，2007年9月才上线的神州，已成为中国租车市场绝对龙头。2013年31.2%短租市场份额、5.3万辆车队规模均大幅领先行业第二至十名的总和。以互联网用户思维，凭借极致用户体验和联想控股的资本支持，神州租车成功主导了原本由传统地方租车公司和汽车厂商把持的租车市场，为互联网在线租车打开了大门。战略定位+经营效率+资本运作的全面优势，让神州在租车市场中率先脱颖而出。先发和规模化优势，以及完整商业循环更为神州租车带来强大市场竞争力和扩张能力，使其能更加从容的面对未来租车市场的竞争。

2015年1月，神州租车推出“神州专车”，正式进军专车代驾市场，以短租自驾+专车代驾满足差异化需求，打造“互联网+”时代移动出行入口。尽管入场时间稍晚于易到、滴滴&快的等平台型公司，但在政府对私家车接入专车的监管趋严行业背景下，短租市场多年积累的后台运营管理和自有车队规模优势，将为神州在专车市场上弯道超车、后发制人提供绝佳机会。

另外，移动出行行业对LBS服务的天然强需求和对线下汽车维修服务体系的打造，更让神州租车搭上O2O和汽车后服务市场的班车。移动出行入口+汽车服务产业链，给神州租车的发展带来极大的想象空间。

一、 租车市场：百亿蛋糕待享，行业龙头虚位

1989年8月，为满足次年北京亚运会外国记者出行需求，北京出租车公司成立了中国第一家汽车租赁公司，随后地方出租车公司纷纷组建汽车租赁公司，满足机构客户租车需求，汽车租赁市场完成初步用户教育。2006年以后，伴随神州、一嗨等连锁租车公司相继成立，租车市场开始进入快速发展期。

2013年，中国汽车租赁市场规模达到340亿元。传统地方租车公司和汽车厂商主导下的汽车租赁市场高度分散：2013年末，全国大小小提供汽车租赁服务的公司超过10,000家，平均车队规模仅50辆，行业CR5市场份额仅14%，远低于欧美成熟市场CR5高达90%以上的市场集中度。

相比国外成熟市场个人旅行主导的市场需求，国内传统租车公司一直以本地机构客户需求为主，公务出行占中国整体租车市场近80%市场份额。未来伴随自驾旅游的兴起和汽车限购带来的大量有证无车的“本本族”，个人短期自驾市场将逐步爆发，成为租车市场主要增长动力；同时，移动互联网的兴起和习惯培养，为在线租车带来爆发的流量和用户习惯基础。

（一）汽车租赁：空间巨大，龙头待出

中国经济持续增长带来的消费升级需求和公路体系建设完善，带动汽车消费持续增长。而养车成本上升、政府治理交通拥堵和缩减公务车规模的政策引导则促成近年来中国租车市场的爆发。2008年-2013年，租车市场规模从90亿增至340亿元，复合增长率CAGR=29.8%；租赁车队规模从10万辆增至36.9万辆，CAGR=30.5%。

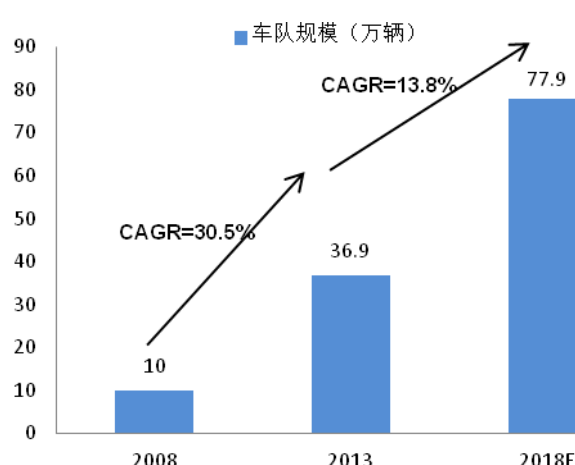
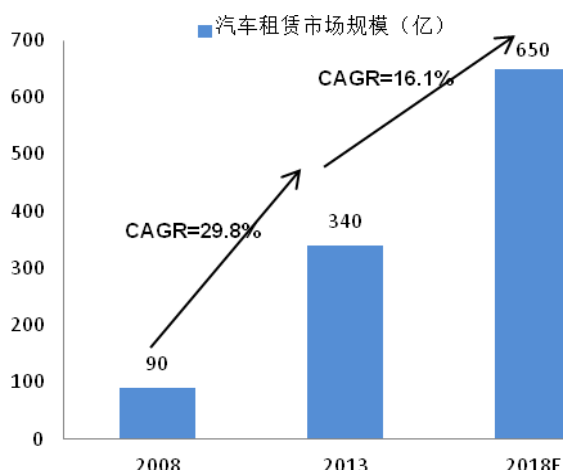
但与国外成熟市场相比，中国汽车租赁市场依然处于行业发展初期。2012年，中国租车市场渗透率（租赁车辆规模/乘用车保有量）仅为0.4% 远低于日本（2.5%）、美国（1.6%）等成熟市场，较巴西（1.3%）、韩国（1.4%）等新兴国家也明显偏

低。预计未来五年中国租车市场规模将保持16.1%的复合增速，至2018年市场规模将达650亿元，租赁车队规模将保持13.8%复合增速，至2018年将达77.9万辆。

传统租车公司区域性布局、本地化服务的经营模式使得中国租车市场依然处于高度分散状态。据艾瑞和Roland Berger等第三方咨询机构数据，截至2013年末，仅在国家工商部门注册的汽车租赁公司就达500多家，全国大小提供租车服务的公司超过10,000家，平均车队规模仅为50辆。行业前五大公司市场份额仅为14%，远低于美国（95%）、德国（91%）等成熟市场，较巴西（58%）等新兴市场同样显著偏低。“大行业、小公司”的竞争格局，将为领先的龙头企业提供充足发展空间。

图 1：未来 5 年中国租车市场 CAGR=16.1%

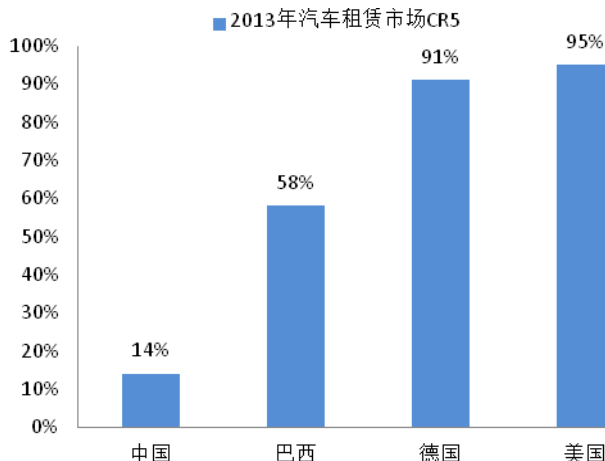
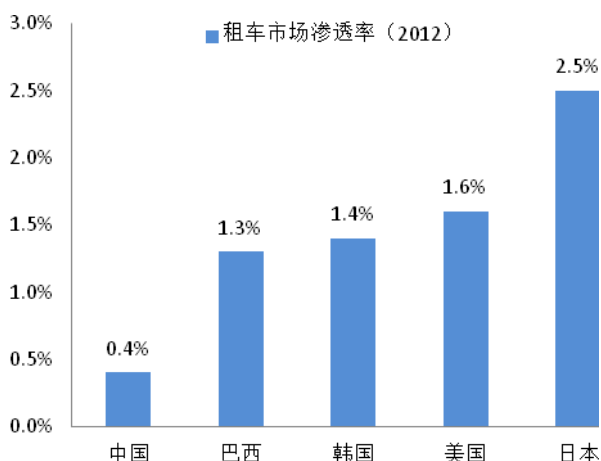
图 2：未来 5 年中国租赁车队规模 CAGR=13.8%



数据来源：Roland Berger、广发证券发展研究中心

图 3：中国租车渗透率仅为 0.4%

图 4：中国租车行业集中度较低



数据来源：Roland Berger、广发证券发展研究中心

（二）租车市场趋势之一：个人短租市场爆发

按需求来源分，传统区域性租车公司多以企业客户需求为主，商务租车占据中国租车市场近80%市场需求。对应按租赁期限分，2013年长租（租赁期90天以上）在租车市场中占比高达82.4%（含融资租赁）。

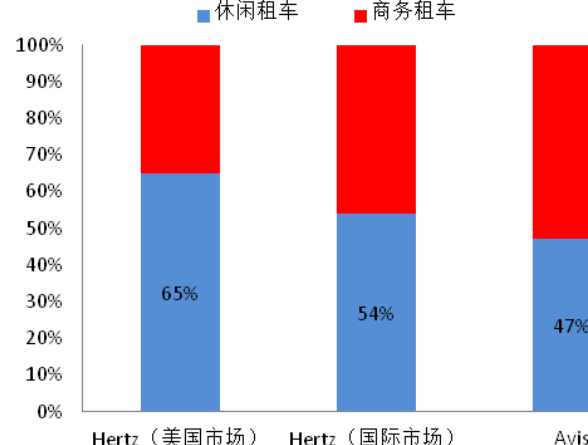
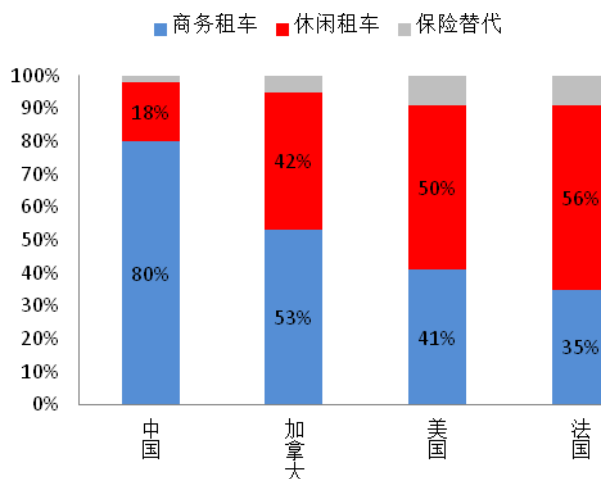
与企业租车市场机构客户需求平稳、增长放缓的大环境相比，用户规模大、租

期短、满足休闲旅游需求为主的个人租车市场将更具成长性。从海外成熟市场经验来看，个人休闲租车将占据过半市场需求。以Hertz和Avis两大全球租车巨头为例，2013年，Hertz美国市场65%、国际市场54%收入来自个人休闲租车，Avis整体收入中休闲租车收入占比也达47%。

2013年，中国短租（租赁期90天以下）市场规模约为60亿元，在整体租车市场占比仅为17.6%；预计未来五年将保持24.6%的复合增速，至2018年市场规模将达180亿元，在整体租车市场中占比提升至27.7%。

图 5：公司商务租车是中国租车市场主要需求（2010）

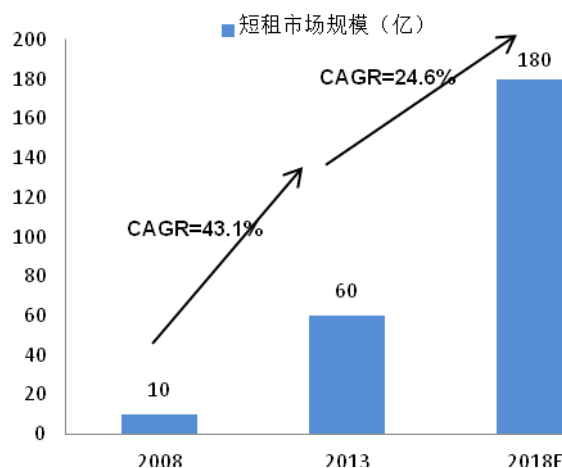
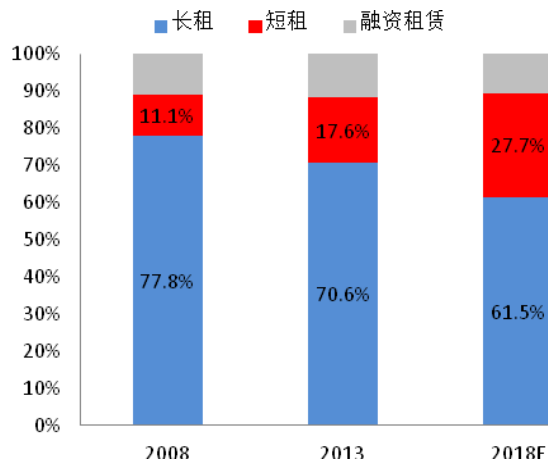
图 6：个人休闲租车成为主要成熟市场主导需求（2013）



数据来源：Roland Berger、公司年报、广发证券发展研究中心

图 7：2018 年中国租车市场短租占比将达 27.7%

图 8：未来 5 年短租市场 CAGR=24.6%



数据来源：Roland Berger、广发证券发展研究中心

从增长动力来看，“本本族”和自驾旅游市场的持续增长将推动个人短租市场需求持续增长：

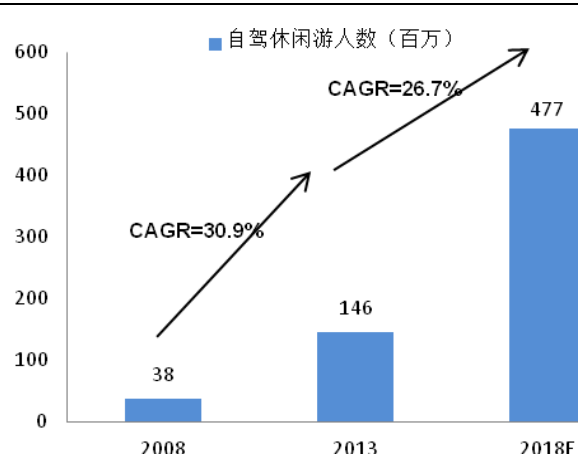
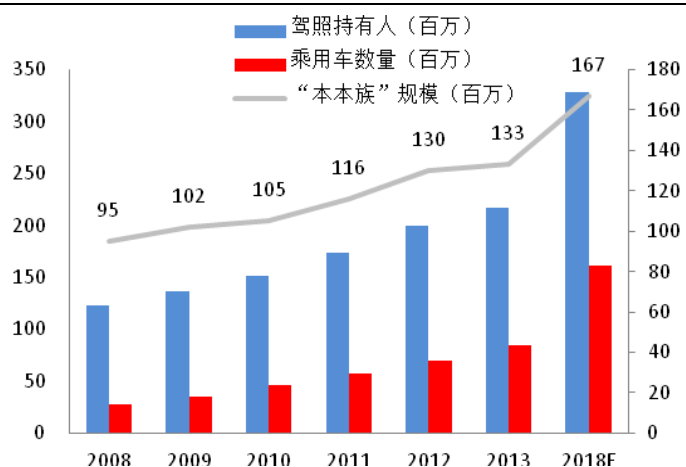
1) 日趋严格的限购政策带来有证无车的“本本族”持续增长。截至2013年末，中国驾照持有人数达2.17亿，乘用车保有量仅为8400万，差额高达1.33亿；预计未来驾照持有人数和乘用车保有量差额将持续增长，到2018年将达1.67亿。

2) 消费升级、高速免费等政策刺激将使自驾旅游市场持续增长。2013年，中

国自驾出游达1.46亿人次，预计未来五年将保持26.7%的复合增速，预计到2018年自驾出游将达4.77亿人次。

图 9：限购政策带来本本族规模大量增长

图 10：未来 5 年自驾休闲游人数 CAGR=26.7%



数据来源：Roland Berger、广发证券发展研究中心

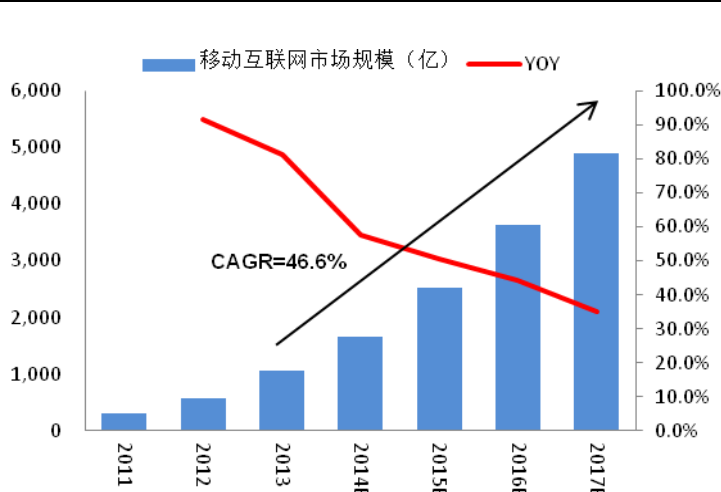
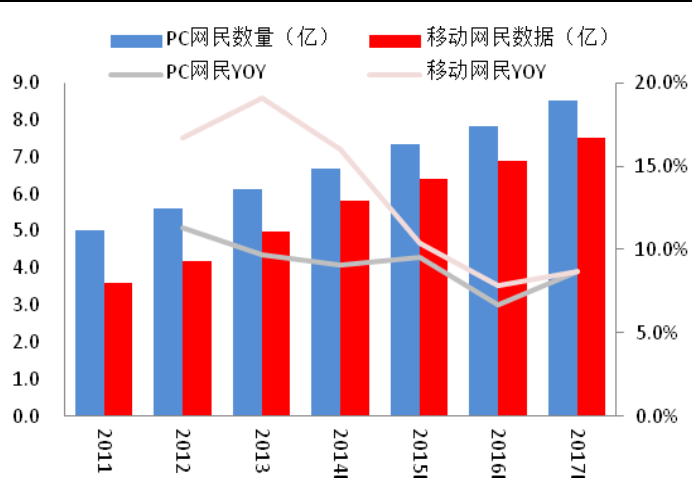
（三）租车市场趋势之二：在线租车将成热点

互联网的发展见证了以实物零售为代表的线上经济的高速发展。而移动互联网时代，线上、线下经济的融合趋势则为O2O市场带来发展机遇。对于租车行业，购买完全可以通过线上渠道完成，消费则必须线下体验。同时，对诸如导航、附近查询、道路救援等LBS服务的天然强需求使得租车行业极具O2O基因。2014年上半年阿里、腾讯两大巨头在打车软件上的疯狂对决，便足见用车服务的O2O价值。

2013年，在线租车市场规模约34.2亿元，占总体租车市场规模10%；预计将保持31.6%的复合增速，到2016年市场规模将达78亿元，占总体租车市场规模16%，远超11.5%电商网购渗透率。

图 11：中国网民数量持续增长

图 12：移动互联网市场未来四年 CAGR=46.6%



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 13: 线上租车市场将迎来爆发期

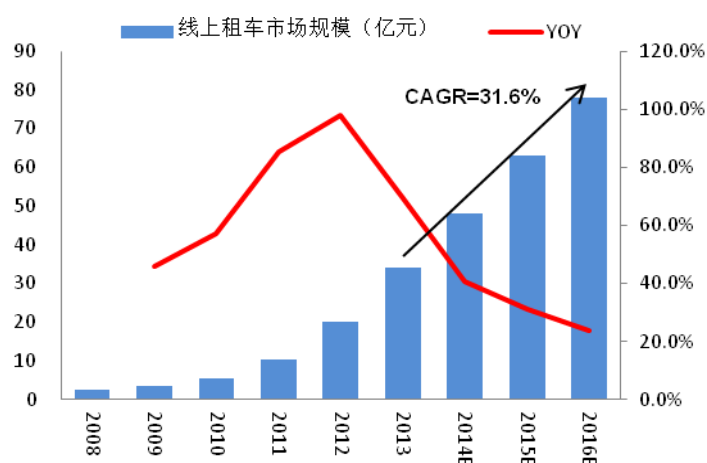
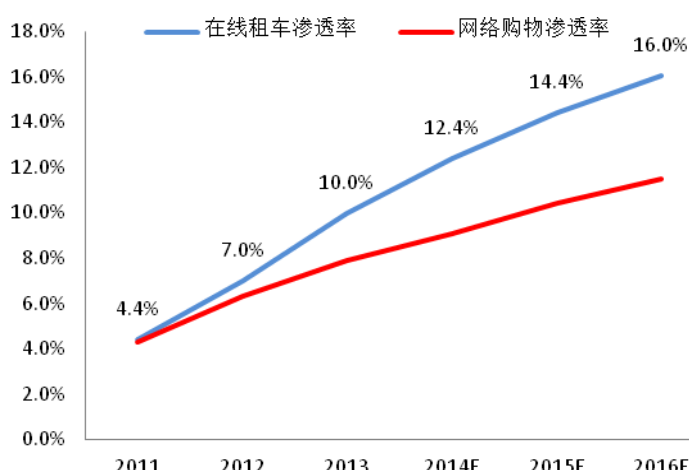


图 14: 在线租车渗透率高于网络购物



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

二、 资产之重，模式之轻：自营构筑规模化护城河，闭环减轻模式重量

2005年3月，陆正耀先生创立神州汽车前身联合汽车俱乐部（UAA），整合线下资源为会员提供在线汽车后服务，并在2006年获得联想领投的800万美元资金后实现迅速扩张。2007年9月，神州租车上线。依托UAA积累的百万会员资源和联想方面的资本支持，神州租车迅速甩开至尊租车、一嗨租车等对手，成为中国连锁租车市场绝对老大。2014年，神州租车营收同比增长30.3%至35.2亿元；净利润4.4亿元，净利润率12.4%，首次实现盈利。

图 15: 神州租车营收持续高增长

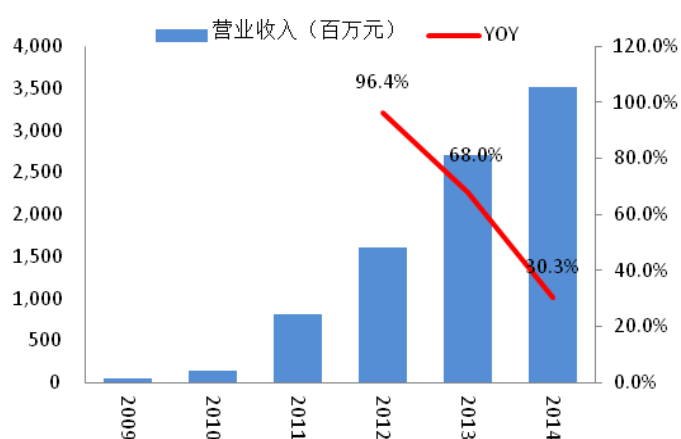
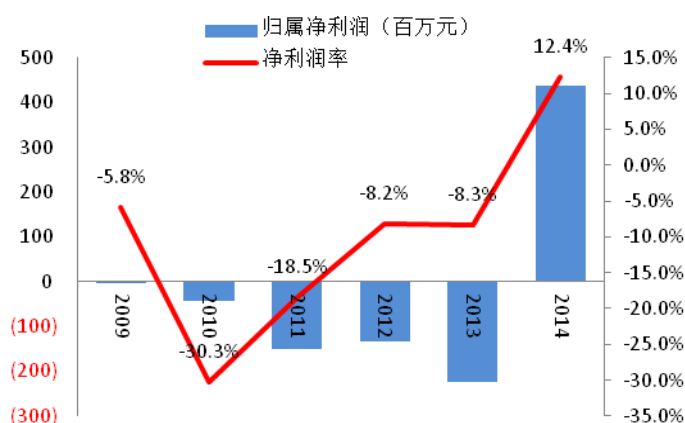


图 16: 2014 年神州租车扭亏为盈



数据来源: 神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

神州租车主营业务收入包含汽车租赁和二手车销售两部分。

与国内一般租车公司以企业客户为主不同，神州租车以UAA积累的会员资源起家，主要面向个人客户的短租业务是神州租车租赁业务主要收入来源，多年来短租

收入占神州租车业务收入比重长期维持在80%上下。另外，2013年通过整合全球租车巨头Hertz租车中国业务，获得了一批高质量企业用户（如苹果公司），神州租车也逐步发力企业租车市场，实现长租和融资租赁业务同步增长。

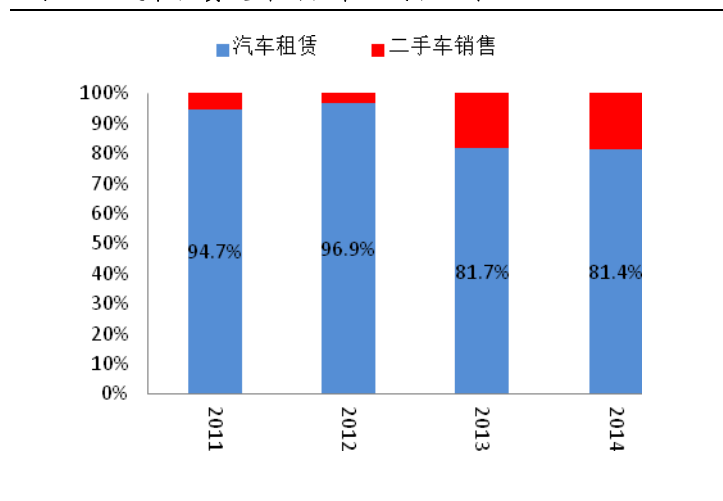
二手车销售业务主要为旗下运营车队淘汰更新提供流通渠道，完成神州从“买车—租车—卖车—买车”的业务循环，减轻自营模式资产重量。对神州租车而言，二手车业务本身对业绩增厚并不明显，主要作用在于快速回笼资金，保证公司现金流安全，轻装上阵，便利扩张。

表 1: 神州租车主营租车业务构成

	短租	长租	融资租赁
期限	90 天以下	90 天以上	2-3 年
主要客户	个人客户	机构客户	机构客户（含特许加盟门店）
主要用途	本地及城际自驾旅行、保险替代租赁	作为机构客户自有车队的替代	作为机构客户自有车队的替代
车型	100 多种常见车型可供选择	租期 1 年以上提供客户指定车型新车	客户指定车型新车（特许加盟店提供二手车）
主要收费	基本租金及保险、手续费、增值服务费	按对客户的信誉评估不同，一般含基本租金及保险、维修保养和代驾费（若有）	按约定回报率收取租赁费用
客户（订单）来源	网络订单（1H14 占 66.4%）为主	网点营销、上门服务等线下渠道为主	网点营销、上门服务等线下渠道为主

数据来源：神州租车招股书、广发证券发展研究中心

图 17: 汽车租赁是神州租车主要收入来源



数据来源：神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

图 18: 神州租车租赁业务以短租为主

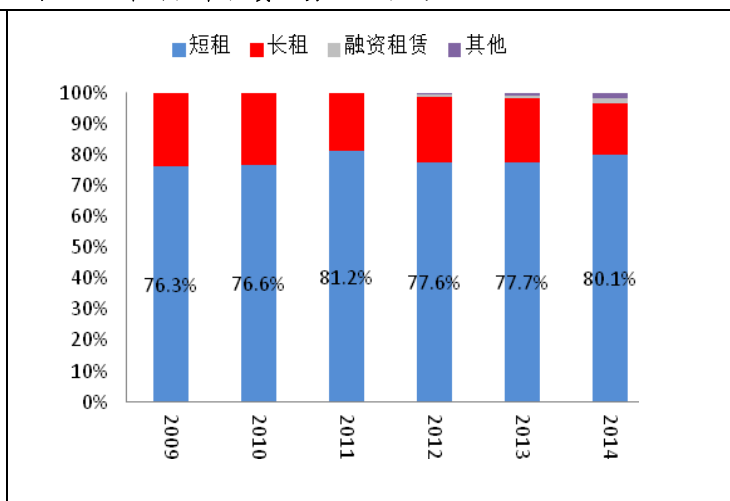


表 2: 神州租车主要股东

股东	持股比例	备注
联想控股	29.2%	联想控股董事朱立南及刘二海担任非执行董事
华平资本	18.3%	拥有四名非执行董事席位之一
陆正耀（家族）	14.8%	创始人，主席、执行董事
Hertz 租车	16.2%	全球性租车巨头，拥有四名非执行董事席位之一

Waddell&Reed	1.3%	
高瓴资本	1.3%	
Falcon Edge	1.3%	基石投资者（上市后 6 个月禁售期）
Davis Selected Advisers	0.8%	
中国诚通	0.8%	

数据来源：神州租车招股书、广发证券发展研究中心

神州租车并非市场先行者。神州上线之前，首汽、北汽（北京）和强生、锦江（上海）等传统租车公司已在汽车租赁市场耕耘多年，同为连锁租车公司的至尊租车、一嗨租车等对手也都先于神州上线。我们认为，神州租车成功的主要因素在于：

- 1) 强大资本支持（联想控股）、互联网粉丝经营（UAA）和极致用户体验，迅速实现规模化优势；
- 2) 准确市场（个人短租）和模式（自营车队）定位，直击用户需求和体验痛点；
- 3) 二手车销售完成商业循环，快速回笼资金，减轻自营模式之重。

（一）资本护航，粉丝先行：构筑行业领先地位

自营模式的汽车租赁资产较重，是典型的烧钱行业。买车扩充车队规模，构建规模化优势是行业的出路所在。但烧钱买车之外，迅速扩大用户规模、提高车队利用率同样重要。这便是互联网思维的通行模式，即砸钱至少要能赚到吆喝，否则模式难以为继。神州租车之所以能打败先行的至尊租车和一嗨租车、迅速成为行业领导者，一半归功于来自联想控股的资本支持，另一半则源于早年UAA的忠实会员和极致租车服务体验带来的粉丝效应。

1. 资本护航：构建绝对领先的规模优势

“买车—租车”的汽车租赁模式较重，规模扩张依赖于资本投入。2006年7月，联想控股领投800万美元入股神州租车（直接投资对象为神州租车前身UAA），并在2010年和2011年两次增持，成为神州租车控股股东。联想的入主不但为神州租车带来直接资金注入，其背后联想集团的实力保证为神州租车提供了强有力的融资背书，使神州租车成为少数能在初期就大量依靠举债扩张的连锁租车公司。截至1H2014，神州租车外部长、短期贷款高达42.3亿元，其中38.9亿元由联想控股提供无条件担保；以此口径的计息资产负债率已高达60.6%。

在联想控股的全力支持下，神州租车规模迅速扩张：2013年末，神州租车队规模达到5.3万辆，超过行业第二至十名总和。2014年末，神州租车直营网点达723家，涵盖全国70个主要城市，平均城市网点密度达10.3个。通过特许加盟方式，神州租车还在176个非直营城市拥有219家加盟网点。

表 3：神州租车上市前主要股权融资

时间	规模	投资方
2006 年 7 月	800 万美元	联想投资领投（直接投资对象为 UAA）
2010 年 8 月	1450 万元	联想投资三期
2011 年 1 月&6 月	2.08 亿元	联想控股
2012 年 7 月	2.0 亿美元	华平资本
2013 年 5 月	2.0 亿美元&Hertz 中国子公司	Hertz 租车

数据来源：神州租车招股书、广发证券发展研究中心

图 19: 神州租车高资产负债率

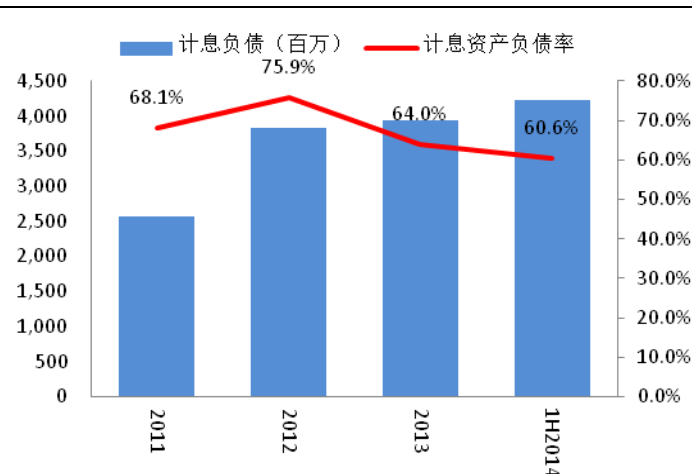
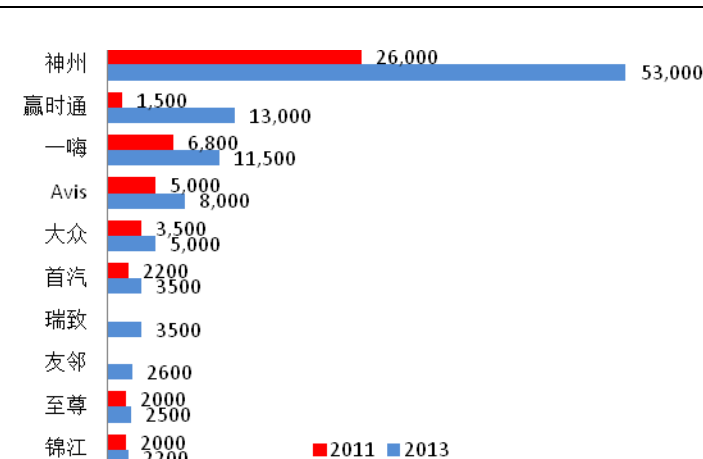


图 20: 神州租车车队规模遥遥领先



数据来源：神州租车招股书、Roland Berger、广发证券发展研究中心

注：计息负债仅含银行长短期借款等外部负债，不含联想控股对神州租车的股东贷款。

图 21: 神州租车网点密度持续提升

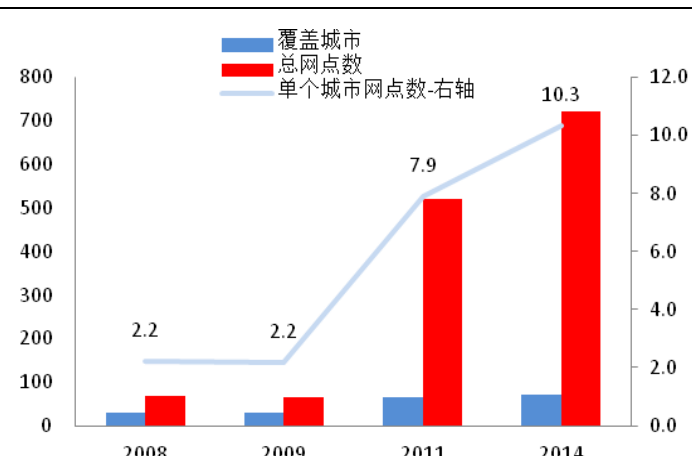
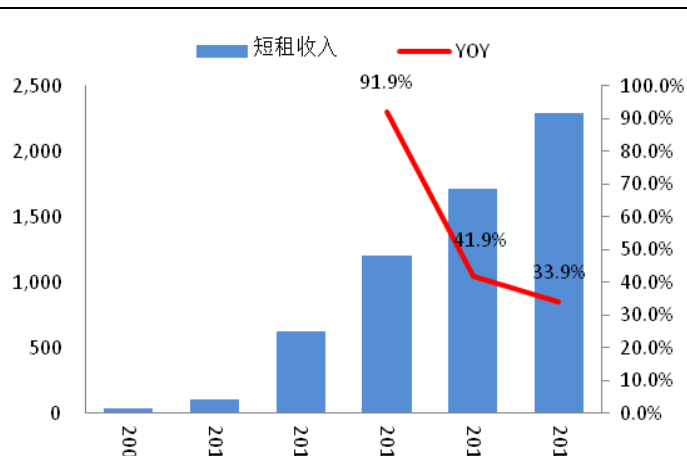


图 22: 神州租车核心短租收入持续增长



数据来源：神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

2.UAA导流&极致租车服务：粉丝经济，急速扩张

联想控股的资本支持让神州租车得以放心砸钱，UAA导流和极致租车服务体验则为其真正引来吆喝。

2005年3月，陆正耀先生将美国AAA汽车俱乐部模式引入中国，成立UAA联合汽车俱乐部，整合线下4S店和汽修厂资源，为会员提供汽车救援、汽车维修和汽车保险等在线汽车后服务，并成功吸引百万级会员。**2007年神州租车成立初期便挂靠在UAA旗下，对接UAA超过200万注册会员，共享UAA近3800个坐席呼叫中心。**

与UAA的对接不但让神州租车获得了百万级汽车用户会员，还秉承了UAA极致客户服务体验的运营模式。良好的车况、广泛的车型选择、首创“两证一卡”便利租车模式和7X24小时全天候客户服务，神州租车打造出业内最佳的服务体验标杆。

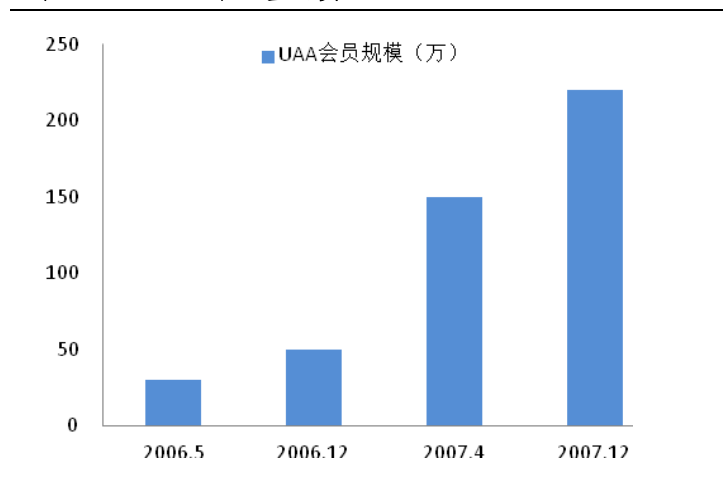
极致用户体验为神州租车带来用户规模 and 市场份额的高速成长。2014年神州总客户数234.2万（其中个人客户232.7万）、车队利用率稳步提升至62.2%、2013年回头客订单占比68%等数据，无不体现着用户对神州租车极致客户体验的高度认可。

表 4：神州租车打造极致租车体验

服务项目	简介
良好的车况	截至 2014 年上半年，车队 64% 车辆车龄低于 18 个月；定期对全车队进行车检及保养；
广泛的车辆选择	提供超过 100 个车型备选，涵盖市面绝大部分流行车型
无障碍租车流程	提供手机、网站、电话及门店预定服务，支持送车上门、到店取车和异地还车；业内首创身份证、驾驶证及信用卡“两证一卡”简便租车
7X24 小时全天候服务	呼叫中心和所有直营城市门店（每城至少一家）提供 7X24 小时客户服务和道路救援服务

数据来源：神州租车招股书、官网、广发证券发展研究中心

图 23：UAA 积累大量会员



数据来源：新闻资料、神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

图 24：神州租车用户数持续增长

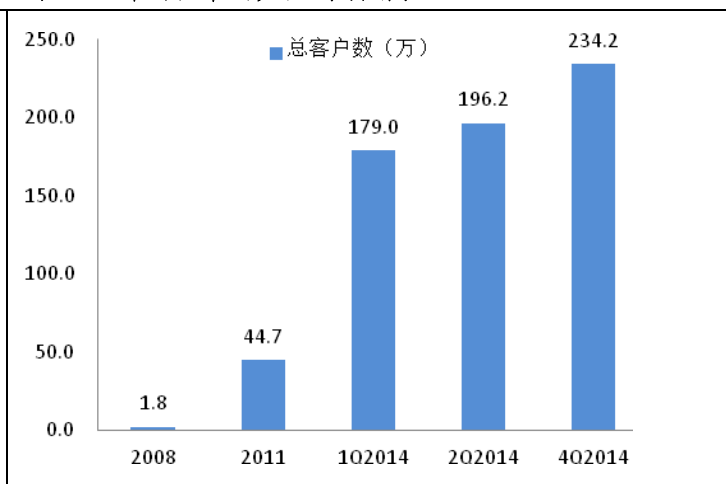
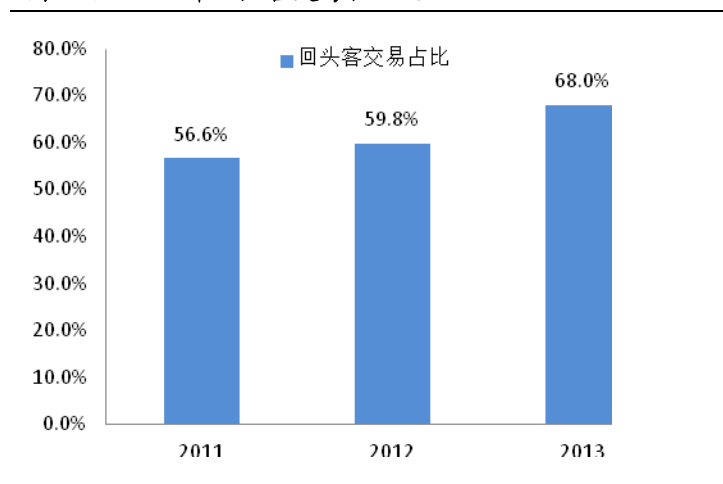
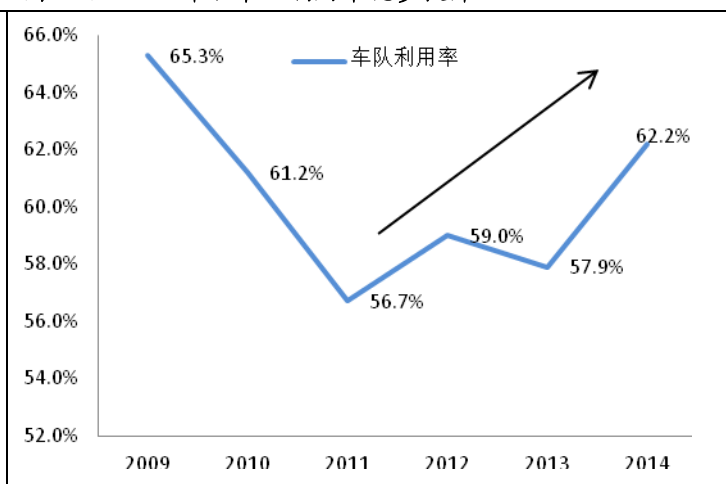


图 25：2013 年回头客交易占比达 68%



数据来源：神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

图 26：2011 年后车队利用率稳步提升

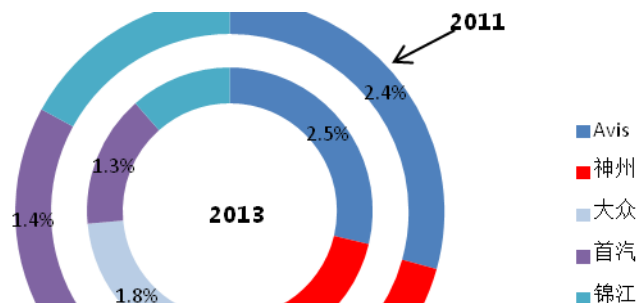
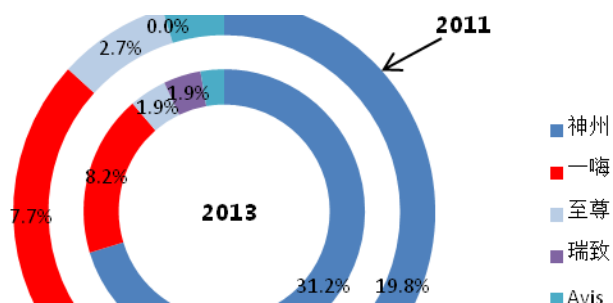


注：2010年10月神州租车拿到联想融资后车队急速扩张导致车队利用率大幅下降。

资本护航+极致体验让神州租车市场领先优势明显：2013年，神州租车短租市场份额由2011年19.8%进一步提升至31.2%，远超第二名一嗨租车8.2%的份额；长租市场份额亦相比2011年上升1个百分点至2.1%，仅次于Avis。在更具潜力的在线租车市场，神州租车优势同样明显：2014年末，神州租车手机APP安装量超过700万，四季度46%订单来自移动端，PC端、移动端活跃用户均大幅领先同行。

图 27：2013 年神州短租市场份额高达 31.2%

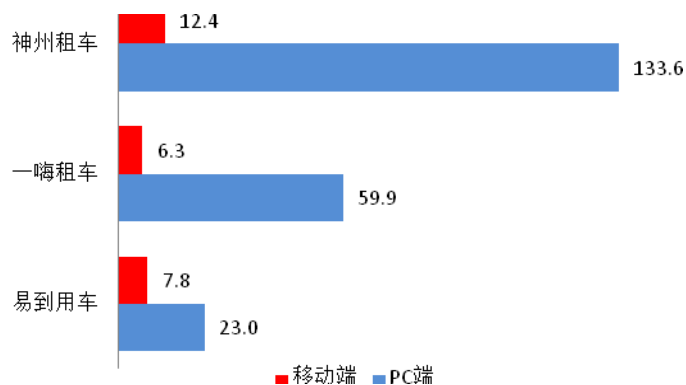
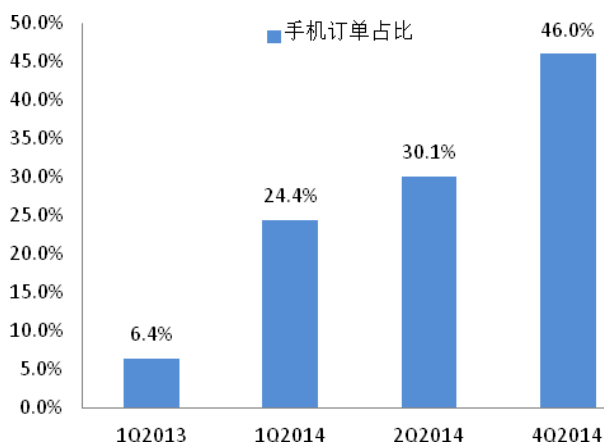
图 28：长租市场前五名市场份额



数据来源：Roland Berger、广发证券发展研究中心

图 29：神州租车 4Q14 手机订单占比达 46%

图 30：2Q2014 神州租车网络月均覆盖人数领先同行



数据来源：神州租车招股书、易观咨询、广发证券发展研究中心

（二）资产之重，护城河之宽：规模优势尽显

重资产的自营租车模式需要大规模资本投入，但一旦建立起规模优势，重资产就成为横亘在新进入者面前的一座大山。正如实物电商中的京东，神州租车自营重资产、极致用户体验模式为其构筑起宽阔的护城河，规模化带来的边际采购成本和费用下降使神州租车在竞争中优势越发明显。另外，政府限牌政策力度和范围不断加强，则在市场之外为神州租车构筑起另一道规模化护城河。

1. 规模化优势之一：边际成本&费用双降

规模化构筑的护城河首先体现为边际采购成本和费用的下降。

2013年，神州租车新车采购规模近2.2万辆，是中国市场采购量最大的企业。规模化采购使得使得神州租车具备强大议价能力：在采购车型不断升级的情况下，测算神州租车采购单价依然从2011年11.2万元下降至2014年的10.5万元。

规模化、标准化和品牌化的服务能力同样使得神州租车面对用户有更强的议价能力。神州租车短租平均每日租金由2011年197元稳步上升至2014年的272元，同期平均车队利用率从56.7%上升至62.2%，带动神州租车短租平均每车日收入从112元上升至170元。

新车采购成本下降直接带来神州租车折旧成本下行，叠加每车日收入的上行，进一步推高了毛利率的上行。2011-2014，神州租车折旧成本在收入中占比从33.3%稳步下降为23.4%。同时，规模化、高客户粘性（高回头客占比）使得广宣费用率大幅下降，销售费用率从2011年的13.8%大幅下降至2014年的3.2%，管理和财务费用率亦持续下行。预计2015神州租车上市后将重启跑马圈地的城市扩张之路并开拓专车代驾业务，届时销售和管理费用率将面临上升可能。

图 31：神州租车租赁车队迅速扩张

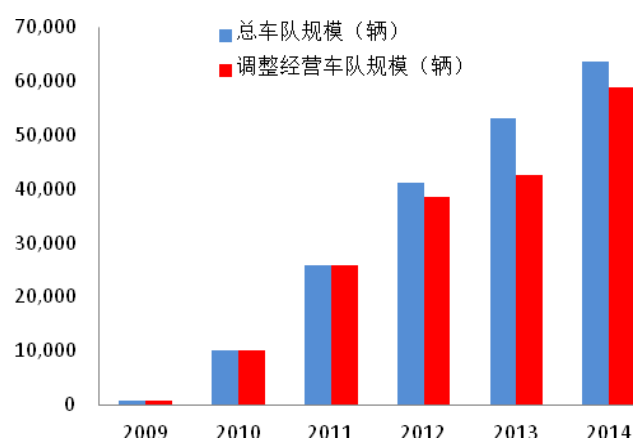
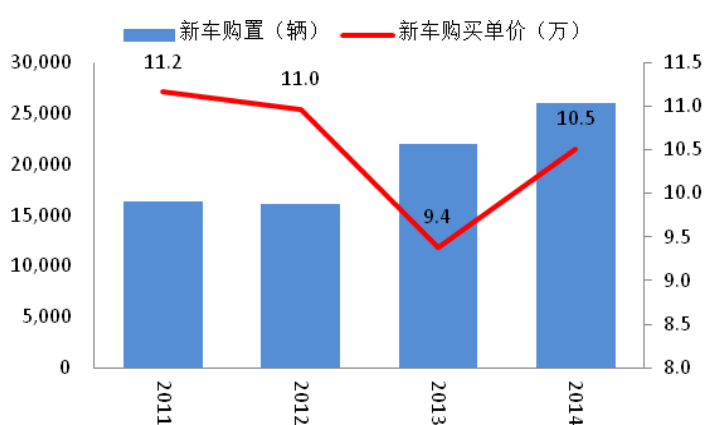


图 32：规模化采购带来降低构成成本



数据来源：神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

注：1.依据相关部门规定，小轿车购置两年后需强制年检，2013年末因客户违章未通过强制年检而停运（或未能出售）的车辆达6,439辆，占全部停运车队55%。2014年9月1日起，强制年检期限延长为六年，而公司车辆平均持有期仅2.5年，未来因客户违章而停运车队规模将大幅减少。2.我们以当年购车投入/（车队净增+二手车处理量）测算新车购买单价；由于2011年和2013年神州分别收购北辰租赁和Hertz中国业务，导致车队规模增加（账面价值分别增加0.5和1.7亿元），我们的测算方式略有低估当年购车单价。

图 33: 规模化、品牌化服务提升短租能力

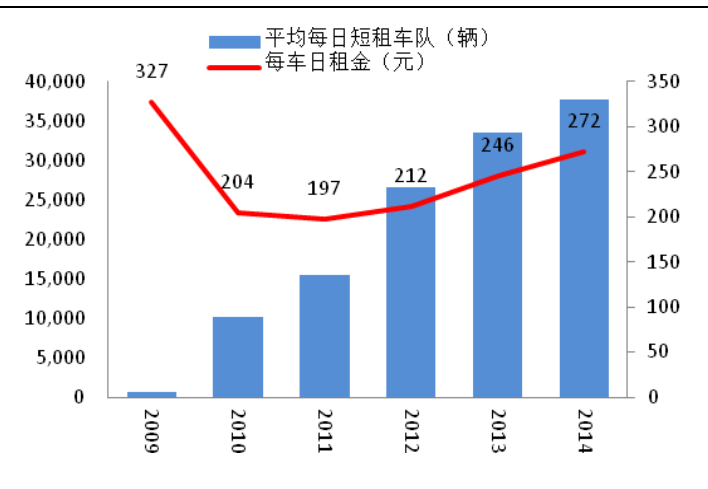
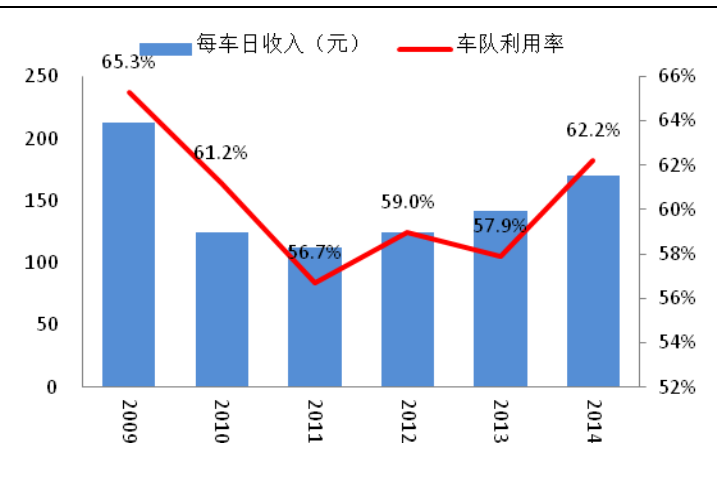


图 34: 每车日收入随每车日租金上升



数据来源：神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

注：1.以上均为神州租车短租业务数据。长期租赁因车辆多为客户指定车型及对客户的评估差异，客户间租金差异较大，平均每日租金意义不大；2.2010年前后在获得联想注资后神州租车曾大规模下调租金抢占市场。

图 35: 折旧成本下降推高租赁毛利率

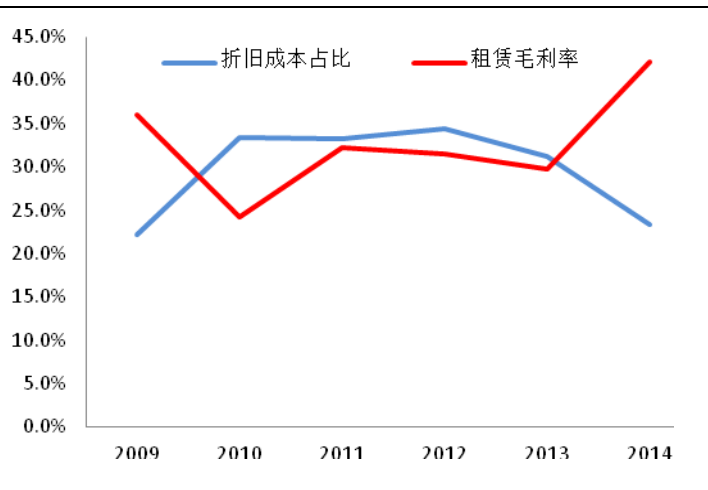
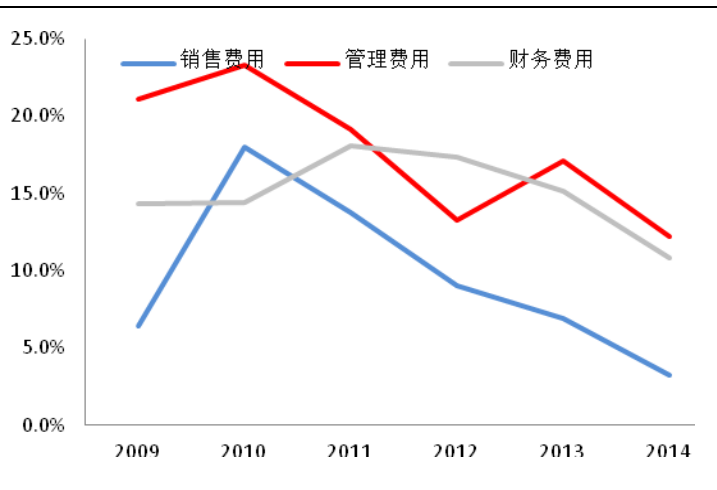


图 36: 期间费用率大幅下滑



数据来源：神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

注：神州租车车队主要车型平均持有期30个月，对车辆按直线法折旧摊销，并在每期期末依据二手车市场变化调整残值，故折旧成本占比下降直接原因为：1.新车采购与二手车价差缩小；2.单车盈利能力增强。

2.规模化优势之二：限牌带来的进入壁垒

除了采购成本、成本和费用率的下行之外，政府为治理城市拥堵问题实施的限购限牌政策也为神州租车带来政策上的规模优势：即使舍得砸钱买车，新进入者也面临无处可砸的尴尬。

目前已有北京、上海、广州等6个城市先后推出乘用车限牌政策，基于城市道路拥堵问题几乎是中国各大城市面临的通病，预计未来将有更多城市推出限牌政策。摇号、拍卖或者两者结合的方式是各大城市主要限牌方式。无论哪种

方式都大大增加了新增牌照的获取成本。以北京和上海为例，以摇号方式限牌的北京，2013年末摇号中签率仅为1.0%。且从2014年起，每年新增牌照数将由原来24万个缩减为15万个，进一步增加了获牌难度；以拍卖方式限牌的上海成交均价一路走高，2014年7月平均成交价已高达7.47万元，且每年新增牌照指标仅12万个。

对于神州租车而言，前期车队规模大幅扩张使其囤积了大量牌照资源，截至2014年上半年，神州租车在已经实施限牌的北京和广州分别囤积了13,000张和8,000张牌照。并且凭借强大资金实力，公司未来完全有能力在个别城市正式实施限牌前突击大量买车，囤积牌照资源。

表 5：已实施限购政策城市管理办法

城市	限牌方式	实施办法
北京	摇号	14-17 年小客车牌照年度新增指标减少为 15 万（13 年前为 24 万个）；总计 60 万个新增配额指标中 17 万个为新能源汽车牌照
上海	拍卖	每月私家车新牌照发放指标约 1 万，2013 年底单张牌照成交均价 7.9 万元
广州	摇号+拍卖	中小客车摇号+拍卖年新增配额 12 万，按 6:4 分配摇号和竞拍牌照
天津	摇号+拍卖	每年小客车牌照总量指标 10 万，按 6: 4 分配摇号和竞拍，其中 1 万个为新能源汽车牌照
贵阳	摇号+拍卖	每月新增牌照指标 2100 个
杭州	摇号+拍卖	每月新增牌照约 1 万个，14 年 5 月首次摇号中签率 2.2%

数据来源：中国汽车资讯网、公开资料整理、广发证券发展研究中心

图 37：2013 年底限购城市摇号中签率

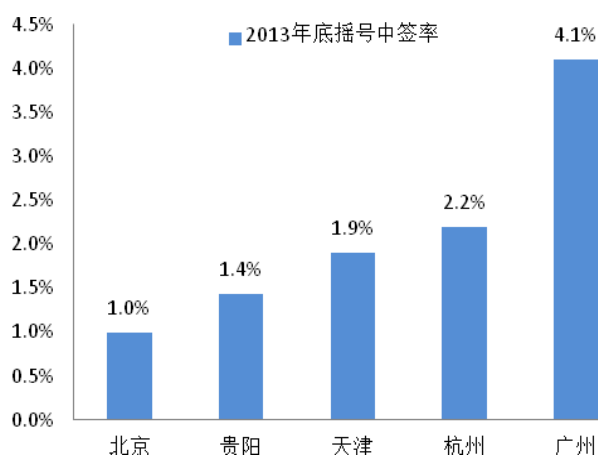
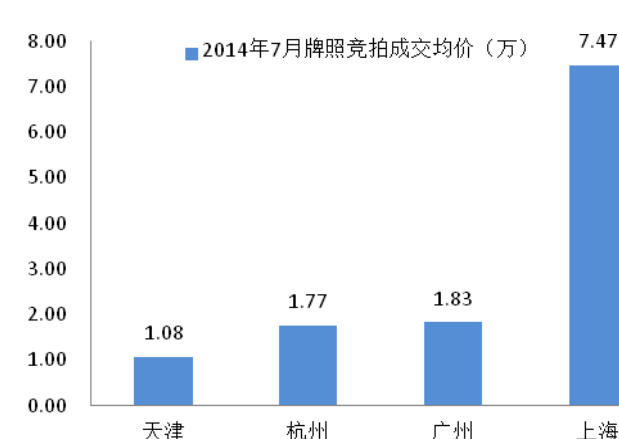


图 38：限购城市牌照竞拍成交价格



数据来源：中国汽车资讯网、广发证券发展研究中心

注：杭州为2014年5月首次摇号中签率。

（三）二手车处理：完成商业循环，减轻资产重量

汽车租赁完整商业循环应该包含四个步骤：买车建车队—租车运营—二手车出售—更新扩充车队。建立畅通的二手车处理渠道将大幅加快车队流转速度，减轻资本投入并保持车队良好车况。除了原有官网拍卖和线下渠道之外，2013

年12月以来，通过向三、四线城市特许加盟商融资租赁二手车，并与国内最大的在线二手车销售平台优信拍达成战略合作，神州租车搭建起线上和线下立体处理渠道，二手车处理明显加速。

由于神州租车期末依据市场二手车行情调整残值，期末账面净值基本接近于市场价格，故二手车出售本身并不会带来大幅盈利。二手车顺利出售最大的意义在于帮助神州租车快速回笼资金，降低车队资本投入：2014，二手车出售对购车支出覆盖率达到24%（VS11年2.4%），每车资本投入降至4.1万（VS11年5.4万），显著减轻了公司资产重量。

1. 优信拍+特许加盟商，构筑全渠道二手车销售网络

神州租车主力车队平均持有期30个月，2010年10月获得联想注资后大规模扩充车队，2013年下半年集中进入二手车处理期，原有官网竞拍和线下二手车经销商渠道难以满足处理需求爆发，导致停运车队激增。2013年全年停运成本2.98亿元，月平均停运车队规模达7,624辆。通过与优信拍战略合作和开放特许加盟，神州租车成功解决了二手车处理问题。

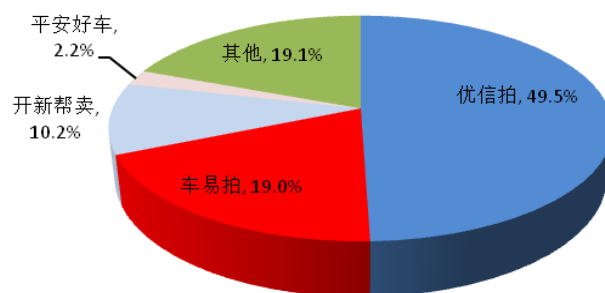
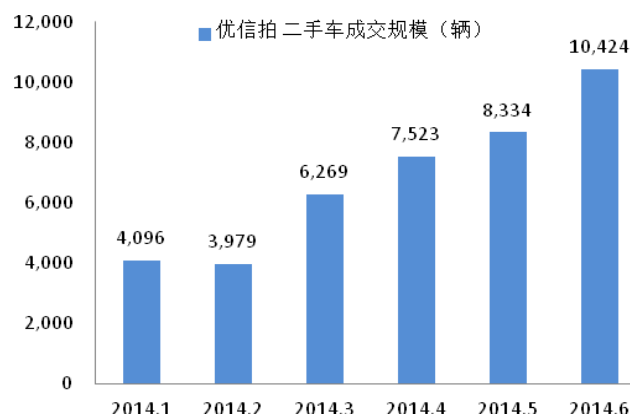
优信拍成立于2011年9月，依靠为买卖双方提供“车辆检测服务+线上拍卖服务/线下拍卖会+过户交付服务+汽车物流服务”的O2O闭环二手车拍卖交易服务，优信拍已经成长为中国最大在线二手车竞拍平台：2014年6月优信拍单月二手车成交规模达1.04万辆，挂牌成交率达57%；1H2014，优信拍占据中国在线二手车交易市场49.5%的份额，大幅领先第二名车易拍19%的市场份额。

2014年4月，神州租车与优信拍正式达成首期五年战略合作，优信拍将为神州租车提供线上和线下的二手车销售支持。截至2014年上半年，优信拍已包销神州二手车4,600辆。

2013年12月，神州租车还在三、四线非直营城市开放特许加盟。截至2014年末，神州租车在176个城市开出219家特许加盟网点。特许加盟不但为神州快速打开三、四线市场，更为神州提供了稳定的二手市场处理渠道：由于一、二线城市排放标准等道路准入机制限制，三、四线城市原本就是二手车主要需求来源。2014，神州租车通过向特许加盟商融资租赁退役车队（一般车龄30个月，满足三四线城市准入标准），共处理二手车5,298辆。

图 39：2014 年 6 月优信拍单月成交量过万

图 40：优信拍占据中国在线二手车交易半壁江山（1H2014）



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 41: 优信拍成交率领先其他平台

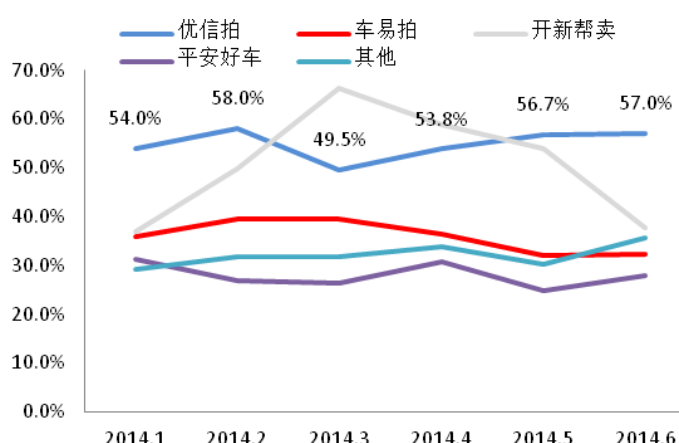
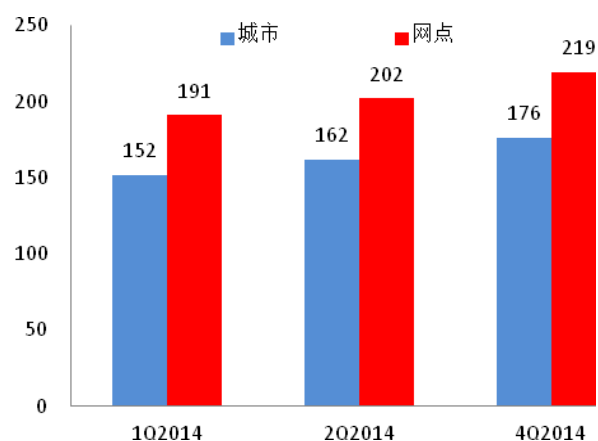


图 42: 神州租车特许加盟网点 219 家, 覆盖 176 个城市



数据来源: 艾瑞咨询、神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

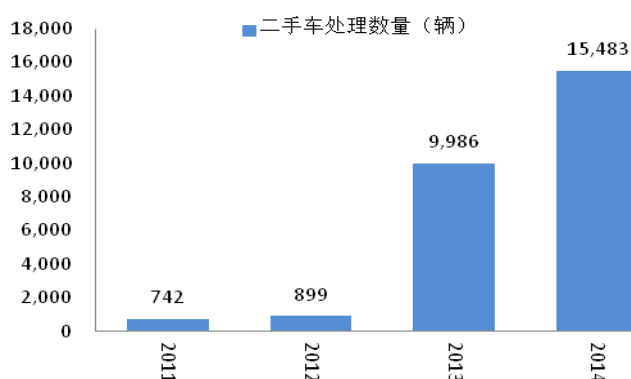
2.二手车处理完成模式循环: 资产变轻, 现金回笼加快

全渠道的二手车处理网络迅速提升了神州租车二手车处理速度: 1H2014, 神州租车共处理二手车金1.2万辆, 超过去年全年总和; 月均停运车队规模大幅下降为1,967辆, 相应半年停运成本下降为0.41亿元。由于神州租车按直线法折旧车队, 并在每期期末依据市场二手车行情调整残值, 期末账面净值基本接近市场价格, 故除了节约停运成本外, 二手车出售本身并不会带来大幅盈利。2014年, 二手车出售收入6.5亿元, 毛利仅3,200万, 毛利率4.9%。

二手车业务最大的意义, 在于让神州租车真正完成汽车租赁完整商业循环: 买车建车队—租车运营—二手车出售—更新扩充车队。畅通的二手处理渠道使公司得以快速回笼资金以完成车队更新和扩张, 减少车队真实资本投入, 减轻模式重量。2014年, 神州租车4.8亿元的二手车处理收入覆盖同期购车支出的24%; 经营活动净现金流出仅0.2亿, 租赁和二手车出售基本实现对购车现金流出的完全覆盖。二手车出售叠加规模化采购, 带来神州租车每车资本投入持续下行: 2011年, 神州租车平均每车需资本投入5.3万元, 至2014年已下降到4.1万元。

此外, 神州租车还通过调整网点结构, 大幅增加取车点占比, 减少门店日常支出, 从而进一步减轻扩张资本需求。2014年末, 神州租车线下723个直营网点(VS2011年286个)中, 取车点达到489个(VS2011年52个), 占比67.6%。

图 43: 二手车处理速度加快



数据来源: 神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

图 44: 二手车出售业务回笼资金为主, 基本不盈利

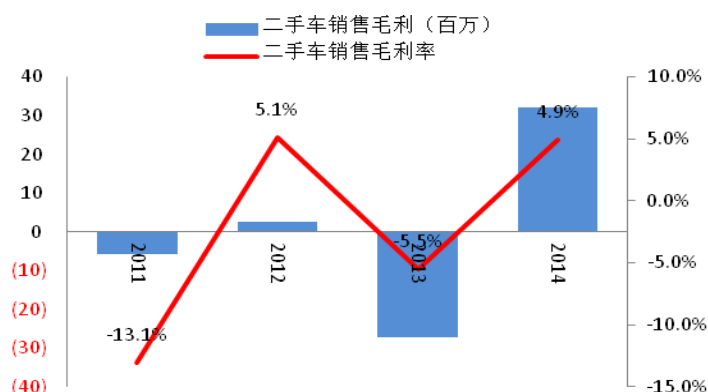
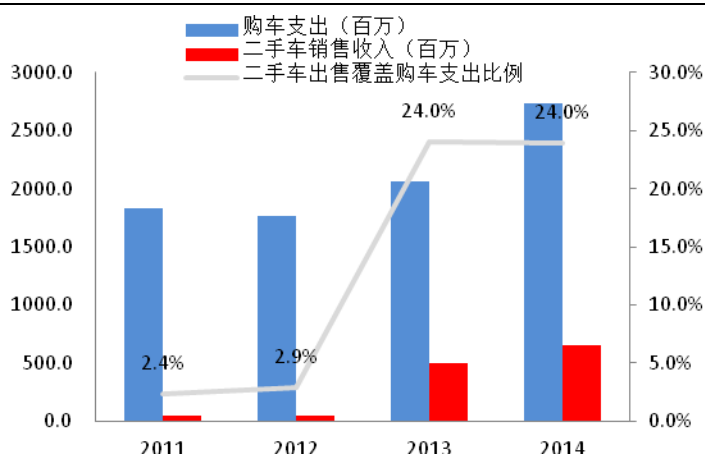


图 45: 二手车出售覆盖购车支出比例达到 24%



数据来源: 神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

图 46: 1H2014 经营活动现金流持续改善

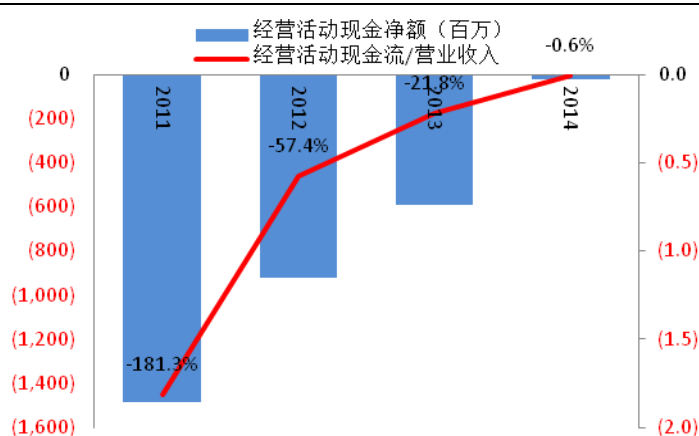
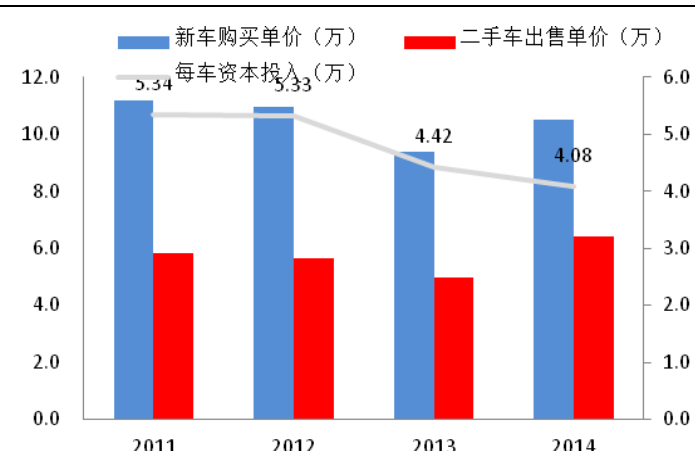
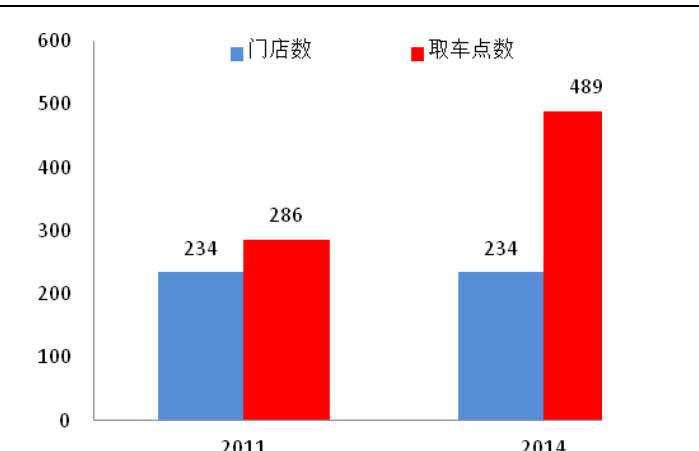


图 47: 二手车加快车队循环, 降低资本投入



数据来源: 神州租车招股书、年报、广发证券发展研究中心

图 48: 神州租车新增网点以取车点为主, 减少资本投入



(四) 神州 VS 一嗨：体验争用户，效率定成败

中国连锁租车市场的先行者并非神州租车，而是2006年1月分别在深圳和上海成立的至尊租车和一嗨租车。缺少资本支持（成立至今仅获得海纳亚洲领投的两笔总计5500万美元投资）和战略定位模糊（初期主攻个人短租自驾市场，后转攻企业带驾市场）等严重掣肘了至尊租车的发展，13年至尊租车短租市场份额仅1.9%，已被神州和一嗨完全甩开。对比神州和一嗨1H2014财务和经营数据，战略定位、经营效率和资本支持上的优势最终让神州租车完成对一嗨的超越：

1) 战略定位。依托早年UAA积累的用户资源营运经验，神州租车上线伊始便选择了聚焦个人短租+极致用户体验的战略，采取“网点未建，车队先行”的扩张方针，以高车队规模（4.8万VS一嗨1.2万）保证高网点车队密度（66.4辆VS一嗨20.3辆）和较为克制的车队利用率（61.7%VS一嗨70.9%），确保用户租车体验，建立用户（196.2万VS一嗨58.2万）和营收（13.8亿VS一嗨3.8亿）的规模化优势。

2) 经营效率。经营效率的提升需要管理精细化，更依赖于规模化带来的边际经营成本和费用降低。神州租车更高的毛利率（40.7%VS一嗨17.8%）和更低的销售+管理费用率（13.7%VS一嗨18.7%）背后是规模化采购和营收带来的折旧（24.7%VS一嗨30.7%）等成本及费用率的下行。畅通的二手车处理渠道则进一步加快神州车队更新（持有期2.5年VS一嗨3-4年）和现金回笼（二手车车处置覆盖购车支出比例54.2%VS一嗨4.6%）速度。

3) 资本运作。车队规模的扩张有赖资金投入，优良的经营绩效是降低融资成本的保证。高债务融资比例（69.4%VS40.3%）和低融资成本（7.6%VS一嗨8.4%）更让神州租车如虎添翼。最终实现用户“高增长——营运效率提升——融资成本降低——高增长”的正循环。

表 6：神州&一嗨经营比较

	神州租车	一嗨租车
成立时间	2007 年 9 月	2006 年 1 月
总部所在地	北京	上海
13 年短租市场份	31.2%	8.2%
1H14 末末车队规模	4.8 万辆	1.5 万辆
1H14 租车营收（亿）	13.8	3.8
1H14 净利润（亿）	2.2	(0.2)
1H14 末用户数（万）	196.2	58.2
1H14 覆盖城市	自营 70 个+加盟 162 个	90 个
1H14 直营网点数	717	760
核心业务模式	自驾短租（约 80%）为主，提供长租及带驾服务	早期带驾为主，目前自驾长短租为主（近 70%）
产业资本支持	早期与 Enterprise holdings 合作；2013 年获 Hertz 注资支持	2012 年 3 月获 Enterprise holdings 入股
上市前主要融资情况	2006 年 7 月联想控股领投 800 万美元；2010 年 8 月、2011 年 1 月联想控股共 2.3 亿元；2012 年 7 月华平资本 2 亿美元；2013 年 5 月 Hertz 租车 2 亿美元；以及联想控股担保债务融资	2006 年 3 月启明创投 500 万美元；2009 年 7 月集富亚洲等 2000 万美元；2010 年 8 月高盛等 7000 万美元；2012 年 3 月 Enterprise holdings 4750 万美元；2013 年 12 月携程等 1.02 亿美元

数据来源：神州&一嗨租车招股书、Roland Berger、广发证券发展研究中心

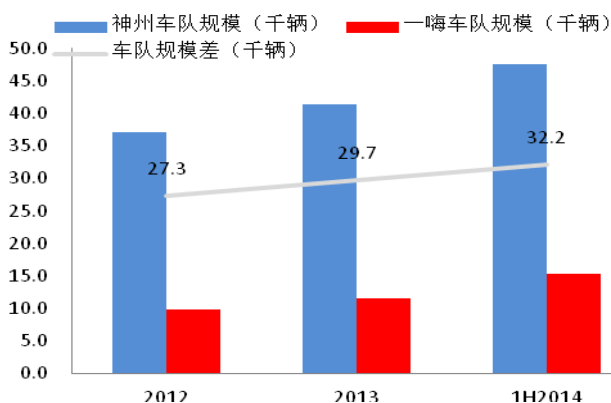
1. 密度代替广度，体验换取用户

神州租车对极致用户体验的追求不仅体现在租车服务中，更融入公司对扩张方式的选择：优先扩充车队规模，以车队密度代替覆盖广度。对比一嗨租车，1H2014，神州租车4.76万辆经营车队规模远超一嗨1.54万辆的规模，但在直营网点数和城市覆盖数上神州反而落后于一嗨，结果神州平均每网点车队（66.4辆VS一嗨20.3辆）和每城市车队（680.2辆VS一嗨171.2辆）远超一嗨。

高车队密度配合较为克制的车队利用率（1H14神州61.7%VS一嗨70.9%）保证了用户的租车体验。我们随机对比了神州和一嗨上海、北京、杭州、厦门四地可选车型，神州可选车型远超一嗨，尤其在高端车型选择上神州可选空间要远胜一嗨：例如一嗨官网短租未见奔驰和奥迪车型，宝马车型（如宝马3系）也只在上海、北京等部分城市提供，而神州则各地均配有此类车型。

以密度换广度的扩张方式的结果是体验换用户：截至1H2014，神州196.2万用户规模大幅领先一嗨58.2万。再配合高端车型和极致服务带来的高日租金（277元VS一嗨171元），1H2014神州13.8亿元租车收入遥遥领先一嗨3.8亿的规模。

图 49：神州租车车队规模领先



数据来源：神州&一嗨租车招股书、广发证券发展研究中心

图 50：神州车队密度领先，一嗨直营网点更多（1H14）

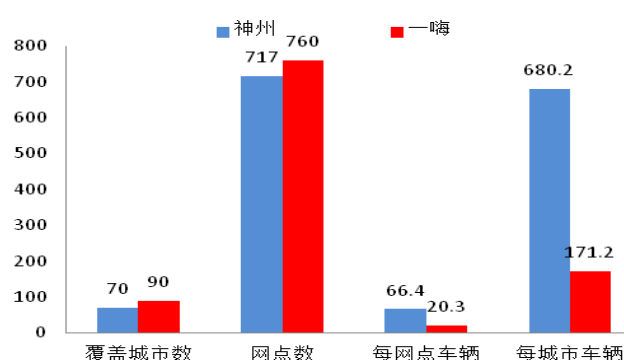


表 7：神州&一嗨短租日租金对比

车型	别克凯越（1.6L 自动挡）		宝马 3 系	
	神州	一嗨	神州	一嗨
上海	159	139	749	699
北京	250	199	714	759
杭州	169	159	719	未提供，最高为别克 GL8 商务车，529 元
厦门	184	185	729	未提供，最高为大众 帕萨特，505 元

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心 注：表中数据为官网 10.10-10.13 三天日均基本租金报价。

图 51: 神州日租金领先, 一嗨车队利用率更高

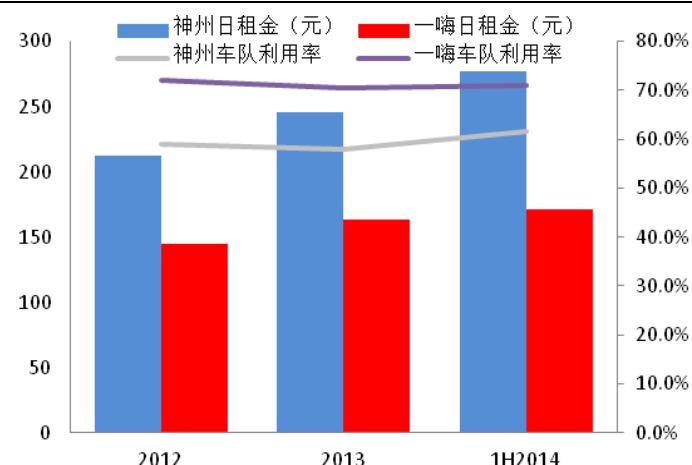
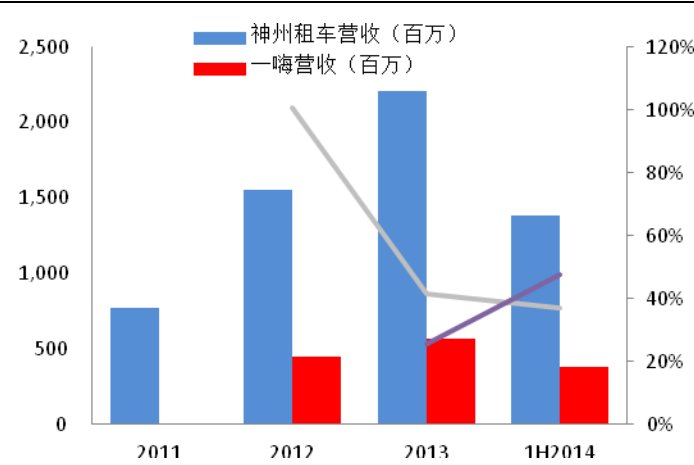


图 52: 神州营收领先一嗨



数据来源: 神州&一嗨租车招股书、广发证券发展研究中心

2. 规模化提升经营效率, 高效率降低融资成本

用户和营收的迅速扩张为神州租车带来规模化优势。1H2014, 神州高毛利率 (40.7%VS一嗨17.8%) 和低销售+管理费用率 (13.7%VS一嗨18.7%) 数据背后是规模化采购和营收带来的折旧 (24.7%VS一嗨30.7%)、门店支出 (2.6%VS5.4%) 以及短租无需司机带来的工资 (12.4%VS19.4%) 等成本及费用率的下行。

线上优信拍+线下特许加盟构建起的全渠道二手车处理渠道不仅加快了神州车队更新速度, 保持较低车队车龄 (持有期2.5年VS一嗨3-4年), 更加快了神州现金回笼速度, 保证公司现金健康: 1H2014, 神州经营现金流/租赁营收31.8% (VS一嗨15.4%)、二手车车处置覆盖购车支出比例54.2% (VS一嗨4.6%), 自身造血功能远胜一嗨。

高经营效率保证了神州盈利能力, 也为公司举债经营、降低融资成本提供背书。1H2014, 神州69.4%的资产负债率高于一嗨40.3%的水平, 举债成本则相比一嗨更低 (7.6%VS一嗨8.4%)。最终实现用户“高增长——营运效率提升——融资成本降低——高增长”的正循环, 进一步拉开一嗨规模差距。

图 53: 神州&一嗨折旧对比

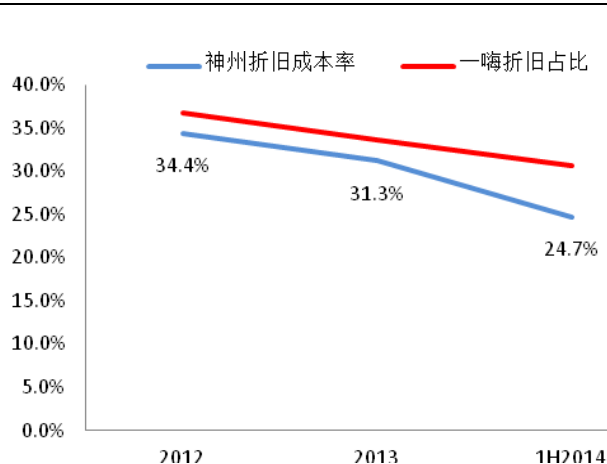
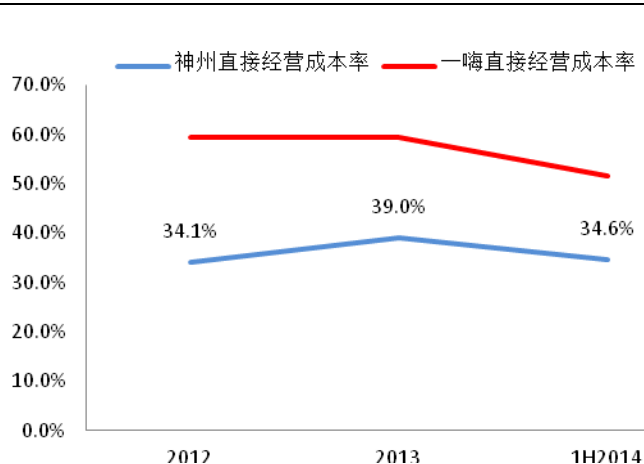
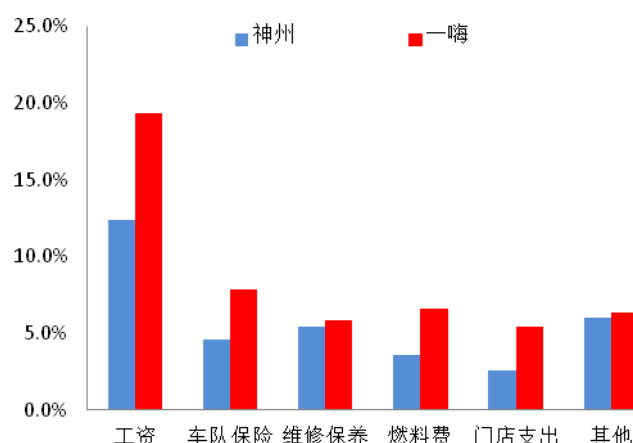


图 54: 神州&一嗨直接经营成本对比



数据来源: 神州&一嗨租车招股书、广发证券发展研究中心

图 55: 神州&一嗨直接经营成本明细 (1H2014)



数据来源：神州&一嗨租车招股书、广发证券发展研究中心

图 56: 神州经营效率更高

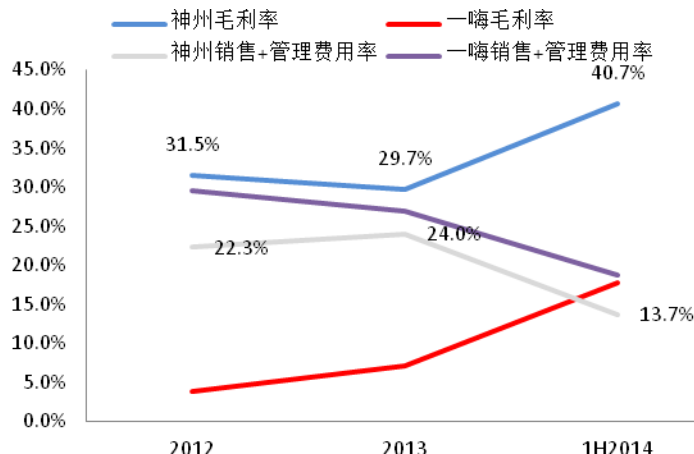
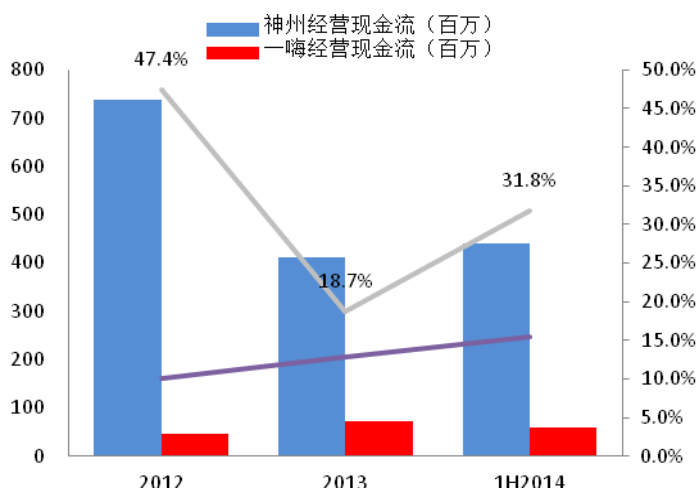


图 57: 神州&一嗨现金流对比



数据来源：神州&一嗨租车招股书、广发证券发展研究中心（注：神州经营现金流剔除购车支出，保持两家公司口径一致）

图 58: 神州二手车处理优于一嗨

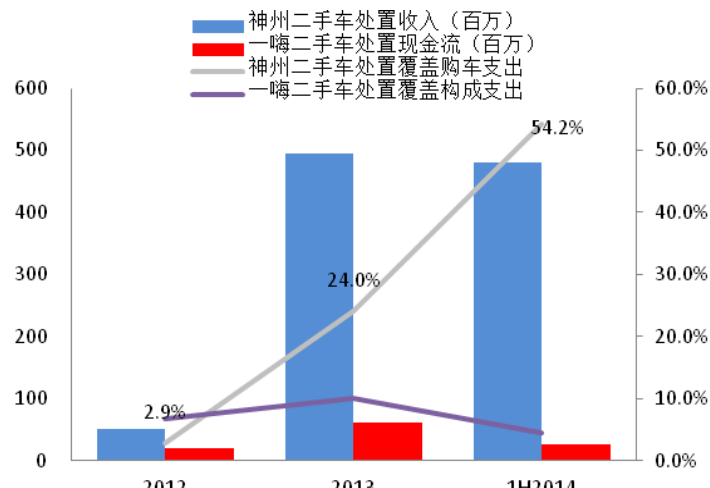


图 59: 神州&一嗨负债对比

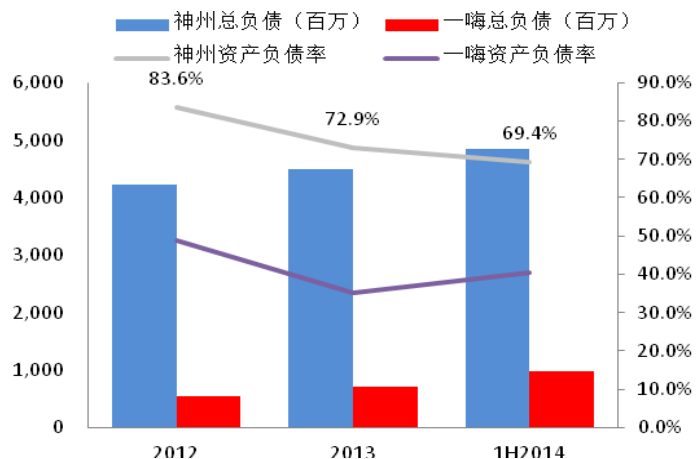
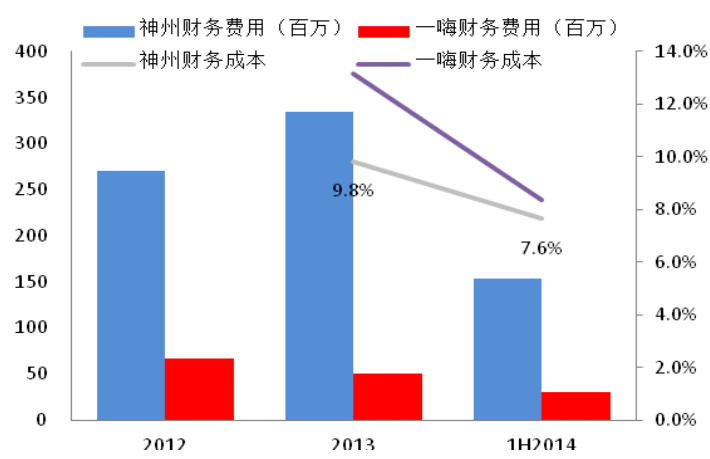


图 60: 神州债务成本更低



数据来源：神州&一嗨租车招股书、广发证券发展研究中心（注：1. 负债仅含外部负债，不含股东借款；2. 1H14 财务成本经年化处理）

3.典型车辆分析：神州租车全面领先

我们再从典型车辆角度考察神州和一嗨之间差异。由于融资租赁按一定回报率支付租金，且不承担运营期间成本费用，我们以剔除融资租赁车队后的平均运营车队规模作为神州营运车队基数。由于一嗨尚未公布2014年年报，为保持口径一致，2014年全年按照1H2014相关数据翻倍进行简单测算。

以2014年数据为例，神州典型车辆运营全面领先一嗨：车型优势和规模化带来对上下游议价能力的提升，使得神州每车收入（6.4万VS一嗨5.7万）更高而折旧成本更低（1.6万VS1.8万）；规模化、定位差异等使得神州分摊至每车的各项直接经营成本和销售、管理费用全面低于一嗨。假设保持1H14经营效率不变，全年神州每车毛利将达2.4万（VS一嗨1.0万）、营业利润将达1.5万（VS一嗨亏损0.1万）；30个月运营期内神州每车营业利润3.8万，接近每车实际资本投入水平。

表 8：神州&一嗨租车典型车辆运营情况

单位：万元	2012		2013		2014E	
	神州	一嗨	神州	一嗨	神州	一嗨
每车收入	4.94	5.13	5.63	5.29	6.36	5.70
车队折旧	1.72	1.88	1.80	1.78	1.64	1.75
直接经营成本	1.71	3.05	2.24	3.14	2.29	2.93
工资	0.43	0.93	0.61	1.05	0.82	1.10
门店开支	0.24	0.28	0.30	0.32	0.30	0.31
保险	0.38	0.59	0.41	0.49	0.36	0.45
维修保养	0.22	0.42	0.31	0.42	0.24	0.33
燃料费	0.16	0.40	0.19	0.37	0.17	0.38
其他	0.28	0.43	0.41	0.49	0.40	0.36
每车毛利	1.51	0.20	1.59	0.37	2.43	1.02
销售费用	0.45	0.44	0.40	0.38	0.19	0.24
管理费用	0.67	1.08	0.98	1.05	0.71	0.83
每车年营业盈利（亏损）	0.39	(1.31)	0.21	(1.05)	1.52	(0.05)
营运期（30个月）总盈利	0.98		0.53		3.81	
每车资本投入	5.33		4.42		3.82	

数据来源：神州&一嗨租车招股书、广发证券发展研究中心

三、岂止于租车？打造“互联网+”时代移动出行入口

战略定位+经营效率+资本运作的综合优势让神州租车从连锁租车公司中脱颖而出，成为短租市场绝对领导者，尽享规模化带来的采购和费用下降以及政府限牌的政策红利，率先构筑起宽阔的护城河。二手车业务拓展则使神州租车真正走完“买车建车队—租车运营—二手车出售—更新扩充车队”的模式循环，帮助神州租车快速回笼资金，降低车队资本投入，保证神州未来扩张能力。

以神州租车为代表的连锁租车公司借助互联网成功搅动了传统租车企业把持的租车市场，尤其在个人需求主导的短租市场优势明显。但2010年以来，以易到用车、PP租车为代表平台租车模式、P2P共享租车模式的兴起，又掀起哪

种模式将主导未来租车市场的争论。我们认为，互联网思维的核心是对用户的争夺，而价格之外，极致用户体验将是获取和培养用户粘性的核心竞争力。与实物电商相比，租车行业对车辆安全性、道路救援等租后服务的需求将远大于实物电商对商品质量和物流等售后服务的需求。对车队强管控、租后服务完善的自营模式未来无疑更有优势；而租车市场广阔的空间、差异化细分市场定位，将使多种在线租车模式长期共存。

2015年1月，神州租车推出“神州专车”，正式进军专车代驾市场，以短租自驾+专车代驾满足差异化出行需求，打造互联网+时代移动出行入口。尽管入场时间稍晚于易到、滴滴&快的等平台型公司，但在政府对私家车接入专车的监管趋严行业背景下，短租市场多年积累的后台运营管理和自有车队规模优势，将为神州在专车市场上弯道超车、后发制人提供绝佳机会。

（一）互联网+租车行业竞争：模式之争，体验致胜

中国传统汽车租赁市场由国有地方性租车公司把持。正如线下百货商场，缺少强力资金支持的传统租车行业长期以来难以实现跨区域扩张，而在本地市场依靠先入优势建立起长期合作关系使其亦能持续经营。以企业市场为主、“小富即安”的区域化本地经营，造就线下传统租车市场长期处于割据状态。

2006年以后，以互联网技术为基础，以IT管理代替传统人力管理、全国性扩张的连锁租车企业的出现，彻底打破原有区域分割的市场体系，在线租车市场爆发增长让传统企业倍感压力。企业市场逐步饱和，个人市场迅速互联网化，使得线下租车企业面临和线下百货同样的尴尬境地：增长放缓，边缘化趋势明显。以上海两家线下租车企业强生控股和锦江投资为例，与在线租车行业高速增长形成鲜明对比，2006年以来两家公司租车业务几乎一直处于停滞状态。

连锁租车公司打开了在线租车的市场大门。而2010年以后，平台型和P2P共享型租车开始兴起。国外的Uber、国内的快的、滴滴等打车应用的火爆也点燃了资本市场对相近的租车市场的关注，易到用车、PP租车成为其中的佼佼者。在线租车市场逐步进入神州租车为代表的自营连锁、易到用车为代表平台约租车和PP租车为代表的P2P共享租车的模式之争。

表 9：租车市场主要参与企业

企业类型	进入时间	代表企业	主要特点
传统租车企业	上世纪 90 年代	北京：首汽、北汽 上海：强生、锦江	以企业客户长租为主；地方国有控股，区域性布局，本地化服务，异地扩张缓慢
厂商租赁企业	较早	东风日产、大众、奔驰	以融资租赁为主，致力于潜在汽车销售客户开发
连锁租车企业	2006 年	神州租车、一嗨租车、至尊租车等	以个人短租为主；自营模式，民营控股，资本推动，全国扩张
平台共享型租车企业	2010 年以后	易到用车、PP 租车等	以个人临时用车为主；平台模式，整合线下中小租车公司或闲置私家车资源

数据来源：艾瑞咨询、公开资料整理、广发证券发展研究中心

图 61: 强生控股汽车租赁业务收入增长缓慢

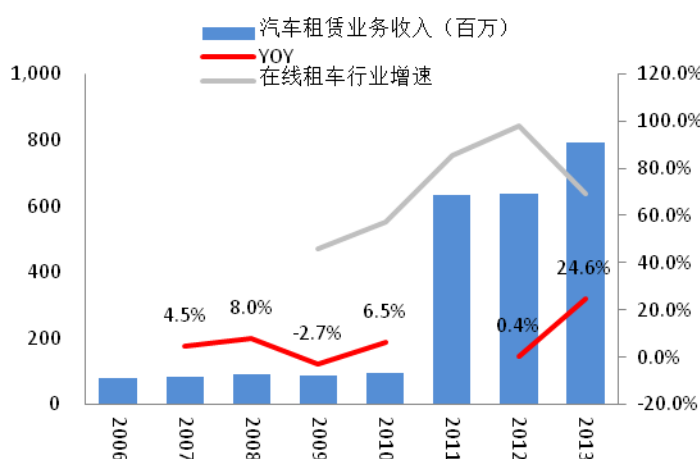
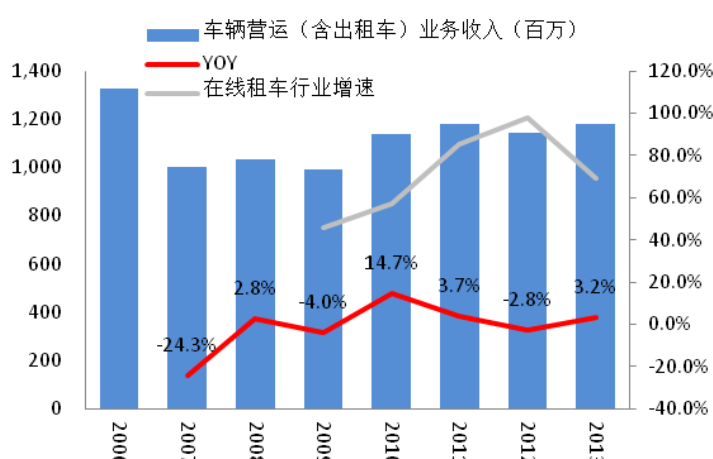


图 62: 锦江投资租车业务停滞不前



数据来源：公司年报、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心（注：1.2011年强生控股实际控制人强生集团和上海久事公司租车业务资产注入；2013年收购子公司巴士租车少数股权及上海空港租赁；2.锦江投资并未单独披露租车业务数据，仅以车辆运营（含出租车、商务租车等）整体口径披露）

以实物电商作为参照，神州租车与京东接近，自营模式，强管控，强调租（售）后服务体验；易到用车和PP租车则同为平台模式。其中，易到用车与天猫相仿，整合线下中小租车公司，作为中介平台提供约租车服务；PP租车则与淘宝类似，P2P（对应电商C2C）模式，整合私家车资源，提供共享租车服务。

实物电商的发展历史充分体现了互联网时代竞争本质：对用户（流量）的争夺。而价格之外，极致用户体验越发展成为获取和培养用户粘性的核心竞争力。依靠先发优势，淘宝充分享受了中国互联网流量爆发的黄金时段，成为全球最大的电商交易平台。但C2C的模式难以管控，在度过价格驱动流量爆发期后，商品品质、售后服务落后的淘宝增长放缓，逐步让位于以大品牌支撑的天猫平台。而依靠淘宝导流，天猫推出后即迅速确立B2C市场领先地位。但天猫对平台商品品质的管控依然依赖平台商家，发力菜鸟物流、对接日日顺和中国邮政等，对物流售后的加大投入也让天猫模式越发变重。强大如天猫，同样在追求对供应链的管控能力，而这正是作为自营电商的京东的核心竞争优势所在。

图 63: 实物电商交易规模增速京东>天猫>淘宝

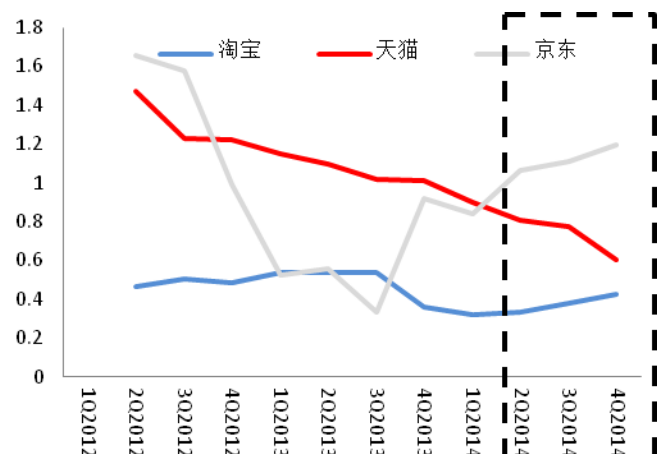
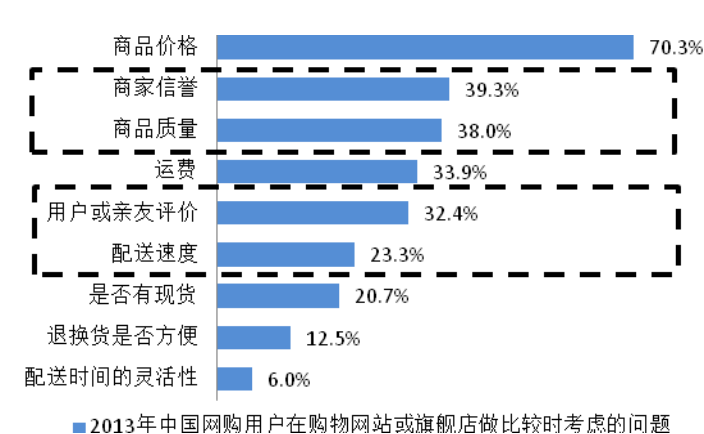


图 64: 价格之外，网购用户也日益重视商品品质和售后



数据来源：公司公告、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

与实物电商相比，租车市场对车辆品质和售后服务的关注要求明显更高：车辆安全性自不必说，租后驾驶保险、紧急救援、车辆维修，以及导航、附近搜索等LBS服务的刚性需求使得自营模式无疑更具竞争力。即使是平台租车倚仗的低价竞争优势（如PP租车目前官方指导价较普通租车公司低30%），在自营模式规模化下未来也未必能持续。而且，本质上P2P租车的低价很大程度是剥离了大量租后服务的结果，而这些租后服务绝非可有可无，最后依然需要用户通过其他渠道付费。

事实上正是看到与自营模式在租后服务上的差距，易到用车、PP租车并未在神州租车核心的个人短租市场与之正面交锋，而是更多通过差异化切入细分市场。易到用车专注中高端带驾市场，不提供自驾服务；PP租车则专注熟人社区，以期通过熟人社区方式解决用户和车辆信任问题，并主要聚焦临时性用车（短途，1天内VS神州500公里，3-4天左右）。

我们认为，以神州租车、易到用车和PP租车为代表的三种在线租车模式中，强管控能力、极致租车体验的神州租车的自营模式未来将更具优势。而差异化的竞争策略、广阔的租车整体市场前景，为各家公司提供了足够空间。未来在线租车市场将成为整个租车市场的主要增量市场，三种模式则将在相当长时间内共存。

表 10：未来租车市场三种模式对比

项目	神州租车	易到用车	PP 租车
上线时间	2007 年 9 月	2010 年 5 月	2012 年 5 月新加坡上线， 2013 年 8 月进入中国
核心业务模式	自营模式，自驾短租（约 80%）为主	平台模式，作为中介提供约租车服务	平台模式，P2P 共享租车
车队来源	自营车队	整合线下中小租车公司车辆	闲置私家车
最新车队规模	5.3 万	5 万辆左右	1 万辆左右
覆盖城市	自营 70+加盟 176	74 个	北上广深
用户	总用户 234.2 万(个人 232.7 万)，移动端 46%	80%为个人用户，商务用车为主；网站&移动 APP 约车	个人临时用车为主；网站&移动 APP 约车
代驾/自驾	自驾为主，可提供带驾服务	带驾	自驾
价格	按车型和城市不同	与出租车相近，最低时租单价 30 元/h+ 3 元/km	官方指导定价比一般租车公司低 30%
最新融资	14 年 9 月 IPO 募集 34.5 亿港元	14 年 9 月完成 C 轮 1 亿美元融资	14 年 6 月获得红杉资本领投 1000 万美元 A 轮融资
国际业务	Hertz 支持，提供 6 大洲 150 个国家业务	-	新加坡
核心优势	定期车检保证车况；7X24 小时全天候客服及紧急救援服务	轻资产运营；线下租车公司提供主要租后服务	轻资产运营，扩张方便
实物电商模式类比	京东	天猫	淘宝

数据来源：艾瑞咨询、神州租车招股书、官网资料整理、广发证券发展研究中心

（二）神州专车：体验+管理弯道超车，突围千亿专车市场

2015年1月，神州租车公告与独立第三方代驾专车服务公司优车科技合作，

推出联合品牌神州专车，正式进军专车代驾市场。具体运作模式上，由神州租车以长租或短租的形式、按公允价格将旗下车辆租给优车科技，由优车科技负责招募专职司机并运营神州专车。并约定未来优车若进行股权融资，神州租车将有优先投资权。借道优车科技，紧随易到、滴滴&快的等平台玩家之后，专车市场迎来重量级自营模式玩家。

1. 专车市场：4亿人次出行市场的替代方案

据交通运输部数据，2013年，全国城市出租车运营里程达到1593亿公里，运输人次到达4.02亿人次，占全国城市客运量的31.3%，由于我国出租车运营采取特许经营制，政府对出租车进行数量管控，每年新增运力有限，2009-2013年，全国投入运营的出租车数量仅增加15万辆至130万辆，年均增长率不足3%，供给限制加上服务体验的不足，催生出对专车替代方案的强烈需求。2014年8月，滴滴打车在全国19个城市推出专车服务，9月初日订单突破5万，到2014年12月，日订单量突破30万。

图 65：2013 年城市出租车运输人次超 4 亿

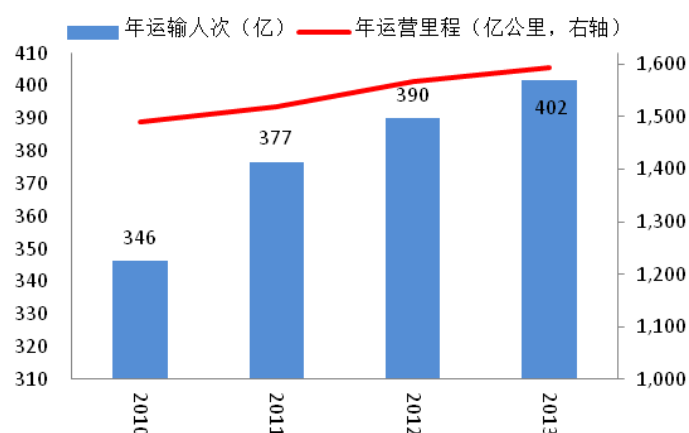
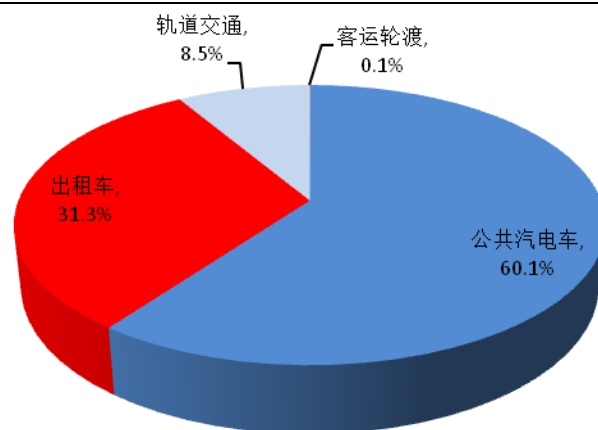


图 66：2013 年出租车占全国城市客运量 31.3%



数据来源：交通运输部、广发证券发展研究中心

图 67：全国城市出租车运营规模增长缓慢

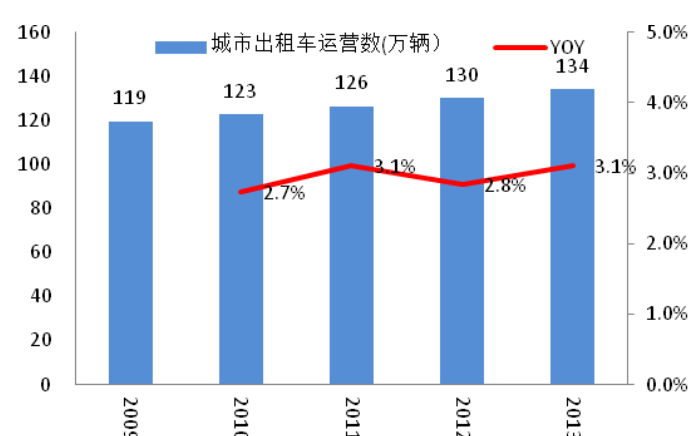
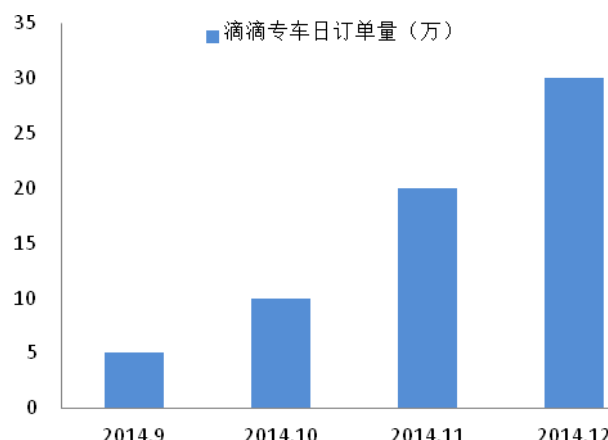


图 68：滴滴专车推出后日订单量迅速增长



数据来源：交通运输部、新闻资料、广发证券发展研究中心

(中国万人拥有出租车率最高的城市是北京,达到42辆/万人。但是,打车仍成问题,2014年两会期间,全国政协委员李书福曾向媒体称,目前北京黑车数量约在10万辆左右。根据公开数据,2003年底北京市的出租车数量为6.5万辆,2012年依然只有6.6万辆。2015年以前没有投入新的运力。但2004年北京常住人口为1492.7万人,2013年增至2114.8万人,10年间增加了622.1万人。——21世纪经济报道2015.1.10《滴滴专车万字调查:证据都在这里 出租汽车应放开数量管制!》)

我们以2013年全国出租车运营里程数作为出租车+专车市场出行需求,在不考虑出租车市场自然增长和专车满足增量出行需求的情况下,保守假设未来专车对出租车的替代率为15%、专车每公里收入(含起步费和等车时长费)5元,测算未来专车专车市场规模将达1200亿元。

表 11: 专车市场规模测算 (亿元)

		专车对出租车替代率				
		5%	10%	15%	20%	25%
每公里收费 (含起步费, 元)	4	320	640	960	1280	1600
	4.5	360	720	1080	1440	1800
	5	400	800	1200	1600	2000
	5.5	440	880	1320	1760	2200
	6	480	960	1440	1920	2400

数据来源: 广发证券发展研究中心 (参考 2013 年出租车运营里程数, 按出租车+专车共 1600 亿公里运营里程数测算)

2. 监管+体验+管理, 谁能突围?

与租车市场类似, 专车市场同样存在自营重资产和平台轻资产的模式之争。我们认为价格和体验的竞争同样适用专车市场, 而近来监管部门对专车市场的频繁干预使得政策风险持续发酵, 已然成为悬在专车市场头上的达摩克利斯之剑。在目前的行业爆发阶段, 相比易到和快的、滴滴等平台公司, 自营模式的神州专车最终突围可能性较大。

第一, 监管。政府监管是专车行业绕不开的坎。特别是2014年下半年以来, 快的和滴滴的入局点燃了市场对专车市场的高度关注, 各地交管部门对专车的专项整治不断。从监管部门的态度来看, 监管部门一方面肯定专车的创新意义, 但一再强调“私家车永远不允许当专用车”。从目前的运营模式来看, 神州专车自营车辆的运营模式模式完全合规, 而平台模式下普遍采用的私家车挂靠租车公司的方案则存在“擦边球”的嫌疑。

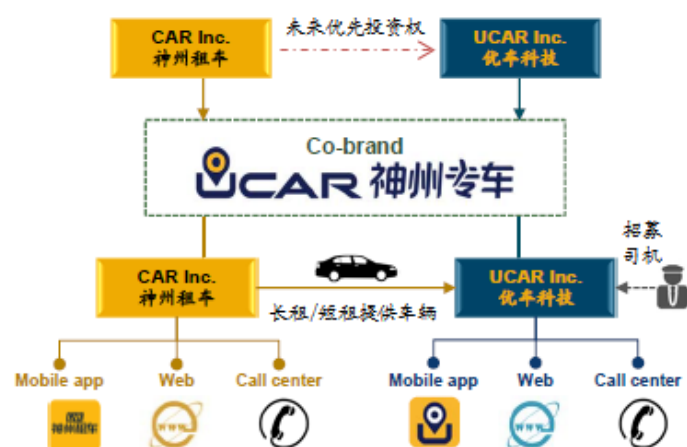
第二, 体验。相比软件交互层面, 产品和服务质量才是建立体验门槛的核心竞争力。自营模式相对平台模式的核心优势即对产品和服务的管控能力。平台模式调动闲置资源的模式爆发力强(前提是监管允许, 烧钱补贴培养习惯), 但在越发注重标准化的服务和安全性考虑下, 自营模式无疑更符合现实需求。

第三, 管理。排除抢占市场的烧钱, 价格优势的建立前提是高效的运营管理能力。在平台模式迫于监管要求而逐步转向自营的过程中(如易到1月宣布储备80亿元自建租赁公司; 滴滴、快的的低调买车自建车队), 对车队和人员的管理调度等后台核心运营能力的重要性将会凸显。神州在租车市场展现的远胜一嗨的管理效率有望在专车市场同样体现出优势。

第四，牌照资源。在监管趋严的大背景下，当平台模式整合私家车路径被监管部门彻底禁止、整合传统租车公司又难以快速推进时，平台公司只能通过买车建车队来扩充规模时，神州积累的车队规模和牌照资源将成为对手无法逾越的障碍。

综上，我们认为，在目前行业的现实监管条件下，神州在租车市场积累的规模、牌照和运营管理优势将有助于其在专车市场迅速发力，后发却坐享易到、滴滴等千人培养的用户习惯，实现弯道超车、成功突围的可能性较大。

图 69：神州专车运营模式完全合规



数据来源：神州租车公告、新闻资料、广发证券发展研究中心

图 70：其他平台的四方协议模式存在政策合规风险

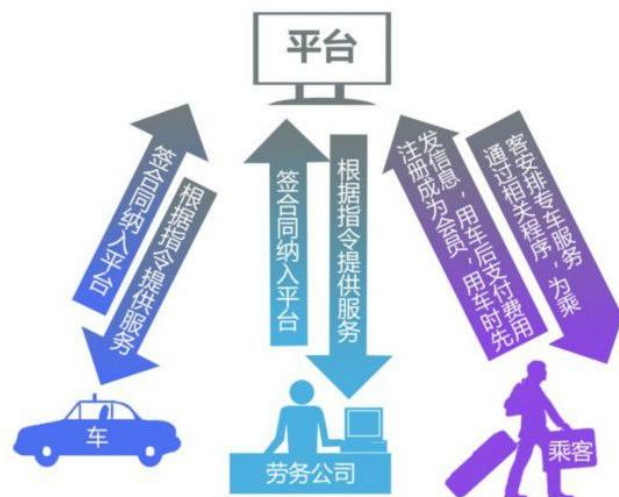


表 12：监管部门对专车运营态度

时间	部门	对专车运营的态度
2014.10.30	沈阳	在未取得出租汽车经营许可的情况下，以提供“专车”或“商务租车”服务为名的营运行为，属非法营运行为，一经查处，将按照有关规定严肃处理。
2014.11.19	南京	私家车或其他非租赁车辆从事任何有偿营运都属非法，一旦查获，一律以“黑车”论处；汽车租赁公司不签订租赁合同，即是非法营运。
2014.12.26	上海	查扣 12 辆滴滴专车，只要提供服务的车辆和驾驶员没有客运经营资质，都属非法客运行为
2015.1.8	交通部	肯定并鼓励专车发展，同时强调将严格禁止私家车从事专车业务。
2015.1.9	广州	凡利用私家车等社会车辆从事预约出租汽车经营服务的，统称为“私租车”，均涉嫌非法营运，市交通部门会依法严厉处罚
2015.1.15	武汉	对私家车安装“打车”软件接单载客的违规经营行为进行专项整治，约谈部分汽车租赁企业
2015.1.15	江苏省	发布《江苏省汽车租赁经营行政许可规范》，规定包括专车在内的汽车租赁车辆，必须是租赁公司的自有车辆
2015.1.18	太原	叫停太原“滴滴专车”服务，查获 400 多个“滴滴专车”的司机和车辆信息；“滴滴专车”运营车辆未取得出租汽车客运经营许可，涉嫌非法营运。
2015.1.27	西安	启动对私家车参与“专车”服务运营的集中整治活动，对违法参与专车运营的私家车将按“黑车”依法进行处罚
2015.3.12	交通部	交通运输部部长杨传堂表示，专车指导意见预计年内出台，“私家车永远不允许当专车用”

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

表 13: 专车价格对比 (北京市场)

	舒适型 如帕萨特、凯美瑞			商务型 如别克 GL8			豪华型 如宝马 5 系、奥迪 A6		
	神州 专车	一号 专车	易到 用车	神州 专车	一号 专车	易到 用车	神州 专车	一号 专车	易到 用车
起步价 (元)	15	15	10	20	25	20	23	29	25
里程费 (元/公里)	2.8	2.9	4	4.5	4.9	5.5	4.6	4.9	5.6
时长费 (元/分)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.84	0.6	0.8	0.99	0.8

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

四、 盈利预测及估值探讨

(一) 未来经营战略预测: 专注租车&专车主业, 拓展 O2O&汽车后服务

短租和专车市场广阔的市场空间为神州租车持续发展的潜力。在联想注资完成一轮跑马圈地之后 (覆盖城市增加36个至66个), 2011年以来, 公司并未再采取激进的扩张政策 (覆盖城市仅增加4个至70个), 而是选择在核心城市持续深耕 (平均城市网点数增加2.3个至10.3个, 车队规模翻倍至5.3万辆) 优化服务提升用户粘性。两年来公司营收规模大幅上升、车队利用率和日租金等核心指标的稳步提升, 以及市场份额领先优势的进一步扩大也验证了公司战略的合理性。但注意到公司营收增速开始放缓, 核心城市用户流量增速将逐步进入下行通道。我们预计上市后公司将重启扩张之路, 加快向三、四线城市渗透。并加大在专车市场投入, 实现自驾+带驾两条退走路, 打造互联网+时代移动出行的入口。

租车主业之外, 汽车后服务和O2O服务将是神州租车未来业务拓展两个方向。

1) 2013年中国汽车保有量达到1.37亿辆, 平均车龄3.23年, 预计2015年以后将进入汽车维修服务等后服务市场需求爆发期 (平均车龄4-9年)。同时国家停止品牌销售管制 (2014年十一一起实施)、新车上市强制公开维修技术资料 (2015年起实施) 等政策开放也将促使汽车后服务市场爆发。品牌+网点布局优势将为神州进军汽车后服务市场提供便利: 13年神州租车已在18个城市设有维修点, 73%营运车队通过自有网点维修保养。

2) 租车服务天然对LBS服务的强需求属性, 使神州租车有望成为重要的O2O服务入口。未来通过与携程等线上旅行社或线下零售公司合作, 公司完全可能成为线上企业落地、线下企业引流的重要入口, 有望分享O2O市场爆发盛宴。2014, 神州租车广告、维修保养等O2O及汽车后服务收入0.57亿元, 同比增长152% 规模尚小, 却极具看点。

(二) 盈利预测: 14-17 收入 CAGR=35.1%; 净利润 CAGR=53.8%

我们从车队规模、收入、毛利和费用率等角度对神州租车核心财务指标进行预测。综合来看, “买车建车队—租车运营—二手车出售—更新扩充车队”完整商业循环、行业高成长性、市场领先地位、规模化优势和未来在专车市场和O2O及汽车后服务市场的拓展, 将保证神州未来三年的成长性。预计14-17年, 神州租车收入 CAGR=36%; 14-16年净利润CAGR=53.8%。

1. 车队规模预测

2014年9月1日起，乘用车首次强制年检从两年改为六年，考虑到神州租车车辆保有期仅为30个月左右，未来将不存在因用户违法交规无法通过强制年检而被迫停运情况。故我们加回此项，记为调整后营运车队规模。我们预计上市后神州租车将加快车队扩建以支持新一轮全国扩张。预计15-17年，神州租车新车采购量分为为4万、4万和5万辆，二手车实际处理量分为为2.4、1.9和3.8万辆，期末调整后营运车队规模分别为7.8、9.9和11.2万辆。

2. 收入预测

我们认为，未来三年神州租车仍将聚焦租车主业，扩大市场份额，进一步拉开与竞争者差距，并充分享受专车市场爆发的红利。预计租车业务收入（专车收入按现有模式，假设全部计入长租收入中）同比分别增长46.7%、41.1%、28.8%。细分来看，短租市场日租金在经历2013年下半年以来快速上涨后预计将保持平稳，公司新一轮跑马圈地的开启也将压低租金过快上涨，车队利用率将逐步提升。预计15-17年，短租日租金分别为270元、280元和290元。车队利用率分别为64%、66%、68%，带动短租收入同比分别增长31.6%、28.1%、23.4%。长租方面，传统企业业务将逐步弱化，收入将主要受益专车市场爆发，预计15-17年，长租业务收入同比分别增长108.8%、75.1%、36.5%。另外，公司也将适时拓展业务，进入O2O和汽车后服务市场，预计15-17年收入分别为1.1、1.9和2.9亿元。

3. 毛利和费用率预测

规模化采购优势将提高公司购车议价能力，稳定的处置渠道也将提高二手车处置收益。预计15-17年，神州租车新车采购均价分别为10万、9.5万和9万；二手车处置均价分别为4.5万、4.7万和5.0万。折旧/收入下行带动毛利率上行，预计14-16年租车业务毛利率分别为37.0%、38.6%、39.7%。规模化优势也将带来费用率逐下行，预计在经过15年扩张期后，期间费用率将进入下行通道，14-16年分别为27%、28%、27%。

4. 盈利预测

依据我们对神州租车车队规模、收入、毛利和费用率等维度核心指标的预测，预计公司在2014年首次实现盈利后将实现净利润开速增长，预计15-17年同比增长分别为52.5%、60.9%、44.7%；15-17年净利润率分别为12.6%、15.7%、16.3%。

表 14：神州租车盈利预测

单位：百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
调整后总车队（千辆）	40.6	47.8	62.3	78.1	99.0	111.5
调整后营运车队（千辆）	38.5	42.5	58.8	76.1	97.0	110.0
当年新购（千辆）	16.1	22.0	26.0	40.0	40.0	50.0
二手车实际处理（千辆）	0.9	10.0	15.5	24.1	19.1	37.5
待处理车辆（千辆）		5.3	3.5	2.0	2.0	1.5
新车购置均价（万）	11.0	9.4	10.5	10.0	9.5	9.0
二手车处理均价（万）	5.6	5.0	6.4	4.5	4.7	5.0
租车业务总收入	1,558.4	2,207.8	2,866.2	4,203.4	5,929.4	7,635.3
YOY		41.7%	29.8%	46.7%	41.1%	28.8%
其中：短租	1,208.6	1,714.5	2,295.8	3,021.3	3,870.2	4,776.0

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

YOY		41.9%	33.9%	31.6%	28.1%	23.4%
短租日均车队规模	26.6	33.5	37.8	48.6	58.2	67.3
车队利用率	59.0%	57.9%	62.2%	64.0%	66.0%	68.0%
每车日租金 (元)	212	246	272	270	280	290
其中: 长租	328.2	448.9	466.4	974.0	1,705.5	2,328.7
YOY	36.8%	3.9%	108.8%	75.1%	36.5%	36.8%
其中: 融资租赁	13.0	21.7	46.8	93.7	159.2	238.8
YOY		66.8%	115.7%	100.0%	70.0%	50.0%
O2O&汽车后服务	8.6	22.7	57.2	114.4	194.5	291.8
二手车出售收入	50.6	494.9	994.5	1,085.7	899.8	1,874.9
二手车处理单价 (万)	5.6	5.0	6.4	4.5	4.7	5.0
二手车出售毛利率	5.1%	-5.5%	3.2%	5.0%	5.0%	5.0%
车队折旧/收入	34.4%	31.3%	23.4%	23.0%	22.0%	21.0%
租车业务毛利率	39.1%	36.8%	47.4%	47.8%	50.3%	51.8%
期间费用率	39.6%	39.2%	26.2%	28.0%	27.0%	26.0%
其中: 销售费用率	9.0%	6.9%	3.2%	7.0%	7.0%	6.0%
管理费用率	13.3%	17.1%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
财务费用率	17.3%	15.2%	10.8%	9.0%	8.0%	8.0%
营业利润 (亏损)	(6.0)	(79.4)	638.7	886.6	1,426.5	2,063.7
YOY			0.0%	38.8%	60.9%	44.7%
净利润 (亏损)	(132.3)	(223.4)	436.1	664.9	1,069.9	1,547.7
YOY				52.5%	60.9%	44.7%
净利率	-8.2%	-8.3%	11.3%	12.6%	15.7%	16.3%

数据来源: 广发证券发展研究中心

(三) 估值探讨: 给予 15 年 PE=45X, 合理股价 15.7 港元

相比国内同行eHi和国际租车同行Hertz、Avis和localiza, 神州租车无论行业成长性还是市场地位都明显优于同行。未来在专车市场、O2O&汽车后服务市场上的拓展也让神州更具想象空间, 应当享受一定估值溢价。

依据我们的盈利预测, 14-17年神州租车收入复合增速收入35.1%; 净利润复合增速53.8%。给予神州租车2015年45XPE, 对应15年PE/14-17年净利润复合增速PEG=0.84X中枢下, 神州租车合理股价15.7港元, 对应市值374亿港币。

行业高成长性、先发和规模化优势以及完整商业循环将为神州租车在中国租车市场带来强大市场竞争力; 未来短租自驾+专车代驾的双轮驱动打造互联网+时代移动出行入口, O2O和汽车后服务市场拓展的可能性将更进一步打开公司估值空间。我们强烈看好公司未来发展, 首次覆盖给予“买入”评级, 12个月合理价值15.7港元, 建议投资者密切关注!

表 15: 可比公司估值情况 (百万美元)

	净利润		营收		市值	PE		PS	
	2014	2015E	2014	2015E		2014	2015E	2014	2015E
Hertz	290	522	11,083	11,752	9,751	33.7	18.7	0.88	0.83
Avis	327	374	8485	8805.5	6,193	18.9	16.6	0.73	0.70

localiza	175	138	1,658	1,367	2,162	12.4	15.6	1.30	1.58
eHi	-10	20	138	241	515	/	25.8	3.74	2.13
平均	196	263	5341	5541	4,655.2	21.7	19.2	1.66	1.31

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心（市值数据截至 3.13 收盘，其中 Hertz 和 eHi2014 年为 Bloomberg 一致预测数据）

五、 风险提示

- 1、市场拓展不达预期；
- 2、二手车处置不力；
- 3、乘用车管制、租车&专车监管政策变化；

本公司（广发证券）的全资子公司广发证券（香港）经纪有限公司为神州租车的联席承销人

广发零售行业研究小组

- 洪涛：**首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2014年度新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名；2012年度新财富批零行业第四名，金牛分析师第四名，水晶球奖第二名，2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 欧亚菲：**首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2014年度新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名；2013年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 倪华：**研究助理，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，2014年进入广发证券发展研究中心，2014年度新财富批零行业第三名（团队）、水晶球第二名（团队）、金牛奖第三名（团队）、万德看蚂蚁第一名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：**预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：**预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：**预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：**预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：**预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：**预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：**预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。