

公司报告

招商证券(香港)有限公司

神州租车(699 HK)

优车科技完成A轮融资, 专车监管政策利好神州专车

- 优车科技A轮估值12.5亿美元, 神州租车占股10%
- 专车监管政策呼之欲出, 利好神州专车
- 维持目标价不变, 重申买入评级

优车科技完成A轮融资

神州租车昨日公布, 神州专车运营公司优车科技完成A轮融资。优车科技(未有上市)共发行500万A系列优先股, 本轮共融资2.5亿美元, 其中神州租车认购1.25亿美元。若神州租车持有的优先股全部1:1换成普通股后, 神州租车将占优车科技10%的股权, 相当于优车科技估值12.5亿美元。其他参与方包括华平资本、联想控股以及独立第三方。我们相信本轮融资将能够保证神州专车有足够的资金储备以应对激烈的市场竞争。同时, 神州租车的正式股权投资也将进一步巩固神州租车对专业业务支持和投入。我们相信随着专车业务的快速增长和成熟, 神州租车将进一步增持优车科技的股份。估值方面, 虽然神州专车已经稳居中国专车市场第二的位置, 且具有潜在的政策利好支持, 12.5亿美元的估值与滴滴快的(未有上市)上一轮融资对应的87.5亿美元的估值仍然具有明显的差距。所以, 我们相信优车科技的估值仍然具有可观的上升空间。

专车监管政策呼之欲出

交通部近期表示出租车改革指导意见初稿已经完成, 目前正在征求各方意见。意见中主要从合法性、牌照、专车驾驶员资格以及推广手段等方面对专车经营进行了规范。其中, 意见明确指出私家车禁止接入专车运营。我们认为该政策一旦发布, 神州在限牌城市汽车牌照的优势将显得更加重要和明显。从意见的规定来看, 神州专车已经完全符合政策的要求, 而市场上的主要竞争对手则仍然需要在运营牌照、司机以及限牌城市汽车牌照等方面继续努力。

估值

我们相信优车科技成功完成A轮融资、利好政策的出台以及市场的整体反弹将成为神州租车股价的重要支撑的催化剂。神州租车的股价从高位调整幅度已接近30%, 目前公司2016E EV/EBITDA较同业平均有33%折让, 考虑到公司专车业务巨大的前景及高于同业的增长, 我们认为公司目前估值吸引。我们维持盈利预测及目标价不变, 重申买入评级。

盈利预测及估值

百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	2,703	3,520	5,864	9,594	10,979
同比增长(%)	68%	30%	67%	64%	14%
净利润	-223	436	1,200	2,025	2,404
同比增长(%)	-51%	381%	175%	69%	19%
每股盈利(元)	n.a	0.22	0.51	0.86	1.02
每股股息(元)	n.a	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	n.a	76.9	25.9	15.4	12.9
市净率(X)	n.a	4.7	4.6	3.5	2.8
ROE(%)	-306%	8%	18%	23%	21%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

郝云帆

852-3189 6117

haoyf@cmschina.com.hk

最新变动

无

买入

前次评级	买入
股价	HK\$16.5
12个月目标价 (上升空间)	HK\$24.11 (+46%)
前次目标价:	HK\$24.11

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
699 HK	(10.4)	61.2	49.3
HSI Index	(4.3)	11.2	13.2

行业: 互联网 TMT

恒生指数	26250
国企指数	12981

重要数据

52周股价区间(港元)	9.88-22.00
市值(百万港元)	38,899
日均成交量(千股)	825.52
每股净资产(港元)	3.48

主要股东

Grand Union Investment Limited	29.19%
Hertz Holdings	16.22%
Haode Group Inc	12.48%
AMBR GEM Holdings Limited	11.13%
总股数(百万股)	2,357.51
自由流通量	27.91%

相关报告

1. 神州租车(699 HK) 神州专车 - 只是刚刚开始 (维持“买入”) 2015/6/2
2. 神州租车(699 HK) 神州专车 - 打造智能出行入口的第一步 (维持“买入”) 2015/3/16
3. 神州租车(699 HK) 不仅仅是一个租车公司 (首次覆盖“买入”) 2015/2/10

图1: 同业估值比较

公司	代码	市值(百万美元)	P/E			EV/EBITDA		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
一嗨租车	EHICUS	924	6.8	19.9	12.9	9.9	5.4	4.1
HERTZ	HTZUS	8,048	20.2	12.3	9.8	15.3	12.1	N/A
AVIS	CARUS	4,667	12.7	11.1	11.1	16.8	15.4	15.1
LOCALIZA	RENT3BZ	2,114	15.7	14.6	12.5	7.8	7.3	6.5
SIXT	SIX2GR	1,982	16.2	15.0	14.1	5.5	5.1	4.9
平均		3,547	14.3	14.6	12.1	11.1	9.1	7.6
神州租车	699HK	5,018	25.9	15.4	12.9	10.5	6.1	5.4

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

单位: 百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1,765	3,591	2,993	2,191	1,156
现金及等价物	842	1,352	1,435	-217	-1,527
短期投资	0	1,070	0	0	0
融资租赁应收款项	42	155	155	155	155
应收账款	208	236	484	805	908
存货	330	122	122	122	122
应收关联方款项及其他	342	655	798	1,327	1,498
非流动资产	4,402	6,251	13,665	19,744	22,367
租赁车辆	4,024	5,234	12,518	18,491	21,025
其他固定资产及长期应付款	220	794	912	1,006	1,083
其他	158	223	236	248	259
资产总计	6,167	9,842	16,658	21,936	23,523
流动负债	4,491	3,369	4,088	4,105	5,871
应付账款	331	351	563	1,002	1,150
预收账款	175	193	193	193	193
银行借款	2,248	2,779	3,287	2,864	4,482
应付关联方款项和其他	1,737	46	46	46	46
非流动负债	1,603	884	5,780	9,017	6,434
银行借款	1,563	832	5,728	8,965	6,382
其他	40	52	52	52	52
负债合计	6,094	4,253	9,869	13,122	12,305
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	668	5,762	5,762	5,762	5,762
储备	-596	-173	1,027	3,052	5,456
累计其他全面收益	0	0	0	0	0
负债及权益合计	6,167	9,842	16,658	21,936	23,523

现金流量表

单位: 百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-599	-1,031	-5,770	-3,660	288
税前盈利	-216	513	1,558	2,630	3,122
折旧摊销	720	709	1,148	2,166	2,542
资本开支	-1,003	-1,880	-9,100	-9,100	-6,300
其他非现金调整	400	367	802	1,055	1,051
营运资金变动	-500	-740	-178	-411	-127
投资活动现金流	18	-1,136	890	-180	-180
购买其他资产	14	-104	-180	-180	-180
预付款	0	0	0	0	0
融资租赁	0	0	0	0	0
其他	4	-1,032	1,070	0	0
筹资活动现金流	513	2,678	4,962	2,189	-1,418
股权融资所得	175	3,000	0	0	0
债权融资所得	338	-516	4,962	2,189	-1,418
现金净增加额	-69	511	82	-1,652	-1,310

利润表

单位: 百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,703	3,520	5,864	9,594	10,979
收入成本	-2,074	-2,281	-3,401	-5,807	-6,790
毛利	629	1,239	2,463	3,788	4,188
其他收入与支出净额	21	26	0	0	0
销售及市场推广开支	-153	-93	-103	-118	-136
一般及行政开支	-378	-350	-360	-414	-476
营业利润	119	823	2,000	3,255	3,576
利息支出	-335	-309	-442	-625	-454
投资收益及其他	0	0	0	0	0
汇兑损失	0	0	0	0	0
其他收益净额	0	0	0	0	0
税前利润	-216	513	1,558	2,630	3,122
所得税	-7	-77	-358	-605	-718
税后利润	-223	436	1,200	2,025	2,404
归属母公司股东净利润	-223	436	1,200	2,025	2,404
EPS(RMB)	-	0.22	0.51	0.86	1.02

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	68%	30%	67%	64%	14%
营业利润	28%	97%	99%	54%	11%
净利润	-51%	381%	175%	69%	19%
获利能力					
毛利率	30%	42%	48%	44%	43%
净利率	-10%	15%	23%	24%	25%
ROE	-306%	8%	18%	23%	21%
ROIC	-4%	4%	7%	9%	10%
偿债能力					
资产负债率	62%	37%	54%	54%	46%
流动比率	0.39	1.07	0.73	0.53	0.20
速动比率	0.32	1.03	0.70	0.50	0.18
营运能力					
资产周转率	0.48	0.44	0.44	0.50	0.48
应收账款周转率	18.21	15.83	16.29	14.89	12.82
应付账款周转率	195.18	183.01	227.77	257.42	214.29
估值比率					
PE	N/A	76.9	25.9	15.4	12.9
PB	N/A	4.7	4.6	3.5	2.8
EV/EBITDA	N/A	22.0	10.5	6.1	5.4

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +85231896888
传真: +85231010828