

神州租车 2015 业绩点评

□ 短期调整不改长期增长潜力，持续关注后续经营指标变化

分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

核心观点：

● 租车&专车业务协同，股权重估增利

神州租车公布 2015 年业绩，全年营收同比增长 42.1%至 50 亿元，归属净利润同比增长 221%至 14 亿元，剔除专车股权价值重估及汇兑损失等后，经调整净利润同比增长 67.8%至 9.4 亿元。受益于专车业务协同，全年维度租车主业保持高速增长：1) 全年核心租车业务收入同比增长 53.5%至 44 亿元，其中神州专车贡献 16 亿元；2) 期末总车队规模同比增长 43.5%至 9.1 万辆，专车车队规模逾 3.1 万辆（其中长租近 2 万辆），短租整体车队利用率同比上升 0.8pp 至 63%（4Q15 工作日短租调配给专车的规模逾 1.1 万辆）。

● 4Q15 车队规模环比首次下滑，或是战略调整开始

4Q15 神州短租营运车队规模环比 3Q2015 减少 3255 辆，其中短租、长租分别减少 2030 辆和 627 辆，除传统租车行业淡季因素外，我们认为主要原因在于：1) 专车战略调整。神州专车上市一年车队规模达到 3.1 万辆、日订单过 30 万，稳居行业前三；在完成跑马圈地后，战略重心转向运营效率提升和投入产出比考量（如推行双班制提高车辆利用率，降低用户补贴力度等），规模增长相应放缓（4Q15 长租给专车的车辆环比仅增加 967 辆）；2) 短租环境变化。专车、P2P 租车、拼车等多元化出行方案的出现客观上分流了部分短途自驾出行需求，且行业竞争加剧（截止 3Q15 一嗨车队规模同比增长 93%至 3.5 万辆），导致短租业务压力增大：除规模下降外，4Q15 短租车队利用率同比下滑 1.6pp 至 60.1%；另外，宏观经济疲软，油价持续下行、新车刺激政策出台等一定程度上也冲击了租车行业需求；3) 公司战略调整。由于战略聚焦短租及专车业务，公司正逐步退出回报率较低的传统长租和融资租赁业务，两项业务车队规模同比 2014 年末分别减少 6999 辆和 1412 辆车。

● 短期调整不改长期增长潜力，关注专车上市带动估值催化

我们认为 2016 年公司将深化经营思路调整，着重提升车队运营效率，规模增速或将放缓。但短期调整不改长期潜力，预计公司 16-18 年核心租车业务收入增速分别为 16.3%、19%和 17.6%；经调整净利润增幅分别为 14.6%、19%和 21%。我们依然认可神州短租自驾+专车代驾的移动出行解决方案，自营 B2C 模式下最佳服务体验和领先行业的车队管控能力依然是公司核心竞争力所在。而公司正在着力打造的二手车平台将进一步增强公司产业链整合服务能力。目前股价对应 16 年约 17.5XPE，神州专车国内上市预期或将成为公司估值催化剂，建议持续关注。

● 风险提示：短租及专车市场增速放缓而竞争加剧；神州准新车业务持续投入；

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:海外巡礼系列之 YOOX——欧洲高端时尚电商鼻祖	2016-02-28
汽车后市场系列报告之永达汽车:专注线下竞争壁垒的构建，打造互联网+汽车服务生态圈	2015-10-07
神州租车 1H2015 财报点评:规模优势兑现，向着移动出行入口目标进发	2015-08-21

图 1: 神州租车期末车队规模

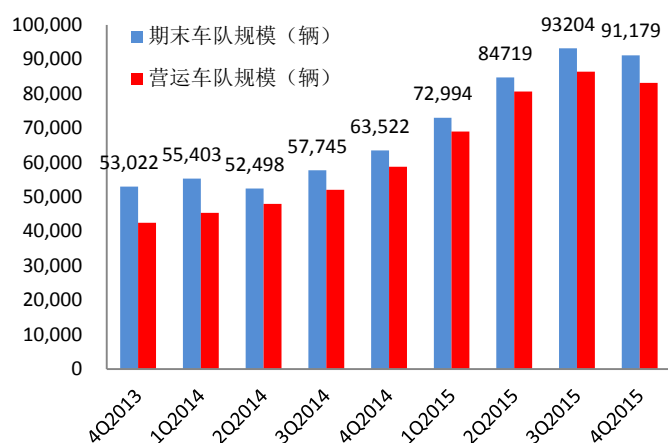
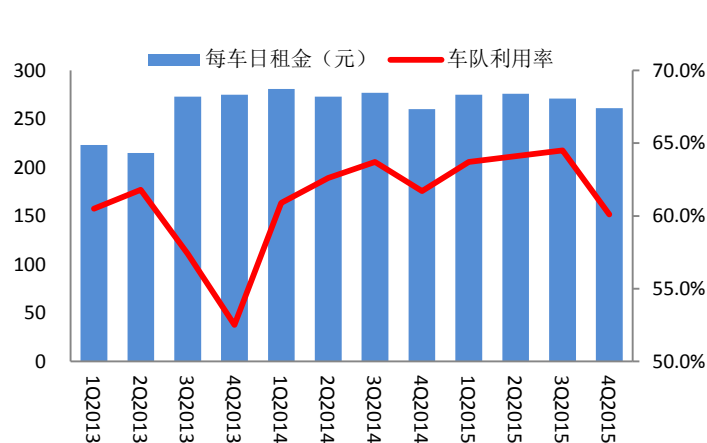


图 2: 短租日租金及利用率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 3: 神州租车总营业收入

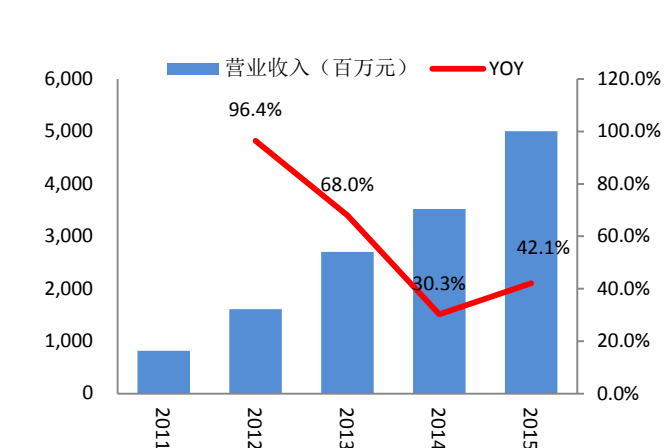
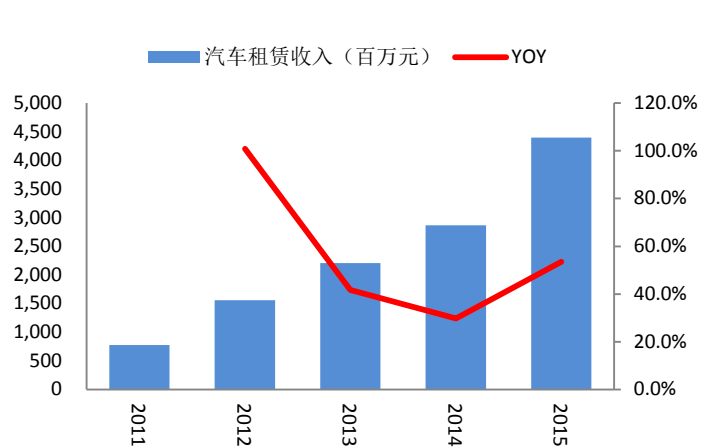


图 4: 神州租车租赁业务收入



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 5: 神州租车收入构成

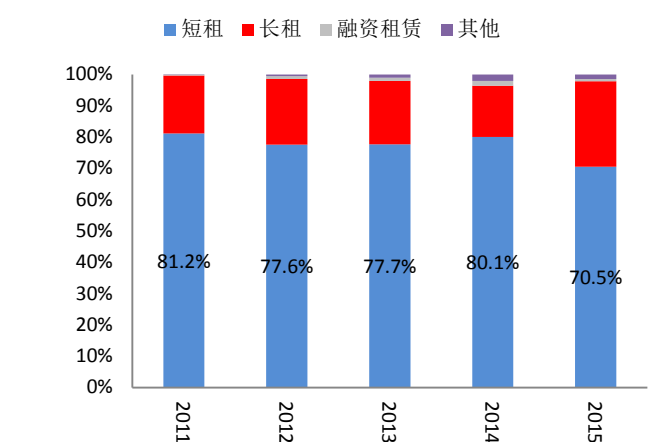
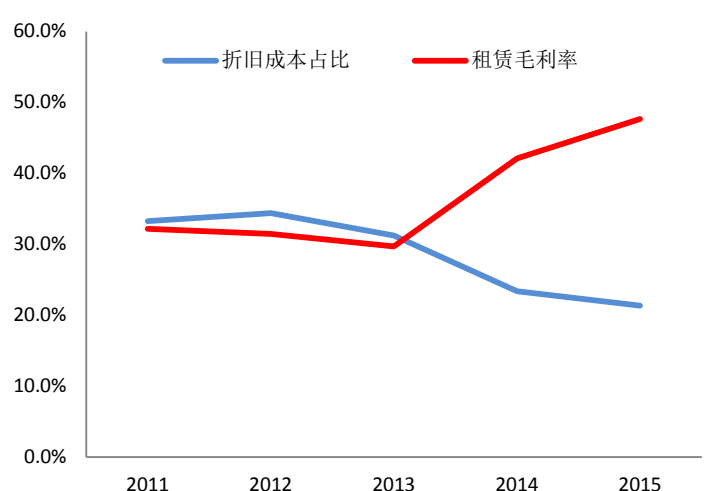


图 6: 神州租车折旧成本&租赁毛利率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 7: 神州租车期间费用率

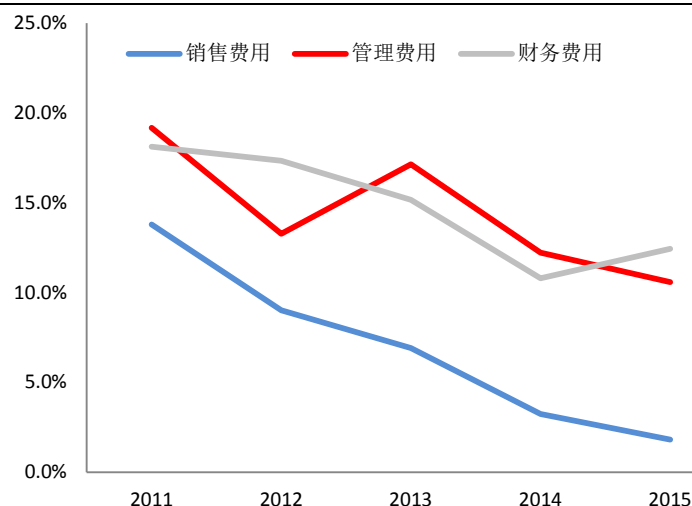
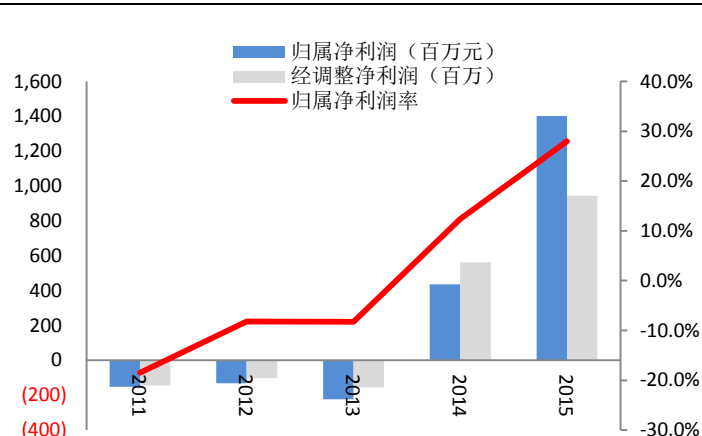


图 8: 神州租车净利润



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 神州租车盈利预测

单位: 百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总营业收入	2,702.7	3,860.8	5,002.7	6,186.3	7,635.7	9,018.0
YOY	68.0%	42.8%	29.6%	23.7%	23.4%	18.1%
总车队 (千辆)	53.0	63.5	91.2	99.1	115.1	133.3
租车业务总收入	2,207.8	2,866.2	4,399.3	5,115.3	6,085.7	7,158.0
YOY	41.7%	29.8%	53.5%	16.3%	19.0%	17.6%
其中: 短租	1,714.5	2,295.8	3,103.5	3,460.1	4,223.7	5,004.7
YOY	41.9%	33.9%	35.2%	11.5%	22.1%	18.5%
短租日均车队 (千辆)	33.5	37.8	50.9	55.8	66.9	78.0
车队利用率	57.9%	62.2%	63.0%	65.0%	65.0%	66.0%
每车日租金 (元)	246	272	270	265	270	270
其中: 长租	448.9	466.4	1,201.2	1,538.3	1,720.9	1,960.2
YOY		36.8%	3.9%	157.5%	28.1%	11.9%
长租日均车队 (千辆)	5.7	7.8	15.8	21.4	25.2	30.2
二手车处理收入	494.9	994.5	603.5	1,071.0	1,550.0	1,860.0
二手车处理单价 (万)	5.0	6.4	6.5	6.3	6.2	6.2
车队折旧/收入	31.3%	23.4%	21.4%	24.0%	23.5%	23.0%
租车业务毛利率	36.8%	47.4%	53.0%	52.3%	52.2%	53.0%
期间费用率	39.2%	26.2%	24.8%	24.0%	24.0%	24.0%
其中: 销售费用率	6.9%	3.2%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	17.1%	12.2%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用率	15.2%	10.8%	12.4%	12.0%	12.0%	12.0%
营业利润 (亏损)	(79.4)	638.7	1,234.1	1,442.3	1,716.2	2,075.8
调整净利润 (亏损)	(155.2)	562.4	943.8	1,081.7	1,287.1	1,556.9
YOY			67.8%	14.6%	19.0%	21.0%
净利润率		19.6%	21.5%	21.1%	21.2%	21.8%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

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年开始从事商贸零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；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，水晶球分析师第二名，金牛分析师第四名；2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 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。2015年度新财富批零行业第四名（团队），水晶球分析师第四名（团队），金牛分析师第四名（团队），第一财经分析师第三名（团队）；2014年度新财富批零行业第三名（团队），水晶球分析师第二名（团队），金牛分析师第三名（团队）。
- 林伟强：研究助理，上海财经大学金融硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名（团队），水晶球分析师第四名（团队），金牛分析师第四名（团队），第一财经分析师第三名（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	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	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	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

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。