

公司报告

招商证券(香港)有限公司

神州租车(699 HK)

进入平稳增长阶段

- 2016年开始进入平稳增长阶段；专车财务贡献下降
- 准新车发展顺利；股权架构调整有利集团长远布局
- 股下调目标价至HK\$11.23，重申买入评级

进入平稳增长阶段

我们相信公司从2016年开始将进入平稳增长阶段，因为：1) 神州专车车队数量的增加是公司2015年收入及盈利高速增长的主要动力。随着神州专车将发展重心从规模扩张转向效率及服务质量提升，我们预计2016年神州专车新增车辆数将大幅下降，导致神州专车对神州租车的财务贡献下降；2) 二手车市场不振带来的二手车销售压力仍在，虽然准新车业务长期来看将能够起到保护残值的作用，但是短期内很难见效。所以公司从4Q15开始重审并下调了车辆残值，导致4Q15折旧占收比上升。我们预期2016年整体折旧占收比将会上升。但公司表示2016年将能够节省一部分非必需的保险费用，将会抵消折旧的上升。所以整体毛利率将维持稳定。最后，2016年公司将从资源分配和激励机制等方面更加关注短租业务的稳定增长。

准新车发展顺利，股权架构调整有利集团长远布局

神州准新车仍然是今年关注的重点，截止1Q16，公司已经开设了14家线下准新车门店。2015年新开的8家门店单店月均销售二手车达到30台，最好的门店达到50台。今年公司希望能够达到单店月均销售60-70台二手车。我们相信准新车门店还会继续快速扩张，但是很有可能采取优车科技的方式在上市公司体外进行，这样可避免对上市公司的利润侵蚀。另外，优车科技在新三板挂牌产生的股权投资收益以及人民币贬值产生的汇兑损失没有包含在我们的预测中。最后，公司宣布Hertz以及陆正耀先生将公司股权转让给优车科技，交易后优车科技将成为神州租车单一大股东（占股29%）。Hertz占股比例将从10.23%下降至1.73%，陆正耀先生将不再直接持股神州租车股份，而是通过优车科技间接持有。我们相信本次的股权变更将进一步巩固管理层对公司的控制力以及有利于集团未来整体的布局。

评级和估值

我们下调2016-17年预测31%及32%以反映新增专车数量下降的影响。我们下调基于DCF的目标价至HK\$11.23，对应7x 2016E EV/EBITDA，重申买入评级。神州租车目前股价对应5.3x 2016E EV/EBITDA vs. 行业平均10x 2016E EV/EBITDA，较同业仍有较大折让。

盈利预测及估值

| 百万人民币 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额 | 3,520 | 5,003 | 6,083 | 7,393 | 8,800 |
| 同比增长(%) | 30% | 42% | 22% | 22% | 19% |
| 净利润 | 436 | 1,401 | 1,063 | 1,335 | 1,578 |
| 同比增长(%) | 381% | 221% | 13% | 26% | 18% |
| 每股盈利(元) | 0.22 | 0.59 | 0.45 | 0.56 | 0.67 |
| 每股股息(元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| 市盈率(X) | 34.1 | 12.6 | 16.6 | 13.2 | 11.2 |
| 市净率(X) | 2.5 | 2.4 | 2.1 | 1.8 | 1.5 |
| ROE(%) | 8% | 20% | 13% | 14% | 14% |

资料来源：公司资料，招商证券(香港)预测

郝云帆 黄轩
852-3189 6117 852-3189 6179
haoyf@cmschina.com.hk huangx@cmschina.com.cn

最新变动

目标价/盈利预测 下调

买入

| | |
|-------------------|------------------|
| 前次评级 | 买入 |
| 股价 | HK\$8.54 |
| 12个月目标价 (上升空间) | HK\$11.23 (+31%) |
| 前次目标价: | HK\$18.24 |

股价表现



资料来源：贝格数据

| % | 1m | 6m | 12m |
|-----------|------|--------|--------|
| 699 HK | 2.8 | (35.8) | (21.4) |
| HSI Index | 11.5 | (5.2) | (14.2) |

行业：互联网 TMT

| | |
|------|-------|
| 恒生指数 | 20289 |
| 国企指数 | 8606 |

重要数据

| | |
|-------------|------------|
| 52周股价区间(港元) | 8.08-22.00 |
| 市值(百万港元) | 28,243 |
| 日均成交量(千股) | 1036.25 |
| 每股净资产(港元) | 3.61 |

主要股东

| | |
|--------------------------------|----------|
| Grand Union Investment Limited | 23.50% |
| Haode Group Inc | 12.83% |
| Amber GEM Holdings | 10.96% |
| Hertz Holdings Limited | 10.23% |
| 总股数(百万股) | 2,437.84 |
| 自由流通量 | 62.58% |

盈利预测调整

图1: 盈利预测调整

| 人民币百万元 | 调整前 | | | 调整后 | | | 差异 | | |
|---------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| | 2016E | 2017E | 2018E | 2016E | 2017E | 2018E | 2016E | 2017E | 2018E |
| 收入 | 7,376 | 9,115 | N/A | 6,083 | 7,393 | 8,800 | -18% | -19% | N/A |
| 短租收入 | 4,180 | 4,942 | N/A | 3,714 | 4,469 | 5,065 | -11% | -10% | N/A |
| 长租收入 | 2,190 | 2,850 | N/A | 1,416 | 1,680 | 1,980 | -35% | -41% | N/A |
| 融资租赁 | 34 | 34 | N/A | 4 | - | - | -89% | -100% | N/A |
| 其他 | 42 | 49 | N/A | 4 | 4 | 5 | -91% | -91% | N/A |
| 销售二手车 | 930 | 1,240 | N/A | 945 | 1,240 | 1,750 | 2% | 0% | N/A |
| 折旧 | (1,487) | (1,871) | N/A | (1,266) | (1,526) | (1,771) | -15% | -18% | N/A |
| 直接运营成本 | (1,753) | (2,142) | N/A | (1,387) | (1,674) | (1,918) | -21% | -22% | N/A |
| 二手车销售成本 | (930) | (1,240) | N/A | (945) | (1,240) | (1,750) | 2% | 0% | N/A |
| 毛利 | 3,206 | 3,862 | N/A | 2,485 | 2,954 | 3,361 | -22% | -24% | N/A |
| 其他收入净额 | - | - | N/A | 26 | 26 | 26 | N/A | N/A | N/A |
| 销售和分销开支 | (96) | (110) | N/A | (103) | (119) | (137) | 8% | 8% | N/A |
| 行政开支 | (600) | (690) | N/A | (508) | (609) | (700) | -15% | -12% | N/A |
| 财务成本 | (498) | (511) | N/A | (520) | (518) | (501) | 4% | 1% | N/A |
| 税前利润 | 2,012 | 2,551 | N/A | 1,380 | 1,734 | 2,050 | -31% | -32% | N/A |
| 所得税 | (463) | (587) | N/A | (317) | (399) | (471) | -31% | -32% | N/A |
| 税后利润 | 1,549 | 1,964 | N/A | 1,063 | 1,335 | 1,578 | -31% | -32% | N/A |

来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 招商证券(香港)预测 vs. 市场一致预期

| 人民币百万 | 招商证券(香港) | | | 市场一致预期 | | | 差异 | | |
|---------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|---------|---------|
| | 2016E | 2017E | 2018E | 2016E | 2017E | 2018E | 2016E | 2017E | 2018E |
| 收入 | 6,083 | 7,393 | 8,800 | 6,477 | 7,865 | 8,610 | -6% | -6% | 2% |
| 总体毛利率 | 41% | 40% | 38% | | | | | | |
| 租赁业务毛利率 | 48% | 48% | 48% | 46% | 45% | 48% | 283 bps | 307 bps | -56 bps |
| 净利润 | 1,063 | 1,335 | 1,578 | 1,300 | 1,644 | 1,717 | -18% | -19% | -8% |
| 每股收益 | 0.45 | 0.56 | 0.67 | 0.57 | 0.69 | 0.70 | -21% | -18% | -5% |

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图3: DCF模型主要假设

| | |
|-----------------------|-------|
| Beta | 1.3 |
| 无风险利率 (Rf) | 3.0% |
| 风险溢价 (Rp) | 9.7% |
| 所得税率 | 25% |
| 债务成本 (Cost of Debt) | 6.5% |
| 权益成本 (Cost of Equity) | 15.6% |
| D/D+E | 50% |
| 永续增长率 (g) | 1.0% |
| WACC | 10.2% |

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图4: FCF估值计算

| 人民币百万元 | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FCF | 1,691 | 1,500 | 1,953 | 2,246 | 2,516 | 2,767 | 2,988 | 3,168 | 3,294 | 3,360 |
| 折现后 FCF 总计 | 14,108 | | | | | | | | | |
| 终值价值 | 13,730 | | | | | | | | | |
| 企业价值 | 27,838 | | | | | | | | | |
| 净负债 | (6,478) | | | | | | | | | |
| 权益价值 | 21,365 | | | | | | | | | |
| 每股价值 (RMB) | 9.44 | | | | | | | | | |
| 每股价值 (HK\$) | 11.23 | | | | | | | | | |

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图5: 敏感性分析

| 港元 | Growth | WACC | | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 9.2% | 9.7% | 10.2% | 10.7% | 11.2% |
| 0.0% | | 12.15 | 11.25 | 10.45 | 9.72 | 9.06 |
| 0.5% | | 12.64 | 11.68 | 10.82 | 10.05 | 9.35 |
| 1.0% | | 13.19 | 12.16 | 11.23 | 10.41 | 9.66 |
| 1.5% | | 13.82 | 12.69 | 11.69 | 10.81 | 10.01 |
| 2.0% | | 14.53 | 13.30 | 12.21 | 11.25 | 10.39 |

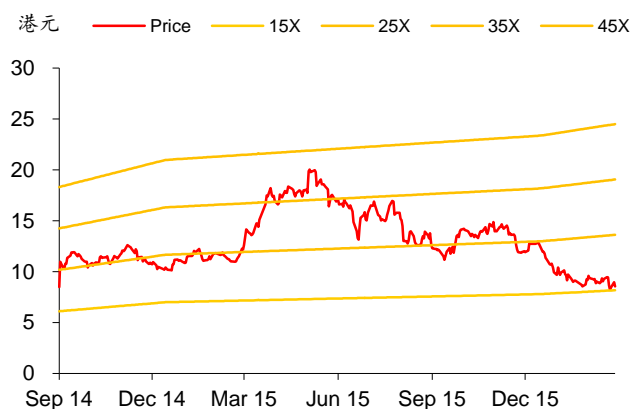
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图6: 同业估值比较

| 公司 | 代码 | 市值 (百万美元) | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|----------|----------|--------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| | | | 2016E | 2017E | 2018E | 2016E | 2017E | 2018E |
| 一嗨租车 | EHIC US | 899 | 23.1 | 13.6 | N/A | 10.7 | 5.1 | 3.5 |
| Hertz | HTZ US | 4,600 | 10.4 | 8.5 | 7.0 | 13.6 | 12.4 | 11.2 |
| Avis | CAR US | 2,621 | 8.9 | 7.8 | 8.4 | 16.0 | 17.0 | 16.4 |
| Localiza | RENT3 BZ | 1,581 | 16.6 | 15.1 | 13.1 | 7.8 | 7.7 | 7.2 |
| Sixt | SIX2 GR | 2,315 | 17.5 | 15.6 | 14.3 | 6.4 | 5.8 | 5.4 |
| 平均 | | | 15.3 | 12.1 | 10.7 | 10.9 | 9.6 | 8.7 |
| 神州租车 | 699 HK | 2,636 | 16.6 | 13.2 | 11.2 | 5.3 | 4.4 | 3.9 |

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图7: 预测市盈率区间 (FY15盈利剔除非经常性损益)



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

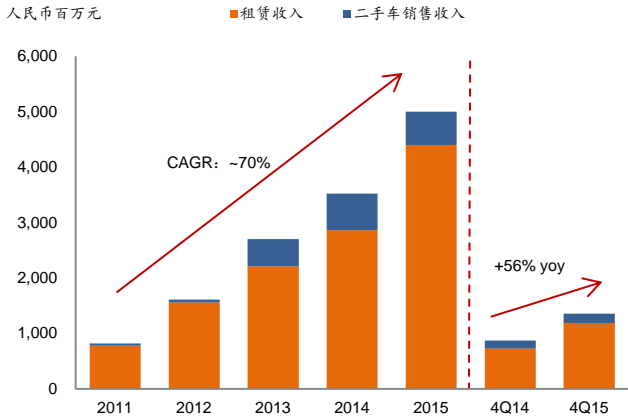
图8: 预测市净率区间



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

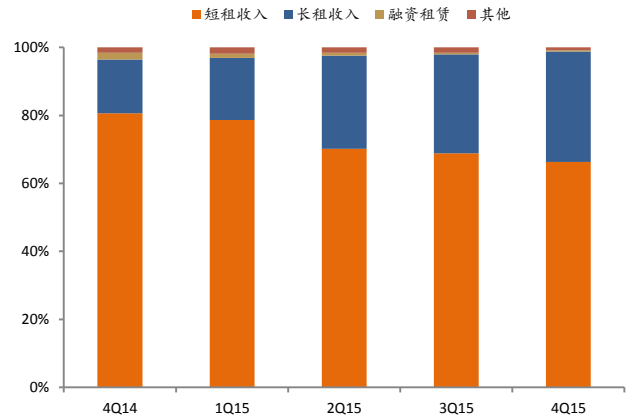
附录：神州租车主要季度财务和运营数据图表汇总

图9：收入规模及增长



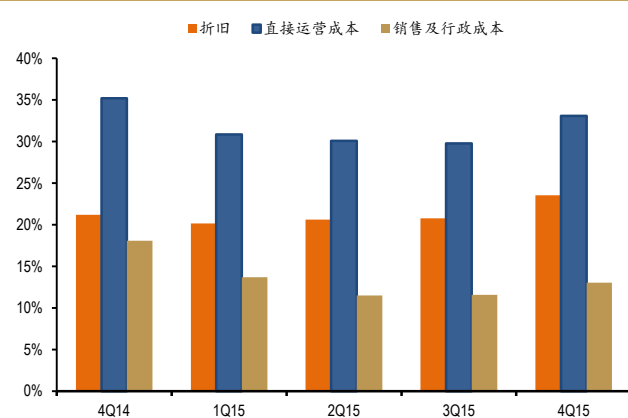
资料来源：公司资料，招商证券(香港)

图10：租赁收入分布



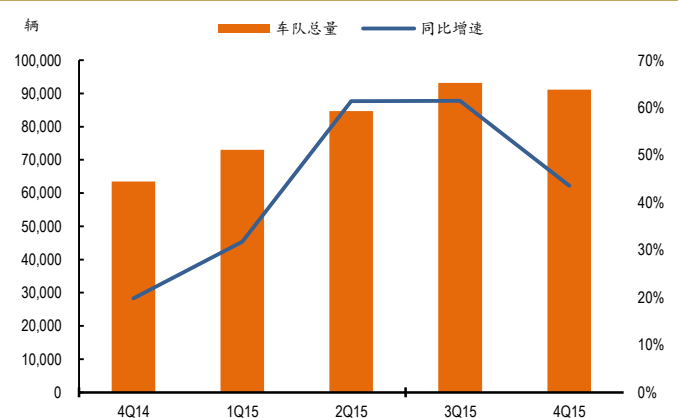
资料来源：公司资料，招商证券(香港)

图11：各主要成本占收入比重



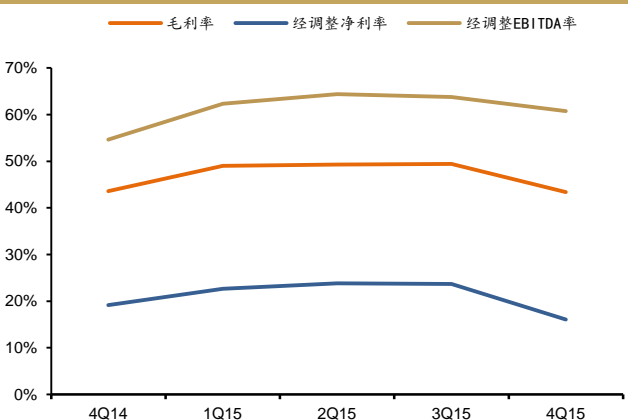
资料来源：公司资料，招商证券(香港)

图12：车队规模及增长情况



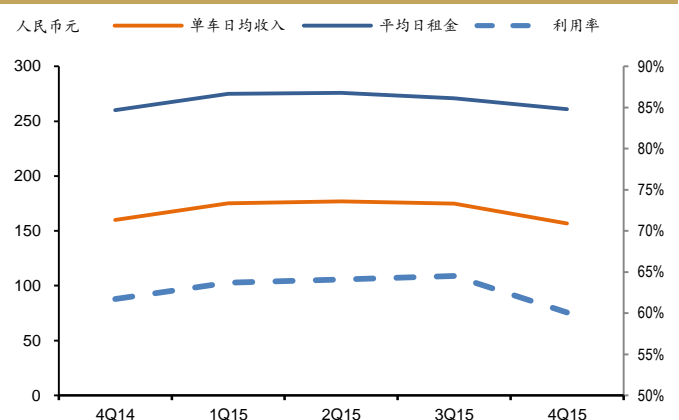
资料来源：公司资料，招商证券(香港)

图13：各项利润率情况



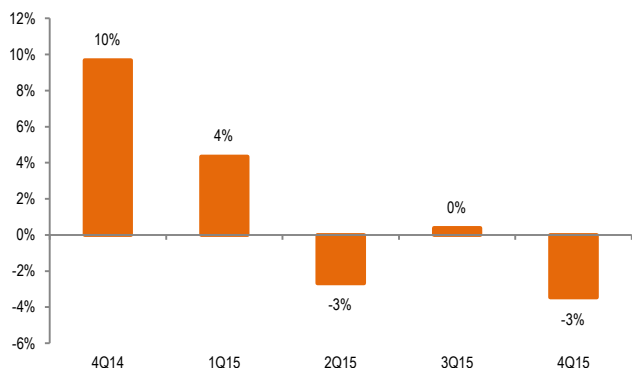
资料来源：公司资料，招商证券(香港)

图14：短租业务主要运营指标



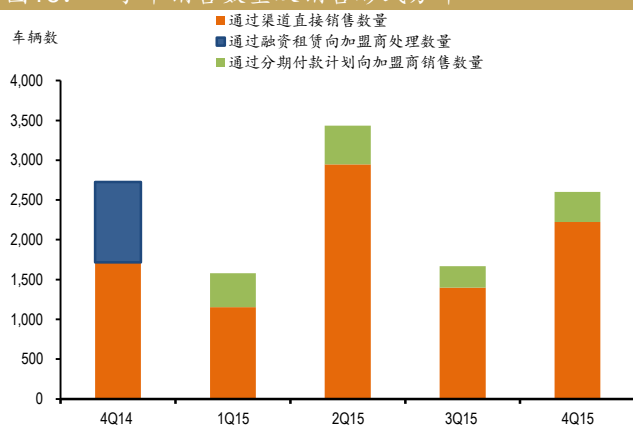
资料来源：公司资料，招商证券(香港)

图15: 神州租车二手车销售毛利率



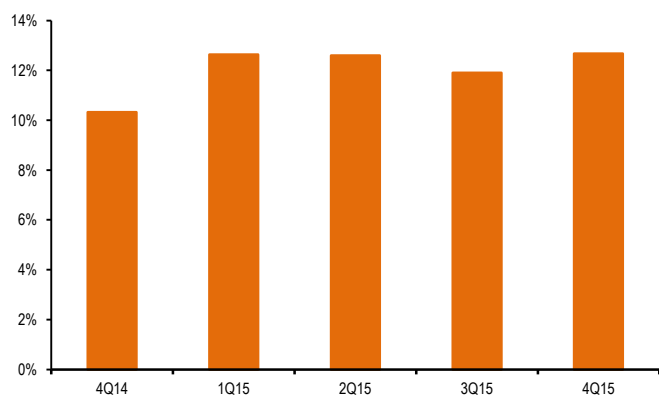
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图16: 二手车销售数量及销售形式分布



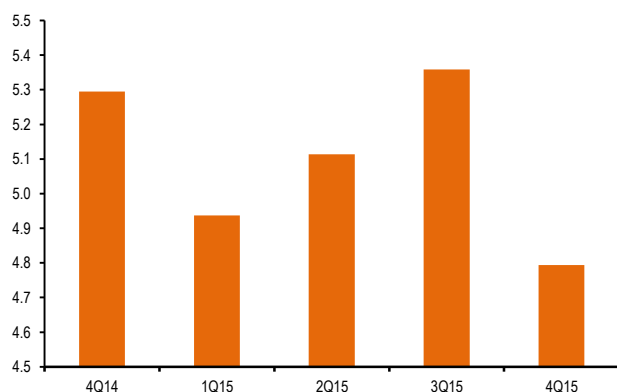
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图17: 财务成本占收入比



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图18: 经调整EBITDA/利息支出



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

| 人民币百万 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 3,591 | 4,238 | 4,726 | 5,478 | 6,702 |
| 现金及等价物 | 1,352 | 1,988 | 2,694 | 3,193 | 4,193 |
| 短期投资 | 1,070 | 53 | 53 | 53 | 53 |
| 融资租赁应收款项 | 155 | 112 | 112 | 112 | 112 |
| 应收账款 | 216 | 239 | 483 | 578 | 663 |
| 存货 | 122 | 112 | 112 | 112 | 112 |
| 应收关联方款项及其他 | 675 | 1,734 | 1,272 | 1,430 | 1,569 |
| 非流动资产 | 6,251 | 12,104 | 12,591 | 12,985 | 13,169 |
| 租赁车辆 | 5,234 | 9,339 | 9,728 | 10,042 | 10,161 |
| 其他固定资产及长期应付款 | 794 | 455 | 552 | 630 | 694 |
| 向附属公司投资 | 0 | 2,042 | 2,042 | 2,042 | 2,042 |
| 其他 | 223 | 268 | 270 | 271 | 272 |
| 资产总计 | 9,842 | 16,342 | 17,317 | 18,464 | 19,871 |
| 流动负债 | 3,369 | 1,761 | 1,890 | 1,896 | 1,901 |
| 应付账款 | 351 | 358 | 557 | 672 | 775 |
| 预收账款 | 193 | 193 | 193 | 193 | 193 |
| 银行借款 | 2,779 | 1,154 | 1,084 | 976 | 878 |
| 应付关联方款项和其他 | 46 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| 非流动负债 | 884 | 7,483 | 7,266 | 7,070 | 6,895 |
| 优先票据 | 0 | 5,191 | 5,191 | 5,191 | 5,191 |
| 银行借款 | 832 | 2,169 | 1,952 | 1,757 | 1,581 |
| 其他 | 52 | 123 | 123 | 123 | 123 |
| 负债合计 | 4,253 | 9,243 | 9,155 | 8,967 | 8,796 |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本溢价 | 5,762 | 5,952 | 5,952 | 5,952 | 5,952 |
| 储备 | -173 | 1,147 | 2,210 | 3,545 | 5,123 |
| 负债及权益合计 | 9,842 | 16,342 | 17,317 | 18,464 | 19,871 |

现金流量表

| 人民币百万 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | -1,031 | -3,032 | 1,682 | 1,490 | 1,943 |
| 税前盈利 | 513 | 1,669 | 1,380 | 1,734 | 2,050 |
| 折旧摊销 | 709 | 989 | 1,336 | 1,615 | 1,875 |
| 资本开支 | -1,880 | -5,044 | -2,600 | -3,080 | -3,640 |
| 其他非现金调整 | 367 | 128 | 1,148 | 1,359 | 1,779 |
| 营运资金变动 | -740 | -774 | 418 | -138 | -121 |
| 投资活动现金流 | -1,136 | -398 | -169 | -169 | -169 |
| 购买其他资产 | -104 | -191 | -169 | -169 | -169 |
| 预付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融资租赁 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -1,032 | -207 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 2,678 | 4,066 | -807 | -822 | -774 |
| 股权融资所得 | 3,000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权融资所得 | -516 | -747 | -807 | -822 | -774 |
| 现金净增加额 | 511 | 635 | 706 | 500 | 1,000 |

利润表

| 人民币百万 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 3,520 | 5,003 | 6,083 | 7,393 | 8,800 |
| 收入成本 | -2,281 | -2,912 | -3,598 | -4,440 | -5,438 |
| 毛利 | 1,239 | 2,091 | 2,485 | 2,954 | 3,361 |
| 其他收入与支出净额 | 26 | 670 | 26 | 26 | 26 |
| 销售及市场推广开支 | -93 | -80 | -103 | -119 | -137 |
| 一般及行政开支 | -350 | -466 | -508 | -609 | -700 |
| 营业利润 | 823 | 2,216 | 1,900 | 2,252 | 2,551 |
| 利息支出 | -309 | -547 | -520 | -518 | -501 |
| 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 | 513 | 1,669 | 1,380 | 1,734 | 2,050 |
| 所得税 | -77 | -267 | -317 | -399 | -471 |
| 税后利润 | 436 | 1,401 | 1,063 | 1,335 | 1,578 |
| 归属母公司股东净利润 | 436 | 1,401 | 1,063 | 1,335 | 1,578 |
| EPS(RMB) | 0.21 | 0.57 | 0.44 | 0.55 | 0.65 |

主要财务比率

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 30% | 42% | 22% | 22% | 19% |
| 经营利润 | 97% | 69% | 19% | 19% | 14% |
| 净利润 | 381% | 221% | 13% | 26% | 18% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 42% | 48% | 48% | 48% | 48% |
| 净利率 | 15% | 32% | 21% | 22% | 22% |
| ROE | 8% | 20% | 13% | 14% | 14% |
| ROIC | 4% | 9% | 6% | 7% | 8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 37% | 52% | 48% | 43% | 38% |
| 流动比率 | 1.07 | 2.41 | 2.50 | 2.89 | 3.53 |
| 速动比率 | 1.03 | 2.34 | 2.44 | 2.83 | 3.47 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.44 | 0.38 | 0.36 | 0.41 | 0.46 |
| 应收账款周转率 | 16.58 | 21.96 | 16.84 | 13.93 | 14.18 |
| 应付账款周转率 | 183.01 | 219.08 | 255.95 | 252.64 | 255.51 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 34.1 | 12.6 | 16.6 | 13.2 | 11.2 |
| PB | 2.5 | 2.4 | 2.1 | 1.8 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 11.5 | 5.4 | 5.3 | 4.4 | 3.9 |

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