

公司报告

神州租车 (699 HK)

神州专车：打造智能出行入口的第一步

- 专车业务将贡献2015年28%的租赁收入及33%的净利润
- 规模效应、牌照优势以及资金优势将继续为短租及专车业务提供强大的竞争优势及进入门槛
- 重申买入评级，上调目标价至HK\$17.8，相当于28x 2015E PE

神州专车将是专车市场最大的受益者之一

神州租车从2015年开始将大力发展专车业务，我们预计专车业务将从2015年开始对神州租车的业绩产生可观的贡献。我们预计2015年神州专车车队规模将达到3.5万辆，将贡献2015年28%的租赁收入以及33%的净利润。我们相信专车市场拥有巨大的潜力，而神州专车对比滴滴以及易到等专车公司拥有明显的优势。1) 政策优势：近期交通部明确认定只有正规租车公司的车辆才能从事专车服务。神州租车拥有中国最大的汽车租赁车队，车队规模是第二名的4倍；2) 牌照优势：神州租车累积了大量汽车限购城市的汽车牌照；3) 资金优势：神州租车拥有国内+国际完善的融资渠道，能够短时间快速扩充车队；4) 用户体验优势：神州专车直接对专车司机进行雇佣及管理，保证了用户标准化的乘车体验以及消除了乘车安全隐患；5) 与短租业务的协同效应：通过专车服务，神州租车可以有效利用其短租车队的空闲时间，让空闲的车辆提供专车服务，提高短租车队整体的利用率

短租业务将继续稳定增长

作为神州租车的核心业务，短租业务在2014年继续保持稳定增长。在规模效应、资金优势以及基于大数据分析的动态定价系统的帮助下，公司在有效压制竞争对手的同时盈利能力进一步改善。在二手车销售方面，神州租车2014年继续保持了稳定的二手车销售毛利率，反映出神州租车完善的二手车销售渠道以及车辆残值及折旧评估体系。在偿债能力方面，在成功上市并获得海外评级后，神州租车的融资能力和偿债能力继续提升，同时融资成本继续下降。

估值

我们上调公司2015-2016盈利预测15%及25%以反映专车业务的贡献。目前公司2015E PE较同业有5%折让，2015E EV/EBITDA较同业有34%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十分吸引。我们的目标价基于DCF估值模型。

盈利预测及估值

百万 人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	2,703	3,520	5,951	8,394	10,070
同比增长(%)	68%	30%	69%	41%	20%
净利润	-223	436	1,187	1,886	2,365
同比增长(%)	-51%	381%	172%	59%	25%
每股盈利(RMB)	n.a	0.22	0.50	0.80	1.00
每股股息(元)	n.a	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	n.a	53.58	18.28	11.50	9.17
市净率(X)	n.a	3.30	3.06	2.03	1.50
ROE(%)	-306%	8%	17%	18%	16%

郝云帆

852-31896117

haoyf@cmschina.com.hk

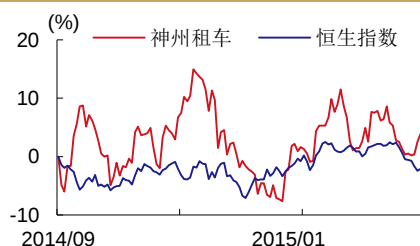
最新变动

目标价/盈利预测 上调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$11.5
12个月目标价 (上升空间)	HK\$17.8 (+55%)
前次目标价:	HK\$15.33

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
699 HK	(0.3)	4.1	4.1
HSI Index	(3.5)	(3.1)	9.5

行业：互联网

恒生指数	23823
国企指数	11712

重要数据

52周股价区间 (港元)	9.88-12.80
市值(百万港元)	28,243
日均成交量 (千股)	688.99
每股净资产 (港元)	3.48

主要股东

Grand Union Investment Limited	29.19%
AMBR GEM Holdings Limited	18.26%
Hertz Holdings	16.22%
Haode Group Inc	12.48%
总股数 (百万股)	2,357.51
自由流通量	16.54%

图1 盈利调整

百万人民币	调整前			调整后			Diff		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
收入	5,392	6,797	-	5,951	8,394	10,070	10%	24%	-
短租收入	3,615	4,475	-	3,371	4,007	4,734	-7%	-10%	-
长租收入	900	1,500	-	1,787	3,270	3,930	99%	118%	-
融资租赁	92	89	-	41	42	42	-56%	-52%	-
其他	36	45	-	34	40	47	-6%	-11%	-
销售二手车	749	688	-	719	1,034	1,316	-4%	50%	-
折旧	-1,076	-1,400	-	(1,162)	(1,533)	(1,890)	8%	9%	-
直接运营成	-1,509	-1,912	-	(1,701)	(2,304)	(2,740)	13%	20%	-
二手车销售	-749	-688	-	(719)	(1,034)	(1,316)	-4%	50%	-
毛利	2,058	2,797	-	2,370	3,523	4,124	15%	26%	-
其他收入净	0	0	-	-	-	-			-
销售和分销	-139	-183	-	(107)	(147)	(175)	-23%	-20%	-
行政开支	-418	-550	-	(408)	(589)	(700)	-2%	7%	-
财务成本	-246	-228	-	(371)	(430)	(292)	51%	89%	-
税前利润	1,254	1,835	-	1,483	2,357	2,957	18%	28%	-
所得税	-226	-330	-	(297)	(471)	(591)	31%	43%	-
税后利润	1,029	1,505	-	1,187	1,886	2,365	15%	25%	-
EBITDA	2,631	3,524	-	3,076	4,404	5,241	17%	25%	-

来源：公司资料

图2 CMS vs. Consensus

	CMS			Consensus			Diff		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
收入	5,951	8,394	10,070	5,314	6,936	8,771	12%	21%	15%
总收入毛利	40%	42%	41%	37%	39%	39%	3ppt	3ppt	2ppt
租赁收入毛	45%	48%	47%	-	-	-	-	-	-
净利润	1,187	1,886	2,365	1,161	1,841	2,399	2%	2%	-1%
EPS	0.50	0.80	1.00	0.5	0.84	1.09	1%	-5%	-8%

来源：Bloomberg

短租业务保持稳定增长

作为神州租车的核心业务，短租业务在2014年继续保持稳定增长。在规模效应、资金优势以及基于大数据分析的动态定价系统的帮助下，公司在有效压制竞争对手的同时盈利能力进一步改善。

图3 收入规模及增长 千人民币

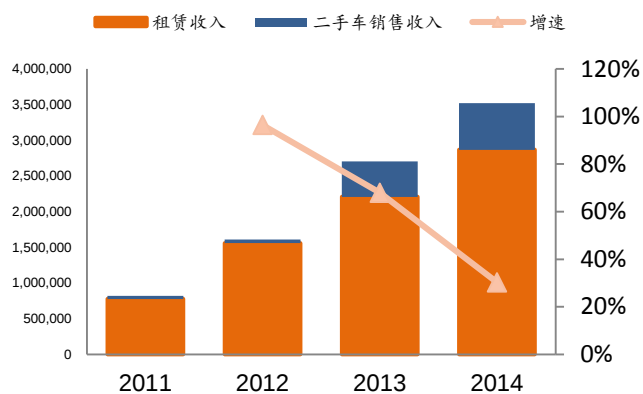


图4 租赁收入分布

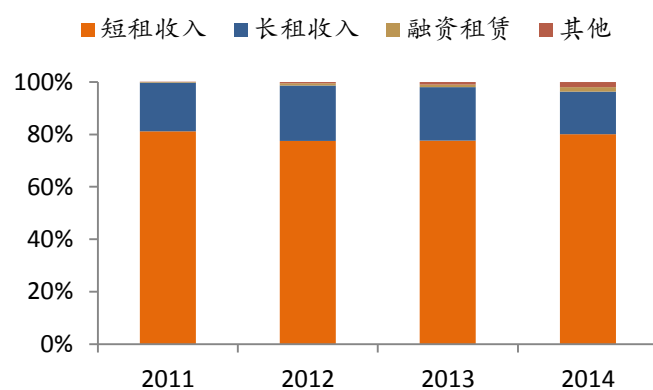


图5 规模效应带动成本占比持续下降

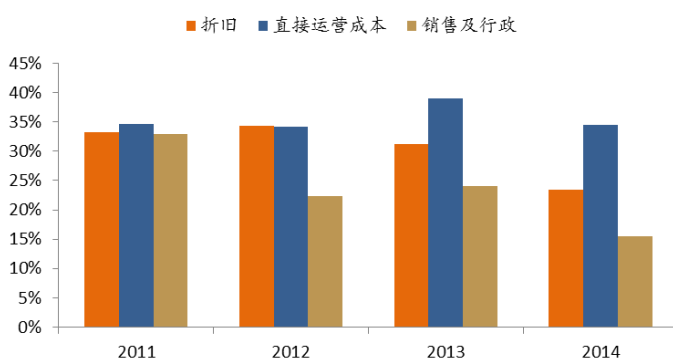


图6 车队数量

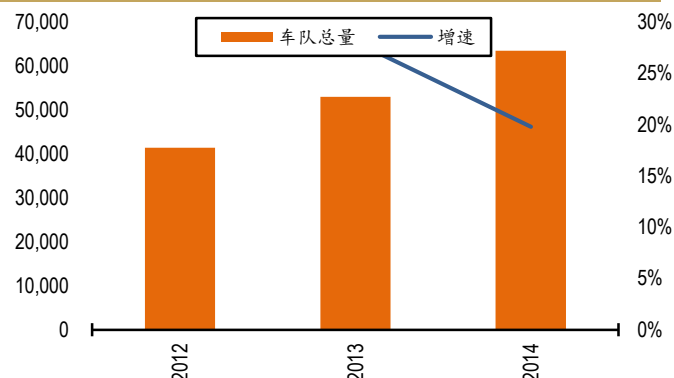


图7 盈利能力持续改善

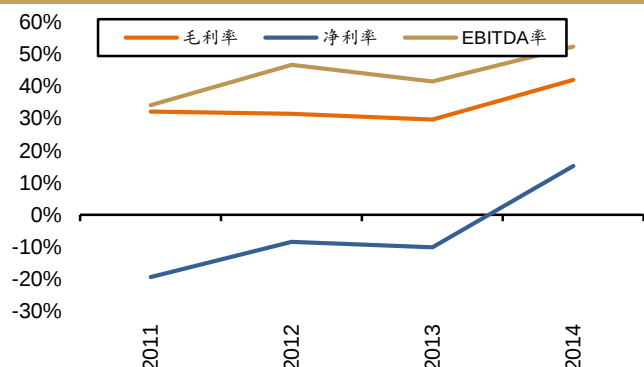


图8 短租业务主要运营指标

