

中升控股(881.HK)

受價格戰拖累，半年倒退 27%

Bloomberg | Reuters | POEMS

881.HK | 881.HK | 881.HK

行業: 汽車銷售

2012 中報點評

評級: 增持 收市價: 9.94 HKD 目標價: 11.2 HKD

公司概要

中升是中國的領先 4S 經銷店集團之一，業務包括新車銷售、售後服務及其他相關產品和服務，主要經營超豪華/豪華汽車及中高檔汽車品牌，如保時捷及蘭博基尼，奔馳，雷克薩斯，奧迪和豐田、日產、本田、通用。公司於 2010 年 3 月 26 日在香港主板上市，是首個 IPO 登陸資本市場的內地汽車經銷商集團。

投資概要

中升 2012 年上半年營業額較上年增長 48%至 242.6 億元，但受豪華車價格戰影響，經營利潤僅同比輕微上升 3%，最終母公司應占利潤錄得 3.71 億元，相比去年同期減少 27.4%，好於市場預期，不派中期息。

公司新車銷售收入同比增長 46.5%，其中豪華車和中高檔車收入分別增長 63%和 30%，豪華車占比由同期的 50.7%上升至 56.4%，符合公司堅持走高端路線的經營策略。

受今年三月份起由奔馳等德系豪華車引發的價格戰影響，公司的新車銷售毛利率下跌 2 個百分點，從去年同期的 7%下滑至 5%，其中豪華車和中高檔車的毛利分別由去年同期的 8.9%和 5%下滑至 6.4%和 3.2%。

受益于客戶基礎快速擴張和汽車品牌組合進一步優化，公司的售後服務收入按年強勁增長 63.5%，售後服務毛利率增加了 0.5 個百分點至 47.1%。來自售後服務業務的毛利占毛利總額的比例由 2011 年同期的 38.3%擴大了 11.2 個百分點至 49.5%。

中國車市的放緩令豪華車由“供不應求”逐漸轉變為“供過於求”，我們預計下半年豪華車的價格調整仍將持續，只是幅度會有所收窄。中升的盈利狀況將好於上半年但仍弱於去年同期。

我們預計公司 2012、2013 年盈利預測至純利人民幣 11.8 億和 19.4 億元，對應攤薄 EPS 分別為 HK\$0.76 和 HK\$1.24。從同業估值比較可以看到，目前香港市場上的同類型公司 1728，1293，3669 預期下一年市盈率分別為 7.2，5.0 和 6.0 倍，美國的四家汽車經銷商上市公司 (KMX, AN, PAG, CPRT) 同期預期市盈率平均為 15 倍，考慮到公司未來業績增長迅猛和較大的贏利提升空間，我們的目標價 HK\$11.2 是基於 2013 年預計 EPS 的 9 倍市盈率，高於現價 13%，謹慎給予“增持”評級。

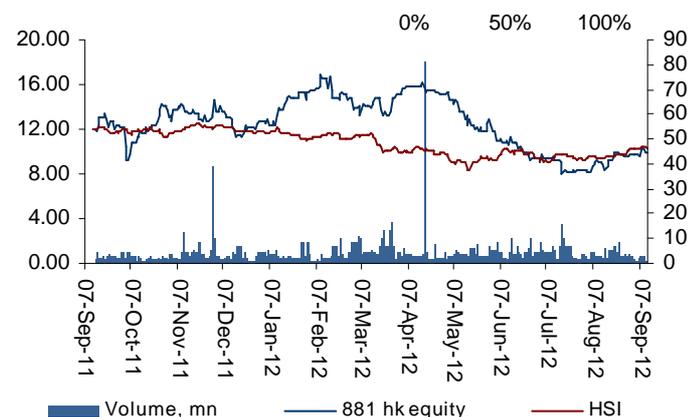


Phillip Securities (HK) Ltd
Phillip Securities Research

12 September 2012

中升控股

Rating	2.00	增持
- Previous Rating	1.00	买入
Target Price (HKD)	11.2	
- Previous Target Price (HKD)	15.33	
Closing Price (HKD)	9.94	
Expected Capital Gains (%)	12.7%	
Expected Dividend Yield (%)	1.6%	
Expected Total Return (%)	14.3%	
Raw Beta (Past 2yrs weekly data)	0.67	
Market Cap. (HKD bn)	18,970	
Enterprise Value (HKD mn)	27,434	
52 week range (HKD)	7.95 - 17.18	
Closing Price in 52 week range		



Key Financial Summary

FYE	12/10	12/11	12/12F	12/13F
Revenue (RMB mn)	24043	41903	56234	70855
Net Profit, adj. (RMB mn)	1031	1417	1183	1938
EPS, adj. (RMB)	0.56	0.74	0.62	1.02
P/E (X), adj.	14.6	11.0	13.1	8.0
BVPS (RMB)	3.11	3.72	4.19	4.95
P/B (X)	2.6	2.2	1.9	1.6
DPS (RMB)	0.10	0.13	0.10	0.13
Div. Yield (%)	1.2%	1.6%	1.2%	1.6%

Source: Bloomberg, PSR est.

*All multiples & yields based on current market price

Valuation Method

PE

研究分析員

章晶

zhangjing@phillip.com.cn

+86 63512937

半年銷量增五成，純利跌 27.4%。

中升控股 2012 年上半年營業額較上年同期增長 48% 至 242.6 億元人民幣，但受豪華車價格戰影響，營業成本急升 50.4%，營銷費用和行政費用也分別跳升 91% 及 45%，令經營利潤僅同比輕微上升 3%，再加上庫存水平增加佔用公司更多資金，導致財務費用按年增長 122.8%，最終母公司應占利潤錄得 3.71 億元，相比去年同期的 5.11 億減少 27.4%，每股收益 0.19 元，下跌 29%，好於市場預期，不派中期息。

豪華車銷售收入占比提升。

中升收入主要來源於占比 90.6% 的新車銷售和占比 9.4% 的售後服務。上半年公司銷售新車 90876 輛，同比增長 50%，主要受日本地震影響去年基數較低，以及新店數目迅速擴張（由 2011 的 140 家增加到 153 家）帶動。

公司新車銷售收入同比增長 46.5%，其中豪華車和中高檔車收入分別增長 63% 和 30%，豪華車占比由同期的 50.7% 上升至 56.4%，符合公司堅持走高端路線的經營策略。

價格戰削弱盈利能力。

今年三月份起由奔馳等德系豪華車引發的價格戰，幾乎波及了市場上所有的豪華品牌，受此影響，公司的新車銷售毛利率率下跌 2 個百分點，從去年同期的 7% 下滑至 5%，其中豪華車和中高檔車的毛利分別由去年同期的 8.9% 和 5% 下滑至 6.4% 和 3.2%。

售後服務是惟一亮點。

受益于客戶基礎快速擴張和汽車品牌組合進一步優化，公司的售後服務收入按年強勁增長 63.5%，售後服務毛利率增加了 0.5 個百分點至 47.1%。來自售後服務業務的毛利占毛利總額的比例由 2011 年同期的 38.3% 擴大了 11.2 個百分點至 49.5%。預計未來高毛利率的售後服務業務將會繼續保持穩定增長，並在收入和利潤貢獻中佔據越來越大的比例。

2012 下半年展望

公司表示下半年將增開 20 個自建新店，投資金額 16 億至 18 億元人民幣，並表示由於行業低潮期收購店鋪的選擇較多，公司會放慢收購速度。我們預計到 2012 年底公司店鋪數目將達到 175 家。

中國車市的放緩令豪華車由“供不應求”逐漸轉變為“供過於求”，我們預計下半年豪華車的價格調整仍將持續，只是幅度會有所收窄。隨著整車企業控制庫存和節能惠民 3000 元補貼發放到位，經銷商的價格壓力將有所緩解，中升的盈利狀況將好於上半年但仍弱於去年同期。

公司估值

公司計劃在市場較為成熟的一二線城市重點發展豪華汽車品牌，在市場空間較大的三四線城市繼續整合中高端汽車品牌，同時大力發展售後服務和二手車業務。

我們預計公司 2012、2013 年盈利預測至純利人民幣 11.8 億和 19.4 億元，對應攤薄 EPS 分別為 HK\$0.76 和 HK\$1.24。

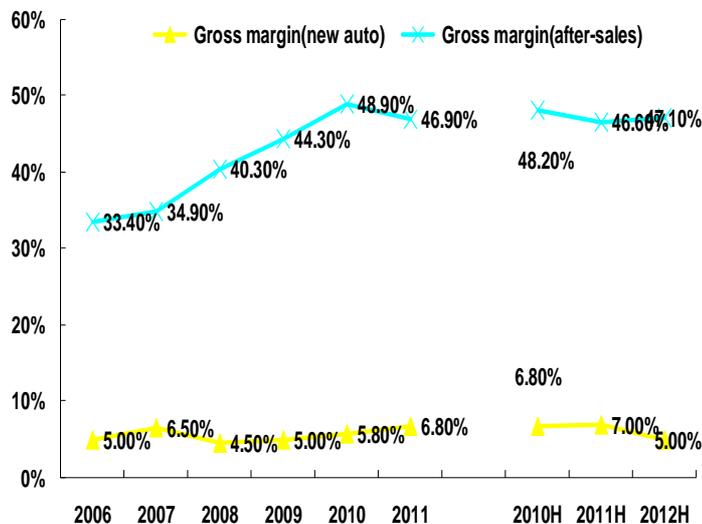
從同業估值比較可以看到，目前香港市場上的同類型公司 1728，1293，3669 預期下一年市盈率分別為 7.2，5.0

和 6.0 倍，美國的四家汽車經銷商上市公司（KMX，AN，PAG，CPRT）同期預期市盈率平均為 15 倍（最高為 17 倍），考慮到公司未來業績增長迅猛和較大的贏利提升空間，我們的目標價 HK\$11.2 是基於 2013 年預計 EPS 的 9 倍市盈率，高於現價 13%，謹慎給予“增持”評級。

風險因素

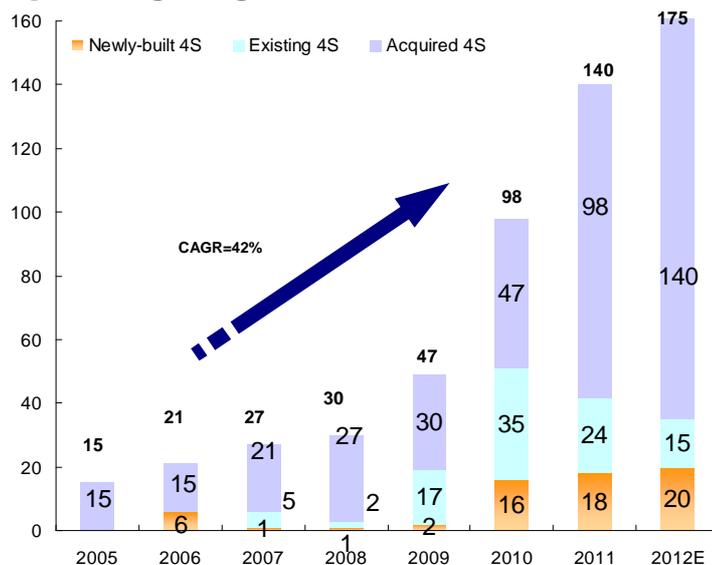
產品缺陷及汽車召回風險
業務運作需要足夠資本開支
行業競爭加劇風險。

Fig 1. Gross margin for Zhongsheng's major business



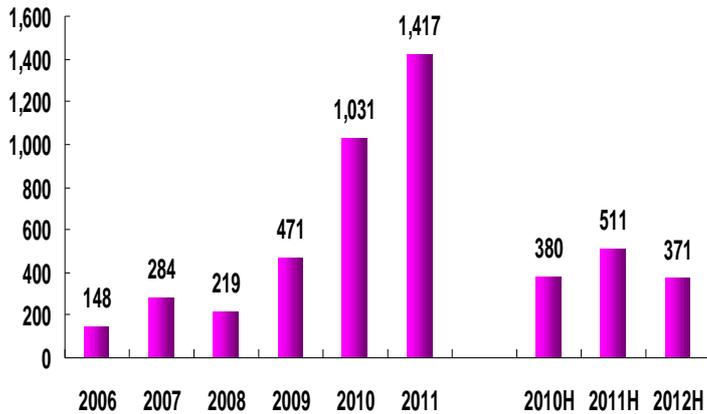
Source: Company reports, Phillip Securities

Fig 2. Zhongsheng's 4S number



Source: Company reports, Phillip Securities

Fig 3. View of Net profit (mil, RMB)



Source: Company reports, Phillip Securities

Fig 4. Peer Comparison

Ticker	Name	CAP	Est P/E	Est P/E (y+1)	BEst EV/BEst EBITDA	P/B	ROA LF (%)	ROE (%)
601258 CH Equity	PANG DA AUTOMOBILE TRADE	2,258	12.9	8.5	NA	1.5	0.9	10.0
DIE BB Equity	DIETEREN SA/NV	2,617	10.5	9.5	7.3	1.3	5.0	22.5
LOOK LN Equity	LOOKERS PLC	452	10.6	10.1	5.5	1.3	3.5	13.3
PDG LN Equity	PENDRAGON PLC	349	8.0	7.3	4.5	0.9	3.0	23.1
INCH LN Equity	INCHCAPE PLC	2,878	10.2	9.4	5.8	1.3	4.7	11.0
881 HK Equity	ZHONGSHENG GROUP HOLDINGS	2,459	11.9	8.3	8.2	2.1	4.9	21.8
3669 HK Equity	CHINA YONGDA AUTOMOBILES SER	1,275	9.0	5.9	6.8	NA	8.1	37.5
1293 HK Equity	BAOXIN AUTO GROUP LTD	1,233	6.8	5.0	4.4	2.6	NA	26.9
1828 HK Equity	DAH CHONG HONG CHINA ZHONGTONG AUTO SERVICE	1,658	9.4	8.1	7.3	1.5	6.0	17.9
1728 HK Equity	CHINA ZHONGTONG AUTO SERVICE	1,319	9.8	7.2	8.0	1.3	4.6	10.3
JCNC SP Equity	JARDINE CYCLE & CARRIAGE LTD	13,552	11.9	10.3	6.9	3.1	5.5	25.3
2227 TT Equity	YULON NISSAN MOTOR CO LTD	2,606	19.6	18.2	NA	4.1	21.2	20.9
2207 TT Equity	HOTAI MOTOR COMPANY LTD	3,816	15.9	14.2	NA	4.2	6.9	25.8
KMX US Equity	CARMAX INC	7,357	17.2	15.9	14.6	2.6	5.2	16.8
CRMT US Equity	AMERICA'S CAR-MART INC	433	13.5	11.8	8.6	2.4	10.8	17.7
CPRT US Equity	COPART INC	3,473	19.5	17.2	10.5	6.0	14.8	20.3
AN US Equity	AUTONATION INC	5,015	16.6	14.7	12.9	3.3	4.7	14.2
ABG US Equity	ASBURY AUTOMOTIVE GROUP	936	12.0	10.8	9.3	2.6	5.1	22.1
LAD US Equity	LITHIA MOTORS INC-CL A	792	11.3	10.2	10.0	2.0	6.1	17.1
PAG US Equity	PENSKE AUTOMOTIVE GROUP INC	2,605	13.1	11.9	13.1	2.2	4.4	16.2

Data Source: Bloomberg, Phillip Securities

Fig 5. Stock Performance since 2012 Jan



Data Source: Bloomberg, Phillip Securities

Fig 6. Stock Performance since 2012 Aug



Data Source: Bloomberg, Phillip Securities

FYE DEC	FY09	FY10	FY11	FY12F	FY13F
Valuation Ratios					
P/E (X), adj.	27.2	14.6	11.0	13.1	8.0
P/B (X)	NA	2.6	2.2	1.9	1.6
Dividend Yield (%)	NA	1.2%	1.6%	1.2%	1.6%
Per share data (RMB)					
EPS, (Basic)	0.30	0.56	0.74	0.62	1.02
EPS, (Diluted)	0.30	0.56	0.74	0.62	1.02
DPS	NA	0.10	0.13	0.10	0.13
BVPS	NA	3.11	3.72	4.19	4.95
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	30.09%	75.2%	74.3%	34.2%	26.0%
EBIT	76.8%	114.6%	70.0%	0.7%	50.9%
Net Income, adj.	115.0%	119.0%	37.4%	-16.5%	63.8%
Margins					
Gross margin	8.6%	9.5%	10.3%	9.0%	9.3%
EBIT margin	5.5%	6.7%	6.6%	4.9%	5.9%
Net Profit Margin	3.4%	4.3%	3.4%	2.1%	2.7%
Income Statement (RMB mn)					
Revenue	13722	24043	41903	56234	70855
Gross profit	1179	2293	4308	5078	6575
EBIT	755	1619	2753	2773	4183
Profit before tax	667	1384	2194	1822	2984
Tax	-174	-302	-551	-456	-746
Profit for the period	493	1082	1643	1367	2238
Minority interests	22	51	226	183	300
Total capital share	1560	1828	1908	1908	1908
Net profit	471	1031	1417	1183	1938

Source: PSR



PSR Rating System

Total Returns	Recommendation	Rating
> +20%	Buy	1
+5% to +20%	Accumulate	2
-5% to +5%	Neutral	3
-5% to -20%	Reduce	4
< -20%	Sell	5

Remarks

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

輝立證券研究部股份選擇系統

總回報	建議	評級	備註
>+20%	買入	1	較現時股價有>20%的潛在升幅
+5% to +20%	持有	2	較現時股價有+5% 至 +20%的潛在升幅
-5% to +5%	中性	3	較現時股價有± 5% 的變幅
-5% to -20%	減持	4	較現時股價有-5% 至 -20%的潛在跌幅
<-20%	出售	5	較現時股價有>20%的潛在跌幅

本公司並不純粹以上述的量化回報組別作出評級建議。於作出最終評級建議前，本公司亦考慮包括以下各種（甚至更多）的質化因素：股份的風險回報紀錄、市場情緒、股價近期之升幅、存在或欠缺股價推動因素，以及周邊股市的投機意向。

免責聲明總綱

本刊物由輝立證券（香港）有限公司（下稱“輝立證券”）所編制。閣下收取或閱讀本刊物時，即同意受下述條款以及限制所約束。

閣下不能以任何理由複製、分發或公佈本刊物的全部或部份內容。輝立證券並不會對任何經由使用本刊物所載之資料而構成的直接或間接損失負責。

本刊物所載之資料均由公開渠道獲得，輝立證券按憑據相信該等資料屬可靠；任何本刊物涵蓋的分析、預測、估計、預期及意見（統稱為“研究”）乃基於該等資料，並只屬輝立證券的意見之演繹。輝立證券並未驗證該等資料，而無作出任何表示或保證（無論表述或隱含的）指該等資料或研究為準確、完備或經驗證，甚或可信。本刊物所載的任何資料或研究或會隨時變更，而輝立證券並無任何責任更改經公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在任何情況下，即使資料使用者已被知會有機會發生該等損失，輝立證券並不會為任何由使用經公開的資料或研究而帶來特殊的、間接的、附帶的或相應的損失負責。

本刊物所載的任何意見、預測、假設、估計、估值及價格，均屬指定日期，而在無提前通知的情況下，或會隨時變更。

本刊物只適用於普及流通，而並未有照顧任何特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本刊物提及的產品並非適合所有投資者，而收取或閱讀本刊物的人士在投資該產品前，應從投資顧問獲取有關該產品的專業意見，並考慮其指定投資目標、財務狀況或個別需要。在沒有進一步顧及收件人的個別驗證及判斷的情況下，本刊物不應被視作具權威性。本刊物流通的狀態並不構成建立指定交易的建議，亦不代表此刊物所描述的任何產品適合或適用於收件人。收件人應注意本刊物所描述的眾多產品涉及重大風險，因而未必適合所有投資者；在決定建立涉及該類產品的交易前，投資者需要理解所有該等風險，而作出獨立決定，判斷該交易為適當。涉及任何產品而於本刊物中論述的風險，不應被視作所有風險的披露或該等風險的完整論述。

本報告中的任何內容均不得被視作邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料，包括任何有關該證券的註冊招股書。

權益披露

分析員披露：撰寫本報告的分析員或其相關人士並未涉及任何與報告中描述的上市公司的金錢利益或擔當其中任何職務。

公司披露：輝立證券並無與報告中描述的上市公司有任何投資關係，亦無任何 1%或以上公司市值的財務利益。另外，輝立證券並無任何行政人員服務報告中描述的上市公司。

可應用性

如分配、發佈、使用或應用本報告引述的資料，將違反任何司法管轄區或國家適用的法律或法規，或令輝立證券受到任何登記或發牌或其他要求，或於該司法管轄區內違反該等要求的懲罰，任何司法管轄區或國家的任何人士或實體均不得支配、擬分配或使用本報告引述的資料、工具及提材。

聯絡資料 (各地區成員公司)

新加坡 SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
電話 : (65) 6533 6001
傳真 : (65) 6535 6631
網頁: www.poems.com.sg

香港 HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
電話 : (852) 22776600
傳真 : (852) 28685307
網頁: www.phillip.com.hk

印尼 INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
電話 : (62-21) 57900800
傳真 : (62-21) 57900809
網頁: www.phillip.co.id

泰國 THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
電話 : (66-2) 6351700 / 22680999
傳真 : (66-2) 22680921
網頁: www.phillip.co.th

英國 UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
電話 : (44-20) 7426 5950
傳真 : (44-20) 7626 1757
網頁: www.kingandshaxson.com

澳洲 AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 37, 530 Collins Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
電話 : (613) 96298380
傳真 : (613) 96148309
網頁: www.phillipcapital.com.au

馬來西亞 MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
電話 : (603) 21628841
傳真 : (603) 21665099
網頁: www.poems.com.my

日本 JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
電話 : (81-3) 35953631
傳真 : (81-3) 35953630
網頁: www.phillip.co.jp

中國 CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 550 Yan An East Road,
Ocean Tower Unit 2318,
Postal code 200001
電話 : (86-21) 51699200
傳真 : (86-21) 63512940
網頁: www.phillip.com.cn

法國 FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
電話 : (33-1) 45633100
傳真 : (33-1) 45636017
網頁: www.kingandshaxson.com

美國 UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
電話 : +1.312.356.9000
傳真 : +1.312.356.9005