

独辟蹊径深耕汽车融资租赁市场

2016年2月24日

投资要点

- ❖ **以融资租赁为主的汽车租赁服务公司。**喜相逢成立于2007年9月7日，2015年12月11日挂牌新三板。公司总部位于福建，以汽车经营性租赁业务起家，2012年年末开始战略发展汽车融资性租赁业务，以厦门和福州为业务中心辐射周边城市，当前该业务占比已超过90%。相较于经营性租赁业务，高出租率以及低管理成本的融资性租赁业务具有更高的利润率，在该业务带动下公司业绩快速增长，2014年实现营业收入2,996万元(+91%)和净利润445万元(+278%)，2015年1-5月实现营业收入和净利润2,316万元和433万元。
- ❖ **汽车融资租赁市场空间广阔，竞争格局分散。**根据《2015 中国汽车金融白皮书》，2014年国内汽车金融市场规模超过6,500亿，预计2020年将突破2万亿元。作为汽车金融三大核心业务品种，融资租赁当前渗透率不足2%，与国外成熟市场超过50%的渗透率存在显著差距，未来随着对车贷产品丰富度以及灵活性要求更高的80、90后成长为主力消费群体，融资租赁发展潜力巨大。当前融资租赁领域主要供给方为专业系和经销商系，领域尚处于成长期，企业间竞争相对缓和，处于共同做大市场蛋糕的阶段。
- ❖ **打造独特“直租+三四线客群”经营模式。**区别于市场主流的类型贷回租模式，公司依托早期业务积累的汽车厂商资源以及汽车管理经验，开展直租模式。直租模式以经营资产而非经营资金为业务核心，该模式下除了息差以外公司还可以赚取车辆集采、车险团购等多块差额收益，公司也顺应该模式下消费者可选车型有限的特征将客群锁定在三四线城市，该客群具备购买力但可获取的汽车消费信贷渠道有限，市场发展潜力巨大。差异化的定位为公司独辟蹊径，具备潜力的市场为公司快速发展打开空间，直租模式的深耕也有望逐步打造公司经营资产的核心竞争力。
- ❖ **设置多重风控保驾护航。**公司设立客服、法务、执行、技术支持等一系列风险控制职能部门，针对贷前/贷中/贷后三个环节建立信息审核、信用调查、保证金缴付、资产监控、租赁催收、违约资产处置等风控制度，构筑全方位全过程风控体系。其中，贷后管理是公司核心风控所在，公司会为每辆汽车安装多套先进GPS定位设备，对车辆进行实时监控，同时公司也建立独立的催收团队等，打造坚实后控能力。公司当前坏账率在2%左右，由于直租模式下公司利润率高，同时公司也具备较强的回收车辆处置能力，风险较为可控。
- ❖ **加速向外拓展，多融资渠道输送炮弹。**自开展融资租赁业务公司连续3年实现高速增长，预计2015年存量车辆数量将超过3,000台。未来公司计划在多个中心城市开设分公司，并以这些城市为中心向周边区域延伸，重点抢占市场空白的三四线城市，并同时深耕现有区域，实现持续快速增长。当前公司也逐步建立了资本市场增发、银行委托贷款、发行公司债、P2P网络借贷等资金渠道，多元化融资渠道将为公司持续输送炮弹，其中债务融资将作为主要途径。
- ❖ **风险因素。**新区域拓展业绩低于预期；信用风险加剧；金融监管趋严风险。
- ❖ **估值比较。**公司是国内资本市场首家汽车融资租赁公司，无显著可对比标的。公司当前处于协议转让阶段，未有市值。



当前价: N/A 元

中信证券研究部

胡雅丽

电话: 021-20262103

邮件: huyl@citics.com

执业证书编号: S1010510120019

联系人: 刘凯

电话: 021-20262109

邮件: kailiu@citics.com

相对指数表现



资料来源: 中信数量化投资分析系统

主要数据

公司成立日期	2007-09-07
新三板挂牌日期	2015-12-11
新三板做市日期	N/A
总股本/流通股本	170/0 百万股
近12月最高/最低价	N/A
近1月绝对涨幅	N/A
近6月绝对涨幅	N/A
今年以来绝对涨幅	N/A
12个月日均成交额	N/A
做市以来绝对涨幅	N/A
做市商家数	N/A

财务指标

13/14 营业收入	16/30 百万元
13/14 收入增速	N/A/90.9%
13/14 净利润	1/4 百万元
13/14 净利增速	N/A/278.22%
13/14 EPS	0.08/0.04 元
13/14 BPS	1.04/1.03 元
13/14 ROE	3.79%/2.54%
13/14 ROA	1.50%/2.43%

资料来源: Wind

目录

公司概况：福建省汽车租赁服务公司	1
公司业务：独辟蹊径深耕汽车金融市场	2
公司战略：发展与深耕汽车租赁业务	2
行业概况：汽车租赁市场空间广阔，竞争格局分散	2
经营特色：打造独特“直租+三四线客群”业务模式	4
成长路径：加快向外拓展，多渠道资金融通输送炮弹	6
财务分析	7
风险因素	9
估值比较	9
附注	9
挂牌历史：2015年12月挂牌同时公布发行股票方案。	9
股权结构：黄伟为实际控制人和控股股东	10

插图目录

图 1：喜相逢经营性租赁业务模型	1
图 2：喜相逢融资性租赁业务模型	2
图 3：中国汽车信贷规模	3
图 4：中国汽车用户年龄结构	4
图 5：中国汽车零售金融产品渗透率	4
图 6：售后回租业务模式	5
图 7：直租业务模式	5
图 8：公司收入成本结构	5
图 9：公司销售区域覆盖范围	6
图 10：公司业务营销体系	6
图 11：公司各年融资租赁业务收入	7
图 12：公司客户地域分布	7
图 13：公司资金来源渠道	7
图 14：主营业务类型构成及占比	8
图 15：营业收入与净利润	8
图 16：三项费用率与成本收入比	8
图 17：毛利率	8
图 18：偿债能力	9
图 19：总资产与股东权益	9
图 20：喜相逢股权结构图	10



表格目录

表 1: 喜相逢及其子公司介绍（截至 2015 年 12 月份）	1
表 2: 喜相逢及其子公司发展历程	2
表 3: 汽车金融主要参与者概况	3
表 4: 汽车融资租赁市场主体特点分析	4
表 5: 公司具体风险控制措施	6
表 6: 挂牌后发行情况	9
表 7: 喜相逢前十大股东最新情况	10

公司概况：福建省汽车租赁服务公司

喜相逢成立于 2007 年 9 月 7 日，于 2015 年 12 月 11 日挂牌新三板。公司是位于福建省的汽车租赁服务公司，早期以经营性租赁为主，2012 年公司开始全面发展汽车融资性租赁业务。公司总部位于福建，旗下拥有四家全资子公司，其中三家位于福建，一家位于陕西。公司 2014 年实现营业收入 2,996 万元，净利润 445 万元，同比增长 91% 和 278%；公司 2015 年 1-5 月实现营业收入 2,316 万元，净利润 433 万元。

表 1：喜相逢及其子公司介绍（截至 2015 年 12 月份）

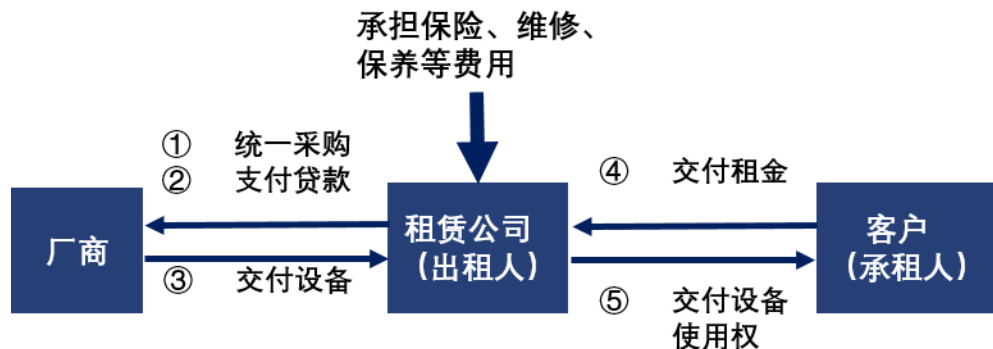
公司名称	关系	主营业务
福建喜相逢汽车服务股份有限公司	母公司	经营性、融资性租赁业务，未来全力发展融资性租赁
国信中联（福州）汽车服务有限公司	全资子公司	经营性、融资性租赁业务，未来负责福州经营性租赁业务
喜相逢（厦门）汽车服务有限公司	全资子公司	融资性租赁及汽车相关业务，未来负责厦门经营性租赁业务
福州淘汽互联网科技有限公司	全资子公司	作为公司及其所有子公司开展汽车融资性租赁和经营性租赁业务电子商务运行平台，为未来公司战略互联网+汽车租赁铺路
陕西喜相逢汽车租赁有限公司	全资子公司	目的为开拓陕西市场

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

公司主营业务分为经营性汽车租赁业务和融资性汽车租赁业务：

经营性汽车租赁服务盈利方式是租金收入。公司向汽车供应商统一采购，将购置的车辆出租给承租人使用，由承租人按期支付租金，租约到期后承租人返还车辆，公司再将车辆租赁于其他承租人。租赁期间，公司保有车辆所有权，车辆产生的保险、维修、保养等费用皆由公司承担。目前，公司经营性汽车租赁业务重心为公车改革政策实施带来的公车租赁市场，主要开展面向政府机关、企事业单位等商务包车以及一般公务车的长期租赁服务。

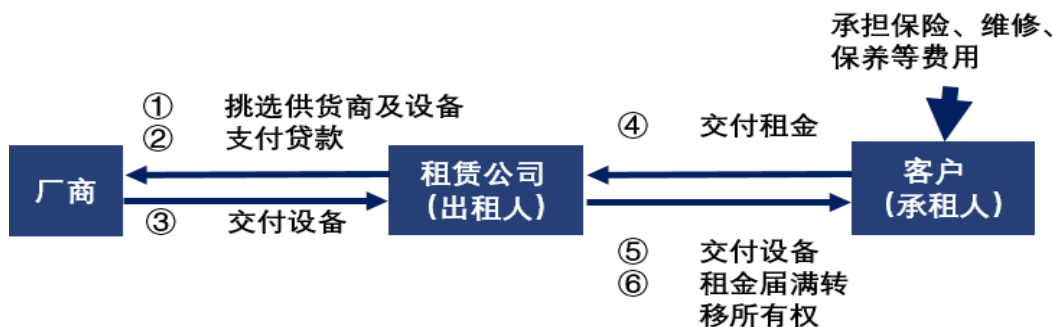
图 1：喜相逢经营性租赁业务模型



资料来源：中信证券研究部整理

融资性汽车租赁盈利方式是净息差。公司根据市场调研数据选取普适的汽车型号，或根据部分高端客户的特殊需求，向汽车供应商进行批量统一采购，将其长期租赁于客户使用，租赁期一般为两至三年。客户按期支付租金，期间产生的保险、维修、保养等费用由客户自行承担，待租赁期满公司将车辆过户于客户。公司融资性汽车租赁业务主要定位于中低端汽车的融资租赁服务，面向广泛的受众客户。融资租赁业务利息收入与公司资金成本之间的差额构成公司的主要盈利来源。

图 2：喜相逢融资性租赁业务模型



资料来源：中信证券研究部整理

公司业务：独辟蹊径深耕汽车金融市场

公司战略：发展与深耕汽车融资租赁业务

喜相逢 2007 年由经营汽车经营性租赁业务起家，发展至 2012 年由于该业务竞争激烈利润率不断下滑，公司创新发展了“以租代购”的商业模式，也即融资租赁业务，后续公司也获批了内资融资租赁试点企业牌照。经营性租赁业务汽车出租率存在显著瓶颈，同时保险、维修等费用也由公司承担，公司也需要耗费较大大人力维护日常业务，业务利润率不高；相较而言，融资租赁业务下车主拥有租赁期内使用权，期满后一般所有权也会转移至车主，出租率有保障，车主自行负责车辆的保险、维修等费用，主观上也会更加爱护汽车，业务利润率相对较高。喜相逢从 2012 年年底开始试水以租代购业务，2013 年该业务发展迅猛，公司确立大力发展汽车融资租赁业务，未来也将在该领域不断深耕。

表 2：喜相逢及其子公司发展历程

年份	发展历程
2007 年	福建喜相逢成立于 2007 年 9 月 7 日，注册资本 50 万元，车辆规模 5 辆，资产 45 万；
2008 年	2008 年开发品牌运作，创立加盟店体制，当年实现 20 家喜相逢品牌店加盟；
2011 年	2011 年，获得交通运输部授予“重点联系道路运输企业”
2012 年	2012 年，通过内部优化，确立了适应市场需求独具特色的公司+企业+客户的商业发展机制，引入“以租代购”业务项目；
2013 年	2013 年，公司注册资本金增至 3000 万元，车辆规模 400 辆，资产 5000 万元，业务范围覆盖 26 个省市；
2014 年	2014 年 11 月成立全资子公司喜相逢（厦门）汽车服务有限公司；
2014 年	2014 年，成为首家获得福建省运管局颁发的“汽车租赁经营许可证”的公司，注册资本金增至 1.7 亿，车辆规模 818 辆，资产达到 1.5 亿元，员工 150 人；
2015 年	2015 年 4 月，福州国信中联通过股权转让成为全资子公司；成立陕西喜相逢汽车租赁有限公司；
2015 年	2015 年 6 月，成立福州淘汽互联网科技有限公司；
2015 年	2015 年 12 月 11 日挂牌新三板。

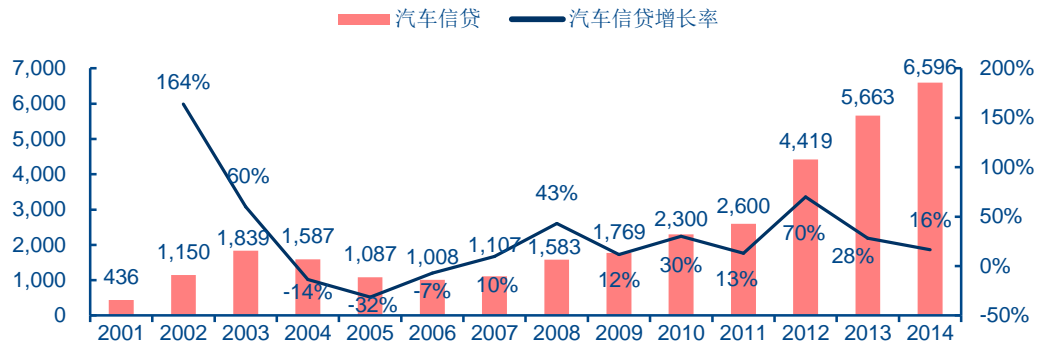
资料来源：公司公告、中信证券研究部整理

行业概况：汽车融资租赁市场空间广阔，竞争格局分散

汽车金融市场空间广阔，融资租赁渗透率低。根据德勤发布的《2015 中国汽车金融白皮书》，截至 2014 年底中国汽车信贷市场规模超过 6500 亿元，市场渗透率不到 20%，预计到 2020 年汽车信贷市场渗透率将达到 50%，行业市场规模将超过万亿元。当前汽车信贷的主要供应方为银行、汽车金融公司和融资租赁公司三大类机构，其中银行和汽车金融公司业务占比近八成。相较于银行与汽车金融公司，国内融资租赁公司的汽车信贷服务起步较晚，

截至 2014 年末国内乘用车融资租赁渗透率为 2%，与国外成熟市场融资租赁在汽车信贷中近 50% 的渗透率存在显著差异。

图 3：中国汽车信贷规模



资料来源：wind，中信证券研究部整理；注：单位为亿元

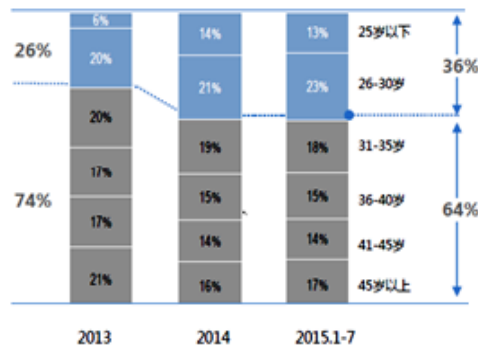
表 3：汽车金融主要参与者概况

主要竞争者	监管单位	特征
银行	银监会	-网点广泛，资金成本低，贷款利率以央行基准利率为准 -通常需要房产做抵押，必须引入担保公司 -流程效率、汽车专业知识和客户满意度方面有待提升 -风险评估和控制、对违约车辆的处置缺乏经验
汽车金融公司	银监会	-服务专业、对客户有更好的理解，有 OEM 支持 -首付比例低，贷款周期长，灵活度高 -资金成本高，但在整车厂贴息后，能提供低利率甚至零利率的产品
融资租赁公司	商务部	-申请门槛低，无需房产等固定资产做抵押 -首付比例、贷款周期和还款方式灵活 -丰富多元的产品，吸引包括 OEM 专属金融和经销商集团的涉足 -融资渠道单一，资金压力大，利率通常比汽车金融公司的更高
其他：担保公司和互联网金融公司	地方监管部门/金融监管部门	-起步阶段，有丰富的产品和渠道 -面临着巨大的管控风险和运营风险 -业务起步时间段，积累少

资料来源：《2015 中国汽车金融白皮书》（德勤），中信证券研究部整理

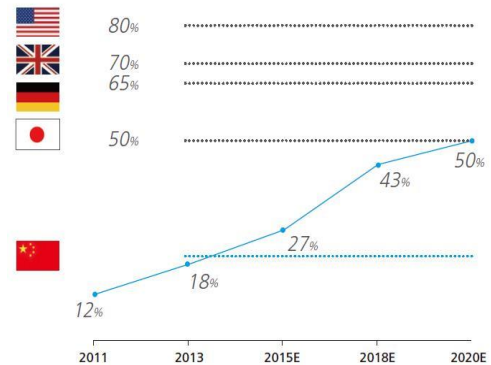
消费主体年轻化驱动融资租赁市场渗透率上升。根据 J.D. Power 的调查数据，80、90 后在购车群体中所占比例由 2010 年的 38% 上升至 2013 年的 53%，已超过 70 后群体成为汽车市场的新兴主力军，其中三四线城市群体占主要成分。根据德勤《2014 中国汽车消费者研究》，近九成的 80 后消费者计划在未来五年内购买或租赁汽车，阻碍 80 后消费者购车的主要原因为负担能力不足。相较于主流贷款方式，融资租赁为车主提供更低的资金门槛以及更为多样的还款方式，能够帮助消费者以较低的成本达到购车或用车的目的。喜欢超前消费和分期付款的 80、90 后年轻消费者将车贷产品的丰富度以及灵活性作为决策的重要考量，对汽车融资租赁的接受度逐步提高，未来汽车融资租赁市场在 80、90 后成长为主力消费群体的带动下渗透率有望逐步提升。

图 4：中国汽车用户年龄结构



资料来源：《2015年中国汽车市场消费趋势及用户洞察》（易车，罗兰贝格），中信证券研究部

图 5：中国汽车零售金融产品渗透率



资料来源：《2015 中国汽车金融白皮书》（德勤），中信证券研究部

企业间竞争态势缓和，处于共同做大市场阶段。目前汽车融资租赁尚处于起步发展期，市场空间广阔，业内公司相互间竞争较为缓和，企业间处于共同做大市场蛋糕阶段。汽车融资租赁服务此前更多由第三方企业、商业银行与部分汽车经销商联手完成。近年来，不同类型的竞争者看好融资租赁发展潜力，纷纷选择自建、合资、投资、合作等形式进入汽车融资租赁市场，以期打通新车、二手车和售后服务等价值链环节获取收益。当前形成商业银行系、专业租赁公司系、整车厂系、经销商系四大市场主体，其中专业租赁公司系与经销商系为市场主要参与者，对于商业银行系和整车厂系而言，建立专门的销售团队相对效益不高，一般选择与专业租赁公司系和经销商系合作，为其提供资金去开拓市场。

表 4：汽车融资租赁市场主体特点分析

公司类型	代表企业	企业特点
商业银行系	<ul style="list-style-type: none"> 工银金融租赁 交银金融租赁 国银金融租赁 民生金融租赁 华融金融租赁等 	<ul style="list-style-type: none"> 雄厚的资金实力和较低的资金成本 由于较短的信用审批流程而具备较高的流程效率 专业度较低，有限的销售渠道和对客户有限的理解
专业租赁公司	<ul style="list-style-type: none"> 欧力士融资租赁（中国） 远东国际租赁 先锋国际租赁等 	<ul style="list-style-type: none"> 专注于融资租赁业务，能够为客户提供专业的整合服务 业务经验丰富、流程高效、人才储备实力强 有限的网络覆盖
整车厂系	<ul style="list-style-type: none"> 梅赛德斯-奔驰租赁 丰田租赁 安吉融资租赁 大众新动力 	<ul style="list-style-type: none"> 具备汽车生产制造能力，通过回收、维修、出租二手车，实现二次销售收益 新车与二手车业务协同
经销商系	<ul style="list-style-type: none"> 利星行融资租赁 汇通信诚租赁有限公司 汇誉（上海）融资租赁有限公司 上海永达融资租赁有限公司等 	<ul style="list-style-type: none"> 较广的渠道覆盖，并与终端消费者有较多接触点 对客户行为有深入了解

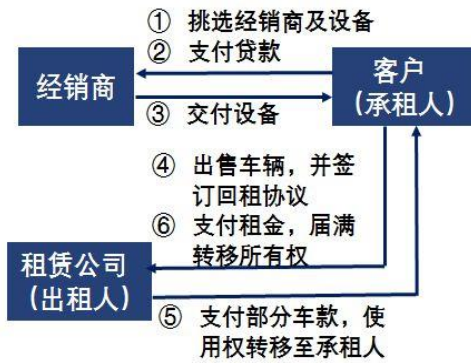
资料来源：《2015 中国汽车金融白皮书》（德勤），中信证券研究部

经营特色：打造独特的“直租+三四线客群”业务模式

区别于汽车融资租赁市场主流的回租模式，喜相逢依托经营性租赁业务积累的汽车厂商资源以及汽车管理经验，采用直租模式。该模式下公司除了利息差，还可以获取车辆集采、车险团购等差额利润，以资产为核心的经营模式利润点多，缺点在于消费者只能选购公司的既有车型；顺应该模式的特征，公司也将客群锁定在回租模式较少覆盖的三四线城市，该客群可获取的汽车消费信贷渠道有限，对于车型的个性化选购需求相对较低。在融资租赁领域，回租是类信贷业务，直租才真正体现融资租赁融物融物的特性，喜相逢打造“直租+三四线客群”经营模式，市场需求充足，发展潜力较大，坚持经营资产而非经营资金的理念也有望逐步塑造公司核心竞争力。

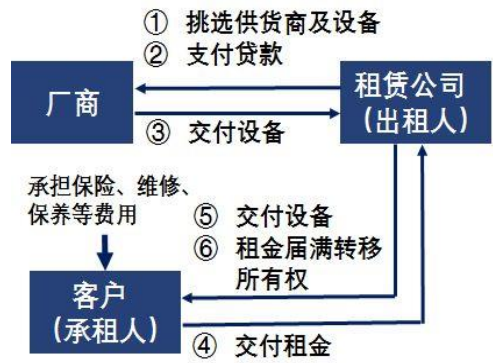
直租模式下车辆集采、车险团购增厚利润空间。融资租赁包括售后回租和直租两种模式，不同于当前市场主流，喜相逢融资租赁以直租形式开展，即先从厂商采购车辆再出租给承租人，承租人按月偿付租金，租赁期末支付残值获得车辆所有权。直租模式下，公司可以实现车辆集采、车险团购，既能降低公司采购成本，增厚公司盈利空间，又能将部分利益让渡与客户，增强对客户的吸引力。目前公司已经与十余个品牌的汽车厂家分别签订汽车批量采购合同，约定车辆集采价格，相比普通市场价，公司集采价的折扣普遍可以达到 10%-20%。公司与几家大型保险公司建立合作关系，以公司的名义为车辆集体投保车险，费率折扣为 7 折甚至更低，比个人投保车险的费率折扣 9.5 折优惠 25% 以上。

图 6：售后回租业务模式



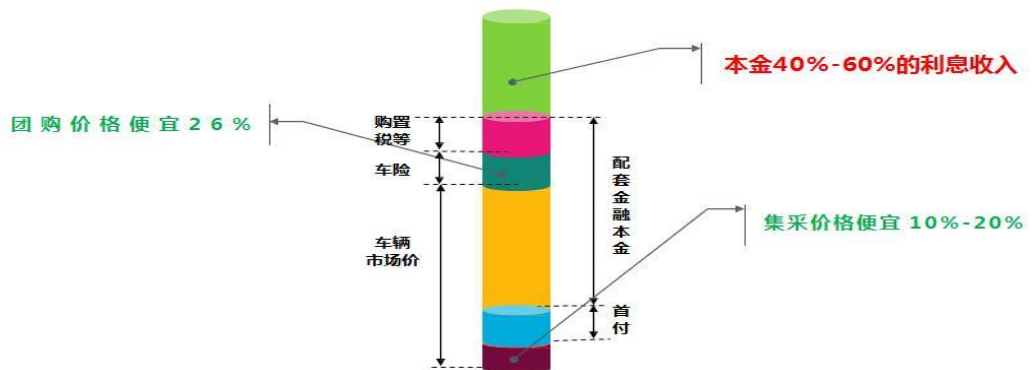
资料来源：中信证券研究部整理

图 7：直租业务模式



资料来源：中信证券研究部整理

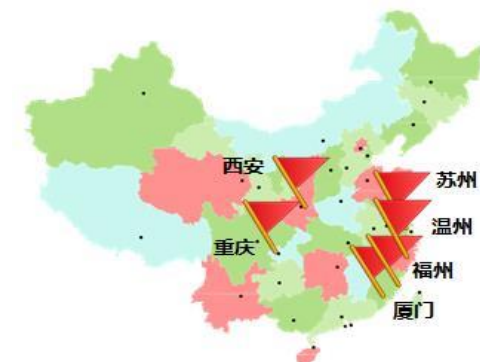
图 8：公司收入成本结构



资料来源：喜相逢路演 PPT，中信证券研究部整理

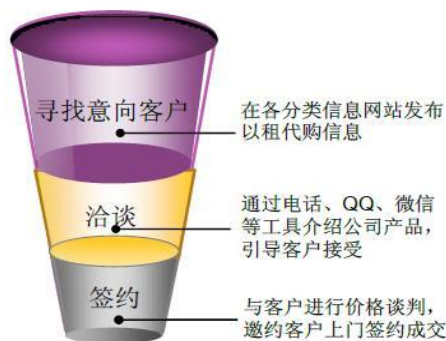
差异化定位空白市场，发展空间巨大。公司的客群定位于三四线城市的消费者。随着中国城镇化的深入，三四线城市展现出巨大的发展潜力，城市消费能力显著提高。根据尼尔森的最新报告显示，来自三四线城市的消费者数目占中国未来一年内计划购车消费者总数的 68%，其中初次购车人数高达 56%。由于渠道过于下沉，传统银行和汽车金融公司难以覆盖，这类消费者在传统金融体系下难以实现汽车信贷需求。公司依托网站、微博、论坛、公众号等自媒体进行企业宣传和服务推广，通过在各大生活资讯信息分类网站投放广告寻找目标客户，运用各类通讯工具与客户进行沟通洽谈，凭借精准的业务营销体系深耕客户资源，有效拓展三四线空白市场，迅速拉动公司业务规模。

图 9：公司销售区域覆盖范围



资料来源：喜相逢路演 PPT，中信证券研究部整理

图 10：公司业务营销体系



资料来源：喜相逢路演 PPT，中信证券研究部整理

设置多重风险控制措施。公司建立客服、法务、执行、技术支持等风险控制职能部门，分别负责催收款项，处理案件，安装系统，与公检法沟通等，针对售前和售后两个环节进行风险把控；公司主要着力于贷后管理，通过建立资产监控、租赁催收以及违约资产回收处置等制度，其中最主要的风控措施为在每台车辆上均安装三套以上防屏蔽、防拆除定位系统，通过 GPS 定位对车辆实行监控，确保资产的安全性；另外公司也与保险公司合作为车辆购置全车险，进一步将风险转移以减少公司损失。公司当前坏账率在 2% 左右，由于直租模式下公司利润率高，同时公司也具备较强的回收车辆处置能力，风险较为可控。

表 5：公司具体风险控制措施

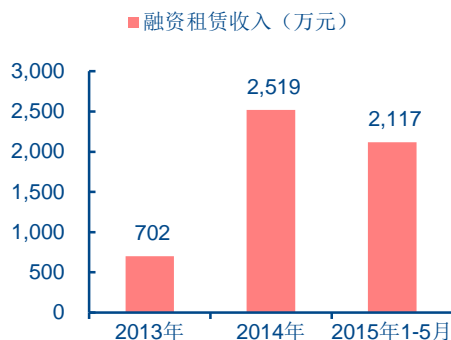
风险控制环节	风险控制制度	风险控制措施
售前	真实身份信息审核	个人客户采用身份证验证仪查验身份证真伪，网络查询身份证号码对应出生地址与身份证地址是否一致，核实户籍信息（户口簿）。法人客户提供营业执照、组织机构代码证、税务登记证。查验相关工商登记信息网站等，进行核对，并安排公司人员进行实地走访。
	真实驾驶信息审核	驾驶证上身份证号码、地址、头像与身份证一致
	信用审核	登录驾驶证发证机关交通厅核实驾驶信息 排除公司及同行业租赁公司黑名单库中人员 查询最高院被执行人信息
	还款能力审核	工作收入证明 银行流水核对
	保证金制度	收取履约保证金，或将首付款提高到 20%。
售后	客户维护	客服定期电话回访了解用车情况 租金到期前三日进入催收流程
	车辆管控	法务介入为预违约客户答疑、寄送法律意见书，降低违约率 实时监控车辆定位，观察用车频率、速度、行使范围等分析车辆状态是否正常 定期查询车辆违章结合定位历史记录判定 GPS 定位是否正常，确保车辆处于受控状态
	违约应对机制	派出人员收回违约车辆 法律处理：诉前谈判、起诉

资料来源：喜相逢公开转让说明书，中信证券研究部整理

成长路径：加快向外拓展，多渠道资金融通输送炮弹

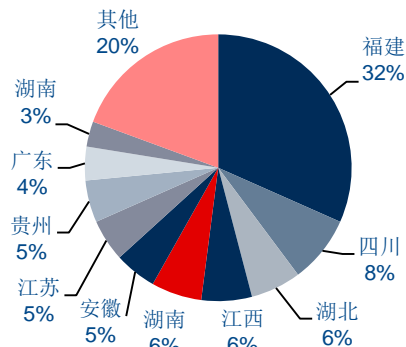
加快向外拓展。公司自 2013 年开始运营融资租赁业务，连续 3 年实现高速增长，预计 2015 年存量车辆数量超过 3000 台。当前公司分设福州、厦门等分公司，客户广泛分布于全国 23 个省市自治区直辖市，未来公司计划在全国各中心城市继续开设分公司，并以这些城市为中心向周边地域辐射，重点抢占市场空白较大的三、四线城市，并同时深耕现有市场客户资源，实现持续快速增长。

图 11：公司各年融资租赁业务收入



资料来源：喜相逢公开转让说明书，中信证券研究部整理

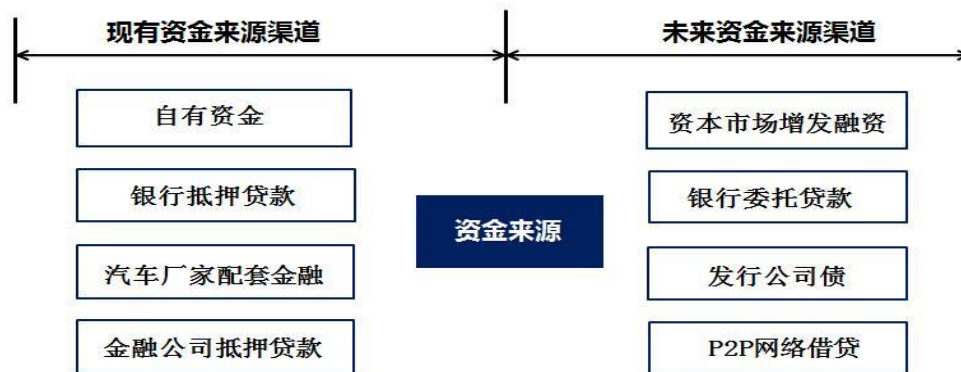
图 12：公司客户地域分布



资料来源：喜相逢公开转让说明书，中信证券研究部整理

多元融资渠道输送炮弹。当前公司资金来源以自有资金和银行抵押贷款为主，并辅以汽车厂家配套金融、金融公司抵押贷款等。公司逐步建立多元化融资渠道，未来公司计划通过资本市场增发、银行委托贷款、发行公司债、P2P网络借贷等方式进行资金融通，其中债务融资将作为主要途径。

图 13：公司资金来源渠道



资料来源：喜相逢路演 PPT，中信证券研究部整理

财务分析

业务重心转移，营业收入与净利润大幅增长。公司 2014 年实现营业收入 2,996 万元，同比增长 91%，实现净利润 445 万元，同比增长 278%；2015 年 1-5 月已实现营业收入 2,316 万元，实现净利润 433 万元。营业收入与净利润增长的主要原因是公司业务重点转移至融资租赁且该业务增长迅猛。随着公司业务规模扩大，资金更为充足，公司业务逐步转向利润率更高、市场更为广阔的融资性汽车租赁业务，该业务占公司主营业务收入的比率由 2013 年的 44% 增长至 2015 年 1-5 月份的 91%。

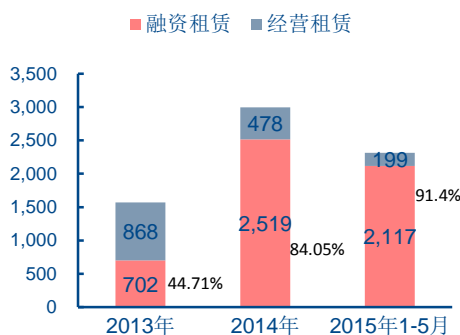
公司毛利率稳步上升。公司 2013 年/2014 年/2015 年 1-5 月的合计毛利率分别为 44.22%、58.50% 和 61.78%，呈现上升态势。公司毛利率同比逐步增长主要源于两个原因，一为高毛利率的融资租赁业务占比逐年上升，一为融资租赁业务的毛利率也处于上升趋势。后者的原因主要在于对于每一笔融资租赁业务而言，在合同签订当年，单份合同对应的成本中，除利息成本之外，还包含人工成本、GPS、报牌、配钥匙等车辆相关的直接成本，在合同期的

第二、三年，对于原有合同而言，成本只包含资金成本一个因素，递延合同随着成本项目的减少在租赁期内的毛利率较首期将有所提升。另外随着公司资信提高资金成本下降也是融资租赁业务毛利率提升的原因之一。

成本收入比较为稳定。销售费用主要由销售辅助人员工资薪酬、维修费和广告宣传费用等构成，其中销售辅助人员工资薪酬占比最高。随着公司业务规模扩张，销售费用不断增加，但总体销售费用率稳定在 7%-8%。公司财务费用主要为外部融资的资金利息。公司财务费用率保持稳定，2015 年 1-5 月有所下降，主要原因是公司资本金不断充实，2014 年达到 1.7 亿元，使公司对外融资金额有所减少，利息费用下降。管理费用率从 2013 年的 13.25% 上升至 2015 年 1-5 月的 20.29%，主要是因为公司随着业务拓展需要加大销售人员扩张，差旅等费用也有所加大，导致管理费用率有所上升。由三项费用合计计算的**成本收入比**维持在 30% 上下的稳定水平。

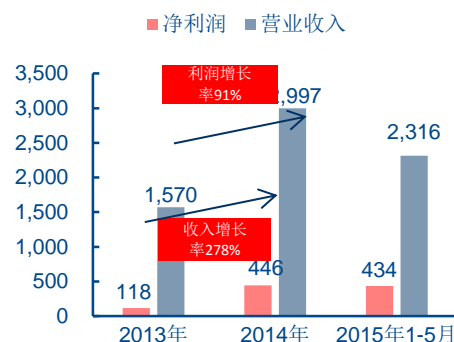
资产负债率下降，流动比率上升。2013 年公司融资租赁业务逐步发展，对资金具有较强的需求，为满足持续的增长，公司资产负债率偏高。2014 年，由于公司增资导致总资产增加，使资产负债率降低，同时提高了流动比率和速动比率。预计未来公司随着业务规模的扩大，将利用杠杆撬动资金，届时资产负债率将会有所上升。

图 14: 主营业务类型构成及占比



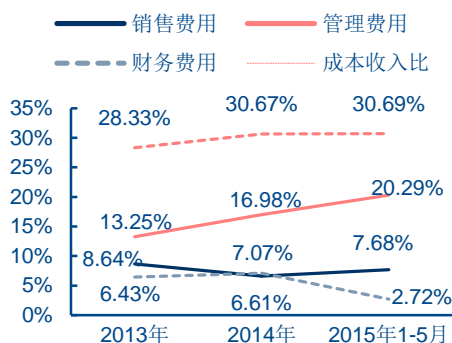
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理; 注: 单位为万元

图 15: 营业收入与净利润



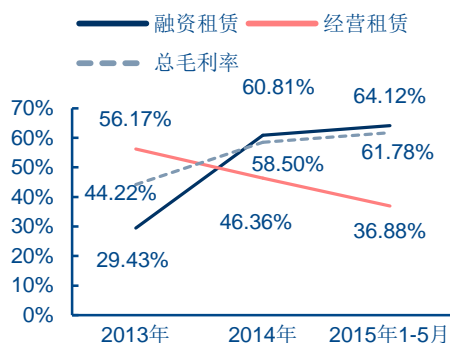
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理; 注: 单位为万元

图 16: 三项费用率与成本收入比



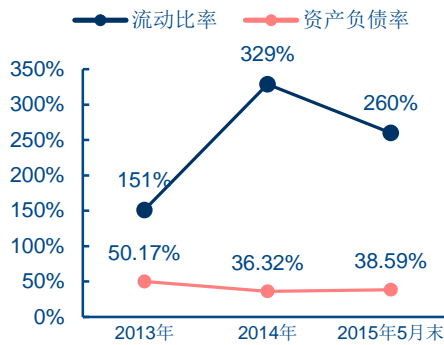
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理; 注: 成本收入比 = 三项费用合计 / 营业收入

图 17: 毛利率



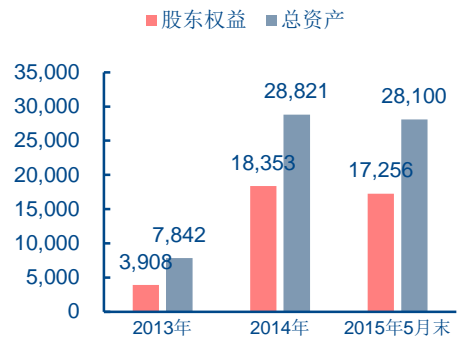
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理;

图 18: 偿债能力



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 19: 总资产与股东权益



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理; 注: 单位为万元

风险因素

新区域拓展业绩低于预期。公司目标客群为三到五线城市的消费者, 客群对于融资租赁购车方式的认知以及对公司营销方式的接受等将对公司业务拓展产生不确定影响。

信用风险加剧。两方面因素影响导致。一为国内经济下行带来的信用风险加剧, 一为公司拓展到新区域在风险控制尤其是贷后管理存在一定的不确定性。

金融监管趋严风险。当前国内金融监管趋严, 对行业的发展可能产生不确定性的影响。

估值比较

喜相逢是国内资本市场首家汽车融资租赁公司, 当前未有显著可比标的。公司处于协议转让阶段, 未有市值。

附注

挂牌历史: 2015 年 12 月挂牌同时公布发行股票方案。

喜相逢 2015 年 12 月挂牌同时公布发行股票方案, 公司首次发行价格为 2.40 元/股, 新增非公司股东不超过 35 人, 发行股份数量不超过 1,000 万股, 预计融资额不超过 2,400 万元。本次股票发行所募集资金将主要用于补充公司流动资金, 降低资产负债率, 加大市场开拓力度, 加快公司业务发展。

表 6: 挂牌后发行情况

发行方案公告时间	股票挂牌转让日期	发行价格 (元/股)	发行数量 (万股)	募集金额 (万元)	募集资金用途
2015-12-23	2015-12-11	2.40	不超过 1,000	不超过 2,400	补充公司流动资金

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

股权结构：黄伟为实际控制人和控股股东

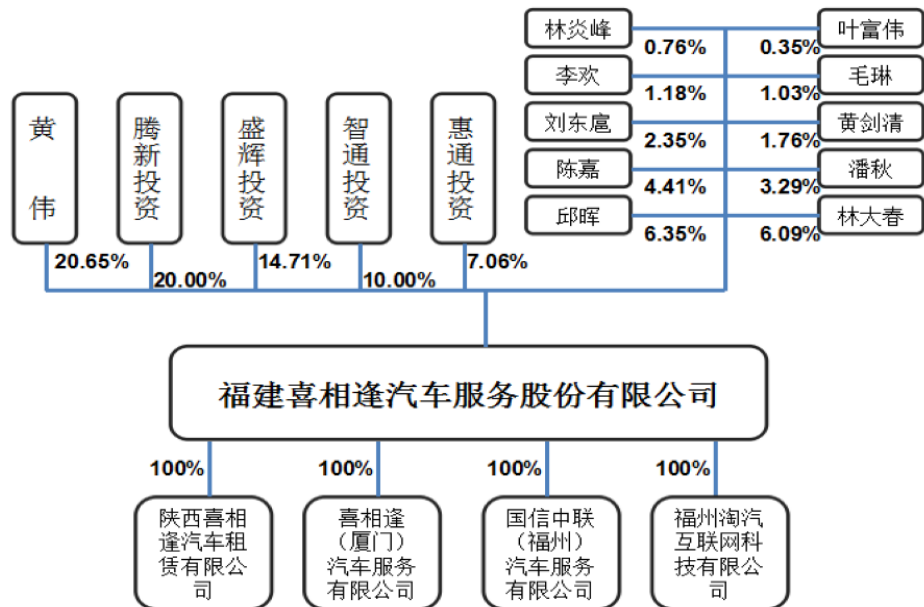
公司的控股股东和实际控制人为黄伟，共计持有股份公司 37.71% 的股份。黄伟先生，1981 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，厦门大学 EMBA 在读。2007 年 9 月至 2015 年 6 月，任喜相逢有限执行董事兼总经理；2015 年 7 月至今任喜相逢股份董事长兼总经理；2013 年 5 月至今，任福建省道路运输协会汽车专业委员会副会长；2014 年 8 月至今，任福州市台江区政协委员。黄伟作为股份公司的发起人，直接持有股份公司 20.65% 的股份；担任福州智通投资合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人，实际控制 10.00% 的股份；担任福州惠通投资合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人，实际控制 7.06% 的股份。综上黄伟直接持有及实际控制的股份占股份公司股份总数的 37.71%。

表 7：喜相逢前十大股东最新情况

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	黄伟	新进	35,100,000	20.6500	个人股
2	腾新投资有限公司	新进	34,000,000	20.0000	境内法人股
3	福州盛辉投资有限公司	新进	25,000,000	14.7100	境内法人股
4	福州智通投资合伙企业(有限合伙)	新进	17,000,000	10.0000	境内法人股
5	福州惠通投资合伙企业(有限合伙)	新进	12,000,000	7.0600	境内法人股
6	邱晖	新进	10,800,000	6.3500	个人股
7	林大春	新进	10,350,000	6.0900	个人股
8	陈嘉	新进	7,500,000	4.4100	个人股
9	潘秋	新进	5,600,000	3.2900	个人股
10	刘东扈	新进	4,000,000	2.3500	个人股
	合计	-	161,350,000	94.9100	

资料来源：Wind，中信证券研究部整理；注：截至 2015 年 12 月 11 日

图 20：喜相逢股权结构图



资料来源：公司公开转让说明书、中信证券研究部整理；注：截至 2015 年 5 月 31 日

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标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联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。