

03669.HK 永达汽车

审慎增持 (首次)

新车受益于产品周期 后市场业务增厚利润

2018年5月18日

市场数据

日期	2018.05.16
收盘价(港元)	8.58
总股本(百万股)	1836
流通股本(百万股)	1836
总市值(百万港元)	15,753
流通市值(百万港元)	15,753
净资产(百万元)	8,781
总资产(百万元)	27,927
每股净资产(元)	5.3

数据来源: Wind

海外汽车研究

分析师: 张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	50,699	62,220	75,670	90,046
同比增长(%)	17.8	22.7	21.6	19.0
净利润(百万元)	1,510	1,901	2,358	2,972
同比增长(%)	77.4	25.9	24.0	26.1
毛利率(%)	9.9	9.9	10.1	10.2
净利率(%)	3.0	3.1	3.1	3.3
净资产收益率(%)	18.2	18.4	18.9	19.5
每股收益(元)	0.913	1.036	1.284	1.619

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **首次覆盖给予“审慎增持”评级。**我们预计公司2018~2020年将实现归母净利润分别19.0亿元、23.6亿元及29.7亿元,同比分别增长25.9%、24.0%和26.1%。未来,行业周期性波动呈现减弱的趋势,估值方面可给予一定提升。同时,今年公司有望加入港股通,或将成为另一催化剂。我们给予目标价10.4港元,相当于2018年8倍PE,首次覆盖给予审慎增持评级。
- **豪华车市场将保持两位数增长,公司持续受益于主力品牌产品周期。**2017年豪华品牌乘用车销量增速为17%,远高于乘用车行业增速1.4%。未来,豪华车行业将继续受益于升级替换、金融渗透率上升、细分车型增加以及进口关税下降等因素,豪华车市场增速将继续快于乘用车行业增速,豪华车市场占比将逐步提高。结合主机厂的销售目标以及公司网络的扩张速度,2018年公司新车销量有望实现15%的增长,其中豪华车增速快于整体增速。我们预测公司2018年新车销售收入有望达到512.1亿元,同比增长17.7%。
- **售后服务市场规模巨大,售后服务收入占比带来盈利改善。**随着中国汽车保有量的扩大,维修保养、汽车延伸产品等售后服务市场空间巨大。通过对公司店面店龄结构以及新店扩张速度的综合考量,我们预计公司2018年售后业务收入有望录得80.9亿元,同比增长21%。
- **二手车业务高速增长,汽车金融协同发展。**中国过去十年新车销量的快速增长为未来二手车销量的增速提供了基础。我们预计2018年公司二手车业务收入同比有望实现35%以上的增长。金融业务方面,2017年公司自营金融业务收入达到3.3亿元,比去年同期增长170.9%,自营金融净利润同比增长119.7%。由于今年利率市场环境偏紧,公司主动放缓汽车金融业务的扩张速度。但由于豪华车行业仍处于快速增长期,且金融覆盖率仍有上升空间,因此预计公司2018年自营金融业务继续保持较快增长。
- **风险提示: 汽车销量及毛利率不如预期; 售后业务不如预期; 汽车行业竞争加剧; 利率风险; 汇率风险; 行业政策风险; 限购城市增加。**



目 录

1、公司简介：大型豪华品牌汽车经销商	- 4 -
1.1、公司简介	- 4 -
1.2、发展历程	- 5 -
1.3、股权结构	- 6 -
1.4、网点分布	- 6 -
1.5、公司业绩	- 7 -
1.6、业务结构	- 7 -
2、豪华车销量稳步增长，售后服务业务市场巨大	- 8 -
2.1、豪华车市场增速快于行业平均增速	- 8 -
2.2、未来豪华车市场仍将保持快速增长	- 9 -
2.3、中国汽车保有量快速增长，售后服务市场空间巨大	- 12 -
2.4、二手车交易量快速增长，大型经销商集团优势渐显	- 13 -
2.5、零售金融渗透率提升，汽车金融市场规模继续扩张	- 14 -
3、升级换代需求以及强产品周期，推动新车销量增长	- 15 -
3.1、2017 年新车销量保持稳健增长	- 15 -
3.2、主要品牌仍处于强产品周期，带动公司新车销量增长	- 16 -
3.3、新能源汽车业务稳健发展，把握行业发展机遇	- 19 -
4、汽车后市场弱化行业周期，助益业绩改善	- 20 -
4.1、售后服务保持稳健增长，带动公司毛利率改善	- 20 -
4.2、依托庞大客户资源，二手车业务高速增长	- 22 -
4.3、汽车金融体系建设完成，预计今年稳步增长	- 23 -
4.4、汽车经营租赁持续增长	- 24 -
5、盈利预测与财务分析	- 24 -
5.1、收入预测	- 24 -
5.2、毛利率及费用率预测	- 25 -
5.3、净利润预测	- 26 -
5.4、估值比较	- 27 -
6、风险提示	- 29 -
图表 1、2017 年中国汽车流通行业经销商集团百强排行榜	- 4 -
图表 2、永达汽车主要大股东列表（截止 2018 年 4 月 27 日）	- 6 -
图表 3、永达汽车历年已开业网点情况（家）	- 6 -
图表 4、营业收入及增速历年情况	- 7 -
图表 5、归母净利润及增速历年情况	- 7 -
图表 6、2017 年各业务收入占比	- 7 -
图表 7、2017 年各业务毛利占比	- 8 -
图表 8、中国乘用车销量及增速	- 8 -
图表 9、豪华车在华销量及增速	- 9 -
图表 10、中国人均 GDP 历年情况（美元）	- 9 -
图表 11、2017 年二手车交易市场车辆使用年限占比	- 10 -
图表 12、中国乘用车销量及增速	- 10 -
图表 13、各国汽车金融渗透率	- 11 -
图表 14、进口乘用车销量及占比	- 11 -
图表 15、汽车保有量及增速	- 12 -
图表 16、中美汽车经销商售后服务收入占比历年情况	- 12 -

图表 17、全国经销商百强企业售后服务占比与毛利率	- 12 -
图表 18、二手车交易量历年情况	- 13 -
图表 19、转籍比例 (%)	- 13 -
图表 20、全国二手车与新车交易量历年情况 (万辆)	- 14 -
图表 21、中国汽车金融市场规模增长	- 15 -
图表 22、2017 年各品牌豪华车收入占比 (%)	- 15 -
图表 23、宝马品牌新款车型	- 16 -
图表 24、保时捷新款车型	- 17 -
图表 25、奥迪品牌新款车型	- 17 -
图表 26、截止 2017 年底公司网点渠道情况 (个)	- 17 -
图表 27、各品牌网点情况及新增计划	- 18 -
图表 28、永达汽车销量预测 (辆)	- 18 -
图表 29、中国新能源乘用车销量及增速	- 19 -
图表 30、永达汽车售后业务收入及毛利率	- 20 -
图表 31、售后业务收入占比及综合毛利率 (%)	- 20 -
图表 32、各业务毛利占比历年情况	- 20 -
图表 33、2017 年已开业授权网点店龄分布	- 21 -
图表 34、永达汽车售后业务收入及增速预测	- 21 -
图表 35、永达汽车二手车销量趋势图	- 22 -
图表 36、永达汽车金融业务规模预测	- 23 -
图表 37、汽车租赁收入及增速	- 24 -
图表 38、汽车销售收入预测 (百万元)	- 24 -
图表 39、汽车延伸业务收入预测	- 25 -
图表 40、毛利率预测 (%)	- 25 -
图表 41、三费历年情况及预测	- 26 -
图表 42、净利润及增速预测	- 26 -
图表 43、永达汽车 (3669.HK) 最近一年股价走势	- 27 -
图表 44、吉利汽车 (0175.HK) 最近一年股价走势	- 27 -
图表 45、广汽集团 (2238.HK) 最近一年股价走势	- 27 -
图表 46、比亚迪股份 (1211.HK) 最近一年股价走势	- 27 -
图表 47、华晨中国 (1114.HK) 最近一年股价走势	- 28 -
图表 48、北汽汽车 (1958.HK) 最近一年股价走势	- 28 -
图表 49、PE-Band	- 28 -
图表 50、汽车经销商上市公司估值比较	- 29 -
附表、财务报表	- 30 -

报告正文

1、公司简介：大型豪华品牌汽车经销商

1.1、公司简介

永达集团成立于 1992 年，是一家在香港主板上市的大型豪华车经销集团（股票代码：03669.HK），主要经营汽车销售服务、汽车金融服务、汽车租赁服务等业务，公司位列 2017 年中国汽车流通行业经销商集团百强榜第五名。

图表 1、2017 年中国汽车流通行业经销商集团百强排行榜

排名	集团名称
1	广汇汽车服务股份公司
2	中升集团控股有限公司
3	利星行汽车
4	庞大汽贸集团股份有限公司
5	上海永达控股（集团）有限公司
6	国机汽车股份有限公司
7	恒信汽车集团股份有限公司
8	大昌行集团有限公司
9	浙江物产元通汽车集团有限公司
10	中国正通汽车服务控股有限公司

资料来源：中国汽车流通协会、兴业证券经济与金融研究院整理

在汽车销售服务产业方面，公司主要代理宝马、保时捷、捷豹路虎、奥迪、沃尔沃、凯迪拉克、宾利、阿斯顿马丁、奔驰、林肯、英菲尼迪、雷克萨斯等多个国际知名豪华及超豪华汽车品牌，也代理丰田、大众、福特等中高端汽车品牌。

在汽车金融自营方面，公司专注于为企业和个人提供定制化的汽车全产业链金融服务。

在汽车租赁产业方面，公司专注于为各类企事业单位跨国公司和个人提供代驾或自驾长期合约租赁、高端商务/会务以及个人短时租赁等全方位汽车租赁服务，并从事新能源车租赁、分时租赁、车辆融资创业等新型业务，全力向互联网+金融服务型汽车租赁企业迈进。

1.2、发展历程

1992 年	开始乘用车及零部件销售业务
1999 年	上海开设首家广汽本田 4S 经销店
	上海开设首家别克 4S 经销店
2000 年	开始汽车租赁服务
2001 年	上海开设首家一汽大众 4S 经销店
	上海开设首家东风日产 4S 经销店
2002 年	上海开设首家一汽丰田 4S 经销店
	上海设立首家奥迪经销店
2003 年	开始二手车业务
2005 年	上海开设首家宝马 4S 经销店
	福建开设首家别克经销店
	上海开设首家雪佛兰 4S 经销店
2006 年	上海开设首家东风本田 4S 经销店
	上海开设首家荣威 4S 经销店
	上海开设首家广汽丰田 4S 经销店
	江苏开设首家宝马 4S 经销店
2007 年	上海开设首家英菲尼迪 4S 经销店，该店亦为在中国开设的首家英菲尼迪 4S 经销店
	上海开设首家凯迪拉克 4S 经销店
2008 年	上海开设首家沃尔沃 4S 经销店
	山西开设首家宝马经销店
2009 年	浙江开设首家宝马 4S 经销店
2011 年	海南开设首家保时捷 4S 经销店
	上海开设首家捷豹路虎 4S 经销店
2012 年	在香港联交所主板上市
	开设首家宾利经销店
2013 年	上海开设全球最大的奥迪 4S 店
	上海开设中国最大的 BMW 旗舰品牌形象店
2014 年	永达金融控股集团正式成立，打造产融集合的服务平台

资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、股权结构

根据公司 2018 年 4 月 27 日发布的年度报告，永达汽车主要股东包含柏丽万得（20.92%）、Asset Link（12.92%）、盈嘉（4.81%）等。

图表 2、永达汽车主要大股东列表（截止 2018 年 4 月 27 日）

	直接持股数量	占已发行普通股比例 (%)
柏丽万得	384,000,000	20.92
Asset Link	237,080,000	12.92
盈嘉	88,288,000	4.81
润达控股有限公司	26,800,000	1.46
日月中国投资有限公司	14,379,000	0.78

资料来源：公司年报、兴业证券经济与金融研究院整理

备注：张德安先生拥有柏丽万得和 Asset Link 公司 100% 股份；蔡英杰先生全资持有盈嘉公司；顾昌明先生持有日月中国及润达控股公司 100% 股份。

1.4、网点分布

公司持续经营以长三角为中心的广泛网络，并已向华北、华中、西南和华南等中国其他地区扩张。2017 年，公司共新增门店 28 家，其中自建店面 14 家。截至 2017 年底，公司拥有已开业及已授权服务网点共 247 家，遍布中国的 4 个直辖市和 16 个省，其中包括授权已开业网点 173 家，自有已开业网点 54 家，已授权待开业网点 20 家。

图表 3、永达汽车历年已开业网点情况（家）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
豪华及超豪华 4S	25	45	61	77	87	104
中高端 4S	26	25	28	30		50
豪华城市展厅	15	16	12	10		14
豪华授权服务中心	5	5	5	4		3
豪华授权二手车中心	1	1	2	2		2
授权网点小计	72	92	108	123	147	173
自有车易修豪华车维修中心		1	5	15	19	18
乘用车综合展厅			2	5	8	10
二手车综合展厅			2	10	18	26
非厂方授权网点小计			9	30	45	54
网点合计	72	93	117	153	192	227

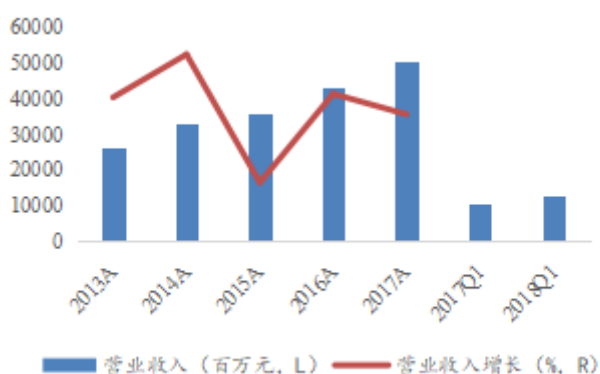
资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

1.5、公司业绩

2017 年营业收入保持稳定增长，净利润大幅提升。2017 年公司包括金融和保险代理服务收入在内的全面收入为 515.6 亿元，较 2016 年的 437.4 亿元增长 17.9%。2017 年包括金融和保险代理服务收入在内的全面毛利为人民币 58.9 亿元，较 2016 年增长 30.4%；全面毛利率为 11.4%，较 2016 年的 10.3% 增长 1.1 个百分点。期内，公司实现归属母公司的净利润为人民币 15.1 亿元，相比于 2016 年同期增长 77.4%。

2018 年第一季度，公司录得包括金融和保险代理服务收入在内的全面收入为人民币 126.9 亿元，同比增长 18.5%，实现归属母公司的净利润为 3.9 亿元，同比增长 30.4%。

图表 4、营业收入及增速历年情况



图表 5、归母净利润及增速历年情况



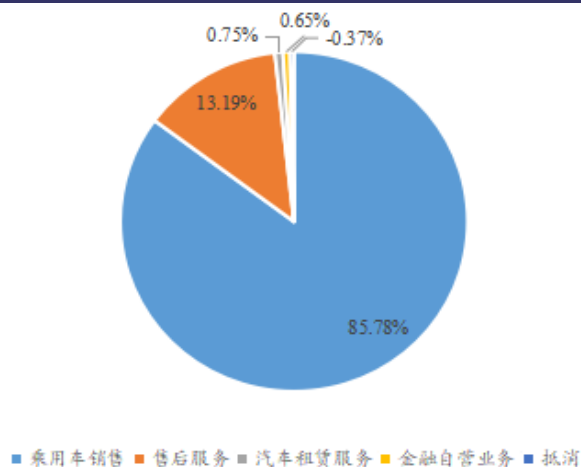
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

1.6、业务结构

新车销售为主要收入来源。从收入结构来看，公司主要收入来自于新车销售业务，占比为 85.78%；售后业务收入占比为 13.19%；汽车租赁业务收入占比为 0.75%；金融自营业务收入占比为 0.65%。

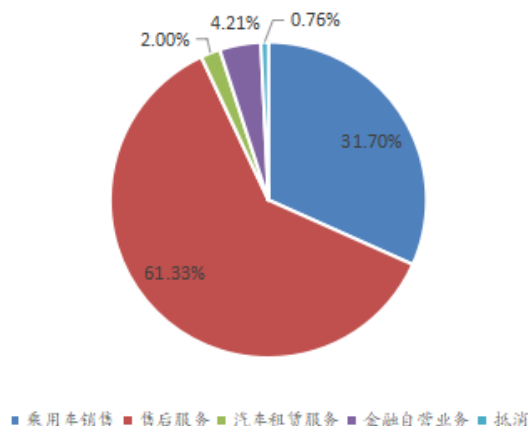
图表 6、2017 年各业务收入占比



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

售后业务是利润贡献主体。从利润贡献来看，售后服务是主要贡献主体，其次是新车销售业务、金融自营业务等。2017年，公司来自于售后服务的毛利为30.8亿元，占比61.3%；来自乘用车销售业务的毛利为15.9亿元，占比31.7%；来自汽车租赁服务业务的毛利为1.0亿元，占比2.0%；来自金融自营业务的毛利为2.1亿元，占比4.2%。

图表 7、2017 年各业务毛利占比



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

2、豪华车销量稳步增长，售后服务业务市场巨大

2.1、豪华车市场增速快于行业平均增速

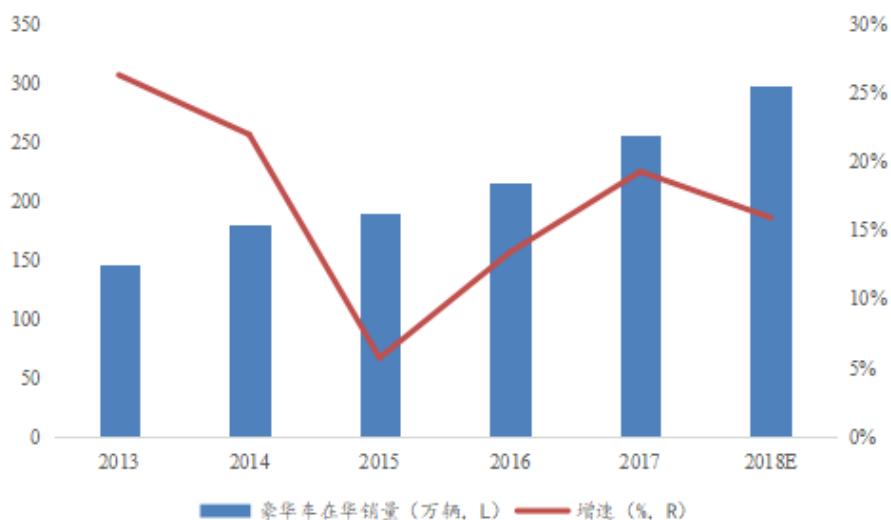
根据中国汽车工业协会数据，2017年中国乘用车销量达到2,472万辆，比2016年同期增长1.4%。中国汽车工业协会预测：2018年中国乘用车预期销量2,559万辆，增速为3%，将继续保持小幅增长。从细分市场来看，2017年豪华品牌乘用车销量增速为17%，远高于乘用车行业增速，占乘用车市场份额的9%。其中宝马、奔驰、保时捷、奥迪等品牌均处于较强势产品周期，同时沃尔沃、凯迪拉克、林肯等第二梯队豪华品牌快速增长，带动2017年豪华车市场保持快速增长。

图表 8、中国乘用车销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9、豪华车在华销量及增速



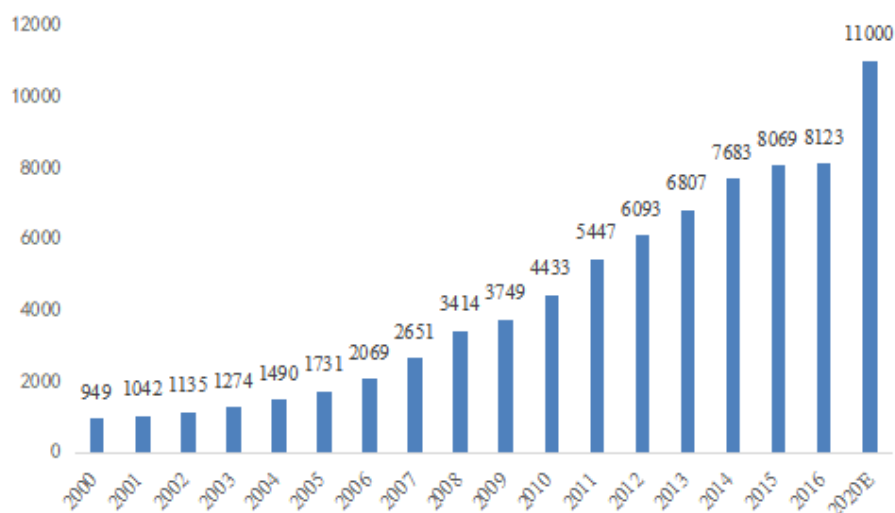
资料来源：公开资料、兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、未来豪华车市场仍将保持快速增长

随着国民可支配收入增加、升级换代需求、汽车金融渗透率持续上升以及更多车型覆盖细分市场，豪华车及超豪华品牌乘用车仍将保持两位数增长。

首先，中国经济稳中向好，居民人均可支配收入增加，带动居民消费。2017年中国GDP突破80万亿，同比增长6.9%，中国经济增速企稳回升，保持中高速增长。2017年，消费是经济增长主动力，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为58.8%，中国经济已经从主要依靠投资拉动转为投资和消费共同拉动，消费已经成为经济增长主要驱动力。随着人均可支配收入逐渐增加，财富效应导致汽车消费在居民的可支配收入当中的占比逐渐下降，大宗商品和房地产价格上涨使得豪华品牌售价出现了相对下降。

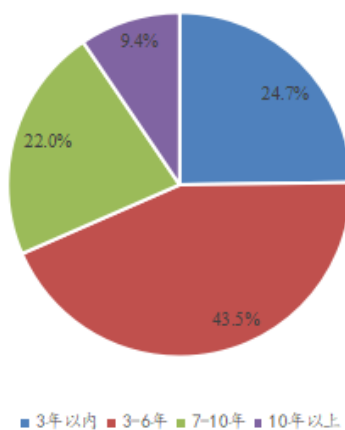
图表 10、中国人均 GDP 历年情况 (美元)



资料来源：国家信息中心、兴业证券经济与金融研究院整理

第二，汽车市场仍处于升级换代高峰期，豪华车销量将进一步增长。2009年中国汽车销量进入快速增长通道，各细分市场均快速增长。中国汽车流通协会数据显示：我国二手车使用年限为3-6年的交易量最多，占比达到43.5%，其次为使用年限在3年以内的二手车，占比为24.7%，再其次是使用年限为7-10年的二手车，占比为22.0%。

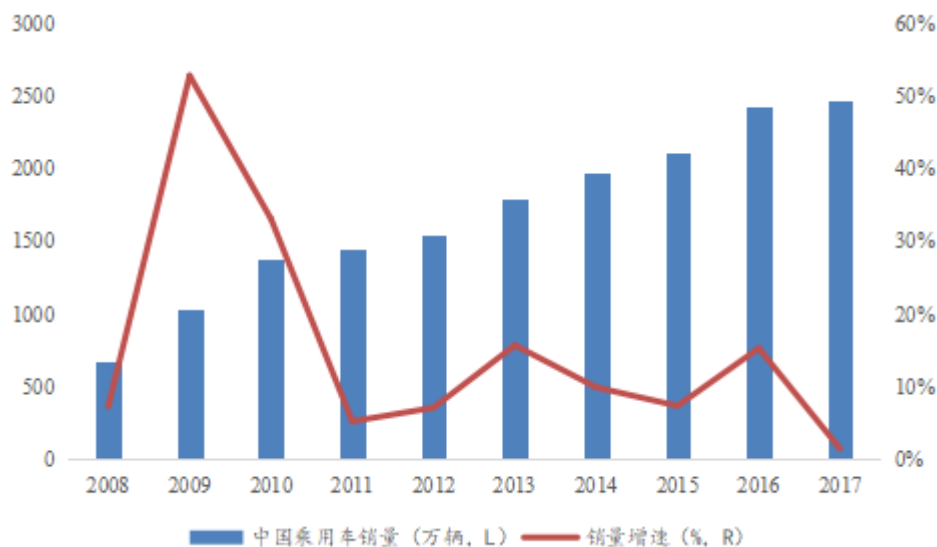
图表 11、2017 年二手车交易市场车辆使用年限占比



资料来源：中国汽车流通协会、兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计汽车大概换车周期为6年左右，按此推算第一个汽车替换高峰于2015年开始。如图所示，2010年起我国乘用车销量一直保持较好增速，存量逐年增加，为未来几年的更新换代提供基础。同时，近几年消费者换车的年限大幅缩短，大部分消费者3年左右就会进入替换期，一方面为二手车提供了资源，另一方面为豪华车的销量贡献增长。

图表 12、中国乘用车销量及增速

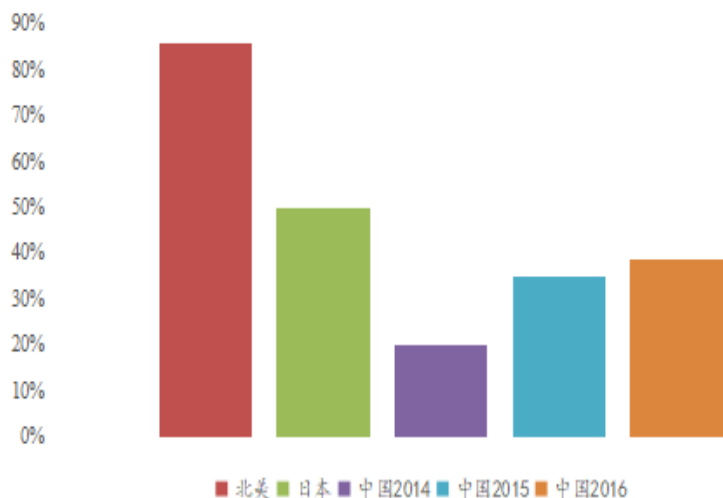


资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

第三，中国汽车金融渗透率持续上升，促进豪华车销量增长。据前瞻产业研究院数据显示，2016年中国乘用车金融渗透率为38%，二手车金融渗透率为8%，但距离

发达国家平均 70% 的渗透率水平还有很大的空间。

图表 13、各国汽车金融渗透率 (%)

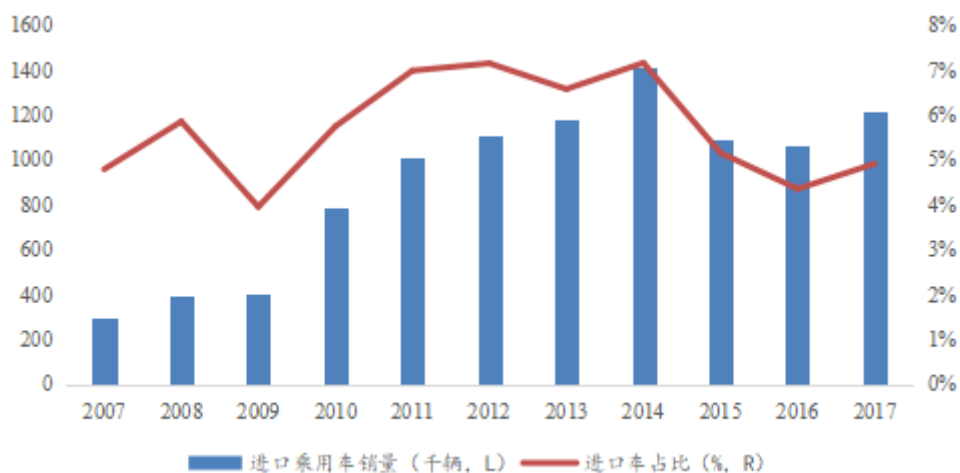


资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

第四，中国市场的豪华车车型增加，加速豪华车市场销量增长。中国作为巨大的汽车销售市场，各国豪华车品牌都在加大力度投放适合中国市场的车型，随着更多车型的导入，中国豪华乘用车增长更添动力。

第五，2018 年 4 月 10 日，国家主席习近平在博鳌亚洲论坛上发表演讲时称，今年将相当幅度降低汽车进口关税。汽车进口关税的降低短期可能导致进口车消费者采取观望态度，但长期将刺激进口豪华车的消费。如图所示，进口车销量在 2016 年触底回升，进口车销量占乘用车总销量的比例也在回升。进口豪华汽车销量预计迎来增长，主营豪华汽车品牌的经销商集团将受益。

图表 14、进口乘用车销量及占比

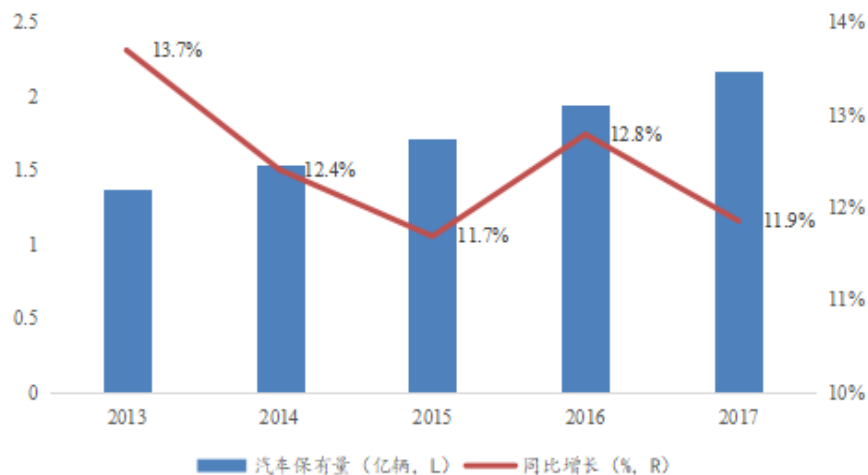


资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、中国汽车保有量快速增长，售后服务市场空间巨大

随着中国汽车保有量的扩大，维修保养、二手车、汽车金融等售后服务市场空间巨大，将持续高速增长。根据公安部交通管理局数据，2017 年底中国汽车保有量达到 2.17 亿辆，同比增速达到 11.9%。

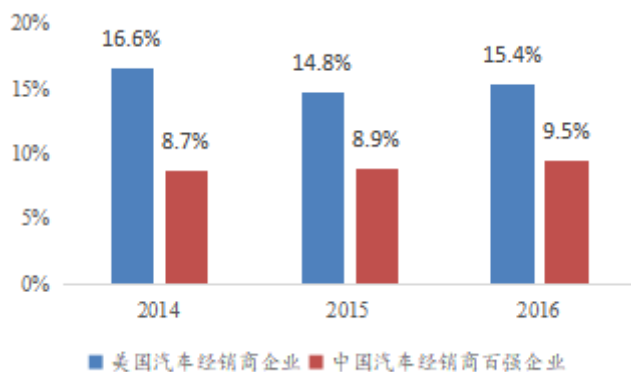
图表 15、中国汽车保有量及增速



资料来源：公安部交管局、兴业证券经济与金融研究院整理

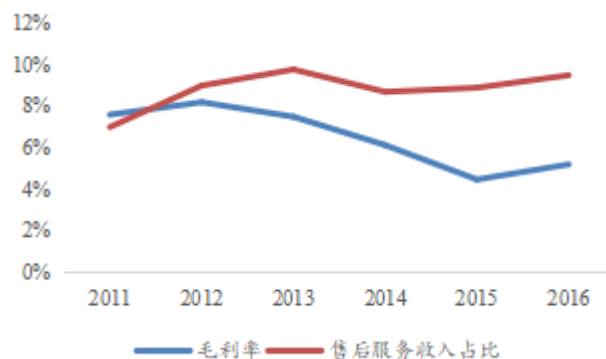
中国汽车经销商售后服务收入占比仍有提升空间，带动盈利改善。2017 年度，美国最大汽车经销商 AutoNation 的新车收入和毛利占比分别为 56.6%和 17.5%，相比于 2016 年的新车收入和毛利占比分别为 57%和 19%，均呈下降趋势。而其余收入和毛利均来自维修、配件、金融保险、二手车等后市场业务。对比中国数据，新车销售收入在营业收入中的占比也逐年降低。如图表 15 所示，中国汽车经销商售后服务收入占比相比于美国来说，还有很大上升空间，中国汽车经销商百强企业售后服务收入占比从 2014 年开始逐年提高，毛利率水平也同时改善。随着具有高毛利率的售后服务业务占比提升，将对经销商毛利率持续改善；同时随着延伸业务在利润中占比的提升，未来行业盈利的波动性下降。

图表 16、中美汽车经销商售后服务收入占比历年情况



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17、全国经销商百强企业售后服务占比与毛利率



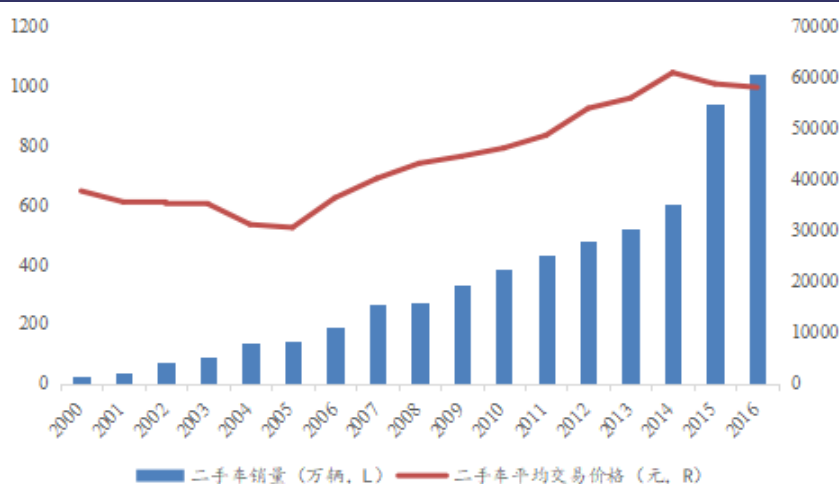
资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、二手车交易量快速增长，大型经销商集团优势渐显

随着中国汽车保有量的增加、升级换代的需求增加，以及逐步取消限迁政策和二手车交易量相对于新车比例的进一步提升，中国二手车销售将快速增长。

根据中国汽车流通协会数据，2017年中国的二手车交易量达到1240万辆，同比增长19.3%。中国2010年进入汽车销售快速增长通道，使用年限为3-6年的二手车占比最高，估算2015年二手车进入快速增长通道，预计随着车源的不断增长，未来还将持续高增长。

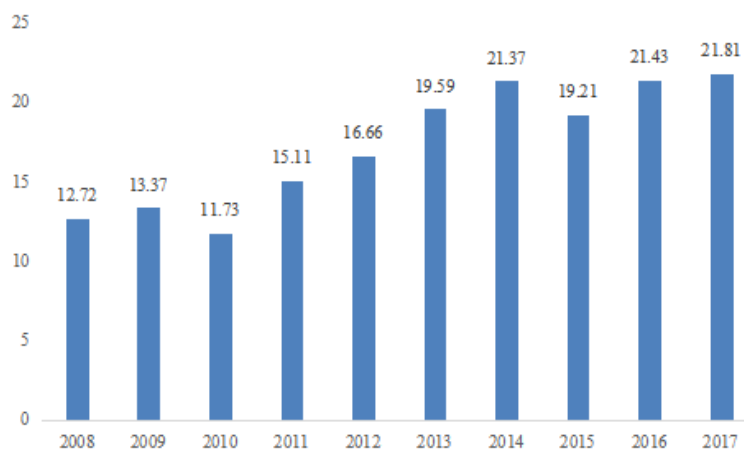
图表 18、二手车交易量及价格



资料来源：汽车流通协会、兴业证券经济与金融研究院整理

随着限迁政策的取消，二手车市场潜力将进一步释放。中国二手车交易在近年来快速增长，但是全面流通仍然存在限制。一些地方对于外省或者外市的二手机动车，采取限制环保标准、限制年份等措施，以避免这些车辆大量流入本地市场。全面取消二手车限迁政策被列入2018年两会政府工作报告，今后商务部将继续推动全面取消二手车限迁政策，加快修订《二手车流通管理办法》，推进二手车信息和信用体系建设，规范二手车交易秩序，促进二手车市场潜力进一步释放。如图18所示，随着2017年解除限迁逐步推进，跨地区流通比例得到提升。

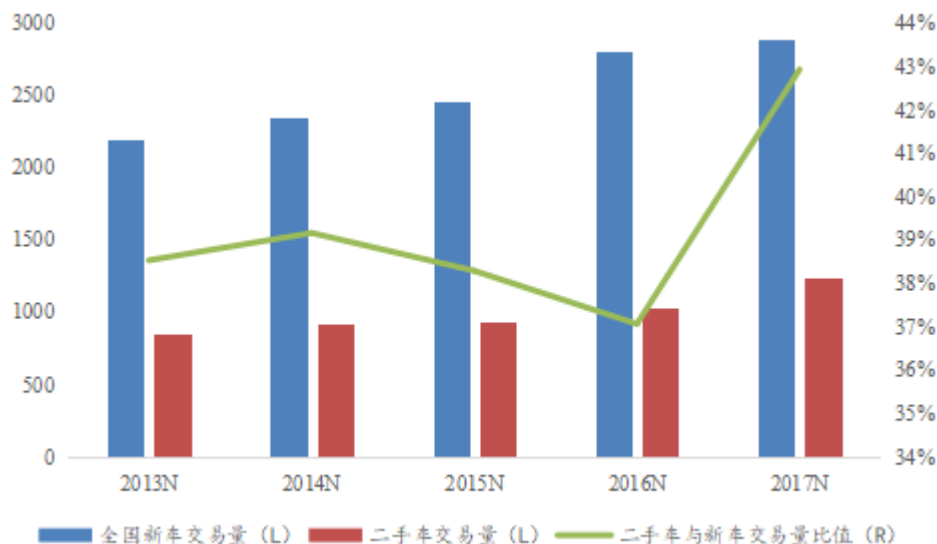
图表 19、转籍比例 (%)



资料来源：汽车流通协会、兴业证券经济与金融研究院整理

中国二手车交易量相对新车比例与发达国家相比还有很大提升空间。从近几年数据来看，我国二手车与新车年销量之比约为 1:2.5，而美国成熟的汽车市场中，两者比例大约在 3:1，随着中国汽车保有量的增长，中国二手车交易量与新车比例将会进一步提高。

图表 20、全国二手车与新车交易量（万辆）及比值



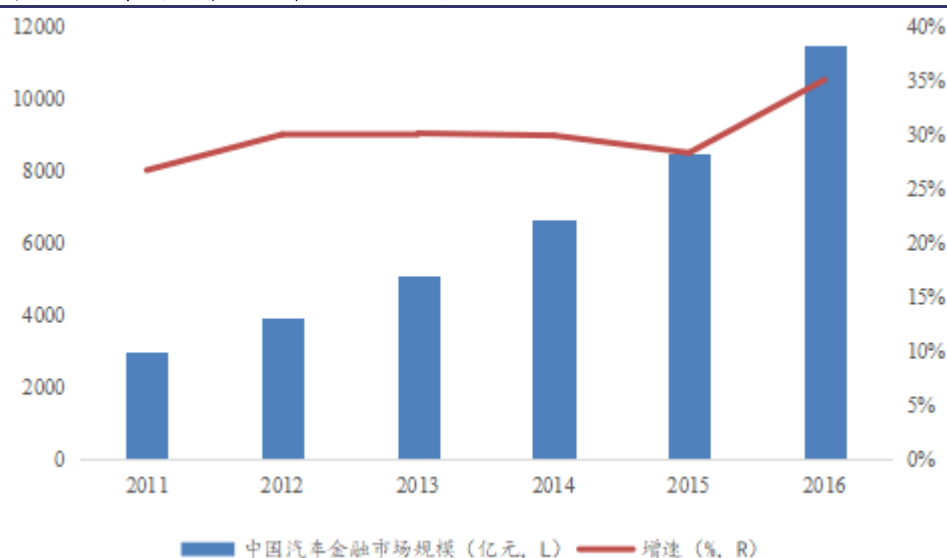
资料来源：中汽协、汽车流通协会、兴业证券经济与金融研究院整理

2.5、零售金融渗透率提升，汽车金融市场规模继续扩张

全球平均汽车金融渗透率约为 70%，其中北美高达 80%，即使同为人口大国的印度也达到 70%。中国汽车金融渗透率仅四成左右，在宏观经济、汽车行业和金融行业发展的带动下，未来提升空间很大。

汽车金融主要产品包括经销商贷款、零售贷款和融资租赁。其中汽车融资租赁在欧美国家已经是一个成熟业务，在国内还处于快速发展期。从需求上，融资租赁的用车门槛低、满足经常换车的需求，对于年轻的购车群体来说，是一项很有竞争力的业务。供给上，主机厂、经销商主体的加入可以提供更多汽车金融产品。随着购车主体的年轻化以及个人征信系统的发展，融资租赁模式逐渐获得市场的认可，大量资金涌入该领域，这一行业的并购、融资、增资业务明显增加。汽车金融业务为汽车经销商提供了直接、丰厚的延伸收入来源。

图表 21、中国汽车金融市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网、兴业证券经济与金融研究院整理

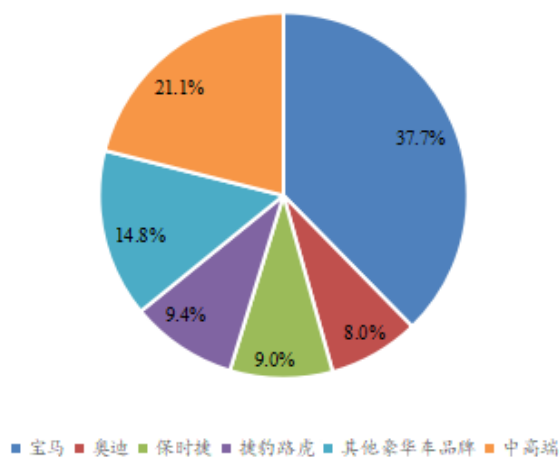
3、升级换代需求以及强产品周期，推动新车销量增长

3.1、2017 年新车销量保持稳健增长

永达汽车主要经营豪华品牌汽车的销售，其中宝马占比最高，其次是保时捷、捷豹路虎、奥迪等。2017 年，宝马品牌收入占公司新车销售收入比例的 37.7%，其次是捷豹路虎 9.4%，保时捷 9.0%，奥迪 8.0%。

受益于宝马等品牌新产品周期，2017 年公司新车销量取得快速增长，达到 171,640 辆，较 2016 年同比增长 16.6%。其中保时捷、沃尔沃、凯迪拉克等品牌均录得相当幅度的增速。2018 年第一季度，公司乘用车销量达到 37,602 辆，同比增长 16.7%。

图表 22、2017 年各品牌豪华车收入占比 (%)



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、主要品牌仍处于强产品周期，带动公司新车销量增长

宝马品牌是公司收入占比最高的品牌。2017年起，宝马迎来新产品推出和重量级产品换代的强产品周期，近两年共计将推出20款以上全新产品和升级换代产品，其中包括2017年的全新1系、5系换代产品，2018年的X3、X5换代及全新X7、X2、7系等强势产品，未来几年宝马投放市场的全新及换代产品将达到40多款，覆盖更多细分市场的需求。其次，宝马厂商也调整了对经销商的返利政策，帮助经销商改善现金流和库存，维持良好的毛利率水平。作为国内销量最大的宝马经销商集团，将受益于宝马强势产品周期，实现新车销量的增长及毛利率的提升。

图表 23、宝马品牌新款车型

厂商	车型	进口/国产	(预)上市时间	类型
华晨宝马	525Li	国产	2018年3月	改款
华晨宝马	530Le	国产	2018年4月	换代
华晨宝马	X3	国产	2018年5月	新车型
宝马	X2	进口	18年10月	新车型
宝马	宝马X4	进口	18年四季度	换代
宝马	X5	进口	2019年	换代
宝马	新3系	进口	2019年	换代
宝马	新1系	进口	2019年	换代
宝马	新I3	进口	2019年	换代
宝马	宝马2系多功能旅行车	进口	-	改款
宝马	宝马X7	进口	2019第一季度	概念车
宝马	IX3	进口	有望在2020年国产	新车型

资料来源：公开资料、兴业证券经济与金融研究院整理

保时捷也在2018年迎来产品更新周期。2017年保时捷在中国的新车销售突破71,000辆，同比增长10%，占其全球销量的29%，巩固保时捷全球最大的单一市场地位。公司是国内最大的保时捷经销商，占其中国销量的接近6%。2018年保时捷911 GT3 RS、911 GT2 RS、2018 Cayenne以及新款Macan陆续上市，未来保时捷还将推出Cayman GT4、Boxster高性能版以及混动版Panamera Turbo S和911 Turbo S，Macan纯电动车型。强势产品集中上市为经销商毛利率提供保障。

图表 24、保时捷新款车型

品牌	车型	进口/国产	(预)上市时间	类型
保时捷	Mission E Cross Turismo	进口	2019 年	概念车
保时捷	Panamera Turbo S E-Hybrid Sport Turismo	进口	预计 2019 年 9 月量产	换代
保时捷	718 Cayman GTS	进口	-	新型号
保时捷	911 GT3 RS	进口	2018	改款
保时捷	911 GT2 RS	进口	2018	
保时捷	新 Cayenne	进口	2018 年 4 月	换代
保时捷	新款 Macan	进口	2018 年 10 月	换代

资料来源：公开资料、兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年奥迪将推出 16 款新车，其中奥迪全新 A8L 以及奥迪 Q5L 将于上半年正式上市，而全新奥迪 Q8 也将在中国迎来首秀。据奥迪股份公司市场和销售董事 Bram Schot 表示，2022 年奥迪在华的国产车型将由目前的 6 款增加至 12 款，并在中国市场投放 10 款全新的电动车和 10 款新的 SUV 车型——其中将有 7 款国产车型，5 款纯电动车型。

图表 25、奥迪品牌新款车型

品牌	车型	进口/国产	(预)上市时间	类型
奥迪	A8L	进口	2018 年 4 月 8 日上市	换代
奥迪	Q5L	国产	2018 年 6 月	换代
奥迪	A6 混动	进口	2018 年 5 月	换代
奥迪	Q2	进口	2018 年 10 月	换代
奥迪	RS 4 Avant	进口	2018 年 11 月进口上市	新车型
奥迪	A7	进口	2018 年 12 月	换代
奥迪	A6	进口	2019 年	换代
奥迪	Q7 e-tron	进口	2019 年 9 月	改款
奥迪	A6L e-tron	国产	2019 年底上市	换代
奥迪	A4L	国产	2020 年 8 月	改款
奥迪	RS 5 Coupe	进口	-	新车型

资料来源：公开资料、兴业证券经济与金融研究院整理

永达汽车的主要经营品牌在今明两年仍然处于强势产品的密集投放期，为公司的新车收入、新车毛利率、延伸服务的收入提供增长动力。此外，今年销量的增长也为未来两年的售后增长提供动能。

经销网络持续优化，网点扩张增速逐渐稳定。公司在经营网络建设上持续优化提升。2018 年，公司计划新增自建店面 15 家，收购店面 15 家。自建店面品牌方面，计划新增保时捷 4 家、沃尔沃 6 家、凯迪拉克 1 家、林肯 1 家、新能源 3 家。

图表 26、截止 2017 年底公司网点渠道情况 (个)

	已开业网点	已获授权待开业网点	总计
豪华及超豪华品牌 4S 店	104	16	120
中高端品牌 4S 店	50	1	51
豪华品牌城市展厅	14	3	17
豪华品牌授权服务中心	3	0	3
豪华品牌授权认证二手车中心	2	0	2
厂方授权网点小计	173	20	193
自有车易修豪华车维修中心	18	0	18
乘用车综合展厅	10	0	10
永达二手车商城	26	0	26
非厂方授权网点小计	54	0	54
网点总计	227	20	247

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 27、主要品牌网点情况及新增计划

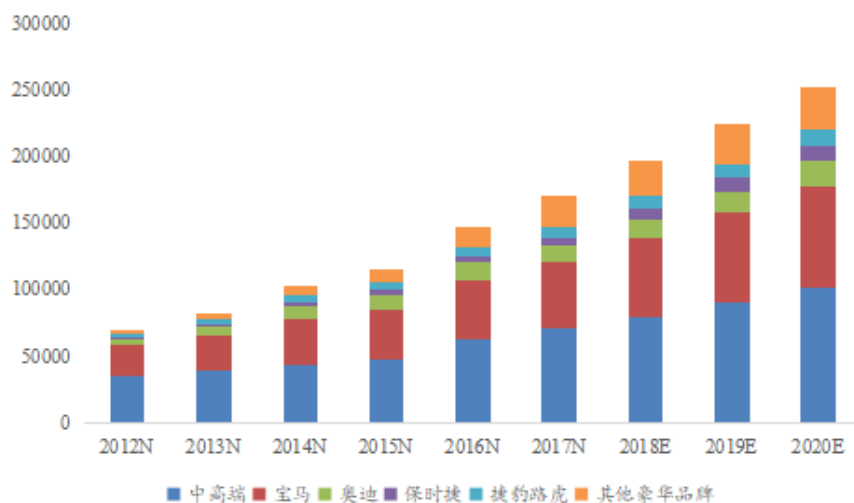
	宝马	保时捷	奥迪	捷豹路虎	林肯	凯迪拉克
2017 年底店面数量	55	16	9	12	4	6
2017 年新增数量	9	9	0	2	8	1
2018 年计划新增数量	0	4	6	0	1	1

资料来源：公开资料、兴业证券经济与金融研究院整理

受益于豪华车产品周期，新车销量稳步增长。2018 年各品牌豪华车在中国的销量预计将保持高速增长。其中奥迪在中国的销量目标为 64.8 万辆，同比增长 8.9%；宝马在中国的销量目标为 61.5 万辆，同比增长 10.4%；捷豹路虎在中国的销量目标为 18.8 万辆，增长 28%；保时捷在中国的销量目标为 83,000 辆，增长 15%。

结合主机厂的销售目标以及公司网络的扩张速度，我们预测公司 2018 年的主要品牌销量增速如下。奥迪品牌销量增速有望达到 9%；宝马品牌的销量增速有望接近 20%；捷豹路虎品牌的销量增速为 13%；保时捷品牌的销量增速有望高达 49%。永达汽车新车销量增速可期。

图表 28、永达汽车销量预测（辆）



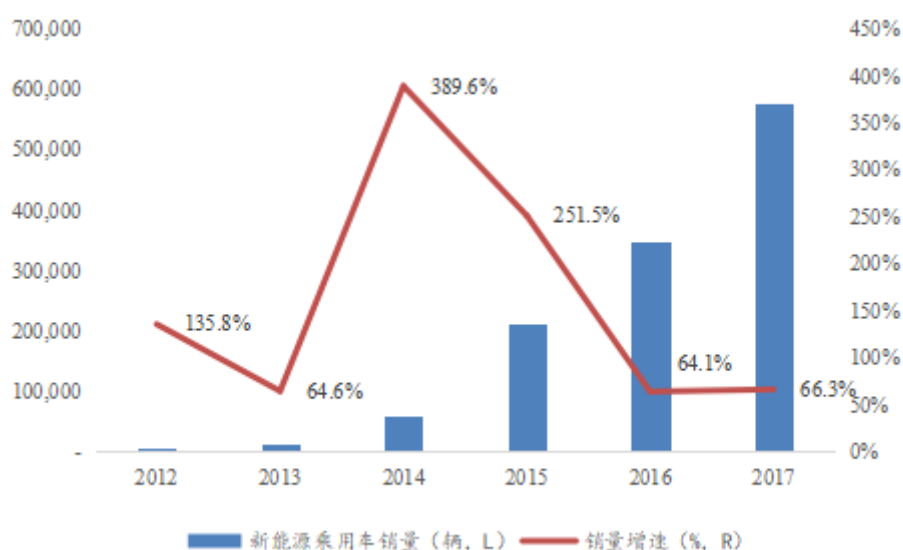
资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

3.3、新能源汽车业务稳健发展，把握行业发展机遇

中国新能源乘用车 2017 年实现销量 57.8 万辆，同比增长 66.3%，新能源汽车继续保持两位数高速增长。2017 年公司经营的国内主流新能源汽车品牌销量快速提升，在密切跟进传统汽车品牌新能源车型销售服务业务的同时，还取得了国内知名创新新能源车企的网点授权，开拓新能源汽车销售服务市场份额。

2017 年永达汽车加大新能源汽车领域投入，相继对国内新能源汽车核心零部件研发和生产企业-力信电气和孚能科技进行战略投资，并将继续依托集团产业资本，在汽车“新能源、新材料、新技术”等领域进行战略投资，布局新能源汽车上下游产业链，把握未来行业发展机遇。

图表 29、中国新能源乘用车销量及增速



资料来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

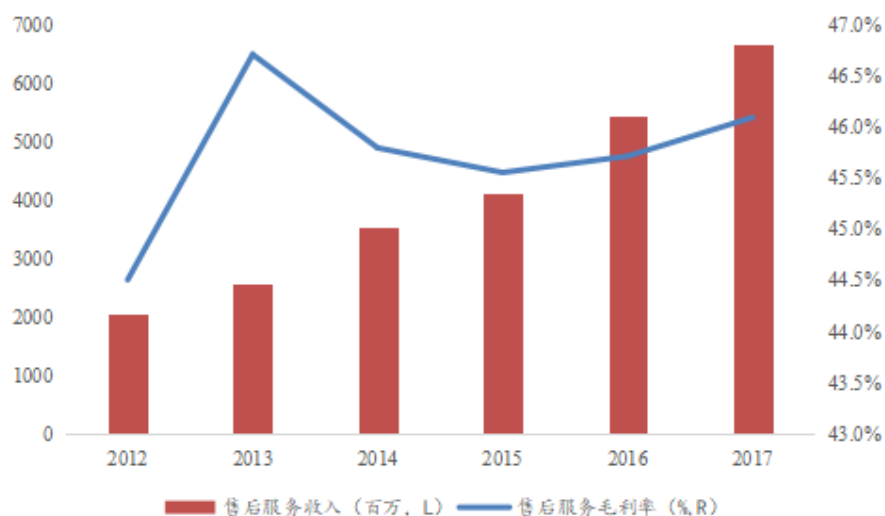
4、汽车后市场弱化行业周期，助益业绩改善

4.1、售后服务保持稳健增长，助益综合毛利率改善

2017年，公司包括维修保养服务及汽车延伸产品和服务在内的售后服务业务收入达到人民币66.9亿元，同比增长22.7%。由于公司一直保持店面的扩张，客户累积量不断提高，2012-2017年，售后业务呈现快速增长。

2018年第一季度售后服务收入17.6亿元，同比增长20.2%，售后服务收入占比13.9%，较去年同期13.7%增长0.2个百分点。

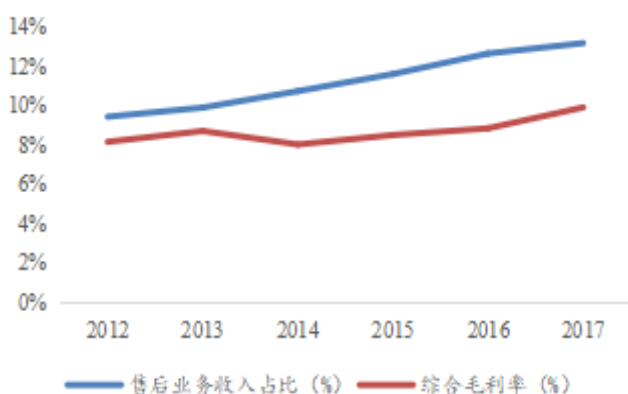
图表 30、永达汽车售后业务收入及毛利率



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

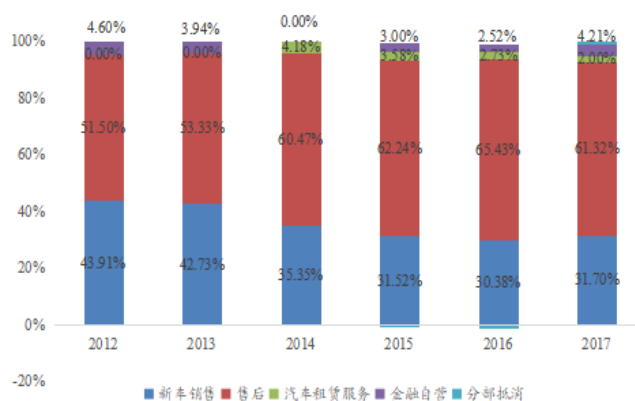
售后业务的毛利率水平较高，该业务占比的提高有助于公司综合毛利率的提升。如下图所示，随着售后业务占比的提升，公司的综合毛利率是随之上行的。同时，售后业务在毛利的贡献比率也逐年增加。

图表 31、售后业务收入占比及综合毛利率 (%)



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32、各业务毛利占比历年情况

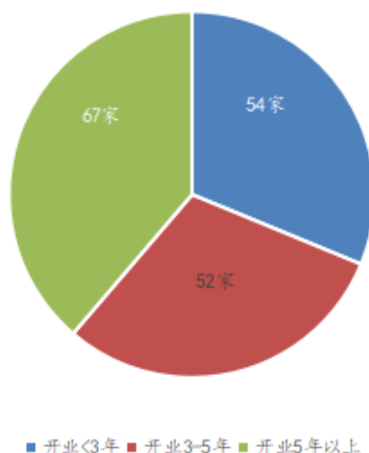


资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

售后业务的增速决定于两个因素，分别为店龄结构及过去两年的新店数量。

从店龄结构来看，截至 2017 年底，永达汽车店面中店龄在 3 年以内的有 54 家，店龄在 3-5 年的店面有 52 家，开业 5 年以上的店面有 67 家。开业 3 年以内的店面占比 31%，开业 3-5 年的店面占比 30%，开业 5 年以上的店面占比 39%。

图 33、2017 年已开业授权网点店龄分布

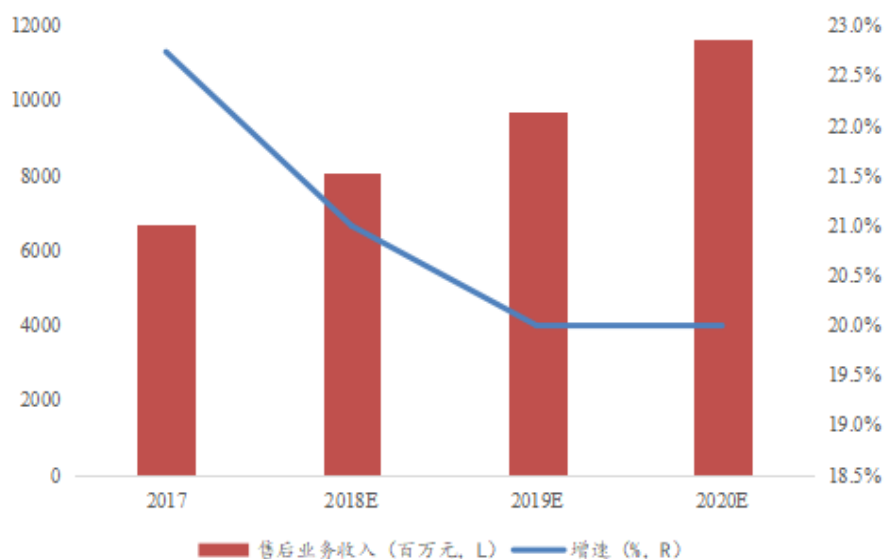


资料来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

从新店数量来看，永达最近 5 年网点扩张速度一直保持在 20% 左右，公司网点扩张速度将继续保持稳定。2017 年，公司新增网点 35 家，增幅为 18.2%；其中宝马 9 家、保时捷 9 家、捷豹路虎 2 家、林肯 8 家、凯迪拉克 1 家。

综合以上，我们预测公司 2018-2020 年的售后业务收入将分别为 80.9 亿元、97.1 亿元和 116.5 亿元，增速分别为 21%、20% 和 20%。

图 34、永达汽车售后业务收入及增速预测



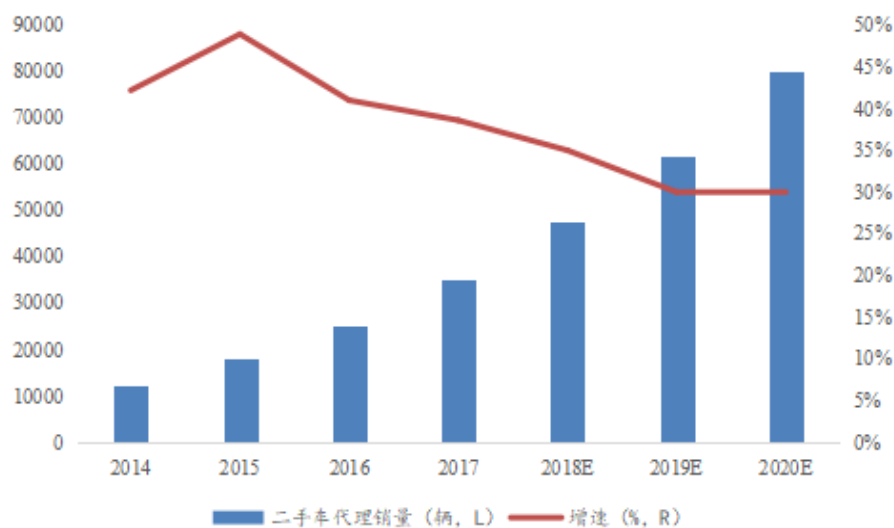
资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

4.2、依托庞大客户资源，二手车业务高速增长

2017年，公司代理的二手车销量为35,183台，同比增长38.6%，二手车代理服务收入达到人民币1.85亿元，同比增长42.7%。2017年公司加快打造二手车“新零售”商业模式，初步实现【二手车+互联网+实体店+金融+物流】的全新业务格局。目前公司已建成97家二手车零售网点，包括OEM品牌认证经营网点47家，4S店销售网点24家及“永达二手车商城”连锁网点26家。公司将通过打造统一报价估值及认证体系的中后台系统，发展前端轻资产连锁实体网点，结合线上一站式商城的O2O模式，重点建设二手车互联网电商，实现直营、寄售、库存融资等功能的线上二手车展示交易平台。

我们在第二部分得出结论：中国二手车销量将进入快速增长期。我们预计公司2018年二手车业务的交易量有望达到4.75万辆，同比增长35%。

图表 35、永达汽车二手车代理销量趋势图



资料来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

4.3、汽车金融体系建设完成，预计今年稳步增长

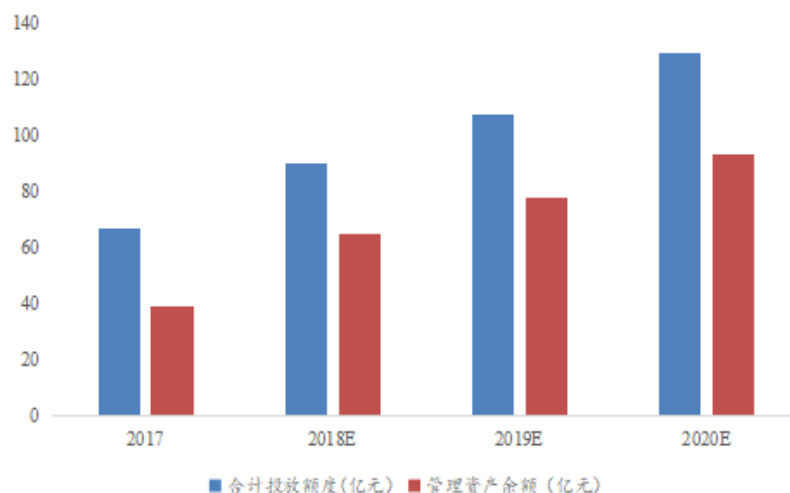
汽车金融业务连续快速增长，2017年公司金融渗透率达到62%。2017年全口径金融业务收入实现人民币12.15亿元，较去年同期增长45.6%。金融业务毛利贡献占比持续提升，从2016年的17.9%提升到2017年的18.6%。

公司汽车金融业务包括代理业务和自营金融业务。2017年代理业务实现收入8.8亿元，比去年同期增长24.1%。2018年第一季度金融和保险代理收入2.5亿元，同比增长21.5%。

2017年，公司自营金融业务收入达到3.3亿元，比去年同期增长170.9%，自营金融净利润同比增长119.7%，自营金融业务在汽车金融业务占比从2016年的22.4%上升到了38.3%，业务结构不断优化。2017年，公司自营业务新增生息资产67.2亿元，同比增长162.6%，新增门店有望开始贡献利润。2018年第一季度金融自营业务收入1.2亿元，同比大幅增长149.9%。

由于今年利率环境偏紧，公司放缓了汽车金融业务的扩张步伐。但由于公司新车销量的增速仍较高，同时金融覆盖率仍有上升的空间。因此，我们预测公司2018年汽车金融业务投放额度约为90亿元，同比增长34%；管理资产额度约为65亿元，同比增长67%。

图表 36、永达汽车金融业务规模预测

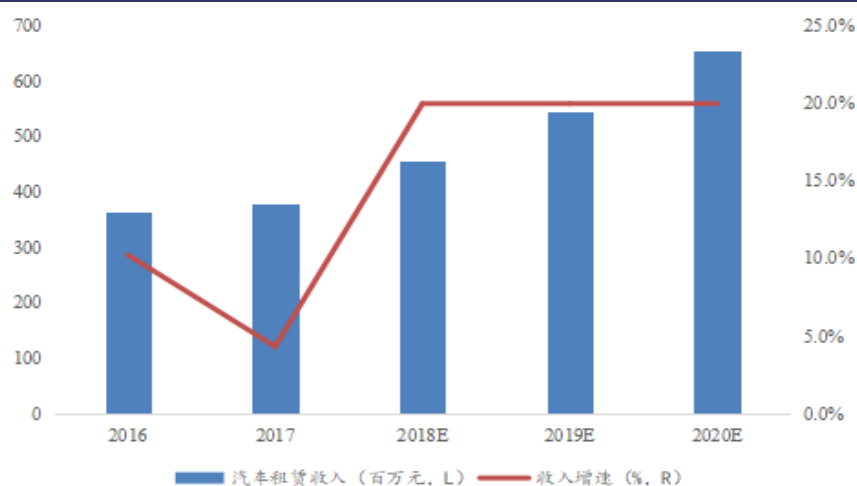


资料来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

4.4、汽车经营租赁持续增长

2017年，公司汽车经营租赁业务收入为3.8亿元，较2016年增长4.3%。2017年公司在长租业务方面保持一贯的优势，签约长租客户数量不断增加，商务短租业务方面，也相继成为各大有影响力活动的指定服务商，获得良好营销效果。在进一步加强上海公务车租赁市场地位的同时，公司在全国进行租赁网络布局，积极寻求合作机会。

图表 37、汽车租赁收入及增速



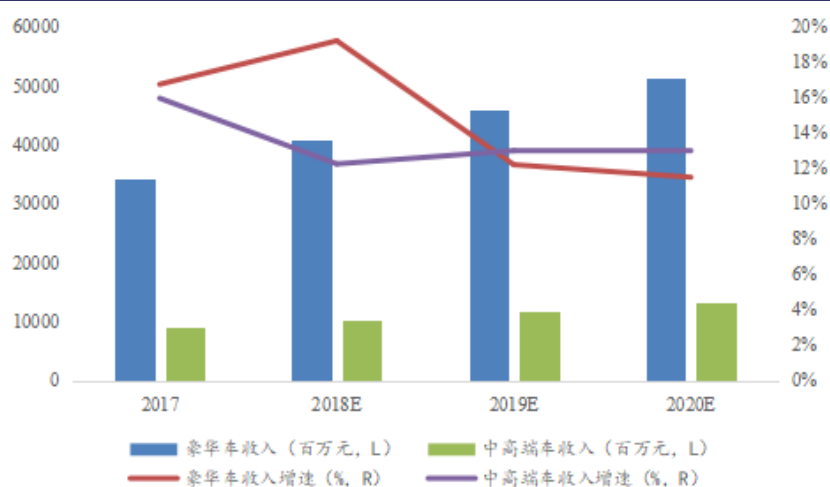
资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

5、盈利预测与估值

5.1、收入预测

我们通过第三部分的分析得出结论：预计2018年公司新车销量为19.8万辆，其中豪华品牌11.8万辆，中高端品牌8.0万辆。预计新车销售收入约为512.1亿元，其中豪华品牌409.3亿元，中高端品牌102.8亿元。

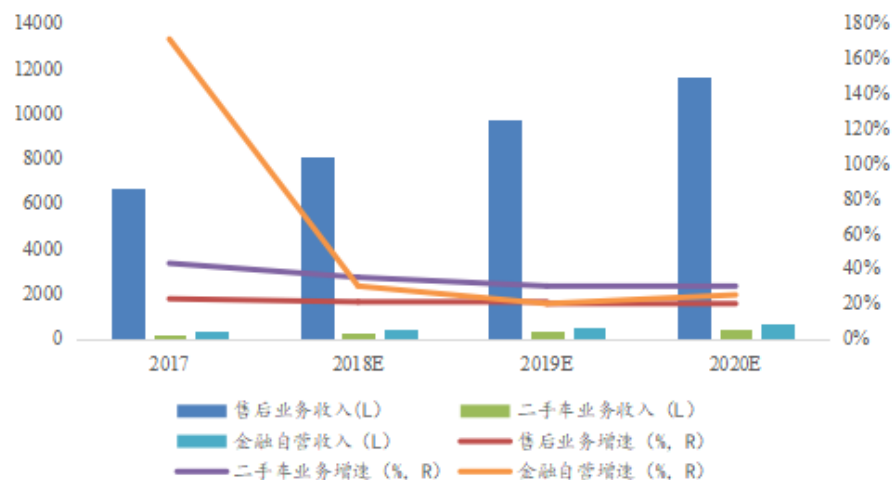
图表 38、汽车销售收入预测 (百万元)



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

通过第四部分的分析，我们预测公司 2018-2020 年售后业务将分别录得 80.9 亿元、97.1 亿元以及 116.5 亿元的收入。中国二手车业务快速发展。我们保守预计公司 2018 年二手车的代理销量约为 47,497 辆，同比增速约为 35%；二手车代理收入约为 2.5 亿元。在汽车金融业务方面，预计公司今年金融自营业务收入将录得 4.3 亿元人民币，同比增长 30%。

图表 39、汽车延伸业务收入预测（百万元）



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

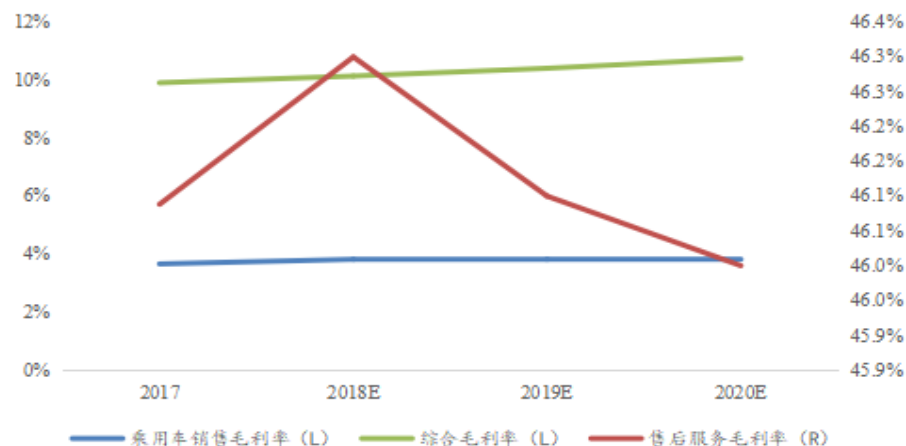
5.2、毛利率及费用率预测

公司主营的豪华车品牌仍处于强产品周期，一般产品周期强势阶段的新车毛利率较高。我们预计豪华车的毛利率有望达到 4.3%，中高端汽车的毛利率有望维持在 1.9%，新车毛利率保守预计为 3.8%。

通过不断提升平行进口零部件、自主 QUICKACT 品牌销量，充分发挥规模效应，进一步降低采购成本，并重点开发高盈利性延伸业务，从而有效提高售后业务毛利水平。同时，豪华车的客户对售后维修价格敏感度较低。我们预测 2018-2020 年公司售后业务毛利率将稳定在 46.3%、46.1%、46.0%。

综合以上，我们预测公司 2018-2020 年的毛利率水平将分别为 10.1%、10.4%、10.7%。

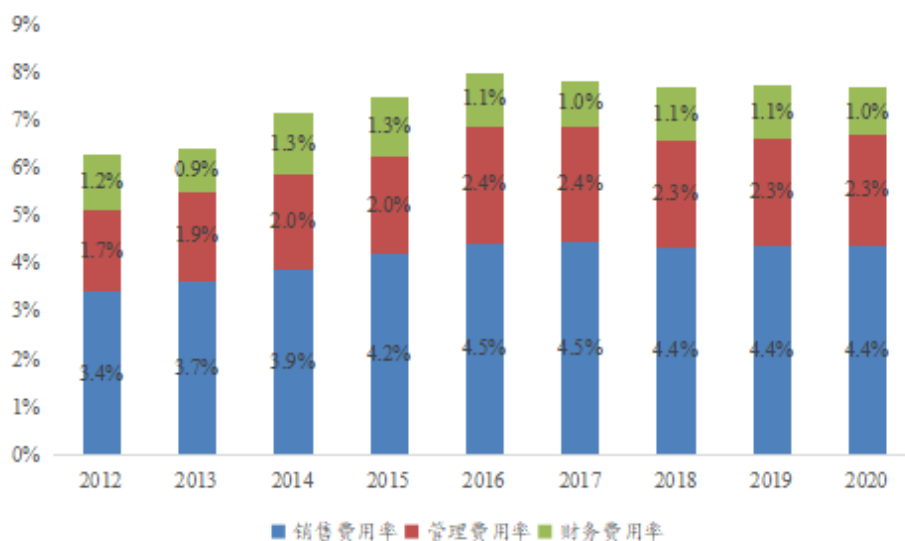
图表 40、毛利率预测 (%)



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

从费用率来看，预计今年利率环境会导致财务费用率略有提升，其他费用平稳。

图表 41、三费历年情况及预测

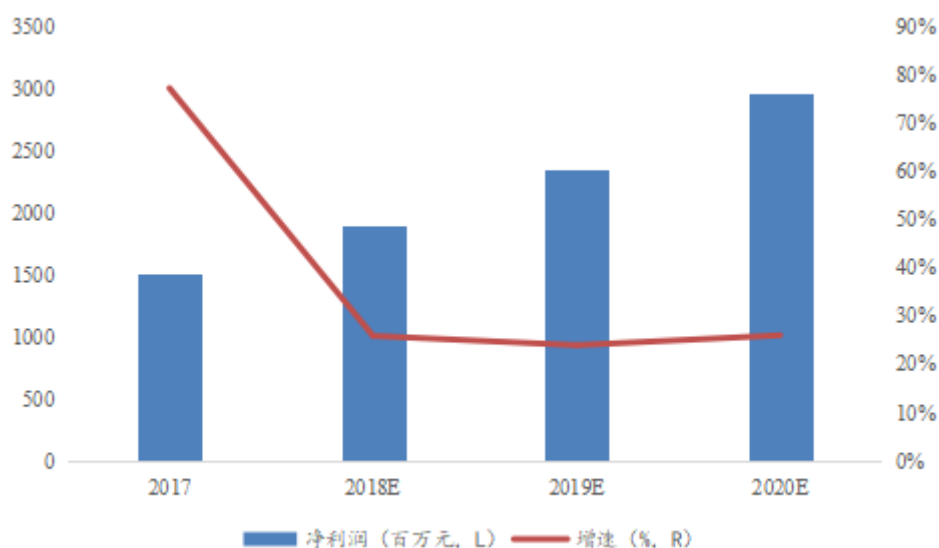


资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

5.3、净利润预测

由于公司毛利率的改善，费用率保持相对稳定，预计公司净利率水平稳步增长。我们预测公司 2018~2020 年将实现归母净利润分别为 19.0 亿、23.6 亿和 29.7 亿元，同比分别增长 25.9%、24.0%和 26.1%，对应 2018~2020 年 EPS 分别为 1.04、1.28、1.62 元。

图表 42、净利润及增速预测



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

5.4、估值比较

如图为汽车行业上市公司最近一年股价走势图。2018年3月中旬至今，汽车行业调整幅度较大。主要基于以下几个原因：1、2017年度业绩公布后，市场普遍开始担心今年汽车行业增长乏力，竞争加剧，行业最好的时期已经过去。2、中国将降低汽车进口关税，影响国内车企。3、国家正式公布汽车行业取消外资股比限制的时间表。永达汽车股票表现受到行业波及。

对于以上三点担心，我们的观点是：1、我们在第二部分得到结论，随着国民可支配收入增加、升级换代需求、汽车金融渗透率持续上升以及更多车型覆盖细分市场，豪华车及超豪华品牌乘用车仍将保持两位数增长，快于乘用车行业平均增速。2、降低进口汽车关税将使得国内的进口汽车占比提高，刺激豪华车的销量。3、外资股比限制的取消对经销商行业基本没有影响。因此，市场对行业的担心影响了永达汽车的走势，未来有修复的机会。

图表 43、永达汽车（3669.HK）最近一年股价走势



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 45、广汽集团（2238.HK）最近一年股价走势



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 44、吉利汽车（0175.HK）最近一年股价走势



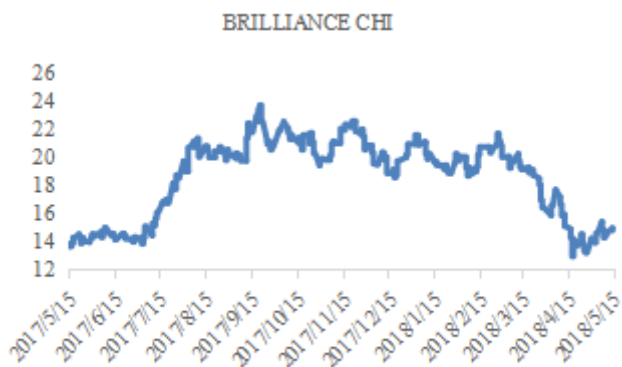
资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 46、比亚迪股份（1211.HK）最近一年股价走势



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 47、华晨汽车（1114.HK）最近一年股价走势



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

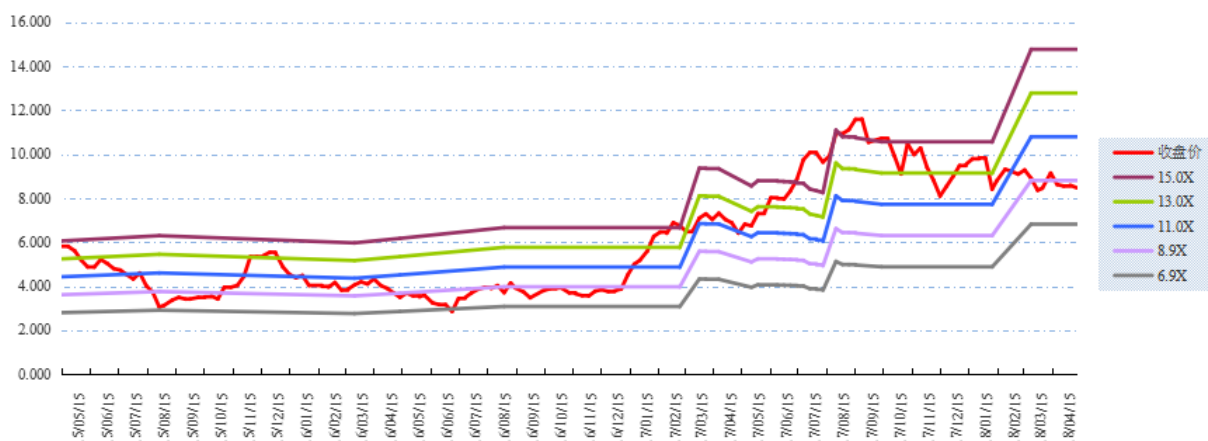
图表 48、北京汽车（1958.HK）最近一年股价走势



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

永达汽车 PE-BAND 如图所示，目前估值水平处于较低区间。由于不是港股通标的，公司 PE 较港股其他汽车经销商更低一些，而今年永达汽车有望成为港股通标的，估值有提升的空间。

图表 49、PE-Band



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 50、汽车经销商上市公司估值比较（以 2018 年 5 月 16 日收盘价为计算基准）

	市值 (亿)	货币	股 价 (元)	PB	EPS (元)			PE		
					2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
正通汽车	161	CNY	6.48	1.26	0.54	0.68	0.83	9.7	7.7	6.3
大昌行	79	HKD	4.30	0.71	0.44	0.51	0.57	7.8	6.8	6.1
中升控股	542	CNY	23.90	2.63	1.48	1.87	2.21	13.1	10.4	8.8
广汇宝信	100	CNY	3.53	1.18	0.30	0.37	0.46	9.5	7.7	6.2
永达汽车	158	CNY	8.58	1.46	0.91	1.04	1.28	7.6	6.7	5.4
和谐汽车	65	CNY	4.19	0.83	0.65	0.44	0.52	5.2	7.7	6.5
国机汽车	108	CNY	10.53	1.43	0.65	0.78	0.91	16.2	13.5	11.6
广汇汽车	564	CNY	6.93	1.27	0.48	0.60	0.72	14.4	11.6	9.6
AUTONATION	42	USD	46.54	1.71	4.43	na	na	10.5	na	na
Sonic Automotive	9	USD	20.70	1.09	2.09	na	na	9.9	na	na
Penske Automotive	41	USD	48.26	1.64	7.14	na	na	6.8	na	na
平均								10.1	9.0	7.6

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

6、风险提示

1. 汽车销量及毛利率不如预期。
2. 售后服务业务发展不如预期。
3. 汽车行业竞争加剧。
4. 利率风险。
5. 汇率风险。
6. 行业政策风险。
7. 限购城市增加。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	17,061	19,345	21,608	23,723
货币资金	1,718	1,860	1,832	1,775
已抵押银行存款	1,597	1,960	2,384	2,837
应收账款及其他应收款	4,807	5,310	5,801	6,207
存货	6,112	6,751	7,389	7,913
其它流动资产	2,827	3,465	4,202	4,992
非流动资产	10,866	12,649	14,693	16,726
固定资产净值	4,729	5,514	6,370	7,201
无形资产	1,527	1,686	1,846	1,977
商誉	904	1,109	1,349	1,605
应收融资租赁	1,338	1,642	1,997	2,376
长期应收贷款	133	163	198	235
可供出售投资	250	307	374	445
其他非流动资产	1,985	2,228	2,560	2,887
资产总计	27,927	31,994	36,301	40,450
流动负债	16,269	15,541	17,530	18,837
短期借款	6,596	7,690	8,885	9,516
应付账款及其他应	6,710	7,411	8,112	8,688
应交所得税	357	439	533	633
其他	2,606	0	0	0
非流动负债	2,876	5,600	5,700	5,700
公司债券	1,992	3,200	3,200	3,200
其他	884	2,400	2,500	2,500
负债合计	19,145	21,141	23,230	24,537
股本	15	13	13	14
储备	8,273	9,756	11,865	14,586
少数股东权益	493	542	597	656
股东权益合计	8,781	10,854	13,071	15,913
权益小计	8,288	10,311	12,475	15,256
负债及所有者权益	27,927	31,994	36,301	40,450

现金流量表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,008	2,521	3,166	3,941
折旧和摊销	477	524	577	634
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	24	0	0	0
出售物业所得款	(23)	(50)	(150)	(149)
财务费用	494	684	832	900
汇兑损失	7	(50)	(100)	(99)
其他	(3,885)	(1,802)	(2,471)	(2,273)
营运资金的变动	(208)	(504)	(665)	(788)
经营活动产生现金流	(1,108)	1,323	1,189	2,167
投资活动产生现金流	(2,076)	(1,758)	(1,729)	0
融资活动产生现金流	3,061	461	356	(751)
现金净变动	(54)	142	(28)	(57)
现金的期初余额	1,772	1,718	1,860	1,832
现金的期末余额	1,718	1,860	1,832	1,775

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	50699	62220	75670	90046
营业成本	(45675)	(56056)	(68048)	(80895)
毛利	5025	6165	7622	9151
其他净收益及净收入	927	1113	1369	1683
销售费用	(2269)	(2707)	(3329)	(3962)
管理费用	(1222)	(1400)	(1703)	(2071)
经营溢利	2461	3171	3959	4802
财务费用	(494)	(684)	(832)	(900)
应占共同控制实体溢	9	10	10	10
应占联营公司损益	32	25	30	30
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	2008	2521	3166	3941
所得税	(406)	(504)	(665)	(788)
净利润	1602	2017	2501	3153
少数股东损益	92	116	143	181
归属母公司净利润	1510	1901	2358	2972
EPS(元)	0.91	1.04	1.28	1.62

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.8	22.7	21.6	19.0
除税前溢利增长	74.3	25.6	25.6	24.5
净利润增长率	77.4	25.9	24.0	26.1
盈利能力(%)				
毛利率	9.9	9.9	10.1	10.2
净利率	3.0	3.1	3.1	3.3
ROE	18.2	18.4	18.9	19.5
偿债能力				
资产负债率(%)	68.6	66.1	64.0	60.7
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力(次)				
资产周转率	1.8	1.9	2.1	2.2
应收帐款周转率	10.5	11.7	13.0	14.5
每股资料(元)				
每股收益	0.9	1.0	1.3	1.6
每股经营现金	(0.7)	0.7	0.6	1.2
每股净资产	5.3	5.9	7.1	8.7
估值比率(倍)				
PE	7.6	6.7	5.4	4.3
PB	1.3	1.2	1.0	0.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券股份有限公司及其有关联公司在过去十二个月内与五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited 有投资银行业务关系、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违犯当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。