

永达汽车 (3669.HK): 行业集中度提升, 宝马龙头加速扩张

2019年11月21日

推荐/维持

永达汽车 公司报告

报告摘要:

我国汽车经销行业集中度将显著大于美国水平。当前美国的汽车经销商行业集中度和我国同样比较分散,原因在于相关法律法规和行业协会对中小型经销商起到了很好的保护作用。美国法律给予经销商平稳经营环境的同时也限制市场自由竞争下的行业洗牌,极大地抬高了汽车经销商退出市场的门槛。而我国并不存在相关法律法规和行业协会,经销商的进入和退出是一种自由的市场行为,因此我国汽车经销行业的市场集中度受限很少,顾集中度的天花板也会显著高于美国水平。

中尾部经销商经营压力增大,未来或将形成寡头垄断格局。当前我国汽车产业整体下行,中小型经销商经营压力骤增,行业亏损面积不断扩大,若乘用车行业持续下行或持平,将有大量中尾部经销商由于亏损扩大而退出。

永达汽车与宝马等豪华车厂商深度合作,未来业务确定性更大。宝马是永达收入占比最高的品牌,2019年H1永达国内宝马4S店数量(含授权未开业)57家,占宝马的10%以上。豪华车的销售格局更加稳定,永达豪车占比较高,未来业绩的确定性明显大于一般的经销商。

永达收购英之杰,并购扩张步伐提速。近年来永达汽车频繁进行4S店收购兼并活动,并于10月2日发布公告,拟以8.3亿元的价格收购英之杰亚洲太平洋公司的全部股份。此举可使得公司快速切入江西汽车销售市场,并进一步提升公司豪华品牌的占比。当前的存量市场下为公司扩张创造更为便利的外部环境,我们认为头部经销商的扩张也会愈加频繁。

盈利预测:预计公司2019/2020/2021年营业总收入为638/729/802亿元,归母净利润分别为15.1/16.3/18.9亿元,同比增长26.2%/7.9%/16.3%,对应EPS分别为0.82/0.89/1.03人民币,对应0.92/0.99/1.15港元,对应6.6x/6.1x/5.3x PE。维持“推荐”评级。

风险提示:国内豪华车消费不及预期;豪华品牌营销格局出现重大变化

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (人民币百万元)	50,699	55,318	63,793	72,892	80,186
增长率 (%)	17.82%	9.11%	15.32%	14.26%	10.01%
净利润 (人民币百万元)	1,437	1,195	1,508	1,628	1,893
增长率 (%)	79.28%	-16.83%	26.16%	7.94%	16.33%
净资产收益率 (%)	18.22%	13.94%	15.08%	15.51%	17.22%
每股收益(港元)	0.78	0.73	0.92	0.99	1.15
PE	8.45	8.34	6.61	6.12	5.26

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

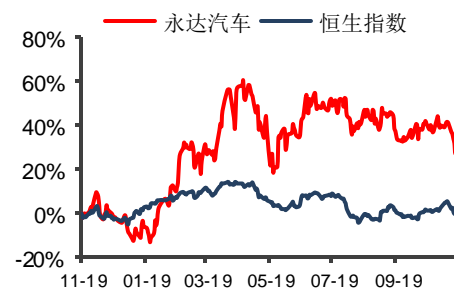
公司简介:

公司是一家中国领先的乘用车经销商和综合性服务提供商。公司拥有广泛的全国性4S经销店网络,目前已先后在上海、北京、福建、山西、浙江、江苏、海南等地设立了多家汽车销售4S店。公司专注于豪华及超豪华品牌,包括宝马、迷你、奥迪、保时捷、捷豹、路虎、英菲尼迪、凯迪拉克、沃尔沃和别克、雪佛兰、大众、丰田、本田、日产等。

交易数据

52周股价区间(港元)	7.70-4.11
总市值(亿港元)	126.02
流通市值(亿港元)	126.02
总股本/流通A股(万股)	183,964.30
流通B股/H股(万股)	
52周日均换手率	0.20

52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

分析师: 陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn
 执业证书编号: S1480517080001

研究助理: 刘一鸣

021-25102862 liu_ym@dxzq.net.cn

研究助理: 朱雨时

010-66555574 zhuysh@dxzq.net.cn

目 录

1. 寡头垄断——我国汽车经销商市场的未来格局	3
1.1 存量市场环境将促进行业集中度进一步提升	3
1.2 行业下行, 盈利能力差的中小经销商将加速出清	6
2. 收购英之杰, 永达并购扩张步伐率先提速	8
3. 盈利预测与估值	9
4. 风险提示	9

表格目录

表 1: 中美头部汽车经销商对比	4
表 2: 中国前 10 汽车经销商 (按营收)	6
表 3: 永达汽车宝马 4S 店分布情况	7
表 4: 永达汽车近年来兼并收购统计	8

插图目录

图 1: 美国汽车销量 (千量)	3
图 2: 美国汽车经销商协会	4
图 3: 永达 2016 年销售网络	5
图 4: 永达 2019H1 销售网络	5
图 5: 汽车销量 CR100	5
图 6: 汽车销量 CR10	5
图 7: 汽车营收 CR100	5
图 8: 汽车营收 CR10	5
图 9: 2018 全国汽车经销商经营状况	7

未来汽车经销行业的市场格局是汽车经销商二级市场长期投资的重要参考依据, 因此对于行业市场集中的研究则显得十分必要。当前, 我国汽车经销商行业集中度较低, 且刚刚结束了整体增长态势, 情况较为复杂。因此我们试图从世界上最为成熟的汽车市场——美国, 来窥探我国汽车经销商未来的市场格局。

1. 寡头垄断——我国汽车经销商市场的未来格局

汽车经销商行业已初步显现出寡头垄断市场的特点。首先各经销商提供的商品主要为 4S: 整车销售 (Sale)、零配件 (Sparepart)、售后服务 (Service)、信息反馈 (Survey), 其主要差异化更多的是来源于汽车制造商的差异即汽车品牌之间的差异; 在部分地区中, 当地占据主导地位的经销商对于汽车销售价格的变动调节往往会影响到整个地区相关汽车的价格, 头部领军效应和市场地位已充分显现; 同时除了经销商和制造商之间存在博弈, 体量大的汽车经销商之间的决策也早已开始相互影响 (各类营销活动和销售策略), 当集中度进一步提升后, 这种互相影响的情况会更加明显。

1.1 存量市场环境将促进行业集中度进一步提升

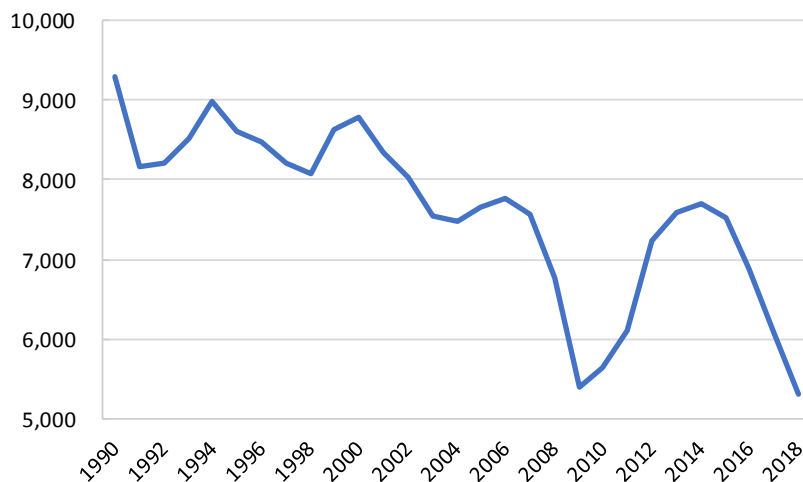
中美两国汽车经销市场具有可比性, 但法律法规方面的差异会使得中国经销商市场集中度不断提升。两国都是汽车消费大国, 国外品牌渗透程度较高且汽车的流通手段和经销商业务结构基本一致。首先美国各州的特许经营法禁止汽车制造商直接向消费者销售汽车, 所有的汽车销售必须通过特许经销商进行, 这与我国传统的汽车经销模式大体相同, 即汽车制造商授权经销商进行汽车销售是两国汽车流通特别是新车流通的主要手段。

美国汽车经销商行业集中度低。作为世界上汽车行业最为发达的地区, 美国的汽车经销行业集中度十分低, 2016 年美国全境约有 1.67 万家汽车经销商, 拥有 1 家和 2 家店铺的经销商占全部经销商数量 37%, 拥有 10 家以上店铺的经销商仅有 150 个, 不足 1%; 从销量看, 2012 年美国排名前 125 个经销商集团的新车销量低于全美销量的 17%。这些数字基本处于稳定状态, 每年增长幅度十分有限。其集中度低的原因在于以下两点:

1、美国整体汽车行业处于生命周期的成熟阶段, 在行业整体蛋糕大小基本不变的情况下新玩家的进入动力不足。

从历史数据看美国, 1990 年起除 2008 年金融危机后汽车销量出现明显反弹外, 基本没有出现趋势性的稳定增长情况, 由此作为汽车产业的下游汽车经销商整体行业的利润也不会有大幅增长的情况。换言之, 行业利润下降, 新入场玩家的数量和规模会大幅减少, 同时该行业对资本的吸引力亦会衰退。

图 1: 美国汽车销量 (千量)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2、各项法律法规对经销商的扩张以及经销商和汽车厂商间的关系进行了严格限制。

1917年,三十家汽车经销商联合成立了为美国汽车经销商协会(National Automobile Dealer Association),联合起来维护经销商在特许经销网络中的利益。

图 2: 美国汽车经销商协会



资料来源: <https://www.nada.org>, 东兴证券研究所

NADA 通过游说政府,使得美国联邦和各州政府相继出台了一系列重要的法律法规来保护经销商的利益,例如,美国各州的《汽车特许经营法》中通常会对新设经销商的地点进行限制,规定新车在同一特许经销体系中的相邻距离至少为 10 英里,设立新代理经销商,也要取得原代理经销商的同意;《特许经营法》还规定制造商不得直接销售汽车,大型商业连锁企业也不得进入汽车销售行业。此外因为各州的法规不同,跨州销售通常不被允许。

这些法律法规很好保护了中小型汽车经销商的利益,给了他们一个平稳且有保障的经营环境,但也限制市场自由竞争下的行业洗牌,极大地抬高了汽车经销商退出市场的门槛。因此你可以看到行业集中度低和毛利率高这两种情况同时存在。

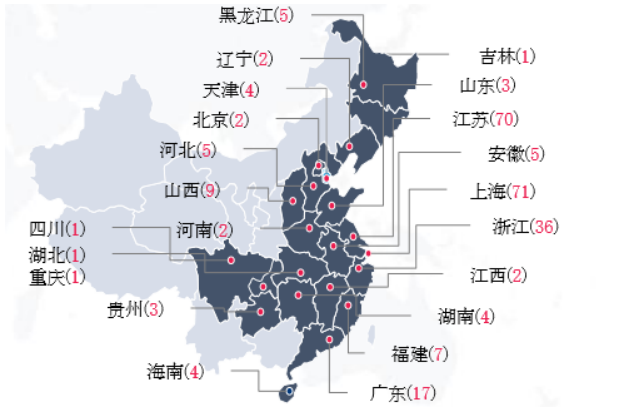
表 1: 中美头部汽车经销商对比

	2018 年平均主营收入 /人民币亿元	2018 年平均毛利率
美国	855	15.3%
中国	932	8.7%

资料来源: wind, 东兴证券研究所

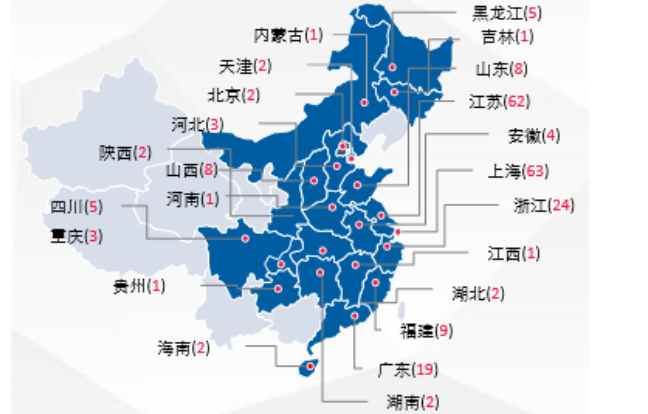
相比之下我国没有类似的如此完善的针对汽车经销商和汽车制造商之间的关系以及限制汽车经销商自身发展的法律法规, 涉及到经销商的法律法规关注点更多的放在了经销商与消费者间的关系上。由此, 使得汽车经销商间的竞争更为剧烈, 市场淘汰力度也更大, 同时也没有任何专门的法律法规和行业条例限制经销商的扩张, 因此我们能看到经销商的经销网络在通过兼并、收购、新建等方式不断扩张。

图 3: 永达 2016 年销售网络



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

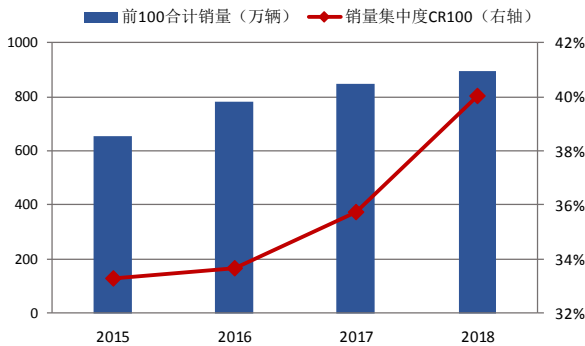
图 4: 永达 2019H1 销售网络



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

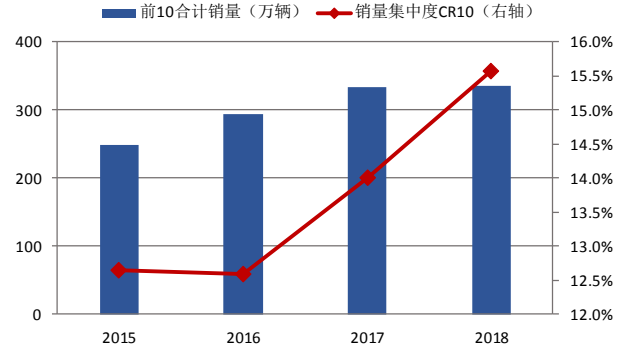
我国汽车经销商市场集中度很低, 份额仍在向头部集中。2015 年到 2018 年, 排名前 100 的经销商所占的销量份额有明显提升, 排名前 10 的经销商所占份额也在稳步提升。

图 5: 汽车销量 CR100



资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所

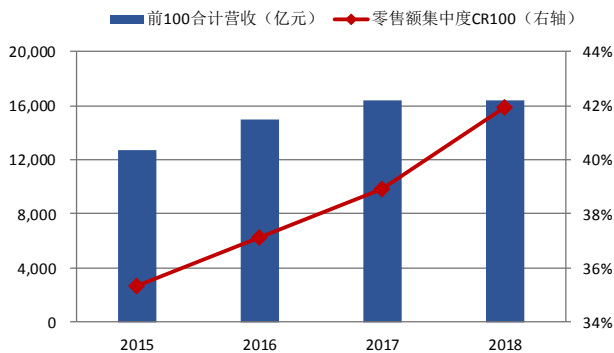
图 6: 汽车销量 CR10



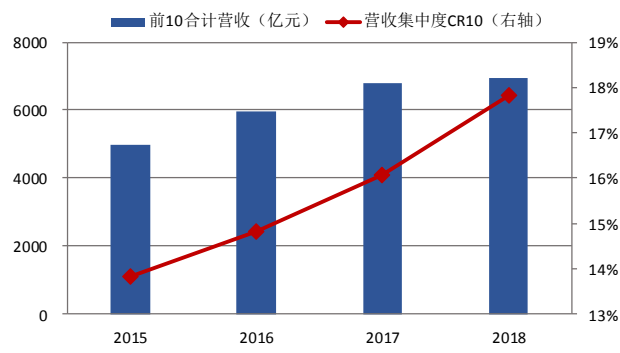
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 7: 汽车营收 CR100

图 8: 汽车营收 CR10



资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

2018年市场集中度的提升的幅度大于其他年份。2018年也正是我国乘用车产销量28年以来负增长, 行业集中度提升迅速, 行业龙头的市场地位也会越加凸显。在4个年份中都出现在前10榜单的上市经销商有广汇汽车、中升控股、永达汽车、国机汽车、庞大汽车、广汇宝信和大昌行集团。

表 2: 中国前 10 汽车经销商 (按营收)

排名	2015	2016	2017	2018
1	广汇汽车服务股份公司	广汇汽车服务股份公司	广汇汽车服务股份公司	广汇汽车服务集团股份有限公司
2	国机汽车股份有限公司	中升集团控股有限公司	中升集团控股有限公司	中升集团控股有限公司
3	中升集团控股有限公司	利星行汽车	利星行汽车	利星行汽车
4	庞大汽贸集团股份有限公司	庞大汽贸集团股份有限公司	庞大汽贸集团股份有限公司	上海永达控股(集团)有限公司
5	利星行汽车	上海永达控股(集团)有限公司	上海永达控股(集团)有限公司	恒信汽车集团股份有限公司
6	上海永达控股(集团)有限公司	国机汽车股份有限公司	恒信汽车集团股份有限公司	大昌行集团有限公司
7	恒信汽车集团股份有限公司	恒信汽车集团股份有限公司	国机汽车股份有限公司	国机汽车股份有限公司
8	广物汽贸股份有限公司	大昌行集团有限公司	大昌行集团有限公司	浙江物产元通汽车集团有限公司
9	中国正通汽车服务控股有限公司	浙江物产元通汽车集团有限公司	浙江物产元通汽车集团有限公司	庞大汽贸集团股份有限公司
10	宝信汽车集团	中国正通汽车服务控股有限公司	江苏万帮金之星车业投资有限公司	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司

资料来源: 中国汽车流通协会, 东兴证券研究所

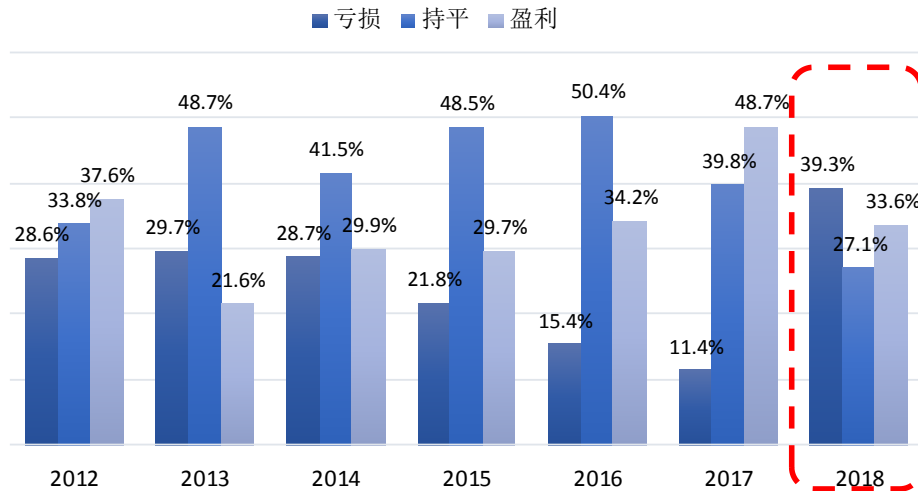
我们认为, 在保持行业规则现状的情况下, 未来中国汽车经销商集中度将进一步提升, 头部经销商的单体市场份额天花板也将显著高于美国同市场地位的经销商。

1.2 行业下行, 盈利能力差的中小经销商将加速出清

2018年全年的库存水平比去年增高, 经销商压力增大。根据中汽协发布的《2018年全国汽车经销商经营状况调查报告》, 2018年库存系数在1.2个月以上的经销商占比79.1%, 较去年增加16.4个百分点。库存系数在1.2-1.5个月范围的经销商占比增加明显, 增加10.9个百分点。

2018 年大量经销商由盈转亏。相比 2017 年, 2018 年经销商的亏损面扩大至 39.3%, 亏损比例大幅增加。而盈利经销商比例仅为 33.6%。

图 9: 2018 全国汽车经销商经营状况



资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所

若乘用车行业持续下行或持平, 将有大量中尾部经销商由于亏损扩大而退出。

头部经销商因其更大的资产体量和更高的信用水平, 往往可以以更低的成本进行融资, 同时在发债、增发等方面具有更强的灵活性。因此在汽车行业整体下行时, 相较于中小型经销商经营具有更强的稳定性。总体而言, 在我国当前发展阶段, 汽车销售市场巨头们的扩张势不可挡, 存量行业集中度也会随着竞争程度的提升和经营环境的困难而逐步提升。

永达汽车深度绑定宝马, 未来业务确定性更大。宝马是永达收入占比最高的品牌, 2019 年 H1 永达国内宝马 4S 店数量 (含授权未开业) 57 家, 根据宝马官网上统计的数据宝马在华已开业 4S 店共有 529 家, 假设永达 2018 年披露的 52 家宝马 4S 店 (含授权未开业) 全部包含在 529 家中, 则永达宝马 4S 店占比接近 10%, 并且从地域上看, 公司的宝马 4S 店数量在上海、山西和江苏等地区占全省宝马 4S 店数量比例相对较高, 拥有一定的地区统治力。

表 3: 永达汽车宝马 4S 店分布情况

地区	永达宝马 4S 点数量	全省宝马 4S 店数量	占比
江苏	16	51	31%
上海	8	14	57%
浙江	6	63	10%
山东	5	32	16%
山西	5	8	63%
河北	3	18	17%
湖南	2	17	12%
天津	1	6	17%

资料来源: 公司官网、宝马官网、东兴证券研究所

2. 收购英之杰, 永达并购扩张步伐率先提速

公司于2019年10月2日发布公告, 拟以8.3亿元的价格收购英之杰亚洲太平洋公司的全部股份。英之杰亚洲太平洋公司目前在江西省九江市运营当地唯一一家梅赛德斯奔驰4S店, 在浙江省绍兴市运营当地唯一一家雷克萨斯4S店, 以及在江西南昌运营一家保时捷店和一个特斯拉授权维修中心。根据公司2019年半年报披露, 目前公司在江西省仅有一家4S店, 此次收购可以使得公司快速渗透该市场, 并进一步巩固和扩大4S店及销售网络覆盖, 同时增进其未来与该品牌制造商的战略伙伴关系。

保时捷、奔驰和雷克萨斯稳居豪华车阵营一二线, 近年来在销量上也保持了不错的增长, 同时三个品牌的毛利率也十分可观, 两家单城单店也能够切实为公司带来丰厚的回报。截至到2019年11月, 特斯拉在我国的维修中心数量仅有29个, 数量较少并且在部分地区形成了单地区垄断, 随着特斯拉上海工厂产能逐步释放, 特斯拉维修中心的流量也将迎来更大提升。

相比其他头部经销商, 永达并购扩张的动作更为迅速。值得注意的是, 此次是永达汽车鲜有的通过收购整体公司的方式进行的业务扩张, 也充分说明了永达汽车在存量市场下加快了整合资源及扩张豪车业务的步伐。经销商主流的扩张方式为申请汽车厂商授权自建4S店和兼并收购其他网点, 我们认为之后资金实力强大的头部经销商的兼并收购行动会逐渐增多。

表 4: 永达汽车近年来兼并收购统计

时间	并购项目 / 4S店数量	金额 (亿元)	备注
2019/10/02	英之杰亚太 100%股份	8.3 亿元	梅赛德斯奔驰 4S 店*1 保时捷 4S 店*1 雷克萨斯 4S 店*1 特斯拉授权维修中心*1
2018	187 家		领克 4S 店*2 广汽丰田 4S 店*1 广汽本田 4S 店*2 东风本田 4S 店*1 马自达 4S 店*1 一汽丰田 4S 店*1
2017	171 家		保时捷 4S 店*5 宝马 4S 店*5 捷豹路虎 4S 店*1 奔驰城市展厅*1 现代 4S 店*2
2016	145 家		宝马 4S 店*5 凯迪拉克 4S 店*2 别克 4S 店*5 雪佛兰 4S 店*4 荣威 4S 店*1 一汽丰田 4S 店*1

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

3. 盈利预测与估值

我们认为受良好的存量售后业务支撑, 公司未来业绩增长将较为稳定, 估值将逐渐修复。当前港股汽车经销商标的 PE-TTM 的中位数为 9.24x。考虑到永达汽车在行业中位于头部, 而头部企业在港股中估值有一定溢价, 我们认为长期来看永达汽车前瞻性 PE 的中枢应在 9x 以上。

预计公司 2019/2020/2021 年营业总收入为 638/729/802 亿元, 归母净利润分别为 15.1/16.3/18.9 亿元, 同比增长 26.2%/7.9%/16.3%, 对应 EPS 分别为 0.82/0.89/1.03 人民币, 对应 0.92/0.99/1.15 港元, 对应 6.6x/6.1x/5.3x PE。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

国内豪华车消费不及预期;

豪华品牌营销格局出现重大变化。

报告类型	标题	日期
行业	汽车经销商存量业务风景更美	2019-9-6
公司	永达汽车 (3669.HK): 售后服务, 利润宝库	2019-10-29

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士, 军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者, 历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师, 华商基金研究部工业品研究组组长, 2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士, 美国达特茅斯学院硕士, CFA 持证人, 7年国内外汽车零部件行业研发、管理经验。2018年加入东兴证券, 从事汽车行业研究。

朱雨时

电子科技大学学士, 中央财经大学硕士, 2019年加入东兴证券, 从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。