

永达汽车 (3669.HK) / 汽车经销

永达汽车—业务结构多元化且稳健增长的豪车经销商

评级：买入（首次覆盖）
市场价格：6.28（港元）

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

香港执业证书编号：BEY885

电话：010-59013900

Email：lijun@r.qlzq.com.cn

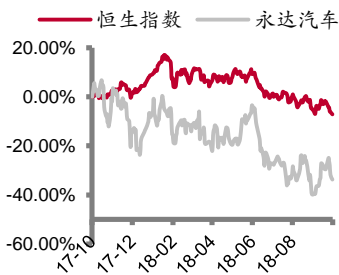
公司盈利预测及估值

指标	2016	2017	2018E	2019E
营业收入（百万元）	43033	50699	59009	68688
增长率 yoy%	20.68%	17.82%	16.39%	16.40%
净利润	851	1510	1683	2152
增长率 yoy%	62.31%	77.36%	11.44%	27.90%
每股收益（元）	0.58	0.91	0.92	1.17
每股现金流量	0.39	-0.67	0.66	1.85
净资产收益率	3.68	5.29	6.00	8.07
P/E	6.07	9.13	6.03	4.71
PEG	0.10	0.12	0.53	0.17
P/B	6.20	8.14	4.73	3.49

备注：

基本状况

总股本(百万股)	1838
流通股本(百万股)	1838
市价(港元)	6.28
市值(百万港元)	11542
流通市值(百万港元)	11542

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 港股豪华汽车经销行业专题研究—持续打开行业发展新局面
- 2 中升控股—规模及运营效率突出的豪车经销龙头
- 3 正通汽车—经营效率优异，汽车金融业务领先的豪车经销商

投资要点

- **永达汽车**。公司营收规模名列全国汽车经销行业第五，在港股汽车经销商中排名第二，截止2018年6月，公司在全国各地共设有236家网点，代理品牌包括宝马、保时捷、奥迪等豪华品牌及别克、雪弗莱、一汽大众等中高端品牌；另外，公司已获授权待开业网点有18家。公司致力于发展一站式经营模式，业务范围涵盖新车销售、售后服务、经营租赁以及汽车金融等增值服务。
- **多元化布局的大型豪车经销商**
 - (1) **规模领先且各板块业务持续扩张**。公司规模行业领先，截至2018年上半年，公司厂方授权网点达到181家，其中豪华品牌128家，中高端品牌53家，2017年公司共销售新车17.16万辆，总营收达到862亿元。增速方面，近年来公司新车销售、售后、代理及汽车租赁业务均保持稳健的增长，金融自营业务保持高速增长。
 - (2) **业务结构不断优化且呈现多元化态势**。公司新车销售业务占比持续下降，具有更高毛利率的售后、代理、汽车租赁及金融业务占比不断上升；同时，公司豪华品牌的销售占比提升迅速。随着公司业务结构的不断优化，经营效率的持续提高，近年来**公司盈利能力行业领先**，2017年公司毛利率为9.9%，新车销售毛利率达到3.7%，售后服务业务毛利率达到46.1%。
 - (3) **经营效率行业领先**。2018年上半年公司存货周转天数为54.2天，主要是由于上半年关税调整导致消费者观望情绪浓厚，随着关税政策落地，公司目前的库存周转天数也回到了正常水平。各项费用占比方面，得益于规模效应，公司的行政费用、销售费用及融资费用占毛利润的比例均保持在行业较低水平，2017年公司的服务吸收率高达77%，行业排名第三。
 - (4) **经销品牌受益于关税下调及产品换代周期**。自2018年7月起，我国降低了汽车整车及零部件进口关税，公司主要经销品牌宝马、保时捷、奥迪等纷纷调整相关产品价格；另一方面，宝马、奥迪等品牌在2018年开启了新一轮产品换代周期。
 - (5) **加速布局新能源、出行及二手车领域，带来发展新动力**。公司于2018年上半年设立新能源汽车事业部，开始筹建/收购威马、电咖、领克等新能源车经销网点，并组建了专业的出行服务公司，开展新能源车出行服务业务；同时，公司在持续提升4S店渠道的二手车业务的基础上，不断推动自营二手车连锁品牌“永达二手车商城”在全球网络的扩张，并与互联网二手车网站大搜车达成深度合作。此外，公司不断优化新车销售模式。
- **公司2018H1业绩表现：各项业务收入持续增长，金融服务实现高速增长**。2018年上半年，公司综合收入为253.7亿元，同比增长12.5%；其中，新车销量同比增加10.7%至8万台；售后服务业务收入同比上升20.5%至37亿元；二手车销量同比增长19%至1.93万台；汽车经营租赁收入同比增长2.9%至1.9亿元；金融及保险代理业务收入同比增长56.73%至4.5亿元；自营金融业务同比增加113.6%达到1.15亿元，新增生息资产25.7亿元，较去年同期有所放缓，主要是受去杠杆及融资成本上升的影响，公司坚持审慎的投放原则。受关税政策及市场供需不平衡影响，公司利润率下降。2018年上半年，公司毛利润同比增长14.6%达到22.57亿元，毛利率上升0.2百

分点至 10.38%，其中，新车销售的毛利率同比下降 0.75 个百分点至 3.03%，售后业务的毛利率同比下降 0.35 个百分点至 46.41%，租赁服务毛利率同比上升 1.13 个百分点至 26.09%，公司金融自营业务毛利率同比下滑 7.79 个百分点至 66.44%；公司归母净利润同比上升 10.9%，达到 7.23 亿元，增速低于毛利增速，主要是受销售网络扩张及融资成本上升的影响。

- **投资建议：**预计 2018-2019 年公司的营收将分别达到 590 亿及 687 亿人民币，增速将分别达到 16.39% 和 16.40%；预计 2018-2019 年公司的归母净利润分别为 16.83 亿和 21.5 亿人民币，同比增速分别达到 11.4%、27.9%，每股盈利分别为 0.92 元、1.17 元。目前公司股价对应 2018-2019 年的市盈率分别为 6.03x、4.17x，考虑到公司经营网络持续扩张，经营效率行业领先，且于 9 月 10 日纳入港股通名单，我们给予公司参考市盈率 8.7x，参考市值 166.3 亿港元，首次覆盖，予以“买入”评级。
- **风险提示：**经济下行的风险；新款汽车产品销量不及预期；行业再度竞争激烈，各经销商之间爆发价格战；收购整合及新开网点盈利不及预期；汽车金融业务成本上升及违约风险。

内容目录

永达汽车公司概况	- 5 -
公司概况	- 5 -
公司业务概况	- 7 -
多元化布局的大型豪车经销商	- 9 -
规模领先且各板块业务持续扩张	- 9 -
业务结构不断优化且呈现多元化态势	- 10 -
经营效率行业领先	- 13 -
经销品牌受益于关税下调及产品换代周期	- 15 -
加速布局新能源、出行及二手车领域，带来发展新动力	- 17 -
公司盈利预测及估值分析	- 18 -
公司 2018H1 业绩表现	- 18 -
公司盈利预测	- 19 -
估值分析	- 19 -
风险提示	- 20 -
附录	- 21 -
附录一：财务报表预测	- 21 -

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	- 5 -
图表 2: 永达汽车股权结构 (截至 2017 年 12 月 31 日)	- 6 -
图表 3: 公司管理层介绍 (截至 2017 年 12 月 31 日)	- 6 -
图表 4: 公司经销网点分布 (截至 2018 年 6 月 30 日)	- 8 -
图表 5: 永达汽车业务结构 (百万人民币)	- 8 -
图表 6: 港股豪车经销商网点数量 (截至 2018 年上半年)	- 9 -
图表 7: 港股豪车经销商新车销量 (2017 年度)	- 9 -
图表 8: 公司营收持续增加 (百万元)	- 9 -
图表 9: 新车销量持续增长 (万辆)	- 10 -
图表 10: 售后业务收入持续增加 (百万元)	- 10 -
图表 11: 盈利能力更强的非乘用车销售业务营收占比逐渐提升	- 11 -
图表 12: 公司非乘用车销售业务毛利率更高	- 11 -
图表 13: 公司豪车销量占比逐渐提升	- 11 -
图表 14: 港股豪车经销商营收结构占比	- 11 -
图表 15: 港股豪车经销商毛利结构占比	- 11 -
图表 16: 豪华车零整比整体更高	- 12 -
图表 17: 豪华品牌单店售后服务收入更高	- 12 -

图表 18: 公司毛利率行业领先	- 12 -
图表 19: 七大豪车经销商新车销售毛利率	- 13 -
图表 20: 七大豪车经销商售后业务毛利率	- 13 -
图表 21: 公司存货周转天数	- 14 -
图表 22: 公司服务吸收率	- 14 -
图表 23: 港股七大经销商行政费用占比	- 14 -
图表 24: 港股七大经销商销售费用占比	- 14 -
图表 25: 港股七大经销商融资费用占比	- 14 -
图表 26: 港股七大经销商费用总和占比	- 14 -
图表 27: 公司经销品牌分布	- 15 -
图表 28: 进口车型价格下调	- 15 -
图表 29: 2018 年上半年豪华品牌销量 (万辆) & 新产品周期带来未来增长点 ..	- 16 -
图表 30: 二手车代理销量	- 18 -
图表 31: 新能源产业发展策略	- 18 -
图表 32: 营收拆分	- 19 -
图表 33: 永达汽车 FY1 PE	- 19 -
图表 34: 可比估值分析	- 20 -
图表 35: 财务报表预测	- 21 -

永达汽车公司概况

公司概况

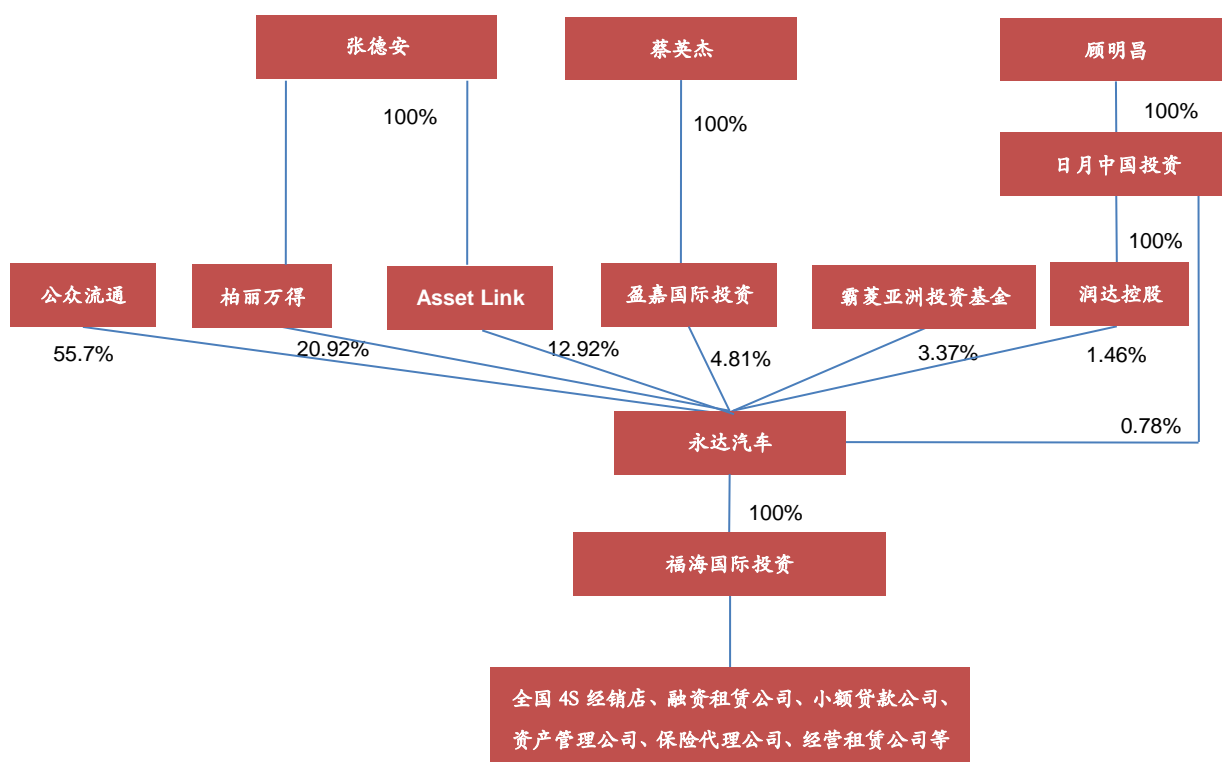
- **公司简介。**公司是中国领先的全国性汽车经销商公司之一。截止 2018 年 6 月，公司在全国各地共设有 236 家网点，代理品牌包括宝马、保时捷、奥迪等豪华品牌及别克、雪弗莱、一汽大众等中高端品牌；另外，公司已获授权待开业网点有 18 家。公司致力于发展一站式经营模式，业务范围涵盖新车销售、售后服务、经营租赁以及汽车金融等增值服务。
- **历史沿革**

图表 1：公司历史沿革

时间	事件
1992 年	开始乘用车及零部件销售业务。
1999-2011 年	在此期间，公司开设多家奥迪、宝马、沃尔沃、英菲尼迪以及凯迪拉克等品牌的经销店；于 2000 年开始汽车租赁业务；2001 年开始经销汽车保险产品；2003 年开始二手车业务 在福建开设首家别克经销店
2012 年	7 月 12 日，公司于香港联交所主板上市 截至 2014 年底，公司厂家授权网点 72 家 遍布中国 11 个省的 31 个城市
2013 年	截至 2014 年底，公司厂家授权网点 92 家 遍布中国 13 个省、3 个直辖市合共 41 个城市
2014 年	公司收购了 10 家豪华品牌 4S 店和；新建成开业 18 家以豪华及超豪华品牌为主的乘用车销售及服务中心，并建成了 4 家非汽车厂商授权“车易修”豪华车维修中心；同时，公司积极扩张汽车经营租赁和融资租赁网络，开设了 24 家融资租赁分公司和 7 家汽车经营租赁分公司 截至 2014 年底，公司厂家授权网点 108 家 遍布中国 17 个省、3 个直辖市合共 50 个城市
2015 年	公司与阿里公司旗下的阿里汽车签署「战略合作备忘录」，探索发展“互联网+汽车”模式，实现线上线下业务的有效整合； 公司新建成开业 21 家以豪华及超豪华品牌为主的乘用车销售及服务中心、10 家“车易修”豪华车维修中心，并新增了 17 家汽车经营租赁分公司、8 家二手车综合展厅和 2 家乘用车综合展厅； 截至 2015 年底，公司厂家授权网点 123 家 遍布中国 18 个省、4 个直辖市合共 58 个城市
2016 年	公司全资收购江苏宝尊投资有限公司，包括其旗下 18 家以豪华品牌为主的 4S 店，包括宝马、凯迪拉克、别克等； 公司新建成开业 10 家以豪华、超豪华及新能源品牌为主的乘用车销售及服务中心、12 家汽车融资租赁分公司、8 家二手车综合展厅、3 家乘用车综合展厅及 4 家“车易修”； 截至 2016 年底，公司厂家授权网点 147 家 遍布中国 20 个省、4 个直辖市合共 60 个城市
2017 年	公司收购了 5 家保时捷 4S 店、5 家宝马 4S 店、1 家捷豹路虎 4S 店、1 家奔驰城市展厅及 2 家现代 4S 店； 公司新建成开业 14 家以豪华及超豪华品牌为主的乘用车销售及服务中心、10 家「永达二手车商城」、2 家综合展厅及 1 家“车易修”； 截至 2017 年底，公司厂家授权网点 173 家 遍布中国 16 个省、4 个直辖市
2018 年	2018 年上半年，公司新建成开业 8 家以豪华及超豪华品牌为主的乘用车销售及服务中心、3 家「永达二手车商城」及 1 家乘用车综合展厅；公司厂家授权网点 181 家 遍布中国 18 个省、4 个直辖市 8 月，公司股票获纳入恒生指数有限公司若干指数的成分股， 9 月，公司股票纳入港股通

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 公司股权结构。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司主席及创始人张德安先生通过其实益拥有人权益、柏丽万得有限公司（其创立的家族信托之间接全资控股公司）及其全资控股公司 Asset Link Investment Limited 合共持有公司 34.3% 的股份。公司副主席蔡英杰先生通过其全资控股公司盈嘉国际投资有限公司持有公司 4.81% 的股份。公司的基石投资者霸菱亚洲投资基金通过其旗下两家控股公司合共持有公司 3.37% 的股份。另外，顾明昌先生通过其全资控股公司日月中国投资有限公司持有公司 2.24% 的股份，其中，日月中国投资通过其全资控股公司润达控股有限公司及其实益拥有人权益分别持有公司 1.46%、0.78% 的股份。

图表 2：永达汽车股权结构（截至 2017 年 12 月 31 日）


来源：公司公告、中泰证券研究所

公司管理层背景
图表 3：公司管理层介绍（截至 2017 年 12 月 31 日）

姓名	职务	持股比例	介绍
张德安	主席、执行董事	34.3%	51岁，张先生于2012年1月18日获委任为执行董事，其于乘用车经销行业拥有丰富经验，负责制定公司的策略规划、方向及目标以及参与公司的战略及关键营运决策的制定过程。张先生此前担任上海永达控股（公司）有限公司的总裁兼主席，目前亦担任上海永达（公司）股份有限公司的总经理兼主席、中国人民政治协商会议上海市委员会委员以及上海市工商业联合会副主席。张先生于1996年获得中央广播电视大学及中国政法大学联合颁发的成人高等教育经济法培训证书及于2001年12月获得密歇根曼多纳大学(Madonna University, Michigan)授出的工商管理（领导学）理科硕士学位。
蔡英杰	首席执行官、副主席、执行董事	4.85%	50岁，蔡先生于2015年3月23日由我们的总裁调任为首席执行官，并于2012年1月18日获委任为我们的执行董事。蔡先生负责监督我们的营运及投资、管理我们与汽车制造商之间的关系以及为公司开拓新的商机。蔡先生亦负责指导上海永达汽车有限公司（公司的间接全资附属公司）的营运及管理。蔡先生历任永达股份的总经理兼董事、永达控股的副主席兼董事。蔡先生目前亦担任上海市汽车销售行业协会副主席且曾为中华全国工商业联合会汽车经销商商会副会长。蔡先生于2016年取得长江商学院「中国企业CEO课程」的高层管理教育证书，于2002年毕业于南京陆军指挥学院，获颁发法律成人高等教育本科文凭。
王志高	副主席、执行董事	2.08%	49岁，王先生于2015年3月23日由公司的非执行董事调任为执行董事。王先生负责管理公司战略、薪酬以及资本市场专业机构工作，并负责指导公司的财务管理、法律事务等工作。王先生历任永达控股的行政副总裁兼董事、永达股份的董事及永达汽车公司的董事长，且曾担任律师、大学教师等职位。王先生目前亦担任多家公司董事及公司若干附属公司的主席或董事。王先生于1992年毕业于华东政法大学，获授经济法学士学位，并于1999年获授法律硕士学位。王先生亦于2007年获中欧国际工商学院工商管理硕士学位。
徐悦	总裁、执行董事	0.12%	42岁，徐先生于2015年3月23日获委任为公司的执行董事，负责公司的经营管理工作以及汽车公司的经营管理工作。徐先生自2015年3月至2016年2月出任公司的总裁，并于2016年9月12日重新获委任为公司的总裁。徐先生于1999年加入公司，其于乘用车经销行业拥有逾17年的经验。徐先生历任公司执行副总裁、永达控股的行政总裁助理、永达股份副总经理、上海宝诚汽车销售服务有限公司总经理及上海永达国际贸易有限公司总经理。徐先生于1997年6月获授上海师范大学实用英语本科文凭并获得国际商务及财务管理大专文凭，并于2005年12月，获授密歇根曼多纳大学(Madonna University, Michigan)工商管理（领导学研究）硕士学位，之后于2015年获授中欧国际工商学院工商管理硕士学位。
陈映	副总裁、执行董事	0.05%	45岁，陈女士于2014年2月加入公司并获委任为公司的副总裁、金融产业管理部总经理，全面负责公司金融产业筹建工作，于2014年12月公司成立了永达金融服务公司（为公司之附属公司），获委任为永达金融服务公司总经理，负责永达金融服务公司的经营管理工作及参与公司相关管理工作。陈女士自2015年1月起至今获委任为公司董事、副总裁，及永达金融服务公司执行董事、总裁，其于银行金融业拥有超过20年的经验。陈女士历任中国民生银行股份有限公司交通金融事业部总裁高级助理兼华东汽车业务部总监，并于民生银行担任数个管理职位。陈女士于2014年获得上海交通大学上海高级金融学院高级管理人员硕士学位，目前为该校在读全球金融工商管理博士。

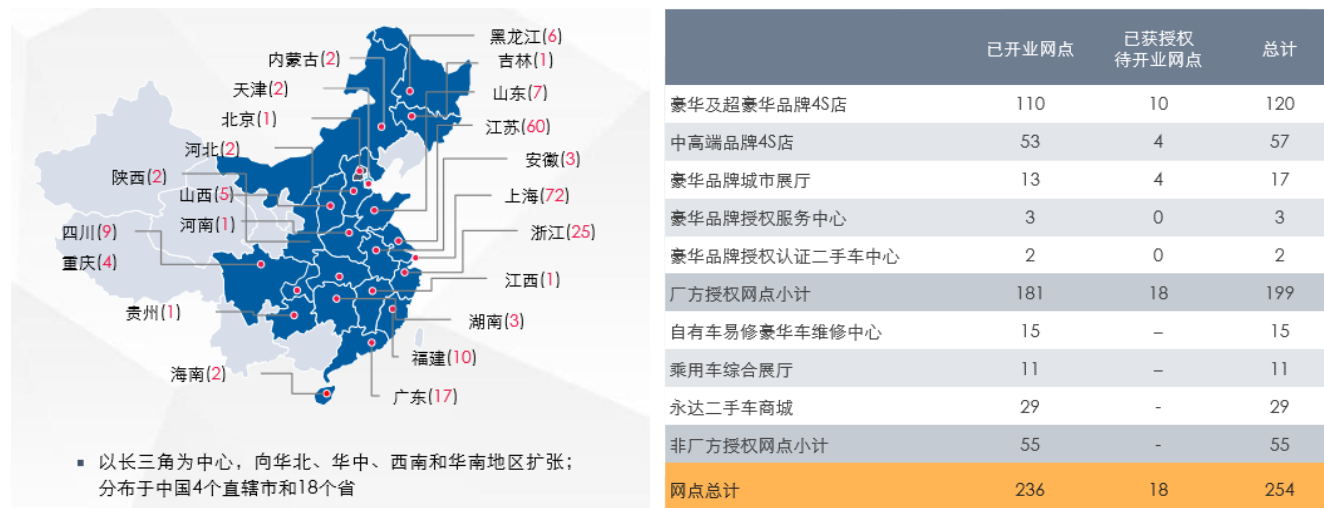
来源：公司公告、中泰证券研究所

公司业务概况

- **公司经销网点分布。**截至2018年6月，公司于全国各地共拥有236家网点（181家厂方授权网点，55家非厂方授权网店），加之另外18家获得

授权待开业网点，覆盖全国 18 个省份及 4 个直辖市。按地区分，公司以长三角地区为中心，经销店最多，同时向华北、华中、西南和华南地区扩张。按品牌分，公司于全国各地共拥有 110 家豪华及超豪华 4S 店及 53 家中高端品牌 4S 店。

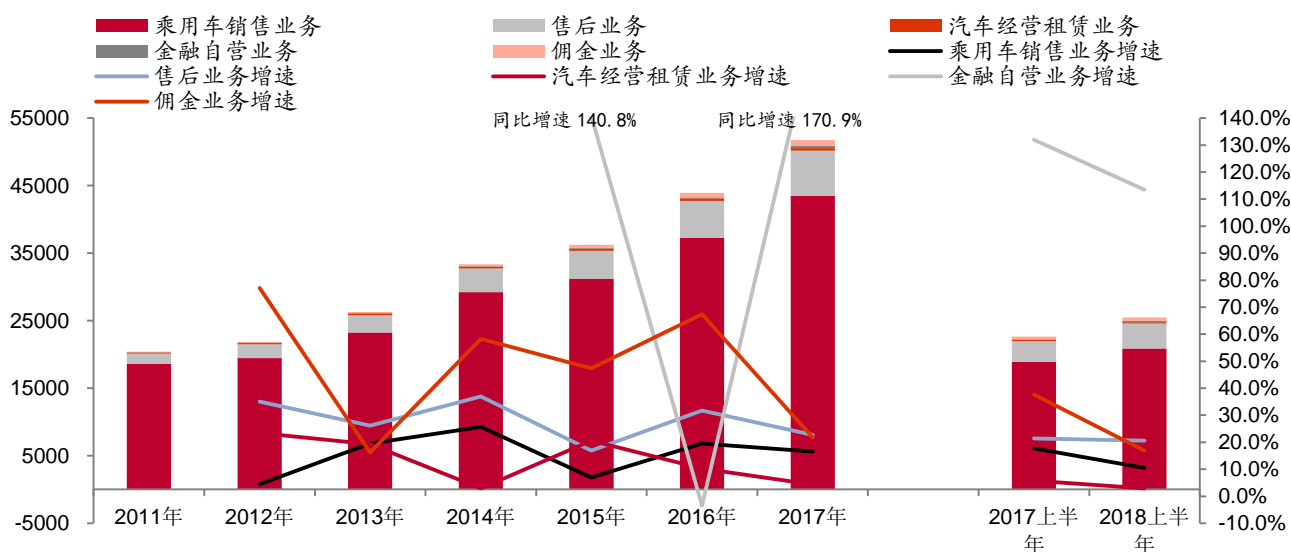
图 4: 公司经销网点分布 (截至 2018 年 6 月 30 日)



来源：公司公告、中泰证券研究所

■ **公司业务结构。**公司目前业务结构主要分为四大板块：新车销售、售后服务、汽车经营租赁及汽车金融。其中，新车销售所带来的收入占比最高，于 2017 年占比达 84.05%。售后服务收入占比不断提升，从 2011 年占总收入的 7.44% 提升至 2017 年占总收入的 12.92%，且在此期间，售后服务业务增速均显著优于新车销售业务的收入增速，预计未来售后服务板块业务将进一步提升其收入占比，使得公司收入结构不断优化。此外，汽车经营租赁及汽车金融业务收入占比均较低，分别于 2017 年度占总收入比例 0.73%、2.30%，但公司汽车金融业务增长迅速，增速持续领先其他各板块业务。

图 5: 永达汽车业务结构 (百万人民币)



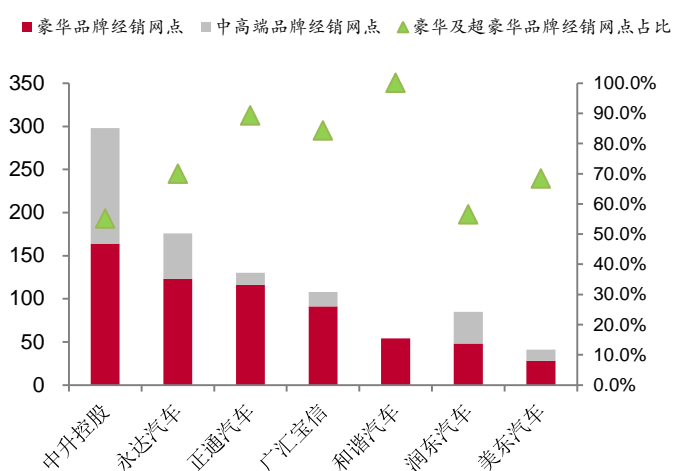
来源：公司公告、中泰证券研究所

多元化布局的大型豪车经销商

规模领先且各板块业务持续扩张

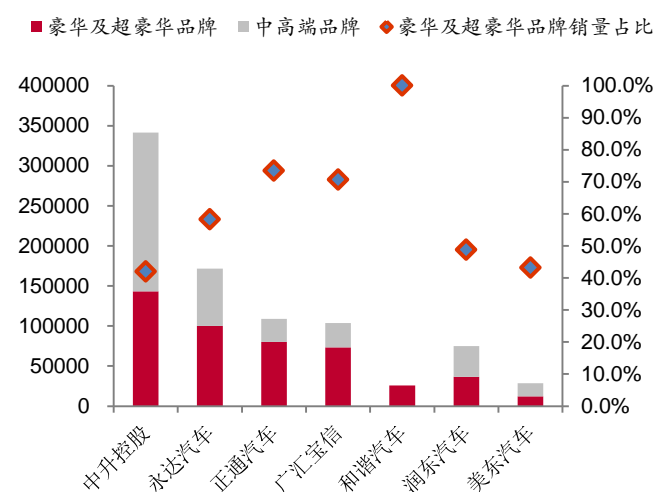
- 公司规模名列全国汽车经销行业第五，在港股豪车经销商中排名第二，截至 2018 年上半年，公司授权网点达到 181 家，其中豪华品牌 128 家，中高端品牌 53 家，2017 年公司共销售新车 17.16 万辆，总营收达到 862 亿元。增速方面，近年来公司新车销售、售后、代理及汽车租赁业务均保持稳健的增长，金融自营业务保持高速增长，2017 年公司营收同比增长达到 17.82%，2018 年上半年公司营收增速为 12.4%。

图表 6: 港股豪车经销商网点数量(截至 2018 年上半年)



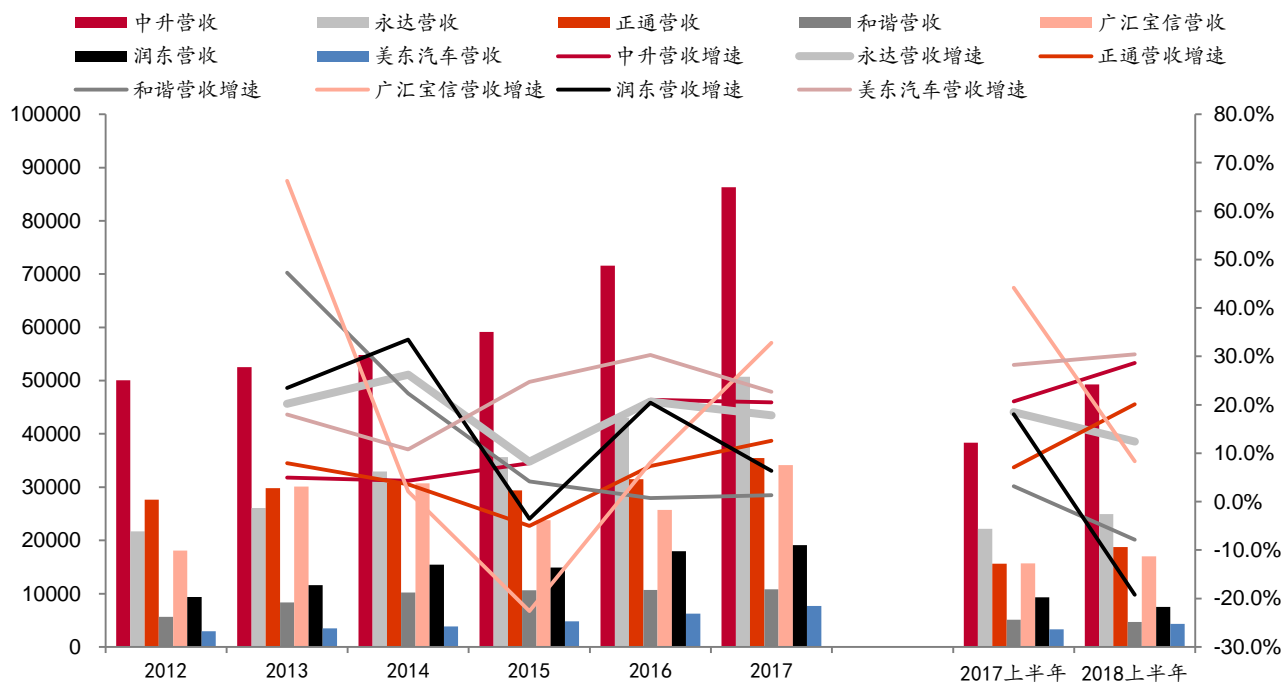
来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

图表 7: 港股豪车经销商新车销量(2017 年度)



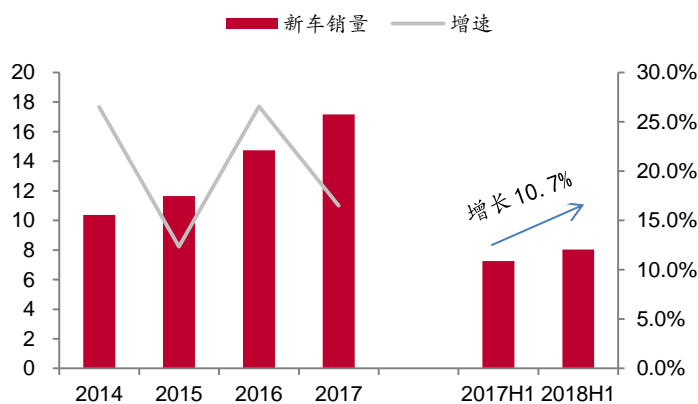
来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

图表 8: 公司营收持续增加(百万元)



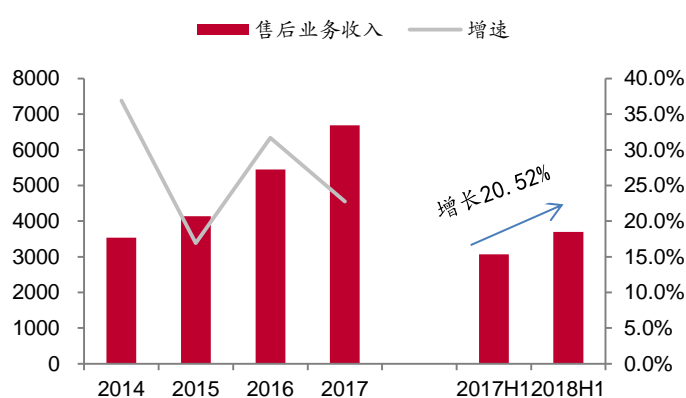
来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 9：新车销量持续增长（万辆）



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 10：售后业务收入持续增加（百万元）



来源：公司年报，中泰证券研究所

业务结构不断优化且呈现多元化态势

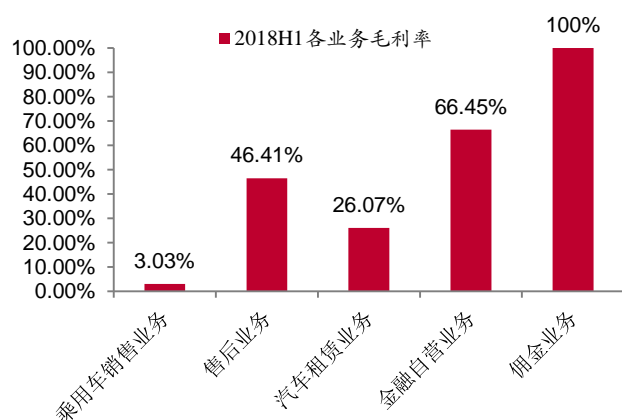
- 公司业务结构不断优化。**2011-2018 年公司新车销售业务占比由 91.24% 持续下降至 81.99%，具有更高毛利率的售后、代理及金融业务占比不断上升；同时，公司豪华品牌的新车销售占比提升迅速，由 2011 年的 48.7% 提高到 2017 年的 58.2%，豪华汽车销售业务不仅具有更高的毛利率，其售后业务的盈利能力更强，豪车的零整比平均可以达到 519%，中高端品牌的零整比仅为 275%，此外，豪车车主的价格敏感度较低，通常会选择 4S 店进行保修，豪车经销商售后业务的粘性极高，因此，豪华品牌单店的售后服务收入远高于合资品牌及自主品牌。

- 公司业务呈现多元化态势。**除占比最高的乘用车销售及售后业务之外，汽车租赁、金融自营及代理业务也贡献了一定收益。目前，公司汽车租赁业务主要在上海展开，长租业务服务于大型企业客户，短租业务主要与高端商务会议合作，同时公司也继续在全国推进汽车租赁网络布局；此外，公司在积极拓展金融及保险代理业务的同时，稳健发展自营金融业务，争取有限的资金资源实现最高的利润，公司的自营金融业务以融资租赁为主，随着行业内融资租赁业务渗透率的提高，公司的自营金融业务也将以较快速度发展。

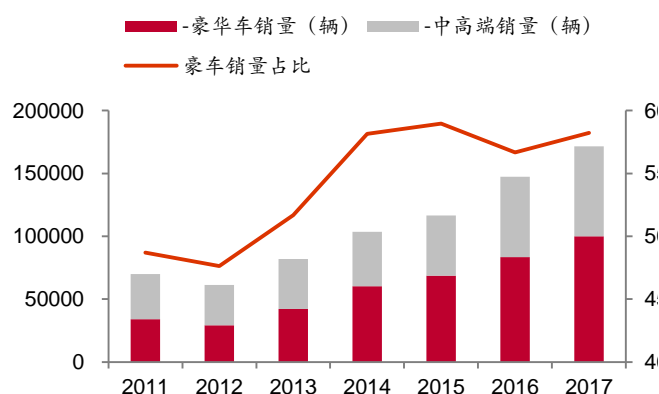
图表 11: 盈利能力更强的非乘用车销售业务营收占比逐渐提升

	2011 年收入	2012 年收入	2013 年收入	2014 年收入	2015 年收入	2016 年收	2017 年收入	2018H1 收入
	占比	占比	占比	占比	占比	入占比	占比	占比
乘用车销售业务	91.24%	88.90%	88.45%	87.56%	86.17%	84.89%	84.05%	81.99%
售后业务	7.44%	9.37%	9.83%	10.61%	11.41%	12.9%	12.92%	14.53%
汽车租赁业务	0.89%	1.02%	1.01%	0.82%	0.91%	0.83%	0.73%	0.75%
金融自营业务	0.00%	0.00%	0.01%	0.16%	0.35%	0.28%	0.64%	0.96%
佣金业务	0.43%	0.71%	0.69%	0.86%	1.16%	1.61%	1.66%	1.77%

来源：公司年报，中泰证券研究所

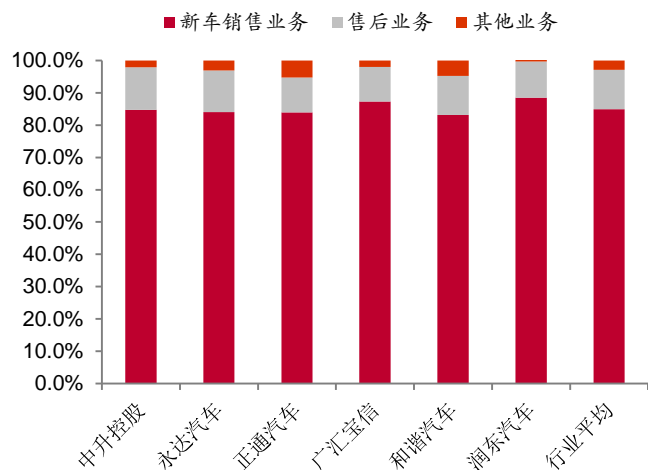
图表 12: 公司非乘用车销售业务毛利率更高


来源：公司年报，中泰证券研究所

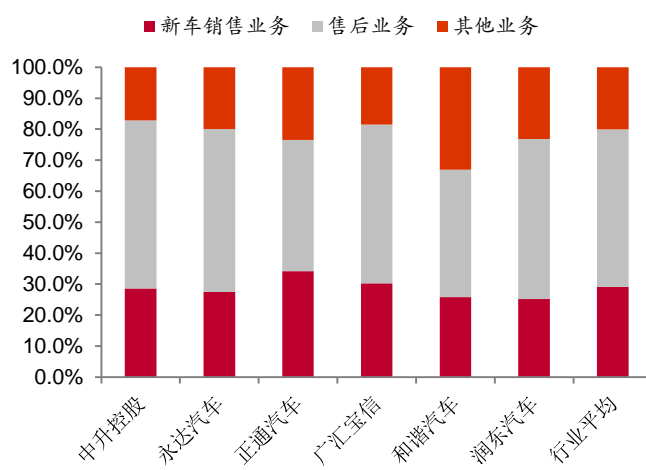
图表 13: 公司豪车销量占比逐渐提升


来源：公司年报，中泰证券研究所

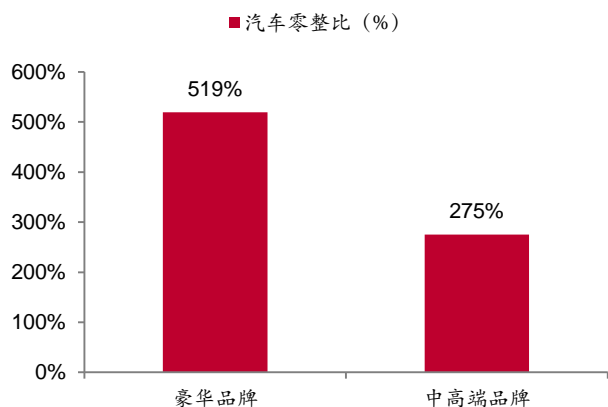
图表 14: 港股豪车经销商营收结构占比
图表 15: 港股豪车经销商毛利结构占比



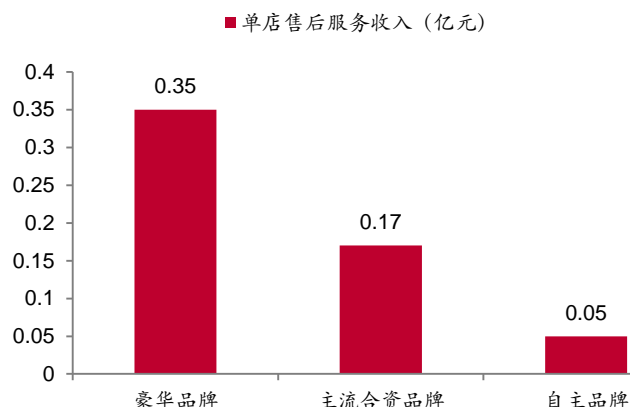
来源：各公司年报，中泰证券研究所



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 16：豪华车零整比整体更高


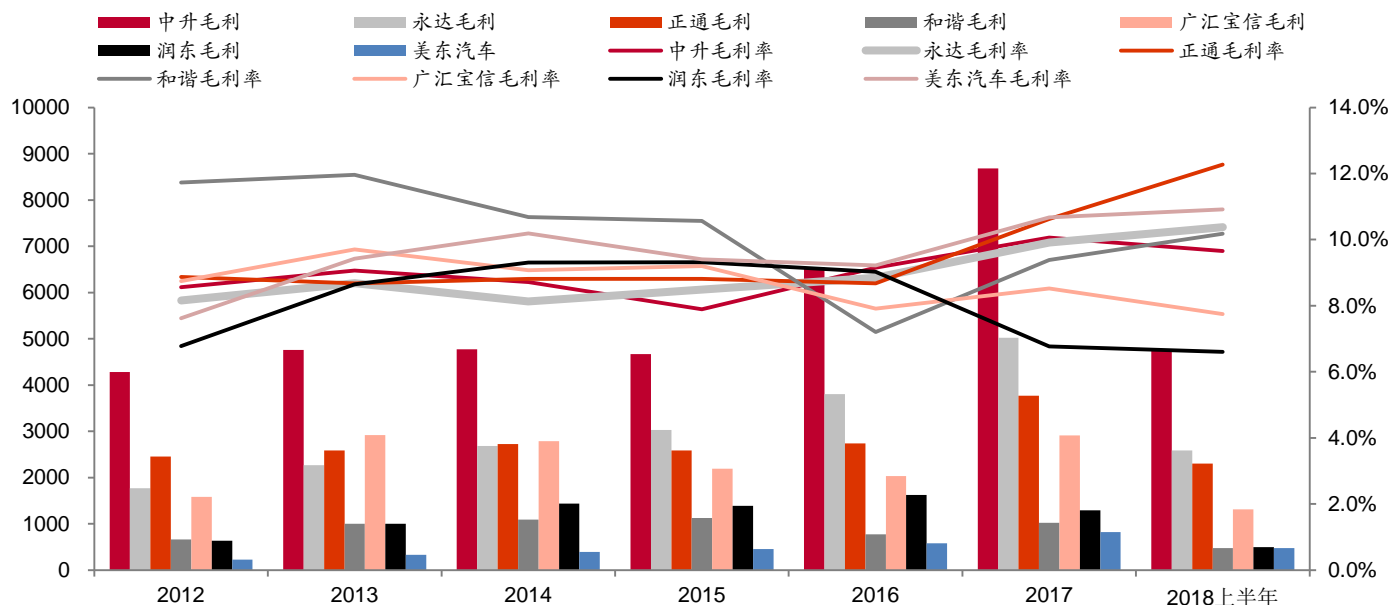
来源：中国汽车维修行业协会、中国保险行业协会，中泰证券研究所

图表 17：豪华品牌单店售后服务收入更高


来源：汽车流通协会，中泰证券研究所

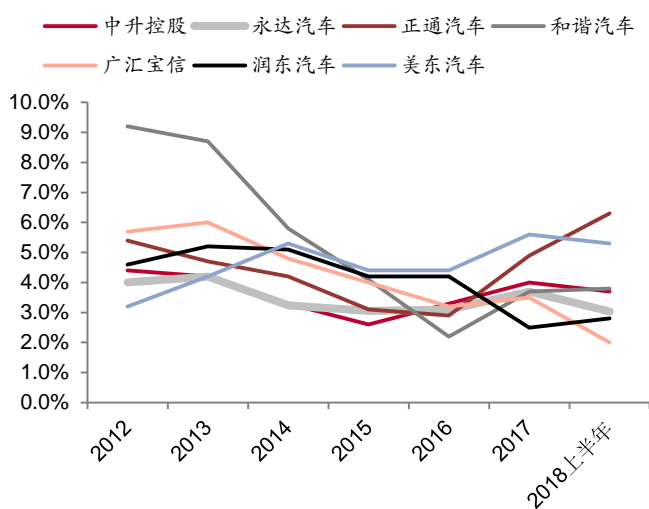
- 公司盈利能力行业领先。**随着公司业务结构的不断优化，经营效率的持续提高，近年来公司的盈利能力不断提升，2017 年公司毛利率为 9.9%，保持在行业较高水平，其中，新车销售毛利率达到 3.7%，售后服务业务毛利率达到 46.1%。

图表 18：公司毛利率行业领先 (百万元)



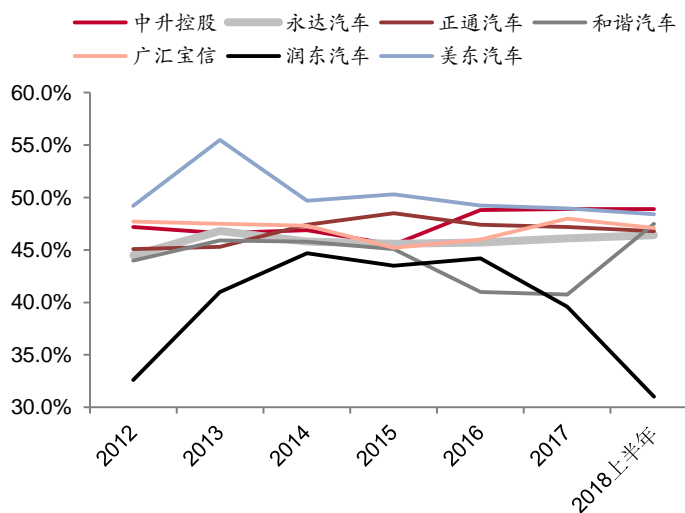
来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 19：七大豪车经销商新车销售毛利率



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 20：七大豪车经销商售后业务毛利率

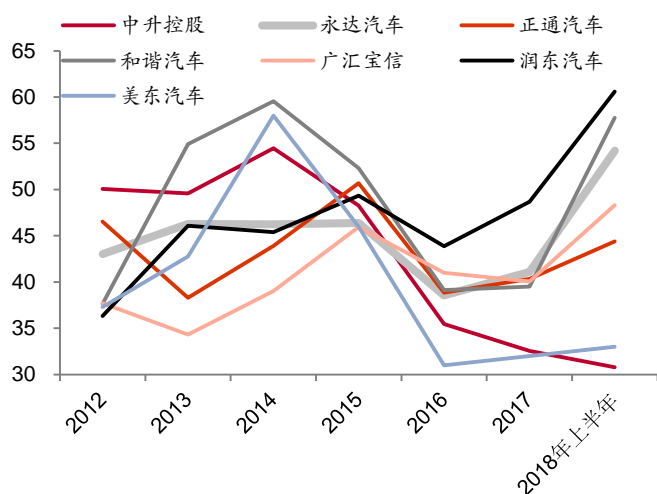


来源：各公司年报，中泰证券研究所

经营效率行业领先

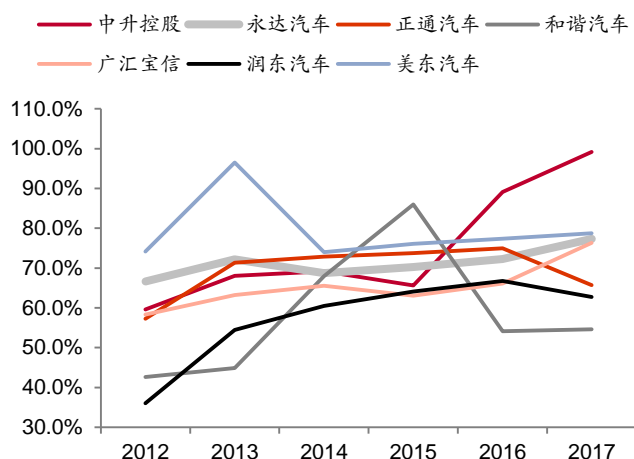
- 存货周转天数方面，公司 2018 年上半年的存货周转天数为 54.2 天，主要是由于上半年关税调整导致消费者观望情绪浓厚，以及受去年同期销量较好的影响，公司增加较多库存所致，随着关税政策落地，公司目前的库存周转天数也回到了正常水平。各项费用占比方面，得益于规模效应，公司的行政费用、销售费用及融资费用占毛利润的比例均保持在行业较低水平，2017 年公司的服务吸收率高达 77%，行业排名第三，体现出公司优异的经营效率。

图表 21: 公司存货周转天数



来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

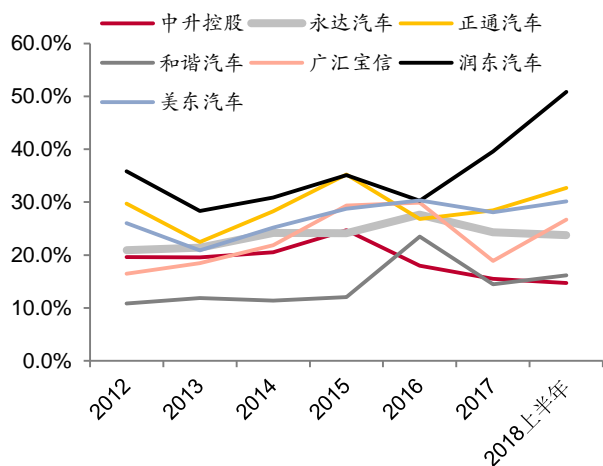
图表 22: 公司服务吸收率



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

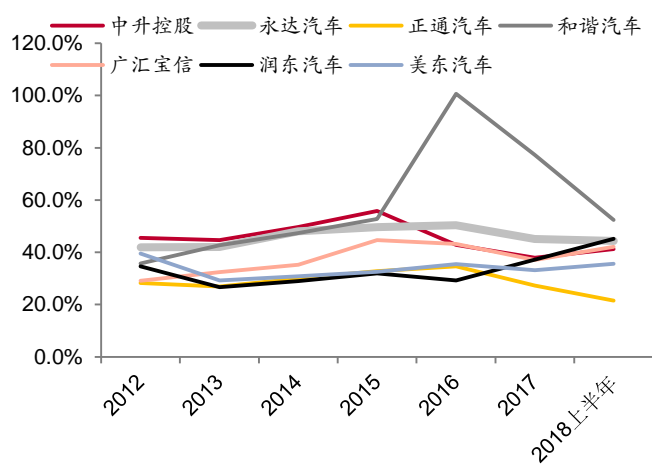
注: 服务吸收率=售后服务毛利/销售、管理及财务三项费用总和

图表 23: 港股七大经销商行政费用占比



来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

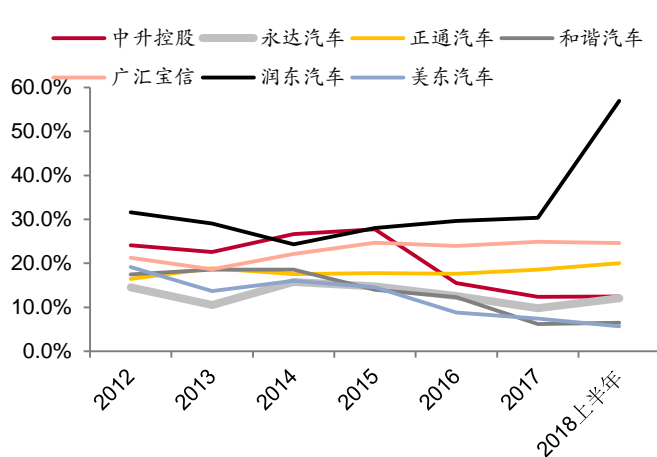
图表 24: 港股七大经销商销售费用占比



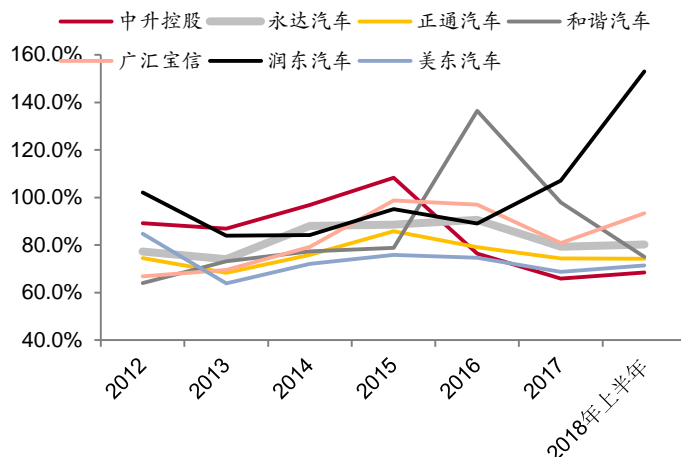
来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

图表 25: 港股七大经销商融资费用占比

图表 26: 港股七大经销商费用总和占比



来源：各公司年报，中泰证券研究所



来源：各公司年报，中泰证券研究所

经销品牌受益于关税下调及产品换代周期

- 豪车将长期受益于整车及零部件关税的降低，宝马、奥迪等主流豪华品牌迎来新产品周期。公司主要经销保时捷、奥迪、宝马等主流豪车品牌，以及捷豹路虎、沃尔沃、凯迪拉克、林肯等第二梯队豪华品牌，覆盖品牌广泛，公司也经销中高端汽车品牌，但未来仍将以豪华品牌为主。自2018年7月起，我国降低了汽车整车及零部件进口关税，宝马、保时捷、奥迪等品牌已经纷纷调整相关产品价格，各品牌新车的降幅在3万-20万不等；另一方面，宝马、奥迪等品牌还在2018年开启了新一轮产品换代周期，我们预期公司会从新产品周期中持续受益。

图表 27: 公司经销品牌分布

豪华品牌	经销店数量	中高端品牌	经销店数量
宝马/MINI	48	别克	14
奥迪	10	雪佛兰	9
保时捷	13	大众	9
捷豹/路虎	14	福特	3
宾利	2	斯柯达	3
阿斯顿马丁	1	丰田	2
沃尔沃	12	本田	2
凯迪拉克	7	荣威	1
林肯	1	现代及其他	4
英菲尼迪	5	领克	2
雷克萨斯	1		

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 28: 进口车型价格下调

宝马	关税调整前 (万元)	关税调整后 (万元)	降幅 (万元)
525i M 运动套装	46.19	42.99	3.2
530i M 运动套装	54.69	50.69	4

540i M 运动套装	65.69	60.99	4.7
730Li 领先型卓越套装	89	82.8	6.2
740Li 尊享型 卓越套装	114	105.8	8.2
750Li xDrive M 运动套装	198	183.8	14.2
奥迪	关税调整前 (万元)	关税调整后 (万元)	降幅 (万元)
A8L 系列	93.78-130.98	87.68-122.48	6.1-8.5
Q7 系列	74.98-104.18	69.98-97.40	4.88-6.78
保时捷	关税调整前 (万元)	关税调整后 (万元)	降幅 (万元)
Macan 系列	58.3-111.45	55-102.8	3.3-8.65
718 Cayman/Boxster 系列	59.3-97.8	55.8-91.8	3.5-6
Cayenne 系列	98.95- 198.09	91.8-185.8	7.15-12.29
911 系列	122.8-389.8	130.67- 410.66	7.87-20.86
Panamera 系列	107.87-271.46	99.8-254.8	8.07-16.66

来源：搜狐汽车，中泰证券研究所

图表 29: 2018 年上半年豪华品牌销量 (万辆) & 新产品周期带来未来增长点

豪车品牌	排名	销量/ 万辆	同比增长	原因/评价
奔驰	1	34.8	14.00%	C 级销量最佳，北京奔驰占在华销量的 72%
奥迪	2	30.66	20.30%	A4L 销量最佳
宝马	3	29.98	2.20%	宝马 5 系销量最佳，进口宝马 X5 销量可喜，新能源汽车产品取得好成绩

一汽奥迪	排名	销量	同比增长	原因/评价
A4L	1	7.99	55.15%	口碑好，上半年优惠幅度大，产品配置下放
A6L	2	7.08	5.83%	全新 A6L 预计 2019 年初上市，下半年过渡期仍艰巨，淡季优惠幅度会较大
Q5	3	6.29	8.08%	换代过渡期，新款 Q5L 仅在部门地区有小幅优惠，销量还未大幅攀升
A3	4	4.17	9.45%	较大优惠幅度，但豪华入门级市场竞争激烈，下半年全新奔驰 A 级三厢上市后竞争更激烈
Q3	5	3.74	0.81%	进入产品末期，竞争力下滑严重

未来增长点

国产 Q2L 汽油版预计 10 月上市，轴距增长，满足消费者需求，销量增长点

Q5L 于 7 月 6 日上市，推出两种动力共计 6 款车型，轴距加长；当下优惠小，但市场热度高

新款 A4L 最早 10 月推出，主要调整了外观与配置并增加两种车身颜色

全新 A6L 预计 2019 年初上市，轴距加长

华晨宝马	排名	销量	同比增长	原因/评价
5 系	1	6.91	16.72%	口碑好，动力性及操控性强；上半年 5 系混合动力车型是增长爆点；优惠折扣可观
3 系	2	6.66	5.55%	产品进入末期，但销量仍稳定增长；预计 9 月份推出改款，增加配置；优惠幅度可观
X1	3	4.77	11.71%	入门级豪车品牌，但内部空间大；X1 新能源车型
1 系	5	1.94	67.24%	上市以来表现平平，平均月销售 3000 多辆，提升空间大

未来增长点

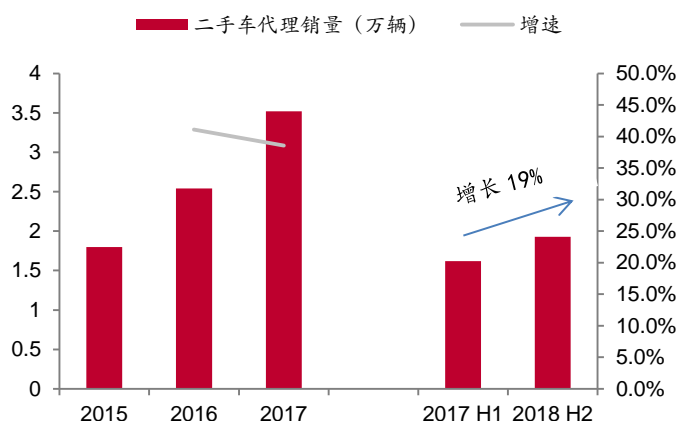
全新一代 8 系 11 月上市，旗舰型跑车，与奔驰 S 级等竞争，将陆续推出 8 系敞篷、8 系 Gran Coupe、M8
全新一代 3 系预计明年初上市
全新一代 X5 于 8 月正式亮相，基于最新 CLAR 架构打造，新车轻量化
全新一代 X4 于 8 月上市，轴距增加；X4 M 有望年底亮相
X3 首次国产后价格下降，并于 7 月新增两款 28i 车型，补充了中配档位
全新一代 X2 于 6 月正式上市，推出五款车型，整体风格偏向年轻
全新一代 M5 于 3 月上市，M 家族中直线加速最快的量产四门轿车

来源：汽车之家，中泰证券研究所

加速布局新能源、出行及二手车领域，带来发展新动力

- **布局新能源汽车业务。**随着限购和补贴等政策的推动，各主流车厂新能源车型的推出以及新能源汽车基础设施的日益完善，中国新能源乘用车的销量持续增加。公司也于 2018 年上半年专门设立新能源汽车事业部，开始筹建/收购威马、电咖、领克等新能源车经销网点，开设新能源汽车经销网点的资本支出较低，但新车销售毛利较高，具有很好的盈利能力。
布局出行服务领域。关注到需求旺盛的出行服务领域，公司组建了专业的出行服务公司，依托汽车租赁行业的经验，借助互联网平台力量，联合部分新能源汽车品牌，开展新能源车辆出行服务业务。目前，公司新能源车辆在上海地区出行业务平台运营稳健，同时公司也在广州、深圳、杭州等地区新设网点，持续拓展出行服务经营范围。
- **持续推动二手车业务。**公司在持续提升 4S 店渠道的二手车业务的基础上，不断推动自营二手车连锁品牌“永达二手车商城”在全球网络的扩张。截至 2018 年上半年，公司在全国已经建成了 112 家二手车零售网点，包括 83 家官方认证网店及 29 家永达二手车商城。同时，2018 年 8 月大搜车与永达二手车达成深度合作，大搜车也将运用在汽车新零售上积累的互联网能力，为永达的二手车业务提供经营管理系统的全面解决方案。
- **新车销售模式优化。**一方面，公司加强与垂直电商的合作，通过数据挖掘等方式提高销售效率，提升客户体验，进行精准的营销引流；另一方面，公司通过与网络电商、电视频道的合作，持续打开销售新渠道，提高公司品牌影响力及知名度。

图表 30: 二手车代理销量



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 31: 新能源产业发展策略



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

公司盈利预测及估值分析

公司 2018H1 业绩表现

- **公司各项业务收入持续增长。**2018 年上半年, 公司综合收入 (包含代理服务收入) 为 253.7 亿元, 同比增长 12.5%; 其中, 新车销量同比增加 10.7% 至 8 万台, 豪华及超豪华品牌新车销量同比增加 14.3% 至 4.9 万台, 新车销售收入同比增加 10.5% 至 208.8 亿元; 售后服务业务收入同比上升 20.5% 至 37 亿元; 二手车销量同比增长 19% 至 1.93 万台; 汽车经营租赁收入同比增长 2.9% 至 1.9 亿元; 金融及保险代理业务同比增加 19.3% 至 4.67 亿元。
- **公司金融服务实现高速增长。**2018 年上半年, 公司金融渗透率同比提升 3.8 个百分点达到 50%, 金融业务总收入同比增加 40.7% 达到 7.12 亿元, 其中, 金融和保险代理业务同比增加 19.3% 达到 4.67 亿元, 自营金融业务同比增加 113.6% 达到 1.15 亿元, 自营金融业务新增生息资产 25.7 亿元, 较去年同期有所放缓, 主要是受去杠杆及融资成本上升的影响, 公司坚持审慎的投放原则。
- **受关税政策及市场供需不平衡影响, 公司毛利率下降。**2018 年上半年, 公司毛利润同比增长 14.6% 达到 22.57 亿元, 毛利率上升 0.2 个百分点至 10.38%, 其中, 新车销售的毛利率同比下降 0.75 个百分点至 3.03%, 主要是由于二季度进口关税下调, 消费者观望情绪浓厚, 市场出现波动, 下半年以来豪车订单明显增加, 预期毛利率及销量将有所恢复; 公司售后业务的毛利率同比下降 0.35 个百分点至 46.41%, 属于正常经营波动; 公司租赁服务毛利率同比上升 1.13 个百分点至 26.09%; 公司金融自营业务毛利率同比下滑 7.79 个百分点至 66.44%。
- **受服务网络扩张及融资成本上升影响, 公司利润率下挫。**2018 年上半年, 公司存货周转天数由 47.4 天增加至 54.2 天, 主要也是受二季度进口关税下调, 消费者观望情绪浓厚所影响。由于销售及服务网络的扩张, 公司销售费用率 (占营收比率) 同比上升 0.04 个百分点至 4.61%, 行政费

用率同比上升 0.06 个百分点至 2.46%，同时由于融资余额增加以及融资利率的上升，公司**融资成本率**同比上升 0.17 个百分点至 1.25%。公司归母净利润同比上升 10.9%，达到 7.23 亿元，归母净利润增速低于毛利增速主要是受销售网络扩张及融资成本上升影响所致。

公司盈利预测

- **营收预测。**得益于 2018 年下半年整车及零部件进口关税下降，宝马、奥迪等公司主要经销品牌开启新产品周期、公司汽车金融业务的快速发展以及公司加速布局新能源、出行及二手车领域，我们预期 2018 及 2019 年公司的营收将分别达到 590 亿及 687 亿人民币，营收增速将分别达到 16.39%和 16.40%。

图表 32: 营收拆分

百万人民币	2016A	2017A	2018E	2019E
总销售收入	43033	50699	59009	68688
新车销售收入	37304	43492	49985	57356
-豪华车销量(辆)	83456	99956	114949	132192
-豪华车销售均价(万元)	35.20	34.40	34.40	34.40
-中高端销量(辆)	63806	71684	81578	92832
-中高端销售均价(万元)	12.40	12.80	12.80	12.80
售后服务收入	5446	6685	8156	9950
汽车租赁服务收入	364	380	395	411
金融自营业务收入	122.3	331	663	1160
分部间抵消	-204.4	-189	-189	-189
整体毛利率	8.84%	9.91%	10.1%	10.7%
整体毛利	3805	5025	5941	7337
新车销售毛利率	3.10%	3.66%	3.34%	3.38%
售后服务毛利率	45.72%	46.10%	46.4%	46.4%
租赁服务毛利率	28.54%	26.47%	26.10%	26.00%
金融自营业务毛利率	78.33%	63.88%	58.00%	58.00%
佣金收入	706	860	989	1137

来源：公司年报，中泰证券研究所

估值分析

- 我们预计公司 2018-2019 年的归属母公司净利润分别为 16.83 亿、21.5 亿人民币，同比增速分别为 11.4%、27.9%，每股盈利分别为 0.92 元、1.17 元，目前公司股价对应 2018-2019 年市盈率分别为 6.03x、4.71x，考虑到公司经营网络持续扩张，具有较为优秀的经营效率，且于 9 月 10 日纳入港股通名单，我们给予公司参考市盈率 8.7x，参考市值 166.3 亿港元，首次覆盖，予以“买入”评级。

图表 33: 永达汽车 FY1 PE



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 34: 可比估值分析

公司名称	股价 (港元)	总市值 (亿港元)	毛利率 (%)	资产负债率 (%)	ROE (%)	市盈率 (倍)					市净率 (倍)			EV/EBITDA (倍)	
						2016A	2017A	TTM	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E
中升控股	16.98	385.73	10.1%	65.0%	23.8%	7.15	10.09	8.49	8.14	8.14	2.45	1.75	1.06	7.16	5.10
永达汽车	6.28	115.41	9.9%	68.6%	22.8%	6.07	9.13	6.15	6.03	4.71	2.31	0.92	0.68	8.14	4.73
正通汽车	4.61	113.14	10.6%	72.0%	12.5%	9.06	12.58	6.88	6.42	4.91	1.47	0.63	0.83	9.88	7.10
和谐汽车	3.22	49.40	9.4%	37.2%	17.2%	-	7.26	4.79	-	-	1.30	-	-	10.82	6.80
广汇宝信	2.09	59.30	8.4%	73.0%	13.6%	10.47	11.54	6.55	6.38	5.37	1.53	0.70	0.64	6.44	5.60
润东汽车	2.65	25.08	6.6%	80.3%	7.4%	10.06	10.34	12.53	-	-	0.80	-	-	9.07	8.50
美东汽车	3.51	40.46	10.6%	63.2%	28.7%	7.23	8.14	10.48	10.78	8.09	2.58	-	-	5.43	7.91
行业均值			9.4%	65.6%	18.0%	8.34	9.87	7.98	7.55	6.24	1.78	1.00	0.80	8.13	6.53

来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所

注: 假设港元兑人民币 0.88; 股价取自 2018 年 10 月 9 日收盘价, 除中升控股、正通汽车、永达汽车外均取自 Wind 一致预期

风险提示

- 经济下行的风险。人民币贬值、金融严监管、去杠杆及贸易摩擦增加经济下行压力,对汽车经销行业,尤其是豪华汽车新车销售产生负面影响。
- 新款汽车产品销量不及预期。
- 市场供需关系失衡,库存总量增加,行业再度竞争激烈,各经销商之间爆发价格战,毛利率降低。
- 汽车金融业务成本上升及违约风险。
- 收购整合及新开网点盈利不及预期。

附录

附录一：财务报表预测

图表 35：财务报表预测

百万人民币	2016A	2017A	2018E	2019E	百万人民币	2016A	2017A	2018E	2019E
收入	43033	50699	59009	68688	资产总计	20375	27927	32062	37973
毛利	3805	5025	5941	7337	流动资产总计	12992	17061	19765	24498
其他收入	760	927	1038	1210	存货	4317	6112	7010	7337
佣金收入	706	860	989	1137	贸易应收款项	4362	4807	5194	6446
银行存款利息收入	15	23	28	52	现金及现金等价物	1772	1718	3249	6051
其他收入净额	40	44	21	21	非流动资产总计	7383	10866	12297	13475
销售及分销开支	1915	2269	2680	3164	物业、厂房及设备	3942	4729	5213	5635
行政开支	1052	1222	1438	1692	无形资产	827	1527	1971	2441
融资成本	480	494	657	861	负债总计	14972	19145	21040	23152
所得税开支	244	406	454	580	流动负债总计	12430	16269	17223	19084
净利润	908	1602	1791	2291	应付账款	5201	6710	6666	8462
母公司拥有人	851	1510	1683	2152	银行借款	5319	6596	8596	10161
少数股东损益	57	92	109	139	非流动负债总计	2542	2876	3816	4069
					贷款及借款	158	417	1339	1589
					本公司权益	4962	8288	10527	14326
					少数股东权益	441	493	495	495
					所有者权益总计	5403	8781	11022	14821
						2016A	2017A	2018E	2019E
净利润	908	1602	1791	2291	毛利率	8.8%	9.9%	10.1%	10.7%
折旧与摊销	490	534	759	949	净利率	2.0%	3.0%	2.9%	3.1%
营运资金变动	-1122	-3698	-1790	-282	ROE	15.8%	17.2%	15.3%	14.5%
其他	-169	-17	-97	-97	ROA	4.2%	5.4%	5.2%	5.7%
经营活动现金流量	571	-1108	1206	3404	收入增长率	20.7%	17.8%	16.4%	16.4%
资本开支	-1062	-1750	-1789	-1909	净利润增长率	62.3%	77.4%	11.4%	27.9%
其他	-250	-257	-257	-257	总资产增长率	18.4%	37.1%	14.8%	18.4%
投资活动现金流量	-1311	-2007	-2047	-2167	资产负债率	73.5%	68.6%	65.6%	61.0%
银行借款变动	1324	1536	2922	1815	流动比率	1.05	1.05	1.15	1.28
融资所得款项净额	809	1775	-300	0	速动比率	0.58	0.57	0.61	0.74
其他	-1153	-250	-250	-250	现金比率	0.14	0.11	0.19	0.32
筹资活动现金流量	980	3061	2372	1564	每股净利润(元)	0.58	0.91	0.92	1.17
现金净增加额	240	-54	1531	2802	每股经营现金流	0.39	-0.67	0.66	1.85
					每股净资产	3.68	5.29	6.00	8.07
					PE	6.07	9.13	6.03	4.71
					PB	1.10	2.31	0.92	0.68
					EV/EBITDA	6.20	8.14	4.73	3.49

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺：

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、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，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。