

美东汽车 (1268.HK) / 汽车经销

独辟蹊径的优质豪车经销商

评级: 买入 (首次覆盖)
市场价格: 3.01 (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: lijuns@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6263	7683	9993	13035
增长率 yoy%	30.27%	22.66%	30.07%	30.45%
净利润	157	279	372	499
增长率 yoy%	48.02%	77.58%	33.59%	33.91%
每股收益 (元)	0.14	0.25	0.32	0.42
每股现金流量	0.28	0.26	0.54	0.16
净资产收益率	16.84%	25.21%	25.66%	27.58%
P/E	7.23	8.14	8.35	6.24
PEG	15.06	10.49	24.87	18.39
P/B	1.36	2.58	2.14	1.72

备注:

基本状况

总股本(百万股)	1153
流通股本(百万股)	1153
市价(港元)	3.01
市值(百万港元)	3469
流通市值(百万港元)	3469

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
- 4 永达汽车—业务结构多元化且稳健增长的豪车经销商

投资要点

- **快速扩张的优质豪车经销商—美东汽车。**公司在全国各地共设有 41 家经销门店, 覆盖北京、河北、湖北、湖南、江西、福建、广东及甘肃等省份, 代理包括宝马、雷克萨斯和保时捷等豪华品牌及丰田和现代两大中高端品牌。公司持续执行集中于三、四线城市的“单城市单店”战略和豪华品牌的战略, 实现了业绩的高速增长。
- **店龄年轻+坚守“单城单店”战略+运营效率领先的豪车经销商:**
 - (1) **增长迅速, 店龄年轻, 售后业务增长潜力大。**公司保持每年 20-30% 的营收增速, 15%-20% 的门店数量增速, 增速持续领先其他经销商。同时, 公司店龄较短, 平均店龄仅为 4 年, 因此具有较高的同店增长率, 2018 年上半年公司同店收入增速达到 19.7%; 此外, 随着门店的成熟, 用户不断积累, 高毛利售后服务的贡献比例将逐步提高, 从而进一步优化公司收入结构, 2018 年上半年, 公司同店售后业务增速达到 29.9%。
 - (2) **“单城单店”+专注豪华品牌策略带来优异的盈利能力。**随着二、三线城市及四线城市经济的高速发展, 中国乘用车消费升级的趋势逐渐由一线城市下沉至二、三线甚至四线城市, 公司坚定执行集中于三四线城市的“单城市单店”战略, 在该战略下公司进入发展迅速的较小型城市, 并成为某一豪华品牌于当地的唯一经销商, 从而充分享受三四线城市日益增长的豪华汽车需求, 并且由于避免了经销商之间激烈的竞争, 公司能保证较高的毛利率。**豪华汽车及非新车销售业务占比提升, 业务结构不断优化, 豪华品牌以及售后和佣金业务具有更好的盈利能力, 美东的豪华品牌销售收入占比逐年提升, 业务结构不断优化。**得益于“单城单店”策略及不断优化的业务结构, **公司盈利能力十分优异, 2018 年上半年公司新车销售毛利率达到 5.3%, 售后业务毛利率达到 48.4%, 均大幅领先同行业。**
 - (3) **经营效率行业领先。**存货周转天数方面, 公司保持健康的进销节奏, 存货周转天数保持在 30 天左右, 其余经销商的存货周转天数则多集中于 40-50 天左右。各项费用占比方面, 美东的行政费用、销售费用及融资费用均保持在行业较低水平, 公司总体费用占毛利润的比例为较低, 2017 年仅为 68.7%。
 - (4) **经销品牌组合优势明显。雷克萨斯、保时捷新车销售毛利高。**豪华品牌中公司主要经销宝马、雷克萨斯及保时捷, 由于雷克萨斯经销商的集中度高, 厂家与经销商的协调沟通情况好, 销售节奏配合得当, 折扣保持在行业较低水平, 新车销售的毛利率也远高于其他豪车品牌, 保时捷的折扣也较低, 新车销售毛利率处于行业领先水平; 同时, 我们了解到公司也将进一步增加主流豪车品牌, 实现多品牌组合优势。此外, 公司经销品牌还将受益于关税下调及新产品周期。
 - (5) **现金流稳定, 偿债能力较强及稳定的高股息政策。**公司现金流稳定, 货币资金充足, 经营性现金流与营业利润的比值保持在行业领先水平, 2018 年上半年公司现金及现金等价物达到 6.12 亿元, 同比增长 12%, 现金比率达到 32.6%, 排名行业第一, 充足的货币资金为公司持续快速的扩张提供了有力的资金支持。此外, 近年来公司坚持**高股息政策**, 2017 年更是将 50.7% 的盈利用于派付股息, 使派息率在行业内遥遥领先, 公司股息比率也高达 5.9%, 为行业最高水平。
- **公司 2018H1 业绩表现: 公司营业收入高速增长, 营收结构不断优化。**2018

年上半年，公司总收入为 43.5 亿元，同比增长约 30.4%。新车销售收入同比增加 29.1% 至 37.8 亿元，其中豪华品牌实现营收 27.7 亿元，占新车销售收入的 73.1%；公司售后服务收入同比上升 40.17% 至 5.7 亿元，随着公司门店的不断成熟，未来高毛利的售后服务业务会贡献更多收入，带动公司收入结构持续优化。公司毛利率小幅下降，2018 年上半年受关税政策及行业供需不平衡影响，公司毛利率同比下降 0.2 个百分点至 10.9%，其中新车销售毛利率同比下降 0.5 个百分点至 5.3%，售后业务毛利率同比下降 1.17 个百分点至 48.4%。公司经营效率稳步提升，2018 年上半年，公司销售、管理及财务费用占比同比下降 0.2 个百分点至 7.8%，公司归母净利润同比上升 46% 至 1.6 亿元，归母净利率同比上升 0.39 个百分点至 3.6%，公司经营效率持续优化。

- **投资建议：**预计 2018-2019 年公司的营收将分别达到 99.9 亿及 130 亿人民币，增速将分别达到 30.1% 和 30.4%；预计 2018-2019 年公司的归母净利润分别为 3.65 亿、4.89 亿人民币，同比增速分别为 33.6%、33.9%，每股盈利分别为 0.32 元、0.42 元。目前公司股价对应 2018-2019 年市盈率分别为 8.35x、6.24x，考虑到公司突出的扩张速度、优秀的经营效率以及不断优化的业务结构，我们给予公司参考市盈率 10.2x，参考市值 42.3 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；进口关税政策再起变化；收购整合及新开网点盈利不及预期。

内容目录

美东汽车公司概况	- 6 -
公司概况	- 6 -
公司业务概况	- 8 -
店龄年轻+坚守“单城单店”战略+运营效率行业领先	- 9 -
增长迅速，店龄年轻，售后业务增长潜力大	- 9 -
“单城单店”+专注豪华品牌策略带来优异的盈利能力	- 11 -
经营效率行业领先	- 14 -
经销品牌组合优势明显	- 15 -
现金流稳定，偿债能力较强及稳定的高股息政策	- 17 -
公司盈利预测及估值分析	- 18 -
2018H1 业绩	- 18 -
公司盈利预测	- 19 -
估值分析	- 19 -
风险提示	- 20 -
附录	- 21 -
附一：财务报表预测	- 21 -

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	- 6 -
图表 2: 美东汽车股权结构 (截至 2018 年 6 月 30 日)	- 6 -
图表 3: 公司管理层介绍	- 7 -
图表 4: 公司经销品牌及网点分布 (2017 年底)	- 8 -
图表 5: 美东汽车业务结构 (百万人民币)	- 9 -
图表 6: 公司营收增速行业领先 (百万元)	- 9 -
图表 7: 新车销量持续增长 (辆)	- 10 -
图表 8: 售后业务收入持续增加 (百万元)	- 10 -
图表 9: 同店收入	- 10 -
图表 10: 新车销售同店收入	- 10 -
图表 11: 售后业务同店收入	- 10 -
图表 12: 单城单店收入占比持续提升	- 11 -
图表 13: 一线城市乘用车销量占比持续下降	- 11 -
图表 14: 豪华品牌新车销售收入占比持续提升	- 12 -
图表 15: 售后及佣金业务占比持续上升	- 12 -
图表 16: 豪车经销商新车销售毛利率高于其他经销商	- 12 -
图表 17: 豪车经销商售后业务毛利率高于其他经销商	- 12 -

图表 18: 港股豪车经销商营收结构占比.....	- 12 -
图表 19: 港股豪车经销商毛利结构占比.....	- 12 -
图表 20: 公司毛利率行业领先	- 13 -
图表 21: 七大豪车经销商新车销售毛利率.....	- 13 -
图表 22: 七大豪车经销商售后业务毛利率.....	- 13 -
图表 23: 存货周转天数	- 14 -
图表 24: 港股七大经销商行政费用占比.....	- 14 -
图表 25: 港股七大经销商销售费用占比.....	- 14 -
图表 26: 港股七大经销商融资费用占比.....	- 15 -
图表 27: 港股七大经销商费用总和占比.....	- 15 -
图表 28: 公司经销品牌分布	- 15 -
图表 29: 美东各品牌新车销售毛利率.....	- 16 -
图表 30: 进口车型价格下调.....	- 16 -
图表 31: 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..	- 17 -
图表 32: 2018 年上半年合资品牌销量 (万辆)	- 17 -
图表 33: 货币资金/流动负债水平行业对比	- 18 -
图表 34: 经营现金流净额/营业利润行业对比.....	- 18 -
图表 35: 派息率行业对比.....	- 18 -
图表 36: 股息率行业对比.....	- 18 -
图表 37: 主营业务拆分预测	- 19 -
图表 38: 美东汽车 FY1 PE.....	- 20 -
图表 39: 可比公司估值	- 20 -
图表 40: 财务报表预测	- 21 -

图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	- 6 -
图表 2: 美东汽车股权结构 (截至 2018 年 6 月 30 日)	- 6 -
图表 3: 公司管理层介绍.....	- 7 -
图表 4: 公司经销品牌及网点分布 (2017 年底)	- 8 -
图表 5: 美东汽车业务结构 (百万人民币)	- 9 -
图表 6: 公司营收增速行业领先 (百万元)	- 9 -
图表 7: 新车销量持续增长 (辆)	- 10 -
图表 8: 售后业务收入持续增加 (百万元)	- 10 -
图表 9: 同店收入.....	- 10 -
图表 10: 新车销售同店收入.....	- 10 -

图表 11: 售后业务同店收入	- 10 -
图表 12: 单城单店收入占比持续提升.....	- 11 -
图表 13: 一线城市乘用车销量占比持续下降.....	- 11 -
图表 14: 豪华品牌新车销售收入占比持续提升.....	- 12 -
图表 15: 售后及佣金业务占比持续上升.....	- 12 -
图表 16: 豪车经销商新车销售毛利率高于其他经销商.....	- 12 -
图表 17: 豪车经销商售后业务毛利率高于其他经销商.....	- 12 -
图表 18: 港股豪车经销商营收结构占比.....	- 12 -
图表 19: 港股豪车经销商毛利结构占比.....	- 12 -
图表 20: 公司毛利率行业领先	- 13 -
图表 21: 七大豪车经销商新车销售毛利率.....	- 13 -
图表 22: 七大豪车经销商售后业务毛利率.....	- 13 -
图表 23: 存货周转天数	- 14 -
图表 24: 港股七大经销商行政费用占比.....	- 14 -
图表 25: 港股七大经销商销售费用占比.....	- 14 -
图表 26: 港股七大经销商融资费用占比.....	- 15 -
图表 27: 港股七大经销商费用总和占比.....	- 15 -
图表 28: 公司经销品牌分布	- 15 -
图表 29: 美东各品牌新车销售毛利率.....	- 16 -
图表 30: 进口车型价格下调.....	- 16 -
图表 31: 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..	- 17 -
图表 32: 2018 年上半年合资品牌销量 (万辆)	- 17 -
图表 33: 货币资金/流动负债水平行业对比	- 18 -
图表 34: 经营现金流净额/营业利润行业对比.....	- 18 -
图表 35: 派息率行业对比.....	- 18 -
图表 36: 股息率行业对比.....	- 18 -
图表 37: 主营业务拆分预测	- 19 -
图表 38: 美东汽车 FY1 PE.....	- 20 -
图表 39: 可比公司估值	- 20 -
图表 40: 财务报表预测	- 21 -

美东汽车公司概况

公司概况

- **公司简介。**截止 2018 年上半年,公司在全国各地共设有 41 家经销门店,代理包括宝马、雷克萨斯和保时捷等豪华品牌及丰田和现代两大中高端品牌。公司持续执行集中于三、四线城市的“单城市单店”及豪华品牌战略,实现了业绩的高速增长。
- **历史沿革**

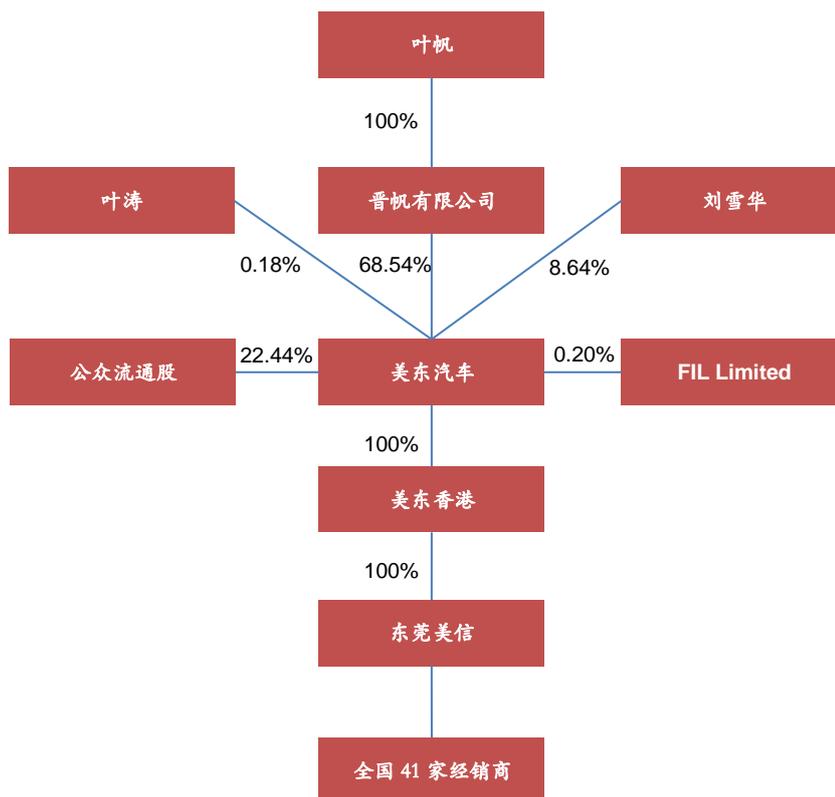
图表 1: 公司历史沿革

时间	事件
1999 年	创始人叶帆先生与一名独立第三方合伙人创办东莞聚成有限公司,主要从事汽车分销业务。
2004 年	创始人成立东莞冠丰及东莞东部两家公司,分别销售北京现代和一汽丰田品牌汽车,并分别占股 68%、50%。
2008 年	东莞美东和厦门美东开设首家雷克萨斯汽车 4S 经销店;
2009 年	收购东莞东部剩余股权,并将其并入大东公司旗下。
2010-2013 年	于全国多地新开设共 10 家 4S 经销店;于 2012 年年中,通过全资附属公司经营一家二手车店;于 2013 年 7 月,收购东莞美东,并完成重组。
2013 年	12 月 5 日,于港交所上市交易。 截止 2013 年底,公司共有 15 家经销店。
2014 年	截止 2014 年底,公司新建 4 家 4S 经销店,使得经销店总数达 19 家。
2015 年	截止 2015 年底,公司新建 6 家 4S 经销店,并收购两家 4S 经销店,使得经销店总数达 27 家。
2016 年	截止 2016 年底,公司新建 7 家 4S 经销店,使得经销店总数达 34 家。
2017 年	截止 2017 年底,公司新建 5 家 4S 经销店,使得经销店总数达 39 家。公司目前有至少 12 家经销店处于正在规划或建设阶段,其中大部分预计于 2018 年竣工。
2018 年	截止 2018 年 6 月 30 日,公司新建 2 家 4S 经销店,使得经销店总数达 41 家,并且公司附属公司将独立第三方手中收购 6 家宝马经销店。

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- **公司股权结构。**晋帆有限公司控股为公司控股股东,持有公司 68.54% 股权,而晋帆有限公司是由叶帆先生成立的家族信托全资拥有,叶帆先生为本公司实际控制人。公司主要通过全资拥有的美东香港与东莞美信在中国内地从事汽车经销业务;同时, FIL Limited 持有公司 8.64% 股权。

图表 2: 美东汽车股权结构 (截至 2018 年 6 月 30 日)



来源：公司公告、中泰证券研究所

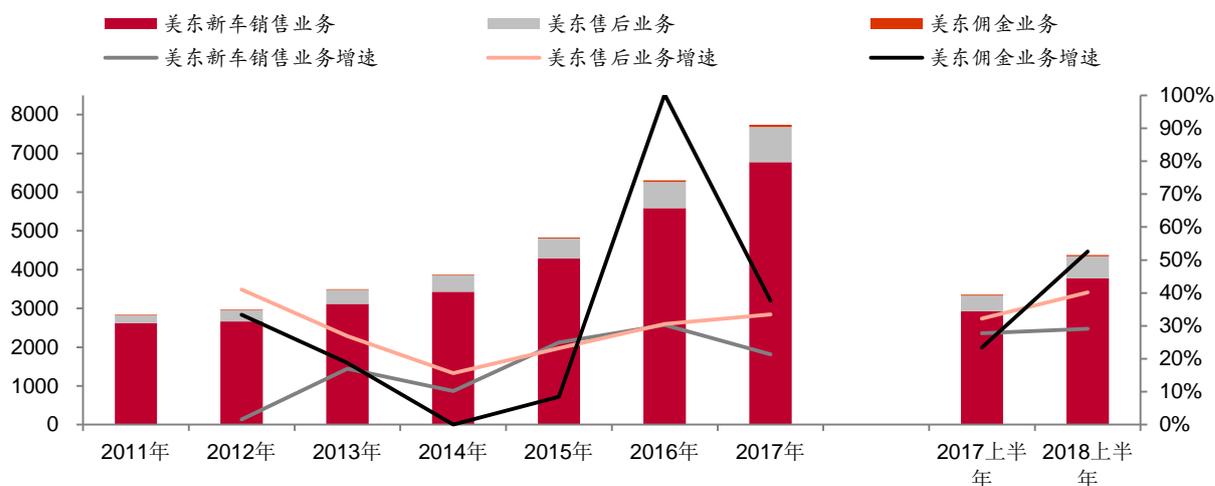
■ 公司管理层背景

图表 3: 公司管理层介绍

姓名	职务	持股比例	介绍
叶帆	主席、执行董事	68.54%	46岁，公司创始人，叶先生现任本公司主席兼执行董事，主要负责监管公司营运情况、制定业务及营销策略、监督与银行、政府及其他业务伙伴等对外关系。叶先生于1995年至1998年出任东莞一家汽车分销商的总经理，并于1999年与另一位独立第三方成立东莞聚成汽车技术服务有限公司。2003年4月，叶先生成立东莞冠丰汽车有限公司，并于2004年5月开设第一家北京现代经销店。叶先生于2007年成立大东公司，并由叶先生全资持有。自2003年起，叶先生一直担任东莞冠丰汽车及公司多家成员公司的董事，负责监管该等公司的日产营运及制定业务策略。叶先生于1993年7月毕业于华南理工大学，并获无机非金属材料学士学位。
叶涛	行政总裁、执行董事	0.18%	51岁，叶先生现任本公司执行董事兼行政总裁，专门负责监督公司日常营运及管理、制定业务及营销策略、监管投资者关系，并担任薪酬委员会及本公司提名委员会的委员。在加入公司之前，叶先生曾任职于奥博杰天（北京）软件公司担任行政总裁兼法定代表职务，负责监察公司整体营业情况，并于Document Sciences Corporation担任亚洲区营运总经理，负责监察亚洲区管理及营运。叶先生于2008年加入公司并出任行政总裁。叶先生于1989年7月毕业于北京大学，并获得力学学士学位。叶先生还在1996年6月获麻省理工大学颁授的机械工程理学硕士学位以及管理理学硕士学位。
刘雪华	首席财务官、执行董事	0.20%	54岁，刘女士现任公司首席财务官兼执行董事。负责公司整体行政，并主要专注于公司的会计、库存、行政及人力资源的管理工作。刘女士还专门负责制定、实施及改良公司内部监控政策。刘女士于2008年2月加入公司并出任财务总监，在加入公司之前，刘女士在2001年10月至2008年2月期间曾任职于奥博杰天（北京）软件公司担任财务监控主任。刘女士在会计及财务方面拥有超过13年的工作经验，并于1994年获得中国财政部颁授的会计师资格。刘女士于2002年7月通过完成远程课程获得北京大学颁授的行政管理学士学位。

入占比，使得公司收入结构不断优化。

图表 5: 美东汽车业务结构 (百万人民币)



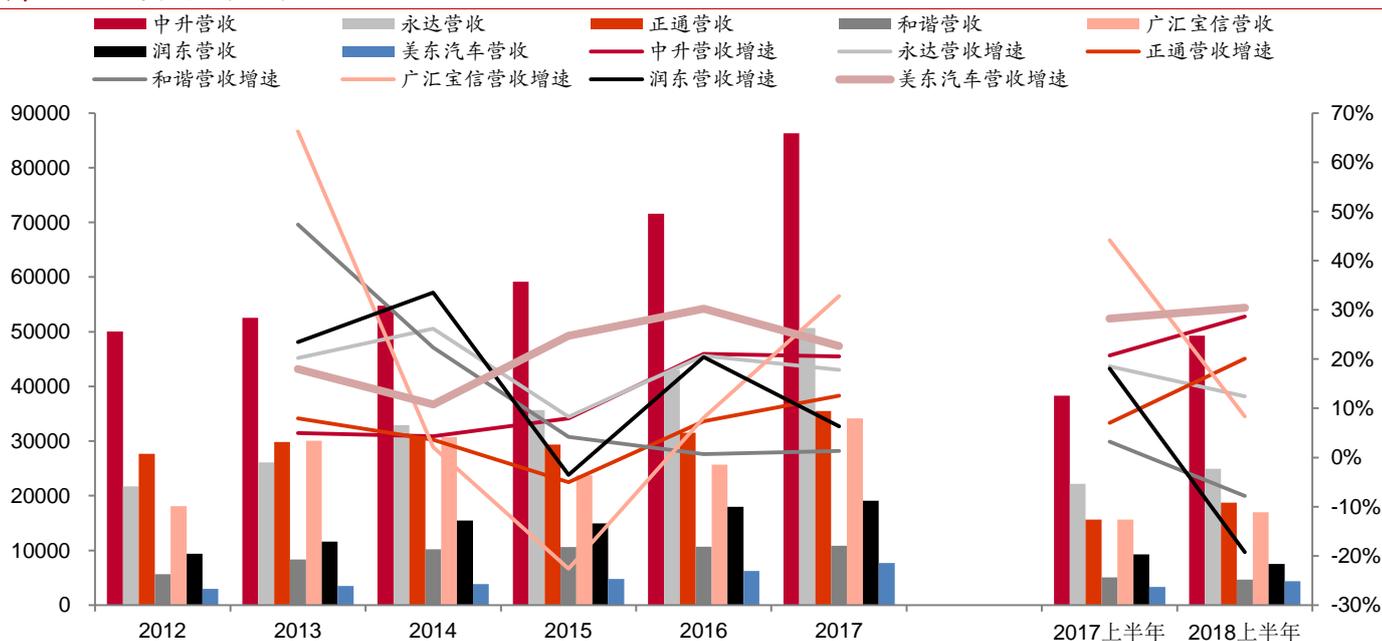
来源：公司公告、中泰证券研究所

店龄年轻+坚守“单城单店”战略+运营效率行业领先

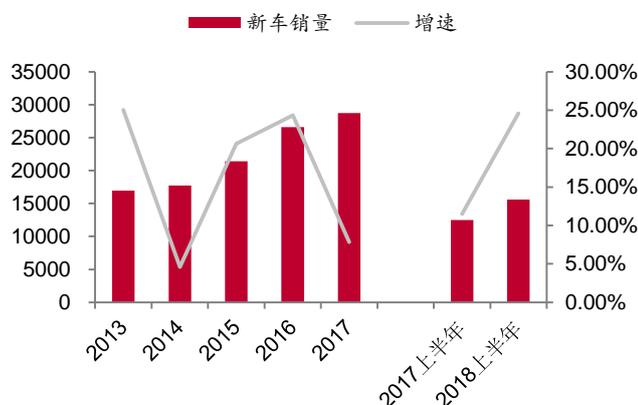
增长迅速，店龄年轻，售后业务增长潜力大

- **营收增速行业领先。**近年来，公司门店数量保持 15%-20%左右的增速，2019 年底公司经销门店数量有望由 2017 年底的 39 家增加至 58 家；同时，公司保持每年 20-30%的营收增速，增速持续领先其他经销商；具体业务方面，公司新车销量保持 10-25%的同比增速，2018 年上半年增速达到 24.6%，售后业务增速更是逐年上升，于 2018 年上半年达到 40%。

图表 6: 公司营收增速行业领先 (百万元)



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 7：新车销量持续增长（辆）


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 8：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

- 店龄年轻，同店增速明显。**公司经销店的店龄较短，平均店龄为 4 年，店龄中位数仅为 2 年，因此具有较高的同店增长率，2018 年上半年公司总营收的同比增速为 30.4%，而同店收入增速达到 19.7%。此外，随着门店的成熟，用户的不断积累，公司高毛利率的售后服务业务贡献比例将逐步提高，进一步优化公司收入结构，2018 年上半年，公司售后业务收入同比上升 40.2%，其中同店售后业务增速达到 29.9%。

图表 9：同店收入（百万元）


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 10：新车销售同店收入（百万元）
图表 11：售后业务同店收入（百万元）



来源：公司年报，中泰证券研究所

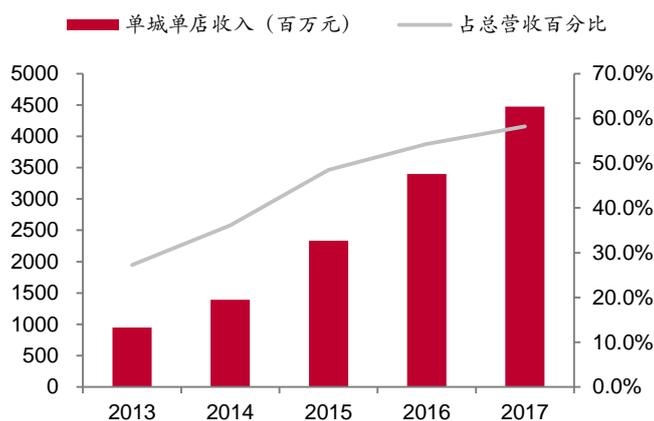


来源：公司年报，中泰证券研究所

“单城单店”+专注豪华品牌策略带来优异的盈利能力

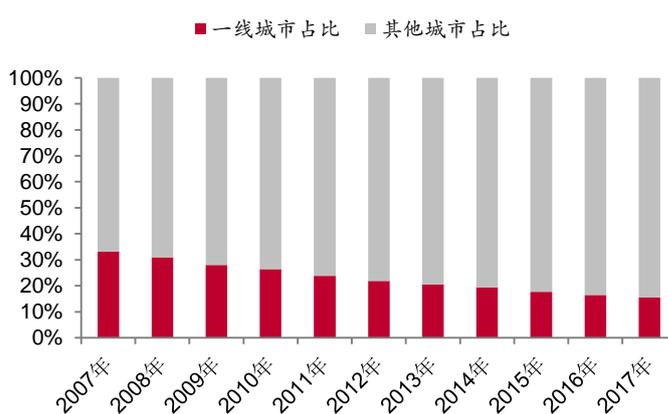
- **坚持“单城单店”策略。**随着人均可支配收入上升、新一代消费力的崛起，汽车消费升级趋势明显，有意换车的人群也持续增加。随着二、三线及四线城市经济的高速发展，中国乘用车消费升级的趋势也逐渐由一线城市下沉至二、三线甚至四线城市，2007年一线城市乘用车销量占比达到33.19%，到2017年一线城市乘用车销量占比下降至15.46%，消费升级不断下沉。公司坚定执行集中于三四线城市的“单城市单店”战略，单城单店的收入占比逐年递增，由2013年的27.3%快速上升至2017年的58.2%；在该战略下公司可以进入发展迅速的较小城市，并成为某一豪华品牌于当地的唯一经销商，从而充分享受三四线城市日益增长的豪华汽车需求，并且由于避免了经销商之间激烈的竞争，公司可以保证较高的毛利率。

图12：单城单店收入占比持续提升



来源：公司年报，中泰证券研究所

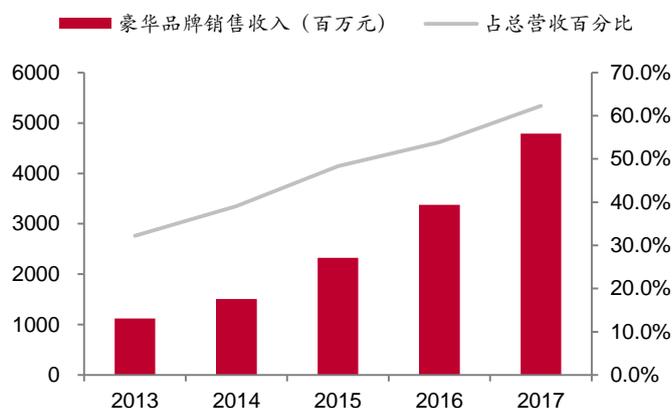
图13：一线城市乘用车销量占比持续下降



来源：Wind，中泰证券研究所

- **豪华汽车及非新车销售业务占比提升，业务结构不断优化。**豪华品牌具有更好的盈利能力，一方面豪华品牌毛利率更高，美东豪华品牌新车销售的毛利率平均在6-7%，中高端品牌新车销售毛利率平均仅为2-4%；另一方面，豪华汽车的零整比远高于中高档汽车的零整比，并且豪车车

主的价格敏感度较低，售后业务的粘性极高，因此，豪华品牌单店的售后服务收入高于中高端品牌。美东的豪华品牌销售收入占比逐年提升，由 2013 年的 32.2% 提升至 2017 年的 62.3%；同时，公司毛利率更高的售后及佣金业务占比逐年提升，毛利率更低的新车销售业务占比逐年下降，业务结构不断优化。

图表 14：豪华品牌新车销售收入占比持续提升


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 15：售后及佣金业务占比持续上升

收入占比	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 上半年
美东新车销售业务	92.40%	89.78%	89.05%	88.64%	88.83%	88.60%	87.58%	86.33%
美东售后业务	7.18%	9.68%	10.41%	10.87%	11.75%	10.7%	11.69%	12.96%
佣金业务	0.42%	0.54%	0.54%	0.49%	0.43%	0.65%	0.73%	0.71%

来源：公司年报，中泰证券研究所

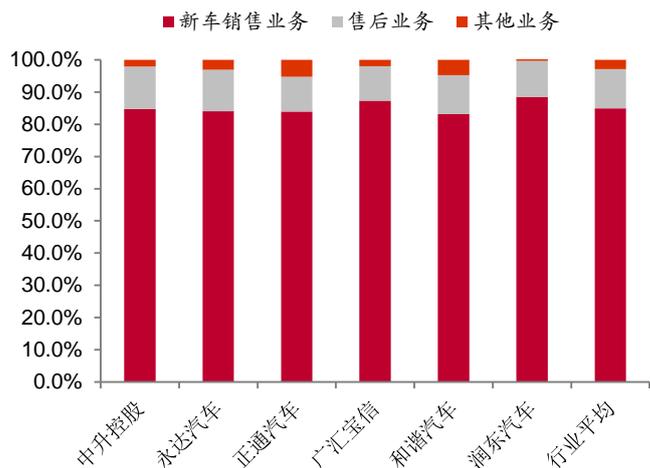
图表 16：豪车经销商新车销售毛利率高于其他经销商


来源：各公司年报，中泰证券研究所

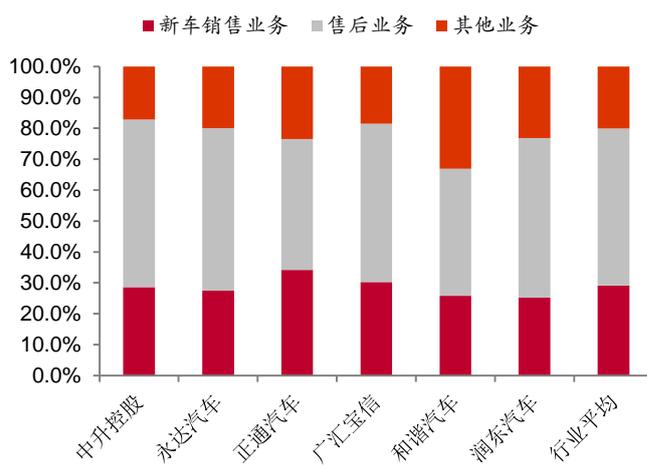
图表 17：豪车经销商售后服务毛利率高于其他经销商


来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 18：港股豪车经销商营收结构占比
图表 19：港股豪车经销商毛利结构占比

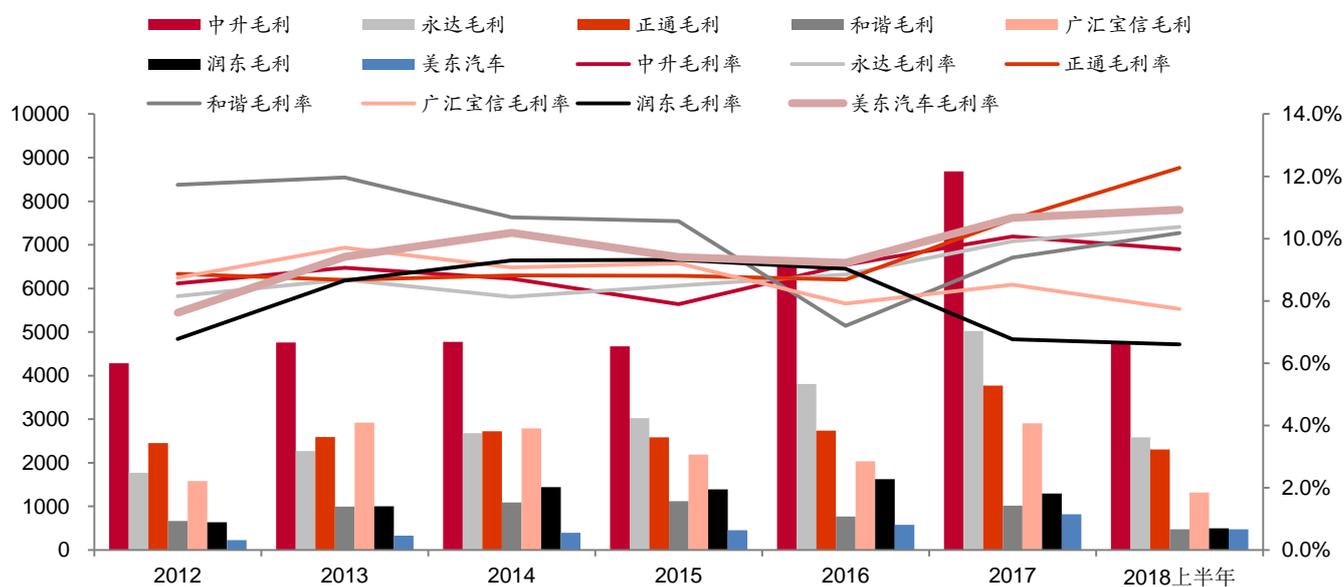


来源：各公司年报，中泰证券研究所



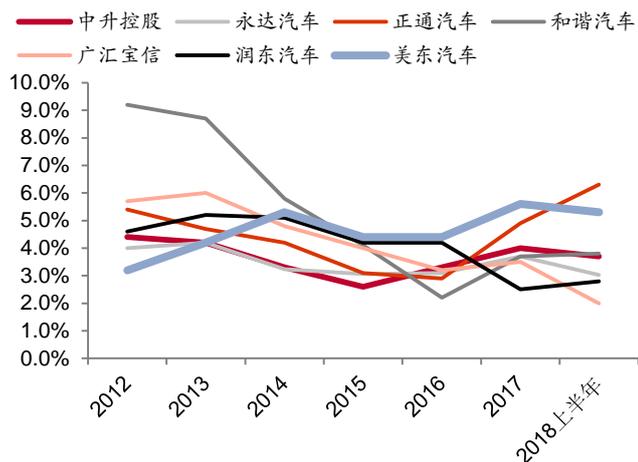
来源：各公司年报，中泰证券研究所

- 公司毛利率行业领先。**一方面，公司坚持集中于三四线城市的“单城市单店”战略，保证某一豪华品牌于当地的唯一经销商的地位，从而充分享受豪车消费下沉趋势；另一方面，公司豪华汽车及非新车销售业务占比提升，业务结构不断优化，因此，公司盈利能力表现突出，2018年上半年公司新车销售毛利率达到 5.3%，售后业务毛利率达到 48.4%，均大幅领先同行业。

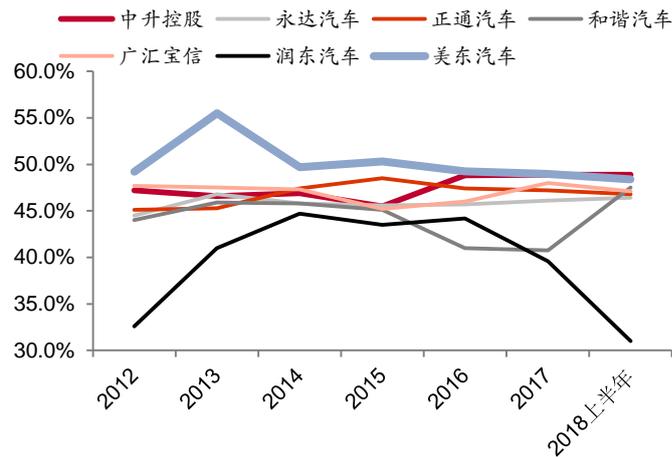
图表 20：公司毛利率行业领先（百万元）


来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 21：七大豪车经销商新车销售毛利率
图表 22：七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

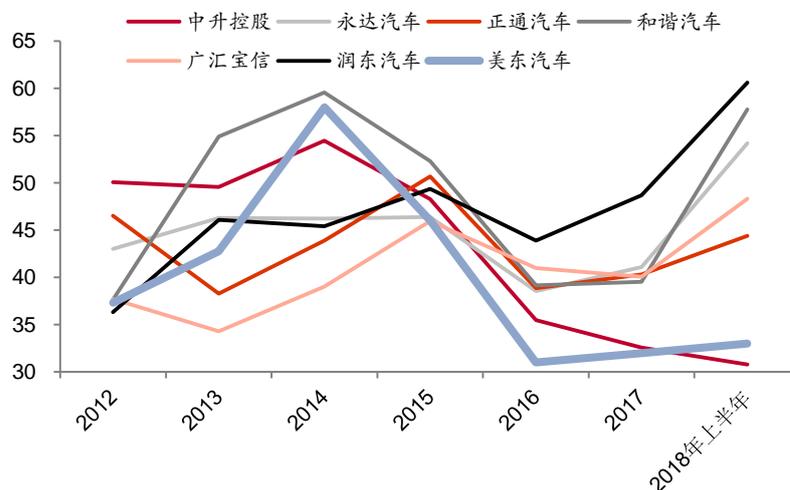


来源：各公司年报，中泰证券研究所

经营效率行业领先

- **存货周转天数方面**，公司保持健康的进销节奏，存货周转天数保持在 30 天左右，其余经销商的存货周转天数则集中于 40-50 天左右。**各项费用占比方面**，美东的行政费用、销售费用及融资费用均保持在行业较低水平，公司总体费用占毛利润的比例为较低，2017 年仅为 68.7%，2018 年上半年稍微提升至 71.4%，其中融资费用率呈现出明显的下降趋势，行政及销售费用占比小幅提升主要是由于运营网店的迅速增加。

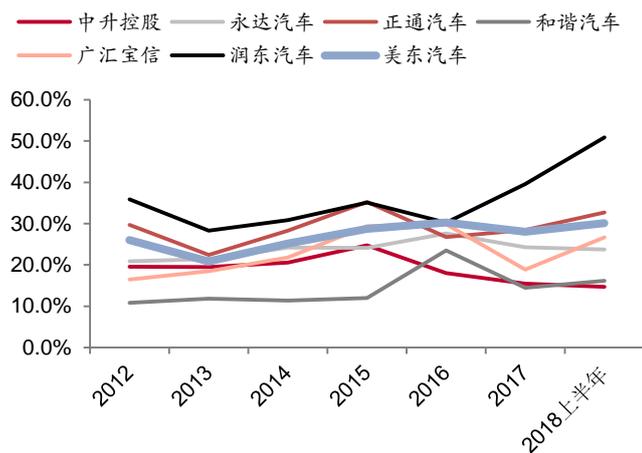
图表 23: 存货周转天数



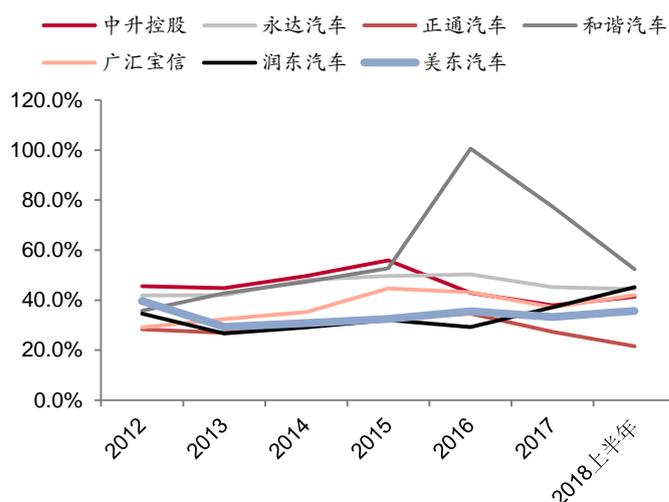
来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 24: 港股七大经销商行政费用占比

图表 25: 港股七大经销商销售费用占比

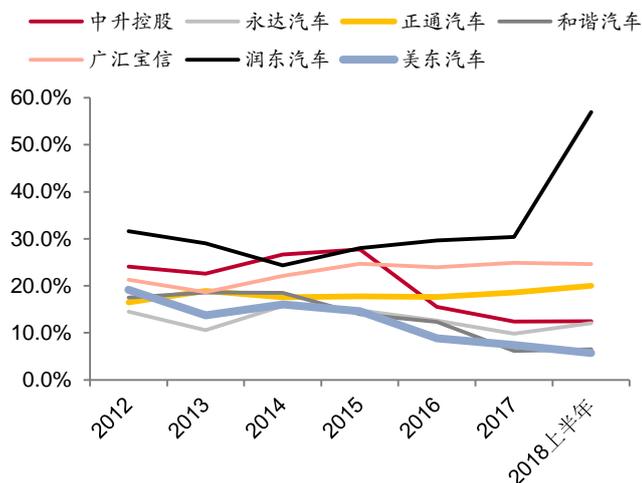


来源：各公司年报，中泰证券研究所



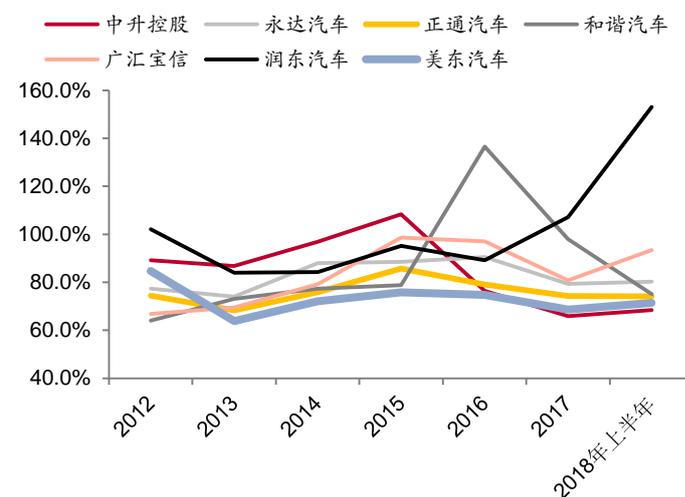
来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 26: 港股七大经销商融资费用占比



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 27: 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

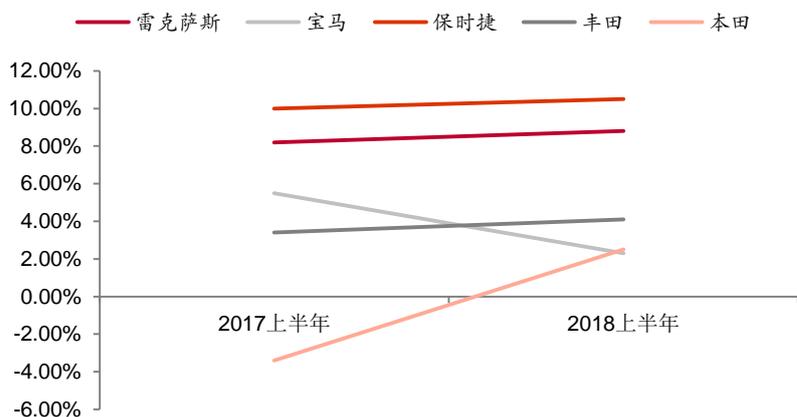
经销品牌组合优势明显

- **雷克萨斯、保时捷新车销售毛利高。**豪华品牌中公司主要经销宝马、雷克萨斯及保时捷，由于雷克萨斯经销商的集中度高，厂家与经销商的协调沟通情况好，销售节奏配合得当，市场供需关系保持平衡，折扣保持在行业较低水平，新车销售的毛利率也远高于其他豪车品牌；同时，保时捷的折扣也较低，新车毛利率处于行业领先水平。中高端品牌中公司主要经销丰田，该品牌的厂家与经销商的沟通也较好，进销平衡，能保持较高的销售利率。此外，我们了解到公司也将进一步增加主流豪车品牌，实现多品牌组合优势。

图表 28: 公司经销品牌分布

豪华品牌	门店数量	中高端品牌	门店数量
保时捷	3	丰田	11
宝马/MINI	15	现代	2
雷克萨斯	10		

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 29：美东各品牌新车销售毛利率


来源：公司年报，中泰证券研究所

- 经销品牌受益于关税下调及新产品周期。**自 2018 年 7 月起，我国降低了汽车整车及零部件进口关税，豪华品牌已经纷纷调整相关产品价格，各品牌降幅在 3 万-20 不等，目前关税下调对豪车销量的驱动已经于 7 月份得到显现，尤其是对此前价格折扣较少的雷克萨斯；同时，由于很多整车厂已经宣布对经销商下调指导价之前购入的库存车进行补贴，关税下调基本不会对经销商的库存车造成损失。此外，2018 以来宝马、雷克萨斯有多款换代及改款，公司将从新产品周期中持续受益。

图表 30：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

雷克萨斯	关税调整前(万元)	关税调整后(万元)	降幅(万元)
ES 系列	29.8-49.8	29.2-46.7	1.9-3.1
RX 系列	41.8-86.9	39-81	2.8-5.9
NX 系列	31.8-56.9	29.8-53.2	2-3.7
LS 系列	103.8-128.8	82.4-119.6	6.4-9.2

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 31：2018 年上半年豪华品牌销量（万辆）&新产品周期带来未来增长点

豪华品牌	排名	销量/万辆	同比增长	原因/评价
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业绩

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%	入门级豪华品牌，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：搜狐汽车，中泰证券研究所

图表 32：2018 年上半年合资品牌销量（万辆）

合资品牌	排名	销量	同比增长	原因/评价
丰田	3	61.4	7.00%	广汽丰田增速明显，同比增长 16.36%，得益于不断推出的新款

丰田	排名	销量	同比增长	原因/评价
卡罗拉	1	19.37	15.50%	3 月推出三款新车型，小幅升级
雷凌	2	8.65	19.78%	上半年推出新增车型
凯美瑞	3	7.7	51.56%	去年 11 月推出新款，倍受欢迎
RAV4 荣放	4	7.47	15.04%	去年 11 月，新款正式推出

未来增长点

全新小型 SUV 奕泽 IZOA 于 6 月上市，推出三款车型

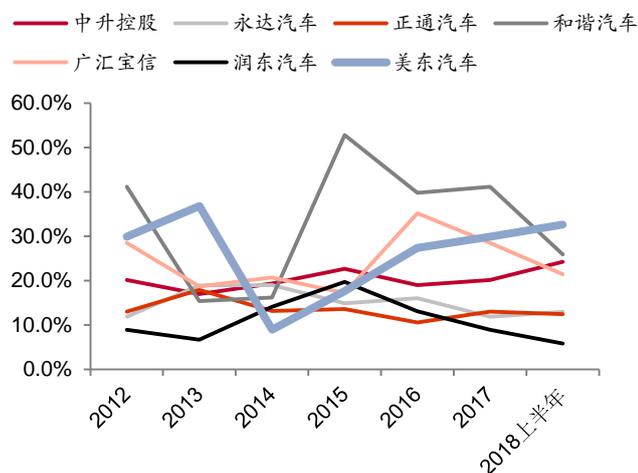
丰田 TNGA 架构下首款 SUV 车型海外版 C-HR 于 6 月上市

来源：搜狐汽车，中泰证券研究所

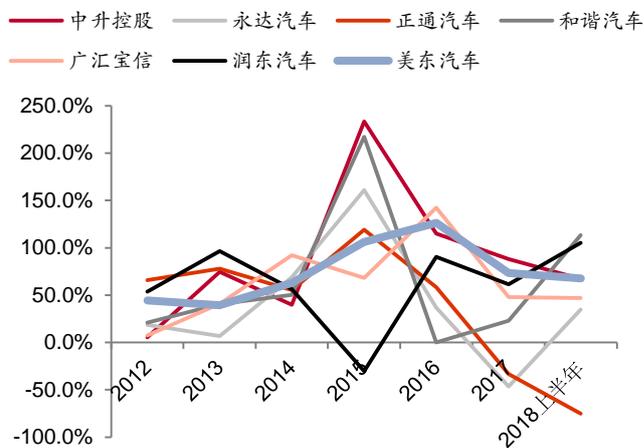
现金流稳定，偿债能力较强及稳定的高股息政策

- 公司现金流稳定，货币资金充足，经营性现金流与营业利润的比值保持在行业领先水平，2018 年上半年公司现金及现金等价物达到 6.12 亿

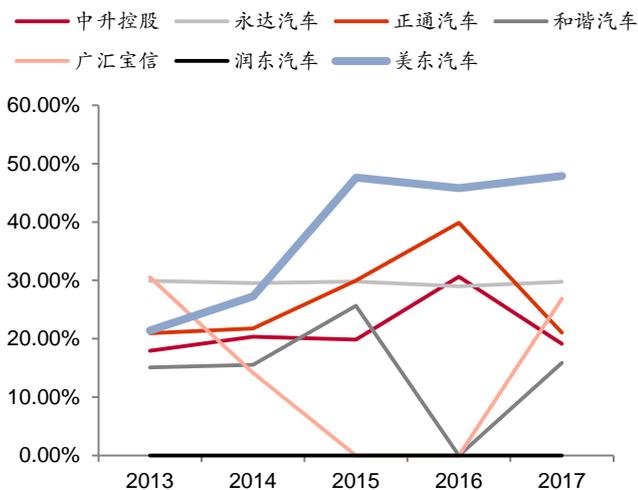
元，同比增长 12%，使得现金比率达到 32.6%，排名行业第一，充足的货币资金为公司持续快速的扩张提供了有力的资金支持。此外，近年来公司坚持高股息政策，2017 年更是将 50.7% 的盈利用于派付股息，使派息率在行业内遥遥领先，公司股息比率也高达 5.9%，为行业最高水平。

图表 33: 货币资金/流动负债水平行业对比


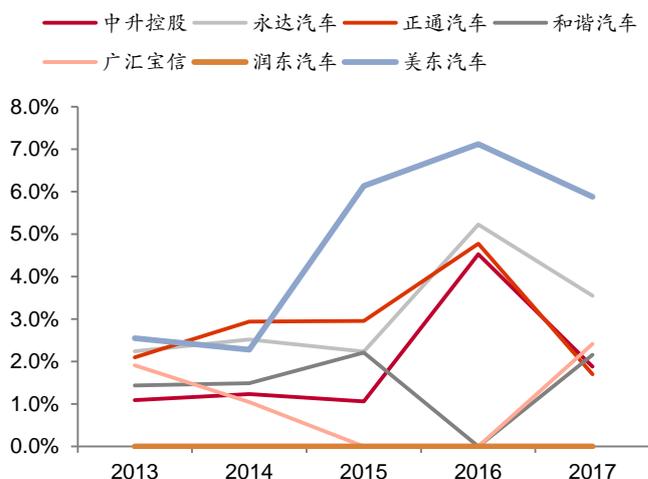
来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 34: 经营现金流净额/营业利润行业对比


来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 35: 派息率行业对比


来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 36: 股息率行业对比


来源：各公司年报，中泰证券研究所

公司盈利预测及估值分析

2018H1 业绩

- 公司营业收入高速增长，营收结构不断优化。**2018 年上半年，公司总收入为 43.5 亿元，同比增长约 30.4%。新车销量同比增加 24.6% 至 15587 台，涨幅超过 11.4% 的行业平均水平，豪华品牌新车销量达 7398 台，占比达 47.5%，且持续上升；**新车销售收入**同比增加 29.1% 至 37.8 亿元，其中豪华品牌为核心收入来源，上半年实现营收 27.7 亿元，占新车销售收入的 73.1%。**售后服务业务**累计实现服务台数同比增长 16.22% 至

170889 台，其业务收入同比上升 40.17% 至 5.7 亿元，随着公司门店的不断成熟，未来高毛利的售后服务业务会贡献更高比例的营收，带动公司收入结构持续优化。

- **公司毛利率小幅下降。**2018 年上半年，公司毛利润同比上升 27.8% 至 4.8 亿元；受关税政策及行业供需不平衡影响，公司毛利率同比下降 0.2 个百分点至 10.9%，其中新车销售毛利率同比下降 0.5 个百分点至 5.3%，售后服务毛利率同比下降 1.17 个百分点至 48.4%。
- **公司经营效率稳步提升。**2018 年上半年，公司销售、管理及财务费用占比同比下降 0.2 个百分点至 7.8%，其中公司销售及分销开支占比同比上升 0.12 个百分点至 3.89%，行政开支占比同比下降 0.08 个百分点至 3.29%，公司财务费用开支占比同比下降 0.24 个百分点至 0.61%。公司归母净利润同比上升 46% 至 1.6 亿元，归母净利率同比上升 0.39 个百分点至 3.6%，经营效率持续优化。

公司盈利预测

- **营收预测。**一方面，公司门店年轻，同店增长率保持在行业较高水平，另一方面，公司以较快速度新建、收购经销网点，并不断扩展经销品牌，我们预期公司营收将保持较高增速。预计 2018、2019 年公司的营收将分别达到 99.9 亿及 130 亿人民币，营收增速将分别达到 30.1% 和 30.4%。

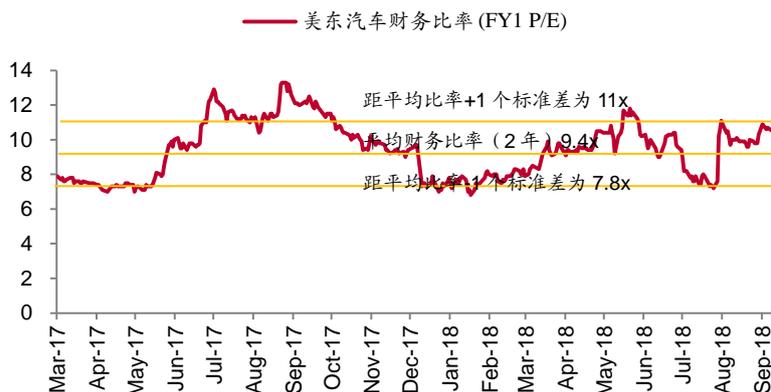
图表 37: 主营业务拆分预测 (百万元)

百万人民币	2016A	2017A	2018E	2019E
总销售收入	6263	7683	9993	13035
新车销售收入	5586	6778	8773	11410
- 豪华车销售额	3376	4786	6571	9086
- 中高端销售额	2210	1992	2202	2324
售后服务收入	678	905	1219	1625
总销售成本	5685	6863	8952	11658
整体毛利率	9.2%	10.7%	10.4%	10.6%
整体毛利	578	820	1041	1377
新车销售毛利率	4.4%	5.6%	5.2%	5.3%
售后服务毛利率	49.0%	49.0%	47.9%	47.4%
佣金收入	41	57	87	132

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 3.65 亿、4.89 亿人民币，同比增速分别为 33.6%、33.9%，每股盈利分别为 0.32 元、0.42 元。目前公司股价对应 2018-2019 年市盈率分别为 8.35x、6.24x，考虑到公司突出的扩张速度、优秀的经营效率以及不断优化的业务结构，我们给予公司参考市盈率 10.2x，参考市值 42.3 亿港元，首次覆盖，予以“买入”评级。

图表 38: 美东汽车 FY1 PE


来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 39: 可比公司估值

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	15.60	354.38	10.1%	65.0%	23.8%	7.15	10.09	7.80	8.12	6.15	2.45	1.60	0.97	7.16	5.10
永达汽车	6.29	115.60	9.9%	68.6%	22.8%	6.07	9.13	6.16	6.03	4.71	2.31	0.92	0.68	8.14	4.73
正通汽车	4.46	109.45	10.6%	72.0%	12.5%	9.06	12.58	6.66	6.21	4.75	1.47	0.63	0.83	9.88	7.01
和谐汽车	3.02	46.33	9.4%	37.2%	17.2%	-	7.26	4.49	-	-	1.30	-	-	10.82	6.44
广汇宝信	1.87	53.06	8.4%	73.0%	13.6%	10.47	11.54	5.86	5.71	4.81	1.53	0.63	0.58	6.44	5.38
润东汽车	2.58	24.42	6.6%	80.3%	7.4%	10.06	10.34	12.20	-	-	0.80	-	-	9.07	8.44
美东汽车	3.01	34.69	10.6%	63.2%	28.7%	7.23	8.14	8.99	8.35	6.24	2.58	2.14	1.72	5.43	4.41
行业均值			9.4%	65.6%	18.0%	8.34	9.87	7.45	6.88	5.33	1.78	1.19	0.96	8.13	5.93

来源: 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 11 日收盘价, 仅和谐汽车、广汇宝信、润东汽车取自 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。**
- **收购整合及新开网点盈利不及预期。**

附录

附一：财务报表预测

图表 40：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	6263	7683	9993	13035	资产总计	2662	2903	3877	4657
销售成本	5686	6863	8952	11658	流动资产总计	1755	2067	2860	3599
毛利	577	820	1041	1377	存货	484	673	869	1139
其他收益	46	99	171	231	应收款项	498	584	592	942
销售费用	206	272	372	485	已抵押银行存款	347	265	360	470
行政费用	175	230	314	410	现金及现金等价物	426	545	1039	1048
经营溢利	242	416	526	713	非流动资产总计	907	836	1017	1058
融资费用	51	61	47	53	物业、厂房及设备	622	682	773	810
应占合营/联营公司溢利	27	23	25	25	负债总计	1692	1880	2453	2883
除税前溢利	218	378	505	686	流动负债总计	1559	1826	2343	2723
所得税开支	61	99	132	187	短期借款	615	674	794	894
净利润	157	279	372	499	应付账款	879	1030	1528	1803
母公司拥有人	152	276	365	489	其他	65	122	21	26
少数股东损益	5	3	7	9	非流动负债总计	133	54	110	160
					长期借款	76	51	106	156
					其他	57	3	4	4
					本公司权益	865	1056	1381	1720
					少数股东权益	38	38	43	53
					所有者权益总计	903	1094	1424	1774
						2016A	2017A	2018E	2019E
净利润	157	279	372	499	毛利率	9.2%	10.7%	10.4%	10.6%
折旧与摊销	60	74	110	142	净利率	2.4%	3.6%	3.7%	3.8%
合营/联营企业溢利	-27	-23	-25	-25	ROE	16.8%	25.2%	25.7%	27.6%
财务费用	47	57	37	40	ROA	5.7%	9.5%	9.4%	10.5%
营运资金变动	-34	-90	133	-470	收入增长率	30.3%	22.7%	30.1%	30.4%
其他	98	-10	0	0	净利润增长率	48.0%	77.6%	33.6%	33.9%
经营活动现金流量	300	286	627	185	总资产增长率	11.9%	9.1%	33.6%	20.1%
资本开支	-114	-105	-200	-163	资产负债率	63.6%	64.8%	63.3%	61.9%
其他	13	19	16	16	流动比率	1.13	1.13	1.22	1.32
投资活动现金流量	-101	-86	-184	-147	速动比率	0.82	0.76	0.85	0.90
贷款及借款的增加(减少)	-12	34	175	150	现金比率	0.27	0.30	0.44	0.39
其他	29	-64	-92	-141	每股净利润(元)	0.14	0.25	0.32	0.42
筹资活动现金流量	-27	-81	51	-29	每股经营现金流	0.28	0.26	0.54	0.16
					每股净资产	0.83	1.00	1.24	1.54
					PE	7.23	8.14	8.35	6.24
					PB	1.36	2.58	2.14	1.72
					EV/EBITDA	4.91	5.43	4.41	3.48

来源：公司年报，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。