

汽车经销服务行业专题报告之二

行业公司专题报告

本报告的主要看点：

1. 再一次阐述了汽车经销服务行业的投资价值，并指出行业内率先上市的公司有望在未来的扩张中占得先机。
2. 重申了我们对于中大股份（物产元通）汽车经销服务业务的看好。
3. 重点对近期宣布重组的鼎盛天工（中进汽贸）进口汽车批发零售服务业务的竞争力和成长性做出了分析。

跑马圈地，谁人笑傲？

基本结论

- 2010年7月，鼎盛天工（600335.SH）公布资产置换方案，计划剥离原有工程机械类资产，注入中国进口汽车贸易有限公司（中进汽贸）100%的股权，这一重组事件再一次引爆了资本市场对于汽车经销服务行业的关注；
- 随着越来越多的国内汽车经销服务集团登陆资本市场，行业正在步入新一轮的“跑马圈地”时代，对于行业中的领先企业而言，这其中蕴含着巨大的成长与投资机会：
 - 与格局日益稳定的汽车制造行业不同，汽车经销服务行业（4S店）在国内尚属于一个较为新兴的行业，通过与欧美日韩等国家汽车销量和保有量的对比，我们认为国内新车销售业务至少有2-3倍的成长空间、售后服务业务至少有5倍以上的成长空间；
 - 新建一个中档4S店一般需要投入3000-4000万元的资本开支，因而汽车经销服务集团的扩张需要充足的资金支持；行业中率先登陆资本市场的公司无疑将占得先机，我们认为全国性的汽车经销服务龙头有望从其中产生；
- 中大股份是先前A股市场中汽车经销服务行业的首选投资标的，特别是公司将此次增发募集资金中的约12亿投向汽车经销服务网络的建设，将为中大股份（物产元通）汽车业务的成长增添新的动力；
- 而鼎盛天工的重组则为A股汽车经销服务行业的投资者提供了新的选择：
 - 此次重组计划中注入鼎盛天工的中进汽贸公司核心业务为进口汽车的批发、零售和售后服务，占我国进口汽车市场份额接近10%，公司目前拥有18家4S店（分别于京、津、沪、江、浙等省），09年销售收入达138亿，位列国内第6大汽车经销集团；
 - 受益于居民（特别是高收入阶层）收入水平的提高以及家用汽车更新换代、二次消费的兴起，国内消费者对于进口汽车的购买力显著提高，未来3年将有望成为国内进口乘用车销量新的加速增长期，而中进汽贸的收入仍也有望实现30%-50%的复合增速；
 - 公司过去3年中销售净利率有一定下降，主要原因在于行业竞争加剧、汽车降价、行业利润率水平整体降低；但是，在进口汽车销量回暖、4S店客户保有量增加、售后服务业务比重上升的趋势下，我们认为未来3年中公司的盈利水平仍有反弹的空间；

张锦 联系人

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212

汽车经销商上市潮起，行业进入“跑马圈地”时代

- 我们是国内卖方研究机构中首先对汽车经销服务行业的投资价值做出专题研究的（2010年4月18日《明珠已出，价值始现——汽车经销服务行业专题报告》），我们看好汽车经销服务行业的理由包括：
 - 1、目前国内汽车4S店的收入和利润来源仍以新车销售业务为主，未来随着汽车保有量不断提高，毛利率较高的售后服务和二手车业务将逐渐取代毛利率较低的新车销售业务，在4S店的收入占比中不断提升，推动4S店整体盈利水平的提高；
 - 2、目前国内汽车经销服务行业集中度依然很低，即使是国内最大的汽车经销集团市场占有率也仅有3%，我们认为全国性的汽车经销服务龙头有望随着领先企业的上市融资而浮出水面；

图表1：2009年国内汽车经销商前50强名单

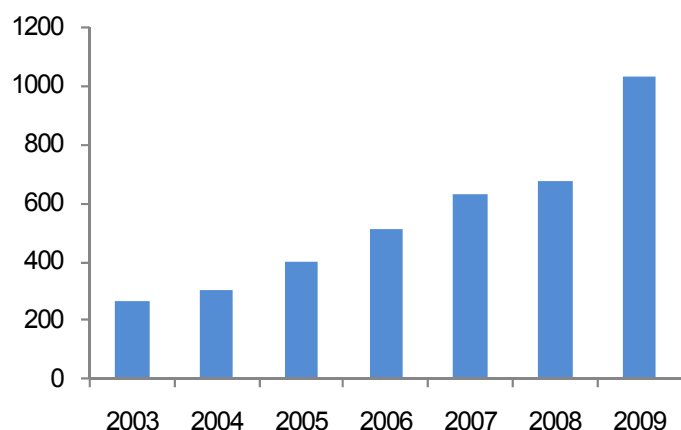
序号	集团名称	09年度营收 (亿元)	序号	集团名称	09年度营收 (亿元)
1	庞大汽贸集团股份有限公司	355.0	2	广汇汽车服务股份公司	325.0
3	浙江物产元通机电（集团）有限公司	224.0	4	利星行（北京）汽车有限公司	205.0
5	广东物资集团汽车贸易公司	152.4	6	中国进口汽车贸易有限公司	138.1
7	中升(大连)集团有限公司	137.4	8	上海永达控股（集团）有限公司	110.4
9	山东远通汽车贸易集团	106.0	10	深圳市中汽南方投资集团有限公司	103.3
11	北京市汽车修理公司	100.1	12	天津市浩物机电汽车贸易有限公司	94.8
13	湖北圣泽实业有限公司	88.0	14	开隆汽车集团	78.0
15	内蒙古利丰汽车有限公司	69.0	16	哈尔滨运通（汽车）集团	60.0
17	润华集团股份有限公司	58.8	18	长久汽车投资有限公司	55.4
19	海南嘉华控股有限公司	52.2	20	重庆中汽西南汽车有限公司	50.2
21	徐州润东实业集团有限公司	43.5	22	北京惠通陆华汽车销售有限公司	42.4
23	深圳市鹏峰汽车（集团）有限公司	40.1	24	重庆商社汽贸有限公司	40.0
25	广东新协力集团有限公司	39.8	26	江苏常隆汽车集团公司	39.0
27	宁波轿辰集团有限公司	36.2	28	北京百得利汽车进出口集团有限公司	35.1
29	四川申蓉汽车股份有限公司	35.0	30	尊荣亿方集团有限公司	32.0
31	贵州通源投资有限公司	31.0	32	上海云峰集团汽车产业发展有限公司	29.8
33	赵龙集团有限公司	28.6	34	北京联拓机电集团有限公司	26.5
35	红旭集团股份公司	26.1	36	温州华能汽车集团有限公司	23.6
37	盈众控股集团有限公司	22.5	38	中兵投资集团有限公司	22.4
39	成都万友经济技术开发区总公司	22.2	40	厦门泰成集团有限公司	21.8
41	浙江宝利德控股集团有限公司	20.0	42	沈阳中晨集团有限公司	18.6
43	上海绿地汽车服务（集团）有限公司	18.3	44	北京生产资料贸易有限公司	18.0
45	绍兴宝顺汽车销售服务有限公司	17.4	46	欧龙汽车贸易集团有限公司	17.0
47	浙江广成集团	15.7	48	广州市南菱汽车销售服务有限公司集团有限公	15.5
49	重庆百事达汽车有限公司	15.2	50	贵州乾通企业集团投资有限公司	13.0

来源：中国汽车流通协会，国金证券研究所

- 而当前，汽车经销服务行业的情况正在逐步印证我们的判断：
 - 1、国内汽车保有水平正在逐步提升，特别是09年汽车市场井喷后，保有量显著提高，由于新车一般在售出后12-18个月开始产生较多的维修服务业务，我们认为2011年将成为国内汽车经销商售后服务业务占比显著提升的一年；

图表2：国内乘用车销量变化

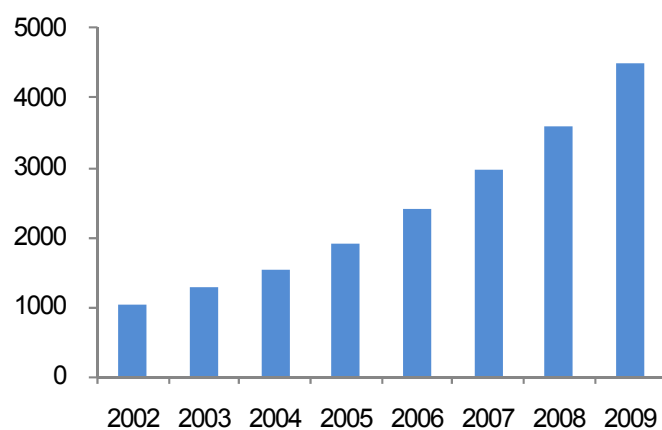
单位：万辆



来源：中汽协，Wind，国金证券研究所

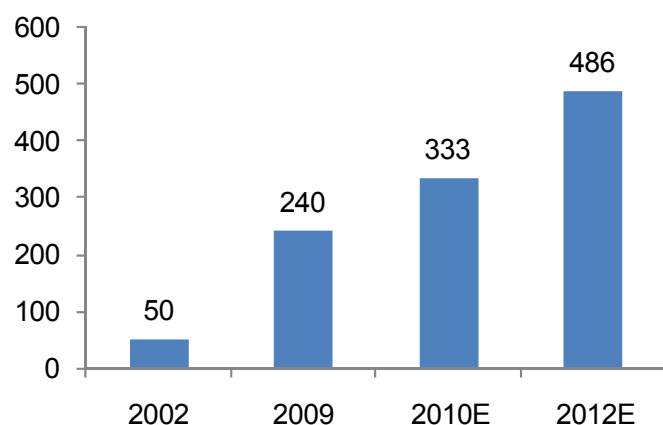
图表3：国内乘用车保有量变化

单位：万辆



图表4：国内汽车后市场规模预测

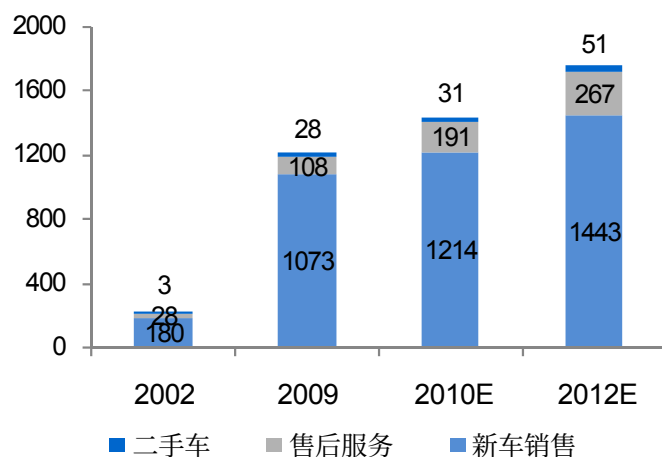
单位：十亿元



来源：华通人，国金证券研究所

图表5：国内汽车4S店收入来源预测

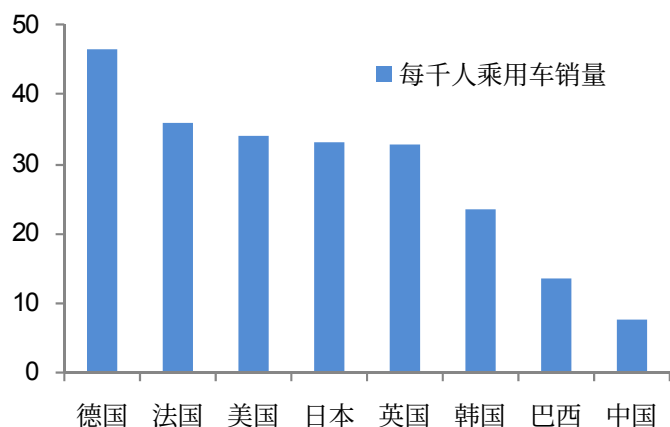
单位：十亿元



- 2、在物产元通资产注入中大股份、中升控股港股 IPO 后，国内排名靠前的汽车经销商显著加快了登陆资本市场的速度：
 - 2009 年，中大股份（600704.SH）成功向控股股东浙江物产集团定向增发，收购了其旗下主要从事汽车经销服务的物产元通公司（09 年业内排名第 3）100%的股权；
 - 2010 年 3 月，中升控股（09 年业内排名第 7）成功在港股市场 IPO（0881.HK），发行市盈率接近 40 倍；
 - 2010 年 7 月，鼎盛天工（600335.SH）发布重大资产置换公告，剥离原有的工程机械业务，注入实际控制人中国机械工业集团旗下中国进口汽车贸易有限公司（09 年业内排名第 6）的资产；
 - 此外，庞大汽贸（09 年业内排名第 1）、广汇股份（09 年业内排名第 2）等国内领先的汽车经销商也都有登陆资本市场的意向，并在积极运作中；
- 与汽车制造业日益稳定的格局不同，汽车经销服务行业在国内尚属于一个较为新兴的行业，对领先企业而言成长机会十分巨大：

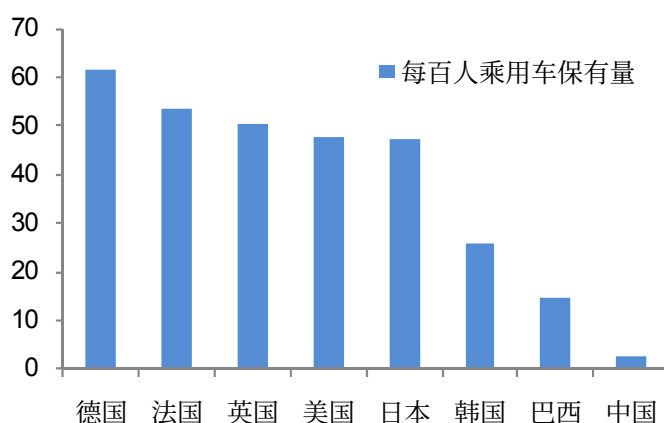
- 从总的规模上来说，我国人均汽车销量和人均汽车保有量不仅显著低于欧美国家，也低于临近的日韩；保守估计，我国的新车销售市场长期看有 2-3 倍的成长空间，售后服务市场长期看有 5 倍以上的成长空间；
- 从地区分布上来说，我国 4S 店目前集中于东部地区、一二线城市，中西部地区和三四线城市仍是一片“蓝海”；
- 从行业格局上来说，国内多数汽车经销商不仅规模较小，而且多局限于局部地区和少数代理品牌，缺乏全国性的汽车经销服务龙头；较低的行业集中度给少数在资金、规模、品牌上具备优势的领先者拓展市场份额提供了机会；

图表6：国内乘用车人均销量水平远低于其他国家

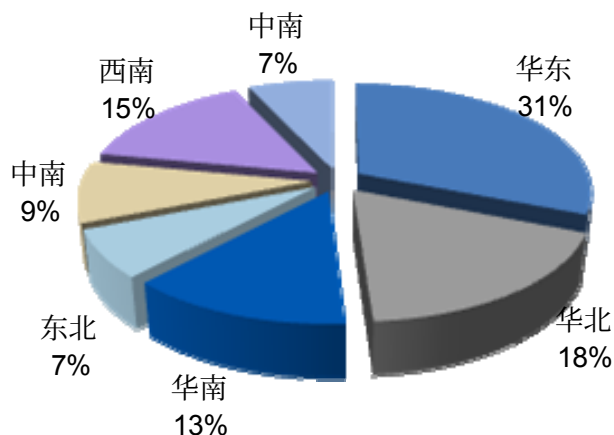


来源：中汽协，CEIC，Bloomberg，国金证券研究所

图表7：国内乘用车人均保有量水平远低于其他国家

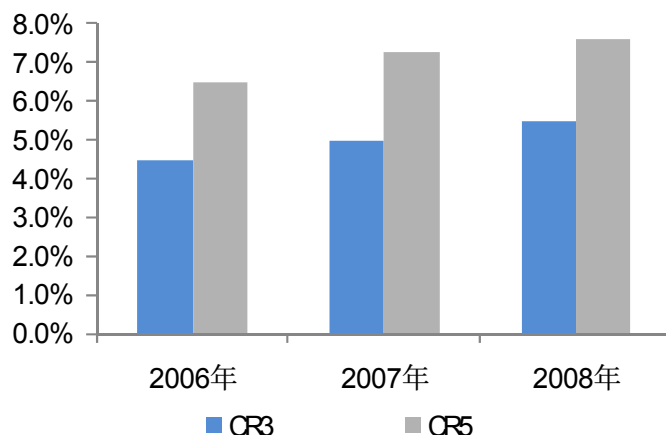


图表8：国内汽车 4S 店地区分布



来源：华通人，国金证券研究所

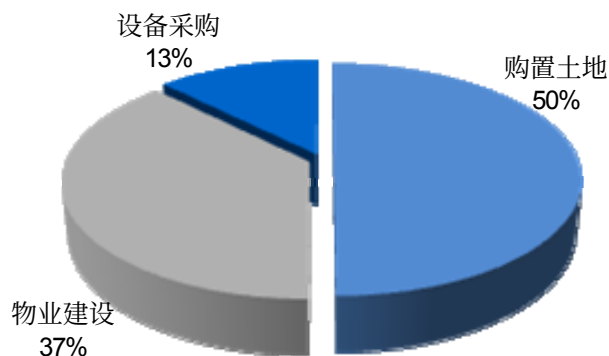
图表9：国内汽车经销服务行业集中度有提高趋势



- 对于汽车经销服务集团而言，市场的开拓、网点规模的扩展需要有充足而资金作为支持，而行业内率先登陆资本市场的公司无疑在这一方面具有先发优势；
- 一般而言，新建一家中档 4S 店需资本开支 3000-4000 万元（如需购置土地），还需要数百至上千万元的铺底流动资金；而由于在初期缺乏客户基础，售后服务业务有限，在建成 1 年内一般难以实现盈利；

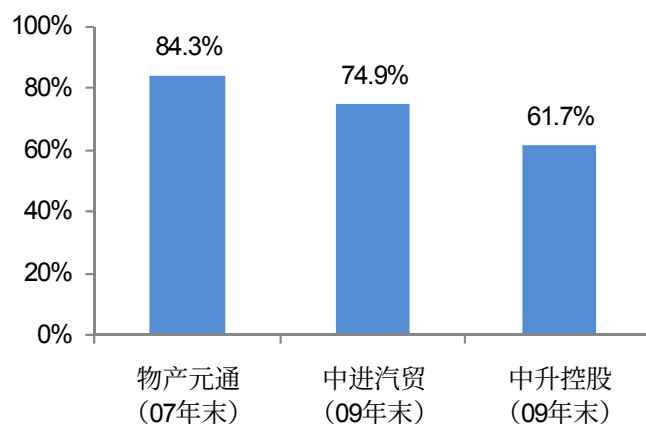
- 在财务结构方面，目前国内汽车经销服务集团经过前几年的高速增长，大多已经积累了较高的财务杠杆，单纯依靠债券融资以难以进一步获得充足的资金支持；

图表10：汽车4S店建设成本（资本开支）构成



来源：行业资料，各公司公告，国金证券研究所

图表11：国内汽车经销集团财务杠杆已处于较高水平

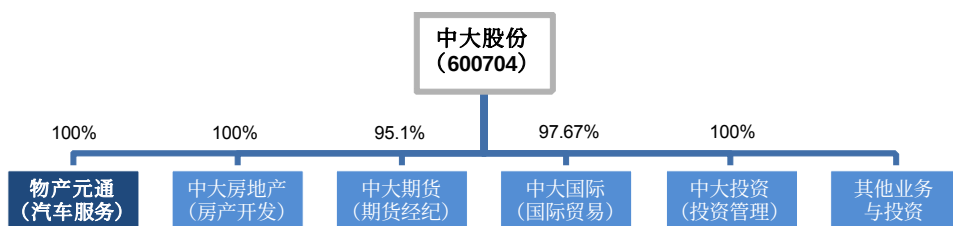


- 我们认为，国内汽车经销服务行业即将进入新一轮的“跑马圈地”时代，而行业内率先上市的公司，在资本市场资金的支持下，更有希望获得快速扩张，成长为全国性的龙头集团，我们看好其中的投资机会；

中大股份原为 A 股汽车经销服务行业首选标的

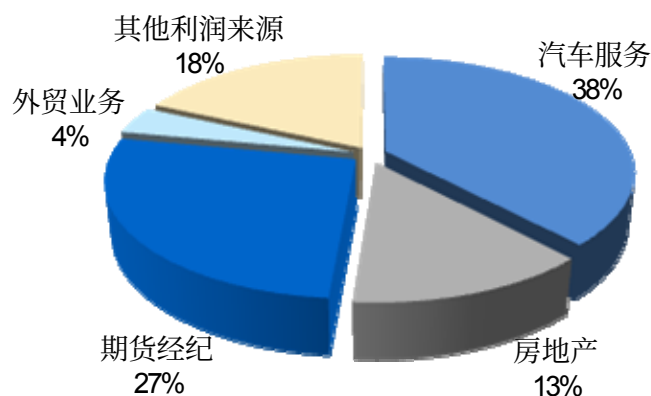
- 在 09 年完成对物产元通 100% 股权的收购后，汽车经销与服务成为中大股份的主营业务之一，中大股份也成为以汽车服务、期货经纪、房地产开发为三大主要发展方向的多元化控股型公司；

图表12：中大股份股权与业务结构



来源：公司公告，国金证券研究所，其中中大房地产与中大期货股权份额为直接间接持有合计

图表13：中大股份2009年净利润来源分布



来源：公司公告，国金证券研究所

物产元通：汽车经销服务，浙江龙头，国内领先

- 中大股份 100%控股的浙江物产元通机电（集团）有限公司，是浙江省最大的汽车经销服务商，销售网点遍布浙江省除衢州外的全部 10 个地级市；截至 2008 年，共拥有汽车授权品牌 60 多个，4S 店 89 家（包括少数 2S 店和其他品牌门店），汽车后服务门店 38 家；

图表14：物产元通在浙江各地市销售网点分布

地区	4S/品牌店 家数	后服务门店 家数	小计
杭州	44	30	74
宁波	7	0	7
金华	8	3	11
绍兴	9	2	11
台州	7	3	10
湖州	5	0	5
温州	3	0	3
嘉兴	3	0	3
舟山	2	0	2
丽水	1	0	1
合计	89	38	127

来源：公司公告，国金证券研究所

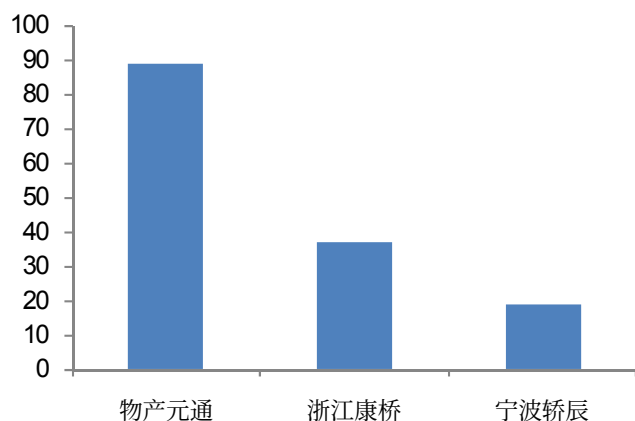
图表15：物产元通公司代理汽车品牌一览



来源：公司资料，国金证券研究所

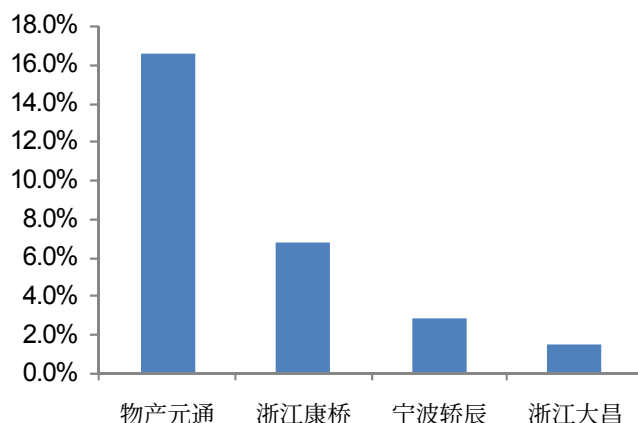
- 物产元通牢固占据浙江省汽车经销服务商的龙头地位，省内汽车销售市场份额长期稳定在 15%以上，而浙江第二大汽车经销商——浙江康桥集团，经营规模与市场份额仅相当于元通的 40%，公司区域汽车经销霸主的地位难以撼动；

图表16：浙江省主要汽车经销商 4S 店数量对比



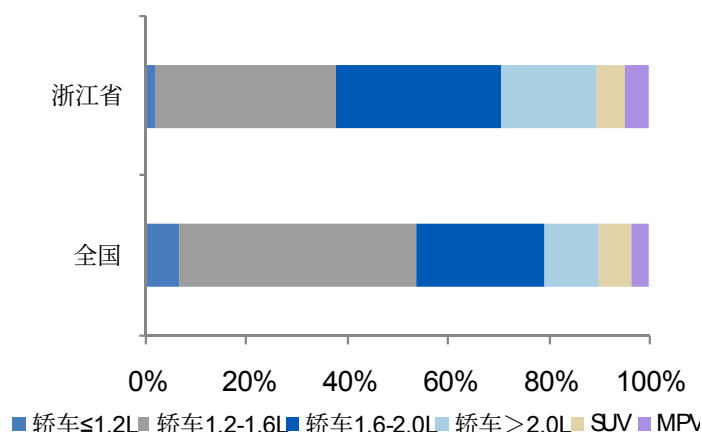
来源：各公司资料，国金证券研究所

图表17：浙江省主要汽车经销商市场份额对比



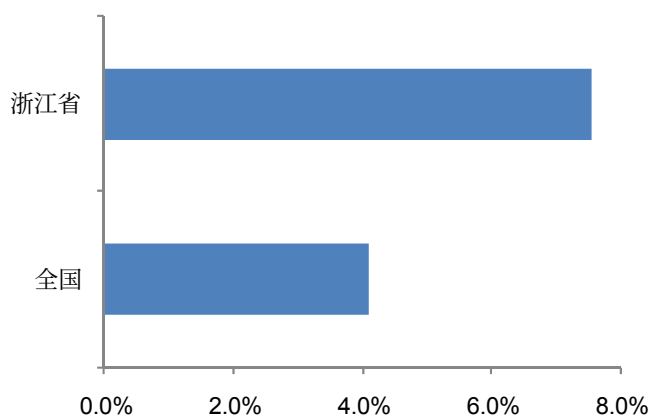
- 而地处浙江——这一中国经济领先省份，也给予了公司在盈利能力上的先天优势：浙江省汽车市场较为发达，中高档车、进口轿车份额较高；从销量分布来看，公司所销售汽车以 20 万元以上中高档车型为主，盈利能力处行业内领先水平；

图表18：浙江省中高档车份额显著高于全国总体水平

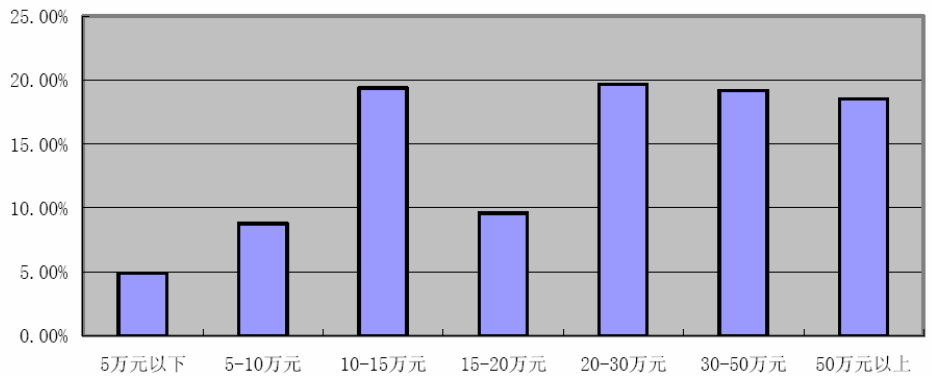


来源：公安部，国金证券研究所

图表19：浙江省进口车份额显著高于全国总体水平



图表20：物产元通汽车销量以 20 万元以上中高档车型为主

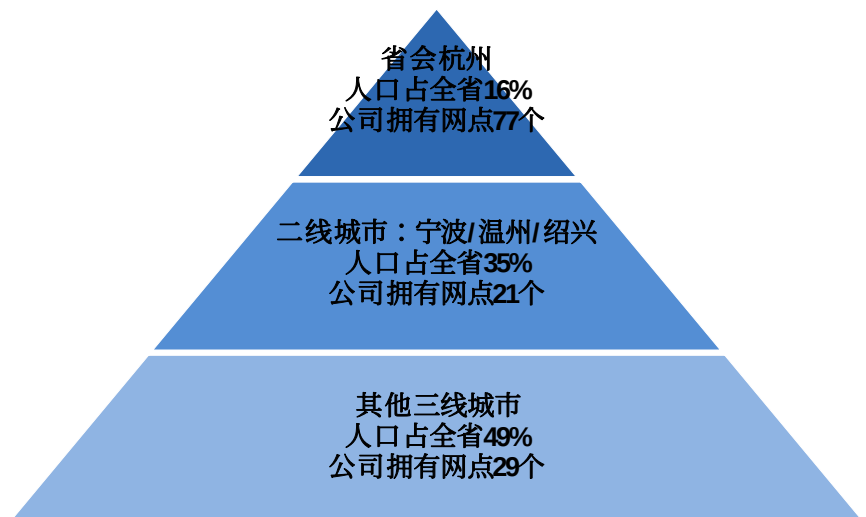


来源：公司公告，国金证券研究所

增发募集资金项目将为中大股份汽车业务发展增添新的动力

- 在中大股份 2010 年 4 月公布的非公开增发预案中，募集资金中的 12 亿将用于汽车经销服务网络建设，目前增发相关工作仍在积极推进中；
- 我们认为，此次增发募集资金项目将为中大股份（物产元通）的汽车经销服务业务增添新的发展动力：
 - 1、按照建设 1 个 4S 店需资本开支 3000-4000 万元计算，12 亿元可建设 30-40 个服务网点；此次募投项目将主要用于浙江省内汽车经销服务网点的建设，将进一步巩固公司在浙江省汽车经销龙头和全国领先者的地位；

图表21：物产元通在浙江二三线城市仍有较大发展空间



来源：公司公告，国家统计局，国金证券研究所

- 2、在物产元通原有的汽车 4S 店中，由于很大一部分为合资建设，因而少数股东损益占盈利比重较大（占合并报表净利润近 50%），这是制约物产元通净利率提高的因素之一；而在此次募投项目中，公司计划网点建设以独资建设为主，有助于减少未来少数股东损益的占比；

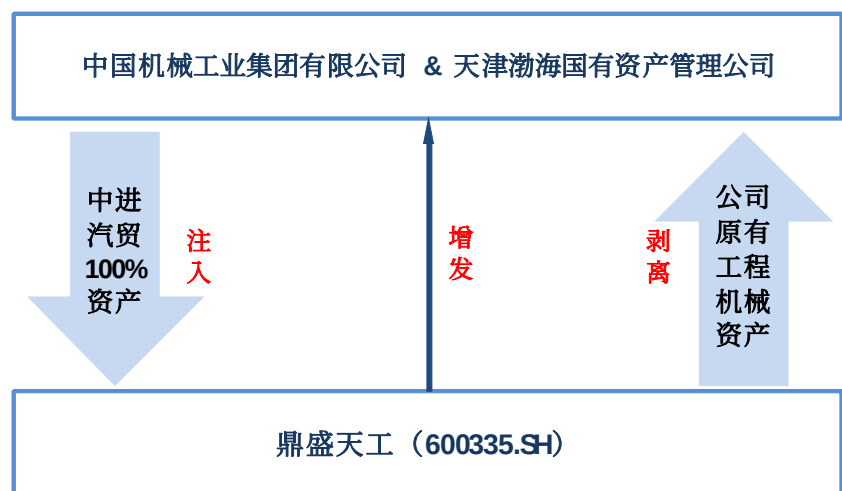
- 3、在物产元通原有的汽车 4S 店中，有很大一部分盈利能力较低的中低端品牌 4S 店，而此次募投项目建设 4S 店将主要以中高端品牌为主，其中有望包括至少 6-8 家豪车品牌 4S 店（包括奥迪、讴歌、雷克萨斯、沃尔沃等），显著提升盈利能力；
- 4、此次项目中，预计还将建设 8 家左右“多厅一场”汽车销售服务网点，这一形式为国内创新，即在同一卖场内销售多个不同品牌的汽车，多个品牌共用一个维修、服务、管理平台，这一经营形式对于需求批量较小的二、三线市场将极为有效；
- 5、物产元通还计划利用募集资金建设若干二手车交易网点（网点内一般交易多个品牌二手车，与 4S 点有所区别），考虑到国内汽车保有量的不断增加，二手车业务未来成长前景广阔，而二手车交易由于信息透明度低，较之新车销售往往盈利水平更高；物产元通是国内较早展开二手车业务的经销商之一，而广阔的网点分布和领先的品牌形象也有利于公司二手车业务未来的发展；
- 考虑到 4S 店一般在建成第 2-3 年开始贡献利润，再加上物产元通原有 4S 店在新车销售和售后服务业务方面的增长，我们预计 2011-2013 年将成为中大股份汽车经销服务业务盈利加速增长的时期；

鼎盛天工的重组为投资者带来新的选择

华丽转身，鼎盛天工变身汽车经销服务商

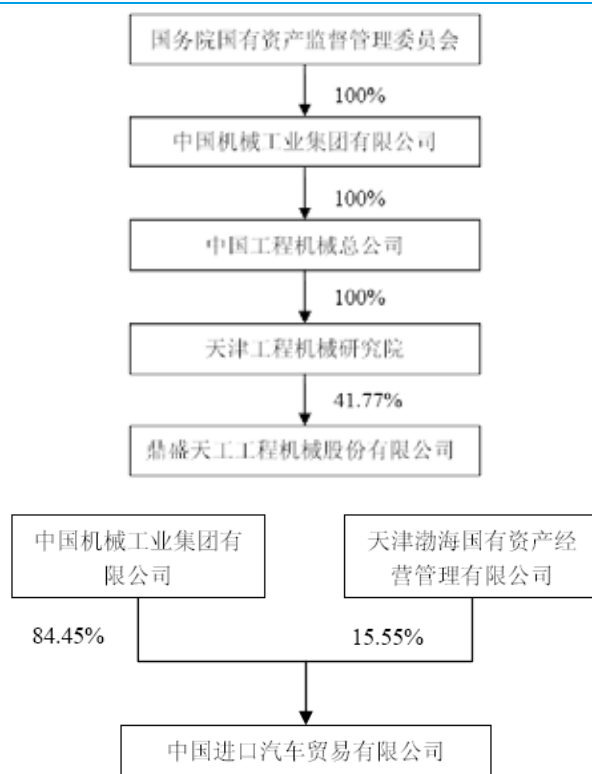
- 2010 年 7 月，鼎盛天工（600335.SH）发布公告公布重组方案，计划向中国机械工业集团（鼎盛天工实际控制人）及天津渤海国有资产管理公司定向增发 28,850.57 万股（发行后上市公司总股本变为 56,446.29 万股），收购中国机械工业集团旗下中国进口汽车贸易有限公司 100%的股权，同时剥离原有的工程机械制造相关资产；鼎盛天工将由工程机械制造商变身汽车经销服务商；

图表22：鼎盛天工定向增发及资产置换交易示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表23：鼎盛天工及中进汽贸原有股东结构

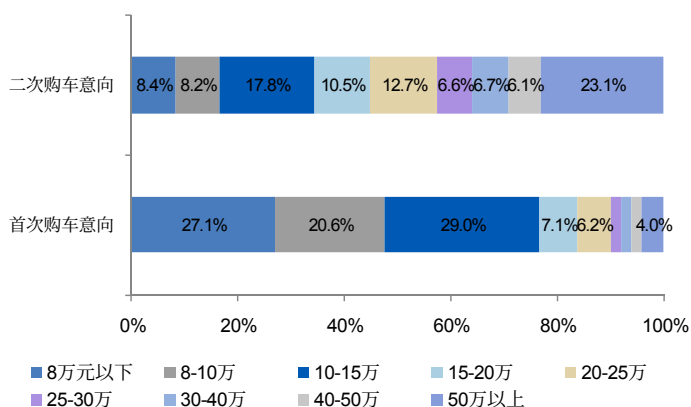


来源：公司公告，国金证券研究所

进口汽车消费方兴未艾，有望进入新一轮快速增长期

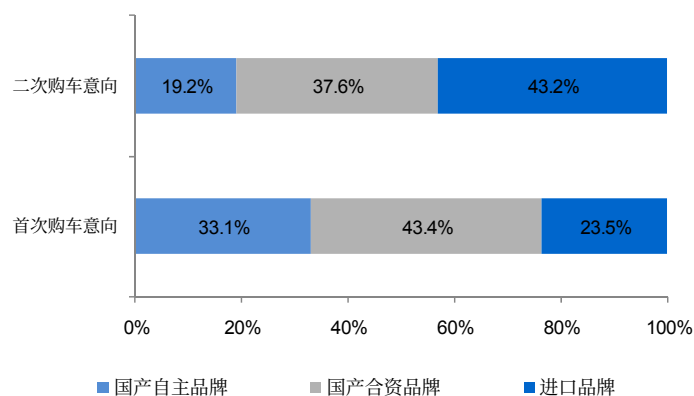
- 经过 2009 年和 2010 年上半年的爆发性增长之后，国内乘用车市场在未来 3 年中的增速将难免有所下降；但是我们认为，我国中高档汽车消费，尤其是进口汽车消费在未来 3 年中仍值得期待；
- 调查显示，汽车消费者在第一次购车中往往倾向于选择价位较低的品牌和车型，而在第二次购车时（更新性需求），对中高档车特别是进口车的兴趣显著提高；

图表24：二次购车意向更倾向于中高档车型



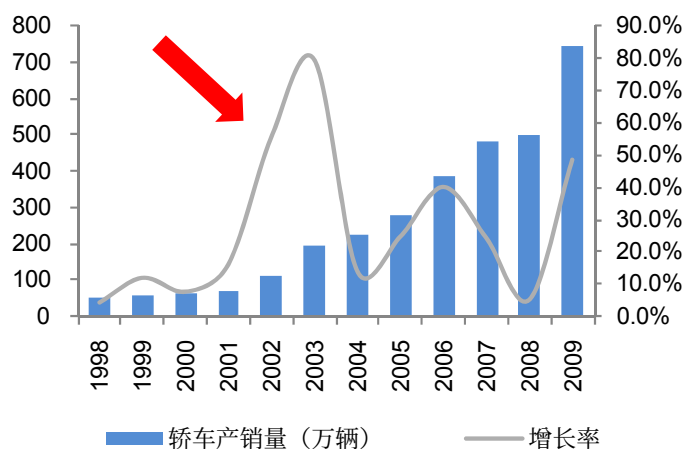
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表25：二次购车意向更倾向于进口品牌



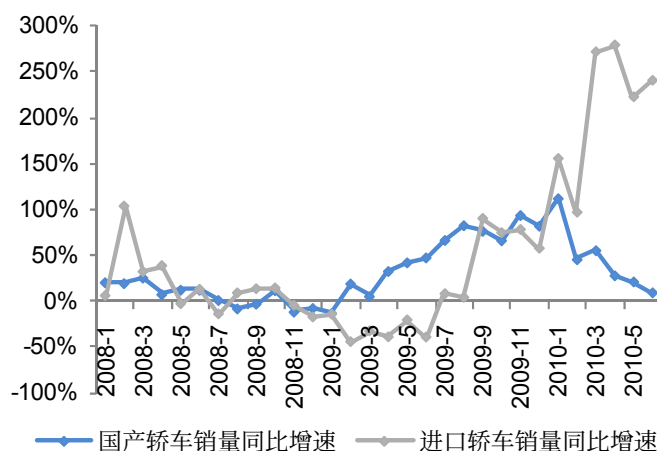
- 我国私家车消费第一个增长高峰是在 2003 年，按照国内乘用车平均使用年限 8 年计算，私家车二次消费高峰应当在 2011 年左右开始，由此我们认为未来 3 年有望成为进口汽车销量加速增长期；

图表26：2003 年国内私家车消费开始井喷



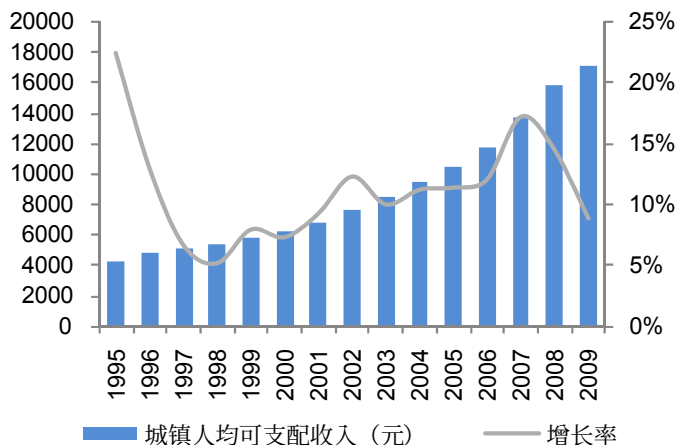
来源：中汽协，国金证券研究所

图表27：10 年上半年进口车销量增速明显高于国产车



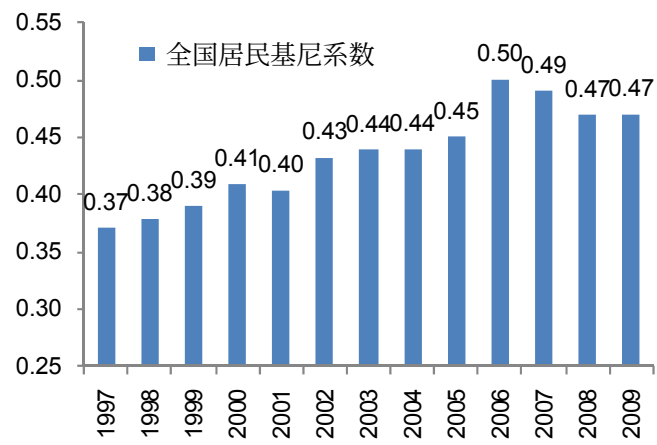
- 居民收入变化的情况也为进口汽车消费的增长创造现实基础：我国居民收入近年来在总体水平不断提高的同时，收入层级差距有一定程度的扩大，高收入人群的财富增长速度更快，非工资性收入在总收入的占比也不断提高，越来越多的人群在经济上具备了购买中高档汽车特别是进口汽车的能力；

图表28：国内城镇居民人均可支配收入变化

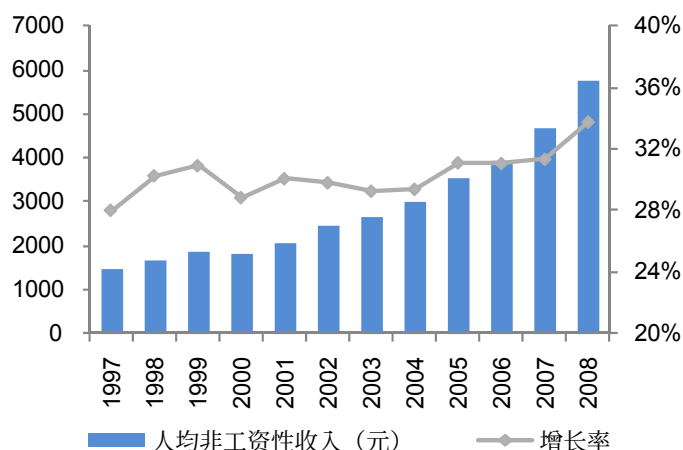


来源：Wind，国家统计局，世界银行，国金证券研究所

图表29：中国居民收入层级差距近年有一定扩大

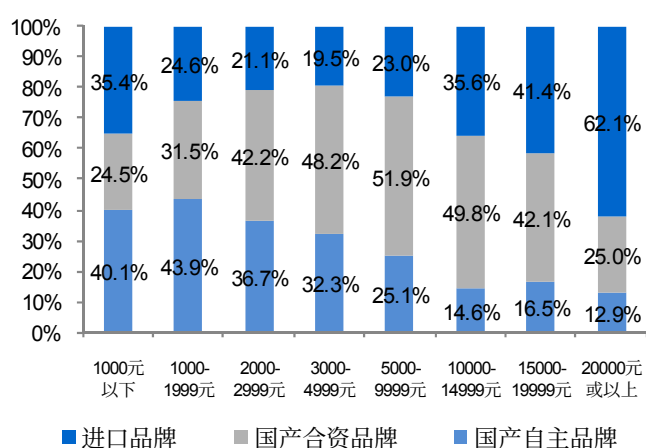


图表30：居民非工资性收入占比有增长趋势

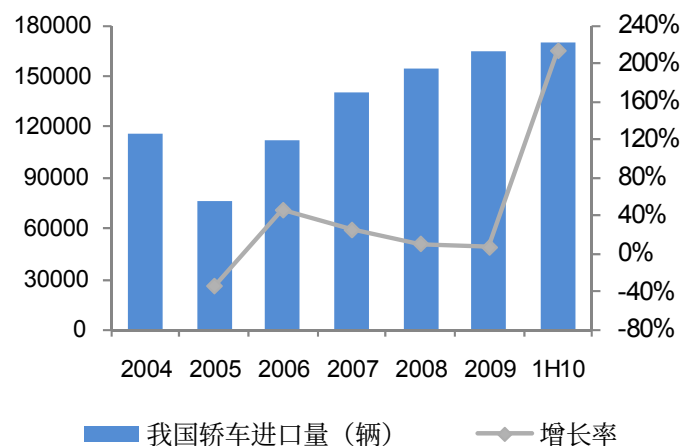


来源：Wind，艾瑞咨询，国金证券研究所

图表31：高收入阶层更倾向于购买进口车

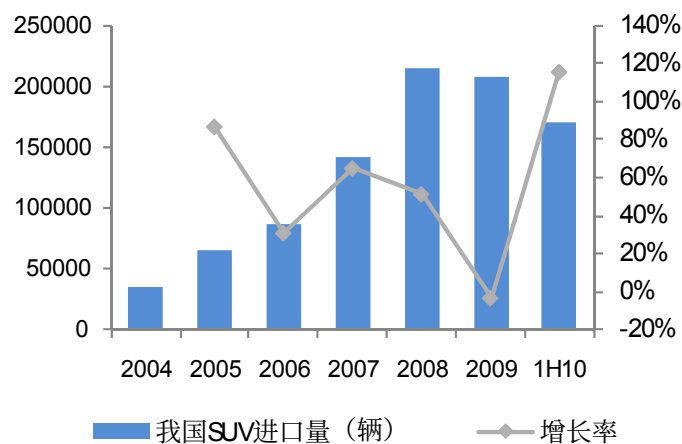


图表32：我国历年轿车进口量变化



来源：中汽协，国金证券研究所

图表33：我国历年SUV进口量变化



看好中进汽贸的竞争力与成长潜力

- 此次重组注入鼎盛天工的中国进口汽车贸易有限公司，其核心业务为进口汽车批发、汽车零售（4S店）。2007年至2009年，中进汽贸营业收入从47亿元增加至138亿元，年复合增长率为71%；2010年上半年，中进汽贸营业收入达到139亿元，已超过09年全年收入；
- 中进汽贸是我国汽车进口领域的领先者，主要服务的进口汽车品牌涉及进口大众、JEEP、克莱斯勒、别克、福特、欧宝、路虎、世爵等；2009年度公司经营的主要品牌进口车销售上牌量约为3.2万辆，占同期全国进口车销售上牌总量的9.1%；2010年1-5月，公司市场占有率进一步提升至9.5%左右；
- 同时，中进汽贸积极加强与跨国汽车公司业务合作，在全国重点区域开拓汽车零售业务，目前公司已经拥有18家4S店，主要分布在北京、天津、上海、江苏、浙江等地；

图表34：国内主要大型汽车经销服务集团概况

汽车经销集团	门店数量分布及代理品牌	销售规模
庞大汽车 (冀东物贸)	截至2010年初, 拥有4S店257家, 非4S专卖店140家, 各类汽车市场173家, 主要分布在北方各省和南方部分省份; 代理品牌包括各主流汽车品牌 (包括部分商用车)。	2008年, 实现汽车销量23万辆; 2009年, 销售汽车36万辆, 实现销售收入355亿元。
广汇汽车	截至2009年初, 共拥有4S店160家; 主要分布在广西、安徽、新疆、河南、重庆、四川等; 代理品牌包括各主流汽车品牌。	2007年实现销售收入120亿元, 销售汽车10万辆; 2008年销售收入164亿元, 销售汽车12万辆; 2009年销售收入325亿元。
物产元通 (中大股份) (600704.SH)	截至2008年下半年, 拥有4S店89家, 汽车后服务门店38家; 主要分布在浙江, 但已计划向其他省扩张; 代理品牌包括各主流汽车品牌。	2009年, 销售汽车近13万辆, 销售收入 (含参股4S店) 共计224亿元。
利星行 (北京) 汽车有限公司	主要专注于国产及进口梅赛德斯·奔驰汽车的批发及零售业务, 旗下4S店主要分布于北京地区。	2009年实现销售收入205亿元。
广物汽贸	截至2010年, 共拥有150多家连锁店, 属下有40多家子公司; 主要分布在广东各地, 及重庆、江苏、贵州、江西、陕西、安徽等省份。	汽车销售量分别占广东和广州市市场份额的30%和60%, 2009年销售汽车13.3万辆, 销售收入118亿元 (协会数据位152.4亿元)。
中进汽贸	主要专注于进口汽车批发及进口、合资品牌汽车销售、服务业务; 拥有4S店18家, 主要分布与北京、天津、上海、江苏、浙江等地。	占中国进口汽车市场份额近10%, 2009年实现销售收入138.1亿元; 2010年上半年实现销售收入139亿元。
中升控股 (881.HK)	截至2010年初, 共拥有4S店47家, 主要分布在东北及东部沿海各省以及四川、云南等; 代理品牌以中高档车为主, 包括雷克萨斯、奔驰、奥迪、丰田、通用、日产、本田等。	2008年, 实现汽车销量4.1万辆, 销售收入105.5亿元; 2009年销售收入137.4亿元。
永达汽车	截至2010年初, 拥有品牌专卖店49家, 其他汽车服务门店10余家; 主要分布在上海地区, 以及北京、福建、山西、浙江、江苏、海南等省份; 代理品牌以中高档合资和进口品牌为主。	2009年实现销售收入110.4亿元。
山东远通	主要分布在山东南部临沂、日照及其附近地区, 拥有50多家经销服务网点, 代理国内主要合资、自主品牌乘用车及部分重卡、轻卡、微车品牌等。	2008年公司销售各类汽车4.8万辆, 维修汽车38万台次, 实现销售收入达38亿元; 2009年销售收入106亿元。
深圳中汽南方	主要代理沃尔沃、路虎、捷豹、劳斯莱斯、奔驰及部分国产合资品牌; 拥有超过30家经销服务网点, 主要分布在深圳周边及北京、天津、福建等省。	2009年实现销售收入103.3亿元。

来源：汽车流通协会, 各公司资料, 国金证券研究所

图表35：中进汽贸主要代理品牌一览



来源：公司资料, 国金证券研究所

图表36：中进汽贸所代理品牌进口车型一览

品牌	车型	级别类型	排量	价格
大众	CC	中型车	2.0L-3.6L	39万-54万
	Variant	中型车	2.0L	34万-38万
	R36	中型车	3.6L	52万-53万
	甲壳虫	小型车	1.6L-2.0L	20万-30万
	尚酷	跑车	1.4L-2.0L	31万-36万
	辉腾	豪华车	3.2L-6.0L	79万-225万
	途锐	SUV	3.0L-6.0L	67万-158万
	EOS	跑车	2.0L	42万-47万
克莱斯勒	PT漫步者	紧凑型车	2.4L	24万
	酷搏	紧凑型车	2.0L	22万
	锋哲	中型车	2.4L	22-24万
	酷威	SUV	2.7L	30万
吉普	指南者	SUV	2.4L	24万-27万
	牧马人	SUV	3.8L	41万-52万
	大切诺基	SUV	3.7L-5.7L	42万-60万
	指挥官	SUV	4.7L-5.7L	62万-65万
欧宝	雅特	紧凑型车	1.8L	25万-28万
	威达	中型车	2.2L	30万-36万
	赛飞利	MPV	1.8L	25万-27万
	安德拉	SUV	2.4L	31万
别克	昂科雷	SUV	3.6L	53万-60万
路虎	神行者	SUV	2.2L-3.2L	50万-65万
	发现	SUV	2.7L-5.0L	70万-119万
	揽胜	SUV	3.6L-5.0L	89万-269万
	揽胜运动版	SUV	3.0L-5.0L	89万-162万
	卫士	SUV	2.4L	75万
捷豹	XF	中大型车	3.0L-5.0L	70万-189万
	XJ	豪华车	5.0L	198万
	XK	跑车	4.2L-5.0L	142万-213万
	S-Type	中大型车	na	已停产
福特	翼虎	SUV	na	未上市
	锐界	SUV	3.5L	54万
三菱	蓝瑟翼豪陆神	紧凑型车	2.0L	48万 - 50万
	格蓝迪	MPV	2.4L	27万- 32万
	欧蓝德	SUV	2.0L-3.0L	23万-37万
	帕杰罗	SUV	3.0L-3.8L	40万-55万
	劲炫	SUV	2.0L	未上市
雷克萨斯	IS	中型车	3.0L	40万-68万
	ES	中大型车	2.4L-3.5L	39万-66万
	GS	中大型车	3.0L-4.6L	70万-99万
	LS	豪华车	4.6L-5.0L	140万-208万
	SC	跑车	4.3L	132万
	LFA	跑车	4.8L	599万
	RX	SUV	3.5L	72万-96万
	GX	SUV	4.6L	116万
	LX	SUV	5.7L	159万
世爵	C8	跑车	4.2L	509万
	C12	跑车	na	未上市

来源：行业资料，国金证券研究所

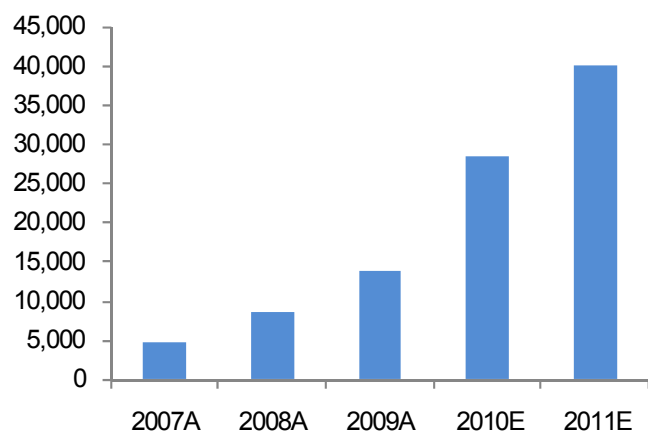
■ 我们看好中进汽贸汽车经销与服务业务的竞争力及未来的成长潜力：

- 1、中进汽贸是我国进口汽车批发、经销、服务领域的领先者，未来有望充分受益于进口汽车市场的进一步增长；我们认为公司未来 3 年收入的复合增长率仍有望达到 30%-50%；
- 2、在盈利水平方面，07-09 年和 10 年上半年公司销售净利率分别为 2.34%、1.69%、0.99%和 1.04%，利润率下降的主要原因在于行业竞

争加剧、汽车降价、行业利润率水平整体降低；但是，在进口汽车销量回暖、4S 店客户保有量增加、售后服务业务比重上升的趋势下，未来 3 年中公司的盈利水平仍有反弹的空间；

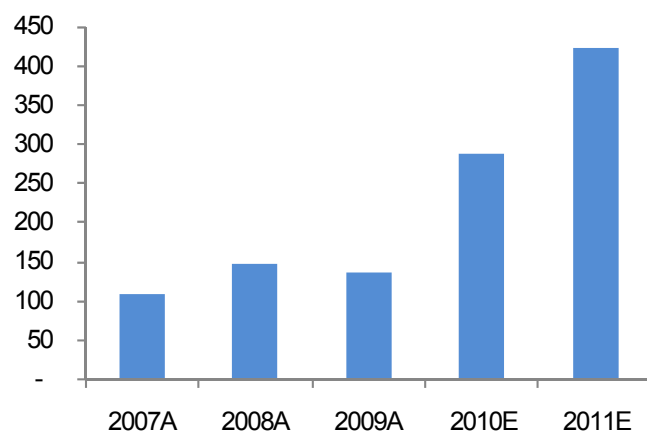
图表37：中进汽贸销售收入预测

单位：百万元



图表38：中进汽贸净利润预测

单位：百万元



来源：国金证券研究所

- 此外，国机集团旗下共有 7 家从事汽车贸易类业务的公司，而此次重组仅有中进汽贸一家注入上市公司；从长期来看，并不能排除未来集团将其他汽车贸易类资产进一步注入上市公司的可能性；

图表39：国机集团旗下汽车贸易类企业一览

旗下汽车贸易类公司	主营业务	控股比例	09年净利
中国汽车工业进出口总公司	汽车及零部件的进出口及销售业务	100.00%	-586.96
中汽凯瑞贸易有限公司	汽车零部件的出口和雷诺等品牌轿车的整车进口销售业务	100.00%	4,930.49
中国汽车工业国际合作总公司	汽车展览服务	100.00%	4,740.76
中国进口汽车贸易有限公司	进口汽车批发、零售、服务及贸易业务	84.45%	13,539.20
北京国机隆盛汽车有限公司	东风本田系列整车4S店	40.00%	1,025.22
北京国机丰盛汽车有限公司	广汽丰田系列整车4S店	65.00%	-95.81
北京中汽京田汽车贸易有限公司	广汽丰田系列整车4S店	40.00%	812.43

来源：公司公告，国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室