



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010 年 12 月 13 日

汽车及零部件

研究部

郑栋 CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030081
zhengd@cicc.com.cn

陈鹏扬

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210090002
chenpy@cicc.com.cn

张涵一

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208120091
zhanghy2@cicc.com.cn

中国汽车经销商能否跑赢生产商?

美国汽车经销业案例研究

投资提示:

我们认为中国港股汽车经销商的风险回报状况具有吸引力,重申对中升控股(881.HK)和大昌行集团(1828.HK)的“推荐”评级,目标价分别为 24.8 港元和 11.9 港元。

理由:

1. 美国汽车经销商在 2005~2007 的上升周期和 2008~2010 年的下降周期(图 1)中均跑赢汽车生产商,主要原因在于利润丰厚的售后服务,这块业务在 2008 年录得 86 亿美元净利润,而同年新车销售和二手车销售业务分别亏损 29 亿美元和 7 亿美元(图 2)。
2. 除汽车生产商的新车销量支持外,中国汽车经销行业亦可实现自己的增长。美国汽车经销行业的收入峰值(7140 亿美元,2004 年)比新车销售收入峰值(4450 亿美元,2006 年)高出 60.5%(图 3)。此外,美国汽车经销商 2008 年新车销售仅产生了 20%的净利润(图 4)。
3. 中国汽车经销行业规模未来十年年均复合增长率有望达到 19.4%,超出汽车生产商 9.4 个百分点,主要原因在于中国新车销售(5.2 倍)和二手车销售(16.9 倍)的巨大上升潜力。详情请参考我们 2010 年 9 月 21 日的行业报告。
4. 中国领先汽车经销商增长前景良好。2009 年中国前五大经销商仅占 13%的市场份额,而中国前五大汽车生产商却占到 70%的市场份额。
5. 目前上市公司业务结构已显示出防御性,主要由于其售后服务和豪华车销售业务(图 6 和图 7)。
6. 目前单个 4S 店市值相对于并购重组成本的溢价尚未充分反映汽车经销商未来增长的核心竞争力、渠道以及管理。

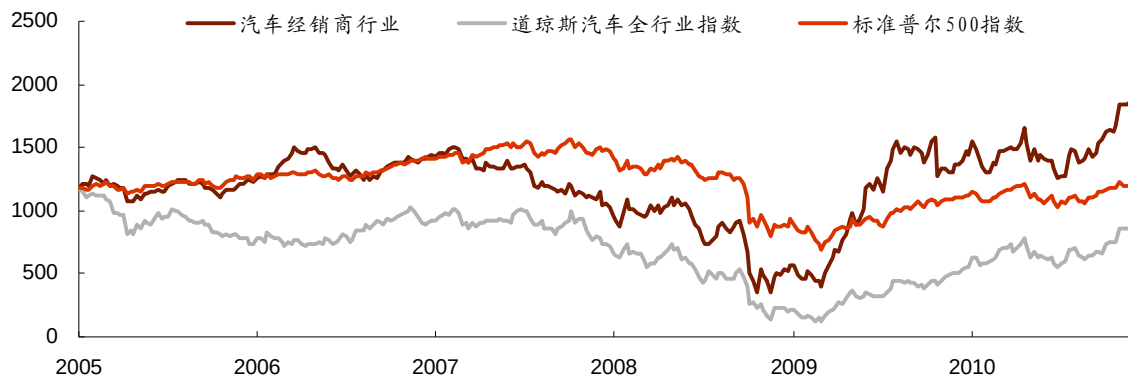
估值:

中升控股和大昌行集团 2011 年市盈率分别为 15.2 倍和 11.6 倍。考虑到这两家公司 2009~2012 年 77.7%和 34%的盈利年均复合增长率,其风险回报状况颇具吸引力。

风险:

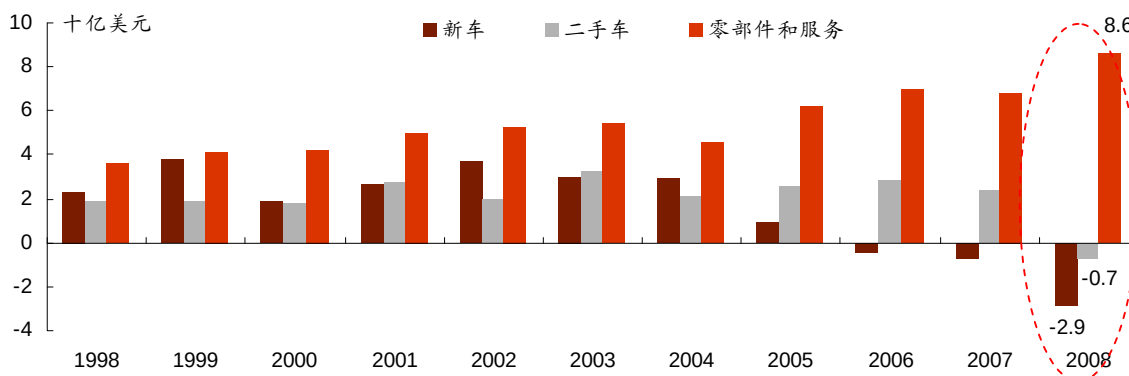
主要风险来自于销售量低于预期,价格战,以及政策不确定性。

图 1:美国汽车经销商跑赢生产商



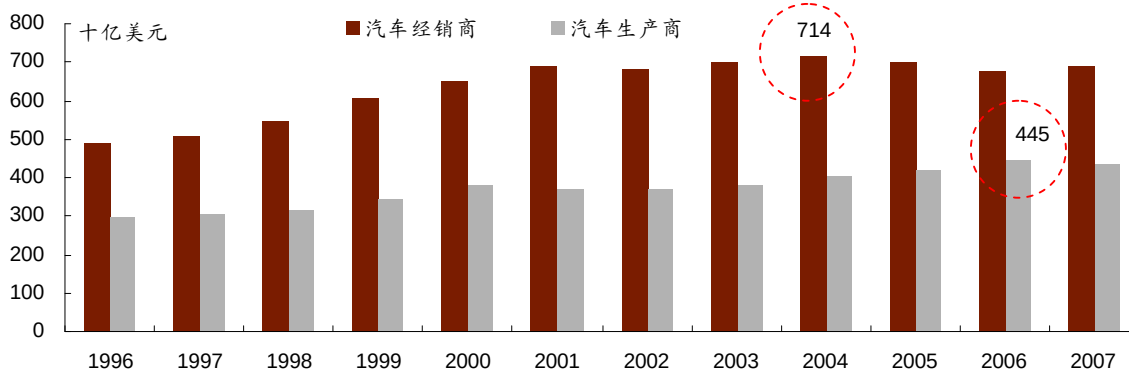
资料来源：雅虎，中金公司研究部

图 2:美国汽车经销商细分业务利润分析



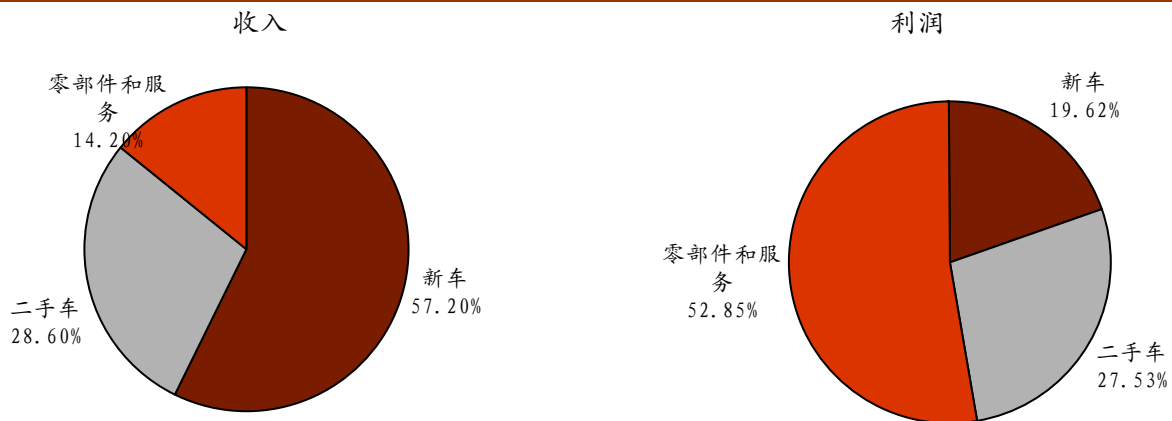
资料来源：NADA，中金公司研究部

图 3:美国汽车经销商和生产商规模对比



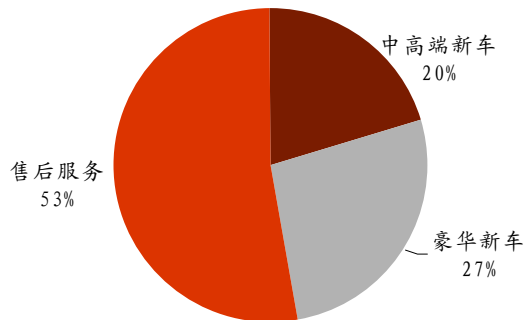
资料来源：NADA，中金公司研究部

图 4:美国汽车经销商 2008 年收入和利润分析



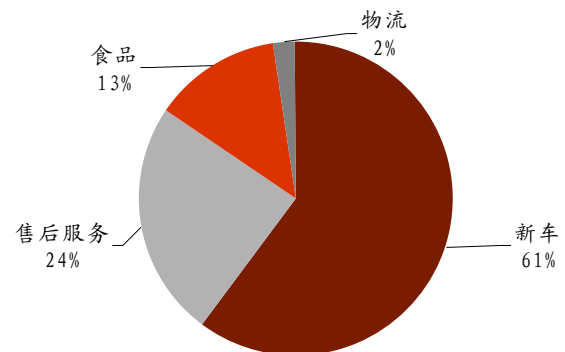
资料来源: NADA, 中金公司研究部

图 5:中升控股利润分析 (2010)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 6:大昌行利润分析(2010)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 7:中升控股财务要点

百万人民币	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,103	10,549	13,722	23,390	43,962	63,071
(+/-)	40.7%	15.9%	30.1%	70.5%	87.9%	43.5%
净利润	284	219	471	1,094	1,893	2,644
每股收益 (元)	0.15	0.11	0.25	0.57	0.99	1.39
(+/-)	92.6%	-23.1%	115.3%	132.3%	73.0%	39.7%
市盈率	100.9	131.2	60.9	26.2	15.2	10.85
市净率	37.9	17.6	13.6	4.7	3.6	2.69
EV/EBITDA	59.3	60.3	35.5	15.3	9.5	6.78
净资产收益率	37.5%	13.4%	22.3%	17.9%	23.6%	24.8%
ROCE	34.4%	12.7%	20.9%	17.4%	23.1%	24.3%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股价/经营现金	219.76	102.21	177.02	33.60	18.84	13.66

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 8:大昌行财务要点

百万港币	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,050	19,496	22,131	30,085	37,486	44,656
(+/-)	24.2%	21.5%	13.5%	35.9%	24.6%	19.1%
净利润	504	563	710	1,452	1,429	1,697
每股收益 (元)	0.28	0.31	0.39	0.81	0.79	0.94
(+/-)	55.7%	11.8%	26.1%	104.4%	-1.6%	18.7%
市盈率	33.0	29.5	23.4	11.5	11.6	9.80
市净率	3.9	3.4	3.0	2.5	2.2	1.93
EV/EBITDA	n.m.	14.2	11.5	7.5	5.9	5.01
净资产收益率	11.8%	11.6%	13.0%	21.9%	19.1%	19.7%
ROCE	9.8%	9.6%	11.2%	18.3%	16.5%	17.5%
现金分红收益率	5.6%	1.0%	1.7%	3.5%	3.4%	4.1%
股价/经营现金	n.m.	42.33	13.97	16.17	16.50	8.54

资料来源: Company data, 中金公司研究部

图 9: 汽车经销商估值

公司名称	国家和地区	市值 百万美元	市盈率						市净率						EPS 增长率 %					CAGR 07-11
			06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	07A	08A	09A	10E	11E	
汽车经销商上市公司																				
索尼克汽车	美国	718	7.1	6.0	n.m.	14.6	10.9	10.0	0.5	0.6	2.8	1.7	1.5	1.3	17%	n.m.	n.m.	34%	9%	-12%
Autonation	美国	3,922	18.8	18.8	n.m.	18.2	14.7	13.4	1.6	1.5	2.1	2.1	1.9	1.7	0%	n.m.	n.m.	24%	10%	9%
第一集团汽车	美国	990	11.4	14.3	n.m.	15.8	12.8	11.1	1.5	1.4	1.5	1.2	1.1	1.0	-20%	n.m.	n.m.	23%	15%	6%
潘世奇汽车	美国	1,525	12.4	12.2	n.m.	14.5	11.9	10.6	1.2	1.1	1.9	1.5	1.3	1.2	1%	n.m.	n.m.	22%	12%	3%
彭德拉根	英国	187	1.7	2.8	n.m.	7.2	5.1	5.1	0.4	0.4	n.m.	1.0	0.8	0.6	-39%	n.m.	n.m.	40%	0%	-14%
Lookers	英国	404	8.6	7.7	n.m.	9.6	9.0	8.1	1.2	n.m.	1.5	1.2	1.1	1.0	12%	n.m.	n.m.	7%	11%	-1%
澳德巴克斯闻	日本	1,421	13.3	83.0	n.m.	n.m.	15.8	15.0	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	-84%	n.m.	n.m.	n.m.	5%	53%
格列佛国际	日本	492	5.7	8.0	n.m.	7.0	8.7	8.3	2.0	1.8	2.2	n.a	n.a	n.a	-28%	n.m.	n.m.	-20%	5%	-1%
和泰汽车	台湾	1,604	13.7	14.2	19.2	9.9	10.1	10.9	2.6	2.5	2.5	n.a	n.a	n.a	-3%	-26%	93%	-1%	-8%	7%
大夏股份	A股	987	88.0	78.1	60.7	26.9	21.2	18.4	10.3	9.5	8.6	6.2	5.1	4.1	13%	29%	126%	27%	15%	43%
中大股份	A股	1,182	111.3	53.7	37.4	28.7	15.4	13.8	6.7	4.6	3.7	3.3	2.8	2.4	107%	44%	30%	87%	11%	40%
中升集团	港股	4,311	194.4	100.9	131.2	60.9	26.2	15.2	5.0	4.0	3.3	2.8	2.4	1.9	93%	-23%	115%	132%	73%	61%
大昌行	港股	2,156	51.4	33.0	29.5	23.4	11.5	11.6	4.5	3.9	3.4	3.0	2.5	2.2	56%	12%	26%	104%	-2%	30%
平均			41.4	33.3	55.6	19.7	13.3	11.7	2.9	2.7	2.9	2.2	1.9	1.7	10%	7%	78%	40%	12%	17%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 10: 可比公司估值

公司名称	类别	股价	市值	市盈率						市净率						EV/EBITDA						EPS 增长率 %					CAGR 07-11
		10-12-10	百万美元	06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	07A	08A	09A	10E	11E	
中国A股上市公司																											
潍柴动力	CV	55.95	13,396	140.8	46.2	48.3	27.4	14.6	12.4	31.2	14.6	11.7	7.9	4.9	3.4	81.8	23.3	24.2	15.1	12.0	10.8	205%	-4%	76%	88%	17%	39%
中国重汽	CV	27.59	1,739	51.6	16.1	24.5	27.0	11.8	10.7	8.8	5.7	4.6	4.1	3.1	2.4	15.9	8.0	12.9	12.1	8.8	7.7	220%	-34%	-10%	129%	11%	11%
宇通客车	CV	21.57	1,685	50.8	29.7	21.1	19.9	13.5	11.6	9.0	4.2	6.7	5.2	4.8	4.5	28.4	16.0	18.7	13.0	11.8	10.2	71%	41%	6%	47%	16%	26%
福田汽车	CV	24.48	3,880	n.a.	58.0	64.9	21.6	13.1	12.0	15.0	11.7	7.5	5.5	3.1	2.5	111.6	34.7	45.9	15.8	10.9	9.6	n.m.	-11%	200%	64%	10%	48%
金龙汽车	CV	9.25	615	26.8	15.0	20.8	25.1	18.9	16.6	4.2	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1	8.5	6.9	9.7	9.0	7.3	6.5	78%	-28%	-17%	33%	14%	-2%
江铃汽车	CV	27.73	3,596	39.7	31.5	30.5	22.7	12.9	11.6	7.9	6.8	5.9	4.9	3.7	2.9	25.1	23.4	25.9	16.6	14.0	12.4	26%	3%	35%	76%	11%	29%
东风汽车	CV	5.18	1,556	20.6	21.2	32.8	32.6	13.8	9.8	2.1	2.0	2.0	1.9	1.7	1.5	11.6	9.9	38.8	40.0	17.6	11.5	-3%	-36%	1%	136%	41%	21%
江淮汽车	CV/IPV	10.89	2,109	34.1	42.7	245.8	41.8	12.9	11.4	4.6	3.5	3.5	3.2	2.7	2.3	19.9	19.2	26.3	11.8	8.3	7.4	-20%	-83%	488%	224%	13%	39%
长安汽车	PV	10.36	3,620	46.5	36.3	996.2	22.4	11.1	10.2	3.5	3.2	3.2	2.7	2.2	1.8	22.0	n.a.	n.a.	40.5	17.0	14.1	28%	-96%	4343%	103%	8%	37%
一汽轿车	PV	17.00	4,157	79.6	50.0	25.4	17.0	11.9	10.4	5.1	4.8	4.2	3.6	3.0	2.4	38.2	19.7	18.5	11.1	9.6	8.7	59%	97%	50%	43%	14%	48%
上海汽车	PV	15.83	20,267	72.8	22.4	158.0	15.7	10.4	9.3	3.3	2.8	3.0	2.4	2.6	2.3	55.6	35.4	105.4	32.0	7.1	6.2	71%	-86%	905%	51%	12%	25%
中大股份	Dealer	17.92	1,182	111.3	53.7	37.4	28.7	15.4	13.8	6.7	4.6	3.7	3.3	2.8	2.4	89.0	37.6	14.5	12.9	8.2	7.0	71%	44%	30%	87%	11%	40%
东安动力	Parts	12.66	879	163.4	38.8	36.5	25.0	15.9	13.3	3.7	3.3	3.1	2.7	2.3	2.0	60.5	52.9	489.5	44.5	49.1	49.9	71%	6%	46%	57%	19%	31%
中鼎股份	Parts	21.80	1,394	n.a.	77.1	69.5	46.4	27.4	22.8	n.a.	18.2	19.3	11.1	7.9	5.9	n.a.	54.4	38.3	25.2	17.6	14.8	n.m.	11%	50%	69%	20%	36%
华域汽车	Parts	10.77	4,190	47.5	24.1	27.0	18.2	11.4	9.8	5.0	2.5	3.8	2.2	2.0	1.8	251.8	150.2	36.6	12.5	9.4	8.1	97%	-11%	49%	60%	16%	25%
一汽富维	Parts	31.80	1,011	n.m.	140.2	35.5	19.0	11.9	10.0	6.2	5.9	5.1	4.1	3.1	2.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	295%	87%	60%	19%	94%
福耀玻璃	Parts	11.20	3,370	36.4	24.5	91.2	20.1	12.4	10.2	7.9	6.4	6.9	5.1	4.2	3.4	23.4	17.7	18.3	12.3	10.7	8.9	49%	-73%	355%	62%	22%	25%
平均				53.4	36.3	48.3	22.7	13.5	11.6	5.1	4.2	4.2	3.6	3.0	2.4	38.2	21.5	26.1	13.0	10.7	8.8	71%	-16%	50%	60%	14%	25%
平均 - 商用车				39.7	30.6	31.7	26.1	13.3	11.6	8.3	5.0	5.3	4.5	3.1	2.5	22.5	17.6	25.1	14.1	11.3	9.9	71%	-19%	20%	82%	14%	29%
平均 - 乘用车				59.7	43.2	148.2	19.7	11.5	10.3	4.8	3.7	3.7	3.2	2.8	2.4	46.9	27.5	61.9	32.0	9.6	8.7	44%	-64%	491%	47%	13%	31%
平均 - 零部件				103.9	37.5	65.7	19.5	16.7	12.3	5.0	4.6	4.4	3.4	2.7	2.0	49.4	32.4	38.3	12.5	10.7	8.8	84%	-13%	51%	59%	18%	25%
香港上市公司																											
潍柴动力	CV	53.65	13,397	115.6	37.9	39.6	22.5	12.0	10.2	25.6	12.0	9.6	6.5	4.1	2.8	20.9	6.0	6.2	4.1	3.8	3.3	205%	-4%	76%	88%	17%	39%
庆铃汽车	CV	2.41	770	77.0	40.2	34.4	24.1	18.5	16.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	92%	17%	43%	30%	10%	24%
华晨汽车	PV	6.74	4,330	n.m.	254.3	305.0	n.m.	31.9	23.9	4.2	4.1	4.1	6.7	5.7	4.6	197.8	37.4	40.2	22.2	29.8	26.2	n.m.	-17%	n.m.	n.m.	34%	81%
吉利汽车	PV	3.81	3,647	64.9	53.9	24.1	19.1	18.5	14.7	27.6	11.6	6.8	4.5	3.7	3.0	n.m.	n.m.	46.1	13.3	10.1	8.2	20%	124%	26%	3%	26%	38%
广汽集团	PV	10.64	8,415	n.m.	10.8	23.8	19.7	12.9	11.3	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.7	2.3	n.m.	10.5	13.1	11.5	7.2	6.6	n.m.	-54%	21%	52%	15%	-1%
长城汽车	CV/IPV	25.30	3,565	29.1	25.3	46.2	23.2	14.7	12.8	5.8	3.7	3.5	3.1	2.7	2.3	27.8	19.5	31.8	18.3	2.4	2.2	15%	-45%	99%	58%	15%	19%
东风汽车	PV	14.54	16,116	51.5	28.5	27.1	17.2	9.9	9.6	7.5	6.1	4.9	3.9	2.9	2.3	13.3	10.9	8.9	6.2	5.5	4.6	81%	5%	58%	74%	3%	31%
中国重汽	CV	8.10	2,877	30.0	17.3	21.7	19.9	12.8	10.9	20.4	1.7	1.7	1.1	1.1	1.0	15.8	11.3	15.3	10.6	8.4	7.1	74%	-21%	10%	55%	18%	12%
中升集团	Dealer	17.56	4,311	194.4	100.9	131.2	60.9	26.2	15.2	5.0	4.0	3.3	2.8	2.4	1.9	127.5	59.3	61.0	35.4	16.5	10.2	93%	-23%	115%	132%	73%	61%
大器行	Dealer	9.25	2,156	51.4	33.0	29.5	23.4	11.5	11.6	4.5	3.9	3.4	3.0	2.5	2.2	60.8	38.4	19.2	16.0	11.0	9.0	56%	12%	26%	104%	-2%	30%
信义玻璃	Parts	6.15	2,782	56.2	32.5	30.7	28.2	14.5	10.9	9.7	5.4	5.0	4.1	3.6	3.1	48.2	28.3	24.8	22.0	13.8	9.1	73%	6%	9%	94%	33%	31%
敏实集团	Parts	12.34	1,705	42.0	31.4	26.6	18.2	13.8	11.2	9.6	3.8	3.5	2.9	2.0	1.8	29.7	20.0	16.5	12.4	9.5	7.8	34%	18%	47%	32%	23%	29%
平均				53.9	32.8	30.1	22.5	14.1	11.5	7.5	4.0	3.5	3.1	2.7	2.3	29.7	19.7	19.2	13.3	9.5	7.8	73%	0%	43%	58%	18%	31%
平均 - 商用车				77.0	37.9	34.4	22.5	12.8	10.9	20.4	1.7	1.7	1.1	1.1	1.0	18.4	8.6	10.8	7.3	6.1	5.2	92%	-4%	43%	55%	17%	24%
平均 - 乘用车				51.5	28.5	27.1	19.4	14.7	12.8	6.6	5.1	4.5	4.2	2.9	2.3	27.8	15.2	31.8	13.3	7.2	6.6	20%	-17%	42%	55%	15%	31%
平均 - 零部件				49.1	31.9	28.7	23.2	14.1	11.0	9.6	4.6	4.2	3.5	2.8	2.4	39.0	24.2	20.6	17.2	11.6	8.5	53%	12%	28%	63%	28%	30%
印度上市公司																											
Ashok Leyland	CV	70.5	2,077	20.8	19.9	49.3	22.1	n.m.	n.m.	4.9	4.4	2.7	n.m.	n.m.	n.m.	16.5	14.2	24.4	15.3	9.8	8.4	4%	-60%	123%	n.m.	n.m.	n.m.
TATA	CV/IPV	1,250.1	16,395	22.9	23.0	n.m.	25.7	9.9	28.2	6.7	5.7	10.8	n.m.	4.2	2.9	27.6	26.3	34.9	13.3	6.4	5.7	0%	n.m.	n.m.	160%	-65%	-5%
M&M	CV	781.5	10,332	24.7	23.7	30.3	17.3	17.3	15.5	7.7	6.1	6.1	4.3	4.0	3.2	29.7	14.8	15.0	10.0	11.1	9.4	4%	-22%	75%	0%	12%	11%
Maruti	PV	1,411.8	9,039	25.7	22.8	33.2	15.5	16.7	14.3	5.8	4.7	4.3	n.m.	2.9	2.4	17.4	14.0	19.4	9.2	9.6	8.1	13%	-31%	114%	-7%	17%	12%
平均				23.8	22.9	33.2	19.7	16.7	15.5	6.1	5.2	5.2	4.3	4.0	2.9	22.5	14.5	21.9	11.7	9.7	8.2	4%	-31%	114%	0%	12%	11%
平均 - 商用车				22.9	23.0	39.8	22.1	13.6	21.9	6.4	5.7	6.1	4.3	4.1	3.1	27.6	14.8	24.4	13.3	9.8	8.4	4%	-41%	99%	80%	-27%	3%
平均 - 乘用车				25.7	22.8	33.2	15.5	16.7	14.3	5.8	4.7	4.3	n.m.	2.9	2.4	17.4	14.0	19.4	9.2	9.6	8.1	13%	-31%	114%	-7%	17%	12%
欧洲及美国上市公司																											
曼	CV	90.50	17,379	14.5	10.9	10.8	n.m.	21.6	15.6	3.5	2.6	2.5	2.6	2.4	2.1	11.1	7.7	8.5	15.7	10.6	8.8	33%	1%	n.m.	n.m.	38%	-8%
斯堪尼亚	CV	151.70	17,736	20.4	14.2	13.7	107.6	13.9	12.5	4.6	4.9	5.5	5.2	4.1	3.3	10.0	7.1	6.8	13.4	9.3	8.6	44%	4%	-87%</			

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED