

2011-07-10

证券研究报告
行业研究 / 深度研究

汽车及零部件

增持/维持评级

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:s1000510120005

(0755)8249 2723

yaohg@mail.htlhsc.com.cn

黄未樵

SAC 执业证书编号:S1000510120018

(0755)8236 6964

huangwq@mail.htlhsc.com.cn

联系人

谢振东

(0755)8212 5072

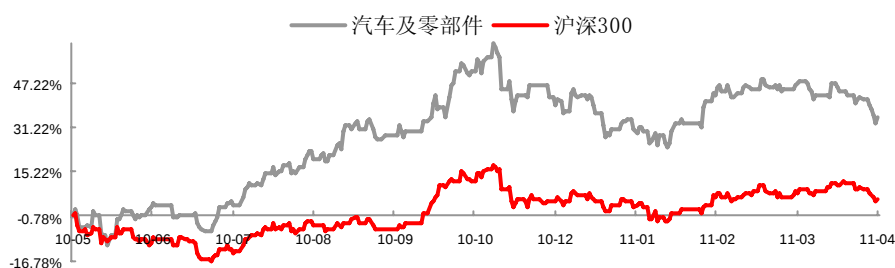
xiezd@mail.htlhsc.com.cn

再启新程 逐风流

——汽车流通服务行业深度研究报告

- **新车及售后服务市场空间广阔：**在中国经济平稳增长的背景下，汽车刚性需求仍将保证较高自然增速，预计未来 10 年中国新车销量 CAGR 约 8-10%；快速增长的保有量规模以及车龄持续老化，两维度保证售后服务市场成长空间：2015 年的汽车后服务市场规模有望增长至约 1 万亿元，对应 5 年 CAGR 27%；
- **新车销量的周期属性以及低毛利、高杠杆的经营特征，导致汽车经销服务行业整体呈现较明显的业绩波动性；**而汽车维修养护、零部件销售以及二手车交易等售后业务则享有更高的毛利率水平和更弱的周期性波动，因此此类经销商将率先受益：具有良好客户基础、经营成熟、具有较高养护、维修能力、并主动“后移”业务重心，建立了相关维修配套设施。随着售后市场的快速成长，汽车经销服务行业逐渐过渡至发展的第二阶段，即**简单的规模扩张（经销商数量的快速提升）过渡到业务结构调整带来的内生性增长和集中度提升带来的外延式扩张；**
- **集中度将持续提升：**从汽车经销产业链观察，中国汽车市场逐渐成熟。体现为新车销售市场增速回归自然以及售后服务市场规模持续快速提升，**原有简单依靠进销差价的业务模式已逐渐丧失市场竞争力；**竞争白热化加速了行业淘汰进程，集中度将伴随优质经销商集团持续跨区域、跨业务拓展而逐渐提升；
- **未来行业将重塑竞争结构，**因此，我们从业务转型战略、经销商管理能力以及所掌控资源等角度出发进行相关公司竞争力分析，结论是：**具有畅通融资渠道，并积极进行渠道布局、主动拓展后服务业务的大型经销商集团将是下一轮汽车经销服务行业发展的主要受益者；**
- **风险提示：**汽车销量增速低于预期，经销商通过降价进行恶性竞争；整车制造企业推行激进的网络建设计划，加剧经销商内部竞争；经销商未及时主动转变业务重心，丧失行业发展机会；宏观经济环境出现进一步恶化。

最近 52 周行业表现



目 录

关键字——低毛利与高杠杆	4
汽车经销服务——承载汽车行业未来高增长.....	4
汽车经销服务简介.....	4
行业现状——尚未成熟	5
新车销量仍有较大成长空间	9
二手车市场有待挖掘	11
行业发展——迈进双轮驱动时代.....	12
保有量快速提升 盈利结构改善赢得契机	12
行业集中度将伴随规模扩张逐渐提升.....	16
寻觅潜力——资源禀赋与商业模式的有效结合	19
经营模式思辨.....	19
资源禀赋决定发展节奏	19
管理水平决定成长空间	20
主要汽车经销服务行业上市公司简析.....	20
庞大集团（601258）	21
物产中大（600704）	21
大东方（600327）	21
中升控股（HK.881）	22
正通汽车（HK.1728）	22
风险提示	23

图表目录

图 1:	中美主要经销商利润率水平	4
图 2:	中美主要经销商负债率水平	4
图 3:	中美主要经销商存货周转率水平	4
图 4:	美国主要经销商股价走势	4
图 5:	汽车经销产业链定位及其相关业务范围	5
图 6:	中国汽车经销渠道发展路径	6
图 7:	近年中国主要汽车企业 4S 店数量增长情况	6
图 8:	2010 年中国前 10 大经销商集团收入水平	7
图 9:	2010 年中国前 10 大经销商集团市场份额	7
图 10:	汽车经销相关业务各自对应市场范畴	8
图 11:	09 年主要国家/地区汽车经销商收入结构比较	8
图 12:	09 年中国、日本、美国整车销售结构	9
图 13:	主要国家 09 年底汽车千人保有量	9
图 14:	日本汽车保有量与人均可支配收入关系图	10
图 15:	韩国汽车保有量与人均可支配收入关系图	10
图 16:	中国历年汽车销量及预测	10
图 17:	各地区历年单月上牌量占比	11
图 18:	中国二手车销量及增速	11
图 19:	美国二手车销售市场结构	12
图 20:	历年中国汽车保有量	12
图 21:	乘用车售后市场规模预测	13
图 22:	美国单一汽车经销商历年收入结构变化	14
图 23:	美国主要汽车经销商历年相关业务毛利率水平	14
图 24:	中美历年乘用车销量增速	14
图 25:	新车销售盈利模式	14
图 26:	售后服务业务盈利模式	14
图 27:	美国轻型车销量增速 Vs. 主要企业毛利增速	15
图 28:	美国主要企业各业务历年毛利增速	15
图 29:	4S 店建店流程	17
图 30:	美国汽车经销商数量变化（分销量结构）	18
图 31:	10 年中升集团新增经销店结构	18
表格 1:	主要国家/地区汽车经销服务业态类型	5
表格 2:	汽车主要经销模式比较	6
表格 3:	主要公司各业务毛利率比较	16
表格 4:	4S 店单月经营成本分析	17
表格 5:	汽车经销商集团 10 年收入结构	19
表格 6:	主要汽车经销服务行业上市公司核心指标	20
表格 7:	主要汽车经销服务行业上市公司核心业务指标	20

关键字——低毛利与高杠杆

相对上游较低的谈判力以及行业高杠杆经营特征，促使汽车经销服务行业成为一个典型的低利润率且高负债的行业。

图 1: 中美主要经销商利润率水平

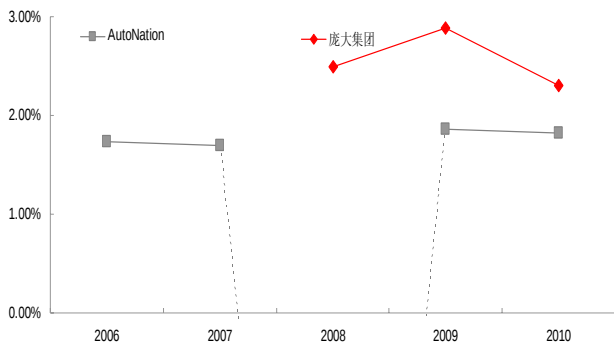
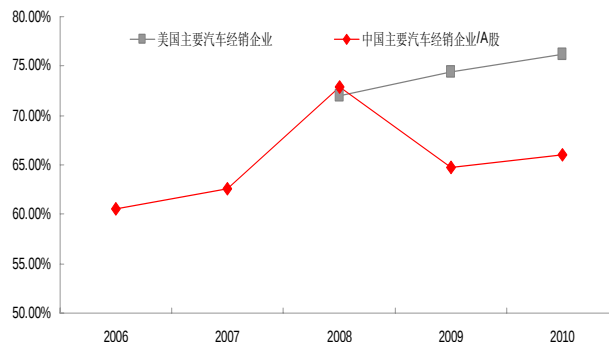


图 2: 中美主要经销商负债率水平



资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

行业特有属性决定了其“薄利多销”的盈利模式以及富有进攻性的投资价值。

图 3: 中美主要经销商存货周转率水平

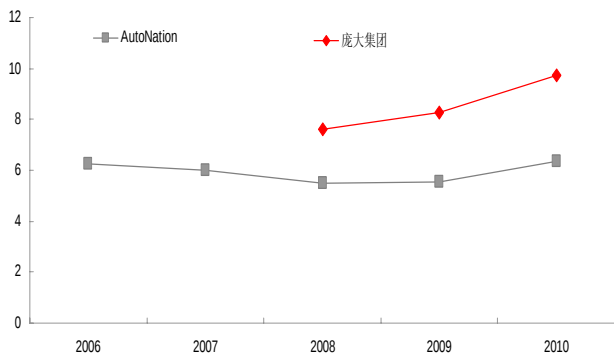
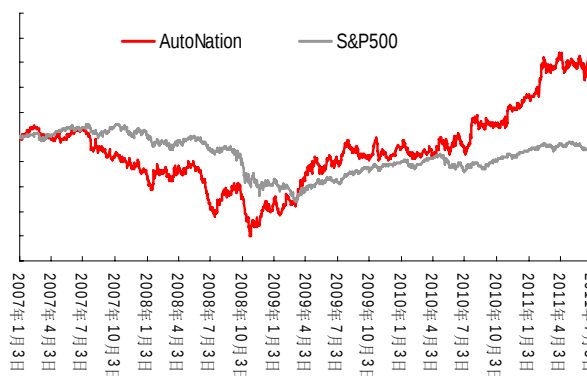


图 4: 美国主要经销商股价走势



资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

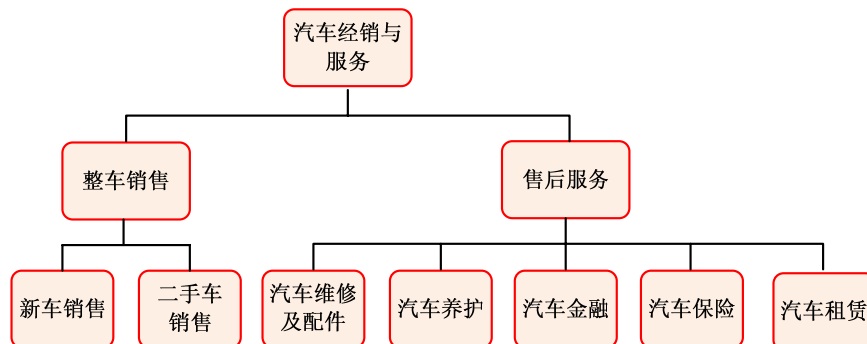
汽车经销服务——承载汽车行业未来高增长

汽车经销服务简介

整车企业与终端消费者的桥梁

汽车经销作为衔接主机厂商和终端客户的桥梁，伴随着全球汽车产业的发展，已经从单一的汽车销售发展成集汽车销售、维修保养、汽车零部件销售、汽车金融、二手车交易、汽车租赁等多业务模式行业。

图 5： 汽车经销产业链定位及其相关业务范围



资料来源：华泰联合证券研究所

各国经销服务行业主要业态

由于汽车行业发展程度、地域特征以及法律法规的差异性，汽车经销服务在各地呈现不同的经营业态，体现为行业功能、规模以及集中度差异较大。

表格 1：主要国家/地区汽车经销服务业态类型

国家	主要形式
中国	在《汽车品牌销售管理实施办法》框架下，中国以 4S 专卖店销售作为汽车销售的主要模式（经销商只允许销售单一品牌，并要求提供售后服务），以汽车卖场、汽车园区等有形市场作为有效补充
美国	以特许经营的专卖店为主要形式，但销售和售后一般是分开的，只有具有一定规模的特许经营店才兼备销售和售后服务
欧洲	在新版 <i>Block Exemption Regulation</i> 框架下，以特许经营店为主要形式（单一品牌销售），厂家有权要求经销商提供售后服务
日本	独立经销商和厂商出资经销商并存
韩国	汽车生产厂家直接进行销售

资料来源：华泰联合证券研究所

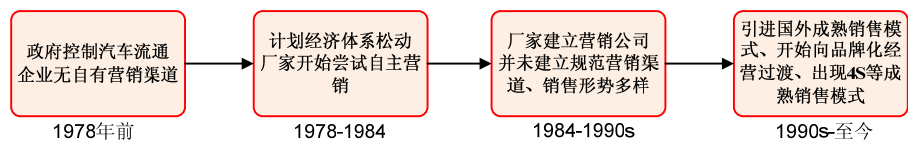
行业现状——尚未成熟

中国已超越美国成为全球新车销量第一国家，10 年新车市场销售规模约为 2.91 万亿元；但从汽车保有总量、整车销售结构（新车/二手车）等指标看，中国汽车市场仍未成熟，在汽车经销领域具体体现为较低的行业集中度以及相对单一的盈利模式。

晚起步 快发展

中国汽车经销行业在改革开放后开始发展，随着九十年代后期广州本田、上海通用将“4S”销售模式引入中国，汽车销售才开始向品牌化经营过渡，伴随终端需求的快速提升，真正进入高速发展期。

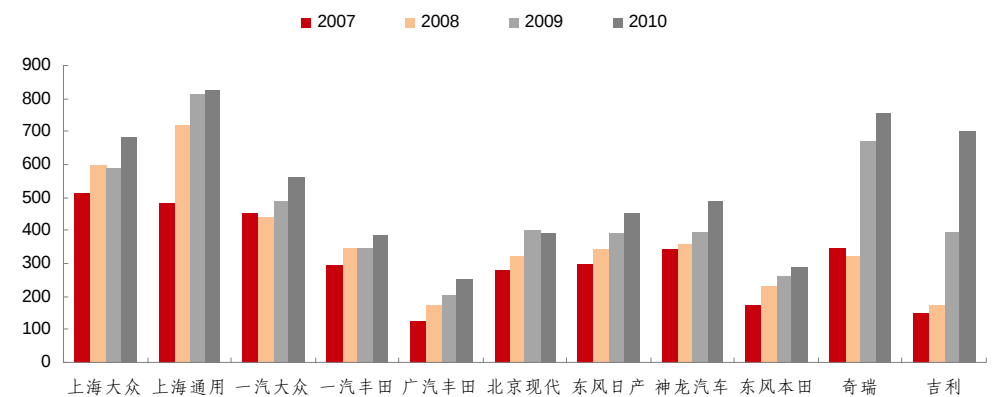
图 6: 中国汽车经销渠道发展路径



资料来源：华泰联合证券研究所

2000 年以来的私人汽车消费潮大幅提升了经销商的绝对数量和其覆盖面。在这一进程中，汽车经销商集团从无到有，并逐渐根据自身发展规划进行业务拓展，在一定程度上改变了主机厂商单方面规划经销网络的局面。

图 7: 近年中国主要汽车企业 4S 店数量增长情况



资料来源：华泰联合证券研究所

近年来，相比较合资品牌，自主品牌整车厂采取了更为激进的建店节奏：根据对 10 家合资品牌和 3 家自主品牌 4S 店网店数的跟踪，07 至 10 年期间，自主品牌 4S 店网店数的复合增速约为 45%，远高于合资品牌的 13%。激进的扩张反映了企业对于销量目标的渴求，但不可避免派生出新的问题：恶化经销商生存环境，例如：10 年比亚迪经销商大规模退网（比例高达 22.63%）。

伴随着 3-4 线城市、特别是广大西部地区汽车需求的快速增长，也带动了汽车销售方式不断丰富。除品牌 4S 店以外，汽车大卖场以及二级网点依靠较低的建店、营运成本和灵活的经营/销售方式获得了较快发展：10 年全国拥有汽车经销商约 5.5 万家，其中品牌 4S 店约 1.7 万家，其余均是以品牌 4S 店的二级网点以及汽车卖场等形式存在。

表格 2: 汽车主要经销模式比较

经营模式	市场定位	经营业态	适用汽车类别
品牌专卖店	专业品牌汽车零售商；以 1-2 线城市为主要目标	经销商与主机厂商签订合同，在一定区域中从事指定品牌的汽车销售。一般以集整车销售、零部件销售、售后维修和信息反馈的 4S 店为主要形式	乘用车
汽车市场	综合性的汽车零售商；适应广阔的	集中多汽车品牌店面，提供汽车销售和服务（维修、贷款、保险、上牌等）	乘用车、微面以及商用车

西部以及 3-4 线
城市

资料来源：华泰联合证券研究所

进入壁垒和产业链地位决定行业集中度

在行业发展初期由于较低进入壁垒和相对较弱的产业链地位（相对于整车企业），导致了汽车经销服务行业具有低集中度特征：

在初期，经销行业利润丰厚，进入壁垒较低，吸引了大批行业进入者，造成行业集中度较低，也因此导致经销商整体技术服务和管理水平参差不齐；

在整车企业和经销商的关系中，经销商相对弱势的地位也是造成目前集中度较低的主要原因：在《汽车品牌销售管理实施办法》框架下，整车企业通过经销授权、供给分配、销量目标设定、综合考评等方式对经销商实施控制，因此，资源的相对稀缺性（卖方市场）使得经销商属于被选择的弱势位置，个别优秀经销商多年来积累的竞争优势也无法顺畅的通过区域拓展以及兼并收购达到集中度提高的效果。

目前行业前三的经销商集团市占率仅为 5%；销售规模最大的庞大集团也仅有约 1.85%的市场占有率（销售金额）。

图 8： 2010 年中国前 10 大经销商集团收入水平

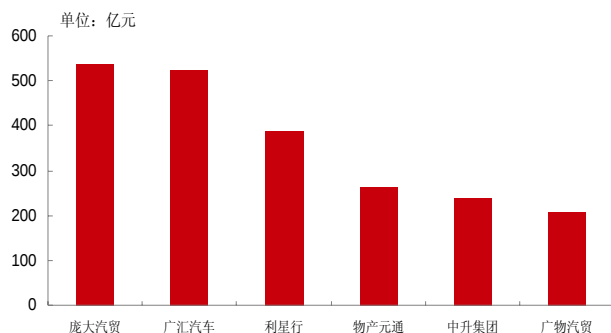
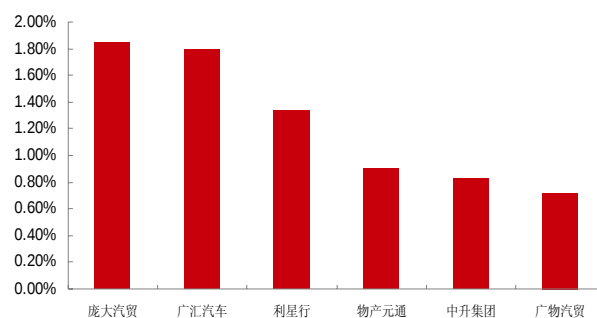


图 9： 2010 年中国前 10 大经销商集团市场份额



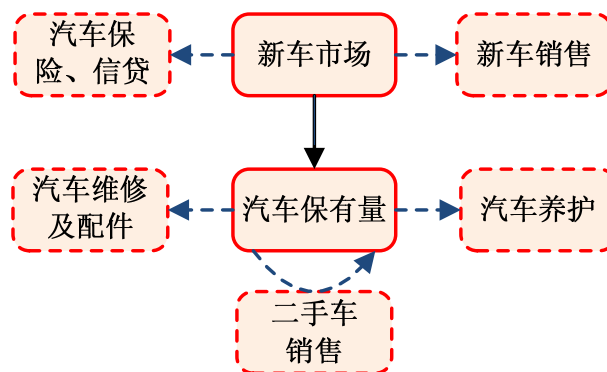
资料来源：汽车流通协会、华泰联合证券研究所

注：缺少中进汽贸数据，估计其 10 年收入规模约 300 亿元

盈利结构相对单一 严重依赖新车销售

汽车经销行业业务模式对应两类市场。新车销售、汽车保险、汽车信贷主要对应新车市场；汽车维修及配件、汽车养护、二手车销售主要对应保有量市场。因此，汽车市场的成熟度在很大程度上决定了经销服务行业的盈利结构与规模。

图 10： 汽车经销相关业务各自对应市场范畴

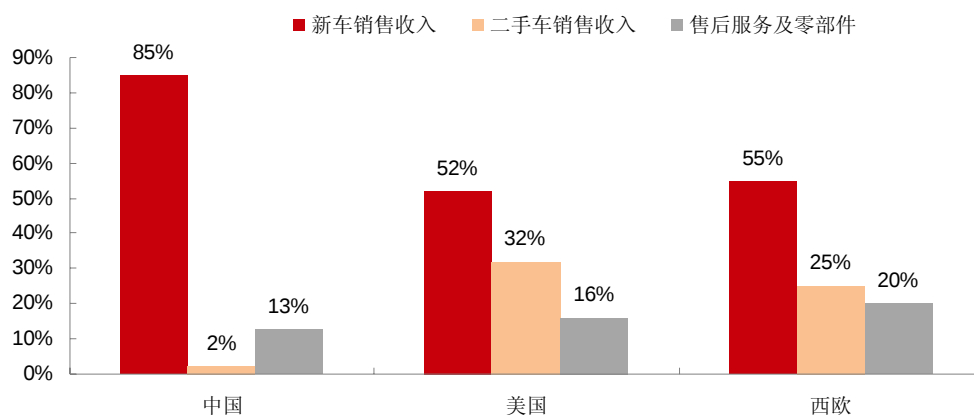


资料来源：华泰联合证券研究所

尽管中国汽车新车销量自 2000 年来获得了 10 年 24.08% 的复合增速，达到 2010 年全年 1800 万辆的销量，但人均保有量仍处于世界较低水平；相比较 10 年美国汽车保有量/年新车销量比例约为 20，中国该比例仅为 5。

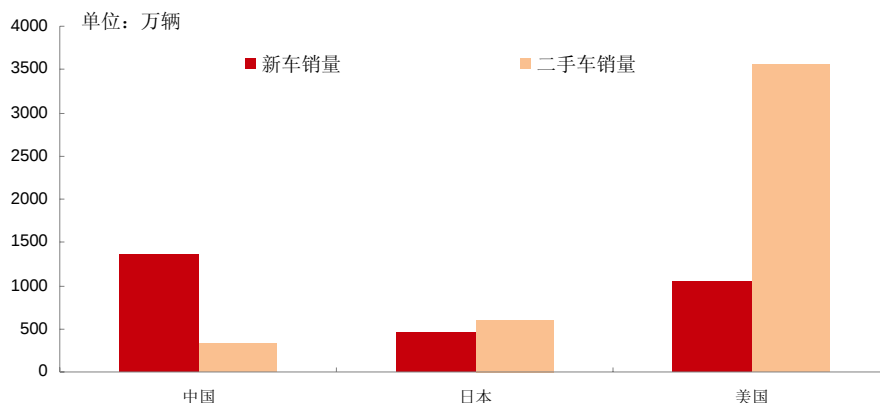
相对较小的保有量规模限制了汽车维修及配件、汽车养护，和二手车销售业务开展，体现为汽车销售服务行业的收入规模较小，盈利结构相对单一，主要依赖于新车销售：全行业新车销售收入占比约为 85%，业务结构的合理性远低于欧美等汽车市场发达国家；2010 年全年二手车销售 385 万辆，仅为全年新车销量的 21%，而美国 09 年二手车销量为新车销量的 3.5 倍。

图 11： 09 年主要国家/地区汽车经销商收入结构比较



资料来源：CAAM、NADA、华泰联合证券研究所

图 12: 09 年中国、日本、美国整车销售结构



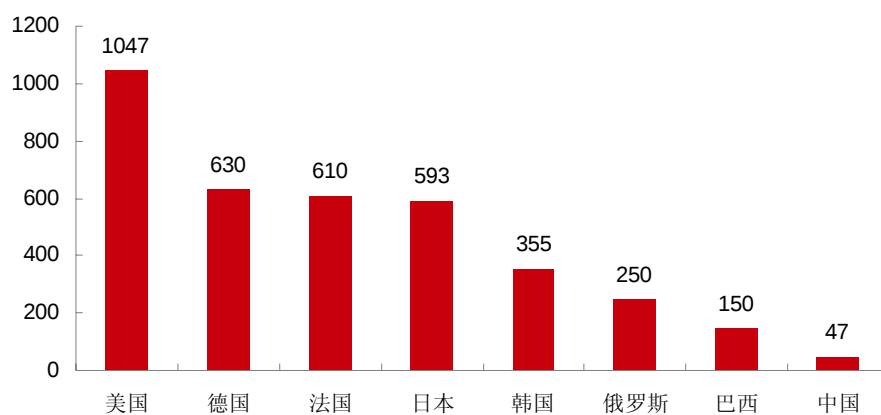
资料来源: CAAM、NADA、JAMA、汽车流通协会、华泰联合证券研究所

新车销量仍有较大成长空间

普及消费驱动 未来高增长可期

2010 年汽车销量 1800 万辆, 同比增长 32%, 延续了 09 年以来汽车的超高增速; 短期看, 随着年初补贴政策的退出、各地的治堵限购以及 3 月日本地震对于全球零部件供应体系的影响, 11 年行业景气将有所下行; 但居民财富的持续增长以及庞大的人口基数意味着中国汽车消费方兴未艾。

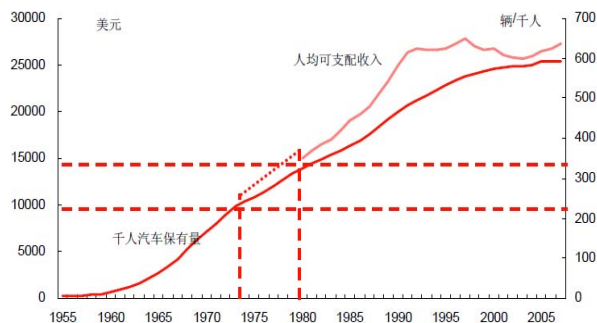
图 13: 主要国家 09 年底汽车千人保有量



资料来源: 2010 年中国汽车工业年鉴、CEIC、华泰联合证券研究所

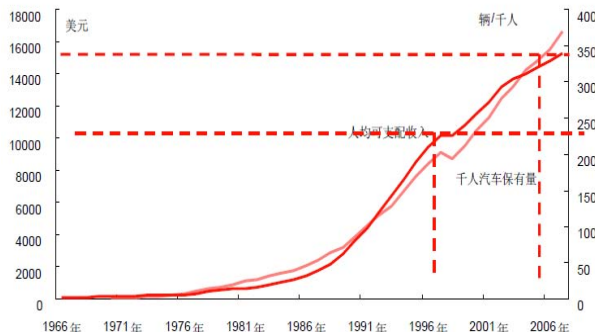
即使经历了 09、10 两年汽车销量的超高增速, 截止 10 年底中国汽车千人保有量也仅为 60 辆左右, 仍远低于全球平均水平, 具有巨大的增长空间; 国际比较的研究表明, 以中国居民人均可支配收入年增速 15% 计算, 2020 年中国千人汽车保有量有望达到 300 辆左右, 以 8.7 亿城镇人口作为基数, 保有量规模将达到 2.6 亿辆。

图 14: 日本汽车保有量与人均可支配收入关系图



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 15: 韩国汽车保有量与人均可支配收入关系图

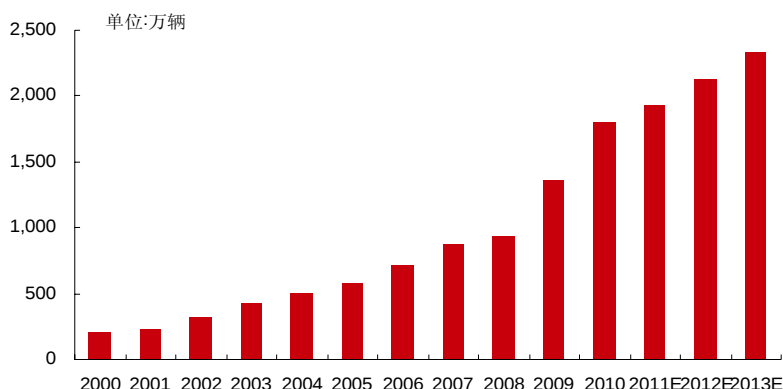


资料来源: 华泰联合证券研究所

中国至今仍未建立起完备的二手车市场，09 年二手车交易总量仅为 330 万辆左右，约为美国 09 年二手车销量的 9.30%，在短期内只能通过新车市场来满足这一部分刚性需求，进一步促进了新车销量。

因此，基于目前较低的保有量基数，在中国经济平稳增长的背景下，刚性需求仍将保证较高的自然增长速度，预计未来 10 年中国汽车新车销量复合增速约为 8-10%。

图 16: 中国历年汽车销量及预测

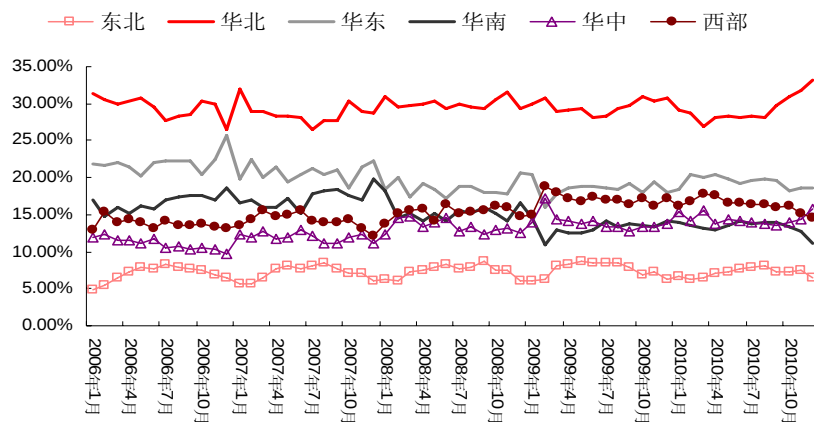


资料来源: CAAM、华泰联合证券研究所

三四线城市渐成主要增长点

随着东部沿海一线城市保有量渐趋饱和以及 2010 年后绝大多数城镇家庭具备购车能力，市场需求结构正在发生明显改变：未来保有量较低的中西部地区、三四线城市的汽车消费需求增速将快于保有量较高的东部沿海发达城市。

图 17: 各地区历年单月上牌量占比

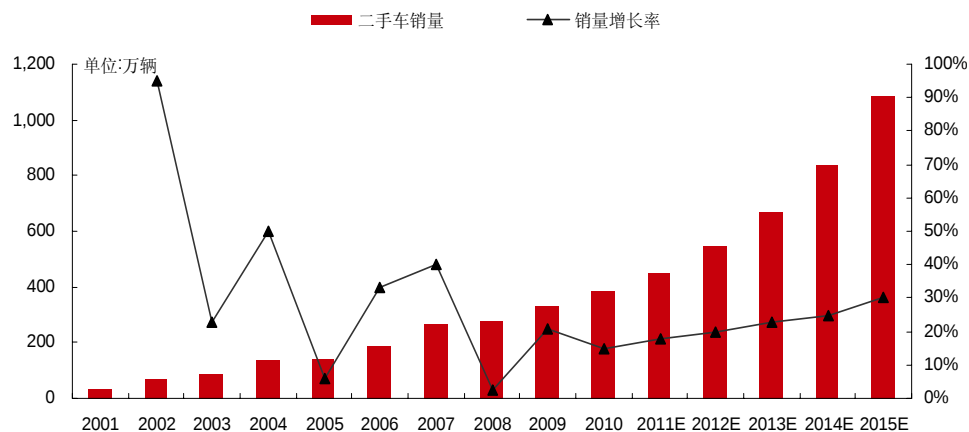


资料来源: CAAM、华泰联合证券研究所

二手车市场有待挖掘

2010 年中国二手车销售同比增长 15%，达到 385 万辆，但相比较 1800 万辆的新车销量市场，总量仍相当有限。除了较低的保有量规模，目前制约中国二手车市场发展的主要因素在于行业法规的缺失（缺乏全国性统一的二手车鉴定评估标准）以及较高的流转成本（较高的增值税率）。随着未来《二手车鉴定国家标准》的出台，以及二手车交易增值税税率调整，在保有量规模持续快速增长的大背景下，二手车市场同样面临广阔的成长空间，预计 2015 年二手车市场规模有望突破 1,000 万辆。

图 18: 中国二手车销量及增速

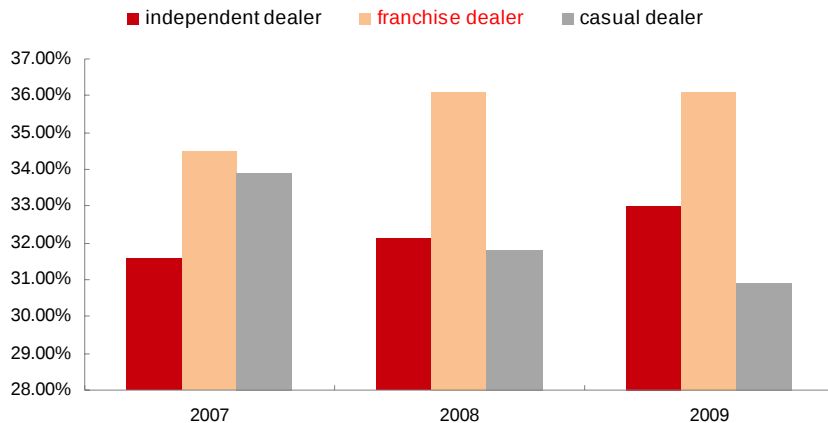


资料来源: 中国汽车流通协会、华泰联合证券研究所

相比较独立的二手车经销商以及零散交易（私下交易），品牌经销商拥有更显著的竞争优势，主要体现为更好的技术能力和售后保障、以旧换新业务。美国的二手车交易市场结构中，品牌经销商占据了主要的市场份额（36.1%），并呈上升趋势；经销商集团则凭借资金优势、品牌实力和丰富的客户资源，有望在不断扩容的二手车市场中分

享较高的市场份额。

图 19: 美国二手车销售市场结构



资料来源: NIADA、华泰联合证券研究所

行业发展——迈进双轮驱动时代

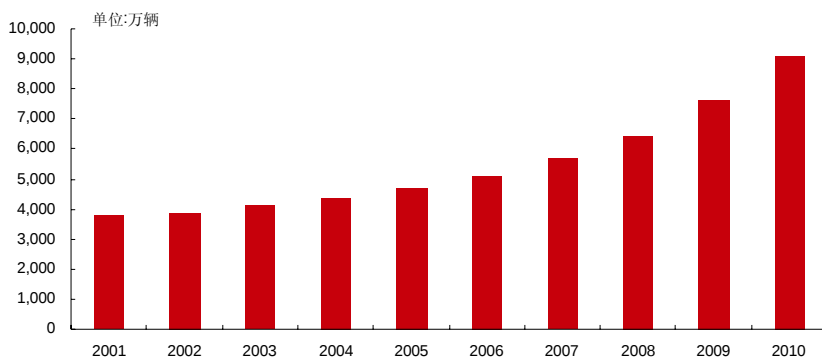
汽车经销行业的相对饱和和竞争日益加剧,意味着汽车经销服务行业逐渐过渡至发展的第二阶段,即从简单的规模扩张(经销商数量的快速提升)过渡到业务结构调整带来的内生性增长和集中度提升带来的外延式扩张。

保有量快速提升 盈利结构改善赢得契机

保有量规模提升 打开汽车服务业成长空间

伴随中国汽车新车销量的快速增长,汽车保有量从 2000 年的约 3,800 万辆提升至 2010 年的约 9,000 万辆,预计 2020 年我国汽车保有量有望达到 2.6 亿辆。

图 20: 历年中国汽车保有量



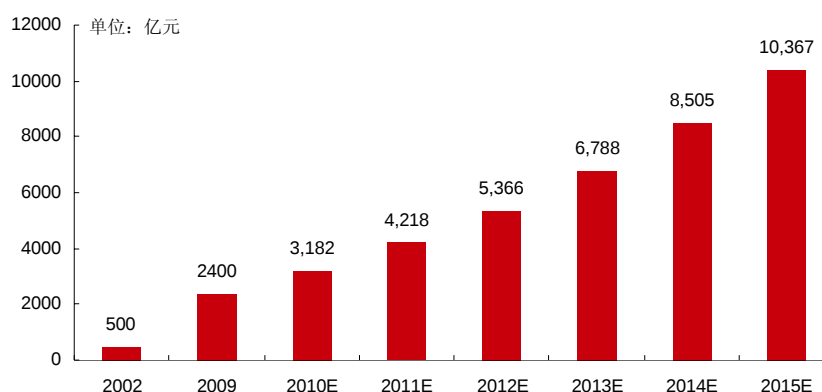
资料来源: 汽车工业年鉴、华泰联合证券研究所预测

车龄的老化也加速了汽车后服务市场的成长: 中国目前乘用车车龄普遍较低,车龄超

过3年的比例仅为50%左右,而对于售后服务的需求在汽车服务的第4-9年达到最大,使用7年后维修等售后服务支出总费用约为新车价格的40%左右。

因此,相比较年收入规模约2.9万亿的汽车销售市场,汽车售后服务市场是另一片蓝海:以单辆均价12万元估算,2015年的汽车后服务市场规模有望增长至1万亿元左右,对应5年27%的复合增长率。

图 21: 乘用车售后市场规模预测



资料来源: 中升集团招股书、华泰联合证券研究所预测

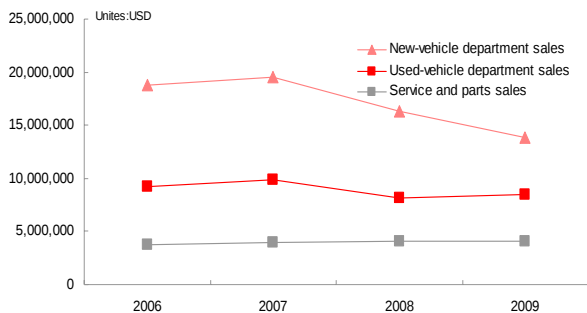
中国汽车服务行业目前仍呈现“小、散、乱”的特征:以汽车维修行业为例,30万家正式注册的汽车维修企业中,具有汽车大修能力、可承担各项修理业务的厂商授权特约维修点仅有10%,其销售收入约占整个维修行业50%以上;其他企业仅以低廉的价格冲击市场,占有一定市场份额。但近年来居民收入和生活水平的显著提升,车主对于汽车日常养护和维修的重视程度逐渐加强,原厂标准配件以及熟练技工作业将会成为首选,单纯的价格竞争逐渐向服务和品牌竞争过渡;同时,经销网点主动调节业务重点,利用自身优势(客户资源、人才资源、经营专长)建立特约维修养护中心,也推动了相对混乱竞争格局的改良。

因此,随着我国汽车保有量规模的持续提升、汽车的老龄化,我国汽车服务业成长空间长期向好;二手车业务和汽车维修、零部件销售等服务业务规模和业务比重将持续提升,在提升行业盈利能力的同时,也将有效熨平行业盈利的周期性波动。

结构调整弱化盈利周期波动

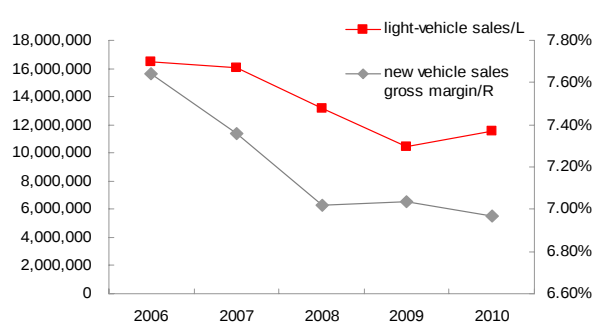
相比较而言,二手车市场和维修业较新车销售具有更好的抗周期性,这是由汽车销量的周期属性以及汽车经销的低毛利特征决定的,以美国市场为例可以很好地观测这一特征:

图 22： 美国单一汽车经销商历年收入结构变化



资料来源：NADA、华泰联合证券研究所

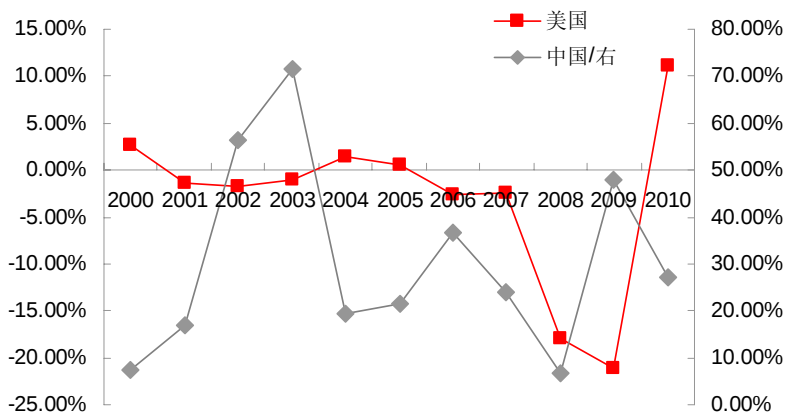
图 23： 美国主要汽车经销商历年相关业务毛利率水平



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所 美国前四大新车经销商加权

作为售价相对较高的可选消费品，汽车需求的周期性波动远高于一般消费品；相对于欧美等成熟市场，中国乘用车销量则呈现更加显著的周期性波动。

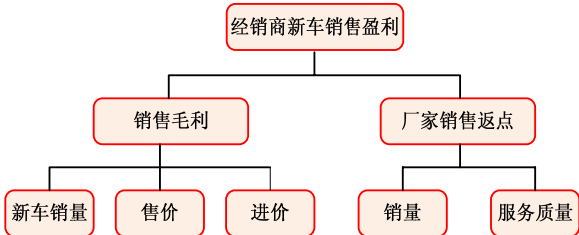
图 24： 中美历年乘用车销量增速



资料来源：CAAM、华泰联合证券研究所（中国数据对应轿车、美国对应轻型车）

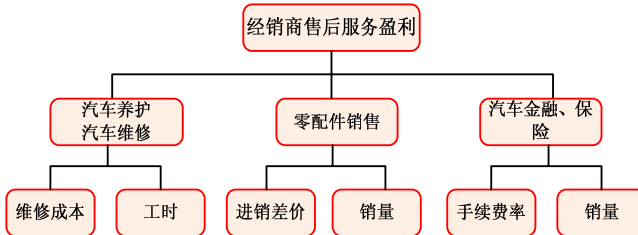
由于激烈的市场竞争以及相对弱势的产业链地位，新车销售毛利率普遍较低：除进口车能享受较高的毛利率外（个别大型经销商集团能占有批发、零售两个环节利润），国产车毛利水平仅维持在 5-7% 左右。

图 25： 新车销售盈利模式



资料来源：华泰联合证券研究所

图 26： 售后服务业务盈利模式

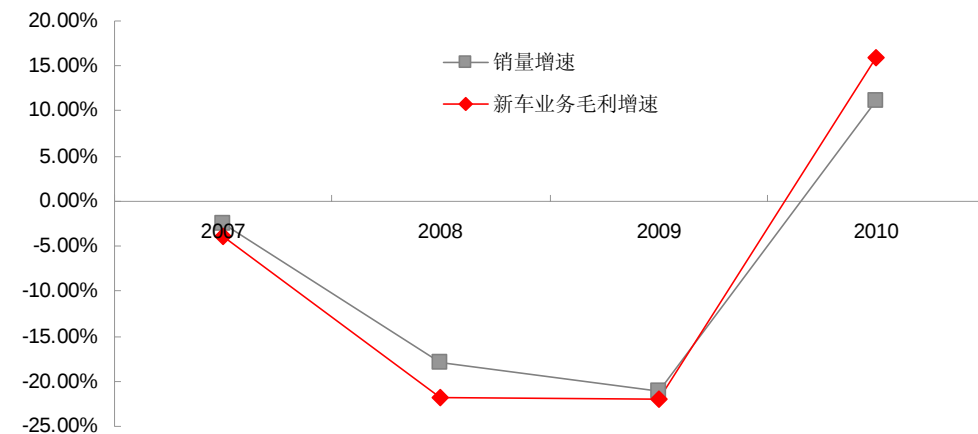


资料来源：华泰联合证券研究所

在汽车销售低毛利背景下，经销商新车销售利润主要依靠完成厂商的销售计划（包括

服务质量考核)来获得厂商返点;而在实际经营过程中,经销商经常通过降价、牺牲经销价差来换取销量以期获得厂家返点。因此新车销售业务的营运情况实际放大了新车销量的周期属性:销量增速的下滑可能对应经销商新车销售业务的亏损。因此单纯依赖新车销售的经营模式,其周期弹性被进一步放大。

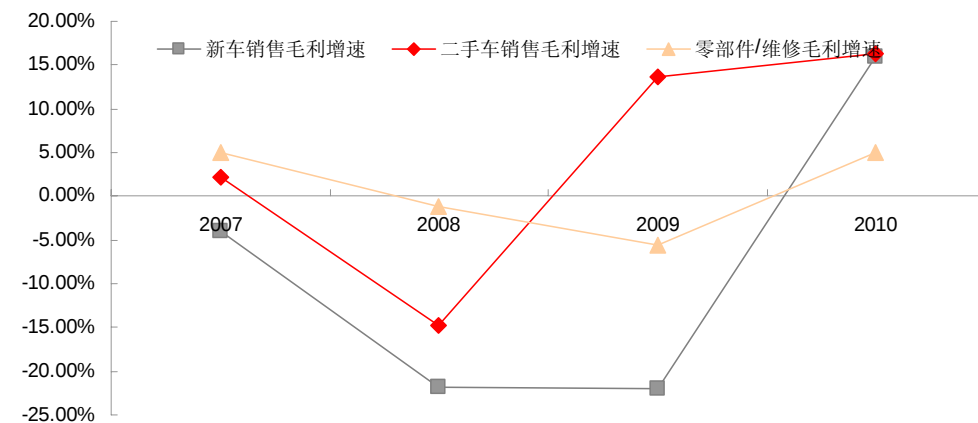
图 27: 美国轻型车销量增速 Vs.主要企业毛利增速



资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

与新车销售业务不同,汽车维修、养护以及零配件销售等服务业务主要针对保有量市场,其周期波动性较弱;二手车由于具有相对较低的购置成本以及使用成本,同样具有弱周期属性。

图 28: 美国主要企业各业务历年毛利增速



资料来源: 美国前四大经销商公司年报、华泰联合证券研究所

结构完善提升盈利能力

新车销售毛利率普遍较低,考虑到不同品牌代理差异以及经销商参与的深度(批发、零售),毛利率一般在 5-7%;相比较而言,售后服务业务毛利率可达 30-50%。

表格 3：主要公司各业务毛利率比较

公司	新车销售毛利率	二手车毛利率	售后服务业务
庞大集团	9.65%		31.69%
中升集团	5.76%		48.92%
A utoNation	6.77%	8.56%	43.60%
Penske Auto	8.21%	7.69%	56.81%
Sonic Auto	6.50%	7.86%	49.83%
CarMax		16.5%	

资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

售后服务业务较高的毛利主要来自维修养护以及零部件销售：在目前的维修体系中，整车厂商对于原配零部件的供应具有垄断控制权，一般通过转手交易将原配部件供应给相应品牌的特约经销商，而禁止零部件厂商向第三方出售。因此，特约经销企业能够凭借对原配件的相对垄断供应以及更加全面、个性化、高保障的服务获得较高的毛利；而随着其他高利润服务业务（如汽车金融、汽车保险、汽车租赁等业务）的逐渐开拓，售后服务的整体毛利率水平有望进一步提升。

因此这类具有良好客户基础、经营成熟、具有较高养护、维修能力、并主动“后移”业务重心，建立相关维修配套设施的经销商将首先受益于消费结构的提升：

行业集中度将伴随规模扩张逐渐提升

一方面，渠道、人才、资金等进入壁垒在行业不断成长中持续自我强化，在很大程度上限制了新进入者；另一方面，在销量增速下滑，行业回归自然增长背景下，由于前期较大的资金投入和较高营运成本（特别是以 4S 店业态存在的销售网点），经营不善的经销网点面临资金紧张甚至现金流断裂的风险，大环境为行业整合创造了良好的条件。

此外，前期的积累已经使大型经销商集团具有了丰富的市场开拓、品牌营销以及客户管理经验，其话语权逐渐得以增强，而快速成长的后服务市场以及可能的业务创新则是经销商集团业务发展的蓝海。因此，现有的市场环境以及未来《品牌管理办法》可能的修改（提升经销商地位），均有利于经销商集团进行兼并重组以及跨区域拓展，市场集中度有望加快提升。

行业发展抬高进入壁垒

行业趋于成熟导致投资回报率下滑，对于资本的吸引力逐渐下降；同时，汽车经销服务行业自身也受到多因素的影响而形成壁垒，在一定程度上限制了其他新进入者：

- 1、OEM 厂商授权壁垒。**在现有《汽车品牌销售管理实施办法》的框架下，经销商只有通过主机厂商在资金实力、管理能力、服务质量和销售渠道管理能等方面的要求才能获取授权，并在经营过程中需接受主机厂对其经营规模、人员配备、设备配备、服务质量等方面的审核，主机厂商有权在特定情形终止授权经营合同；目前经销商的竞争仍停留在品牌竞争阶段，对于经营品牌的选择直接影响未来盈利能力，因此 OEM 厂商的授权为新进入者构筑了较大壁垒；
- 2、资金壁垒。**资本密集型产业的特征，体现在较高的建店成本（土地、设备等）以及高昂的经营费用（进车款项等），因此决定了经销商对于资金的较高需求；

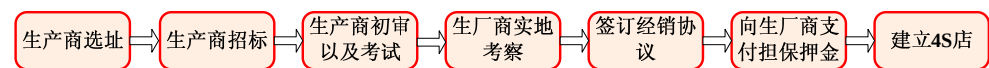
表格 4：4S 店单月经营成本分析

	成本
专卖店建设费用（钢架结构、落地玻璃）	2.1 万元（约 300 万元，12 年摊销）
厂家相关设备及物料	1.4 万元（约 200 万元，12 年摊销）
流动资金	1 万元（利率 6%、200 万元贷款）
员工工资	21 万元（按 3000 元/月、70 人计算）
土地租金	12 万元（2000 平方米、60 元/平方米/月）
广告费用、公关费用等	2.5 万元
合计	40 万元/月

资料来源：华泰联合证券研究所

- 3、**土地储备壁垒**。拥有土地是经销商申请资格的前提条件，因此在土地资源日益稀缺的背景下，拥有优质土地储备成为经销商争取特许经营权的核心竞争力，土地资源的稀缺作为瓶颈限制了新进入者。

图 29： 4S 店建店流程



资料来源：华泰联合证券研究所

- 4、**人才壁垒**。优秀的汽车营销需要结合汽车行业的专业知识以及丰富的市场营销、客户管理经验，新进入者是难以在短期内培养的；产业进步提升了汽车维修服务技术要求（更加复杂的动力总成、汽车电子等技术），人力资源储备成为更重要的竞争要素；

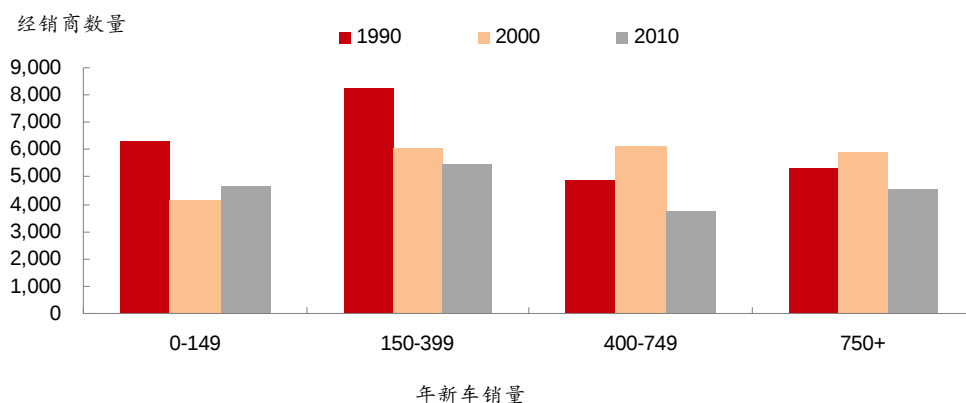
收购兼并步伐加快

资本密集型的汽车经销行业具有突出的高杠杆属性。竞争环境的恶化导致分经营业绩稍差的汽车经销商面临更大的财务负担：经销商的前期投入较大，4S 店的投入规模一般在 400 到 800 万元；同时经营中的购车款大多采用银行借贷，一旦面临市场下滑或者库存无法消化，经销商资金面易面临压力。

分化的市场为行业兼并重组创造可能，经销商集团更可能成为胜者：一方面，经销商集团具有更强的资金实力、资源调配能力，以及品牌营销和客户管理经验；另一方面，优秀的经销商集团进行了主动的业务转型，大幅提升了维修、金融等服务业务比重，因而具有更好的抗风险能力。

美国经销商绝对数量的变化也验证了小型经销商对于周期性波动的抵御能力远低于大型经销商：过往 20 年中小型经销商数量减少的幅度远高于大型经销商。

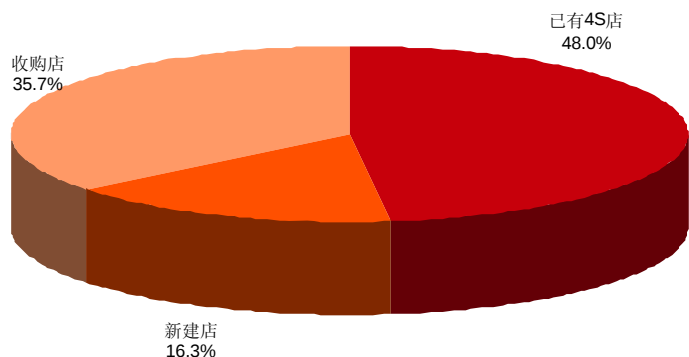
图 30： 美国汽车经销商数量变化（分销量结构）



资料来源：NADA、华泰联合证券研究所

一下因素使经销商集团在并购市场中保持积极态度：1、避开整车厂商审批授权过程，快速提升规模及多元化；2、不增加区域内经销商总量，避免过度竞争；3、依赖原有客户资源，能有效缩短客户的培育期；4、通过输出管理和人才，有效改善原有经销网点，提高资金效率；

图 31： 10 年中升集团新增经销店结构



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

战略合作深入

与美国汽车市场相比，中国汽车市场较小的集中度（整车企业）意味着汽车整车厂商对于经销商的依存度在未来将会大幅提升：众多的供给参与者将放大未来市场竞争，品牌间的竞争将趋于白热化；经销商集团不断积累行业资源，具备了与整车厂商一定的谈判能力，使得整车厂商对于经销商集团的依赖度在强化。

因此，整车厂商从利益最大化的角度出发，对于大型经销商集团的态度正在发生积极的变化，一方面放松了销量占比限制，一方面又主动配合经销商集团进行跨区域的业务拓展，帮助其做大做强。

寻觅潜力——资源禀赋与商业模式的有效结合

中国汽车市场逐渐成熟，主要体现为新车销售增速放缓以及售后服务市场规模持续快速提升，原有简单依靠进销差价的业务模式已经丧失市场竞争力；行业集中度将伴随优质经销商集团跨区域、跨业务拓展而逐渐提升。具有**畅通融资渠道**，并**积极进行渠道布局、主动拓展售后服务业务**的大型经销商集团将是下一轮汽车经销服务行业发展的**主要受益者**。

经营模式思辨

结合前文论述，过渡依赖渠道扩张、简单扩大新车销售业务的经销模式并不具有发展的可持续性，同时由于新车销售业务自身特有属性，单一的盈利模式又削弱其盈利的稳定性；因此，在保有量规模持续快速增长的背景下，在**战略层面主动调整业务重心，加大售后服务业务比重**，并能有效利用**客户资源和品牌、技术、管理优势**的汽车经销集团，有望获得先发优势，率先受益行业发展。

表格 5：汽车经销商集团 10 年收入结构

经销商集团	新车销售业务占比	售后服务业务占比
庞大集团	93.78%	5.14%
中升集团	91.23%	8.77%
正通汽车	92.51%	7.49%
亚夏汽车	91.48%	7.27%

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

伴随业务链的纵向拓展，集团化的规模优势将愈发突出：由于不同品牌有不同的品牌文化、推广标准、工作流程、信息管理系统以及商务政策——业务相似，但相关性不强，因此在以新车销售作为盈利主要来源的集团化发展初期，规模优势仅体现在统销统购、管理输出、物流管理等方面；而当行业发展进入新车销售和售后服务业务双轮驱动的阶段，集团化的规模优势将进一步显现——汽车维修、精品装饰、保险服务、事故救援服务等售后服务业务具有相同的社会资源和较强的相关性。

经销、服务业务分离是行业未来发展方向：在《汽车品牌销售管理实施办法》框架下，中国以 4S 店为核心的销售模式涵盖了销售和维修，但较低的维修设备使用率、整车企业管控零部件销售等原因使得维修服务费用较高，存在一定不经济性；在欧洲和美国，汽车销售以特许经营的模式进行，而售后服务则逐渐趋向于专业化经营，相互具有独立性；我们认为随着相关法规的不断完善以及行业自发的调整，中国汽车经销服务行业也将逐步走向经销、服务业务相互独立的模式。

资源禀赋决定发展节奏

资金：汽车流通服务行业仍处于成长阶段，未来销售网络的拓展、新业务的开拓均需要持续、大量的资金投入；即使未来经营业态的变迁（销售与服务分离）也无法改变汽车流通服务企业对于资金的依赖。因此，拥有**充足自有资金以及畅通融资渠道**的经销商集团将拥有**明显的比较优势**，能**快速、充分的实现企业战略规划**；

土地：拥有优质土地储备是经销商争取特许经营权的核心竞争力，是经销商集团持续拓展的保障；同时基于城市规划以及经济发展的考虑，主要城市倾向于建设汽车园区，

原有经销网点面临大规模搬迁；中国土地资源日益稀缺的事实放大了土地在汽车经销服务企业业务发展过程中的重要地位。因此，在土地储备方面具有超前规划或能利用自身影响引导地方进行汽车园区开发的企业将获得较低的扩张成本。

管理水平决定成长空间

作为迅速发展的行业，汽车经销服务将从单纯依靠产品驱动转移至产品、服务共同作用，因此未来企业竞争的核心是围绕服务构建自有品牌的竞争，对管理能力提出了更高要求。

以客户需求为导向的后服务管理：售后服务业务围绕客户需求开展，因此需要经销商建立一整套完整的经营管理体系（客户信息与需求管理、服务项目与价格管理、技师培训与作业管理、零配件与汽车饰品库存管理、客户回访与反馈管理等）来保障客户的个性化需求并获得高质量服务；制定详细的客户管理体系，利用集团化优势，有效实施客户的生命周期管理；

利于规模优势的集团化管理：随着经销网络的开拓，集团对于下属经销商的管理不能仅仅停留在财务管理和人员管理上，而要采用利于规模优势发挥的战略管控，在售后服务体系构建、新业务开拓、营销策略等方面统筹规划；建立有效的信息管理系统，解决不断提高的经销商经营数据获取成本和数据处理成本，提高信息化水平，从而有效降低企业运营成本、提高经营决策效率；

主要汽车经销服务行业上市公司简析

表格 6：主要汽车经销服务行业上市公司核心指标

上市公司	代码	EPS 10	EPS 11	EPS 12	PE 10	PE 11	PE 12
庞大集团	601258	1.18	1.68	2.19	26.89	18.89	14.49
物产中大	600704	1.14	1.41	1.83	16.72	13.52	10.42
大东方	600327	0.43	0.56	0.69	23.74	18.23	14.80
亚夏汽车	未上市						
中升控股	HK.0881	0.56	0.84	1.23	22.87	14.86	10.23
正通汽车	HK.1728	0.18	0.38	0.64	38.56	17.92	10.56

资料来源：CAPITAL IQ、WIND、华泰联合证券研究所

注：物产中大、大东方均有非汽车经销服务业务

表格 7：主要汽车经销服务行业上市公司核心业务指标

上市公司	10 年销售收入/亿元	增长%	10 年净利润/亿元	增长%	毛利率	净利润率	网点数量
庞大集团	537.74	52.81%	12.36	22.23%	10.80%	2.31%	926
物产中大	315.77	27.89%	5.01	81.20%	6.32%	2.02%	95
大东方	63.45	14.13%	2.24	25.79%	13.47%	4.55%	约 40
亚夏汽车	30.39	37.33%	0.76	88.94%	7.25%	2.49%	
中升控股	240.43	75.2%	10.31	127.31%	9.5%	4.29%	98
正通汽车	80.34	61.3%	2.76	96.42%	9.0%	3.44%	24

资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

注：物产中大、大东方均有非汽车经销服务业务

庞大集团（601258）

公司简介

公司是国内汽车经销商行业龙头企业，业务范围包括汽车（乘用车、商用车）销售和汽车售后服务业务。截止 10 年 12 月，公司共拥有 926 家经销商网点，代理 83 个汽车品牌，其中包括汽车专卖店 699 家（轿车 409 家、微客 165 家、卡车 125 家）、汽车市场 216 家及专业车市场 11 家。

伴随着中国汽车行业的快速发展，公司收入规模从 08 年的 240.90 亿元提升至 10 年的 537.74 亿元；2010 年全年公司销售轿车 21.95 万辆、卡车 8.89 万辆、微车 15.35 万辆、5859 辆农用车及 1970 辆工程机械，占据国内汽车销售行业 2.56% 市场份额。

投资价值

本质上我们认为公司长期较高的成长性来自于其专卖网店持续扩张带来的规模效应，而扎根三四线城市的渠道布局、轿车高端化耕耘以及成功的多品牌、车型运作，为其发展的稳定性和可持续性提供保障；短期看，由于 08 年起公司建店规模较大（新建经销网店占比达到 72%），在行业整体销量增速保持平稳的情况下，11-12 年公司营收以及盈利均会较大幅度增长。

物产中大（600704）

公司简介

公司主营业务包括汽车贸易与服务、房地产、国际贸易、期货经纪和投资业务。下辖的子公司主要有：浙江物产元通机电（集团）有限公司、中大房地产集团有限公司、浙江中大国际贸易有限公司、浙江中大期货经纪有限公司、浙江中大集团投资有限公司等。

公司汽车经销服务业务主要集中在浙江省内，拥有 45 个汽车品牌代理权、137 家汽车销售服务专营店（售后服务网点约 42 家），业务范围涉及汽车销售、维修、二手车交易以及汽车租赁。10 年汽车业务实现销售收入 262 亿元（+16.96%），占公司 10 年销售收入的 82.96%。

投资价值

基于公司作为销售渠道较为密集的经销商集团（杭州拥有 84 家汽车销售服务专营店），以及积极发展售后服务业务的清晰战略，我们认为售后服务业务将成为公司未来业绩增长新动力：浙江省作为全国汽车人均保有量第三的省级单位（仅落后于北京、天津），汽车售后市场正迎来发展的黄金阶段；公司依靠密集的渠道网店，发展售后服务业务享有明显的规模优势，在享有未来业绩增长确定性的同时，波动性将获得有效平滑。

大东方（600327）

公司简介

公司主营业务包括汽车销售与服务、百货以及食品制造经营业务；10 年实现销售收入 63.45 亿元，同比增长 14.13%，其中汽车业务（东方汽车、新纪元汽车）收入占比 62.32%，同比增长 17.53%、百货业务收入占比 32.07%，同比增长 11.79%。

公司拥有汽车经销网点 40 余家，主要集中于无锡市，10 年实现销售 3.23 万辆，约占无锡全年新车销量的 70%；百货业务拥有无锡商业大厦（中高端）、11 年 6 月开业的大东方伊酷童（儿童、青少年）以及即将开业的海门大东方百货。

投资价值

公司未来汽车业绩增长将来源于汽车品牌结构调整（高端化）、区域扩张（省内其他城市）以及业务结构转型过程中的内生性增长；公司借助无锡市发展汽车园区的契机，构建了包括 4S 店集群、汽车后市场、二手车市场、快修连锁等业态的东方汽车城，持续增强对于当地市场的控制力，并提升业务转型（售后业务）过程中的规模效应。

中升控股（HK.881）

公司简介

公司是中国第五大汽车经销企业，经销网络主要集中在东部沿海以及陕西、四川、云南各省，公司通过积极的跨区域并购，快速扩张其网络布局，截止 10 年 12 月，共拥有 98 家汽车 4S 店（保时捷、兰博基尼、奥迪等高端品牌 27 家；丰田、尼桑、本田等中端品牌 71 家）。

公司 10 年实现乘用车销售 10 万辆，销售总收入 240.03 亿元，同比增长 75.21%；新车销售 217.58（+74.84%）、售后服务业务 21.06 亿元（+67.68%）。

投资价值

公司拥有清晰的发展规划：一方面通过新建和收购拓展经销网点，在市场成熟的一二级市场发展豪华车品牌、在市场空间较大的三四线城市重点发展中高端品牌；另一方面，加快发展快修点、二手车、汽车租赁、保险代理服务和汽车金融代理服务等售后业务，基于公司出色的管理和执行能力，公司未来高成长值得期待；

行业较高的净利润率水平（4.3%），体现了公司出色的管理能力、定位高端的品牌战略（10 年豪华品牌销售金额占比达到 37.4%）以及高速增长的后服务业务；而通过对收购经销网点进行管理输出以及售后业务占比的提升，公司利润率水平仍有提升空间。

正通汽车（HK.1728）

公司简介

公司经营重心集中在高端以及豪华品牌（宝马、MINI 和奥迪）经销服务，是宝马在中国的第二大经销商集团，截止 2010 年 12 月，共有 24 家经销店（豪华品牌 1 家、高端品牌 13 家、中端品牌 10 家）。

公司 10 年实现销售收入 80.34 亿元，同比增长 61.3%，其中高端 / 豪华品牌新车收入 48.02 亿元（+114.3%）、中端品牌 22.07 亿元（+8.7%），售后服务业务 6.02 亿元（+58.1%）。

投资价值

近年来，高端品牌的销量增速远超行业平均，而内地财富聚集效应的持续进行使得未来宝马、奥迪等高端品牌汽车销量仍将享有超越行业增速，作为以高端品牌为经营重心的经销服务企业，高端品牌乘用车销售占比持续上升，将显著受益于行业较高增速；

多年来成功的品牌经营经验强化了公司与主流高端品牌的合作关系，结合公司较为积极的扩张战略，未来依靠外延式扩张（经销网络的拓展）提升收入规模具有较高的确定性；

公司高端品牌 4S 店普遍较为年轻（6 家建于 2010 年以后），而维修养护需求高峰一般延迟新车采购 4 年的规律，是造成公司目前售后服务业务收入比例较低的主要原因；同时，由于高端客户流失率较低，随着公司 4S 店逐渐成熟，售后业务规模将迎来快速提升。

风险提示

汽车行业销量增速低于预期，经销商层面通过降价进行恶性竞争；整车制造企业推行激进的网络建设，加剧内部竞争；个别汽车经销商服务企业未主动进行业务转型，错失行业发展机会；



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn