

汽车服务

关注汽车经销商品牌结构与价值链

独家观点

汽车经销商行业相对整个汽车行业、整体宏观经济都是高弹性的行业，我们预计 2012 年整个汽车行业将面临景气度的回升，强烈推荐汽车经销商行业，首次给予该行业至强烈推荐评级。

投资要点

1、我国汽车销量和保有量的稳定增长为汽车经销服务业提供了巨大的发展空间，预计未来几年我国汽车后市场增速仍将继续保持在 30% 左右。随着我国汽车经销商市场集中度不断提高，资金实力强大的汽车经销商在兼并重组方面具有优势。

2、近 10 年我国二手车交易量复合增长率达到 28%，东部地区交易活跃，中西部地区市场空间巨大。预计未来 1-2 年二手车交易将迎来爆发式增长时期。

3、短期内我国汽车经销商盈利仍将主要来自整车销售，高端品牌为主的汽车经销商盈利能力超出行业水平。预计整车销售利润空间的降低，售后服务在汽车经销商业务结构中占比将逐渐提升，具有完善的汽车服务价值链的公司业绩增长更为稳定。

4、投资策略：建议重点关注以高端品牌结构为主、汽车服务价值链拓展能力较强的汽车经销商上市公司。强烈推荐即将迎来业绩拐点的大东方（600327）。

风险提示

（1）汽车销量增速下滑超预期风险；（2）汽车服务政策不完善导致的市场风险（3）经销服务网络扩张导致的管理风险。

公司名称	EPS（元）			PE		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
大东方	0.45	0.60	0.73	18	14	11
*ST 盛工	0.69	0.88	1.05	26	20	17
亚夏汽车	1.20	1.57	2.00	27	21	16
庞大集团	0.98	1.13	1.30	10	9	7
中升控股	0.62	0.75	0.98	21	18	14
正通汽车	0.33	0.43	0.60	25	19	14

证券分析师：王炎学
 执业编号：S0360511070004
 Tel：010-66500865
 Email：wangyanxue@hczq.com
 联系人：王绪丽
 Tel：010-66500879
 Email：wangxuli@hczq.com

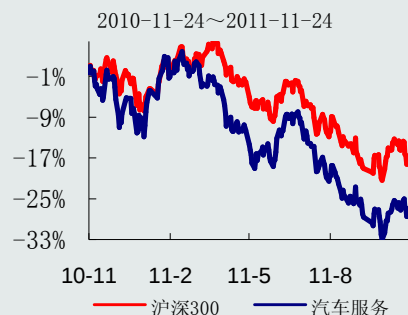
行业评级

行业评级：强烈推荐
 评级变动：首次评级

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
大东方（600327.SH）	强推
*ST 盛工（600335.SH）	强推
亚夏汽车（002607）	推荐
庞大集团（601258）	推荐
中升控股（00881.HK）	强推
正通汽车（01728.HK）	强荐

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、汽车经销服务业发展空间广阔.....	4
（一）市场规模增长.....	4
（二）市场集中度提高.....	4
（三）二手车市场快速增长.....	6
二、汽车经销商业结构有待优化.....	8
（一）我国汽车经销商业结构以新车销售为主.....	8
（二）美国汽车经销商二手车和售后服务业务占比较高.....	9
三、品牌结构和汽车服务价值链是决定汽车经销商盈利能力的关键因素.....	10
（一）高端品牌汽车经销商业绩增速和盈利能力均强于低端品牌.....	10
（二）售后服务成保证汽车经销商盈利稳定性的关键.....	11
四、投资策略与重点公司评级	12
大东方(600327.SH)/8.25 元.....	14
*st盛工(600335.SH)/18.19 元.....	15
亚夏汽车(002607.SZ)/32.37 元.....	16
庞大集团(601258.SH)/9.84 元.....	17
中升控股(00881.SZ)/0.00 元.....	18
正通汽车(01728.SZ)/0.00 元.....	19

图表目录

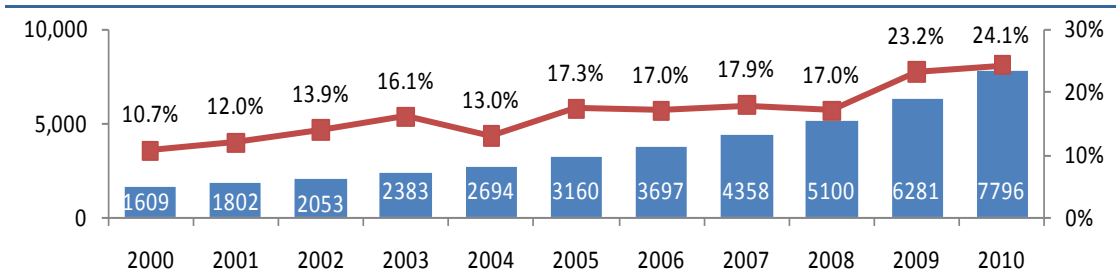
图表 1	我国民用汽车保有量及其增速	4
图表 2	历年我国汽车年度销量及增速（1992-2011.1-10）	4
图表 3	我国汽车后市场销售规模不断增长（亿元）	4
图表 4	我国前十强汽车经销商集团销量及其市场份额（万辆）	5
图表 5	我国前十强汽车经销商集团营业收入及其市场份额（万元）	5
图表 6	2010 年我国汽车经销商前十强营业收入规模（亿元）	5
图表 7	2010 年我国十强汽车经销商 4S 店数量与销量市场份额	5
图表 8	2010 年我国汽车经销商前十强品牌结构	6
图表 9	2010 年我国百强汽车经销商集团的地区分布	6
图表 10	2000-2010 年我国二手车销量（万辆）及其增速	6
图表 11	2010 年中美新车与二手车销量结构	7
图表 12	北京市新车与二手车销量结构	7
图表 13	2011 年部分品牌 4S 店二手车置换比例	7
图表 14	我国二手车汽车流通服务业相关政策	7
图表 15	2010 年中美汽车经销商收入结构对比	8
图表 16	2011 年上半年主要汽车经销商上市公司收入结构	8
图表 17	2010 年我国主要汽车经销商上市公司毛利结构	8
图表 18	Auto nation 简介	9
图表 19	2010 年 Auto nation 收入（左）与毛利结构（右）	9
图表 20	Auto Nation 历年营业收入与毛利率走势	9
图表 21	Auto Nation 营业收入与美国汽车销量增速	9
图表 22	Auto Nation 净利润（百万美元）及其增速	10
图表 23	Auto Nation 股价走势（美元）	10
图表 24	我国主要汽车经销商上市公司品牌结构	10
图表 25	2011H 正通汽车新车收入与毛利结构	10
图表 26	2011H 中升控股新车收入结构	11
图表 27	2011 年上半年经销商公司新车销售毛利率比较	11
图表 28	2010 年我国主要汽车经销商单车、单店收入与毛利	11
图表 29	2011H 经销商上市公司营业收入增速	11
图表 30	近三年我国汽车销量（万辆）及其增速	12
图表 31	2011H 主要汽车经销商上市公司零部件与售后服务毛利率对比	12
图表 32	2011H 主要汽车经销商上市公司零部件与售后服务的收入与毛利占比	12
图表 33	2011H 经销商上市公司归属母公司所有者净利润增速	12
图表 34	汽车经销商行业主要上市公司盈利预测与评级	13

一、汽车经销服务业发展空间广阔

（一）市场规模增长

截至 2010 年底，我国民用汽车保有量达到 7796 万辆，近 11 年复合增长率为 15.4%。汽车保有量增长为汽车维修、美容养护等后市场服务提供了巨大发展空间。

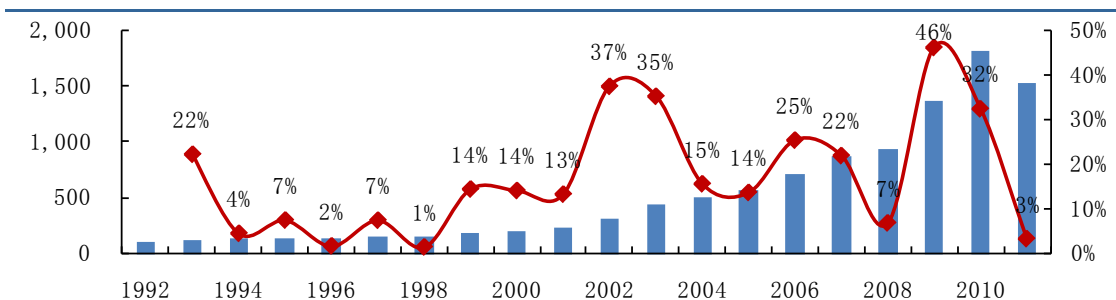
图表 1 我国民用汽车保有量及其增速



资料来源: wind, 华创证券

我国汽车工业在 2020 年之前仍处于第二个高速增长期，预计未来我国汽车销量年增速将保持在 10% 左右。2011 年 1-10 月份，我国汽车销量同比增长 3.15% 至 1516 万辆，预计全年销量超过 1900 万辆。

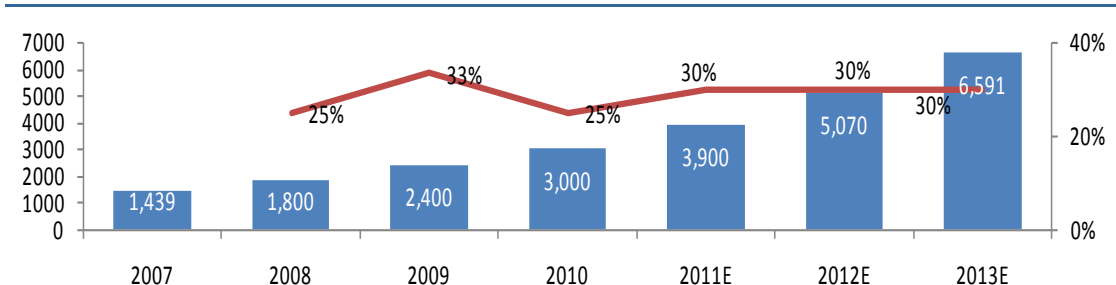
图表 2 历年我国汽车年度销量及增速 (1992-2011.1-10)



资料来源: 中国汽车工业协会, 华创证券

我国汽车后市场销售额已由 2005 年的 880 亿元增至 2010 年的 3000 亿元，年复合增长率达 28%。我国汽车后市场销售额已由 2005 年的 880 亿元增至 2010 年的 3000 亿元，年复合增长率达 28%。由于汽车保有量的增长及汽车保有结构的老化，汽车养护、租赁、汽车金融等细分市场都蕴藏着巨大的投资机会，预计未来几年我国汽车后市场增速将继续保持 30% 左右。

图表 3 我国汽车后市场销售规模不断增长 (亿元)



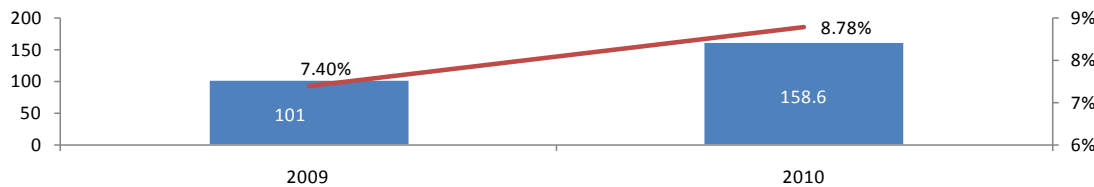
资料来源: 华创证券

（二）市场集中度提高

2010 年我国前十大汽车经销商集团汽车销量占全国汽车销量的比重由 7.4% 提高至 8.78%，销售收入占汽车流通业总收入的比重也相应提高。

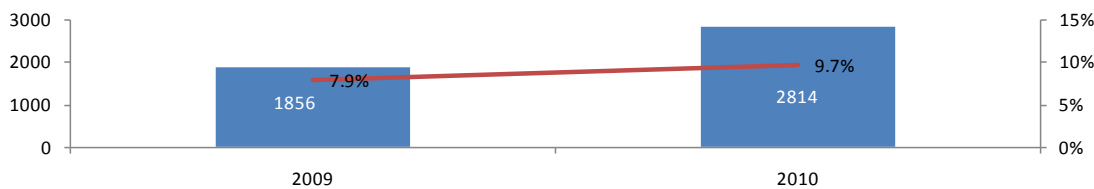
汽车流通业政策支持汽车经销商集团市场集中度进一步提高。2011 年 11 月，由中国汽车流通协会起草的《商务部关于促进汽车流通业“十二五”发展指导意见》（征求意见稿）显示，“十二五”期间，汽车流通协会将培育 30 家主营业务收入超过 100 亿元的区域性汽车流通企业，3-5 家超 1000 亿的大型号流通企业。2010 年汽车经销商集团收入超过百亿元的一共 13 家，离流通协会“十二五”规划的 3-5 家 1000 亿规模经销商，30 家超百亿规模经销商尚有很大的差距。

图表 4 我国前十强汽车经销商集团销量及其市场份额（万辆）



资料来源：中国汽车流通协会，华创证券

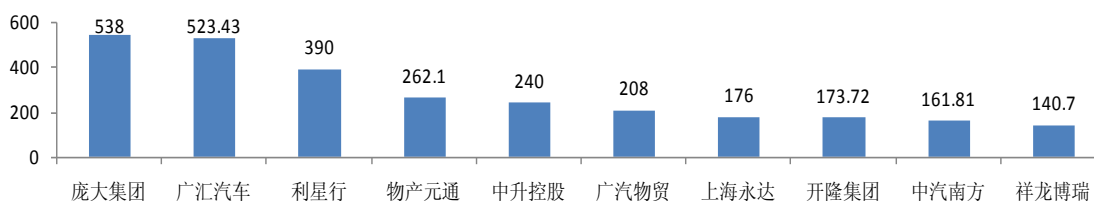
图表 5 我国前十强汽车经销商集团营业收入及其市场份额（万元）



资料来源：华创证券，中国汽车流通协会

注：2010 年市场份额计算为估计数，估计的汽车经销商营业收入=汽车销售收入+售后市场收入

图表 6 2010 年我国汽车经销商前十强营业收入规模（亿元）



资料来源：华创证券，中国汽车流通协会

图表 7 2010 年我国十强汽车经销商 4S 店数量与销量市场份额

企业名称	4S 店数量 (家)	2011 年新建 (家)	2010 年销量 (万辆)	市场份额
庞大汽贸	926	400	46.98	2.60%
广汇汽车	355		35.80	1.98%
利星行	120		6.38	0.35%
物产元通	137	17	15.89	0.88%
中升控股	98	32	10.08	0.06%
广物汽贸	150		21.22	1.17%
上海永达	56		6.55	0.36%
开隆汽车	27		5.56	0.31%
中汽南方	30		3.75	0.21%
祥龙博瑞	34		6.46	0.36%

资料来源：华创证券，中国汽车流通协会

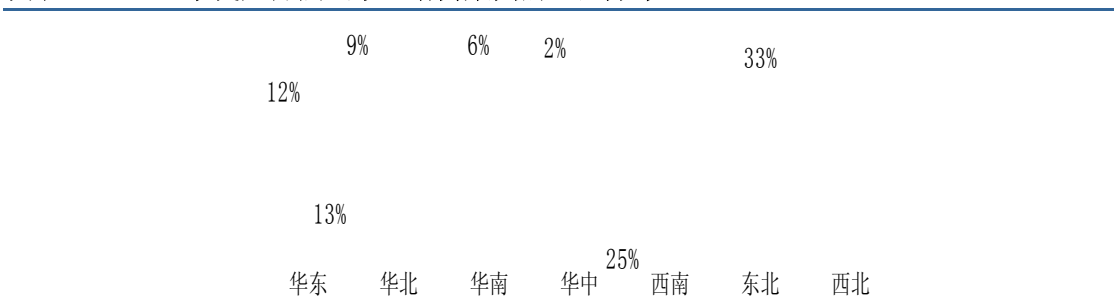
图表 8 2010 年我国汽车经销商前十强品牌结构

经销商	品牌结构
庞大汽贸	高端轿车品牌 8 个，中高端轿车 22 个，低端轿车 22 个，微面 13 个，卡车 11 个，农机与工程机械 11 个。
广汇汽车	高端进口汽车、中高级合资品牌等近 50 个。
利星行	国产与进口奔驰。
物产元通	拥有奔驰、雷克萨斯、奥迪等 45 个品牌系列的代理权。
中升控股	代理奔驰、雷克萨斯、奥迪、保时捷、兰博基尼等豪华品牌，以及丰田、日产、本田等中高档品牌。
广物汽贸	代理奔驰、丰田、日产、大众等百种不同品牌型号的汽车，以乘用车为主体，商用车为辅。
上海永达	代理宝马、保时捷、捷豹路虎、奥迪、英菲尼迪、沃尔沃、萨博、通用、丰田、大众等几十个国际知名汽车品牌。中高端品牌为主。
开隆汽车	宝马、丰田、本田、别克、一汽大众等近 20 个国内外汽车品牌。
中汽南方	沃尔沃、捷豹、路虎汽车、奔驰、英菲尼迪、讴歌、一汽丰田、福特、一汽大众等中高端品牌。
祥龙博瑞	奥迪、奔驰、标致、本田等中高端品牌。

资料来源：华创证券，中国汽车流通协会

从地区分布看，我国百强汽车经销商主要分布在东部经济发达地区。随着一线城市乘用车消费步入成熟期，二三线城市正处于汽车保有量快速增长的发展期，汽车经销商将逐渐向中西部二三线城市进行扩张。

图表 9 2010 年我国百强汽车经销商集团的地区分布

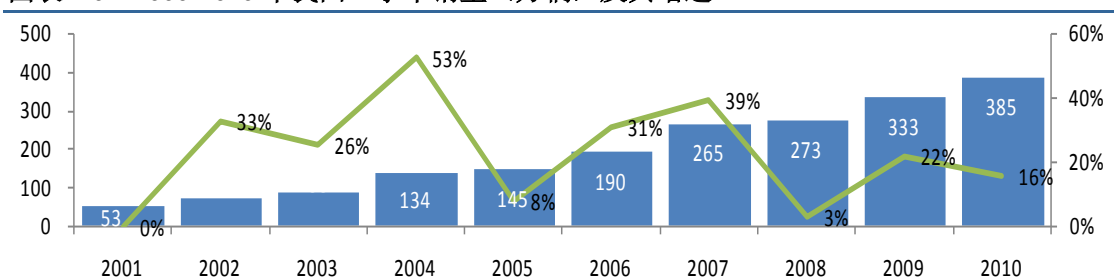


资料来源：华创证券，中国汽车流通协会

（三）二手车市场快速增长

中国汽车流通协会统计数据显示，从 2000 年到 2010 年，我国二手车交易量从 25.17 万辆上升到 385 万辆，复合增长率达到 28%。预计 2011 年二手车交易量达到 410 万辆，同比增长约 6.5%。

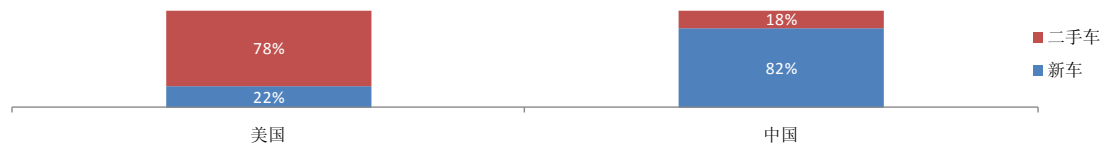
图表 10 2000-2010 年我国二手车销量（万辆）及其增速



资料来源：华创证券，中国汽车流通协会

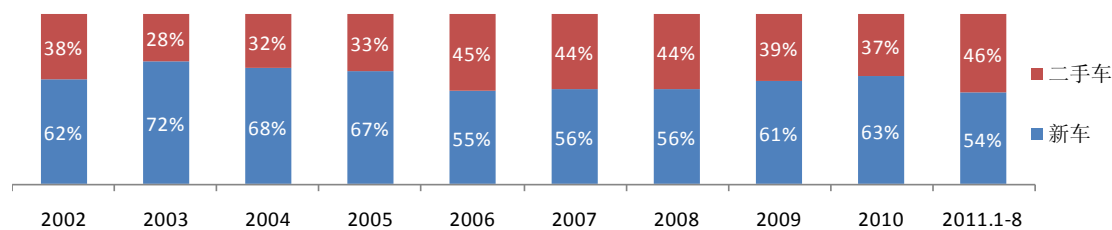
与欧美成熟汽车市场相比，我国的二手车交易市场尚处在起步阶段。2010 年新车与二手车销量比率为比例为 4.5：1，而美国新旧车交易量比例为 1：3.5。但是，北京等较成熟的汽车市场，这一比值已达 0.8：1 的全球平均值。

图表 11 2010 年中美新车与二手车销量结构



资料来源：华创证券，中国汽车流通协会

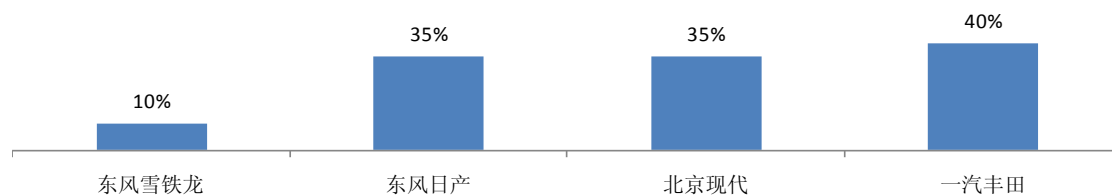
图表 12 北京市新车与二手车销量结构



资料来源：CAAM，华创证券

通过对汽车经销商的草根调研，我们发现，二手车置换销量占汽车经销商总销量比重在 10% 左右，但所有经销商都看好这一业务的增长。

图表 13 2011 年部分品牌 4S 店二手车置换比例



资料来源：华创证券

随着新车车龄增长和我国二手车流通政策的逐步完善，预计二手车交易量增速有望保持高于新车销量增速，销量规模将继续提升。

图表 14 我国二手车汽车流通服务业相关政策

主要政策		主要内容
已出台的政策	《关于开展二手车交易市场升级改造示范工程试点的通知》	2009 年 7 月颁布，按照通知要求，被列入二手车交易市场升级改造示范工程、达到要求并经验收合格的企业，将获得中央财政的资金支持，支持标准原则上为每个项目 100 万元，不超过总投资额的 50%。
	《二手车流通管理办法》	《二手车流通管理办法》自 2005 年 10 月 1 日起施行。对二手车流通的主体、鉴定评估、交易与税收、监管等相关方面进行了规定。
	《二手车交易规范》	2006 年 4 月出台，对二手车经销企业、二手车经纪公司、二手车交易市场等市场主体的职责及二手车拍卖、二手车直接交易等流通形式的行为规范做出了进一步明确。

即将出台的政策	二手车新政	2011年6月14日，由中国汽车流通协会组织的“汽车经销商集团二手车业务负责人座谈会”上，指出国家主管部门尽快出台“二手车鉴定评估国家标准”，建立“二手车企业准入机制”，建立“机动车临时产权登记制度”，以及“改变二手车流通增值税征收方式”。
	二手车回收政策	北京市相关部门正在起草一份鼓励二手车回收的草案，内容大概为分档次的对欧III排放标准二手车进行补偿回收，既达到城市环保目的，也加快二手车市场进入更新阶段。该草案可能会在今年8月份前推出。

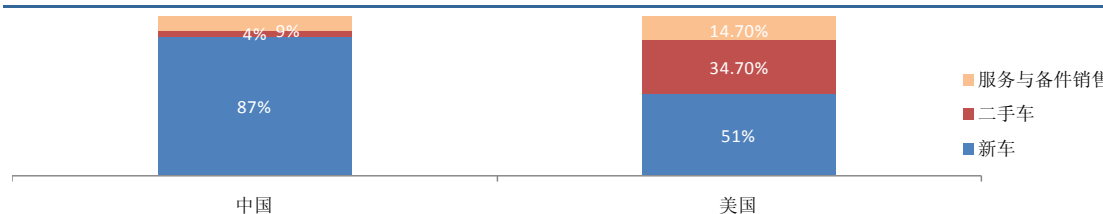
资料来源：华创证券

二、汽车经销商业务结构有待优化

（一）我国汽车经销商业务结构以新车销售为主

目前我国汽车经销商对于新车销售的依赖较高，二手车及售后服务业务比重过低。2010年，美国汽车经销商的收入结构中，新车销售收入占比降至50%左右，而我国百强汽车经销商营业收入中有87%来自新车销售，配件维修等其他汽车服务业务收入占比仅为6%。

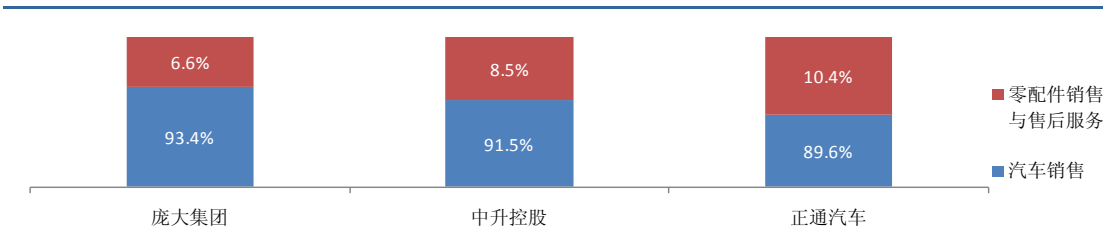
图表 15 2010 年中美汽车经销商收入结构对比



资料来源：NADA，中国汽车流通协会，华创证券

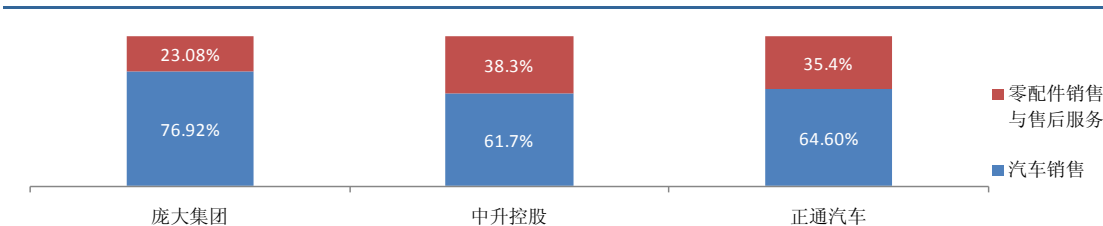
从2011年上半年我国汽车经销商上市公司收入与毛利结构来看，汽车销售收入、毛利占比最高的均是庞大集团，零配件销售与售后服收入、毛利占比最高的分是正通汽车、中升控股。

图表 16 2011 年上半年主要汽车经销商上市公司收入结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 2010 年我国主要汽车经销商上市公司毛利结构



资料来源：公司公告，华创证券

（二）美国汽车经销商二手车和售后服务业务占比较高

以美国最大的汽车经销商集团 Auto nation (AN US)为例，公司业绩对新车销售的依赖性较低，二手车与零配件等售后服务对业绩的贡献较大。2010 年公司新车销售收入占比为 54%。而毛利占比仅为 21%。二手车、零部件销售与服务、汽车金融与保险毛利占比分别为 13%、45%、21%。

图表 18 Auto nation 简介

公司简介	代理品牌	营销网络
公司通过并购和获得更多的品牌代理权最终成长为美国最大的汽车经销商。	丰田、福特、本田、日产、通用、奔驰、宝马、克莱斯勒等 242 个汽车品牌。	206 家汽车经销店，242 家汽车连锁店。

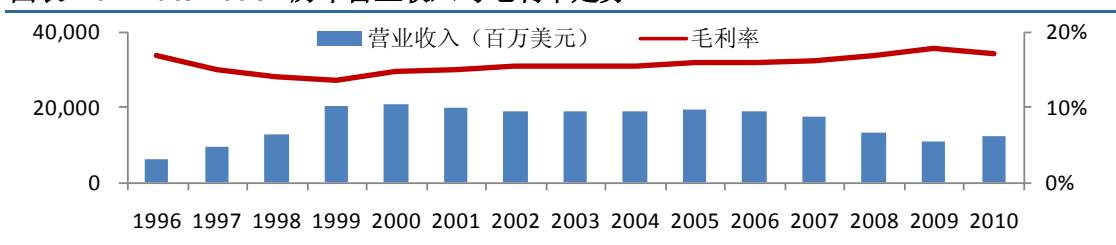
资料来源：公司公告，华创证券

图表 19 2010 年 Auto nation 收入（左）与毛利结构（右）



资料来源：Bloomberg，华创证券

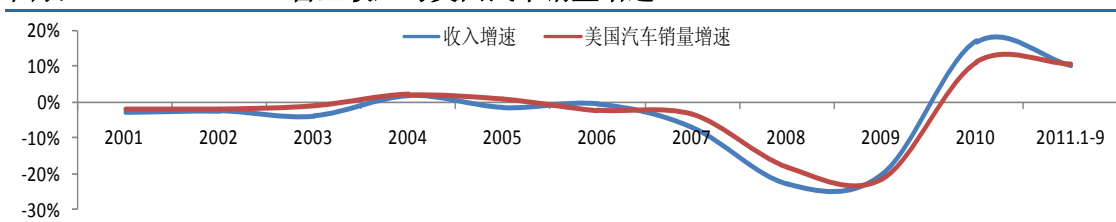
图表 20 Auto Nation 历年营业收入与毛利率走势



资料来源：Bloomberg，华创证券

从营业收入与净利润增速来看，2001 年以来 Auto nation 营业收入、净利润增速与美国汽车销量增速走势基本保持一致，个别年份在营业收入同比下降的情况下，净利润实现同比增长，主要是由于售后业务的稳定增长。

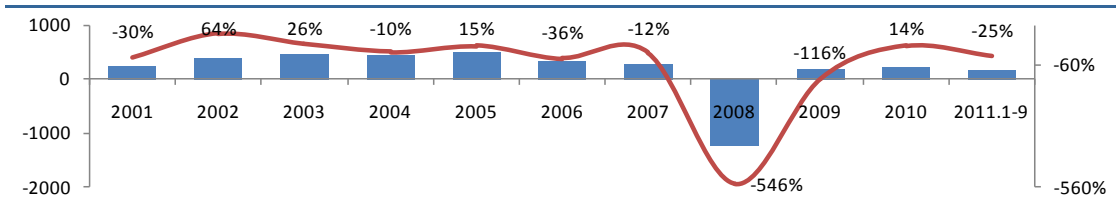
图表 21 Auto Nation 营业收入与美国汽车销量增速



资料来源：Bloomberg，华创证券

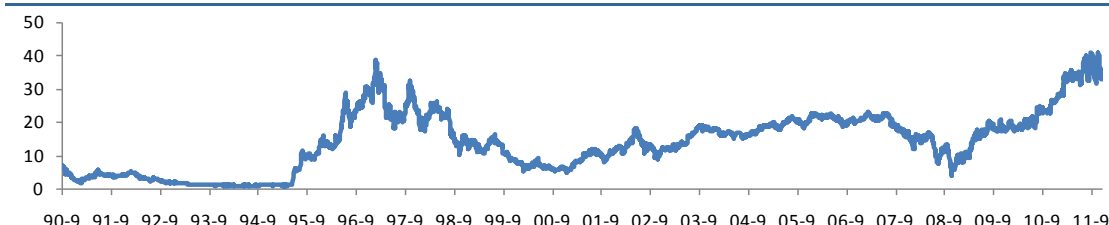
目前公司已步入成熟期，但是净利润波动性还是比较大，在美国汽车市场发展比较成熟的情况下，汽车经销商抗风险的能力还不是很强，也反映出汽车经销商业绩弹性大的特点。

图表 22 Auto Nation 净利润（百万美元）及其增速



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 23 Auto Nation 股价走势（美元）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

三、品牌结构和汽车服务价值链是决定汽车经销商盈利能力的关键因素

（一）高端品牌汽车经销商业绩增速和盈利能力均强于低端品牌

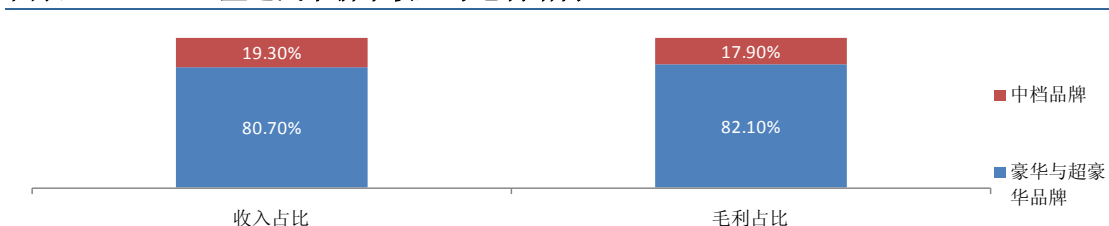
图表 24 我国主要汽车经销商上市公司品牌结构

公司名称	品牌结构
物产中大 (600704)	高端品牌占比较低, 仅拥有奥迪 4S 店 3 家, 奔驰、雷克萨斯和凯迪拉克 4S 店各 1 家, 且股权比例较低。
中升控股 (00881HK)	豪华与中高档品牌为主。
大东方 (600327)	4S 店经营的汽车品牌结构略有偏薄, 中高端品牌的销售数量不到 20%。
庞大集团 (601258)	目前 83 个品牌, 高端轿车 8 个, 中高端轿车 22 个, 低端轿车 22 个, 微面 13 个, 卡车 11 个, 农机与工程机械 11 个。
正通汽车 (01728HK)	超豪华、豪华、中档品牌 4S 店数量分别为 1 家、13 家、10 家, 豪华及超豪华品牌汽车占新车销售收入的 68.5%。
亚夏汽车 (002607)	公司是安徽省乘用车经销商龙头, 代理东风日产、北京现代、上海通用别克等 17 个中高档和经济型轿车品牌。

资料来源: 华创证券

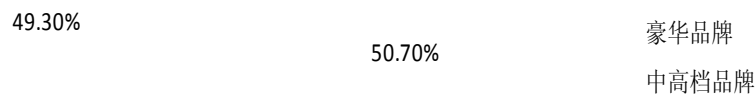
品牌结构对汽车经销商业绩的影响体现在两方面: 一是品牌结构不同导致汽车销量增速差异, 随着二次购车比例的逐渐提高, SUV、中高端和豪华品牌占比较高的汽车经销商销量与收入增速将领先市场; 二是品牌结构不同导致汽车经销商新车销售与售后服务毛利率的差别。高端品牌汽车经销商新车销售与售后服务的毛利率较高。

图表 25 2011H 正通汽车新车收入与毛利结构



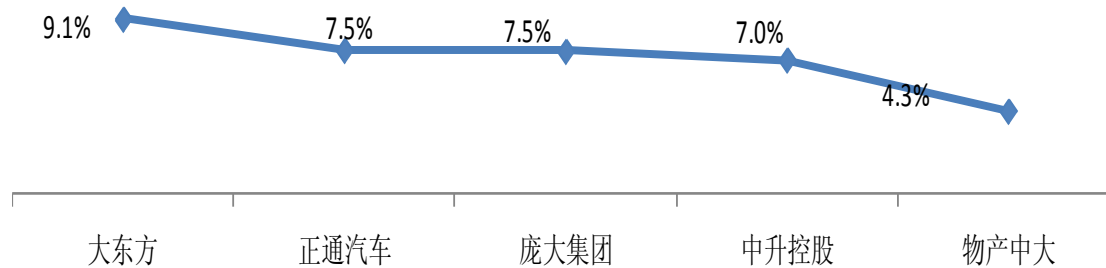
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 26 2011H 中升控股新车收入结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 2011 年上半年经销商公司新车销售毛利率比较



注：大东方毛利率是汽车销售与售后服务毛利率

资料来源：公司公告，华创证券

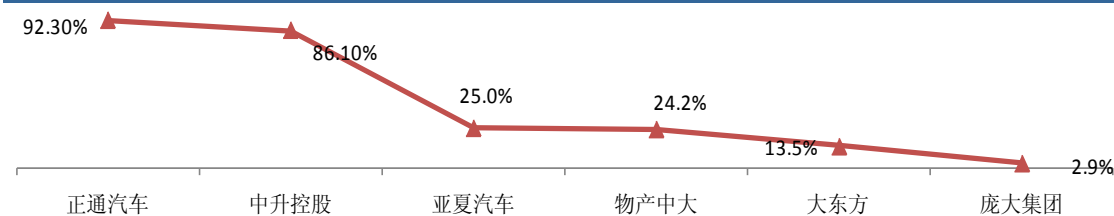
从单车与单店盈利能力来看，中升控股盈利能力最强，主要是由于公司品牌结构以豪华车为主。

图表 28 2010 年我国主要汽车经销商单车、单店收入与毛利

公司名称	销量（万辆）	网点数量（家）	单车毛利（万元）	单店毛利（万元）
庞大集团（601258）	46.98	926	1.12	569
物产中大（600704）	10.00	95	0.69	1,158
大东方（600327）	3.23	98	0.98	321
中升控股（00881HK）	15.89	40	2.29	5,733
正通汽车（01728HK）	6.49	24	1.12	3,025

资料来源：公司公告，华创证券

图表 29 2011H 经销商上市公司营业收入增速



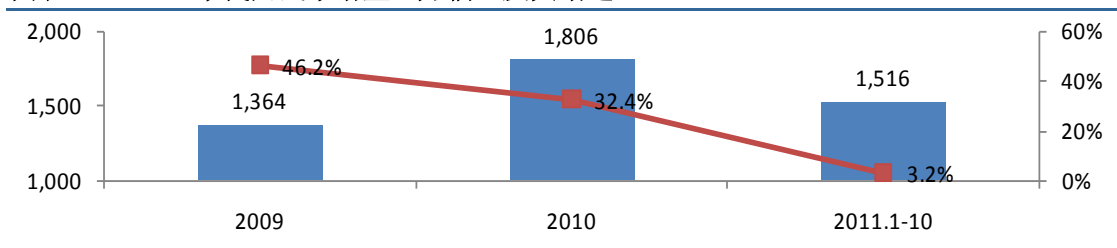
资料来源：公司公告，华创证券

（二）售后服务成保证汽车经销商盈利稳定性的关键

汽车售后服务与汽车保有量密切相关，具有利润高、稳定性强的特点，有利于降低汽车经销服务业的周期性波动风险。按国际经验，新车销售、二手车销售、零部件维修与服务块毛利率依次上升，新车销售为 2%-10%，二手车销售为 5%-10%，零部件与服务的毛利率可高达 35%-50%。

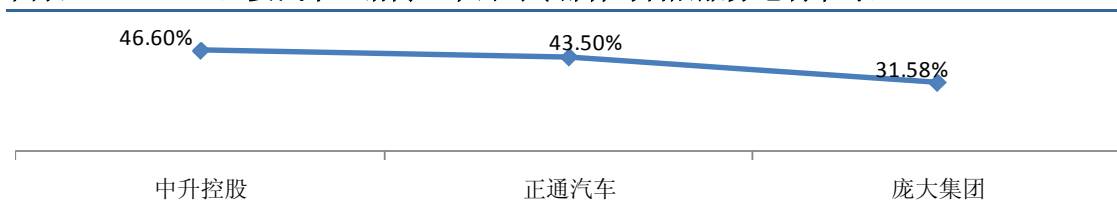
汽车销售增速下滑导致汽车经销商销售压力大，盈利能力下滑明显，售后服务成保证盈利稳定性的关键。目前为了除欧系品牌销售完成的略好外，其他品牌尤其是自主品牌为完成销售任务，预计会加大年底促销力度。中端经销商（雪弗兰、起亚等）等盈利能力相对 2010 年下滑明显，净利率维持在 1% 左右。广州丰田、广州本田经销商盈利能力已经下滑到中端经销商水平，但售后盈利能力稳定保证了经销商亏损可能性很小。

图表 30 近三年我国汽车销量（万辆）及其增速



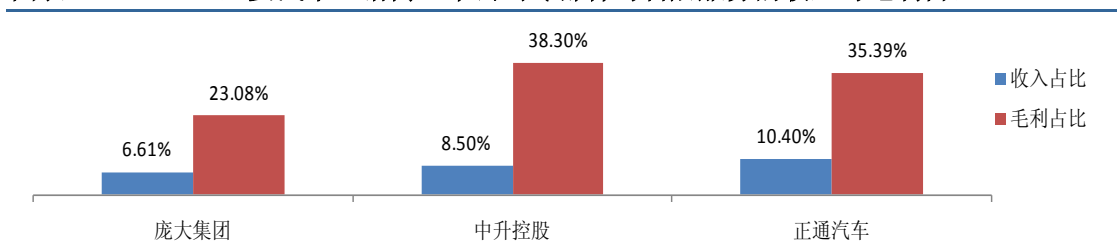
资料来源：CAAM，华创证券

图表 31 2011H 主要汽车经销商上市公司零部件与售后服务毛利率对比



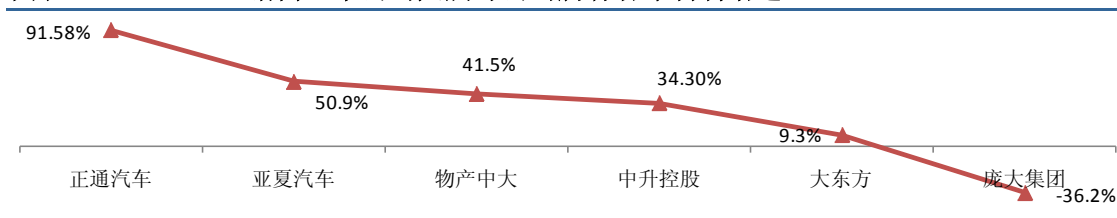
资料来源：公司公告，华创证券

图表 32 2011H 主要汽车经销商上市公司零部件与售后服务的收入与毛利占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 33 2011H 经销商上市公司归属母公司所有者净利润增速



资料来源：公司公告，华创证券

四、投资策略与重点公司评级

我们的观点：

我国汽车销量和保有量的稳定增长为汽车经销服务业提供了巨大的发展空间，预计未来几年我国汽车后市场增速仍将继续保持在 30% 左右。随着我国汽车经销商市场集中度不断提高，资金实力强大的汽车经销商在兼并重组方面具有优势。

就盈利结构而言，短期内我国汽车经销商盈利仍将主要来自整车销售，高端品牌为主的汽车经销商盈利能力超出行业水平。预计整车销售利润空间的降低，售后服务在汽车经销商业务结构中占比将逐渐提升，具有完善的汽车服务价值链的公司业绩增长更为稳定。

投资策略：

建议重点关注以高端品牌结构为主、汽车服务价值链拓展能力较强的汽车经销商上市公司。强烈推荐即将迎来业绩拐点的大东方（600327）。

图表 34 汽车经销商行业主要上市公司盈利预测与评级

公司名称	EPS（元）			PE		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
大东方	0.45	0.60	0.73	18	14	11
*ST 盛工	0.69	0.88	1.05	26	20	17
亚夏汽车	1.20	1.57	2.00	7	5	4
庞大集团	0.42	0.57	0.70	23	17	14
中升控股	0.62	0.75	0.98	21	18	14
正通汽车	0.33	0.43	0.60	25	19	14

资料来源：wind，华创证券

风险提示：

- （1）汽车销量增速下滑超预期风险；
- （2）汽车服务政策不完善导致的市场风险；
- （3）经销服务网络扩张导致的管理风险。

零售

大东方 (600327. SH) / 8.25 元

继续等待汽车经销业务底部的到来

主要观点

1、汽车经销商行业业绩弹性非常大，在汽车行业需求转差时汽车经销商受害最大，其中代理低端品牌的经销商受影响最大。

2、投资大东方的时机需要等待两个事件的确认：事件一是整个汽车行业需求的底部，这取决于宏观经济形势，结合我们宏观判断，初步判断在 2012 年一季度，事件二是公司本身经营环境的改善，标志性事件是公司从老的东方汽车城全面迁入新的东方汽车城。

3、从三季报来看，由于受到老东方汽车城道路不畅以及价格激烈竞争的影响，公司三季度汽车经销商新车销售业务毛利率明显下降，汽车业务盈利出现显著下滑，拉低归属母公司股东净利润同比大幅减少 31%。同时，库存显著增加 1.97 亿元，相当于公司 0.5 个月销量，公司目前库存水平已经略超出正常库存需求（1.5 个月），面临较大库存压力。

4、公司百货业务起到公司业绩稳定器的作用，三季度净利润同比增长 20%，从而保证了公司 1-3 季度归属于母公司股东净利润同比去年同期持平。

5、投资建议：强烈推荐。由于东方汽车新城的搬迁时间存在不确定性，汽车行业需求复苏尚需要等待时间，我们下调公司 2011 年盈利预测至 0.45 元，预测 11/12/13 三年的 EPS 预测为 0.45/0.60/0.73/元，当前股价回调，已经充分反应这一预期，按目前股价计算，对应 PE 分别为 18、14、11 倍，我们认为在汽车经销商盈利普遍下滑的环境中，将给予大的汽车经销商集团带来并购同行业竞争对手的机会，继续给予“强烈推荐”评级。

风险提示

宏观经济大幅回落导致汽车行业需求大幅下滑，汽车经销网络扩张速度放缓。

证券分析师：王炎学

执业编号：S0360511070004

Tel: 010-66500865

Email: wangyanxue@hczq.com

联系人：王绪丽

Tel: 010-66500879

Email: wangxuli@hczq.com

投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	52171
流通 A 股/B 股(万股)	52171/0
资产负债率(%)	62.65
每股净资产(元)	2.14
市盈率(倍)	26.64
市净率(倍)	3.86
12 个月内最高/最低价	13.75/6.97

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《继续等待汽车经销业务底部的到来》

2011-10-25

《汽车业务：弱市下有质量的增长》

2011-08-18

《稳健增长背景下的投入建设转折点》

2011-04-01

《汽车业务跑马圈地正当时》

2011-03-29

《汽车业务四季度销售继续超市场预期》

2011-01-24

《量利齐增：汽车业务成为业绩增长引擎》

2010-12-20

专用设备

*st 盛工 (600335. SH) / 18.19 元

进口汽贸行业龙头

主要观点

1、在市场刚性需求和消费升级换代的作用下，中国进口汽车市场增长强劲。上半年中国进口车市场销售 39 万辆，同比增长 33.7%，海关进口量达 46.7 万辆，同比增长 24%。相对国产车 3.35% 的增速，进口汽车增长强劲。

2、汽车批发业务预计保持高速增长。批发业务主要指公司代理品牌（如大众、路虎等品牌）的进口报关一条龙服务业务，2011 年上半年收入与利润占比为 88%、51%。由于公司具有深厚政府背景，与经验丰富，可以为国外厂商迅速进入中国市场提供进口环节全产业链服务，未来仍将不断会有国外厂商将进口环节（报关等）业务交给中进汽贸，我们预测这部分业务的销售收入、利润都将实现翻番增长，主要增长将来自于路虎等车型的批发业务将高速增长。

3、零售业务：北京在零售业务中占比在逐渐降低，但仍占半数以上。零售业务主要指公司在全国开设的 17 家 4S 店的销售维修等业务。2010 年 1-9 月，公司进口汽车市场占有率提升至 10.8% 左右，稳居行业前列。从北京、天津、上海江浙等三个地区的零售业务来看，从 2008 年全部倚重于北京地区 4S 店的利润贡献，到 2010 年北京利润贡献占比不到三分之二，表明上海和天津新建的 4S 店逐步进入正轨，业绩进入爆发期。

4、后市场服务业稳定增长。2005 年中进汽贸建立了天津空港国际汽车园一，还拓展了汽车租赁、二手车、改装、汽车传媒及电子商务业务。公司在北京拥有一部分汽车租赁业务，预计未来三到五年，汽车租赁市场将进入高速扩容期，公司下属的中进汽贸服务有限公司未来三年利润增速将达到 40% 以上。但同时由于限购，预计二手车业务将导致亏损。总体来看，后市场服务业将实现 30% 以上的利润增速。

5、投资建议：强烈推荐。按发行后总股本 5.6 亿股计算，预计 11/12/13 年 EPS（全面摊薄后）分别为 0.69/0.87/1.08 元，对应 PE 为 26/20/17 倍。考虑到公司在进口汽贸行业的龙头地位，受益于进口汽车销量增长，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

6、风险提示：汽车销量增速低于预期，汽车销售利润下降。

证券分析师：王炎学

执业编号：S0360511070004

Tel: 010-66500865

Email: wangyanxue@hcqz.com

联系人：王绪丽

Tel: 010-66500879

Email: wangxuli@hcqz.com

投资评级

投资评级：强推
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	56000
流通 A 股/B 股(万股)	27596/0
资产负债率(%)	83.09
每股净资产(元)	3.98
市盈率(倍)	36.25
市净率(倍)	4.58
12 个月内最高/最低价	22.88/12.42

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

亚夏汽车 (002607. SZ) / 32.37 元

区域乘用车经销商龙头

主要观点

1、乘用车经销服务业市场空间广阔。预计未来几年中国乘用车销量增速保持在 10% 左右，后市场规模增长保持在 30% 左右，二手车市场进入快速增长期。

2、公司面向乘用车市场，具有区域规模优势。公司是安徽省乘用车经销商龙头，2010 年乘用车销量在安徽市场占有率为 11.75%，在乘用车销售与服务领域排名第一。公司 4S 店主要分布在芜湖、宣城、黄山等发达地区，乘用车市场发展速度高于全国。

3、品牌结构上移，业务结构向后市场服务延伸。公司代理东风日产、北京现代、上海通用别克等 17 个中高档和经济型轿车品牌，未来公司品牌结构将继续上移。2010 年公司新车销售和维修配件毛利合计占比达到 80% 以上，未来公司业务结构将继续向汽车服务延伸。

4、募投项目强化规模优势，完善业务结构。公司处于快速发展期，急需扩大规模和完善业务结构。品牌乘用车销售网络与汽车用品建设项目预计完全建成后，新增净利润 4619 万元，按照摊薄后总股本计算，与预计增厚 EPS0.52 元。

5、盈利预测与估值。预计 11/12/13 年 EPS 分别为 1.22/1.54/1.98 元，对应 PE 为 27/21/16 倍，考虑到公司在安徽地区的龙头地位，给予推荐评级。

风险提示

关注乘用车销量增速低于预期风险；存货积压风险；汽车经销服务业竞争加剧导致的盈利能力下降风险；以及募集资金项目实施进度和效果低于预期风险。

证券分析师：王炎学

执业编号：S0360511070004

Tel: 010-66500865

Email: wangyanxue@hczq.com

联系人：王绪丽

Tel: 010-66500879

Email: wangxuli@hczq.com

投资评级

投资评级：强推

评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	8800
流通 A 股/B 股(万股)	2200/0
资产负债率(%)	50.95
每股净资产(元)	8.88
市盈率(倍)	39.88
市净率(倍)	3.65
12 个月内最高/最低价	35.49/28.12

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

庞大集团 (601258. SH) /9.84 元

扩网络，调结构

主要观点

1、网络下沉扩张市场份额。公司拥有范围最广的汽车经销网络。截至 2010 年底，公司拥有 926 家经销网点，主要集中于华北地区。未来 2-3 年内，经销区域将从华北向东北、西北地区，以及河南、山东等省份扩张。公司作为我国汽车经销商龙头，将营销网络扩张将带来公司的外延式发展。

2、品牌结构上移提升盈利能力。2010 年底，公司共代理 83 个品牌的汽车，其中，高端轿车和中高端轿车品牌分别是 8 个、22 个。未来公司将重点拓展奔驰、奥迪、阿斯顿马丁、捷豹、路虎、沃尔沃、雷克萨斯和讴歌等 8 大高端品牌，逐渐提高高端品牌 4S 店数量。品牌结构上移将有利于提高公司盈利能力。

3、斯巴鲁“批发+零售”模式和重卡信贷消费的“冀东模式”提高了公司整车销售毛利率。公司是斯巴鲁在中国最大的总经销商，采取“批发+零售”的销售模式，毛利率达到 19%左右，高出轿车平均销售毛利率 10 个百分点。8 月份公司将复制该模式至双龙，未来还将复制至萨博。公司独创重卡信贷消费的“冀东模式”，使重卡销售毛利率达到约 8%，在重卡经销市场占有率约 6%，提高了汽车经销市场的话语权和公司整车销售盈利能力。

4、盈利结构向后市场服务业转移带来公司的内涵式发展。目前公司收入以新车销售为主，维修养护占比较低。随着汽车保有量的提高和汽车消费升级，预计公司盈利结构继续向维修养护等售后业务倾斜。

5、投资评级：推荐。预计 11/12/13 年 EPS 分别为 0.98/1.13/1.3 元，对应 PE 为 10/9/7 倍，考虑到公司作为我国汽车经销商行业龙头，具有较强的资金实力和规模优势，给予“推荐”评级。

6、风险提示：汽车销量增速下滑风险、营销网络扩展导致的管理风险。

证券分析师：王炎学

执业编号：S0360511070004

Tel: 010-66500865

Email: wangyanxue@hczq.com

联系人：王绪丽

Tel: 010-66500879

Email: wangxuli@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	262150
流通 A 股/B 股(万股)	35000/0
资产负债率(%)	77.86
每股净资产(元)	9.33
市盈率(倍)	36.71
市净率(倍)	1.05
12 个月内最高/最低价	38.6/9.41

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

中升控股 (00881. SZ) / 0.00 元

定位豪华与中高端，战略性布局营销网络

主要观点

1、定位于豪华与中高端车型，盈利能力较强。公司定位于豪华与中高端市场，是丰田和雷克萨斯在中国最大的汽车经销商之一。2010 年公司豪华、中高端品牌收入占比分别为 62.6%、37.4%，综合毛利率到达 9.5%，净利率达到 4.2%，是盈利能力最强的汽车经销商集团之一。2010 年公司新增保时捷和兰博基尼两大豪华品牌，未来公司将继续拓展豪华与中高端乘用车市场。

2、战略性布局营销网络。2010 年底公司拥有 98 家 4S 店，主要分布在消费能力较强的东北、华北、华东、华南沿海城市和部分内陆地区。2011 年公司将继续在一、二线城市发展豪华品牌，三四线城市发展中高端品牌，将 4S 店数量扩张至 130 家以上。

3、一站式汽车服务，继续拓展汽车后市场。公司致力于成为中国盈利能力最强的汽车经销商，在汽车服务业务方面，公司为顾客提供维修保养、汽车美容、二手车、汽车金融与保险等全面的一站式服务。同时开拓和加强在二手车、汽车租赁、保险经纪代理、汽车金融代理服务等业务，优化盈利结构。2010 年公司售后分业务毛利占比达到 45%，毛利率为 49%。未来公司将继续加强 4S 店精细化管理，提升售后服务业务结构。

4、投资评级：强烈推荐。预计 11/12/13 年 EPS 分别为 0.62/0.75/0.98 元，对应 PE 为 21/18/14。公司发展目标是成为中国盈利能力最强的乘用车经销商，预计考虑到豪华车较强的盈利能力和未来的营销网络扩张能力，维持“强烈推荐”评级。

5、风险提示：关注中高端乘用车市场竞争导致的价格下降风险。

证券分析师：王炎学
执业编号：S0360511070004
Tel: 010-66500865
Email: wangyanxue@hczq.com
联系人：王绪丽
Tel: 010-66500879
Email: wangxuli@hczq.com

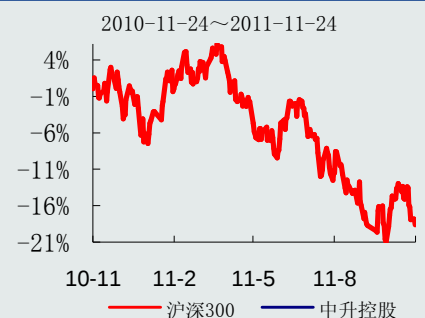
投资评级

投资评级：强烈推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	0
流通 A 股/B 股(万股)	0/0
资产负债率(%)	0.00
每股净资产(元)	0.00
市盈率(倍)	
市净率(倍)	
12 个月内最高/最低价	0.0/0.0

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

正通汽车 (01728.SZ) / 0.00 元

专注豪华与超豪华，售后服务继续提升

主要观点

1、定位豪华与超豪华品牌。公司定位于宝马、MINI、奥迪等豪华与超豪华品牌，2010 年豪华与超豪华品牌汽车收入占新车销售收入的比重由 2009 年的 52.5% 提升至 68.5%。2010 年公司拥有 24 家 4S 店，其中宝马 4S 店 10 家，公司是全国第二大、唯一能够覆盖 6 省 14 市的宝马经销商集团。未来公司品牌结构将继续向豪华品牌延伸。

2、营销网络扩张。2010 年公司共有 24 家 4S 店，超豪华、豪华、中档品牌 4S 店分别为 1 家、13 家和 10 家。2011 年公司 4S 店扩张至 48 家。营销网络扩张将带动公司新车销售收入的增长。

3、物流与润滑油服务继续提升。公司售后服务涉及维修保养、检修、零部件销售等，008 年开始开展润滑油贸易业务，公司还计划进入主要针对豪华品牌的二手车业。2010 年公司售后服务于润滑油业务收入占比为 13%，毛利占比 8.4%。与其他汽车经销商相比，公司售后服务毛利率约 20%，相对较低。主要是由于公司 4S 店建立时间不长，贡献业绩相对较少。预计未来随着 4S 店相继进入盈利期，公司售后服务盈利能力将继续提升。

4、投资评级：推荐。预计 11/12/13 年 EPS 分别为 0.33/0.43/0.6 元，对应 PE 为 25/19/14 倍。考虑到公司豪华、超豪华汽车销量增长无忧，售后服务业务将在未来几年内逐步贡献利润，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

5、风险提示：关注中高端乘用车市场竞争导致的价格下降风险。

证券分析师：王炎学
执业编号：S0360511070004
Tel: 010-66500865
Email: wangyanxue@hczq.com
联系人：王绪丽
Tel: 010-66500879
Email: wangxuli@hczq.com

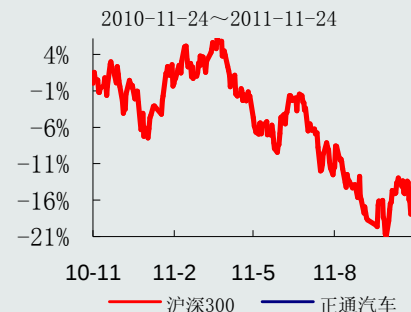
投资评级

投资评级：强推
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	0
流通 A 股/B 股(万股)	0/0
资产负债率(%)	0.00
每股净资产(元)	0.00
市盈率(倍)	
市净率(倍)	
12 个月内最高/最低价	0.0/0.0

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

汽车组分析师介绍

王炎学，国家信息中心经济咨询中心高级分析师，五年汽车行业产业、市场及企业分析经验，南开大学企业管理硕士。

何亚东，广汽集团汽车工程研究院行业经验 4 年，清华大学汽车工程系毕业。

王绪丽，天津理工大学企业管理硕士研究生，2 年汽车行业证券研究经验。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558