

广汇汽车投资价值报告

低估的经销商龙头，后市场进入快车道 买入（首次）

盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	93,700	130,255	143,940	158,880
同比（%）	8.50	39.01	10.51	10.38
净利润（百万元）	1,988	2,822	3,468	4,001
同比（%）	24.01	41.93	22.91	15.35
毛利率（%）	9.23	9.15	9.45	9.58
ROE（%）	0.36	0.51	0.63	0.73
每股收益（元）	3.81	4.27	4.73	5.25
P/E	24	17	14	12
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6

2017年1月4日

首席证券分析师 高登
 执业资格证书号码：S0600516070003
gaod@dwzq.com.cn
 010-66573557

广汇汽车是中国最大的乘用车经销与综合服务集团。公司提供的产品和服务包括整车销售、融资租赁、维修保养、佣金代理服务（包括保险及融资代理、汽车延保代理及二手车交易代理服务）等，覆盖汽车服务全生命周期的业务。2015年公司实现营业收入937亿元，位居“中国汽车经销商百强”榜首。

融资租赁龙头，受益于行业高增长。目前国内汽车金融渗透率仅35%，远低于全球70%的平均水平，提升空间巨大。随着居民收入水平提升，消费者年轻化，汽车金融渗透率快速上升。2012-2015年，公司融资租赁台次从4.6万台上升至11.3万台，复合增长率为34.9%。广汇作为上市公司，融资渠道广，有助公司扩大融资租赁规模，进一步提升公司盈利能力。

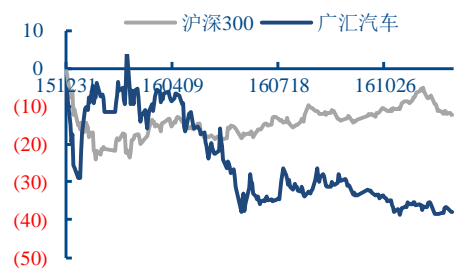
二手车政策破冰，有望迎来爆发式增长。目前，我国处于二手车市场发展的早期阶段，“二手车/新车”的比例仅为0.25，而英国为3.5、美国为3.3，未来发展空间巨大。2016年3月，国务院发布《关于促进二手车便利交易的若干意见》，除特殊区域外取消限迁政策，提出加大二手车金融服务支持力度，同时二手车交易相关的税收政策亦在制定之中。我们认为，二手车交易税制统一、税收平等，将促进整个行业各种模式的平等竞争，有利于二手车形成规模化经营、品牌化发展。

收购宝信整合初见成效，盈利向上弹性大。2016年6月27日，广汇汽车完成对宝信汽车的要约收购，交易金额94.68亿人民币。宝信汽车是国内第十的汽车经销商，主要经营宝马、捷豹路虎等豪华车品牌。宝马2016年推出2系旅行车、新X1，2017年将推出全新5系，2017年底或2018年X3有望实现国产化，进入新一轮产品周期，销量有望企稳回升。广汇完成收购宝信之后推出百日整合计划，全面导入广汇的运营、财务、人力系统，公司经营效率改善，盈利水平将显著提升。

盈利预测、估值及投资评级：我们预测公司2016/17/18年EPS分别为0.51/0.63/0.73元（2015年EPS为0.36元）。当前股价8.55元，分别对应2016/17/18年PE为17/14/12倍。公司是国内最大的汽车经销商，融资租赁、二手车等汽车后市场业务高增长，持续贡献稳定盈利。参考同比公司估值水平，我们给予公司2017年20倍PE估值，对应目标价12元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1) 汽车行业销量增速下滑风险；2) 宝信整合进度不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	8.55
一年最高价/最低价	14.31/7.88
市净率	2.0
流通A股市值（百万元）	15,700

基础数据

每股净资产（元）	4.21
资产负债率（%）	71%
总股本（百万股）	5,500
流通A股（百万股）	1,840

目录

1. 广汇汽车是中国最大的汽车经销商	3
2. 融资租赁龙头，受益于行业高增长	4
3. 二手车政策破冰，有望迎来爆发式增长	7
4. 收购宝信整合初见成效，盈利向上弹性大	10
5. 风险因素	11
6. 盈利预测及投资评级	11

图表目录

图表 1: 2015 年中国汽车经销商百强榜 TOP10	3
图表 2: 截止 2016 年 6 月 30 日广汇汽车营业网点的分布情况	3
图表 3: 2011~2015 年广汇汽车收入及增速	4
图表 4: 2011~2015 年广汇汽车净利润及增速	4
图表 5: 2012-2015 广汇汽车收入结构	4
图表 6: 2012-2015 广汇汽车毛利结构	4
图表 7: 2012-2015 汇通诚信融资租赁台次（万台）	5
图表 8: 2012-2015 融资租赁业务收入规模及增长	5
图表 9: 2012-2015 融资租赁业务毛利规模及增长	5
图表 10: 2014 年各国汽车金融渗透率	6
图表 11: 汽车消费金融主要竞争者优劣势比较	6
图表 12: 2016 年部分汽车租赁资产 ABS 产品	7
图表 13: 广汇二手车交易代理台次（万台）	8
图表 14: 中国二手车交易量及增速（单位：万辆）	8
图表 15: 各国二手车交易量/新车交易量对比	8
图表 16: 我国二手车行业已出台政策一览	9
图表 17: 新旧税法对比示例	10
图表 18: 宝信汽车收入及增速	10
图表 19: 宝信汽车毛利及增速	10
图表 20: 宝马全球销量及增速（单位：万辆）	11
图表 21: 宝马中国销量及增速（单位：万辆）	11
图表 22: 宝马新车计划表	11

1. 广汇汽车是中国最大的汽车经销商

广汇汽车是中国最大的乘用车经销与综合服务集团。公司提供的产品和服务包括整车销售、融资租赁、维修保养、佣金代理服务（包括保险及融资代理、汽车延保代理及二手车交易代理服务）等，覆盖汽车服务全生命周期的业务。根据中国汽车流通协会最新发布的“2015 中国汽车经销商集团百强排名榜”，广汇汽车以937 亿元收入排名榜首，实现67.8 万新车销量。

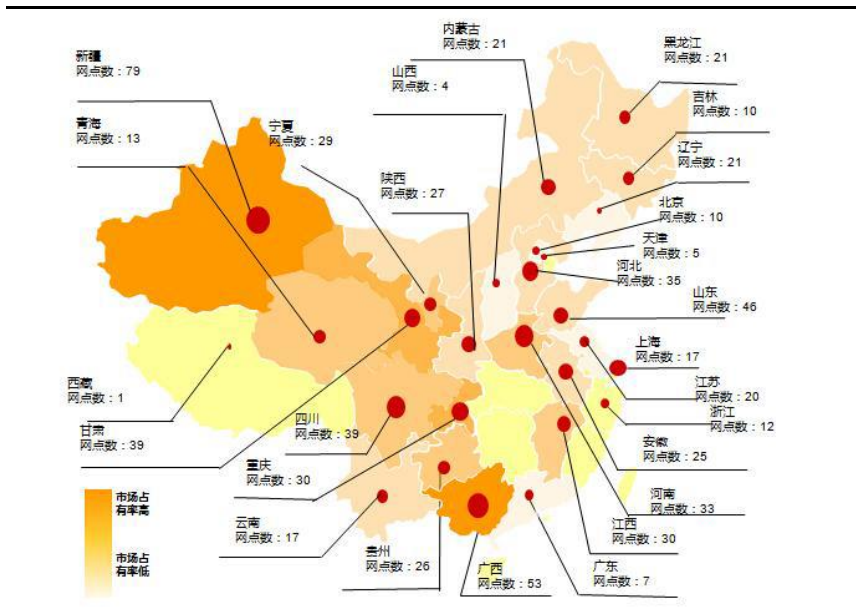
图表 1: 2015 年中国汽车经销商百强榜 TOP10

2015 排名	集团名称	2015 营业收入(亿元)	2015 销售量(万辆)
1	广汇汽车服务股份公司	937.0	67.8
2	国机汽车股份有限公司	641.9	22.3
3	中升集团控股有限公司	591.4	26.0
4	庞大汽贸集团股份有限公司	563.7	45.1
5	利星行汽车	522.1	11.7
6	永达控股(集团)有限公司	451.2	13.4
7	恒信汽车集团股份有限公司	381.8	21.6
8	广物汽贸股份有限公司	307.5	23.6
9	正通汽车服务控股有限公司	297.9	9.5
10	宝信汽车集团	290.2	7.1

资料来源：中国汽车流通协会，东吴证券研究所

广汇汽车拥有 670 家门店，定位于中高端乘用车品牌和中西部市场。截止 2016 年 6 月 30 日，公司建立了覆盖 27 个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，经销 57 个乘用车品牌，拥有 670 家门店（包含 609 家 4S 店），其中超豪华品牌网点 4 个，豪华品牌网点 148 个，中端品牌网点 431 个。公司定位中高端品牌及中西部市场，是目前中国增长潜力最大的细分市场。

图表 2: 截止 2016 年 6 月 30 日广汇汽车营业网点的分布情况

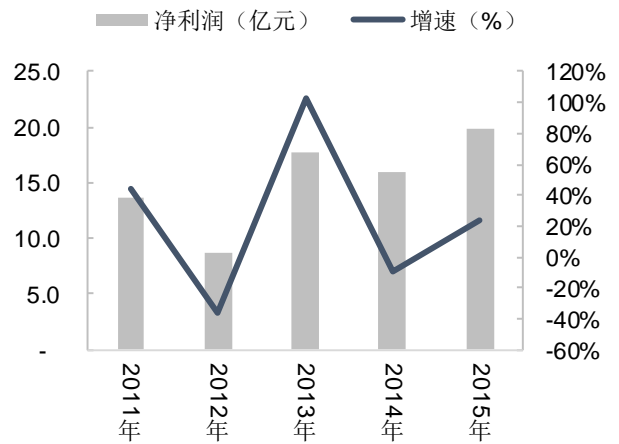
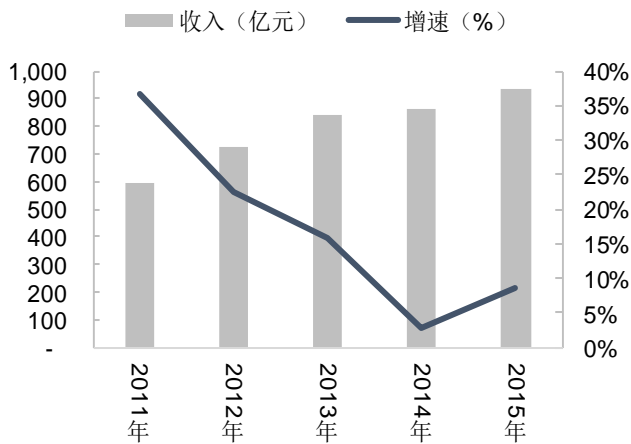


资料来源：公司公告

广汇汽车收入及利润维持稳健较快增长，超越行业平均水平。2011-2015年，公司实现收入从593亿上升至937亿，复合增长率为12.1%，高于行业平均水平。2011-2015年，公司实现净利润从13.7亿上升至19.9亿，复合增长率为9.8%，盈利能力高于行业平均水平。

图表 3：2011~2015 年广汇汽车收入及增速

图表 4：2011~2015 年广汇汽车净利润及增速



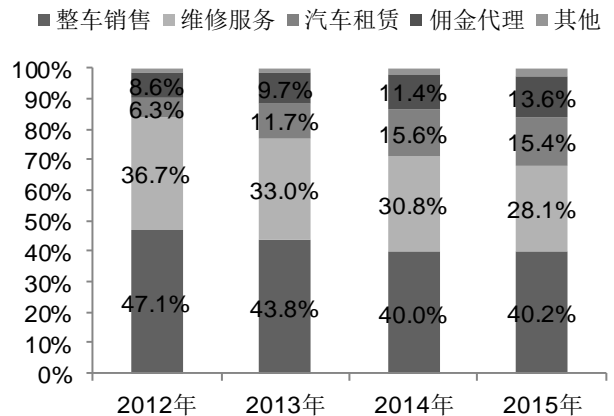
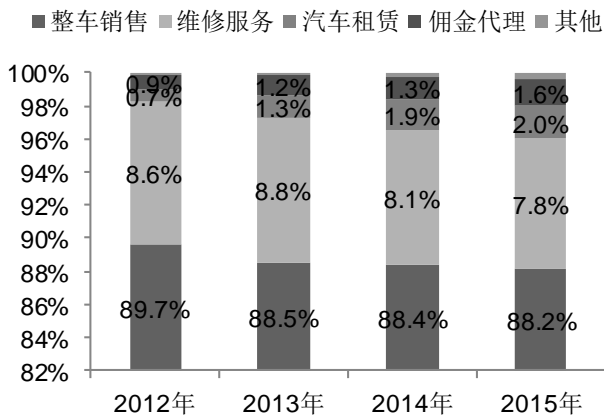
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

广汇汽车后市场收入占比持续提升，利润贡献近 60%。2011-2015年，公司汽车后市场收入占比从 10.3% 提升至 11.8%，整车销售收入占比从 89.7% 降低至 88.2%。2011-2015年，公司汽车后市场毛利占比从 52.9% 提升至 59.8%，整车销售毛利占比从 47.1% 降低至 40.2%（剔除精品销售后的新车销售收入占比为 35%）。

图表 5：2012-2015 广汇汽车收入结构

图表 6：2012-2015 广汇汽车毛利结构



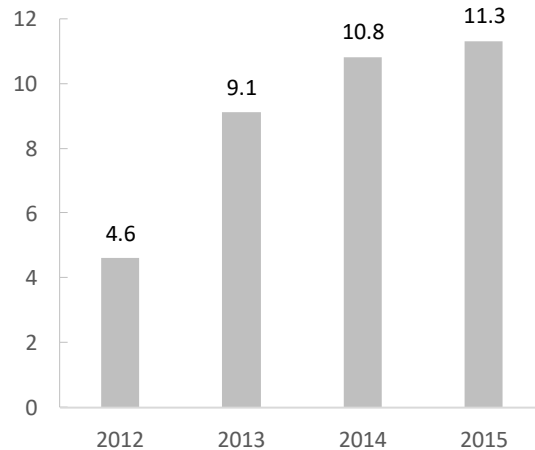
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 融资租赁龙头，受益于行业高增长

广汇汽车是国内最大的汽车融资租赁服务提供商。广汇汽车主要通过全资子公司汇通诚信进行乘用车融资租赁业务。2012-2015年，公司融资租赁台次从4.6万台上升至11.3万台，复合增长率为34.9%。

图表 7: 2012-2015 汇通诚信融资租赁台次 (万台)

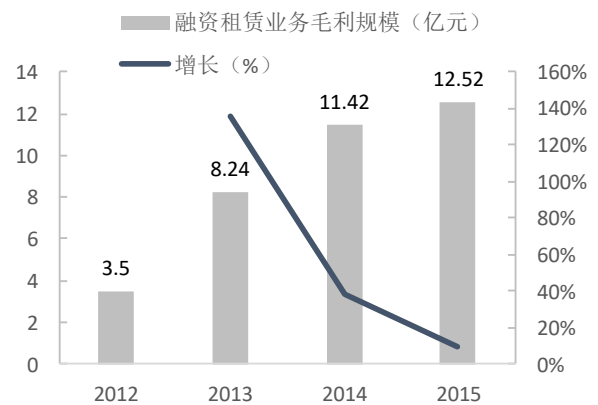
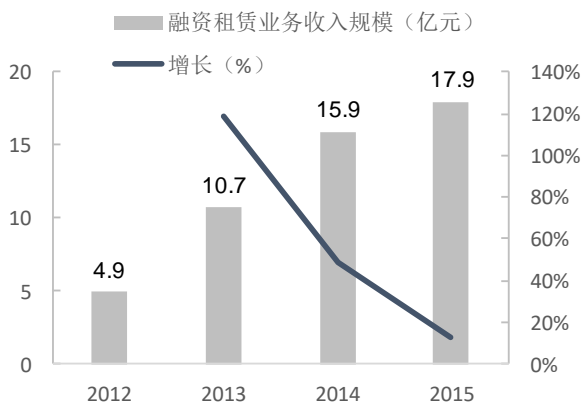


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

广汇汽车融资租赁业务收入及毛利持续增长。2012-2015 年, 公司融资租赁业务收入从 4.9 亿元上升至 17.9 亿元, 复合增长率为 54.0%; 毛利从 3.5 亿上升至 12.52 亿, 复合增长率为 52.9%。

图表 8: 2012-2015 融资租赁业务收入规模及增长

图表 9: 2012-2015 融资租赁业务毛利规模及增长

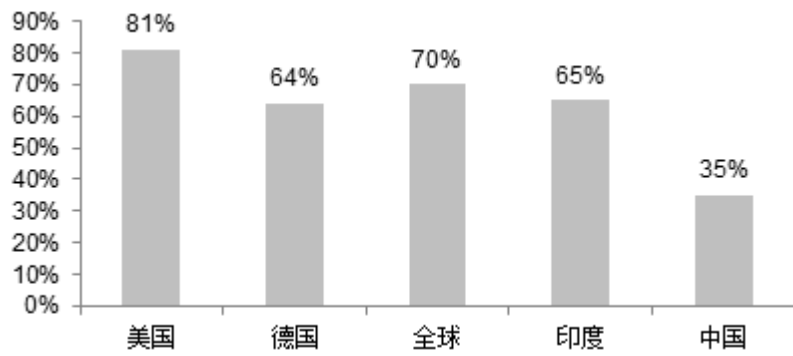


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

国内汽车金融渗透率低, 发展空间广阔。综观全球汽车市场, 2014 年汽车金融的平均渗透率已达 70%, 美国和德国的汽车金融渗透率分别为 81% 和 64%, 连同是发展中国家的印度也基本达到了世界平均水平, 而我国汽车金融渗透率仅为 35% (2015 年)。汽车金融市场将在未来的五年迎来高速增长的势头, 根据德勤《2015 中国汽车金融白皮书》预计, 2020 年中国汽车金融的渗透率将达到 50%, 市场规模预计突破 2 万亿。作为汽车金融的重要组成部分, 乘用车融资租赁业务将大有可为。

图表 10: 2014 年各国汽车金融渗透率



资料来源：中国汽车流通协会，东吴证券研究所 注：中国为 2015 年数据

融资租赁是汽车金融的重要手段，是商业银行和汽车金融公司的有效补充。现阶段汽车消费金融的市场参与者主要有商业银行、汽车金融公司、融资租赁公司、担保公司及互联网金融公司。不同金融工具的风险与收益相匹配，适合不同消费者：1) 商业银行网点广泛，资金成本低，但流程复杂效率低，适合一二线城市等信用体系较为完善的消费者；2) 汽车金融公司灵活度高但资金成本也高，适合特定品牌的消费者；3) 担保公司和互联网金融公司有丰富的产品和渠道，但面临着巨大的管控风险和运营风险；4) 融资租赁公司申请门槛低，产品丰富多元，但融资渠道单一，资金压力大，难以实现规模化，利率通常比汽车金融公司的更高，面向多种品牌的消费者以及信用体系相对落后的地区。

图表 11: 汽车消费金融主要竞争者优劣势比较

主要竞争者	监管单位	优势	劣势
银行	银监会	网点广泛，资金成本低； 贷款利率以央行基准利率为准	通常需要房产做抵押，必须引入担保公司；流程效率、汽车专业知识和客户满意度方面有待提升；风险评估和控制、对违约车辆的处置缺乏经验
汽车金融公司	银监会	服务专业和对客户有更好的理解；有 OEM 支持； 首付比例低，贷款周期长，灵活度高	资金成本高，但在整车厂贴息后，能够提供低利率甚至零利率的产品
融资租赁公司	商务部	申请门槛低，无需房产等 固定资产做抵押；首付比例、贷款周期和还款方式灵活；因其丰富多元的产品，吸引包括 OEM 专属金融和经销商集团的涉足	融资渠道单一，造成资金压力大，难以实现规模化； 利率通常比汽车金融公司的更高
其他：担保公司等	地方监管部门 / 融监部门	起步阶段，有着丰富的产品和渠道	面临着巨大的管控风险和运营风险；业务起步时间短，积累少

资料来源：德勤《2015 中国汽车金融白皮书》，东吴证券研究所

资产证券化相关政策放开，解决融资租赁业务资金来源问题。近年来，央行和银监会对拓宽汽车金融公司以及融资租赁公司的融资渠道提供了不同程度的政策支持。例如，2014年，银监会发布《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》，银监会主管信贷资产证券化项目施行备案制。2014年，包括上汽通用、大众、丰田、东风日产、宝马和福特等多家汽车金融公司发行了总规模超过150亿元的个人汽车抵押贷款支持证券产品，较2008年底的19.9亿元实现7.5倍的增长。2015年，央行发布《信贷资产支持证券发行实行注册制》，不再对信贷资产证券化进行逐笔审批，增加发行额度。我们认为，该政策将会进一步降低汽车金融公司的融资成本，预计未来的资产证券化规模将继续扩大。

图表 12：2016年部分汽车租赁资产 ABS 产品

发行日期	项目名称	发起机构/原始权益人	发行总额 (亿元)	次级占比 (%)
2016/10/14	国金-先锋太盟五期资产支持专项计划	先锋太盟融资租赁有限公司	3.84	14.06
2016/9/26	开源-先锋太盟一期资产支持专项计划	先锋太盟融资租赁有限公司	2.98	13.42
2016/3/15	东证融汇先锋太盟一期资产支持专项计划	先锋太盟融资租赁有限公司	1.60	3.13
2016/10/18	中泰-易鑫一期资产支持专项计划	上海易鑫融资租赁有限公司	11.94	10.39
2016/8/19	光大-易鑫一期资产支持专项计划	上海易鑫融资租赁有限公司	5.61	13.01
2016/9/1	上海人人租赁 2016 年第二期资产支持专项计划	上海人人融资租赁有限公司	5.11	18.54
2016/1/21	上海人人租赁资产支持专项计划	上海人人融资租赁有限公司	2.99	21.5
2016/8/3	狮桥四期资产支持专项计划	狮桥融资租赁(中国)有限公司	6.0	12.5

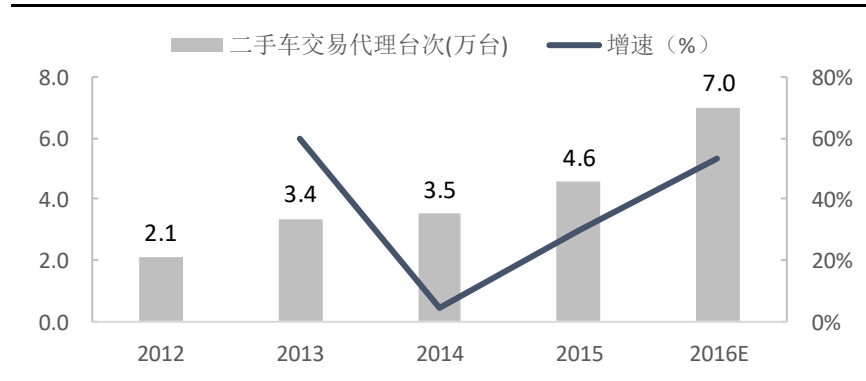
资料来源：中国汽车流通协会，东吴证券研究所

广汇汽车作为上市公司，融资渠道广，有助公司扩大融资租赁规模。公司上市以来拟多渠道新筹集104亿投入融资租赁业务（借壳上市募集的配套资金，子公司汇通信诚拟发行的短期融资券，以及2016年定增项目）。我们认为公司融资渠道优势有助于公司扩大融资租赁业务的规模，进一步加强公司在该领域的竞争优势。考虑到融资租赁是资金驱动型的高毛利率业务（70%以上），有望提升公司整体盈利水平。

3. 二手车政策破冰，有望迎来爆发式增长

广汇汽车是国内汽车经销商中最大的二手车交易代理商，成交量快速增长。2014年公司二手车代理交易台次达3.5万台，2015年达4.6万台（同比增长30.0%），预计2016年将做到7万台车（同比增长50%以上）。随着二手车相关政策逐步放开，整个二手车行业迎来发展机会，公司二手车业务将大有可为。

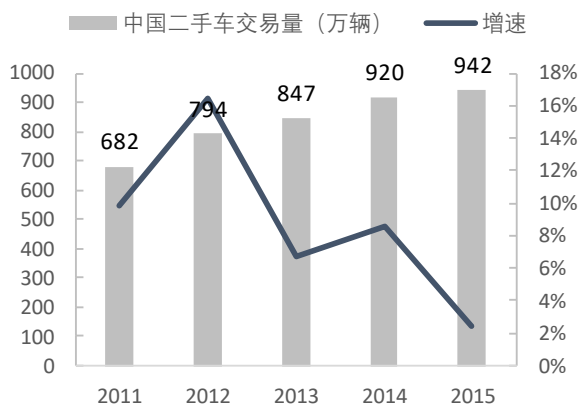
图表 13: 广汇汽车二手车交易代理台次 (万台)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

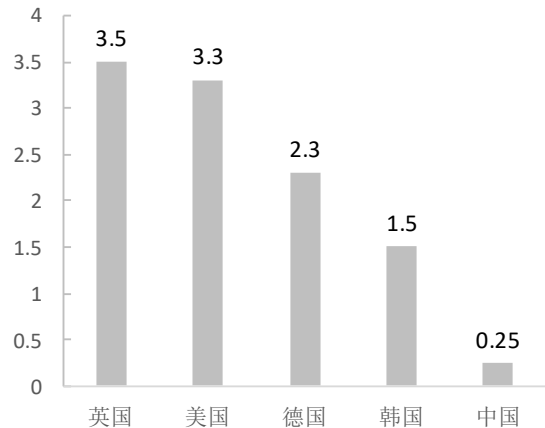
我国处于二手车市场发展的早期阶段, 加上政策制约, 与发达国家相比存在较大差距。从 2011 年到 2015 年, 我国二手车交易量由 682 万辆上升到 942 万辆, 二手车交易量稳步上升。二手车/新车销量的比例是衡量某一个国家二手车行业发展水平的关键指标。根据《中国汽车后市场蓝皮书》数据显示全球主要国家“二手车/新车”的比例: 英国 (3.5)、美国 (3.3)、德国 (2.3)、韩国 (1.5)、中国 (0.25)。由此可见, 我国二手车整体处于成长早期, 未来发展空间巨大。

图表 14: 中国二手车交易量及增速 (单位: 万辆)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 15: 各国二手车交易量/新车交易量对比



资料来源: 《中国汽车后市场蓝皮书》, 东吴证券研究所

解除“限迁”政策, 打开二手车发展制度枷锁。2016 年 3 月, 国务院发布《关于促进二手车便利交易的若干意见 (国发办[2016]13 号)》, 除特殊区域外, 取消限迁政策, 同时提出加大二手车金融服务支持力度。“限迁”政策解除有利于增加当地可流通的二手车数量以及周边限购城市居民的旧车置换行为。我们预计随着二手车“限迁”政策逐渐落实, 二手车税收政策松绑, 二手车行业快速规范, 未来 4-6 年内我国的二手车交易量将超过 2000 万量, 新车与二手车交易规模比例将接近 1:1, 中国二手车市场将真正迎来爆发式的发展。

图表 16: 我国二手车行业已出台政策一览

时间	政策	意义
1998年	《旧机动车交易管理办法》	将二手车交易定义为特殊商品流通,限制了二手车市场的发展
2004年	《汽车产业发展政策》	要求培育和发展二手车市场
2005年	《二手车流通管理办法》	打破二手车市场的垄断经营,放开了二手车市场
2006年	《二手车交易规范》	规范了二手车交易行为
2009年	《汽车产业调整和振兴规划》	提出了规范和促进二手车市场发展的政策措施
2009年	《关于促进汽车消费的意见》	提出促进二手车交易健康发展的三大举措
2009年	《关于进一步规范二手车市场秩序促进二手车市场健康发展的意见》	进一步规范二手车市场秩序
2013年	《二手车流通企业经营管理技术规范(征求意见稿)》	为引导二手车流通企业规范经营,促进二手车流通行业的健康发展
2014年	《二手车鉴定评估技术规范》	成为二手车评估的首个国家标准
2014年	中国汽车流通协会隆重推出二手车诚信品牌“行认证”	在整个二手车行业打造一个让消费者放心的二手车品牌
2016年	国务院《关于促进二手车便利交易的若干意见》	便利二手车交易,繁荣二手车市场

资料来源: 政府网站, 东吴证券研究所

二手车交易税收政策有望取得突破, 二手车行业将迎来爆发性增长。

根据当前税法规定, 对于个人之间和二手车中介经纪公司在二手车市场进行交易, 只缴纳市场收取的过户费, 免缴增值税; 对于二手车市场之外的二手车经营公司缴纳车辆成交价格 2% 的增值税; 对于二手车拍卖公司则需要缴纳进出累计车辆拍卖成交价格 4% 的增值税。现有税收政策导致二手车经营公司和拍卖公司税收过高, 同时造成了基本上都是通过各种手段转变为个人之间交易或者二手车中介交易, 而二手车经营公司和拍卖公司几乎就没有按照办法要求纳税, 国税收入并没有达到预期。本次《意见》出台将有效地实现税制统一、税收平等, 按照汽车流通协会的建议, 希望二手车增值税改为按照差额 17% 征收, 将促进整个行业各种模式的平等竞争, 有利于二手车形成规模化经营、品牌化发展。现有政策背景下, 汽车经销商只能通过交易佣金的方式实现收入 (约 2% 左右), 而美国二手车综合毛利率超过 10%; 随着税收政策突破, 未来汽车经销商可以通过增值服务、二手车金融等多种方式, 提升盈利水平。

图表 17: 新旧税法对比示例

二手车卖价	10 万
二手车买价	9.5 万
税额 (旧税法)	10*2% = 2000 元
税额 (新税法)	(10 - 9.5)*17% = 850 元

资料来源: 东吴证券研究所

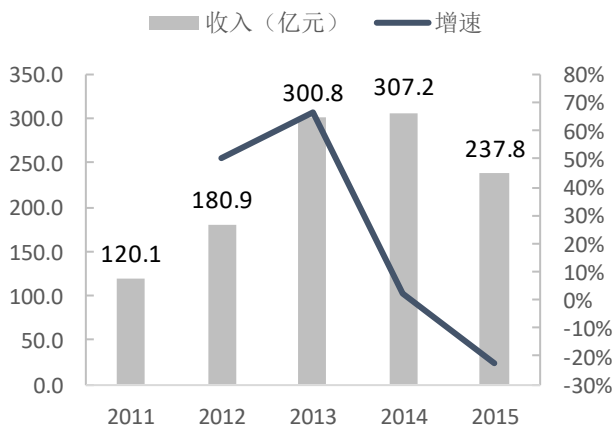
随着二手车交易税收政策优化, 经销商可能成为二手车真正的孵化场。传统二手车交易渠道主要可以分为整车厂经销商 (4S 店)、独立二手车经销商 (大小车商和二手车品牌连锁店) 以及 C2C (个人间直接交易) 三种模式, 目前国内汽车经销商市场份额仅占 3%。而在美国、德国等二手车成熟市场, 汽车经销商的市场份额大多超过 30%。随着二手车交易税收政策优化, 经销商二手车业务的市场份额将大幅提升, 逐步向发达国家看齐。

4. 收购宝信整合初见成效, 盈利向上弹性大

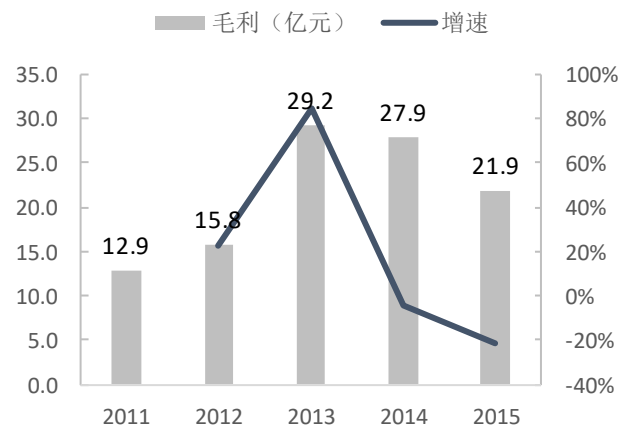
2015 年 12 月, 广汇汽车对宝信汽车发出要约收购, 拟收购最多 75% 的宝信汽车已发行股本及注销最多 75% 的购股权持有人持有的尚未行使购股权, 交易对价将以现金支付, 要约价格为每股 5.99 港元, 购股权要约的要约价格为每份 0.266 港元, 合计交易金额 114.9 亿港元, 合计 94.68 亿人民币。2016 年 6 月 27 日, 本次要约收购完成股权交割。

受宝马竞争力下降, 以及并购对公司经营造成一定负面影响, 导致过去两年宝信汽车盈利下滑较多。宝信汽车从去年宣布收购到今年上半年是非正常时期, 叠加宝马的产品相对弱势, 导致公司收入和盈利水平下降。2015 年, 宝信汽车实现收入 237.8 亿元, 同比下降 22.6%; 净利润 2.2 亿元, 同比下降 68.9%。

图表 18: 宝信汽车收入及增速



图表 19: 宝信汽车毛利及增速

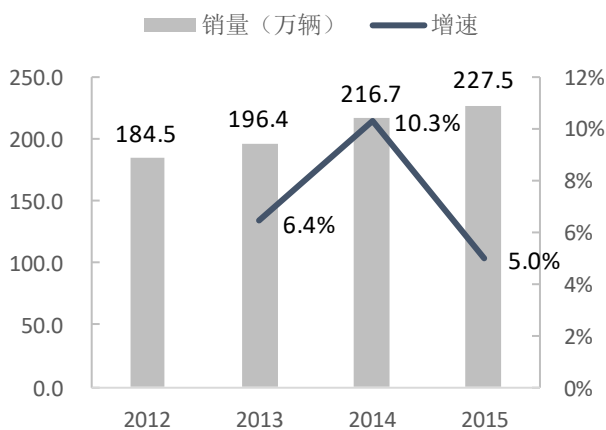


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

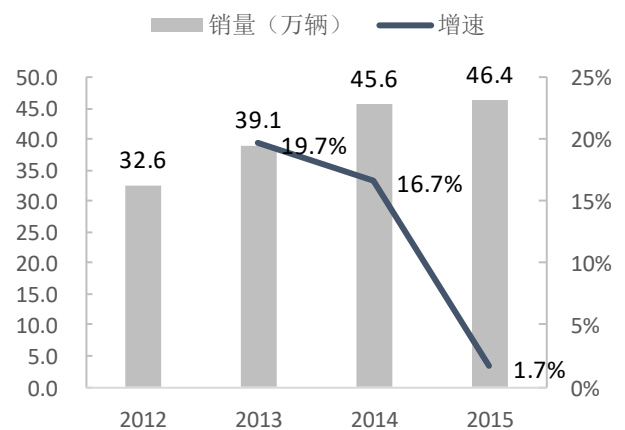
由于车型老化导致产品竞争力下降, 宝马汽车过去两年在华销量增速下滑。2014 年宝马全球的销量为 216.7 万辆, 2015 年为 227.5 万辆, 增速从 10.3% 下降为 5.0%; 2014 年宝马中国的销量为 45.6 万辆, 2015 年为 46.4 万辆, 增速从 16.7% 下降至 1.7%。

图表 20: 宝马全球销量及增速 (单位: 万辆)



资料来源: 宝马官网, 东吴证券研究所

图表 21: 宝马中国销量及增速 (单位: 万辆)



资料来源: 宝马官网, 东吴证券研究所

宝马进入新一轮产品周期, 销量增速有望企稳回升。华晨宝马 2016 年推出了 2 系旅行车以及新 X1, 2017 年将推出全新 5 系, 2017 年底或 2018 年 X3 有望实现国产化, 宝马在中国市场进入新一轮产品周期。新 X1 在尺寸以及动力配置方面比旧款车型大幅改进, 销量稳步上升。新 5 系将于 2017 年二季度上市, 内饰设计更加豪华、科技配置丰富, 将提升与奔驰 E-Class 的竞争力。根据宝马全球的车型和产能规划, 宝马 X7 (全尺寸 SUV) 将于 2018 年在美国斯帕坦堡工厂生产, 全新 X3 将于 2018 年换代, 我们认为, 目前在该工厂生产的 X3 将一部分产能转移至中国生产。

图表 22: 宝马新车计划表

新 X1	2016 年 5 月
2 系旅行车	2016 年 3 月
新 5 系	2017 年上半年
新 X3 (国产)	2017 年或 2018 年上半年

资料来源: 公司资料, 东吴证券研究所

宝信全面导入广汇管理体系, 经营效率和盈利水平有望大幅提升。广汇完成收购宝信之后推出百日整合计划, 全面导入广汇的运营、财务、人力系统。广汇汽车将与宝信共享集采系统, 目前已启动汽车装饰用品、零配件等集采业务, 有效降低了采购成本。此外, 宝信去库存进展顺利, 库存系数从年初 2 个月左右下降至目前的 1.2 个月。我们认为, 随着整合计划推进, 宝信汽车经营效率改善, 公司盈利水平将显著提升。

5、风险因素

- 1) 汽车行业销量增速下滑风险。新车销售仍是公司收入的主要来源, 行业销量增速下滑, 导致库存增加、价格下降、费用增加, 影响公司盈利水平。
- 2) 宝信整合进度不达预期。公司收购宝信后的整合进度影响经营效率提升, 导致宝信业绩不达预期。

6、盈利预测及投资评级

盈利预测: 考虑乘用车购置税减免政策延续, 我们认为 2017 年乘用车销量增速仍有望维持 5% 以上的增长。公司收入未来 2 年仍有望维持平

稳较快增长，后市场业务比重提升盈利能力。根据我们的盈利预测模型，公司 2016/17/18 年净利润分别为 28.2/34.7/40.0 亿元。

图表 25：盈利预测表

主营业务收入 (亿元)	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016E	2017E	2018E
整车销售	651	744	763	826	1,156	1,272	1,399
维修服务	62	74	70	73	99	109	120
汽车租赁	5	11	16	19	19	21	25
佣金代理	7	10	11	15	23	30	36
其他	1	2	3	4	5	7	9
合计	726	841	864	937	1,303	1,439	1,589
毛利 (亿元)	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016E	2017E	2018E
整车销售	26.3	30.6	29.2	34.8	52.0	57.2	61.6
维修服务	20.5	23.0	22.5	24.3	32.7	36.0	39.6
汽车租赁	3.5	8.2	11.4	13.3	13.1	15.0	17.3
佣金代理	4.8	6.8	8.3	11.8	17.9	23.3	27.9
其他	0.7	1.1	1.5	2.3	3.5	4.5	5.9
合计	55.8	69.8	73.0	86.5	119.2	136.1	152.3
毛利率 (%)	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016E	2017E	2018E
整车销售	4.0%	4.1%	3.8%	4.2%	4.5%	4.5%	4.4%
维修服务	32.9%	31.3%	32.1%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
汽车租赁	69.3%	74.7%	69.8%	71.2%	70.0%	70.0%	70.0%
佣金代理	72.0%	67.1%	74.4%	77.2%	78.0%	78.0%	78.0%
其他	64.2%	73.0%	60.0%	64.8%	65.0%	65.0%	65.0%
合计	7.7%	8.3%	8.5%	9.2%	9.2%	9.5%	9.6%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所预测

盈利预测、估值及投资评级：我们预测公司 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.51/0.63/0.73 元（2015 年 EPS 为 0.36 元）。当前股价 8.55 元，分别对应 2016/17/18 年 PE 为 17/14/12 倍。公司是国内最大的汽车经销商，融资租赁、二手车等汽车后市场业务高速增长，持续贡献稳定盈利。参考同比公司估值水平，我们给予公司 2017 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 12 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 26 盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	93,700	130,255	143,940	158,880
同比 (%)	8.50	39.01	10.51	10.38
净利润 (百万元)	1,988	2,822	3,468	4,001
同比 (%)	24.01	41.93	22.91	15.35
毛利率 (%)	9.23	9.15	9.45	9.58
ROE (%)	0.36	0.51	0.63	0.73
每股收益 (元)	3.81	4.27	4.73	5.25
P/E	24	17	14	12
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司公告，东吴证券研究所预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	47,453	49,965	54,322	59,127	营业收入	93,700	130,255	143,940	158,880
现金	17,372	13,025	14,394	15,888	营业成本	85,054	118,333	130,333	143,653
应收款项	1,654	1,837	2,030	2,240	营业税金及附加	285	396	438	483
存货	13,944	18,744	20,645	22,755	营业费用	1,579	2,605	2,879	3,178
其他	14,483	16,358	17,254	18,245	管理费用	1,579	2,605	2,879	3,178
非流动资产	28,358	28,400	28,430	28,456	财务费用	1,378	857	737	628
长期股权投资	237	237	237	237	投资净收益	38	-	-	-
固定资产	7,432	7,489	7,535	7,575	其他	-1,290	-1,353	-1,473	-1,626
无形资产	4,824	4,809	4,794	4,779	营业利润	2,573	4,105	5,201	6,133
其他	15,865	15,865	15,865	15,865	营业外净收支	127	-85	-260	-434
资产总计	75,811	78,364	82,753	87,584	利润总额	2,700	4,020	4,941	5,699
流动负债	48,513	50,058	51,533	53,075	所得税费用	582	884	1,087	1,254
短期借款	13,204	10,699	9,324	7,591	少数股东损益	130	314	385	445
应付账款	987	1,420	1,564	1,724	归属母公司净利润	1,988	2,822	3,468	4,001
其他	34,322	37,939	40,645	43,760	EBIT	3,948	4,564	5,293	5,883
非流动负债	5,396	3,596	3,596	3,596	EBITDA	3,983	3,594	4,168	4,633
长期借款	2,116	2,116	2,116	2,116					
其他	3,280	1,480	1,480	1,480	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	53,909	53,654	55,129	56,671	每股收益(元)	0.36	0.51	0.63	0.73
少数股东权益	919	1,233	1,618	2,063	每股净资产(元)	3.81	4.27	4.73	5.25
归属母公司股东权益	20,983	23,477	26,005	28,850	发行在外股份(百万股)	671	671	671	671
负债和股东权益总计	75,811	78,364	82,753	87,584	ROIC(%)	8.53%	9.81%	11.03%	11.90%
					ROE(%)	9.48%	12.02%	13.34%	13.87%
					毛利率(%)	9.23%	9.15%	9.45%	9.58%
					EBIT Margin(%)	4.21%	3.50%	3.68%	3.70%
					销售净利率(%)	2.12%	2.17%	2.41%	2.52%
					资产负债率(%)	71.11%	68.47%	66.62%	64.71%
					收入增长率(%)	8.50%	39.01%	10.51%	10.38%
					净利润增长率(%)	24.01%	41.93%	22.91%	15.35%
					P/E	23.65	16.66	13.56	11.75
					P/B	2.24	2.00	1.81	1.63
					EV/EBITDA	18.33	20.31	17.52	15.76

数据来源：公司公告，东吴证券研究

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

