国元证券
GUOYUAN SECURITIES

主营业务扭亏，转型预期强烈

——亚夏汽车（002607）

分析师：林佳颐

执业证书编号：S0020516110001

目　　录

1、公司概括

2、内部资源整合，主营汽车销售业务扭亏

3、布局汽车全周期，公司最大增长点

4、投资互联网+项目，外延式并购可期

5、盈利预测&风险提示

1、公司概括——营收情况

●公司自2011年7月上市以来，一直围绕着汽车销售业务不断开拓，通过外延式并购、投资入股等方式，业务覆盖维修维保、保险经纪业务、驾培业务、汽车金融服务等领域。

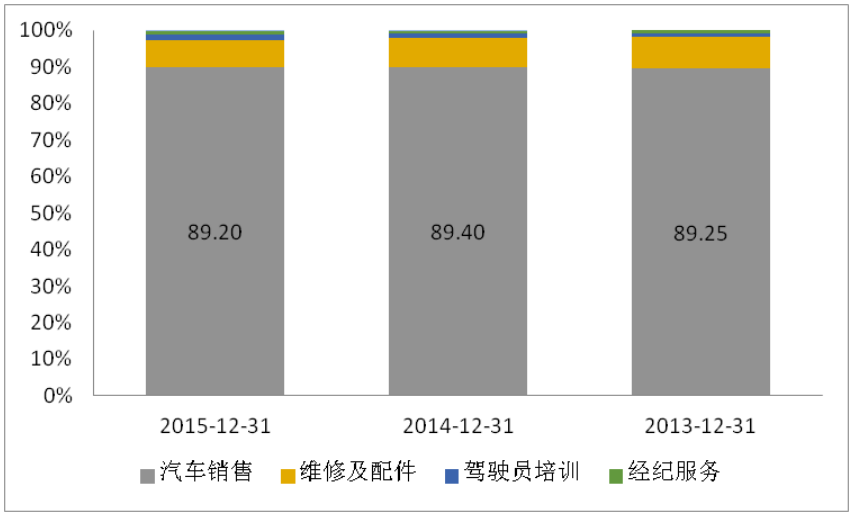
业务分类图

数据来源：公司公告,国元证券

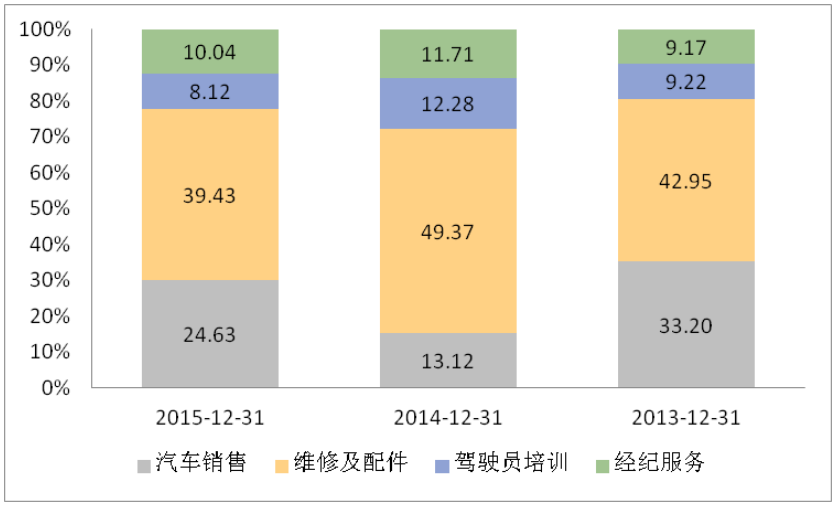
1、公司概括——营收情况

●2013-2015年，营业收入：汽车销售每年收入约46亿元，约占9成，其余收入约5亿元，约占1成；毛利方面：汽车销售明显下滑，维修维保等后续汽车服务业务独占鳌头。

营业收入百分比占比（%）



毛利百分比占比（%）



数据来源：wind,国元证券

1、公司概括——股权结构

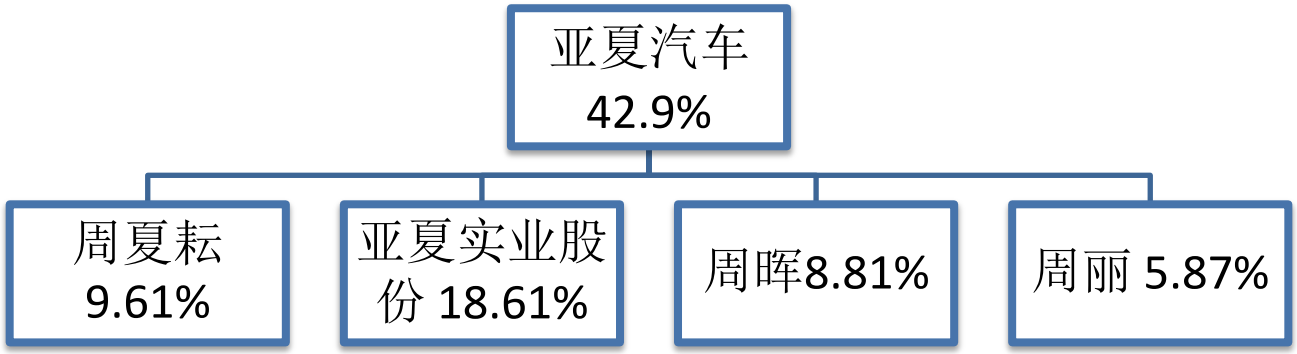
●**家族企业控股：**

➢ 根据2016年三季报数据，以实际控制人周夏耘为首（占比28.22%，本人占比9.61%+亚夏实业占比18.61%），带领家族成员周晖（占比8.81%）、周丽（占比5.87%），共计持股42.9%，具有绝对控制权，便于公司高效运转。

●**员工持股：**

➢2015.7，公司从二级市场购买4140万元公司股票，完成员工持股计划，股价锁定11.37元，员工认购比例86.86%。员工与公司共同发展，确保股价安全边际。

控股股权占比图



数据来源：公司公告,国元证券

1、公司概括——资金募集情况

IPO

2011.7

募集4.92亿元

每股22.35元

主要投向皖北4S店扩产项目

定增

2016.5

募集10亿

每股10.12元

O2O汽车云服务平台建设项目

汽车融资租赁项目

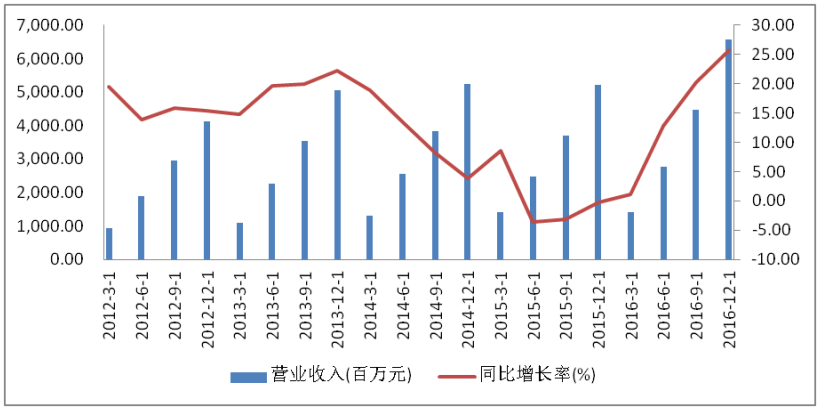
偿还银行贷款

数据来源：wind,国元证券

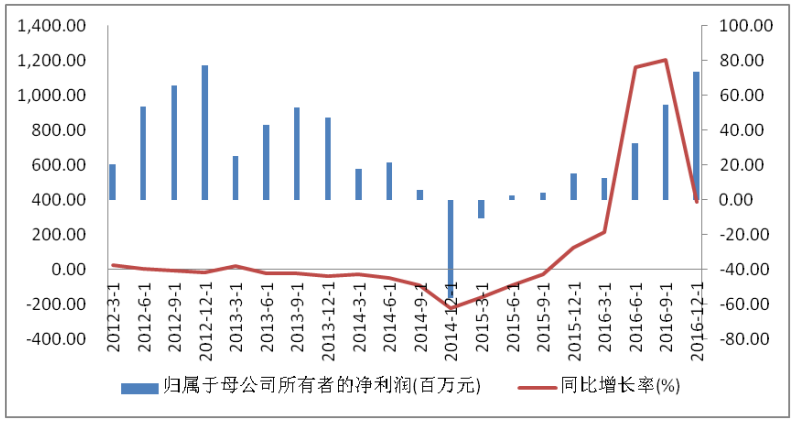
1、公司概括——财务分析图

- **营业收入稳定，2016年同比增速惊人**
  - 公司2014-2016年营业收入分别为52.37,52.21,65.61亿元，同比增速3.79%、-0.31%、25.66%。
- **归属母公司股东的净利润明显提升，2016年达到7300万元**
  - 公司2014-2016年归属母公司股东的净利润达到-0.56、0.15、0.73亿元，同比增速-219.14%、126.79%、386.81%。

营业收入（百万元）&同比增长率（%）



归属于母公司所有者的净利润（百万元）&同比增长率（%）

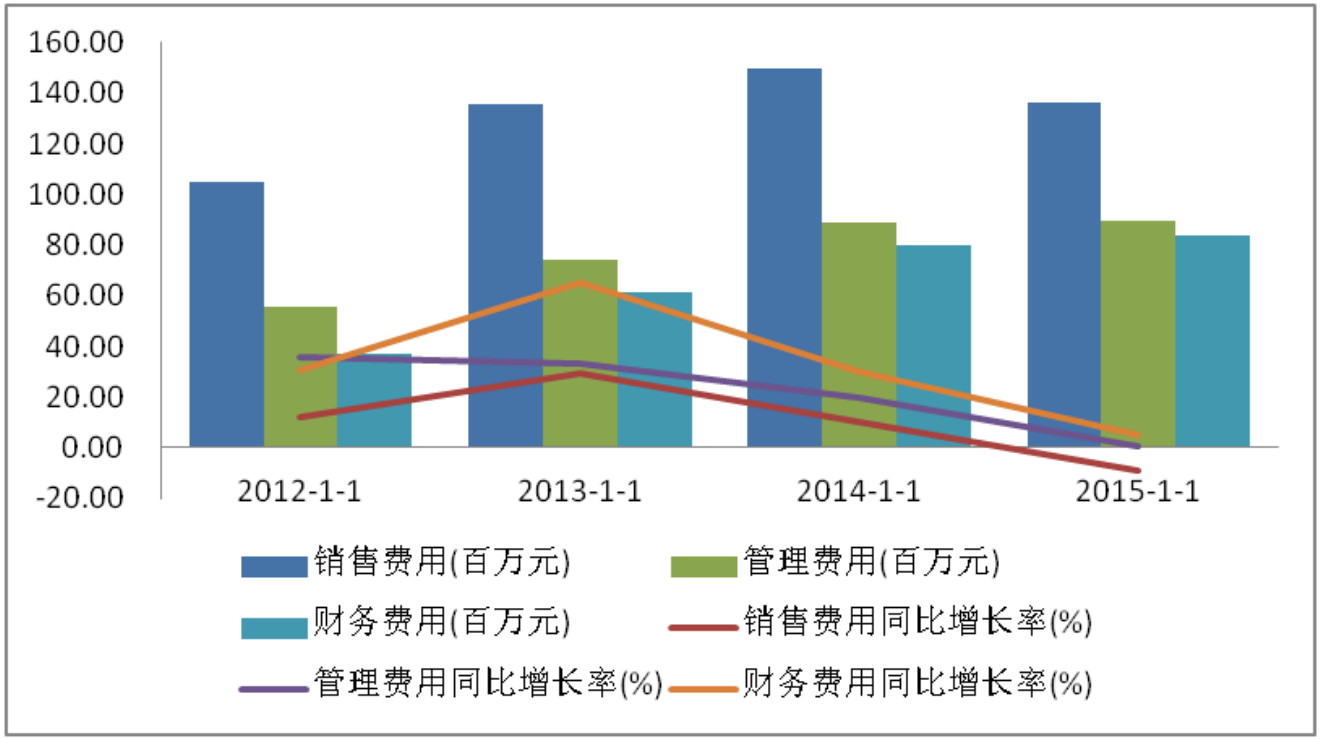


数据来源：wind,国元证券

1、公司概括——财务分析图

●公司管理情况良好，三费费用明显下降

三费变更图



数据来源：wind,国元证券

1、公司概括——2016业绩快报扭亏

●受益于汽车政策优势和公司内部业务调整，汽车销售业务营收提速
●保险返利&融资租赁等汽车金融业务毛利大幅上升
●定增项目顺利开展，补充公司现金流，降低财务费用

项目	本报告期	上年同期	增减变动幅度（%）
营业总收入	6,560,651,028.16	5,220,768,702.23	25.66
营业利润	57,191,340.66	-10,685,922.89	635.20
利润总额	94,797,352.27	28,150,382.70	236.75
归属于上市公司股东的净利润	73,493,238.79	15,096,814.81	386.81
基本每股收益（元）	0.17	0.04	325
加权平均净资产收益率	4.87%	1.85%	3.02
总资产	4,266,224,343.36	3,667,108,952.13	16.34
归属于上市公司股东的所有者权益	1,869,015,616.98	821,836,130.96	127.42
总股本	455,742,200.00	356,928,000.00	27.68
归属于上市公司股东的每股净资产	4.10	2.30	78.26

数据来源：wind,国元证券

目　　录

1、公司概括

2、内部资源整合，主营汽车销售业务扭亏

3、布局汽车全周期，公司最大增长点

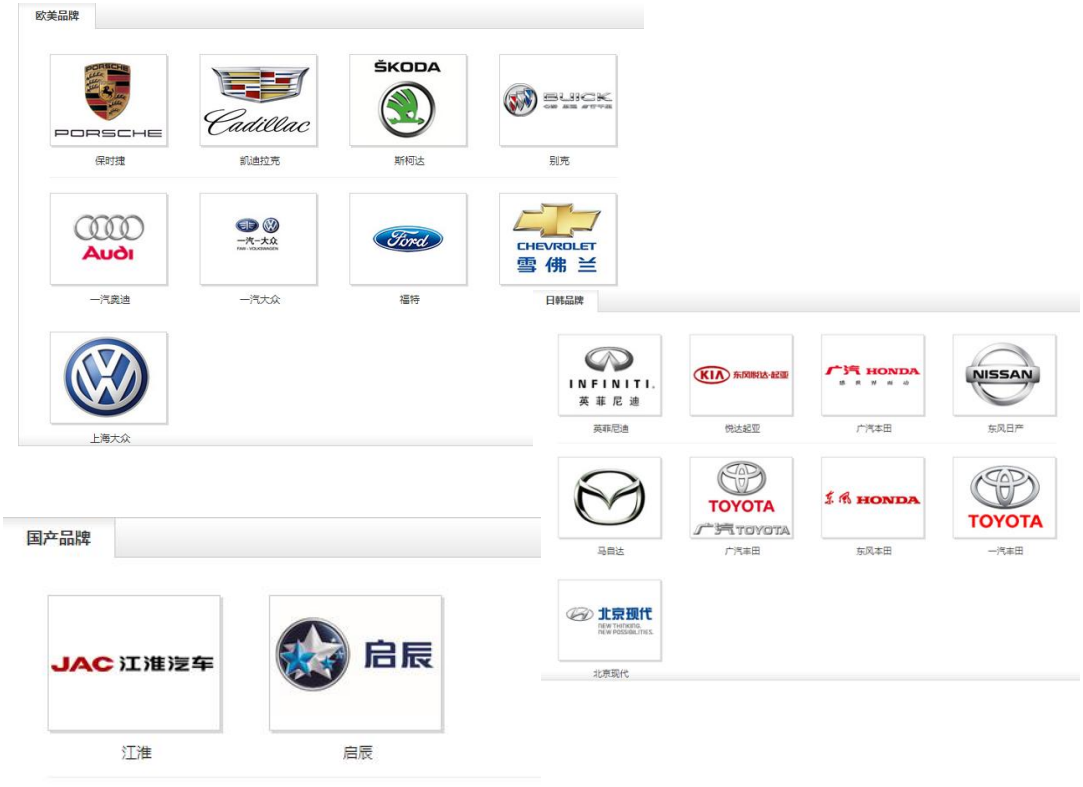
4、投资互联网+项目，外延式并购可期

5、盈利预测&风险提示

2、内部资源整合，主营汽车销售业务扭亏

●汽车销售业务占比巨大，安徽省内汽销龙头

➢公司旗下运营4S店约65家，主要分布在安徽省内各大城市，占省内市场占有率约8%。品牌覆盖16种，高中低端，欧美、日韩、以及国产等种类多样，可调节性较强



亚夏汽车股份有限公司汽车销售及服务网点

数据来源：公司官网,国元证券

2、内部资源整合，主营汽车销售业务扭亏

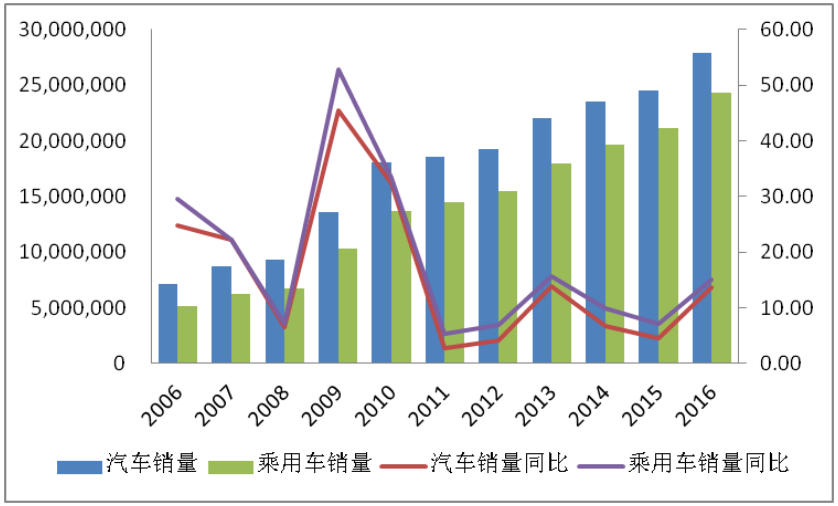
●行业情况良好

➢受益于1.6L及以下小排量汽车购置税减半政策，刺激汽车销售行情，安徽省内二三线城市消费升级，中低档车向中高档车型置换需求明显；四五线县城随经济发展，首购消费强烈。不论是中高低哪档车型，均有明显消费提升。

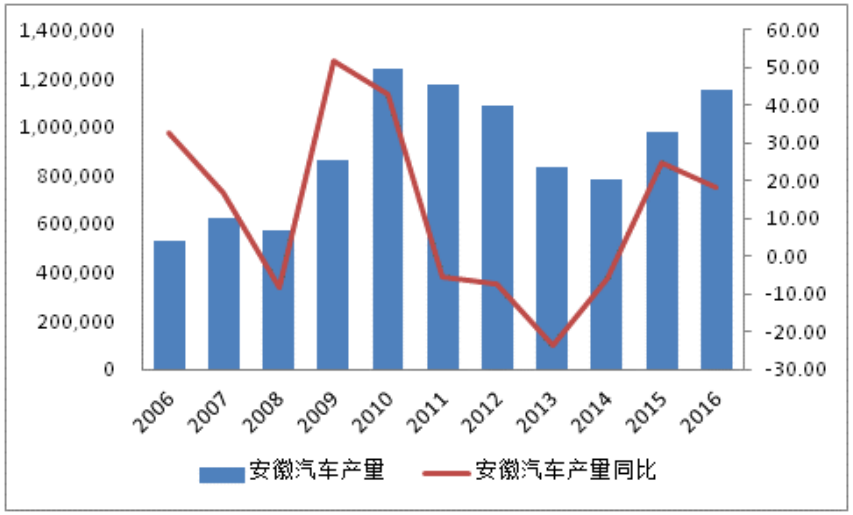
➢根据中汽协数据，2016年全年销售汽车2793.90万辆，同比增速13.74%，乘用车销量2429.22万辆，同比增速15.08%。

➢根据国家统计局数据，2016年安徽生产汽车115.40万辆，同比增速18.35%

全国汽车销量&同比；乘用车销量&同比



安徽汽车产量&同比



数据来源：wind,国元证券

2、内部资源整合，主营汽车销售业务扭亏

●整合内部资源，提升营收

品牌结构调整

- 由原来的日系品牌占比较高，逐步提升德系品牌的占比

业务结构调整

- 从汽车销售业务，到重点发展汽车金融与保险经纪业务的发展

业务模式调整

- 从安徽省内销售到互联网模式全国销售

目　　录

1、公司概括

2、内部资源整合，主营汽车销售业务扭亏

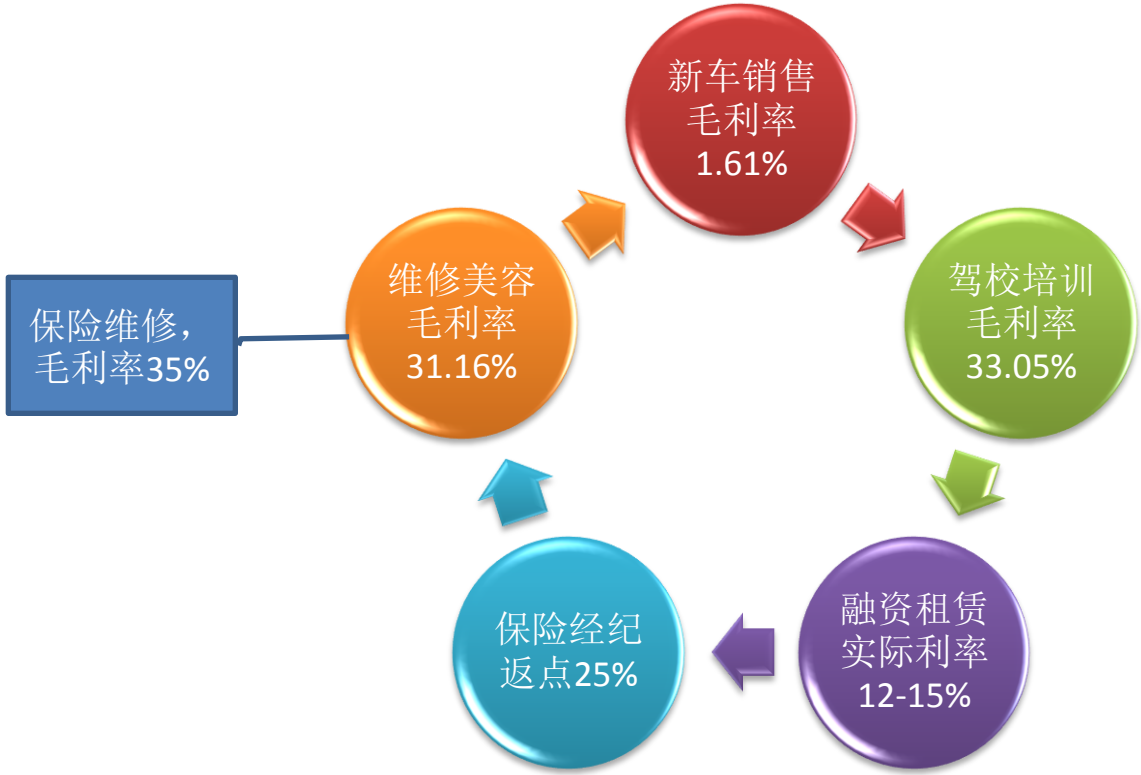
3、布局汽车全周期，公司最大增长点

4、投资互联网+项目，外延式并购可期

5、盈利预测&风险提示

3、布局汽车全周期，公司最大增长点

●汽车销售后服务全周期图（毛利率根据2015年年报计算）



数据来源：公司公告,国元证券

3、布局汽车全周期，公司最大增长点

●汽车销售后服务全周期布局图

新车销售

- 全省市65家4S店

驾校培训

- 阜阳、亳州、合肥、宁国、宣城、芜湖共10家驾校
- 易点时空

融资租赁

- 芜湖亚夏融资租赁有限公司

保险经纪

- 最会保
- 安徽亚夏保险经纪有限公司

维修美容

- 途虎养车
- 全省市65家4S店

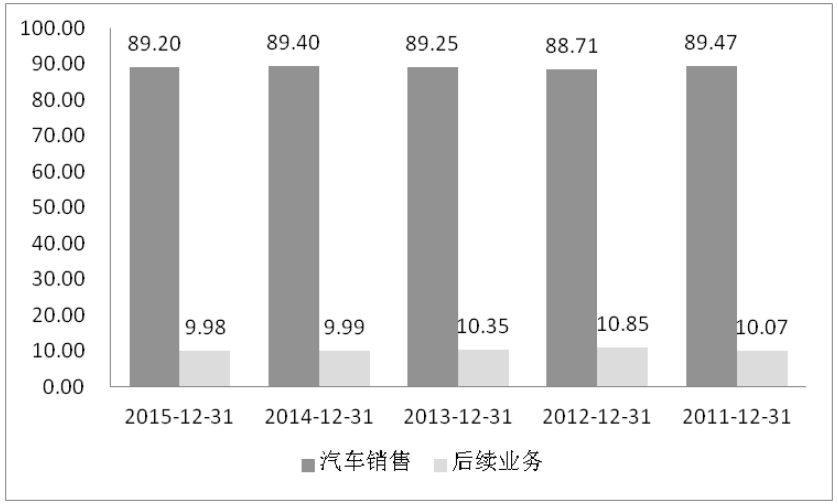
数据来源：公司官网,国元证券

3、布局汽车全周期，公司最大增长点

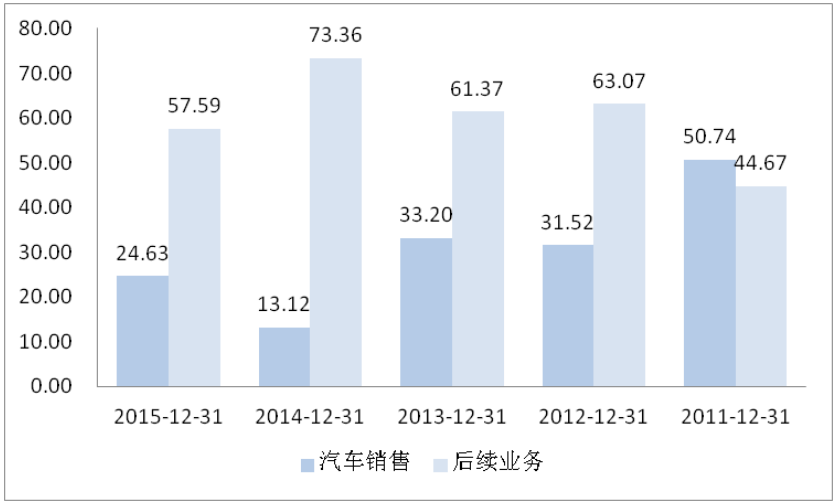
●新车销售保有客户，后续服务开发利润

- ➢新车销售高营收，低毛利。后续业务高毛利，营收待规模开发。
- ➢新车销售保有客户，后续进行2次3次开发。

汽车销售&后续业务营收占比图



汽车销售&后续业务毛利占比图



数据来源：wind,国元证券

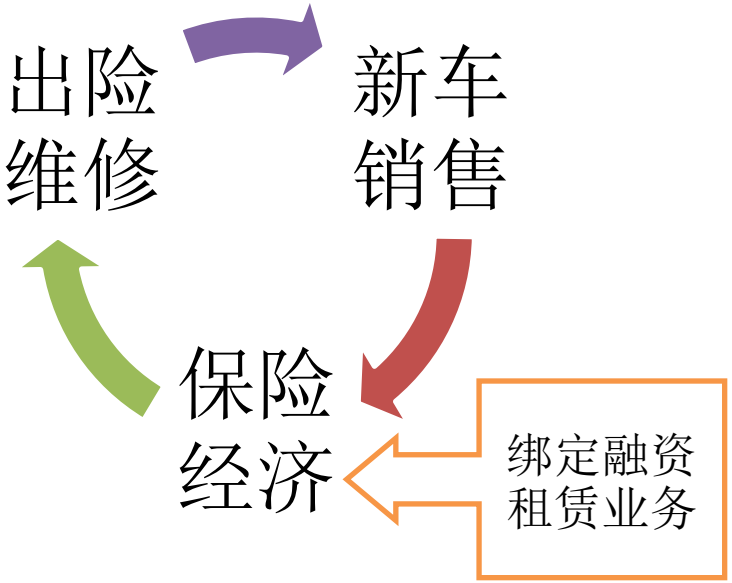
3、布局汽车全周期，公司最大增长点

- **融资租赁业务空间广阔，二三线城市尤其需要**
  - 主要针对客户群体：无法获得银行商业贷款的非优质客户，如个体户等。
- **定增项目补充资本金，预计2017年进入高速增长期**
  - 2016.5.4，定增10亿中有5.6亿作为汽车融资租赁项目的补充资本金，与注册资本2亿，共计7.6亿
  - 在省内沿江城市设立多个融资租赁分公司，在省外有重庆、上海
- **开发运营车辆大批量采购模式**
  - 与UBER滴滴合作，结合网约车合法化，大批量进行网约车新车销售+融资租赁组合业务
  - 合作新能源大巴等
  - 2016年三季度开始运行
- **2016年合计放款规模约3.8亿元，预计2017年有望突破10亿，实际放贷利率12-15%**

融资租赁

3、布局汽车全周期，公司最大增长点

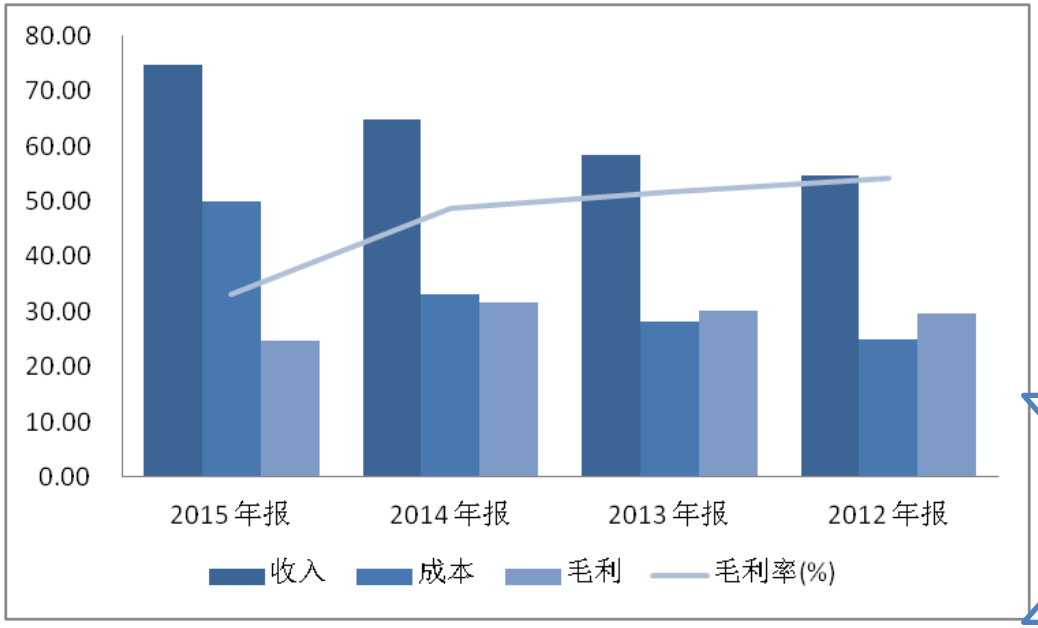
●保险返点25%，提升公司盈利能力
●配套新车销售进行，与融资租赁业务绑定销售：新车保险1年+续保2年，共计约1万元，可返点2500元
●保险带动后续出现维修，毛利率35%左右



3、布局汽车全周期，公司最大增长点

●驾培业务利润稳定，现金牛业务

- ➢驾培业务毛利率33.05%，营收7475万，占比1.43%，毛利2471万，占比8.12%。营收占比不大，单体毛利贡献好。
- ➢现金支付业务，保证公司稳定现金流
- ➢近3年新增驾校快速成长，安徽省内业务需求明显



驾培业务

数据来源：wind,国元证券

3、布局汽车全周期，公司最大增长点

●按公司新车平均售价13.5万计算，若完成全周期，盈利情况如下：（毛利率根据2015年年报计算）

➢原本新车销售毛利率仅为1.61%，2173.5元。若完成全周期业务，毛利合计达到24773元，提升10倍有余。

项目	营收计算标准	毛利（元）
新车销售	毛利率1.61%	2173.5
驾校培训	芜湖均价2000，宁国4000，取均值3000元，毛利率33.05%	991.5
融资租赁	实际利率12-15%，取13%	17550
保险经纪返点	返点25%，融资租赁业务绑定1年新车保险+2年续保；非融资租赁业务可选择购买。1.6L以下小排量车型新车保险一般在4000-5000元，续保3000元	2500
维修美容	按5000计算，毛利率31.16%	1558
合计		24773

数据来源：国元证券

目　　录

1、公司概括

2、内部资源整合，主营汽车销售业务扭亏

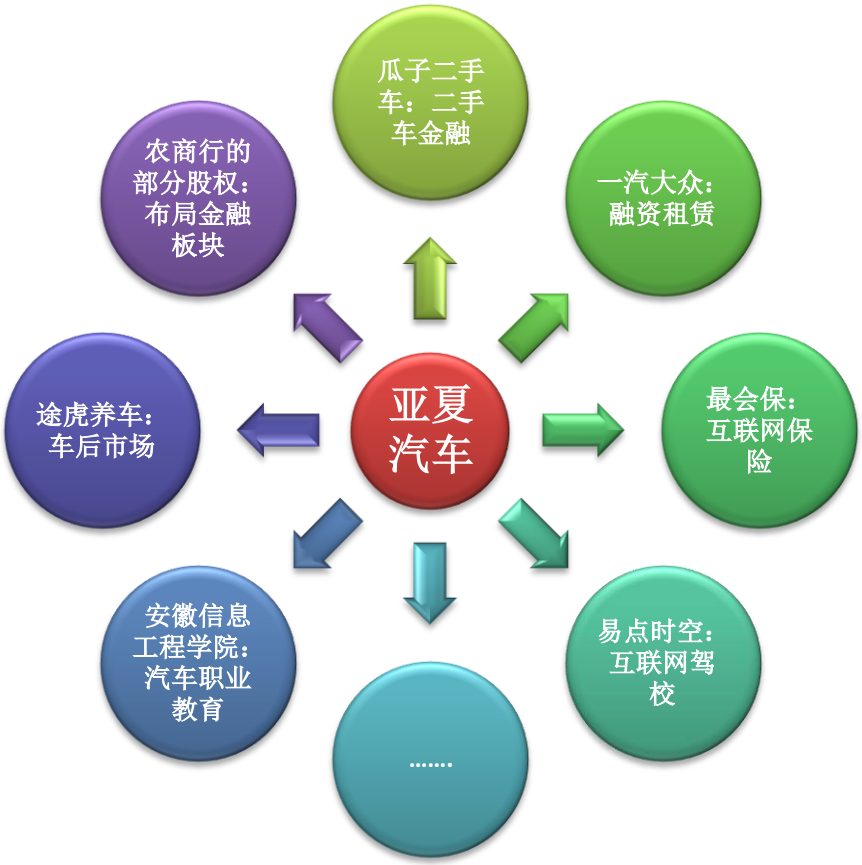
3、布局汽车全周期，公司最大增长点

4、投资互联网+项目，外延式并购可期

5、盈利预测&风险提示

4、投资互联网+项目，外延式并购可期

●布局多领域，汽车产业链全周期项目



数据来源：公司公告,国元证券

4、投资互联网+项目，外延式并购可期

●互联网平台导流，促进主营业务

4、投资互联网+项目，外延式并购可期

下一个？

目　　录

1、公司概括

2、内部资源整合，主营汽车销售业务扭亏

3、布局汽车全周期，公司最大增长点

4、投资互联网+项目，外延式并购可期

5、盈利预测&风险提示

5、盈利预测：买入评级

- **2017年业务继续发展，增速40%-60%**
  - ➢2016年归母净利润月7300万，预计2017年将突破1亿元。若融资租赁业务拓展较快，并带动保险经纪业务的快速增长，以及保险经纪业务所带动的维修与配件业务的增长，业绩将达到1.2亿元，增速40%-60%之间
  - ➢公司未来主要增长点在汽车金融、保险返点和保险带动的汽车维修，其中汽车金融的融资租赁业务市场空间巨大，保险返点达到25%，汽车维修的毛利率在35%以上。
- **50亿小市值，转型预期强烈**
- **市场价10元左右，上涨空间巨大**
  - ➢临近定增加10.12，与员工持股价11.37倒挂
- **2016-2018EPS：0.17、0.23、0.28**

5、风险提示

- 公司汽车金融业务进展不及预期
- 汽车行业整体下滑
- 经济下滑

谢 谢！

如需进一步交流，可联系国元汽车研究员：林佳颐（13816312528）。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

- 本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。
- 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
- 市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

- 本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn