

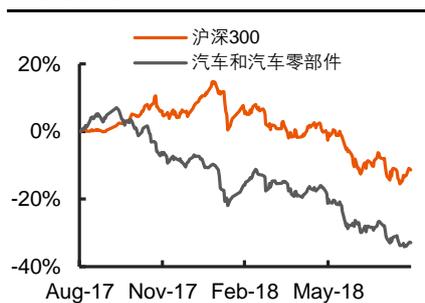
汽车经销商行业2018年半年报综述

售后业务较好平抑行业周期

中性（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业快评*汽车和汽车零部件*销量实现高增长、盈利能力提升》
2018-08-22

《行业动态跟踪报告*汽车和汽车零部件*中升控股中报启示录》
2018-08-17

《行业动态跟踪报告*汽车和汽车零部件*淡季很淡，分化进一步加剧》
2018-08-14

《行业深度报告*汽车和汽车零部件*特斯拉：颠覆者的进击》
2018-08-11

《行业深度报告*汽车和汽车零部件*激荡廿载、制胜未来》 2018-08-09

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

研究助理

肖潇 一般从业资格编号
S1060118050036
15000862289
XIAOXIAO718@PINGAN.COM.CN

■ **受行业周期影响，经销商景气度下行。**上半年行业处景气度低点，主要汽车经销商营收与利润增速放缓，其中，中升控股单店盈利能力最强，广汇汽车单店净利润增幅不大；样本经销商销售、管理、财务费用率普遍同比小幅回升，存货周转天数增加，库存系数位于警戒线之上；样本经销商整体现金流收紧，通过放缓投资扩张步伐和缩小融资规模使资产负债率小幅下降。

■ **新车业务放缓，售后逆周期提升。**主要豪车经销商网点数量均有所提升，但新车增速普遍放缓，中升控股凭借奔驰与日系强势品牌新车增速23.8%遥遥领先；除正通汽车外，主要经销商新车毛利率均小幅下滑。样本经销商售后业务稳定增长，营收占比持续提升，表现出较强的抗周期性。

■ **衍生业务成效显著。**受益二手车限迁政策解除，上半年全国二手车销量660.2万辆，同比增长13.1%，广汇汽车二手车业务继续领跑全行业，中升控股、永达汽车二手车增速超过行业平均水平。主要豪车经销商佣金代理业务营收与毛利占比快速提升，广汇汽车融资租赁业务规模优势显著。

■ **盈利预测与投资建议：**上半年汽车行业景气度下行，经销商业绩增速放缓，主要豪车经销商售后业务稳步提升，衍生业务成效显著，推荐广汇汽车（规模优势与协同效应逐步兑现），建议关注中升控股（奔驰维持强势+日系品牌高景气度）。

■ **风险提示：**1) 经济下行风险：经销商行业对宏观经济高度敏感，目前全球贸易摩擦不断，我国经济正处于由高速增长向高质量增长转变的关键阶段，如果经济下行，将导致汽车销量下降，经销商库存激增，盈利恶化。2) 收购整合不及预期：目前经销商主要通过并购整合实现业务扩张，若被并购企业经营不善，或后续整合不及预期，可能导致公司整体毛利率降低，盈利能力下降。3) 经销商多元化业务拓展不及预期：提高非新车销售业务占比是经销商行业大势所趋，但目前第三方售后连锁店、互联网巨头支持的二手车电商平台等竞争对手不断涌现，对经销商的非新车销售业务形成巨大威胁，可能导致经销商多元化失败，成长空间受限。

股票名称	股票价格		EPS				P/E				评级
	2018/9/4	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
广汇汽车	6.15	0.47	0.55	0.65	0.77	13.1	11.2	9.5	8.0	推荐	
广汇宝信*	2.08	0.30	0.29	0.34	0.41	6.0	6.2	5.3	4.4	-	
永达汽车*	6.81	0.83	0.96	1.20	1.49	7.1	6.2	4.9	4.0	-	
正通汽车*	4.65	0.54	0.64	0.77	0.80	7.5	6.3	5.3	5.1	-	
中升控股*	17.48	1.48	1.83	2.15	2.49	10.3	8.3	7.1	6.1	-	
美东汽车*	3.46	0.25	0.29	0.38	0.50	12.1	10.4	7.9	6.0	-	

注：*为 WIND 一致预期，港股经销商股价采用港币，EPS 采用人民币，计算 P/E 的汇率采用 9 月 4 日晚汇率：1 港元=0.8713 元人民币。

广汇汽车均采用人民币计量。

正文目录

一、经销商板块全面下挫	5
1.1 二级市场表现：经销商板块全面下挫	5
1.2 行业景气度下行，经销商增速放缓	5
二、新车业务放缓，售后逆周期提升	11
2.1 新车销售业务整体放缓	11
2.2 售后维保逆周期提升	13
三、衍生业务成效显著	15
3.1 二手车市场保持高速发展.....	15
3.2 佣金代理初具规模	16
四、盈利预测与投资建议	17
五、风险提示	18

图表目录

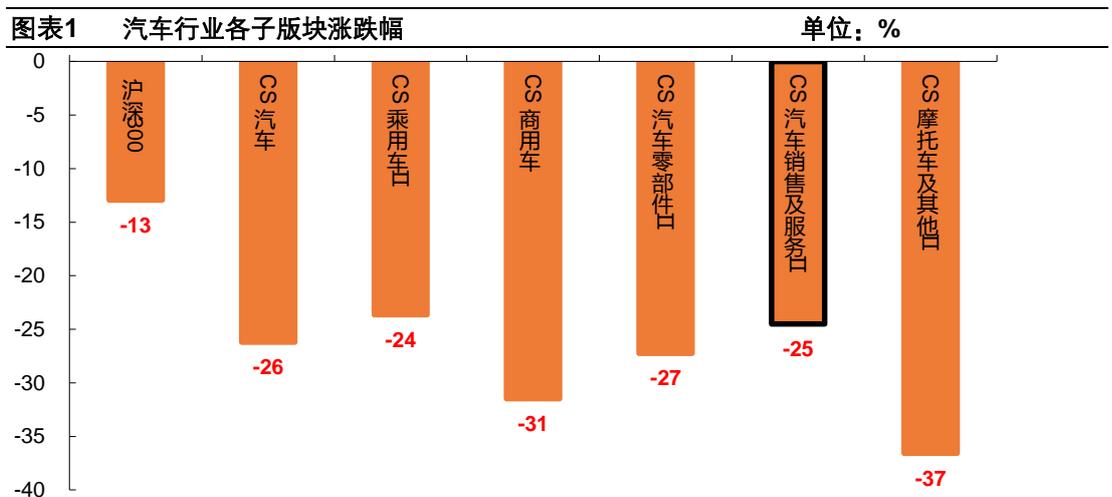
图表 1	汽车行业各子版块涨跌幅	单位：%	5
图表 2	样本经销商营收与净利润增速	单位：%	6
图表 3	样本经销商毛利率与净利率	单位：%	6
图表 4	样本经销商分企业 2018H1 业绩情况	单位：亿元，%	6
图表 5	主要经销商单店营业收入	单位：亿元	7
图表 6	主要经销商单店归母净利润	单位：万元	7
图表 7	样本经销商期间费用率情况	单位：%	7
图表 8	样本经销商分企业期间费用率情况	单位：%	8
图表 9	样本经销商存货周转天数	单位：天	8
图表 10	2017-2018 月度汽车经销商库存系数		8
图表 11	各经销商 2016-2018 存货周转天数	单位： 天	9
图表 12	销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比重	单位：%	9
图表 13	经营活动产生的现金流量净额	单位：亿元	9
图表 14	投资活动产生的现金流量净额	单位：亿元	10
图表 15	筹资活动产生的现金流量净额	单位：亿元	10
图表 16	样本经销商资产负债率	单位：%	10
图表 17	样本经销商速动比率	单位：%	11
图表 18	主要经销商新车业务历年营收	单位：亿元	11
图表 19	主要经销商新车销量	单位：万辆	12
图表 20	主要经销商与国内乘用车市场新车销量增速对比	单位：%	12
图表 21	经销商网点数	单位：家	13
图表 22	经销商新车业务毛利率	单位：%	13
图表 23	主要经销商售后维保业务收入	单位：亿元	13
图表 24	主要经销商售后服务营收占总营收比重	单位：%	14
图表 25	主要经销商售后维保业务单店毛利	单位：百万元	14
图表 26	主要经销商零服吸收率	单位：%	15
图表 27	主要经销商售后服务毛利率	单位：%	15
图表 28	2017 年经销商豪华品牌 4S 店占比	单位：家，%	15
图表 29	取消二手车限迁相关政策		15
图表 30	全国二手车历年销量	单位：万辆	16
图表 31	主要经销商二手车销量	单位：万辆	16
图表 32	主要经销商佣金代理营收与新车营收之比	单位：亿元	17
图表 33	主要经销商佣金代理业务毛利占总毛利比重	单位：%	17

一、经销商板块全面下挫

报告整理分析了 A 股和 H 股主要汽车经销商企业 2018 年上半年的业绩表现。样本经销商企业包括：庞大集团、广汇宝信、广汇汽车、永达汽车、正通汽车、中升控股、和谐汽车、美东汽车。

1.1 二级市场表现：经销商板块全面下挫

受行业周期性波动和宏观经济影响，从年初至今，汽车板块跌幅大于沪深 300，下跌 26%。其中乘用车板块下跌 24%，商用车板块下跌 31%，零部件板块下跌 27%，经销商板块下跌 25%。



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注：数据截止 8 月 31 日

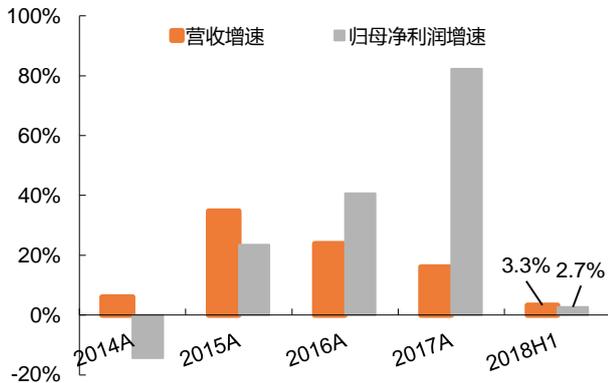
1.2 行业景气度下行，经销商增速放缓

1.2.1 业绩增速放缓，豪车机会仍存

尽管行业处景气度低点，样本经销商营收与净利润仍取得小幅正增长，毛利率与净利率保持稳定。分企业看，仅庞大集团与和谐汽车营收与净利润同时下降，广汇宝信归母净利润同比下降 9.4%，主要是由于二季度受库存压力影响，促销力度加大，致使毛利率由 2017 年上半年的 8.6% 降至 7.7%，同时销售费用率由 2017 年上半年的 2.6% 增至 3.3%。广汇汽车归母净利润增幅低于营收增幅亦有同样原因。

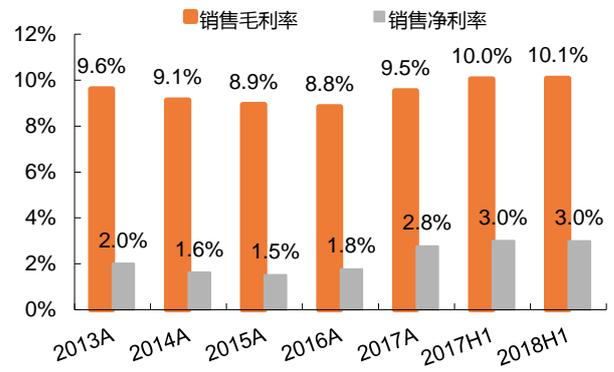
主要豪车经销商中升控股、正通汽车、美东汽车，受益于豪车渗透率提升的结构性机会，收入与利润保持高速增长，上半年奔驰品牌维持高景气度，宝马新品 525Li、X3，奥迪新品 Q5L、A8 均表现不俗。

图表2 样本经销商营收与净利润增速 单位：%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 样本经销商毛利率与净利率 单位：%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表4 样本经销商分企业 2018H1 业绩情况 单位：亿元，%

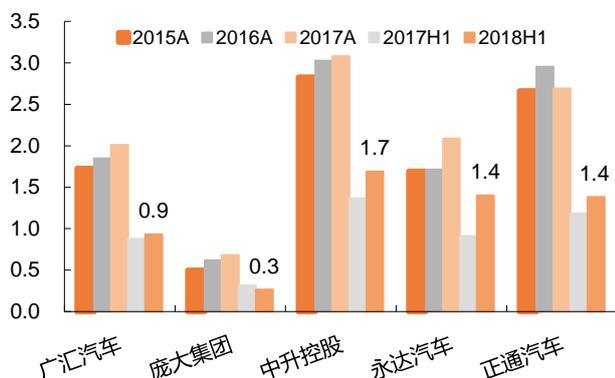
	营业收入			归母净利润		
	2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比
广汇汽车	702.8	781.5	11.2%	20.0	21.1	5.4%
中升控股	391.4	504.0	28.8%	13.6	18.4	35.5%
庞大集团	329.3	271.1	-17.7%	3.0	2.6	-12.8%
永达汽车	225.6	253.7	12.5%	6.5	7.2	10.9%
广汇宝信	159.8	173.5	8.6%	4.0	3.6	-9.4%
正通汽车	159.0	190.8	20.0%	5.2	7.1	37.8%
美东汽车	33.5	43.8	30.8%	1.1	1.6	46.0%
和谐汽车	52.7	48.6	-7.8%	5.6	4.2	-25%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

中升控股单店盈利能力最强：上半年中升控股平均单店贡献归母净利润达到 617 万元，盈利能力最强，尽管奔驰新品周期已过，但其依然维持较强的产品力，中升控股中高端品牌基本由日系三强：丰田、本田、日产组成，日系品牌亦处于新品密集投放阶段，销量保持较高增速。

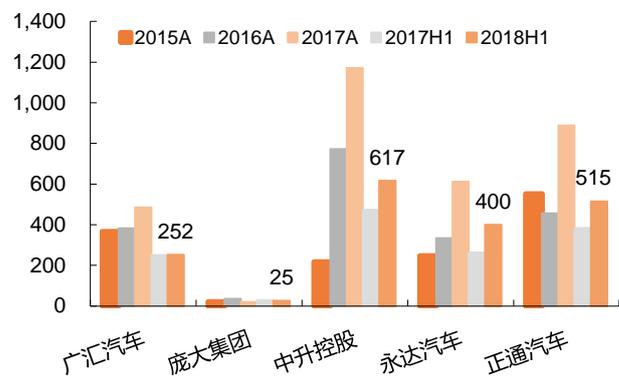
广汇汽车单店净利润增幅不大：一方面是上半年利润增速有所下滑，另一方面，公司上半年新增 34 家 4S 店，保持较高的扩张速度，对单店利润的统计产生一定影响，预计随着下半年销售旺季来临，豪华品牌店面占比提升，公司盈利有望改善。

图表5 主要经销商单店营业收入 单位：亿元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表6 主要经销商单店归母净利润 单位：万元



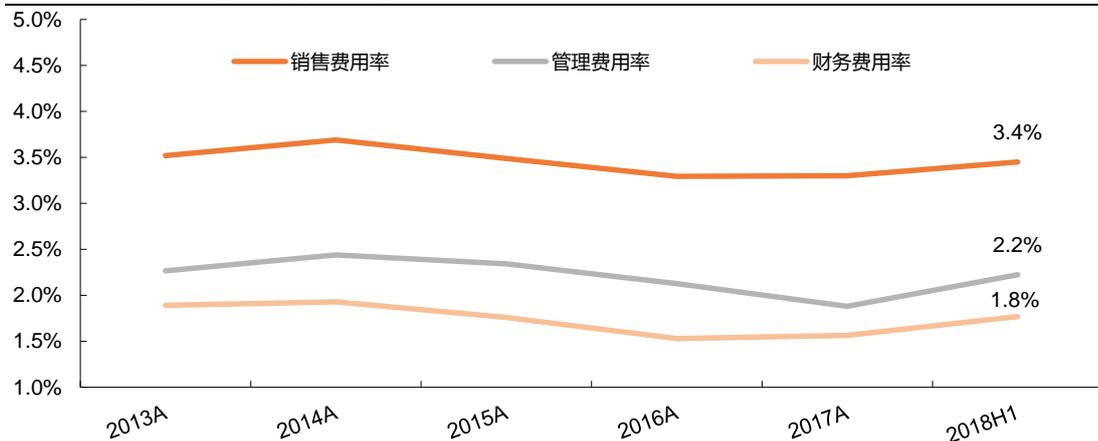
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.2.2 期间费用率普遍小幅回升

2013年至2017年, 样本经销商费用率总体保持稳中缓降的趋势, 而2018年上半年, 受行业低迷影响, 主要经销商费用率均有所提升。

上半年广汇汽车销售费用率增长较快, 主要是加大促销力度所致, 上半年公司财务费用15.1亿元, 同比增加37.54%, 主要是受汇兑损失影响, 由于上半年期末人民币急剧贬值, 公司对于美元贷款未充足使用汇率对冲产品, 上半年汇兑损失达1.42亿元, 而2017年上半年则取得汇兑收益1.34亿元。公司7月开始采用汇率对冲产品, 以锁定汇率, 应对人民币贬值风险, 预计下半年将有效控制汇兑风险。

图表7 样本经销商期间费用率情况 单位：%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表8 样本经销商分企业期间费用率情况 单位：%

	销售费用率			管理费用率			财务费用率		
	2017 H1	2018 H1	同比增加百分点	2017 H1	2018 H1	同比增加百分点	2017 H1	2018 H1	同比增加百分点
广汇汽车	2.7	3.1	0.4	1.6	1.7	0.1	1.6	1.9	0.4
庞大集团	3.4	3.2	-0.1	2.9	3.8	0.9	2.5	2.8	0.4
中升控股	3.8	3.9	0.1	1.4	1.4	0.0	1.3	1.2	-0.2
永达汽车	4.5	4.5	0.0	2.4	2.4	0.1	1.1	1.2	0.2
正通汽车	2.9	2.6	-0.3	2.5	3.9	1.5	2.0	2.3	0.3
广汇宝信	2.6	3.2	0.6	2.1	2.0	-0.1	2.1	1.9	-0.2
美东汽车	3.8	3.9	0.1	3.4	3.3	-0.1	0.7	0.6	-0.1
和谐汽车	4.8	5.1	0.3	0.9	1.6	0.7	0.7	0.6	0.0

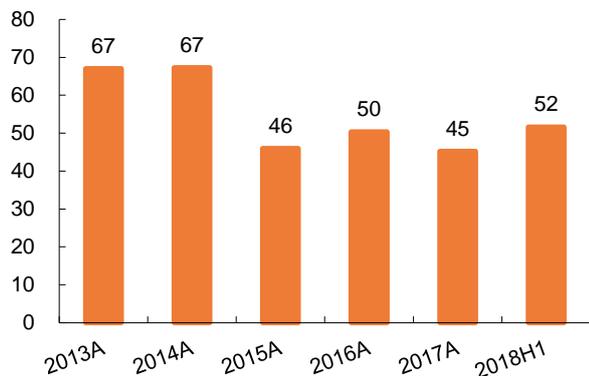
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

1.2.3 库存压力有所加大

上半年, 样本经销商存货周转天数达 52 天, 比 2017 年增加 7 天, 根据中国汽车流通协会数据, 上半年月度经销商库存系数均在 1.5 的警戒线之上。直至 7 月份, 汽车经销商综合库存系数为 1.79, 同比上升 16%, 环比下降 7%, 库存水平依然维持高位。分企业看, 各主要汽车经销商的存货周转天数均高于 2017 年水平。

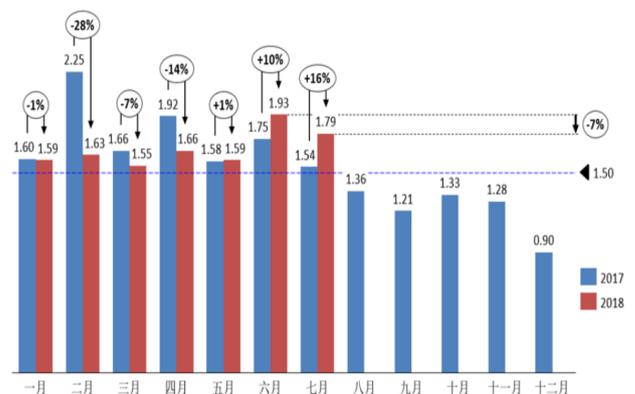
这一方面可能是由于 2017 年豪车市场景气度高, 甚至出现库存不足的情况, 因此经销商对市场前景较为乐观, 并在年初回补库存较多, 另一方面, 二季度受关税调整预期的影响, 市场观望情绪浓厚, 导致库存压力加大。尽管 7 月份高端豪华及进口品牌受关税影响积累的部分观望需求释放, 高端豪华及进口品牌车型的销量有所回升, 但是市场并未真正回暖, 汽车经销商库存压力依然较大。

图表9 样本经销商存货周转天数 单位: 天



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表10 2017-2018 月度汽车经销商库存系数

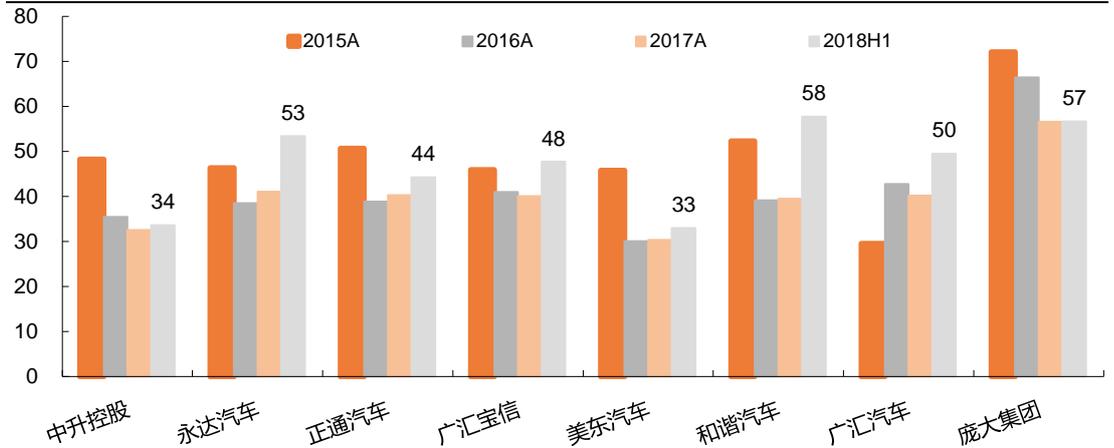


资料来源:中国汽车流通协会, 平安证券研究所

注: 根据国际同行业通行的惯例, 库存系数在 0.8~1.2 之间, 反映库存处在合理范围; 库存系数 > 1.5, 反映库存达到警戒水平, 需要关注; 库存系数 > 2.5, 反映库存过高, 经营压力和风险都非常大。

图表11 各经销商 2016-2018 存货周转天数

单位：天



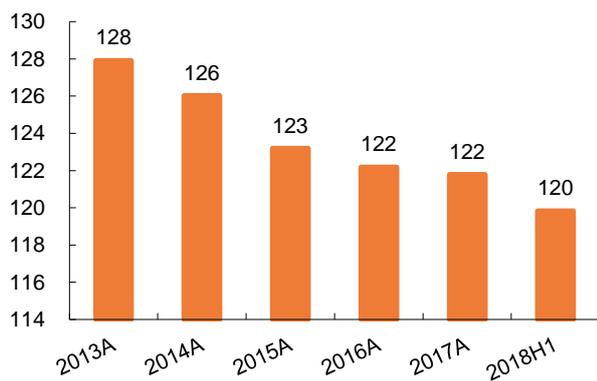
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2.4 行业整体现金流收紧

样本经销商销售商品提供劳务收到的现金/营业收入比例近 5 年均保持在高于增值税税率 1.17(目前增值税税率为 16%)，说明样本经销商整体现金流良好，但该比例整体呈逐年下降的趋势，体现出经销商行业竞争加剧的趋势。经营活动现金流净额与营收之比逐步转负，是由于样本经销商并购扩张网点数量使新增库存量超过销售量所致。

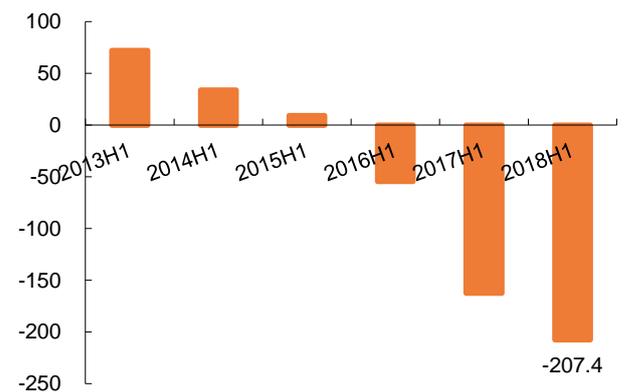
上半年经营现金流为大额负值，主要是由于经销商年初回补库存所致。样本经销商投资活动现金流逐步转正，筹资活动现金流逐步转负，这是由于汽车行业整体处于下行区间，财务费用率提升说明经销商融资成本不断提高，样本经销商通过减缓投资扩张的步伐，控制债务，以改善资本结构。

图表12 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比重
单位：%



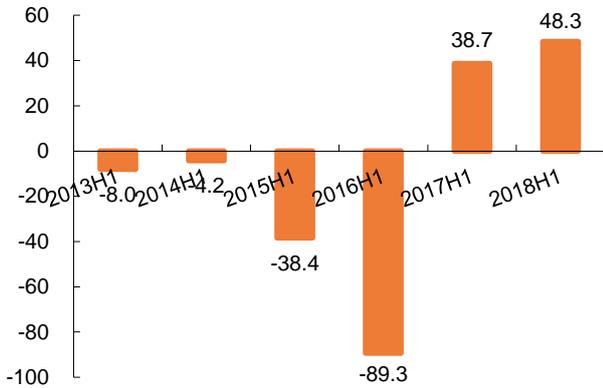
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 经营活动产生的现金流量净额 单位：亿元



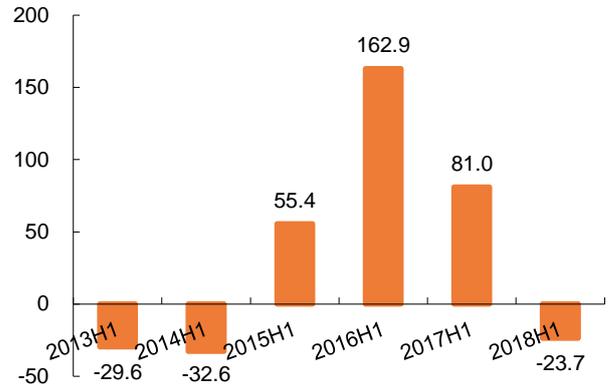
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 投资活动产生的现金流量净额 单位：亿元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表15 筹资活动产生的现金流量净额 单位：亿元



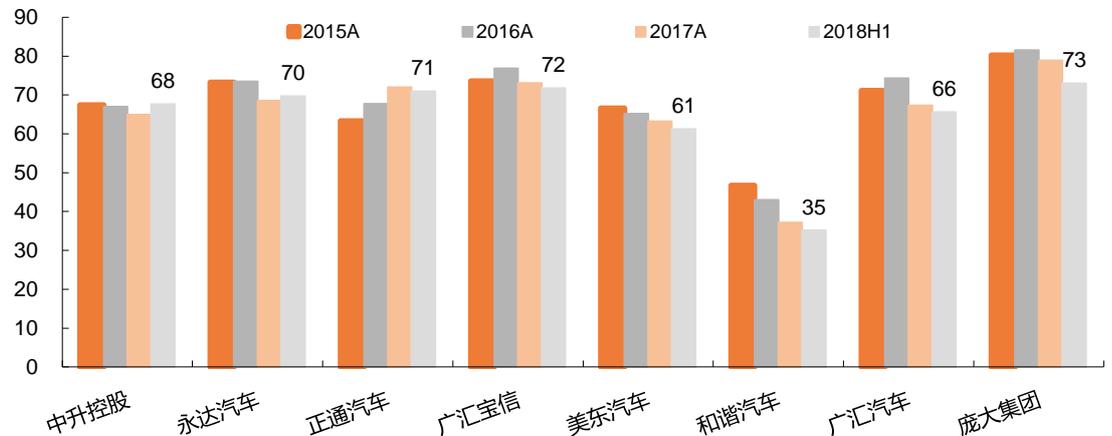
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

1.2.5 资产结构总体稳定

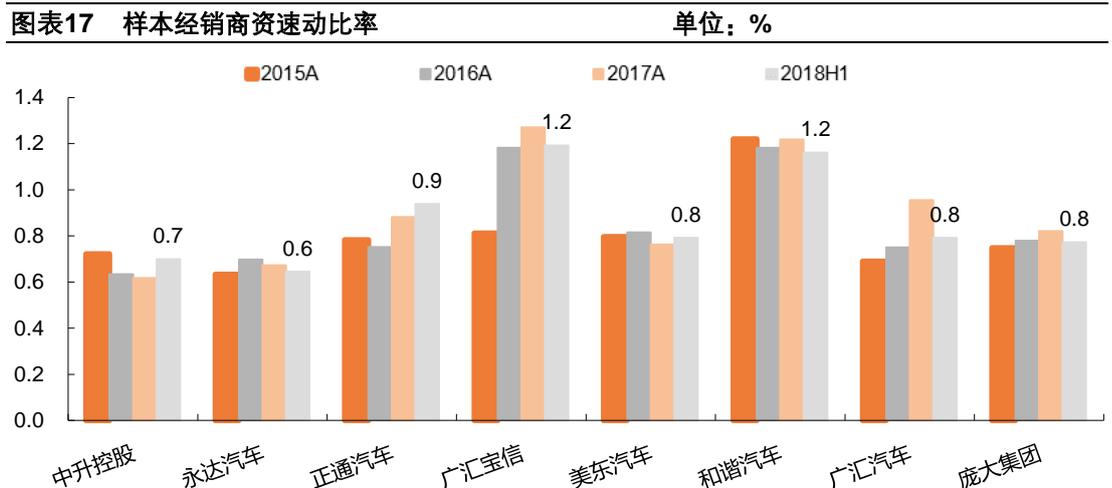
样本经销商资产负债率基本保持稳定，广汇宝信近两年速动比率提升较快，主要是通过资本市场筹资所致。主要汽车经销商上市公司中，中升控股和永达汽车资产负债率小幅提升，其他汽车经销商资产负债率均呈下降趋势。

图表16 样本经销商资产负债率

单位：%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

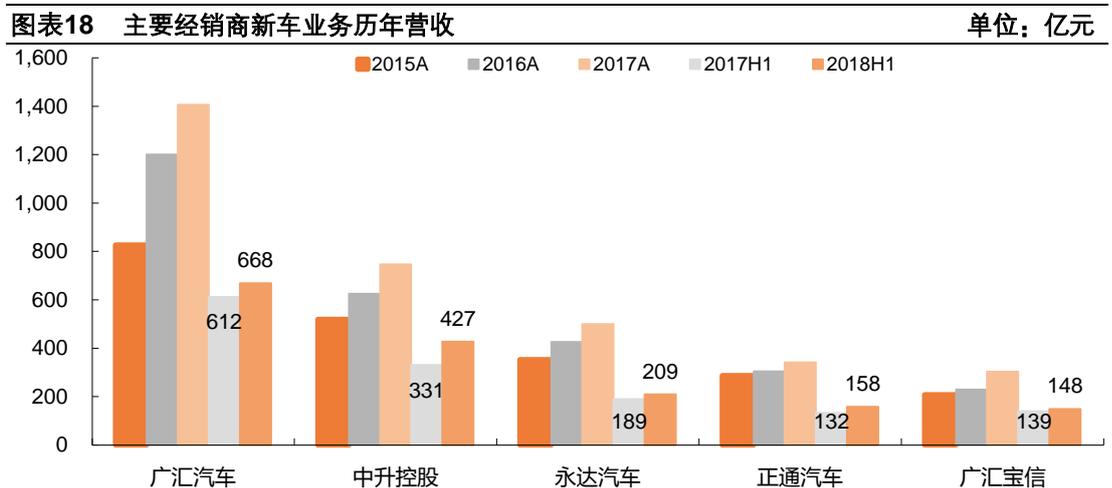


资料来源:公司公告,平安证券研究所

二、新车业务放缓,售后逆周期提升

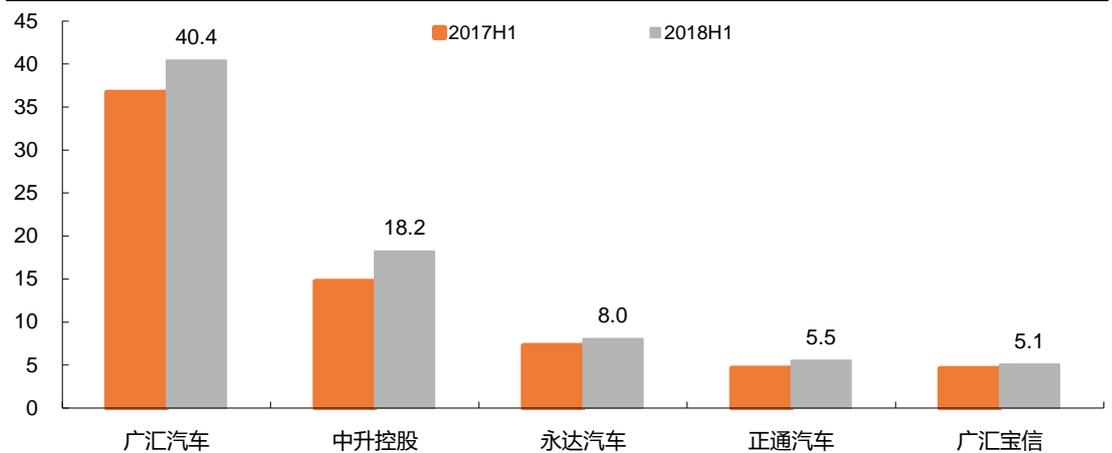
2.1 新车销售业务整体放缓

新车销售业务仍是经销商主要营收来源,广汇汽车以 40.4 万辆的新车销量和 668.1 亿汽车销售收入继续领跑全行业。在销量增速上,中升控股以 23.8% 的新车增速领先,主要是受益于奔驰品牌强势超预期,以及日系品牌密集投放新品,上半年日系品牌乘用车在华销量 209 万辆,同比增长 5.1%。



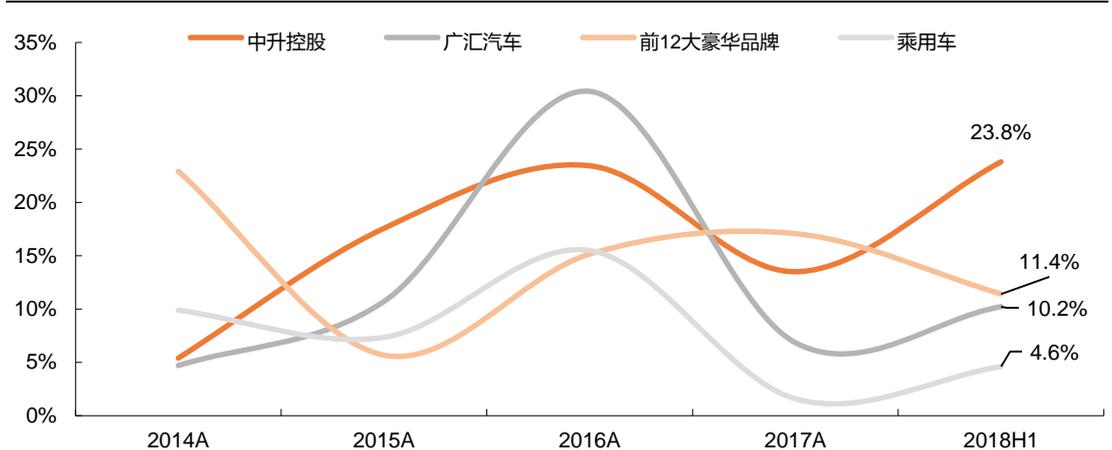
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表19 主要经销商新车销量 单位：万辆



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表20 主要经销商与国内乘用车市场新车销量增速对比 单位：%

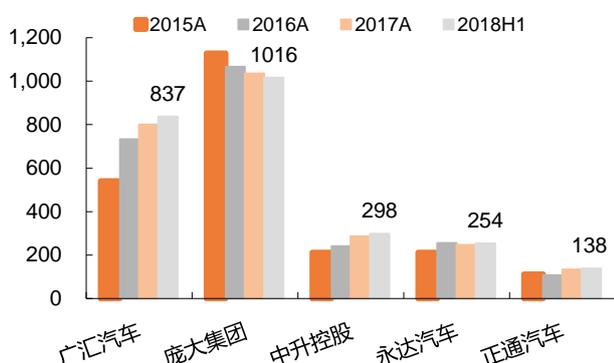


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

除庞大集团外，主要经销商网点数量均有所提升，广汇汽车上半年净新增网点数 37 家，在高速的扩张的同时维持着良好的资产负债率和速动比率，体现出公司较强的管理能力。

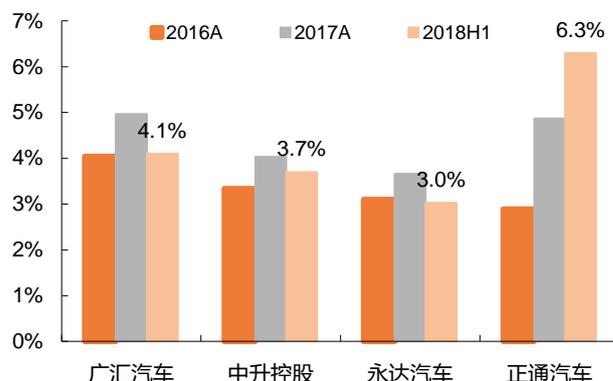
正通汽车新车销售毛利率提升明显：由于上半年终端折扣较高，广汇汽车、中升控股、永达汽车新车业务毛利率同比均出现回落，而正通汽车新车毛利率则大幅提升 1.5 个百分点到 6.3%，这是由于正通汽车豪华与超豪华品牌 4S 店占比高达 70%，保时捷卡宴、路虎揽胜、奥迪 Q5L、A8 等爆款车型的热销带来较高的毛利率。

图表21 经销商网点数 单位：家



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表22 经销商新车业务毛利率 单位：%

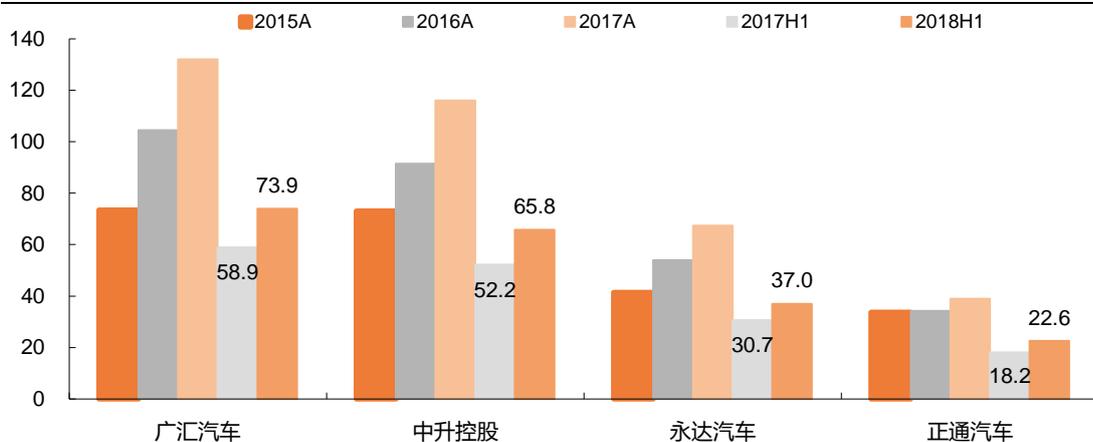


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

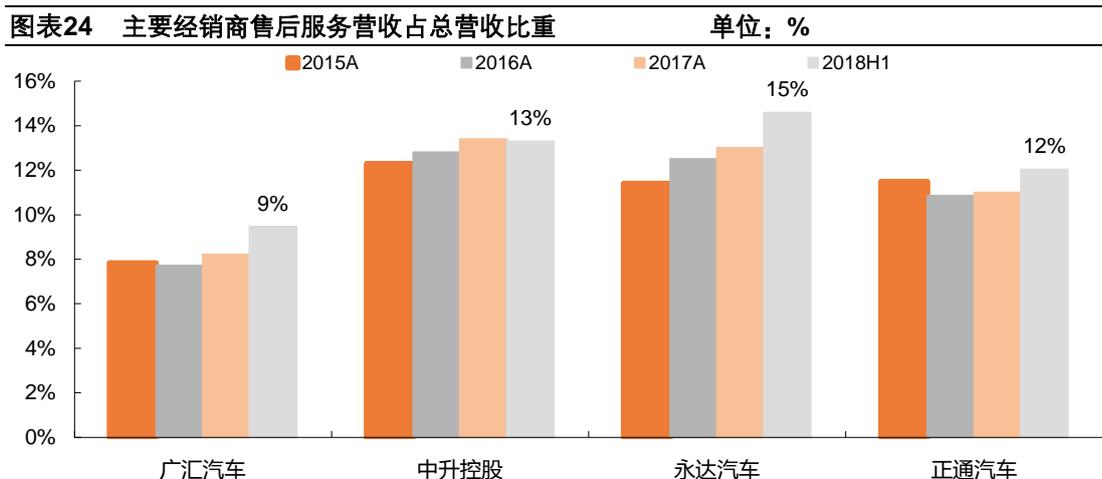
2.2 售后维保逆周期提升

不同于新车业务的高周期性，样本经销商特别是豪车经销商的售后业务仍保持较高速度增长。广汇汽车、永达汽车、正通汽车的售后业务营收占比均稳步提升，抗周期性增强。上半年中升控股售后营收占比基本保持稳定，这主要是由于奔驰品牌的强势表现带来新车业务营收同步增长。

图表23 主要经销商售后维保业务收入 单位：亿元

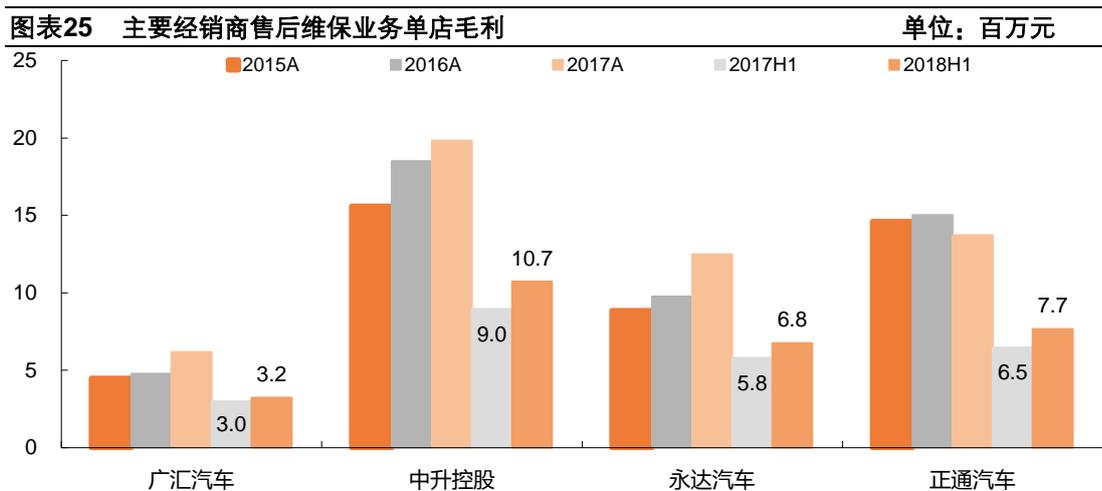


资料来源:公司公告, 平安证券研究所



资料来源:公司公告, 中国汽车流通协会, 平安证券研究所

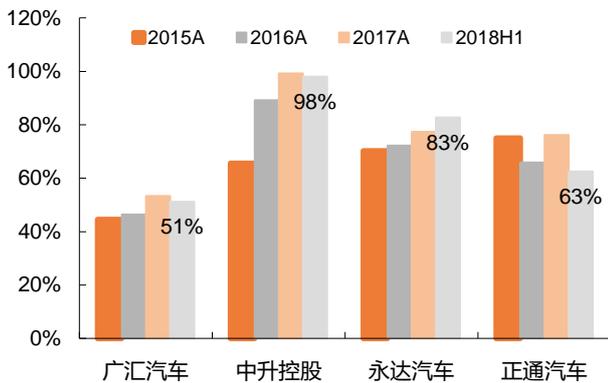
由于豪车零整比更高, 且豪车车主相对更重视服务质量而非价格, 因此豪车销量占比最高的中升控股、永达汽车、正通汽车的售后维保业务单店毛利更高, 且售后毛利率更占优势, 中升控股的售后毛利几乎可以覆盖公司的期间费用。



资料来源:公司公告, 中国汽车流通协会, 平安证券研究所

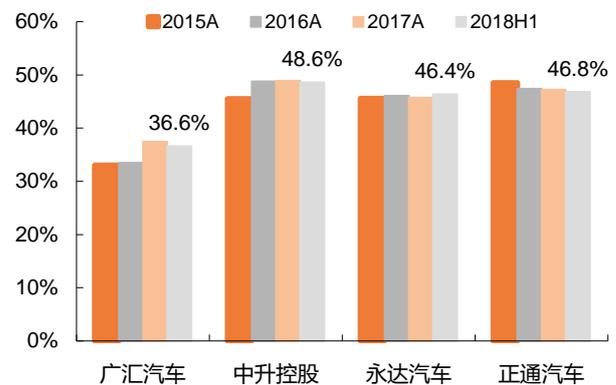
注: 售后维保业务单店毛利=售后维保业务毛利/当年营业店面数

图表26 主要经销商零服吸收率 单位：%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表27 主要经销商售后服务毛利率 单位：%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 零服吸收率=售后毛利/(销售、管理、财务三费之和)

图表28 2017年经销商豪华品牌4S店占比 单位:家,%

证券名称	2017A			2018H1		
	总网点数	豪华品牌网点	豪华品牌4S店占比	总网点数	豪华品牌网点	豪华品牌4S店占比
广汇汽车	800	195	24%	837	220	26%
中升控股	286	151	53%	298	164	55%
永达汽车	247	120	49%	254	120	47%
正通汽车	134	96	72%	138	96	70%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注:含已授权待开业网点。

三、 衍生业务成效显著

3.1 二手车市场保持高速发展

二手车限迁政策始于北京,为了改善空气质量而限制排放标准低的二手车迁入,之后全国各地纷纷效仿,以环保之名行地方保护主义之实。2016年3月,为促进二手车市场发展,国务院规定取消各地二手车限迁政策,二手车市场开始高速发展,上半年二手车销量660.2万辆,同比增长13.1%。根据中国汽车流通协会预测,2018年我国二手车销量有望超过1500万辆。

图表29 取消二手车限迁相关政策

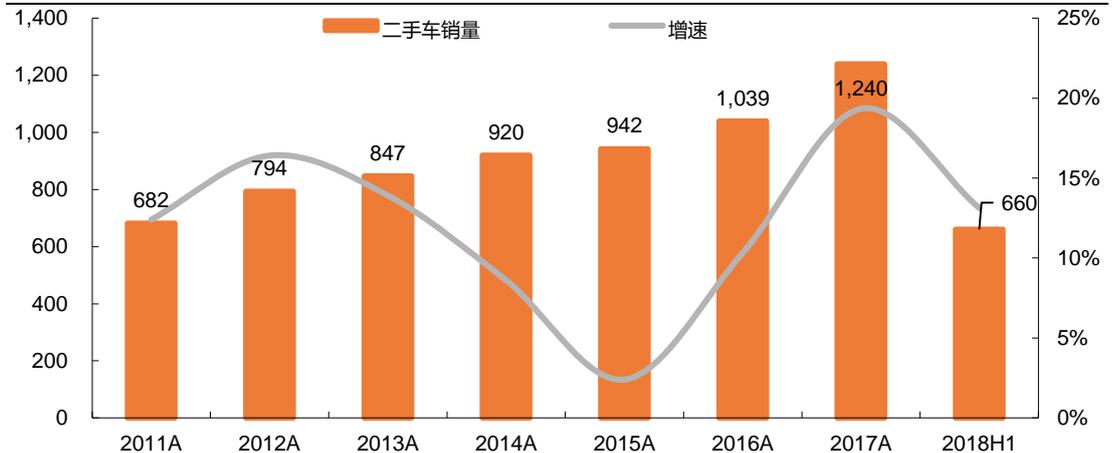
时间	取消二手车限迁相关政策
2016年3月	国务院发布《关于促进二手车便利交易的若干意见》,政策规定,2016年5月底前,全国299个地级市除京津冀、江浙沪、长三角三大区域的15个城市外,其他省市应该无条件取消二手车限迁政策。
2017年上半年	共有13个省份涉及135个城市发布了全面取消二手车限迁的相关文件。

2018年3月 国务院总理李克强在政府工作报告中指出，将全面取消二手车限迁政策。
商务部将继续推动全面取消二手车限迁政策，加快修订《二手车流通管理办法》

资料来源:政策文件, 平安证券研究所

图表30 全国二手车历年销量

单位: 万辆



资料来源: 中国汽车流通协会, 平安证券研究所

上半年, 广汇汽车以4S店内生性车源为基础, 实现二手车销量14.2万台, 同比增长81%, 继续领跑全行业, 中升控股、永达汽车二手车销量分别为2.3万辆和1.9万辆, 增速超过行业平均水平。

广汇汽车、永达汽车等大型汽车经销商拥有4S店置换回购车、展车、租赁车、客户寄售车等充足稳定的二手车源, 全面可靠的售后保障, 具有电商平台无法比拟的优势。目前, 广汇汽车与阿里巴巴共同发展二手车O2O拍卖平台, 上半年参拍台次6.2万辆, 成交2.8万辆。永达汽车线上构建“永达二手车商城”, 线下布局97家二手车营销网点, 打通线上线下二手车“新零售”业务。

图表31 主要经销商二手车销量

单位: 万辆

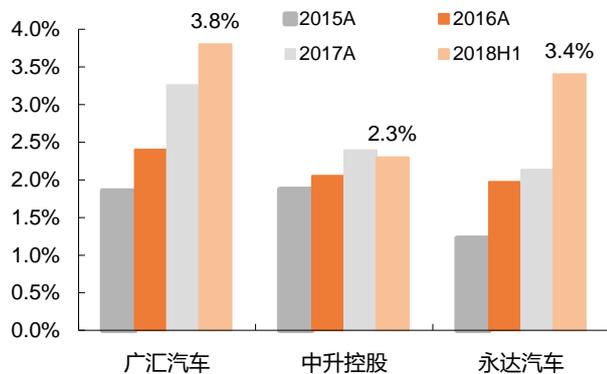
	2016A	2017A	同比增幅	2017H1	2018H1	同比增幅
广汇汽车	9.0	20.3	126%	7.9	14.2	81%
中升控股	2.7	3.8	41%	1.7	2.3	39%
永达汽车	2.5	3.5	39%	1.6	1.9	19%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

3.2 佣金代理初具规模

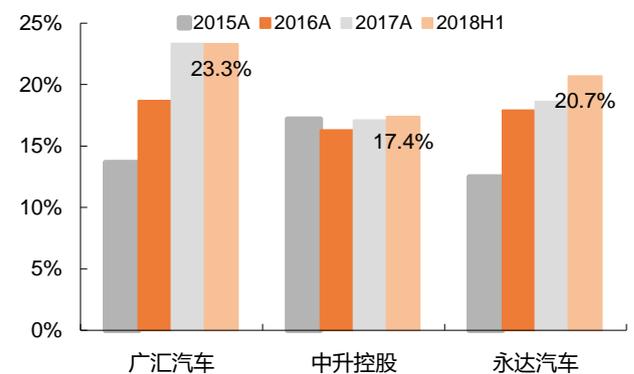
佣金代理业务主要包括保险代理、延保代理、汽车融资代理、二手车交易代理, 2018H1广汇汽车的佣金代理业务收入25.4亿元, 同比增加19.88%, 凭借规模经济效应, 丰富的二手车源, 获取更低的融资利率和保险集中采购成本, 使保险的返佣比例以及车贷的佣金率持续提升, 上半年, 广汇汽车保险业务首保、续保、延保渗透率分别高达73.6%、70.8%、24.1%, 分别同比提升2.2、10.3、6.7个百分点。

图表32 主要经销商佣金代理营收与新车营收之比
单位：亿元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表33 主要经销商佣金代理业务毛利占总毛利比重
单位：%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

从披露的融资租赁与金融自营业务收入来看,目前广汇汽车、正通汽车、永达汽车的融资租赁业务已初具规模。2018年上半年,广汇汽车完成汽车租赁13.4万台,同比增长57.6%;管理资产规模189.1亿元,同比增长41.1%。

永达汽车金融自营业务收入2.45亿元,同比增长113.6%,金融代理收入2.82亿元,同比增长16.3%。中升控股金融业务均为代理,上半年渗透率达到48.4%,同比提升近6个百分点。

四、盈利预测与投资建议

受行业周期影响,经销商景气度下行。

上半年行业处景气度低点,主要汽车经销商营收与利润增速放缓,其中,中升控股单店盈利能力最强,广汇汽车单店净利润增幅不大;样本经销商销售、管理、财务费用率普遍同比小幅回升,存货周转天数增加,库存系数位于警戒线之上;样本经销商整体现金流收紧,通过放缓投资扩张步伐和缩小融资规模使资产负债率小幅下降。

新车业务放缓,售后逆周期提升。

主要豪车经销商网点数量均有所提升,但新车业务增速放缓,除正通汽车外,新车毛利率均小幅下滑;中升控股凭借奔驰与日系强势品牌新车增速23.8%遥遥领先。样本经销商售后业务稳定增长,营收占比持续提升,表现出较强的抗周期性。

衍生业务成效显著。

受益二手车限迁政策解除,上半年二手车销量660.2万辆,同比增长13.1%,广汇汽车二手车业务继续领跑全行业,中升控股、永达汽车二手车增速超过行业平均水平。主要豪车经销商佣金代理业务营收与毛利占比快速提升,广汇汽车融资租赁业务规模优势显著。

上半年汽车行业景气度下行,经销商业绩增速放缓,主要豪车经销商售后业务稳步提升,衍生业务成效显著,推荐广汇汽车(规模优势与协同效应逐步兑现),建议关注中升控股(奔驰维持强势+日系品牌高景气度)。

五、风险提示

1) 经济下行风险。

经销商行业对宏观经济高度敏感，目前全球贸易摩擦不断，我国经济正处于由高速增长向高质量发展增长转变的关键阶段，如果经济下行，将导致汽车销量下降，经销商库存激增，盈利恶化。

2) 收购整合不及预期。

目前经销商主要通过并购整合实现业务扩张，若被并购企业经营不善，或后续整合不及预期，可能导致公司整体毛利率降低，盈利能力下降。

3) 多元化业务拓展不及预期。

提高非新车销售业务占比是经销商行业大势所趋，但目前第三方售后连锁店、互联网巨头支持的二手车电商平台等竞争对手不断涌现，对经销商的非新车销售业务形成巨大威胁，可能导致经销商多元化失败，成长空间受限。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033