

维修服务价格上行，汽车经销商受益

华泰研究

2021年2月22日 | 中国内地

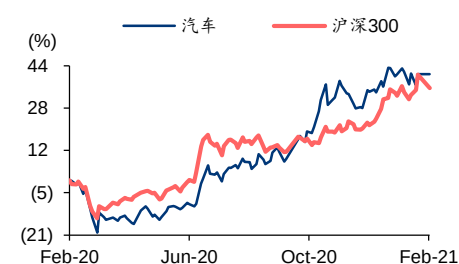
动态点评

汽车

增持（维持）

研究员	林志轩
SAC No. S0570519060005	zhixuan.lin@htsc.com
SFC No. AVU633	+86-21-28972090
研究员	刘千琳
SAC No. S0570518060004	liuqianlin@htsc.com
SFC No. BQB847	+86-21-28972076
研究员	邢重阳
SAC No. S0570520070003	xingchongyang@htsc.com
SFC No. BNN388	+86-21-38476205
研究员	王涛
SAC No. S0570519110001	wangtao011711@htsc.com
	+86-21-28972053

行业走势图



资料来源：华泰研究，Wind

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
广汇汽车	600297 CH	5.55	买入
上汽集团	600104 CH	37.74	买入
广汽集团	601238 CH	16.00	增持

资料来源：华泰研究预测

汽车服务业务受益于维修服务价格上行

我们对比分析居民消费价格指数中“交通工具”以及“交通工具使用与维修”两个分项在 2001-2020 年间的变化。总体而言，“交通工具”价格在 2001-2021 之间平均每年下跌 2.1%，与相反，“交通工具使用与维修”价格在此期间平均每年上涨 1.9%。在此大背景下，我们认为提供汽车服务相关的企业将长期受益于价格的上涨，广汇汽车是国内最大的汽车经销商集团，我们维持“买入”评级，目标价 5.55 元。此外，上汽集团以及广汽集团的汽车服务贸易业务也将受益于服务市场的增长以及价格的上行。

选取居民消费价格指数，分析汽车商品与服务的价格变化趋势

由于新车销售以及汽车后市场服务（维修、保养、美容等）价格缺乏较为完善和连续的历史数据，我们从居民消费价格指数来分析汽车行业的一些价格变化趋势。国家统计局在消费价格指数中的“交通”大类中公布了“交通工具”、“交通工具用燃料”、“交通工具使用与维修”和“交通费”四个细分项的数据，且历史数据较长具备可比性。由于汽车是消费者主要的出行工具之一且市场规模大，因此我们认为，“交通工具”消费价格指数一定程度上能够反映出汽车产品的价格变化情况，而“交通工具使用与维修”消费价格指数一定程度上能够反映出汽车售后服务的价格变化趋势。

“交通工具使用与维修”价格指数总体呈稳定增长态势

在 2001-2020 年间，“交通工具使用与维修”消费价格指数平均值为 101.9（上年=100），可以认为价格平均每年比上一年增长 1.9%；与此相反，“交通工具”消费价格指数平均值为 97.9，可以认为价格平均每年比上一年下降 2.1%。且在 2001-2020 年间，“交通工具”消费价格指数均在 100 以下，而“交通工具使用与维修”消费价格指数只有 2003 年低于 100，其他年份均高于 100。如果以 2000 年数据 100 为基数，“交通工具”消费价格指数 2020 年为 65.0，而“交通工具使用与维修”消费价格指数 2020 年为 146.2。

汽车经销商更多受益于维修服务价格上涨的大趋势

汽车经销商的主要业务包括新车销售、售后维修保养服务以及其他衍生服务（金融保险产品代理服务、上牌服务等）。新车销售金额较大，但汽车整车价格指数持续下行，且新车销售业务总体利润率较低，新车销售业务的利润贡献过去几年总体呈下降趋势；而汽车维修服务虽然单价较低，但利润率较高，且汽车保有量持续扩大，是汽车经销商主要的利润来源。展望未来，我们认为汽车维修服务价格有望延续此前稳健上升的趋势，汽车经销商维修服务平均价格上涨，有利于维修服务业务收入的增长以及利润率的改善。

广汇汽车：售后维修服务需求增长以及价格上涨的主要受益者

在汽车售后维修服务价格上涨的大趋势背景下，汽车经销商是主要的受益者。以国内最大的汽车经销商集团广汇汽车 1H20 数据为例，售后维修业务的营业收入占比为 10%，但其毛利润贡献占比为 37%。展望未来，广汇汽车有望受益于汽车保有量的扩大以及汽车维修服务需求的稳定增长，继续重点推荐。此外，业务也包括服务贸易的部分汽车制造商也将受益于服务市场的增长以及价格的上行，包括上汽集团以及广汽集团。

风险提示：宏观经济放缓导致国内汽车需求低于预期；公司营业收入低于预期；市场竞争加剧导致公司利润率低于预期。

维修服务价格稳健上行，汽车经销商受益

汽车维修价格总体呈上升趋势

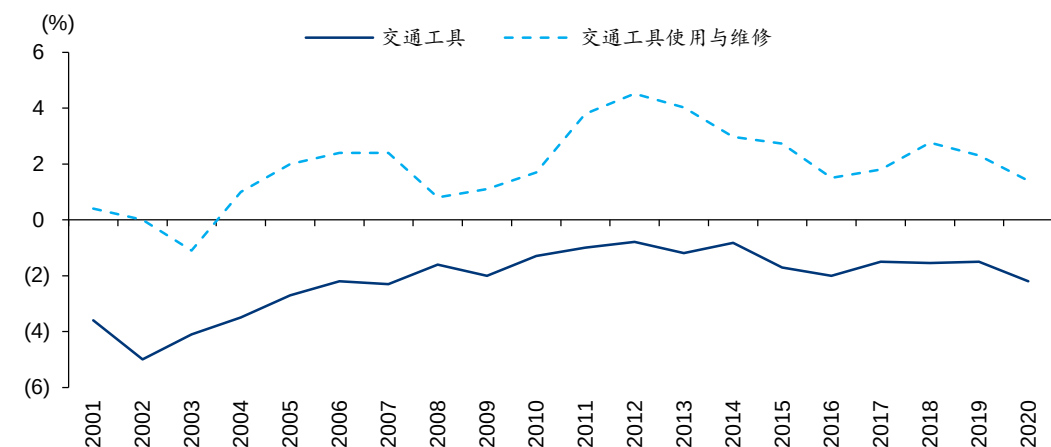
由于新车销售以及汽车后市场服务（维修、保养、美容等）价格缺乏较为完善和连续的历史数据，我们从居民消费价格指数来分析汽车行业的一些大的价格发展变化趋势。

在国家统计局统计的消费价格指数中，在“交通”大类中公布了“交通工具”、“交通工具用燃料”、“交通工具使用和维修”和“交通费”四个细分项的数据，且历史数据较长具备可比性。由于汽车是消费者主要的出行工具之一且市场规模大，因此我们认为，“交通工具”消费价格指数一定程度上能够反映出汽车产品的价格变化情况，而“交通工具使用与维修”消费价格指数一定程度上能够反映出汽车售后服务的价格变化趋势。

在 2001-2020 年，“交通工具使用与维修”消费价格只有 2003 年同比前一年小幅下跌，而且其他年份均为小幅上升；如果以 2000 年为基数 100，“交通工具使用与维修”价格指数在 2020 年上升到 146.2；而在同期，“交通工具”价格每年都同比前一年呈下跌趋势，如果以 2000 年为基数 100，“交通工具”价格指数在 2020 年下降到 65.0。

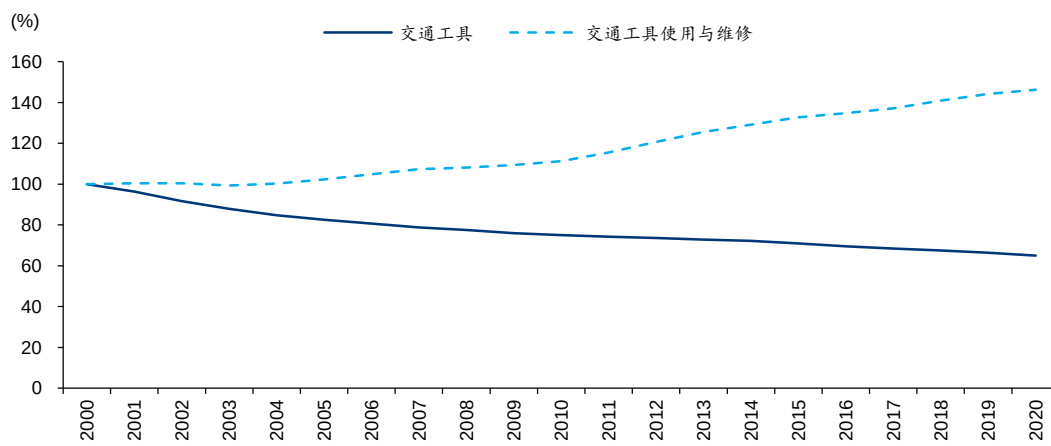
我们认为，产销规模扩大带来的规模效应和技术进步（比如自动化设备的使用）是交通工具（主要是汽车）产品价格逐步下降的主要原因。而成本上升，尤其是人工、房租等成本，是汽车等交通工具使用和维修价格上涨的主要驱动力。汽车经销商可以通过提升服务价格的方式来将成本的上升转嫁给下游的消费者。

图表1：居民消费价格指数变化：“交通工具使用与维修”价格多年保持正增长



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表2：居民消费价格指数：“交通工具使用与维修”价格显著跑赢“交通工具”价格



注：2000 年=100

资料来源：国家统计局，华泰研究

图3：重点公司一览表

公司名称	公司代码	评级	02月22日		EPS (元)				P/E (倍)			
			收盘价 (元)	目标价 (元)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
广汇汽车	600297 CH	买入	2.66	5.55	0.32	0.25	0.37	0.43	13.3	10.6	7.2	6.2
上汽集团	600104 CH	买入	22.30	37.74	2.19	1.72	2.22	2.75	10.2	13.0	10.0	8.1
广汽集团	601238 CH	增持	11.06	16.00	0.65	0.69	0.93	1.05	17.0	16.0	11.9	10.5

资料来源：彭博，Wind，华泰研究预测

广汇汽车（600297 CH，买入，目标价 5.55 元）

广汇汽车是国内大型汽车经销商集团之一，经营品牌覆盖豪华以及中高端市场。公司将受益于国内汽车需求改善，汽车保有量持续扩大带来的售后维修服务需求增长。此外，公司通过对店面积极改造，将盈利性较差的品牌改造成盈利性较好的日系和豪华车品牌，新车销售毛利率有望提升。

2021 年可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 15x (2020 年 10 月 27 日)，给予公司 2021 年 15x PE，给予公司目标价 5.55 元，维持“买入”评级。

风险提示：乘用车市场增长不及预期，市场竞争加剧导致利润率下降，疫情导致汽车减产而影响收入增长。

上汽集团（600104 CH，买入，目标价 37.74 元）

上汽集团是中国最大的汽车制造商集团之一，公司主营业务包括汽车与零配件的生产制造、贸易服务、金融业务等。公司 2020 年 12 月汽车销量 74.7 万辆，同比+7%，环比增长 16%。2020 年公司汽车销量 560 万辆，同比-10%。

2021 年可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 30x (2021 年 1 月 14 日)，考虑到公司业绩弹性略弱于可比公司，给予公司 2021 年 17x PE 估值，对应公司目标价 37.74 元，维持“买入”评级。

风险提示：汽车销量增速不及预期，公司海外市场拓展不及预期。

广汽集团（601238 CH，增持，目标价 16.00 元）

广汽集团是国内大型汽车制造商集团，主营业务包括整车与零部件制造，商贸服务以及汽车金融业务等。2020 年公司汽车销量 204 万辆，同比-1%。广汽集团旗下两大日系品牌广汽本田和广汽丰田销量表现较为出色，主要得益于其产品市场口碑好，具有较好的经济性和产品品质。

2021 年可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 21.9x (2020 年 10 月 29 日)，考虑到公司利润主要来自投资收益，且广汽菲克和广汽三菱处于亏损状态，给予公司 2021 年 17.2x PE，给予公司目标价 16.00 元，维持“增持”评级。

风险提示：销量及利润率不及预期；广汽传祺亏损加大。

风险提示

宏观经济放缓导致国内汽车需求低于预期；公司营业收入低于预期；市场竞争加剧导致公司利润率低于预期。

免责声明

分析师声明

本人, 林志轩、刘千琳、邢重阳、王涛, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、刘千琳、邢重阳、王涛本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司