

买入 (首次)

目标价: 3.80 港元

现价: 2.80 港元

预期升幅: 35.7%

**市场数据**

报告日期	2016.06.29
收盘价(元)	2.8
总股本(百万股)	2,210
总市值(百万元)	6,189
净资产(百万元)	8,689
总资产(百万元)	23,680
每股净资产(元)	3.932

数据来源: Wind

**相关报告****海外汽车研究**

高级分析师: 姚炜

yaowei@xyzq.com.cn

SFC: AVW558

SAC: S0190516050001

01728.HK 正通汽车

**汽车金融万亿盛宴的受益者**

2016年06月29日

**主要财务指标**

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	29,361	31,265	32,925	34,808
同比增长(%)	(5)	6	5	6
净利润(百万元)	619	801	983	1,159
同比增长(%)	(23)	29	23	18
毛利率(%)	8.8	9.2	9.7	10.1
净利润率(%)	2.1	2.6	3.0	3.3
净资产收益率(%)	7.1	8.6	9.8	10.6
每股收益(元)	0.280	0.362	0.445	0.524
股息率(%)	3.7	4.6	5.7	6.7

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

**投资要点**

- **首次覆盖给予买入评级, 目标价 3.80 港元:** 受新车销售稳定、售后及延伸服务较高增长以及汽车金融贡献增量的推动, 我们预计 2016 年至 2018 年净利润分别为 8.01 亿元、9.83 亿元和 11.59 亿元, 分别同比增长 29.5%、22.7%及 17.9%, 16-18 年净利润复合成长 23.3%。考虑到公司未来成长性稳健, 加上汽车金融业务增长兑现可能带来的估值提升, 我们给予正通汽车 8 倍的 16 和 17 年每股收益平均值计算的市盈率, 目标价 3.80 港元, 首次覆盖, 给予买入评级。
- **公司拥有多重竞争优势:** 正通汽车拥有以下竞争优势: 一、豪华车的定位优势; 二、均衡的品牌组合优势; 三、区域分布均衡优势; 四、拥有金融牌照优势; 五、较同业盈利能力更强, 可用的杠杆更高。上述优势中, 拥有金融牌照的竞争优势尤其突出。
- **汽车金融业务是未来最大的成长动力:** 公司未来的成长动力主要来自于以下几方面: 1、新车毛利稳定。新车毛利的企稳是盈利得到改善弹性的关键; 2、售后服务和延伸业务有望实现较高增长, 增速将高于新车销售; 3、汽车金融业务有望实现翻番式增长, 我们预计 2016 年至 2018 年的生息资产规模分别为 50 亿元、80 亿元和 100 亿元, 贡献净利润 7772.8 万元、1.53 亿元和 2.15 亿元, 分别同比增长 326%、97%和 40%。4、汇兑损失影响将显著减弱。
- **风险提示:** 1、市场竞争激烈, 毛利率水平不及预期; 2、汽车金融业务表现不及预期; 3、汇兑影响超预期。

## 目 录

1、公司概况.....	- 4 -
1.1、公司简介.....	- 4 -
1.2、公司发展历程.....	- 4 -
1.3、公司股东结构及购股权计划.....	- 5 -
2、行业分析.....	- 6 -
2.1、经销商行业盈利整体出现放缓的迹象.....	- 6 -
2.2、汽车金融等后市场业务上升空间大.....	- 7 -
2.3、经销商行业整合仍有很大空间.....	- 7 -
2.4、汽车品牌管理新办法或改善经销商的处境.....	- 8 -
3、业务分析及竞争优势分析.....	- 8 -
3.1、业务分析.....	- 8 -
3.2、竞争优势.....	- 10 -
3.3、财务分析.....	- 13 -
4、公司投资要点.....	- 15 -
4.1、新车毛利趋于稳定.....	- 15 -
4.2、售后服务业务有望实现较高增长.....	- 16 -
4.3、受益于汽车金融万亿市场规模.....	- 16 -
4.4、汇兑损失影响将显著减弱.....	- 17 -
5、盈利预测.....	- 18 -
5.1、售后服务收入增速仍将高于新车销售收入.....	- 19 -
5.2、汽车金融业务将实现翻番式增长.....	- 19 -
5.3、延伸服务收入高个位数增长.....	- 20 -
5.4、预计利润率水平将稳中有升.....	- 20 -
6、估值.....	- 21 -
6.1、历史估值波动比较大.....	- 21 -
6.2、相对估值.....	- 21 -
7、风险提示.....	- 22 -
7.1、汽车金融业务表现不及预期.....	- 22 -
7.2、汇兑损失影响超预期.....	- 22 -
7.3、市场竞争激烈，毛利率水平不及预期.....	- 22 -
图 1、正通汽车的股东结构.....	- 5 -
图 2、百强经销商营业收入及增速.....	- 6 -
图 3、百强经销商的盈利能力.....	- 6 -
图 4、百强经销商收入结构变化.....	- 7 -
图 5、中美经销商的毛利结构对比.....	- 7 -
图 6、百强销量占总体销量比重.....	- 7 -
图 7、百亿级集团总收入占百强企业比重.....	- 7 -
图 8、公司的收入结构（不含佣金）.....	- 9 -
图 9、公司的收入结构（含佣金）.....	- 9 -
图 10、公司的毛利结构（不含佣金）.....	- 9 -
图 11、公司的毛利结构（含佣金）.....	- 9 -
图 12、公司的豪华车新车收入占比稳定.....	- 10 -
图 13、公司的豪华车售后服务收入占比逐年提升.....	- 10 -
图 14、2015 年公司的品牌组合.....	- 11 -
图 15、公司的经销商分布.....	- 11 -
图 16、中西部省市的经济增长速度.....	- 12 -
图 17、中西部省市汽车渗透率.....	- 12 -
图 18、主要经销商的盈利能力比较.....	- 13 -

图 19、主要经销商的负债水平 .....	- 13 -
图 20、公司 13 年至 15 年的收入及增速 .....	- 14 -
图 21、公司 13 年至 15 年利润及增速 .....	- 14 -
图 22、公司的毛利率和净利率情况 .....	- 14 -
图 23、公司的费用率趋势 .....	- 14 -
图 24、公司的各项运营效率指标 .....	- 15 -
图 25、公司的现金流水平 .....	- 15 -
图 26、中国的汽车信贷规模及增速 .....	- 17 -
图 27、主要国家的汽车金融渗透率 .....	- 17 -
图 28、公司的汇兑损益变化 .....	- 17 -
图 29、美元兑人民币走势 .....	- 17 -
图 30、公司的新车销量预估 .....	- 19 -
图 31、公司的新车销售收入预估 .....	- 19 -
图 32、公司的毛利结构趋势 .....	- 20 -
图 33、公司的利润率趋势 .....	- 20 -
图 34、近五年动态市盈率 .....	- 21 -
图 35、近五年动态市净率 .....	- 21 -
表 1、正通汽车营业收入和净利润情况（百万元） .....	- 4 -
表 2、公司大事记 .....	- 5 -
表 3、购股权情况 .....	- 5 -
表 4、乘用车品牌分类 .....	- 10 -
表 5、主要盈利假设 .....	- 18 -
表 6、港股汽车经销商估值比较 .....	- 22 -
附表 .....	- 23 -

## 报告正文

### 1、公司概况

#### 1.1、公司简介

正通汽车是中国的领先 4S 经销店集团，致力于经销豪华及超豪华品牌汽车，如宝马、捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、保时捷、英菲尼迪、凯迪拉克、进口大众等。公司也经营一汽大众、别克、日产、现代及本田等中档市场品牌的经销店。公司在发达地区和经济快速发展的一些省份进行了布局，截至 2015 年底，公司在全国 15 个省、直辖市的 36 个城市拥有 112 家经营网点，不仅涵盖一线发达城市和地区，还有效拓展至汽车渗透率低且高速增长的二、三线城市和地区。

公司主要提供新车销售及售后服务，同时公司在积极拓展供应链业务，包括汽车金融、二手车及保险代理等延伸服务，这些业务快速成长，成为公司业务结构的重要组成部分。在各项业务的推动下，公司在 2013 年、2014 年及 2015 年实现营业收入 298.4 亿元、309.1 亿元和 293.6 亿元，净利润分别为 8.37 亿元、8.04 亿元和 6.19 亿元。

表 1、正通汽车营业收入和净利润情况（百万元）

	2013	2014	2015
营业收入	29,840	30,910	29,361
YOY	7.9%	3.6%	-5.0%
毛利	2,588	2,726	2,587
YOY	5.6%	5.3%	-5.1%
净利润	837	804	619
YOY	38.5%	-4.0%	-23.0%
毛利率	8.7%	8.8%	8.8%
净利率	2.8%	2.6%	2.1%
ROE	11.0%	9.7%	7.1%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

#### 1.2、公司发展历程

正通汽车的历史可以追溯至 1999 年在上海开设的第一家经销店，该经销店主要销售日产汽车，之后公司开始快速扩展汽车经销业务，2002 年公司开设奥迪店，开始豪华车经销业务。2010 年香港成功上市为公司的快速扩张提供了资金保障，通过上市募集以及配股所得资金，公司开始并购业务，11 年收购中汽南方集团使得经销店规模快速扩张。正通汽车在港交所上市当年有 24 家经销店，截至 2015 年，公司经营网点扩展至 112 家。

表 2、公司大事记

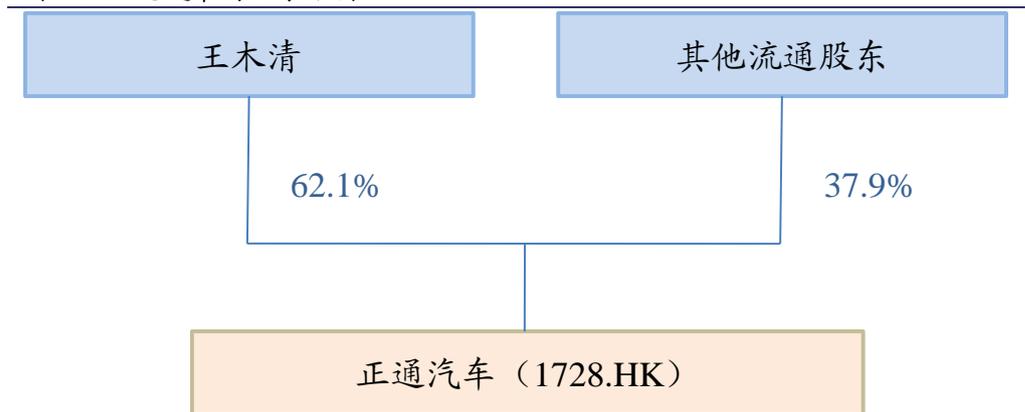
年份	大事件
1999 年	设立公司首家经销店，同时也是首家日产经销店及上海首家经销店
2002 年	设立公司首家奥迪经销店，以及在湖北省设立首家经销店。同时当年开始经营物流服务业务
2004 年	公司在武汉设立公司的首家宝马经销店
2009 年	公司在东莞设立公司的首家保时捷经销店
2010 年	公司在香港联合交易所主板上市，股份代码 1728，上市募集款项净额约人民币 30.16 亿元
2011 年	公司以 55 亿元收购中汽南方，新增 31 个厂家授权的经营网点，其中 3 家在建；当年配股融资净额为 16.84 亿元
2013 年	成功在资本市场发行 3.35 亿美元 5 年期信用增强型投资等级美元债
2015 年	公司获批设立上海东正汽车金融，成为国内首家拥有汽车金融牌照的汽车经销商集团

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 1.3、公司股权结构及购股权计划

根据公司年报披露资料，截至 2015 年 12 月 31 日，王木清持有 13.7 亿股，占公司总股本比重为 62.1%，为公司第一大股东。流通股东中，无占比 5% 以上的股东。

图 1、正通汽车的股权结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

根据首次公开发售前购股权计划，公司在 2010 年 8 月 10 日、2010 年 8 月 20 日和 2010 年 11 月 10 日向公司的若干董事、高级管理人员、雇员及前雇员售出可认购 2343.59 万股股份的购股权。由于行权的变化，2015 年底公司剩余的购股权股份数为 623.16 万股。

表 3、购股权情况

承受人	授出日期	每股行使价 (人民币元)	行使期	于 15 年 1 月 1 日尚未行使	期内授出	期内行使	期内失效	于 15 年 12 月 31 日尚未行使
董事 王昆鹏	2010/8/10	1.5	2012/1/1-2017/8/10	205,000	0	0	0	205,000

	2011/8/10	1.5	2013/1/1-2017/8/10	512,500	0	0	0	512,500
	2012/8/10	1.5	2014/1/1-2017/8/10	512,500	0	0	0	512,500
				<b>1,230,000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,230,000</b>
李著波	2010/8/10	1.5	2012/1/1-2017/8/10	205,000	0	0	0	205,000
	2011/8/10	1.5	2013/1/1-2017/8/10	512,500	0	0	0	512,500
	2012/8/10	1.5	2014/1/1-2017/8/10	512,500	0	0	0	512,500
				<b>1,230,000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,230,000</b>
小计				<b>2,460,000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2,460,000</b>
雇员及前雇员	2010/8/10	1.5	2012/1/1-2017/8/10	223630	0	0	12,400	211,230
	2010/8/10	1.5	2013/1/1-2017/8/10	1004075	0	0	31,000	973,075
	2010/8/10	1.5	2014/1/1-2017/8/10	2,159,075	0	0	31,000	2,128,075
				<b>3,386,780</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>74,400</b>	<b>3,312,380</b>
	2010/8/10	2.0	2012/4/1-2017/8/10	216,200	0	150000	0	66,200
	2010/8/10	2.0	2013/4/1-2017/8/10	183,500	0	0	13,000	170,500
	2010/8/10	2.0	2014/4/1-2017/8/10	183,500	0	0	13,000	170,500
				<b>583,200</b>	<b>0</b>	<b>150,000</b>	<b>26,000</b>	<b>407,200</b>
	2010/11/17	2.5	2012/7/1-2017/8/10	26000	0	0	0	26,000
	2010/11/17	2.5	2013/7/1-2017/8/10	13000	0	0	0	13,000
	2010/11/17	2.5	2014/7/1-2017/8/10	13000	0	0	0	13,000
				<b>52000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>52,000</b>
小计				<b>4,021,980</b>	<b>0</b>	<b>150,000</b>	<b>100,400</b>	<b>3,771,580</b>
总计				<b>6,481,980</b>	<b>0</b>	<b>150,000</b>	<b>100,400</b>	<b>6,231,580</b>

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 2、行业分析

### 2.1、经销商行业盈利整体出现放缓的迹象

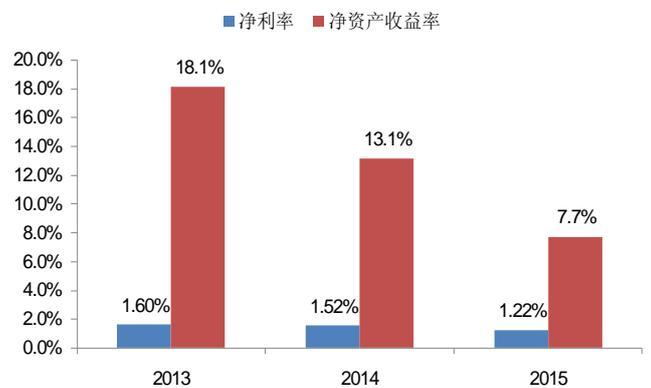
由于新车整车市场增速放缓，经销商行业整体收入也出现放缓的情况。根据中国汽车流通协会公布的百强榜数据，2015年百强经销商总营业收入1.27万亿元，同比增长3.2%，较13年和14年的16.5%和9.4%有明显放缓。经销商收入放缓既有销量增速放缓的因素，同时也受到新车价格下降的影响。盈利能力来看，经销商的整体盈利水平出现不同程度的下降。2015年百强经销商的净利率1.22%，低于13年和14年的1.6%和1.52%，净资产收益率为7.7%，较13年和14年的18.1%和13.1%有明显的下降。由于盈利能力的减弱，经销商网点扩张的步伐也在逐步放缓。2015年，百强经销商集团的4S店数为5526家，较上年增长6.7%，增速较14年反弹0.6个百分点，但比13年下降7.2个百分点。

图 2、百强经销商营业收入及增速



数据来源：汽车流通协会，兴业证券研究所

图 3、百强经销商的盈利能力

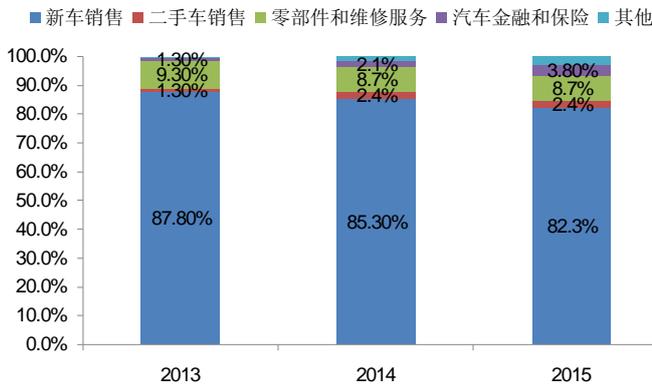


数据来源：汽车流通协会，兴业证券研究所

## 2.2、汽车金融等后市场业务上升空间大

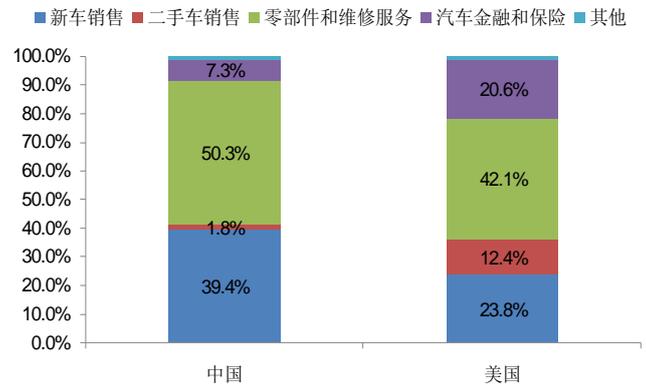
目前新车销售仍然是经销商的收入主要来源。根据中国汽车流通协会，2015 年新车收入的占比 82.3%。从收入结构的趋势来看，新车收入在逐年下降，汽车后市场业务（包括二手车销售、零部件销售和维修服务、汽车金融和保险及其他等）在逐年上升。我们认为，随着汽车保有量以及车龄的增加，同时参考美国等成熟市场的经验，我们预计后市场业务的占比未来仍然有较大的上升空间，二手车销售以及汽车金融和保险业务的上升空间尤其大。

图 4、百强经销商收入结构变化



数据来源: 搜狐汽车, 兴业证券研究所

图 5、中美经销商的毛利结构对比

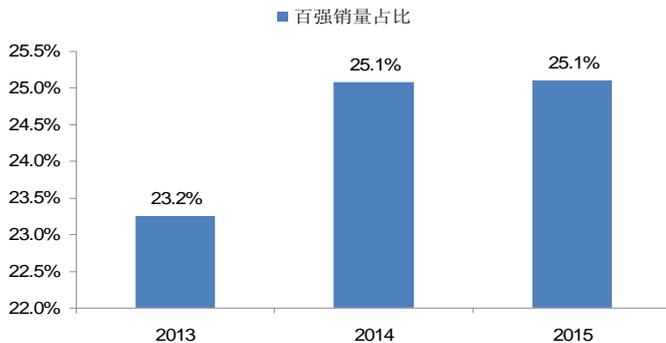


数据来源: 搜狐汽车, 兴业证券研究所

## 2.3、经销商行业整合仍有很大空间

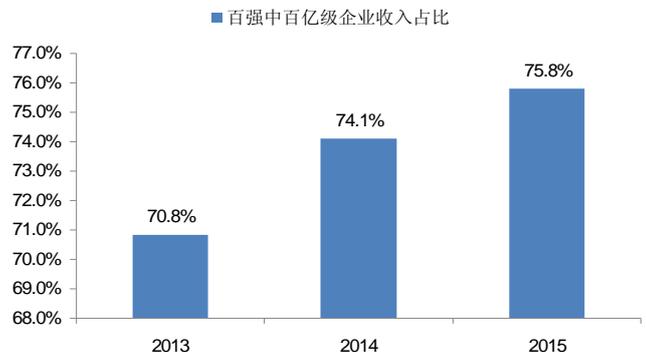
经销商行业仍然是一个非常分散的行业。2015 年百强经销商的新车销量占汽车行业销量的比重仅为 25%。在百强经销上内部，分化也比较明显，2015 上百亿级别的经销商集团数量仅为 37 家，百亿级的经销商收入占百强营业收入的比重为 75.8%，这意味着不足百亿级别的 63 家企业仅占 24.2%。市场份额的分散程度意味着行业有较大的整合空间，近两年行业景气度回落给部分小的经销商集团带来了较大的生存压力，这为大经销商集团扩展带来了有利时机。

图 6、百强销量占总体销量比重



数据来源: 搜狐汽车, 兴业证券研究所

图 7、百亿级集团总收入占百强企业比重



数据来源: 搜狐汽车, 兴业证券研究所

## 2.4、汽车品牌管理新办法或改善经销商的处境

2016年1月6日，商务部发布了《汽车销售管理办法（征求意见稿）》，新办法在多方面进行了修改，主要要点包括：1、延长授权期限。新办法要求首次授权期限不得低于5年，续签不低于3年，经销商未违反合同约定被供应商解除授权的，主机厂需回购设备、库存车辆、配件。授权年限的增加有助于改善目前经销商的弱势地位。2、减少供应商对经销商的各种干涉。不准厂家压库、降低建店标准、可以同时销售几个品牌车、经销商之间可以相互转售等，这些有助于减少经销商成本，增强盈利能力。3、汽车零部件生产商销售对象不受限制。办法规定供应商不得限制生产商的销售对象，未来有望直接销售给经销商或维修企业，独立维修行业有望获得发展。4、鼓励发展共享型、节约型汽车销售及售后服务网络。提出推动汽车流通模式创新，积极发展电子商务。整体上来看，若汽车销售管理新办法正式出台，经销商的处境有望得到明显改善，盈利能力有望增强。同时售后服务领域的各种模式创新也会层出不穷。

## 3、业务分析及竞争优势分析

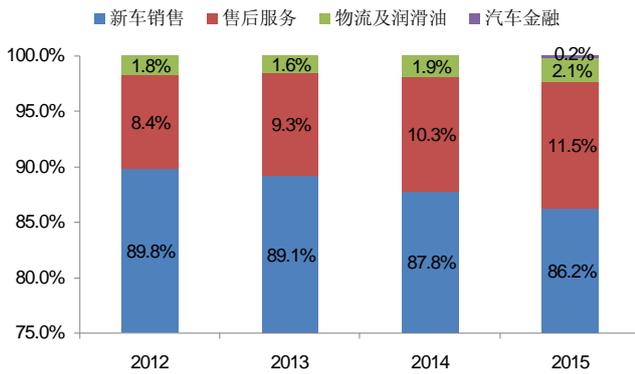
### 3.1、业务分析

正通汽车的业务可以分为以下几块：新车销售、售后服务、物流及润滑油、汽车金融及延伸服务业务。如果从收入结构来看，新车收入是公司的收入主要来源。如果从毛利来看，售后服务的毛利占公司毛利主体。市场定位来看，正通汽车主要定位于豪华车经销商，豪华车的新车和售后服务均以豪华车为主。

#### ● 新车销售业务是公司收入主要来源

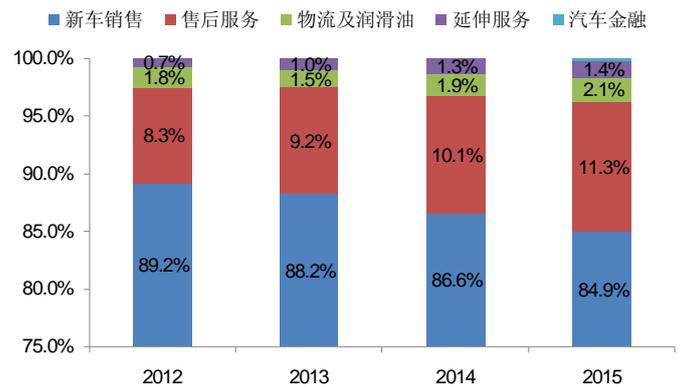
正通汽车的业务可以分为以下几块：新车销售、售后服务、物流及润滑油、汽车金融及延伸服务业务。根据公司报表，目前营业收入包括上述分类的前四类，延伸服务归在其他收入部分。如果按照公司报表，公司的收入结构占比分别为新车收入86.2%、售后服务占比11.5%、物流及润滑油2.1%、汽车金融0.2%。如果将延伸业务并入营业收入，收入结构占比分为新车收入84.9%、售后服务占比为11.3%、物流及润滑油2.1%、延伸服务1.4%、汽车金融0.2%。从上述数据可以看出，新车销售仍然是公司的第一大收入来源，从结构趋势来看，新车收入在下降，而售后服务占比在逐步上升。

图 8、公司的收入结构（不含佣金）



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 9、公司的收入结构（含佣金）

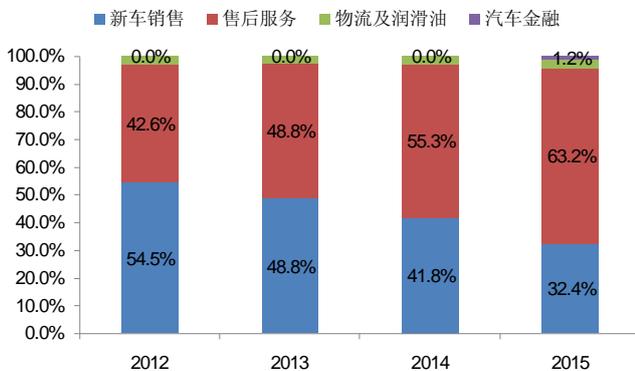


数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

● 售后服务业务占公司毛利主体

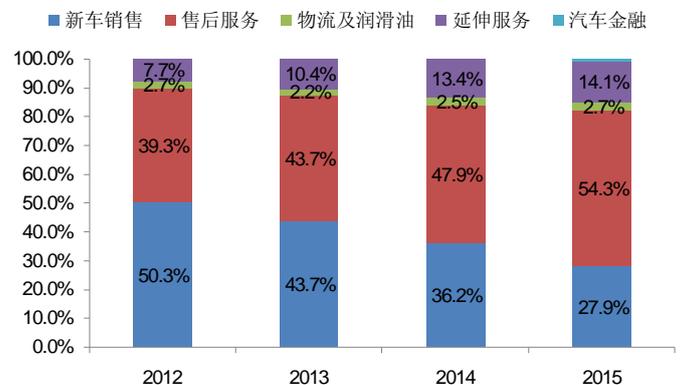
毛利结构来看, 如果按照公司报表, 公司的毛利占比分别为新车毛利 32.4%、售后服务占比 63.2%、物流及润滑油 3.2%、汽车金融 1.2%。如果将延伸业务并入总体毛利构成, 毛利占比分为新车毛利 27.9%、售后服务占比为 54.3%、物流及润滑油 2.7%、延伸服务 14.1%、汽车金融 1.0%。售后服务业务成为毛利第一大来源, 主要是由于售后服务毛利率比较高。同时从趋势来看, 售后服务毛利的占比也在逐年提升。

图 10、公司的毛利结构（不含佣金）



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 11、公司的毛利结构（含佣金）

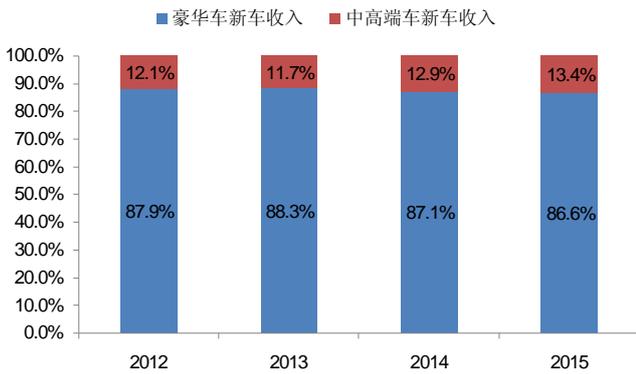


数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

● 公司的业务以豪华车为主

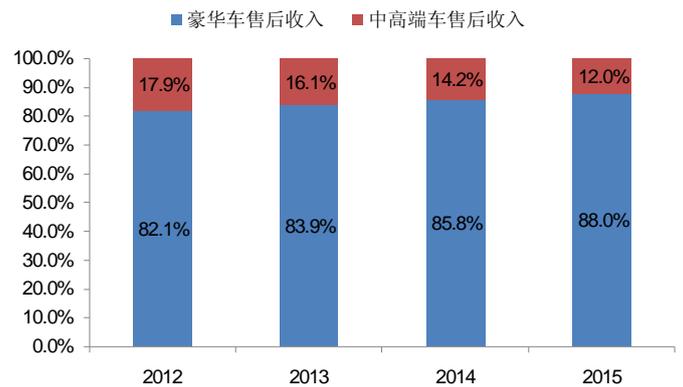
正通汽车定位为豪华车经销商。2012 年至 2015 年豪华车新车销售收入占比分别为 87.9%、88.3%、87.1%及 86.6%。豪华车新车销售收入占比比较稳定。售后服务中, 2012 年至 2015 年豪华车售后服务占比整体售后服务收入比重分别 82.1%、83.9%、85.8%和 88%。豪华车售后服务收入占比不断上升, 这可能与门店不断成熟有关。

图 12、公司的豪华车新车收入占比稳定



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 13、公司的豪华车售后服务收入占比逐年提升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

### 3.2、竞争优势

正通汽车拥有以下竞争优势：一、豪华车的定位优势；二、均衡的品牌组合优势；三、区域分布均衡优势；四、拥有金融牌照优势；五、较同业盈利能力更强，可用的杠杆更高。上述优势中，拥有金融牌照的竞争优势尤其突出。

#### ● 豪华车定位优势

正通汽车主要从事超豪华及豪华品牌 4S 经销，豪华车经销商和中高端经销商行业来比，拥有以下几大特征：一、行业门槛相对来说比较高；二、豪华品牌经销商的拥有权一般比较集中。较少的经销集团拥有较多的豪华品牌经销商并产生较高的销售额。三、豪华品牌经销商的客户一般对品牌和经销商拥有较高的忠诚度。据调查，60%以上的豪华品牌会使用 4S 经销店的售后服务，而中档市场品牌的汽车只有 53%会继续光顾。四、营销支持力度更大。汽车厂商对豪华品牌提供的营销支持通常超过中档市场品牌，汽车制造商还提供其他形式的支持，如定位销售人员及培训汽车工程师和技术人员，确保每家豪华品牌经销商都能提供高水平的客户服务。豪华车经销商的上述特征给豪华车的业绩带来几方面优势：一、新车毛利率更高；二、售后服务的客户回头率高，从而带来客户基盘增加。

表 4、乘用车品牌分类

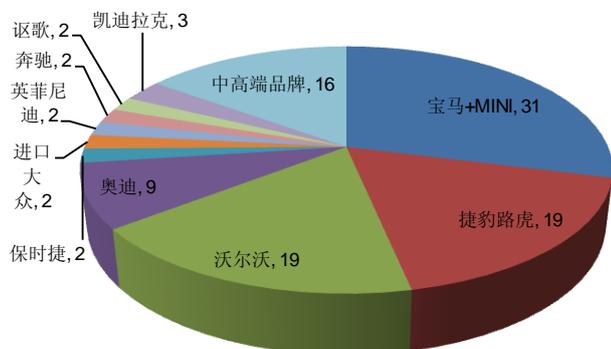
	主要品牌	指示性价格范围
超豪华	保时捷、宾利、劳斯莱斯、玛莎拉蒂、法拉利、马斯顿马丁、兰博基尼	超过 1 百万元
豪华车	奥迪、宝马、奔驰、雷克萨斯、沃尔沃、路虎、凯迪拉克、迷你、英菲尼迪、讴歌	人民币 30 万元-人民币 1 百万元
中高端	大众、尼桑、现代、丰田、福特、别克、本田、雪佛兰、斯柯达	人民币 10 万元-人民币 30 万元
低端	比亚迪、奇瑞、吉利	低于 12 万元

数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

### ● 均衡的品牌组合优势

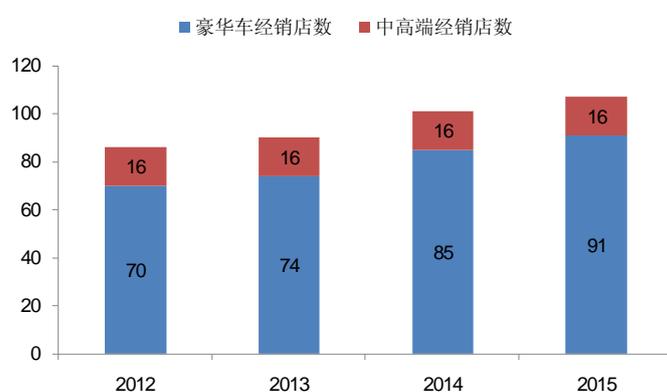
2015 年年报公布正通汽车拥有 107 家经销店，包括宝马（含 MINI）31 家，捷豹路虎 19 家，沃尔沃 19 家，奥迪 9 家，保时捷 2 家，进口大众 2，英菲尼迪 2 家，奔驰 2 家，讴歌 2 家，凯迪拉克 3 家。正通汽车经销的品牌基本涵盖了主要的豪华车品牌，完善的品牌组合有助于公司全面享受中国豪华车市场的增长，2016 年前 5 月，公司经销的主要豪华车品牌在中国实现稳定的销量表现，其中宝马前 5 月累计销售 20.2 万辆，同比增长 6.3%；奥迪销售 23.9 万辆，同比增长 5.9%；奔驰销售 18.1 万辆，同比增长 35.9%；捷豹路虎销售 4.6 万辆，同比增长 18.4%；沃尔沃销售 3.3 万辆，同比增长 6.4%。均衡的品牌组合使得公司不会过度依赖某一个品牌，从而带来销量的大幅波动。

图 14、2015 年公司的品牌组合



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 15、公司的经销商分布

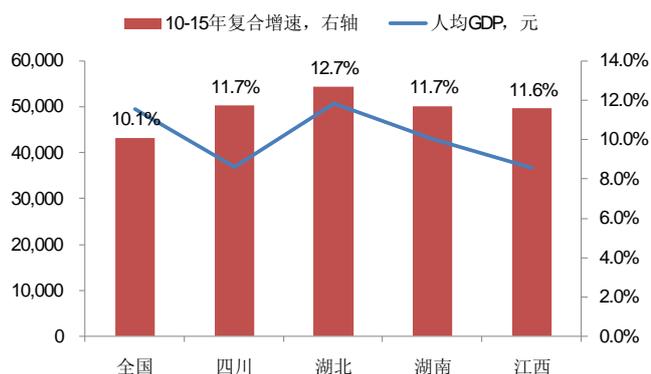


数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

### ● 区域分布均衡优势

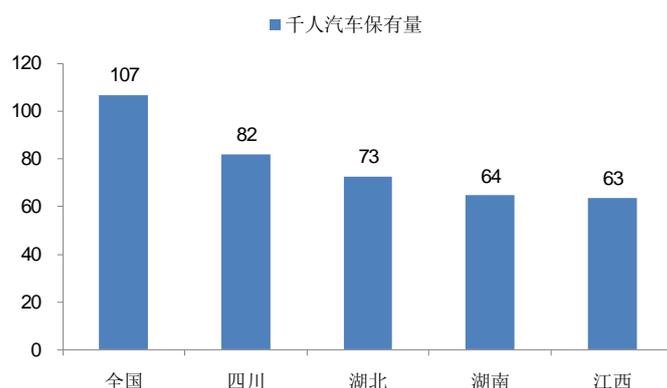
截至 2015 年 12 月 31 日，正通汽车在全国 15 个省、直辖市的 36 个城市运营网点达到 112 家，涵盖富裕的一线及沿海城市及高增长的二三线城市。在富裕地区，公司透过多品牌的多家经销店或者主要经销店取得广泛的客户基础，致力于建立地区性领先地位。在迅速发展及服务不足的地区，公司是先行者并已经通过在四川、湖南、湖北及江西等中西部地区布局甚至获得领先地位。这些中部地区的经济增速整体上高于全国的经济增长水平，但汽车渗透率水平偏低，未来的成长空间相对比较大。正通汽车的均衡区域布局，有利于抵御个别地区经济波动的风险，同时对于中部乃至西部地区的布局使得公司长期有望获得增长动力。

图 16、中西部省市的经济增长速度



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 17、中西部省市汽车渗透率



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

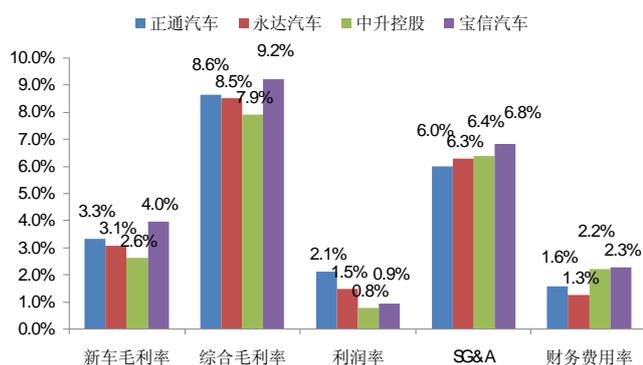
### ● 拥有金融牌照优势

正通汽车拥有多个汽车金融方面的牌照。汽车保险业务方面，为充分利用庞大的经营规模和全国性的经销网络积累数量巨大的保险业务客户群，公司向中国保监会申请并获得批准，在 2013 年 9 月设立了一家全国性的保险代理公司-鼎泽保险代理有限公司，保险代理公司的成立，不仅可以利用规模优势从保险公司获得更多的收益分成，更可以通过获得的详细的客户资料加强与客户的沟通从而提升续保率。汽车金融方面，经中国银监会核准，正通汽车取得汽车金融牌照。2015 年 4 月，汽车金融公司-上海东正汽车金融有限责任公司正式成立，其中公司占股权比例为 95%。东正金融是国内首家且唯一以经销商集团为主导控股运营的汽车金融公司。汽车金融牌照的取得成为公司的一项非常重要的竞争优势。

### ● 较同业的盈利能力更强，可用杠杆程度更高

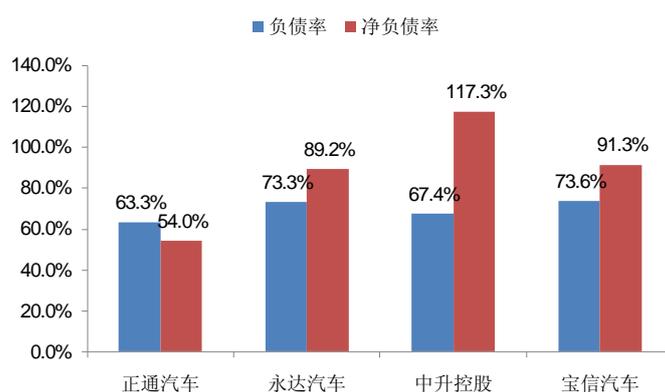
和同业相比，正通汽车有两大特征。一、盈利能力更强。2015 年，正通汽车的利润率为 2.1%，高于其他同业。正通汽车更强的盈利能力，主要得益于其较为均衡的业务结构。首先，毛利率方面，新车毛利率和综合毛利率均仅次于宝信，毛利率较高主要得益于豪华车占比较高；其次，费用率方面，公司的销售费用率和管理费用率在同业中最低，一方面得益于费用控制，另外一方面也受会计准则的变更影响；第三，在延伸服务方面，正通汽车的汽车佣金收入占新车收入比重为 1.7%，仅次于中升控股。二、负债率更低。2015 年，正通汽车的负债率为 63.3%，净负债率 54%，均低于同业水平。较低的杠杆水平使得公司在弱市下降低波动风险，若要扩张，加杠杆的空间比较大。

图 18、主要经销商的盈利能力比较



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 19、主要经销商的负债水平



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

### 3.3、财务分析

2013 年至 2015 年, 正通汽车的净利润整体出现下滑, 收入出现下降同时盈利能力出现下滑, 营运效率也出现了一定下降, 为此公司应对行业下滑采取了一些措施, 如降低经销商库存, 同时减少资本性支出。

#### ● 净利润分析

2013 年、2014 年和 2015 年正通汽车销售收入分别为 298.4 亿元、309.1 亿元和 293.6 亿元, 分别同比增长 7.9%、3.6%和-5.0%。其中新车收入分别为 265.9 亿元、271.3 亿元和 253.0 亿元, 分别同比增长 7.1%、2.0%和-6.7%。售后服务分别为 27.8 亿元、31.8 亿元和 33.8 亿元, 分别同比增长 20.1%、14.3%和 6.2%。新车收入增速逐步回落, 一方面是由于新车销量增速回落, 2013 年、2014 年和 2015 年的新车销量分别为 8.0 万辆、8.79 万辆和 8.85 万辆, 分别同比增长 13.6%、9.8%和 0.6%。另外一方面由于均价的下降。2013 年至 2015 年的均价分别为 33.21 万元、30.87 万元和 28.6 万元, 分别同比下降 5.7%、7.1%和 7.3%。

2013 年、2014 年和 2015 年正通汽车的净利润分别为 8.37 亿元、8.04 亿元及 6.19 亿元, 分别同比增长 38.5%、-4.0%和-23.0%。2013 年净利润出现高增长主要是由于当年折旧年限的会计准则变革导致费用率水平显著下降。2015 年利润下降幅度较大, 汇兑损失的影响是一个很重要的因素。

图 20、公司 13 年至 15 年的收入及增速



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 21、公司 13 年至 15 年利润及增速



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

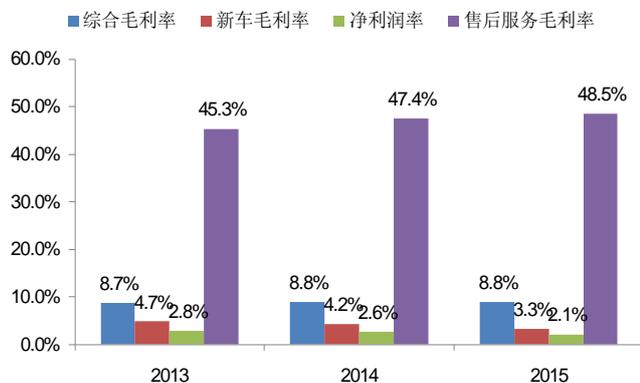
### ● 盈利能力分析

毛利率来看, 2013 年、2014 年及 2015 年综合毛利率为 8.7%、8.8%和 8.8%。其中新车销售毛利率为 4.7%、4.2%和 3.3%, 售后服务毛利率为 45.3%、47.4%及 48.5%。新车毛利率持续下滑, 主要是由于豪华车市场竞争日趋激烈。售后服务毛利率持续上升, 这与零部件采购成本下降有关。由于售后服务占比不断提升, 总体毛利率稳中有升。

费用率方面, 2013 年、2014 年及 2015 年销售费用和管理费用率合计为 4.3%、5.1%和 6.0%, 汇兑损失对 15 年有较大的影响, 我们将汇兑损失剔除后, SG&A 比率为 4.5%、5.1%和 5.6%。销售费用率和管理费用率持续上升, 主要是由于这两年新店增加导致。财务费用率来看, 2013 年、2014 年及 2015 年分别为 1.6%、1.5%和 1.6%, 维持在较为稳定的水平。

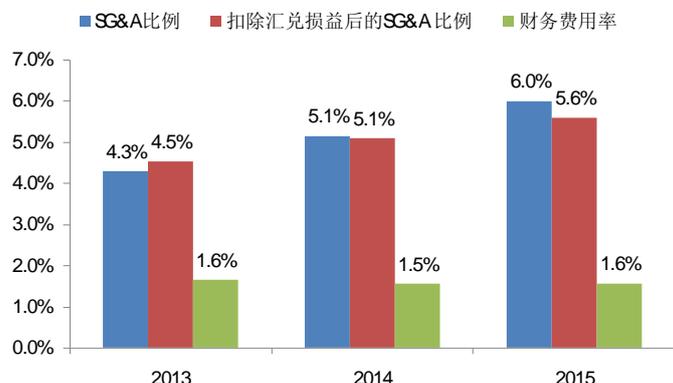
利润率方面, 2013 年、2014 年及 2015 年的利润率分别为 2.8%、2.6%和 2.1%。利润率持续下滑主要是由于费用率水平不断上升, 其中 2015 年下滑比较明显, 主要是由于汇兑损失的影响比较大。

图 22、公司的毛利率和净利率情况



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 23、公司的费用率趋势



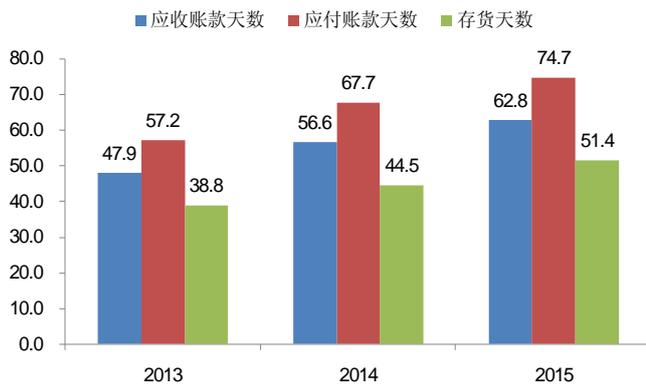
数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

## ● 运营效率分析

存货天数来看，2013年、2014年及2015年平均存货天数分别为38.8天、44.5天和51.4天，存货天数处于上升中，15年天数最高，不过15年全年的存货天数较上半年的56天有所下降。和存货天数类似，应收账款天数和应付账款天数也处于上升状态，2013年、2014年和2015年应收账款天数分别为47.9天、56.6天和62.8天，应付账款天数分别为57.2天、67.7天和74.7天。

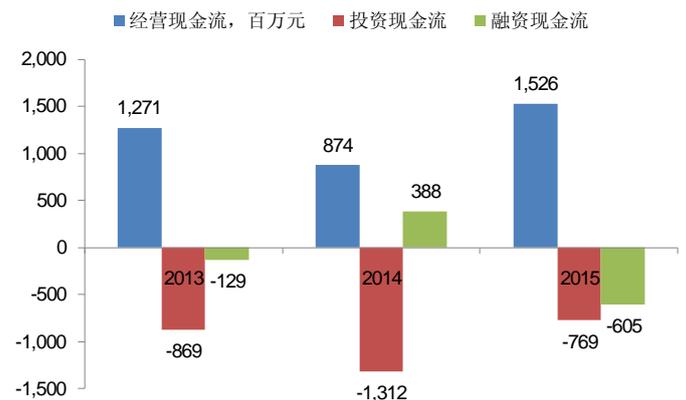
现金流方面，总体现金流水平保持较好的水平。经营现金流方面，2013年、2014年及2015年分别为12.71亿元、8.74亿元和15.26亿元，15年经营现金流增加比较多，主要是由于库存调整的结果。投资现金流方面，2013年、2014年及2015年分别支出8.89亿元、13.12亿元及7.69亿元，14年支出较多，主要是由于当年新开经销店比较多。融资现金流方面，2013年、2014年及2015年分别为-1.29亿元、3.88亿元和-6.05亿元，由于公司较为谨慎的财务策略，加上本身较好的经营现金流水平，15年融资金额较少。

图 24、公司的各项运营效率指标



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 25、公司的现金流水平



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

## 4、公司投资要点

公司未来的成长动力主要来自于以下几方面：1、新车毛利稳定。新车毛利的企稳是盈利得到改善弹性的关键；2、售后服务业务有望实现较高增长；3、汽车金融业务有望实现翻番式增长；4、汇兑损失影响将显著减弱。

### 4.1、新车毛利趋于稳定

新车销售未来几年可能保持一个较为稳定的状态。首先新车销量可能实现个位数增长。销量增长一方面来自于新店增加，未来每年以4-5家的进度增加，另一方面来自于门店的内生增长。1-2年内年轻门店销量仍有增长的需求，同时部分品牌推出新车型可能会带来同店销量的增长。其次，新车毛利率水平将逐步企稳。

目前新车毛利率已经回落到一个非常低的水平，同时从新车销售折扣情况来看，已经基本上扩大到极致，我们预计新车毛利率将逐步企稳，新车销量增长以及毛利率趋稳推动新车毛利企稳，这是盈利得到改善弹性的关键。

#### 4.2、售后服务业务有望实现较高增长

从行业角度来看，售后服务取决于保有量水平和车龄结构。随着保有量的增加，车辆车龄加大，预计中国汽车售后服务市场容量有望进一步扩大，2015年中国汽车后市场的规模约为8000亿元，预计到2017年有望过万亿元。

对于经销商集团来说，售后服务增长取决于两方面：1、门店数量的增加；2、门店的成熟度；一般门店3-5年时间是业务量快速增长的阶段，5年以上基本保持比较稳定的状态。从正通的新店增加进度来看，13年至15年分别增加6家、13家和7家。14年增加比较多，因此16年下半年或17年的售后服务增速会有所提升。售后服务毛利率方面，我们看到这几年售后服务毛利率在逐步提升，这主要是由于公司采购渠道的管理降低采购成本，同时通过精细化管理降低库存成本。未来来看，汽车销售品牌管理办法可能对零部件流通渠道进行改革，零部件采购渠道有望进一步拓宽，售后服务毛利率或仍有提升空间。

#### 4.3、受益于汽车金融万亿市场规模

过去十年，中国汽车产销量快速增长，中国已经成为全球汽车业的增长中心。中国的销售环境和消费者行为也随着市场的迅速增长而发生改变，汽车金融业务获得快速发展，汽车信贷规模从08年的1583亿元扩张至15年超过8000亿元，尽管如此，中国汽车金融渗透率还比较低，仅约35%的购买者选择使用贷款来购买汽车，而在成熟市场如美国、法国和德国，50%到85%的消费者会选择贷款方式。随着消费者的消费行为变化，尤其是年轻一族的消费行为改变，这将为中国汽车金融市场的增长提供催化剂，中国汽车金融市场的发展空间较大，预计2017年汽车市场规模有望突破万亿。

正通旗下的上海东正汽车金融有限责任公司于2015年4月正式成立，东正金融主营业务包括汽车消费信贷（即零售贷款）、经销商贷款（即批售贷款）、汽车融资租赁业务以及汽车金融相关咨询代理服务。相较于传统以汽车主机厂为背景的汽车金融公司，东正金融更专注于零售贷款业务。依托于集团多品牌的销售渠道及资源，东正金融拥有稳定且高质量的客户群。凭借集团对汽车金融消费需求及行为模式的深入理解，制定了差异化及多样化的产品策略，15年作为汽车金融业务发展首年即取得了高速发展的业绩，2015年底，金融服务业务的分别资产规模约达19.18亿元，其中零售贷款余额约12.94亿元。金融服务分部实现利润约1825

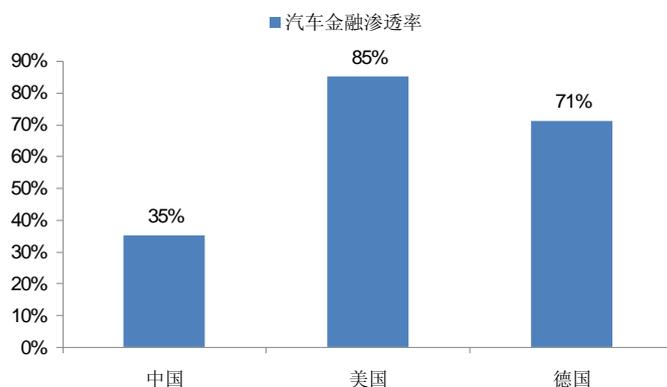
万元。随着汽车金融业务逐步步入正轨，汽车金融有望获得进一步壮大，预计 2016 年汽车金融业务有望获得翻番式的增长。

图 26、中国的汽车信贷规模及增速



数据来源: WIND, 兴业证券研究所

图 27、主要国家的汽车金融渗透率

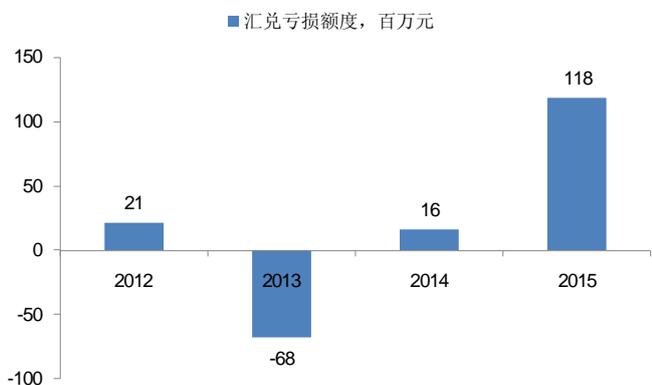


数据来源: WIND, 兴业证券研究所

#### 4.4、汇兑损失影响将显著减弱

2013 年 9 月 16 日，公司发行信用加强债券，本金总额为 3.35 亿美元。债券期限为 5 年，年息为 4.5%，每半年付息一次。该债券的本金及利息付款受益于以美元计值的不可撤销备用信用证，备用信用证由中国银行澳门分行发行。由于此前对美元的敞口没有做对冲措施，因此美元兑人民币的波动会产生汇兑损益。人民币兑美元贬值则产生汇兑损失，升值则产生汇兑收益。2012 年、2013 年、2014 年及 2015 年汇兑损失分别为 2100 万元、-6800 万元、1600 万元和 1.18 亿元，13 年产生汇兑收益主要是由于当年人民币升值 2.8%，15 年损失 1.18 亿元主要是当年人民币贬值了 5%。为减少货币波动带来的汇兑损益，2015 年 9 月份，公司购买了双重货币掉期衍生工具对冲其未来以美元偿还应付债券。衍生工具的购买将大大减少汇兑损失的波动，由于 15 年出现汇兑大幅损失，衍生工具的购买使得 16 年汇兑损失大幅减少，汇兑损失的减少成为 16 年的增长动力之一。

图 28、公司的汇兑损益变化



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 29、美元兑人民币走势



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

## 5、盈利预测

我们预计未来每年新增 4-5 家店，新车销售销量和收入可能维持在低个位数增长，而售后服务和延伸服务业务将高于新车销售收入增速，汽车金融业务将实现快速发展，预计将实现翻番式增长，成为利润增量的重要贡献者。我们预计 16 年至 18 年公司净利润分别为 8.01 亿元、9.83 亿元和 11.59 亿元，分别同比增长 29.5%、22.7% 和 17.9%。

表 5、主要盈利假设

	2015	2016E	2017E	2018E
经销店数	112	117	122	126
新车销量，辆				
豪华车	61,017	65,878	69,960	73,700
中高级车	27,438	27,644	27,644	27,644
销量合计	88,455	93,522	97,604	101,345
平均价格，千元				
豪华车	359	352	346	345
中高级车	124	124	124	124
总体	286	285	283	285
售后服务收入，百万元	3,376	3,673	3,999	4,359
售后服务毛利，百万元	1,636	1,781	1,940	2,114
占比 (%)	63.2	61.8	60.6	60.2
汽车金融生息资产规模，百万元	1,920	5,020	8,020	10,020
汽车金融利息收入，百万元	68	278	548	767
<b>同比增长 (%)</b>				
新车销量				
豪华车	2.4	8.0	6.2	5.3
中高级车	-3.0	0.8	0.0	0.0
平均价格				
豪华车	-9.4	-1.8	-1.8	-0.3
中高级车	-0.3	0.0	0.0	0.0
总体价格	-7.3	-0.4	-0.6	0.6
售后服务收入	6.2	8.8	8.9	9.0
毛利率 (%)				
新车销售				
豪华车	3.6	3.6	3.6	3.6
中高级车	1.4	1.3	1.3	1.3
售后服务	48.5	48.5	48.5	48.5
物流及润滑油	13.3	13.3	13.3	13.3

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

### 5.1、售后服务收入增速仍将高于新车销售收入

我们预计未来每年新增开店数在 4-5 家，预计 2016 年至 2018 年的经销门店分别为 112 家、117 家及 121 家。在新店增加以及同店内生增长推动下，2016 年至 2018 年的新车销量分别为 9.35 万辆、9.76 万辆和 10.13 万辆，分别同比增长 5.7%、4.4% 和 3.8%。其中豪华车的新车销量分别为 6.59 万辆、7.0 万辆、7.37 万辆，分别同比增长 8.0%、6.2% 和 5.3%。均价方面，我们预计 2016 年至 2017 年分别为 28.48 万元、28.31 万元和 24.48 万元，分别同比增长 -0.4%、-0.6% 和 0.6%。在销量增长推动下，我们预计 2016 年至 2018 年新车销售收入分别为 266.38 亿元、276.33 亿元和 288.63 亿元，分别同比增长 5.3%、3.7% 和 4.5%，占总收入比重分别为 85.2%、83.9% 和 82.9%。

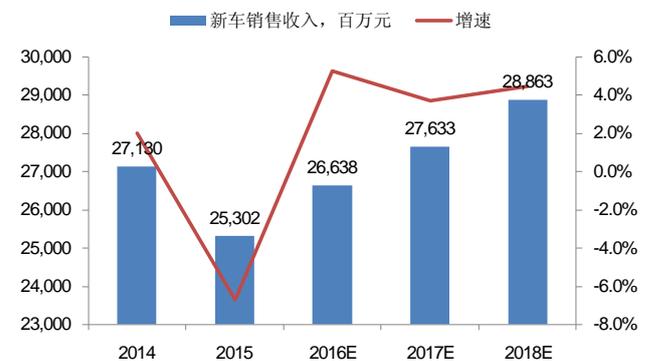
我们认为未来几年售后服务市场将面临着较大的发展机遇，公司售后服务收入的增速将高于新车收入增长，预计 2016 年至 2018 年售后服务金额分别为 36.73 亿元、39.99 亿元和 43.59 亿元，分别同比增长 8.8%、8.9% 和 9.0%，占总收入的比重分别为 11.7%、12.1% 和 12.5%。

物流及服务及润滑油贸易方面，我们预计 2016 年至 2018 年该块业务的收入分别为 6.77 亿元、7.45 亿元和 8.19 亿元，年均增长 10%，占总体收入的比重分别为 2.2%、2.3% 和 2.4%。

图 30、公司的新车销量预估



图 31、公司的新车销售收入预估



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

### 5.2、汽车金融业务将实现翻番式增长

正通汽车的汽车金融自营业务开始于 2015 年 4 月开始运营, 和汽车金融代理业务赚取佣金不同, 汽车金融自营业务主要赚取息差收入。息差收入受制于生息资产规模和息差率。2015 年生息资产 19.2 亿元, 带来利息收入 6843.2 万元, 净利润 1825 万元。我们预计 2016 年至 2018 年的生息资产规模分别为 50 亿元、80 亿元和 100 亿元, 分别贡献利息收入 2.78 亿元、5.48 亿元和 7.67 亿元, 贡献净利润

7772.8 万元、1.53 亿元和 2.15 亿元，分别同比增长 326%、97% 和 40%。

### 5.3、延伸服务收入高个位数增长

公司的延伸服务目前主要包括保险代理、汽车金融、二手车交易及电商平台等业务。保险代理跟新车销售有很大相关性，由于延保的增加，可能增速略高于新车销量增长。汽车金融代理主要是指客户向银行及汽车金融公司贷款，公司获得的手续费用。汽车金融业务代理一方面来自于新车销售额，另外一方面受益于汽车金融渗透率的提升，汽车金融代理收入增速高于新车销售额。二手车业务方面，目前处于起步阶段，未来发展空间巨大，预计二手车业务有望获得 30-40% 高增长。延伸服务收入方面，我们预计 2016 年至 2018 年公司的延伸服务业务带来的佣金收入分别为 4.56 亿元、4.87 亿元和 5.22 亿元，分别同比增长 7.6%、6.8% 和 7.1%。

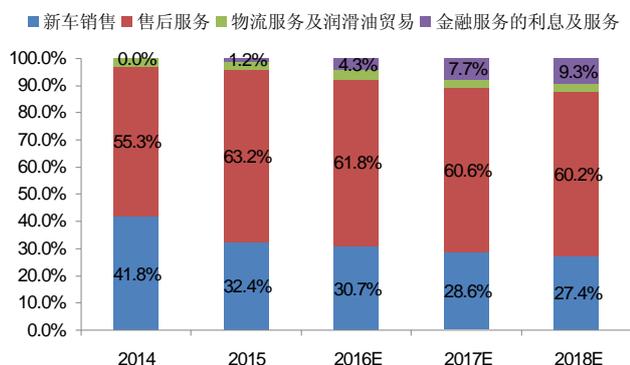
### 5.4、预计利润率水平将稳中有升

我们预计 2016 年至 2018 年的毛利率分别为 9.2%、9.7% 和 10.1%。毛利率逐步上升，主要是售后服务和金融服务的利息等高毛利率产品收入占比提升。如果分单项毛利率来看，我们预计新车毛利率基本保持稳定，预计 16 年至 18 年新车毛利率稳定在 3.3% 左右。售后服务毛利率稳定在 48.5% 左右。

费用率来看，我们预计销售费用和管理费用率合计 16 年至 18 年分别为 5.8%、5.8% 和 5.7%。财务费用率分别为 1.5%、1.4% 和 1.3%，费用率总体呈现下降趋势。

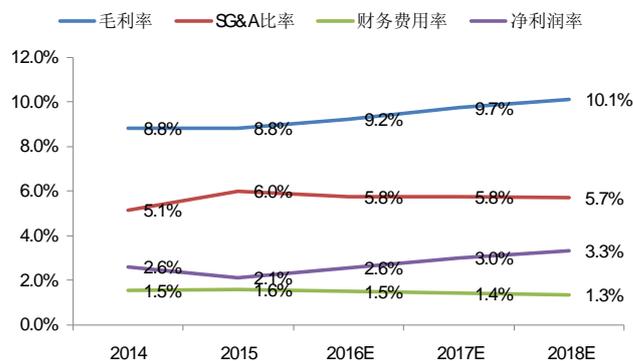
我们预计 16 年至 18 年公司净利润分别为 8.01 亿元、9.83 亿元和 11.59 亿元，分别同比增长 29.5%、22.7% 和 17.9%。净利润率分别为 2.6%、3.0% 和 3.3%。净利润率反弹主要是由于毛利率总体呈现上升态势。

图 32、公司的毛利结构趋势



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 33、公司的利润率趋势



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

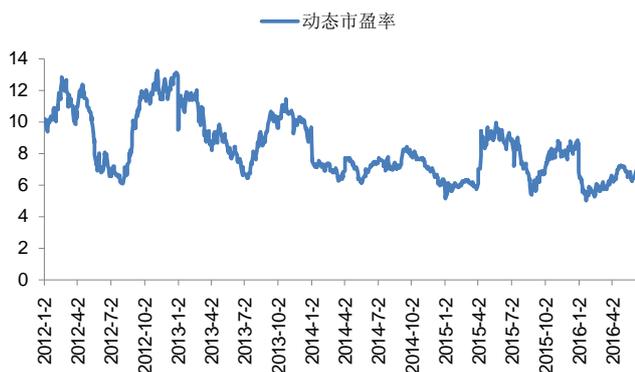
## 6、估值

正通汽车的历史估值波动比较大。行业相对估值来看，和同业相比，正通汽车的估值一直处在中等水平，主要是在汽车金融公司业务壮大之前，公司的业务特征相对不明显。我们认为随着汽车金融业务的发展，未来公司的优势和成长性特征会更加突出，估值水平有望提升。我们预计 2016 年至 2018 年净利润分别为 8.01 亿元、9.83 亿元和 11.59 亿元，分别同比增长 29.5%、22.7%及 17.9%，16-18 年净利润复合成长 23.3%。考虑到公司未来成长性稳健，加上汽车金融业务发展可能带来的估值提升，我们给予正通汽车 8 倍的 16 和 17 年每股收益平均值计算的市盈率，目标价 3.80 港元，首次覆盖，给予买入评级。

### 6.1、历史估值波动比较大

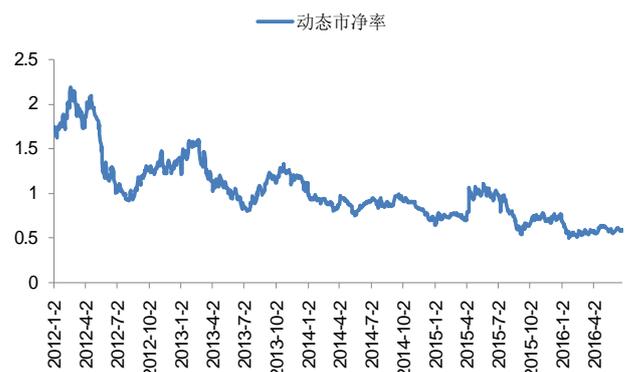
正通汽车的历史估值波动比较大。过去五年的最高估值是市盈率 13.2 倍，最低估值 5.0 倍。过去五年平均估值 8.3 倍。最高估值出现在 2012 年 11 月，最低估值出现在 2016 年 1 月。年度估值来看，过去五年行业竞争日趋激烈，行业平均估值水平逐年下降。年内来看，一、二季度估值水平较低，三、四季度估值比较高，可能年底旺季加上年底厂家会给经销商返点，盈利能力增强有关。由于公司属于中小市值公司，估值水平比较容易受到市场偏好的影响，未来深港通等开通对于中小盘股偏好增加可能对估值提升有帮助。

图 34、近五年动态市盈率



数据来源: 彭博, 兴业证券研究所

图 35、近五年动态市净率



数据来源: 彭博, 兴业证券研究所

### 6.2、相对估值

行业估值来看，目前行业整体估值水平 9.2 倍的 16 年市盈率，7.7 倍的 17 年市盈率。最高估值是宝信汽车，估值最低的为永达汽车。如果剔除宝信汽车，行业整体估值 7.9 倍的 16 年市盈率，6.7 倍 17 年市盈率。和同业相比，正通汽车的估值一直处在中等水平，主要是在汽车金融公司业务壮大之前，公司的业务特征相对

不明显。我们认为随着汽车金融业务的发展，未来公司的优势和成长性特征会更加突出，估值水平有望提升。公司未来估值的催化剂主要来自于：1、汽车金融业务发展超预期；2、经销商行业回暖；3、年底估值切换；4、市场风格对中小盘股偏好增加。

我们预计 2016 年至 2018 年净利润分别为 8.01 亿元、9.83 亿元和 11.59 亿元，分别同比增长 29.5%、22.7%及 17.9%，16-18 年净利润复合成长 23.3%。考虑到公司未来成长性稳健，加上汽车金融业务发展可能带来的估值提升，我们给予正通汽车 8 倍的 16 和 17 年每股收益平均值计算的市盈率，目标价 3.80 港元，首次覆盖，给予买入评级。

表 6、港股汽车经销商估值比较

股票名称	股票代码	股价	货币	总市值	市盈率			市净率			ROE			EPS CAGR	股息率
					FY15	FY16E	FY17E	FY15	FY16E	FY17E	FY15	FY16E	FY17E		
		Price*		百万港元	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
正通汽车	1728 HK	2.80	港元	6,189	8.0	6.5	5.3	0.6	0.6	0.5	7.2	8.6	9.8	26.0	4.6
中升控股	881 HK	4.21	港元	9,037	16.1	10.8	8.9	0.6	0.6	0.6	4.0	5.8	6.6	37.8	1.9
宝信汽车	1293 HK	4.24	港元	10,843	37.8	13.1	10.6	1.8	1.5	1.4	4.7	11.7	12.8	93.2	1.5
永达汽车	3669 HK	3.30	港元	4,884	7.6	5.4	4.6	0.9	0.8	0.6	12.2	15.1	14.1	32.0	5.8
大昌行	1828 HK	3.54	港元	6,486	9.1	7.8	7.0	0.6	0.6	0.5	6.3	7.3	7.7	17.3	5.3
和谐汽车	3836 HK	4.11	港元	6,476	8.5	7.3	6.3	0.8	0.8	0.7	9.6	10.4	10.3	18.4	3.5
<b>H 股经销商平均值</b>					<b>17.2</b>	<b>9.2</b>	<b>7.7</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>6.7</b>	<b>9.6</b>	<b>10.1</b>	<b>26.9</b>	<b>3.3</b>
剔除宝信后					10.5	7.9	6.7	0.7	0.7	0.6	7.4	8.9	9.2	0.0	3.9

资料来源：彭博，兴业证券研究所

## 7、风险提示

### 7.1、汽车金融业务表现不及预期

### 7.2、汇兑损失影响超预期

### 7.3、市场竞争激烈，毛利率水平不及预期

## 附表

资产负债表					利润表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>12,403</b>	<b>15,085</b>	<b>15,955</b>	<b>18,623</b>	<b>营业收入</b>	<b>29,361</b>	<b>31,265</b>	<b>32,925</b>	<b>34,808</b>
现金及短期投资	1,599	1,482	1,411	1,609	营业成本	(28,206)	(29,811)	(31,208)	(32,988)
已抵押银行存款	1,481	1,563	1,646	1,740	其他收入	524	544	578	617
应收账款	5,294	5,487	5,867	6,136	投资收益	31	31	33	35
存货	3,194	4,375	3,551	4,790	息税折旧前利润	<b>1,710</b>	<b>2,028</b>	<b>2,328</b>	<b>2,473</b>
其它流动资产	835	2,178	3,480	4,347	折旧及摊销	360	393	415	299
<b>非流动资产</b>	<b>11,276</b>	<b>12,470</b>	<b>13,697</b>	<b>14,369</b>	EBIT	<b>1,350</b>	<b>1,635</b>	<b>1,914</b>	<b>2,174</b>
固定资产净值	3,428	3,597	3,776	3,825	净利息支出	(428)	(438)	(444)	(441)
无形资产	3,789	3,690	3,591	3,492	税前利润	<b>922</b>	<b>1,197</b>	<b>1,469</b>	<b>1,732</b>
商誉	1,927	1,927	1,927	1,927	所得税开支	(293)	(383)	(470)	(554)
金融服务应收款项	704	1,838	2,936	3,669	经营利润	<b>629</b>	<b>814</b>	<b>999</b>	<b>1,178</b>
其他非流动资产	1,428	1,419	1,466	1,456	少数股东权益	(10)	(13)	(16)	(19)
<b>总资产</b>	<b>23,680</b>	<b>27,555</b>	<b>29,651</b>	<b>32,991</b>	净利润(百万元)	<b>619</b>	<b>801</b>	<b>983</b>	<b>1,159</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,756</b>	<b>14,906</b>	<b>16,150</b>	<b>18,516</b>	每股收益	0.280	0.362	0.445	0.524
短期借款	4,482	4,690	4,609	4,525	<b>主要财务比率</b>				
应付账款	5,133	6,221	5,668	6,843	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
其他流动负债	2,142	3,996	5,873	7,148	成长性(%)				
<b>长期负债</b>	<b>3,234</b>	<b>3,334</b>	<b>3,434</b>	<b>3,534</b>	营业收入增长率	-5.0	6.5	5.3	5.7
长期借款	188	188	188	188	净利润增长率	-23.0	29.5	22.7	17.9
长期债券	2,158	2,158	2,158	2,158	<b>盈利能力分析(%)</b>				
其他负债	888	988	1,088	1,188	毛利率	8.8	9.2	9.7	10.1
<b>总负债</b>	<b>14,990</b>	<b>18,240</b>	<b>19,585</b>	<b>22,050</b>	营业利润率	4.6	5.2	5.8	6.2
股东权益总额	<b>8,589</b>	<b>9,204</b>	<b>9,947</b>	<b>10,812</b>	息税折旧前利润率	5.8	6.5	7.1	7.1
少数股东权益	<b>101</b>	<b>110</b>	<b>119</b>	<b>130</b>	息税前利润率	4.6	5.2	5.8	6.2
所有者权益合计	<b>8,689</b>	<b>9,315</b>	<b>10,067</b>	<b>10,941</b>	净利率	2.1	2.6	3.0	3.3
负债及所有者权益	<b>23,680</b>	<b>27,555</b>	<b>29,651</b>	<b>32,991</b>	净资产收益率	7.1	8.6	9.8	10.6
					资产收益率	2.6	2.9	3.3	3.5
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率(%)	63.3	66.2	66.0	66.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,526</b>	<b>761</b>	<b>1,147</b>	<b>1,293</b>	净负债率(%)	54.0	54.1	50.1	43.6
净利润	922	1,197	1,469	1,732	流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0
折旧及摊销	360	393	415	433	<b>营运能力</b>				
营运资本变动	(88)	(956)	(764)	(810)	平均资产周转天数	285.1	299.1	317.1	328.4
其他营业资产及负债变动	333	127	27	(63)	平均存货周转天数	51.4	48.7	48.7	48.7
<b>投资活动现金流</b>	<b>(769)</b>	<b>(445)</b>	<b>(435)</b>	<b>(257)</b>	平均应收账款周转	62.8	62.9	62.9	62.9
资本支出净额	(1,038)	(600)	(600)	(500)	平均应付账款支付	74.7	73.0	73.0	73.0
资产处置	209	284	262		<b>每股资料</b>				
其他资产变动	60	(129)	(97)	(39)	每股收益	0.280	0.362	0.445	0.524
自由现金流	<b>489</b>	<b>161</b>	<b>547</b>	<b>793</b>	每股净资产	3.932	4.215	4.555	4.950
<b>融资活动现金流</b>	<b>(605)</b>	<b>(438)</b>	<b>(788)</b>	<b>(844)</b>	<b>估值比率(倍)</b>				
股本变动	0	0	0	0	PE	8.0	6.5	5.3	4.5
负债变动	128	208	(80)	(84)	PB	0.6	0.6	0.5	0.5
已付股息	(174)	(185)	(240)	(295)	股息率	3.7	4.6	5.7	6.7
其它长期资产变动	(558)	(461)	(467)	(464)					
现金及现金等价物变动	<b>153</b>	<b>(122)</b>	<b>(76)</b>	<b>193</b>					
外汇变动影响	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>					
期初现金	<b>1,435</b>	<b>1,599</b>	<b>1,482</b>	<b>1,411</b>					
期末现金	<b>1,599</b>	<b>1,482</b>	<b>1,411</b>	<b>1,609</b>					

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。