

03669.HK 永达汽车

未评级

售后及延伸服务推动业绩稳健成长

2016年08月31日

市场数据

报告日期	2016.08.31
收盘价(元)	3.93
总股本(百万股)	1,480
总市值(百万元)	5,816
净资产(百万元)	4,237
总资产(百万元)	17,207
每股净资产(元)	2.863

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A
营业收入(百万元)	21,712	26,097	32,938	35,658
同比增长(%)	6.9%	20.2%	26.2%	8.3%
净利润(百万元)	470	588	501	524
同比增长(%)	-6.9%	25.2%	-14.8%	4.7%
毛利率(%)	8.2%	8.7%	8.1%	8.5%
净利润率(%)	2.2%	2.3%	1.52%	1.47%
净资产收益率(%)	14.2%	15.9%	12.0%	11.4%
每股收益(元)	0.342	0.398	0.339	0.354

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

投资要点

- **中期业绩总体表现稳健。**公司上半年实现营业收入 187.1 亿元, 同比增长 12.5%, 归属于母公司净利润 3.8 亿元, 同比增长 16.1%。每股收益 0.26 元, 总体盈利表现稳健。收入和盈利稳定增长主要来自于售后服务以及延伸服务的贡献。上半年售后服务 25.3 亿元, 同比增长 30.4%; 上半年金融及保险代理等延伸服务的佣金收入 2.8 亿元, 同比增长 56.7%。
- **售后及延伸服务仍然未来发展的重点。**公司未来成长动力主要来自于: 1、售后及延伸服务的高增长。由于公司店龄仍然较为年轻, 售后服务规模仍然有较大的提升空间; 2、收购店的增加和整合。未来几年行业整合趋势没有变化, 公司也在积极寻找合适的收购标的, 收购店将带来新增收入来源; 3、融资租赁业务的拓展。融资租赁业务推广仍然较为顺利, 预计今年净利润仍然有望 50%以上增长; 4、新能源汽车业务的发展。新能源汽车是长期发展方向, 公司在积极探索新能源汽车的盈利模式, 有望成为长期盈利点。
- **我们的看法:**整体来看, 公司上半年的净利润表现较为稳健, 售后业务带动整体收入增加以及盈利能力的提升。未来来看, 公司的增长点仍然比较多, 除了售后服务和延伸服务外, 收购整合、融资租赁新业务的推进以及新能源业务等将是未来的发展重点。根据彭博一致预期, 公司目前估值为 6.8 倍/5.7 倍市盈率, 建议关注。
- **风险提示:**毛利率表现不如预期; 融资租赁业务拓展不如预期。

海外汽车研究

高级分析师: 姚炜
yaowei@xyzq.com.cn
SFC: AVW558
SAC: S0190516050001

报告正文

- **中期业绩增长稳健。**公司上半年实现营业收入 187.1 亿元，同比增长 12.5%。毛利额 17.3 亿元，同比增长 18.1%。归属于母公司净利润 3.8 亿元，同比增长 16.1%。每股收益 0.26 亿元，总体盈利表现稳健。

表 1、公司半年报数据分析

百万元	1H15	2H15	1H16	1H16 YOY	1H16 HOH
营业收入	16,628	19,029	18,710	12.5%	-1.7%
毛利	1,467	1,560	1,733	18.1%	11.1%
营业利润	684	524	736	7.5%	40.5%
净利润	330	194	383	16.1%	97.0%
毛利率	8.8%	8.2%	9.3%	增加 0.4ppts	增加 1.1ppts
净利润率	2.0%	1.0%	2.0%	增加 0.1ppts	增加 1.0ppts

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **售后服务及延伸业务收入高于整体业务增长。**公司收入分部来看：1、**新车销售方面。**公司上半年新车销售收入 159.7 亿元，同比增长 10.4%。新车销量 6.2 万辆，同比增长 20.7%，均价 25.8 万元，同比下降 8.5%。其中豪华车销售额 127.6 亿元，同比增长 7.1%，豪华车销售量 3.67 万辆，同比增长 15.6%；均价为 34.8 万元，同比下降 7.3%。中高端销售额 32.1 亿元，同比增长 25.4%，销量实现 2.5 万辆，同比增长 28.8%；均价为 12.7 万元，同比下降 2.6%。2、**售后服务收入方面。**上半年售后服务 25.3 亿元，同比增长 30.4%，售后服务占总体收入比重为 13.5%，较去年同期提高 1.8 个百分点，售后服务高成长主要是得益于车辆保有量的增加及车龄的增加。3、**租赁收入。**经营租赁收入 1.74 亿元，同比增长 13.8%。融资租赁收入为 3342.2 万元，较同期下降 47%，主要是由于去年底 ABS 等类资产的出售带来生息资产的减少。4、**佣金收入方面。**上半年金融及保险代理等延伸服务的佣金收入 2.8 亿元，同比增长 56.7%，主要是由于新车增加以及金融渗透率的提升。总体上看，售后及延伸服务保持高成长态势。
- **盈利能力总体保持稳定。**1、**毛利率方面。**公司上半年综合毛利率为 9.3%，高于去年同期 0.5 个百分点，主要是由于售后服务收入占比的提升。具体来看，新车销售收入的毛利率为 3.01%，低于同期 0.29 个百分点，主要是捷豹路虎的毛利率拖累。售后服务收入毛利率 47.8%，和去年同期基本持平。2、**延伸服务方面。**其他收入占新车收入比例为 1.7%，高于去年同期 0.6 个百分点，主要是延伸收入高增长带动。3、**费用率方面。**上半年销售费用率和管理费用率分别为 4.5% 和 2.5%，均高于去年同期 0.6 个百分点。财务费用率为 1.2%，和去年同期持平。费用率的上升主要来自新建店增加，此外，收购

的江苏宝尊也带来费用的增加，未来随着新店收入增加，费用率有望下降。4、总体来看，由于新车毛利率上升以及延伸服务比例提升被费用率对冲，总体上半年净利润率和去年同期持平为 2.0%。

- **业绩增长仍有多重动力。**公司未来成长动力主要来自于：1、售后及延伸服务的高增长。由于公司的店龄仍然较为年轻，售后服务规模仍然有较大的提升空间；2、收购店的增加和整合。未来几年行业整合趋势没有变化，公司也在积极寻找合适的收购标的，收购店将带来新增收入来源；3、融资租赁业务的拓展。融资租赁业务推广仍然较为顺利，预计今年净利润仍然有望 50%以上增长；4、新能源汽车业务的发展。新能源汽车是长期发展方向，公司在积极探索新能源汽车的盈利模式，有望成为长期盈利点。
- **我们的看法：**整体来看，公司上半年的净利润表现较为稳健，售后业务带动整体收入增加以及盈利能力的提升。未来来看，公司的增长点仍然比较多，除了售后服务和延伸服务外，收购整合、融资租赁新业务的开展以及新能源汽车业务等将是未来的发展重点。根据彭博一致预期，公司目前估值为 6.8 倍/5.7 倍市盈率，建议关注。
- **风险提示：**毛利率表现不如预期；融资租赁业务拓展不如预期。

投资者问答 Q&A:

1、今年上半年新车及服务毛利率提升的原因？

新车毛利率，保持稳定的，在后市场领域，售后服务有 30%增长，金融保险代理 60%增长。占比提升，本身毛利率稳定使得整体综合毛利率提升。

2、费用率上升，一次性并购影响有多少？同比口径是否下降？

费用率方面，同店来看，费用增长和同店毛利增长匹配的，老店费用率没有上升的，费用增加来自于新建店。另外一块，并购宝尊带来费用增加，未来随着产值提升，费用率有望下降。

3、同一个店今年 6 月和去年 12 月收购的话，价格是往上的还是往下的？

基本上稳的，如果经营好的企业会略有上升，但总体是平稳的。

4、宝尊大概估值？对收入和盈利贡献如何？现在的利润水平和现有店的利润水平差距？

宝尊收购对价 7.64 亿元，上半年新增收入 10 个亿，利润不到 4 千万。宝尊并购比较好的标的，区域来看，常州相对比较垄断地位，品牌包括宝马，凯迪拉克，别克等，在相对垄断区域，盈利能力不错，净利润率高于集团，提升净利润率和 ROE 有帮助。宝尊的数据是 2 季度收购的，代表 2 季度的数字。

5、上半年关了 4 家店的品牌是哪几个？原因？

上半年关闭，台州地区，奥迪 1 个和 2 个宝马和城市展厅重置。对于网点质量重新考虑，盈利质量差的网点会做调整，并不是说关闭的都不赚钱，有一些当地合作方的考虑，有几个是赚钱的。显现出前几年快速过重，目前重新把网点盈利性和质量作为考虑，通过处置不良资产，同时在市场上找一些优良资产补充，总体上更加关注网点的盈利性。

6、PPT 里面提到豪华车行业增长 13%，公司高于行业，下半年和明年品牌竞争以及量的展望？

上半年行业增长高于乘用车增速，乘用车 6-8%，豪华车 13%。下半年行业仍有望保持，但部分品牌如奥迪和捷豹路虎会比较之前有所下降。特别是奥迪，下半年调整产销量，会跟去年差不多甚至更少，路虎全年规划激进，上半年调整了下半年在中国 新车型的投放。对经销商比较好的消息，可以稳定价格，提高毛利率，其他宝马，保时捷和沃尔沃保持年初的计划，对于中国豪华车市场仍然有望实现两位数增长。

7、融资租赁服务营业额下降的，利润是上升的，原因？

去年底为了优化集团资产负债结构，年底做了类 ABS 生息资产转让，6 个亿，年初生息资产留存量偏低，新增生息资产二季度集中，上半年收入影响偏低，上半年收入跟同期下滑。成本角度来看，融资结构优化，成本跟去年比下降，毛利率上升，毛利持平。费用方面，由于发展期，去年偏高，今年费用严格管控。利润增长的还可以，全年来看，收入和利润及生息资产投放跟去年全年会有好的预期。

8、电动车问题，最激进看法 2020 年 200 万，电动车售后没有变速箱和发动机，售后空间不大，战略怎么看？

新能源汽车，去年 33 万，全球最大的新能源汽车市场，今年 70 万，上半年十几万辆，骗补政策的影响，造成销量完全没有达预期。下半年政策落实和明朗，销量有提升。公司代理合资的新能源车型和申请的北汽、江淮的代理，先进入到这个产业区观察，了解运营特征。销售和服务代理，北汽和江淮使用 4S 店模式，不向特斯拉往上销售，直营店模式，可能跟定位有区别，需要一定的量支撑，所以

需要传统渠道，在运营中关注售后服务的业态。常规保养，不像传统的车带给公司收入，只有一些小事故维修，比传统车少一块。

9、相比竞争对手业绩比较好，有没有从区域的毛利率分布？

上半年把浙江的4家店做了调整，股权转让。浙江区域原来非常发达，这个区域网点布局比较高，在经济调整时候，浙江处于经济调整，店多了，供大于求比较严重。两个方面的区域，发达区域，浙江区域，网点比较密集，不符合公司的整体要求。利润率比较低；短期内看不到大幅改善的希望；资源性城市，以前靠煤炭、起来的，跟宏观经济密切相关，做企业必须顺应大势。

10、收购江苏的集团4000万利润贡献，7.64亿收购对价，上市公司估值比较低，公司怎么看这个估值？

宝尊4月初收购的，今年上半年10个亿，利润4千万不到代表二季度，简单推算，预计从二季度开始净利润1个亿以上，折算全年，市盈率收购价在5倍以内。符合公司的目标。

11、国五和国六对二手车影响？一线城市，很早国五，去年二三线城市也实施了国五，未来国家实行国六，会不会影响换车和新车销售？

二手车增长来源于对于升级置换需求，和房产一样。之前每个城市有先前措施，保证二手车区域垄断，国家取消先前政策在修改中，细节还没出来。细则落地有全国大流通概念，会给二手车带来增长动力。

12、中国的汽车保有量1.8亿，平均年龄比较轻，售后服务有帮助，从国外经验看，年轻到老的车辆，非4S店会不会增加？

独立售后，国外如美国专卖店，30%份额，独立售后高品质，国内取决于经营环境，对行业支持体系，配件配送，信息查询，行业规范，目前处于比较混乱的局面，经历比较长的时期，加盟局限于小城市，没有形成大的区域市场，或者国内成熟市场的模式。大的经销商集团成功可能性更大一些。

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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 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。