

买入

2017年9月20日

4S店进入快速扩张期，新能源车潜力大，价值被低估

- **业务调整初见成效，复苏显著：**1) 公司完成业务调整，专注豪华和超豪华品牌的4S经销业务，在综合售后业务中引入管理团队持股及外部战略投资者，持股比例降至49.3%；FMC项目完成第二轮融资，持股比例降至24.4%。2) 上半年收入增长3.2%至50.9亿元；归属于股东的净利润增长84.5%至5.6亿元，其中传统4S经销业务贡献2.7亿元。
- **核心4S经销业务进入快速扩张期：**1) 宝马品牌在公司新车销量和收入中占比分别达到81%和72%，未来宝马、玛莎拉蒂和雷克萨斯都将迎来强产品周期，公司将显著受益。2) 公司加速网点扩张将带来新的增长动力，预计年底开业4S店总数将达到68家，明年门店总数达80家。3) 公司经营品牌毛利率水平较高，去年一次性因素导致毛利率下滑，今年上半年已有改善。未来随着新5系的放量和主力品牌销售持续增长，毛利率仍有提升空间。
- **新业务潜力较大：**1) 汽车后市场空间广阔，随着平均车龄的上升，越来越多的车辆将脱离4S售后渠道进入独立售后渠道。2) FMC项目获得政府政策的大力支持，团队研发能力强、经验丰富，产品定位优势明显，符合未来汽车产业的发展方向，受到投资方的认可。3) 公司综合售后业务重组投后估值约8亿人民币，FMC第二轮融资投后估值达到7.5亿美元，上半年两者分别确认投资净收益0.36亿元和2.5亿元。预计全年两块新业务将有约6亿的投资净收益，未来随着项目运营和估值提升，公司可持续获得收益。
- **调整目标价7.25港元，买入评级：**公司4S经销业务将在品牌强周期推动下放量增长，两块新业务将持续贡献投资收益。公司目前处于净现金状态，价值被低估。预计4S经销业务2018年贡献7.8亿净利润，按照2018年10倍市盈率估值，加上持有FMC和独立售后两块新业务的市场价值，调整公司目标价至7.25港元，较现价有61%上升空间，维持买入评级。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

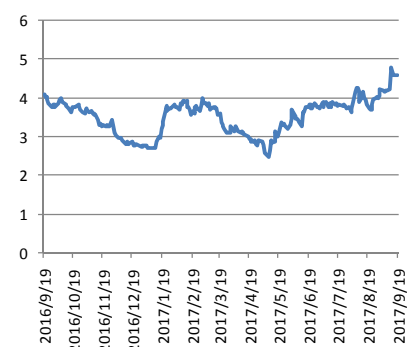
行业	汽车经销商
股价	4.59 港元
目标价	7.25 港元 (+61%)
股票代码	3836
已发行股本	15.38 亿股
总市值	70.60 亿港元
52 周高/低	4.84/2.44 港元
每股净资产	4.38 港元
主要股东	冯长革...45.19%

表：盈利摘要

	2015年实际	2016年实际	2017年预测	2018年预测	2019年预测
营业额 (百万人民币)	10,620	10,696	11,656	15,265	17,951
变动 (%)	4.2	0.7	9.0	31.0	17.6
净利润 (百万人民币)	563	-371	1,191	1,284	1,499
每股盈余 (人民币元)	0.39	-0.24	0.76	0.82	0.95
变动 (%)	N/A	N.A	N.A	7.8	16.7
市盈率@4.59港元 (倍)	10.1	N/A	5.2	4.8	4.1
每股股息 (人民币元)	0.10	0.00	0.15	0.17	0.19
股息现价比	1.80	0.00	2.88	3.10	3.62

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



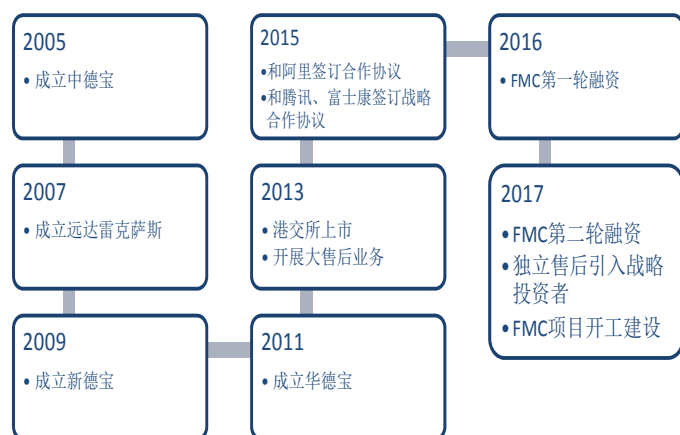
资料来源：彭博

中国领先的纯豪华汽车经销商

中国和谐汽车控股有限公司（简称“和谐汽车”）是中国汽车经销商集团百强之一，根据《2017 中国汽车流通行业经销商集团百强排行榜》，公司位居第 41 位。公司最早于 2005 年在河南成立的中德宝开始经营汽车经销业务，并不断成立新的公司，拓展汽车经销业务，并于 2013 年公司在港交所挂牌上市。

公司仅经营豪华及超豪华汽车品牌，致力于成为全国第一家纯豪华和超豪华大型汽车经销商集团，旗下拥有宝马/MINI、雷克萨斯、捷豹路虎、沃尔沃、芝诺、阿尔法罗密欧等 8 个豪华品牌以及劳斯莱斯、阿斯顿马丁、法拉利、玛莎拉蒂等 4 个超豪华车品牌，并是特斯拉中国售后服务主要合作伙伴之一。

图表 1: 和谐汽车发展历程



图表 2: 和谐汽车经营品牌



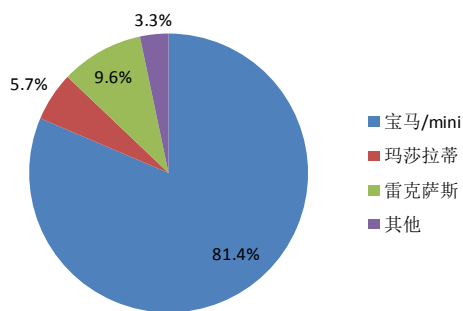
资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料

公司的主力品牌为宝马、玛莎拉蒂和雷克萨斯。其中宝马是公司第一大品牌，公司是宝马在中国中部地区最大经销商集团，2017 年上半年宝马销量占公司总销量比例达到 81.4%，销售收入占比达 72%。同时，公司也是玛莎拉蒂中国最大经销商集团，2017 年上半年玛莎拉蒂的销量占比 5.7%，销售收入占比达到 13.7%。此外，雷克萨斯也是公司重要的品牌，在公司新车销售中的销量和收入占比都在 9% 以上。

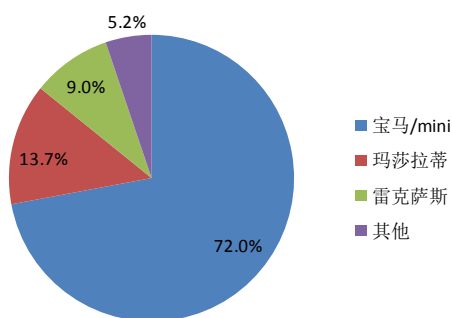
2017 年开始，公司确立起“一体两翼”的发展战略。其中“一体”指传统的 4S 经销业务，是公司的核心业务和主营业务；“两翼”是指公司的新能源汽车业务和综合售后业务。未来公司将专注豪华及超豪华品牌的 4S 经销业务，并快速发展综合售后业务，积极支持新能源业务，以“一体两翼”推动公司未来发展。

图表 3: 新车销量品牌结构 (2017H1)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 4: 新车销售收入品牌结构 (2017H1)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

公司业务

新车销售复苏显著

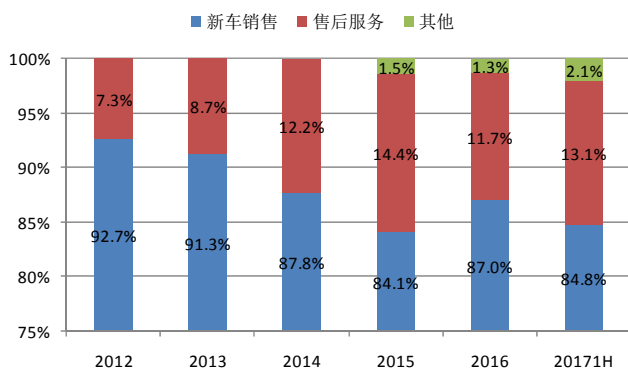
新车销售是公司最大的一块业务, 历史上占比曾高达 93%。随着 2014 年以来售后服务收入占比的显著提升, 新车销售占比有所下滑。截止 2017 年上半年, 新车销售收入占比为 84.8%; 提供售后服务取得收入占比为 13%; 其他业务的收入贡献较小, 仅有 2.1%。

2013-2015 年公司的新车销量增速持续下滑, 2016 全年增速为 6.2%。销量下滑的原因既有前几年行业整体低迷的影响, 也有公司自身网络扩张放缓的因素。销量的萎靡也使得销售收入增长乏力, 2015 年甚至出现下滑, 2016 年全年也仅有低单位数的增长。

2017 年起公司对业务进行调整, 重新发力传统汽车经销业务。新车销售在 2017 上半年取得较为显著的复苏, 新车销量同比增长 8.9%至 1.2 万台, 收入同比增速也同比转正, 达到 7.6%, 实现收入 43 亿元。

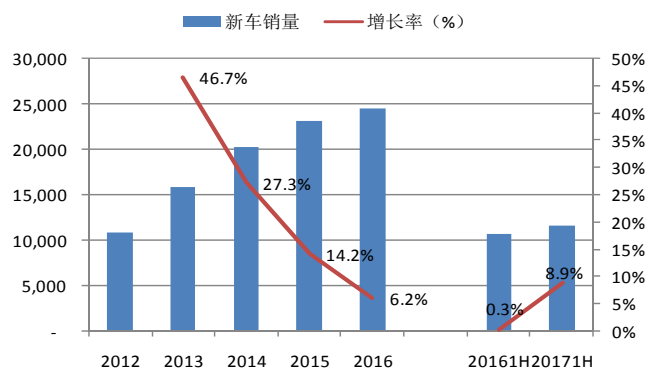
公司新车销售的增长由宝马、玛莎拉蒂和雷克萨斯等几大主力豪华品牌推动。2017 年上半年公司宝马品牌销量增长 5.2%至 9491 台, 玛莎拉蒂销量增长 40.3%至 668 台。雷克萨斯销量增长 40.6%至 1116 台。

图表 5: 各项业务收入占比



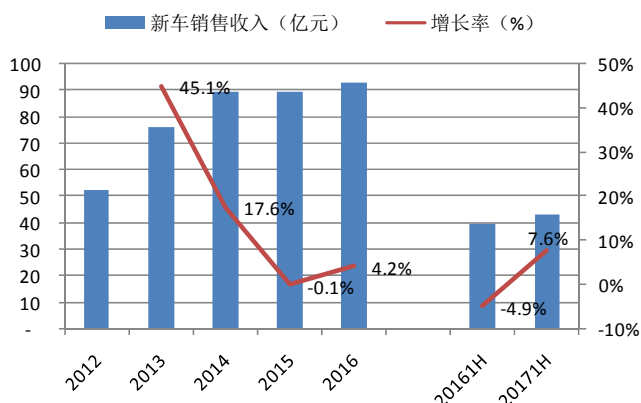
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 6: 公司新车销量及增长率



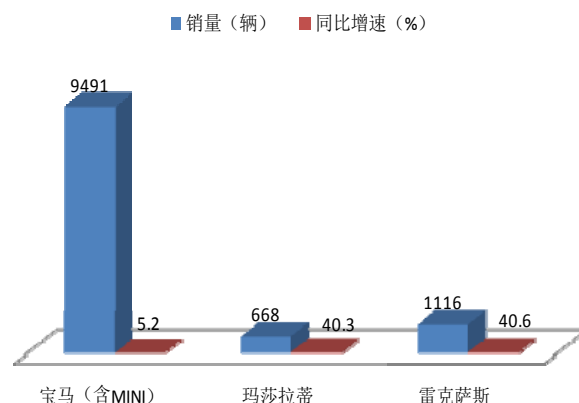
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 7: 新车销售收入及增长率



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 8: 新车销售收入及增长率 (2017H1)



资料来源：公司资料，第一上海整理

售后业务调整，综合售后引入战略投资者

公司过往的售后服务业务包括两块，一是依托于 4S 店开展的售后服务，另一块是通过公司自建的综合售后门店开展的售后服务。

综合售后业务模式由公司在 2013 年推出，门店分为社区店和中心店，两者是母子店的关系，以中心店为核心，社区店为卫星店辐射周边。社区店主要满足客户日常的保养和维修业务，提供相对高频次的服务，起到集客的作用，主动发现客户需求并向中心店推送。

公司 2013 年底仅有 10 家综合售后门店，2015 年店铺增长迅速，2016 年放缓扩张速度，年底拥有 48 家中心店和 104 家社区店，门店总数达 152 家。截止 2017 年上半年，公司拥有的中心店和社区店分别为 47 家和 104 家。

图表 9 公司综合售后中心店



资料来源：公司资料

图表 10: 公司综合售后社区店



资料来源：公司资料

综合售后收入在售后总收入中比重在 2015 年提升至约 30%。但由于 2015 年的大幅增长带来了大量的前期费用，加上店铺培育需要时间，因此综合售后业务总体

未能取得盈利，一定程度上也影响了公司售后总收入的增长。为提升门店运营效率，2016年公司关闭了部分综合售后门店，放缓了扩张步伐。同时，由于政府环保管控等其他因素的影响，2016年售后业务收入同比下滑18.5%至12亿元。

2017年6月，公司的综合售后业务引入战略投资者，其中综合售后团队向综合售后公司注资人民币7千万元，认购综合售后公司7千万元的新增注册资本；外部投资者共向综合售后公司注资2.1亿元，认购综合售后公司人民币7000万元的新增注册资本；公司资本化人民币3.20亿元的借款以认购综合售后公司1.16亿元的新增注册资本。在增资及借款资本化后，公司的持股比例下降至49.3%，这一业务调整也导致上半年公司售后收入下滑16%。

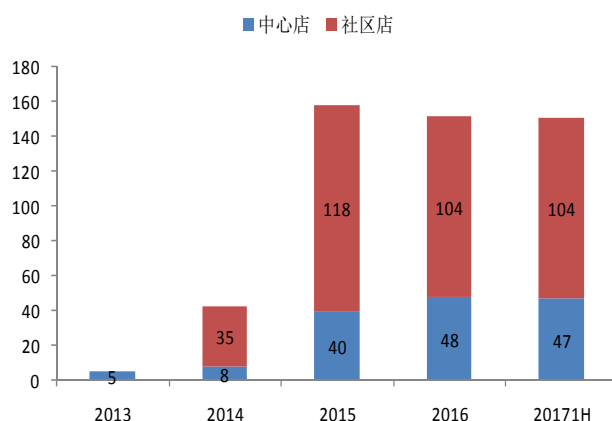
综合售后业务重组投后估值约8亿人民币，估值上升上半年为公司带来投资净收益0.36亿元，预计下半年仍有部分投资净收益待确认。综合售后业务板块后续仍有几轮融资，公司计划2020年将综合售后业务在A股上市，未来仍可持续从综合售后的估值上升中获益。

图表 11: 中心店为核心、社区店辐射周边



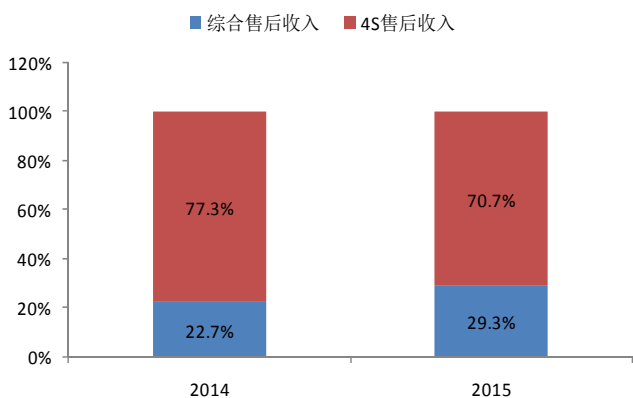
资料来源：公司资料

图表 12: 公司综合售后店铺发展迅速



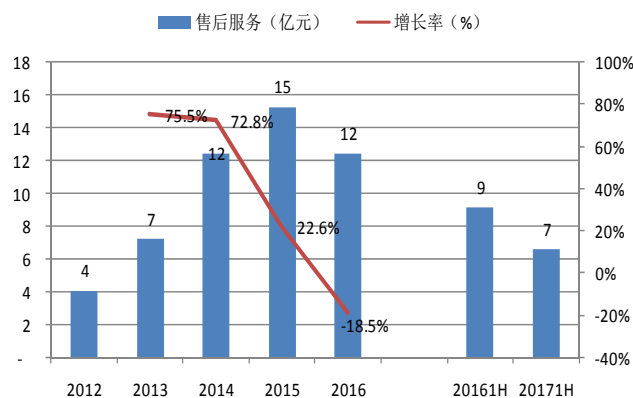
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 13: 综合售后收入占比



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 14: 售后整体收入下滑



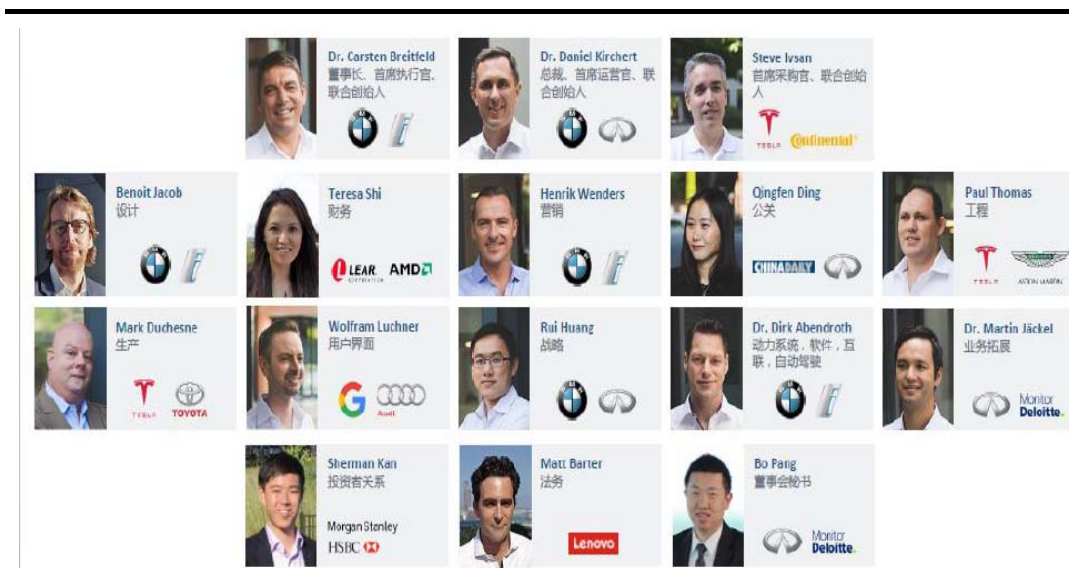
资料来源：公司资料，第一上海整理

新能源汽车业务快速推进

2016年，公司作为创始方投资成立了 FMC 公司。FMC 公司的全称是“Future Mobility Corporation”，中文名为“知行”，专注于研发、生产高端智能电动汽车。公司的管理团队来自宝马、英菲尼迪、特斯拉、谷歌、苹果等汽车和科技公司，拥有强大的研发能力和丰富的管理经验。

FMC 拥有全球布局，总部和制造研发中心设在南京，在慕尼黑的工厂研发中心，负责概念车的设计。此外，公司在硅谷还有研发中心，负责智能、互联及无人驾驶技术的研发工作。FMC 制造基地的落地得到了地方政府的政策支持。目前基地规划总产能 30 万辆，其中一期产能 15 万辆，已于 2017 年 9 月动工建设。

图表 15: FMC 管理团队



资料来源：公司资料

2016年12月，FMC完成第一轮融资，引入力合汽车及晋亨投资两方外部投资者，融资完成后公司持股占比43.75%，管理团队占31.25%，力合汽车及晋亨投资共占25%。

2017年8月FMC完成第二轮融资，引入苏宁投资、丰盛控股和南京紫金资本。投前估值为5.5亿美元，投后估值达到7.5亿美元，公司持股比例由33.33%降至24.4%。由于公司在FMC项目上的初期投资为3000万美元，项目估值提升为公司上半年带来2.5亿元的投资净收益，预计下半年仍可确认部分投资净收益。

FMC的产品定位于可负担的豪华车，目前已发布了全新汽车品牌“BYTON”（拜腾），基于同一平台将发布包括SUV/轿车在内的3款车型。首款产品为对标宝马X3、奥迪Q5和特斯拉Model X的纯电动SUV，目标价格30-40万元，样车将于2017年底完成并在2018年1月的CES大会上展出，最终在2019年正式量产上市。第二款产品将为轿车，对标宝马3系、5系及特斯拉Model S和Model 3，预计2020年投产；第三款产品瞄准较为空白的豪华MPV市场，对标丰田阿尔法和别克GL8，预计2021年投产。

图表 16: FMC 发展时间表



资料来源：公司资料

FMC 首款产品拥有出色的配置：1) 在车身尺寸上，公司的首款产品车身长度达到 4800mm，最大轴距可达 2950mm，后排空间比现款奥迪 Q5 长 200mm。2) 智能互联是公司产品的重点。车身搭载了长达 1250mm 的贯穿式共享体验屏，方向盘中也配有 9 英寸的屏幕。此外，产品未来将搭载支持 L4/L5 级自动驾驶能力的硬件，如摄像头、毫米波雷达、激光雷达等传感器等，量产上市后会从 L3 开始，逐步向车主推送自动驾驶功能。3) 在动力方面，首款产品将提供 60kWh 和 90kWh 两种容量的电池组供选择，最大续航里程分别可达到 350 公里和 500 公里，并且充电 10 分钟续航里程可以达到 120 公里，30 分钟便可充满 350 公里电量。新车百公里加速时间为 5-6 秒。

图表 17:FMC 首款产品外观



资料来源：汽车之家

图表 18:FMC 首款产品内部布局



资料来源：汽车之家

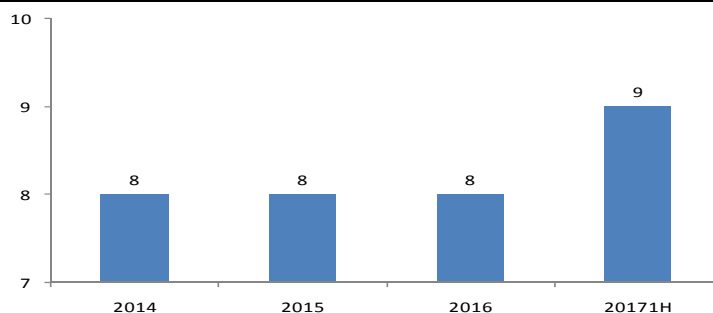
图表 19: FMC 产品的贯穿式共享体验屏



资料来源：汽车之家

此外，公司还拥有和特斯拉合作的新能源汽车售后服务网点。自 2013 年以来，与特斯拉合作的售后网点数量保持稳定，截止 2017 年上半年，公司在北京、上海、杭州、西安、武汉、成都、济南、郑州共有 9 家网点。与特斯拉合作的售后业务的毛利率水平较高，约在 80%以上，预计未来随着特斯拉在中国销售量的上升，合作店数也会逐渐扩张。

图表 20：特斯拉售后服务合作网点数量



资料来源：公司资料，第一上海整理

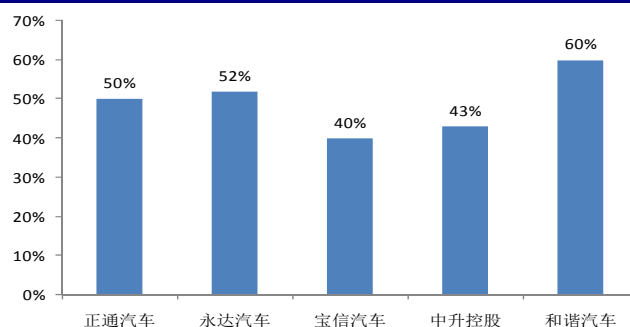
汽车金融业务提升空间大

公司目前的汽车金融业务包括汽车金融代理和自营汽车金融两部分。过去几年，公司并没有开展自营金融业务，汽车金融业务以代理业务为主，渗透率达到 60%，领先于港股上市的经销商同行。2017 年 7 月，公司的融资租赁业务正式上线。

对公司客户而言，相比厂商金融产品，公司的融资租赁产品具有低首付、需要资料少、手续简化、增值税发票可抵税等优势；对非贴息产品的个人客户而言，公司的融资租赁产品也有低首付、利率高、额度高、精品及手续费打包计算等优势。此外，公司还可向客户提供车抵贷的服务。

由于起步时间较晚，公司的融资租赁发展空间较大。公司 2016 年新车销售收入约为 93 亿，根据 60%的渗透率计算，有 56 亿元的汽车金融需求；未来随着新车销售收入和渗透率的提升，金融需求将继续扩大。过去公司以代理金融的方式满足客户的金融需求，初期公司的融资租赁以自有 4S 店为主发展业务，由于公司产品的比较优势，预计自营的融资租赁产品将依托自身 4S 渠道迅速推开。目前公司融资租赁的年化收益达到 12-14%，未来生息资产规模和收入占比增长后，对公司的收入和净利率提升都有帮助。

图表 21：汽车金融渗透率对比



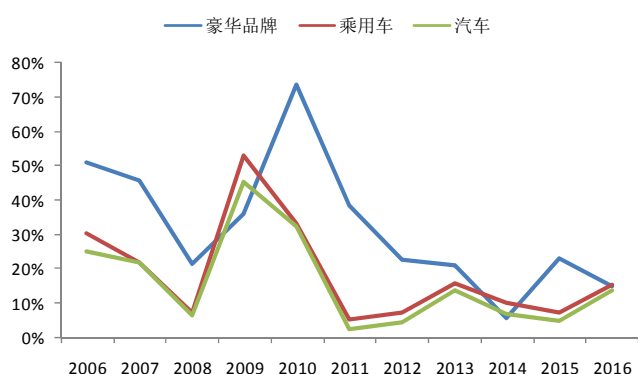
资料来源：公开资料，第一上海整理

竞争优势

专注豪华品牌，主力品牌周期强劲

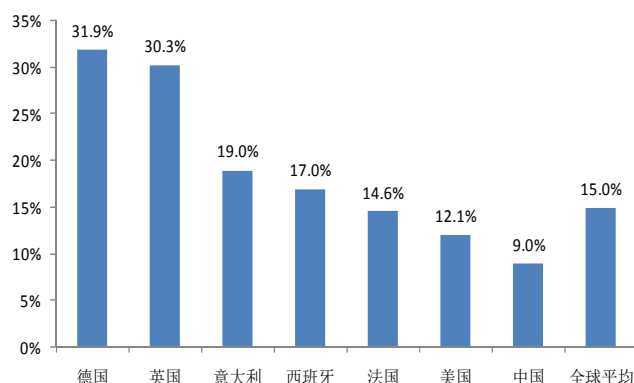
在汽车的细分行业中，豪华车行业相对行业整体拥有更高的增长速度。此外，中国豪华车的渗透率仅有 9%，与欧美发达国家相比处在低位，与全球平均水平相比也有较大的提升空间。在未来消费升级和置换需求的共同推动下，豪华品牌具有较大的上升空间。公司专注豪华和超豪华品牌，可以享受豪华品牌行业快速增长的红利

图表 22: 豪华车市场增速高于行业整体



资料来源: Wind, 公开资料, 第一上海整理

图表 23: 豪华车渗透率

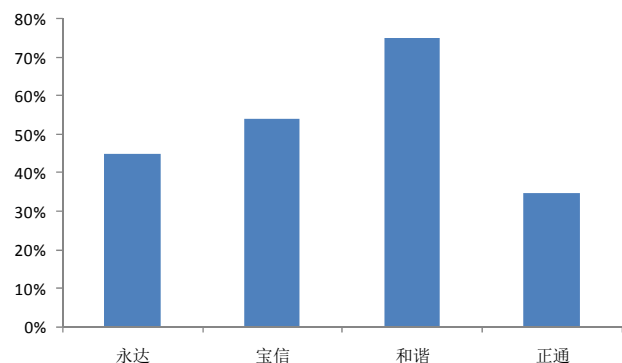


资料来源: 公开资料, 第一上海整理

宝马品牌 2017 年将在华推出 1 系、新 5 系的国产车型及其他进口车型，车型总量达到 14 款；在 2018-2019 年间，预计宝马 X3、新 3 系、X2 等车型将陆续国产或上市，保持每年均有新产品国产，预计强劲的产品周期将维持至 2020 年。宝马是公司最主要的豪华品牌，2016 年宝马销售收入占比高达 75%，2017 年上半年高达 72%，高于港股上市的其他同行，未来将显著受益于宝马品牌的强劲产品周期。

此外，宝马品牌的主力国产车型 5 系上半年完成换代，目前公司终端反馈良好，530/528 等车型需求旺盛。由于公司在新 5 系上的毛利率高达 12%，考虑到新 5 系的上量需要时间，预计下半年新车销售量和毛利率水平平均会大幅提升。

图表 24: 宝马品牌销售收入占比 (2016 年)



资料来源: 公开资料, 第一上海整理

图表 25: 宝马 2017 在华推出的部分新车

车型	国产/进口	车型	国产/进口
全新 MINI COUNTRYMAN	进口	1 系	国产
MINI COUNTRYMAN 插电混动版	进口	宝马 X1 插电混动版	国产
M760Li xDrive	进口	之诺 60H	国产
X5 xDrive35i M 运动型	进口	新 5 系	国产
X5 xDrive35i M 运动豪华型	进口	5 系旅行版	国产
X6 xDrive35i M 运动豪华型	进口	新款 4 系	进口
新 6 系	进口	限量版 i8	进口

资料来源: 公开资料, 第一上海整理

玛莎拉蒂和雷克萨斯等公司其余的主力品牌也处于强劲的产品周期中。其中雷克萨斯在过去2年间已完成全系列车型的换代，玛莎拉蒂的热销车型 Levante 今年也将贡献全年销量。豪华车品牌今年上半年的销量表现也印证了这一点，公司的主力品牌宝马、雷克萨斯、玛莎拉蒂等均取得了良好的销量增速。

图表 26:豪华品牌 2017 上半年销量（带标记者为公司经营品牌）

品牌	2017年上半年销量增长
 宝马	18.4%
奔驰	34.0%
奥迪	-12.2%
 雷克萨斯	31.0%
 玛莎拉蒂	110.4%
凯迪拉克	71.0%
 捷豹路虎	26.2%
 沃尔沃	27.6%
保时捷	18.0%
林肯	97.1%
英菲尼迪	4.2%
讴歌	442.0%

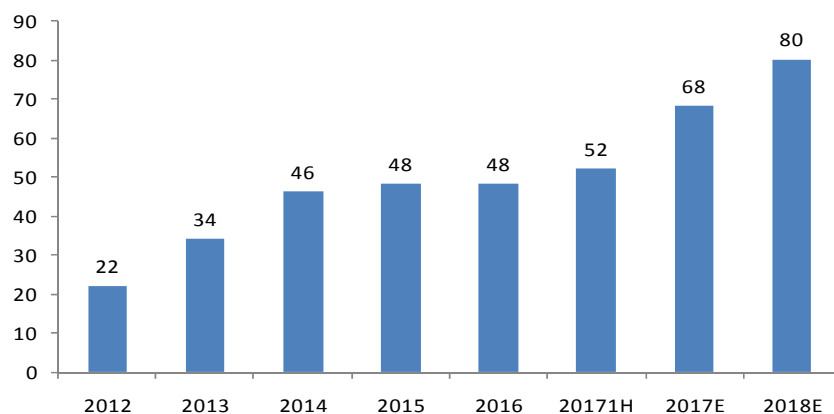
资料来源：公司资料

4S 店渠道进入快速扩张期

公司 4S 网点数量在过去四年内增长很少。2017 年公司开始发力传统经销业务，加速 4S 渠道建设，上半年增加 4 间网点，拥有汽车销售 4S 店 52 家，并另有 16 家获得授权的在建和待建 4S 店，在手授权中宝马和玛莎拉蒂各占三分之一。

目前，厂商对新建 4S 店的设施要求降低，对新开店的支持力度加大，公司新建店的固定资产投资仅需 2000 万元。公司一方面将通过自建形式继续扩张网络，继续争取厂商新的授权，预计年底开业 4S 店总数将达到 68 家，2018 年门店总数或可达到 80 家。同时，公司也将积极寻求并购机会，不断扩张渠道，推动公司新车销售的持续增长。

图表 27：公司 4S 网点数量预测

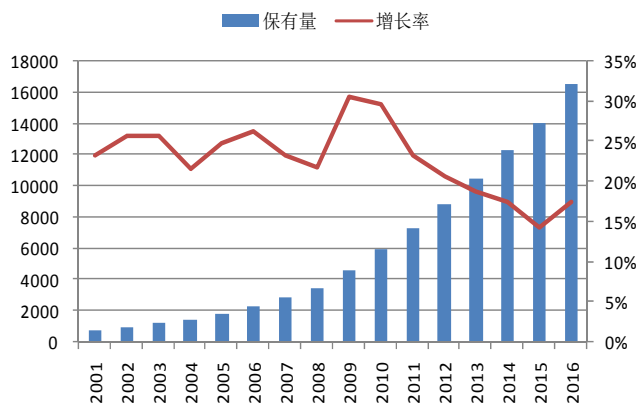


资料来源：公司资料，第一上海预测

后市场空间巨大，售后业务有望稳定增长

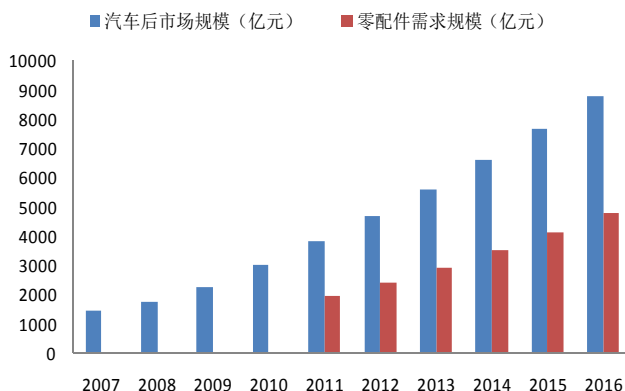
汽车后市场业务未来拥有广阔空间。中国的汽车保有量数据在过去一直保持双位数的增速，截止 2016 年，中国的汽车保有量达到 1.7 亿辆。同时，汽车后市场的规模也不断扩张，2016 年达到了 8800 亿元，其中零配件市场规模约 5000 亿元，预计 2017 年后市场总体规模将突破万亿元。

图表 28: 中国汽车保有量增长



资料来源: Wind, 第一上海整理

图表 29: 中国汽车后市场规模 (亿元)

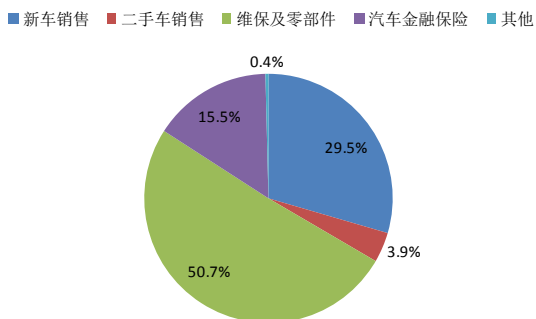


资料来源: 罗兰贝格, 腾讯财经, 第一上海整理

在中国汽车经销商的毛利结构中，70%的份额属于汽车后市场业务，其中维修保养和零部件是占比最大的部分，比例达到 50.7%；汽车金融保险、二手车销售分别有 15.5%和 3.9%的比例。

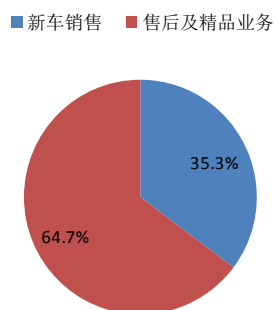
和同行一样，售后业务也是公司主要的毛利来源。在毛利贡献中售后业务占到 65%的比例，新车销售贡献剩余 35%的比例。由于毛利占比较大，售后业务的收入和毛利率水平对公司整体盈利非常重要。

图表 30: 经销商百强毛利结构



资料来源: 汽车流通业协会, 第一上海整理

图表 31: 公司的毛利结构



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

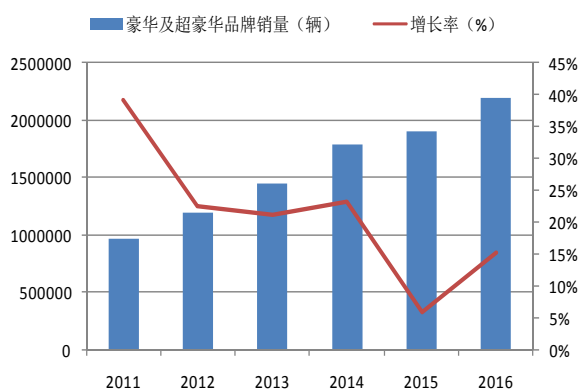
由于前几年公司在综合售后业务上的历史总投资高达 5.5 亿元，前期费用较大，新店的培育也需要时间，影响了售后整体收入的增长。在综合售后业务引入战略投资者后，由于公司持股比例下降至 49.3%，综合售后业务也不再合并计入公司的财务

报表，而改为确认投资收益，减少了归属于公司股东的亏损份额。此外，公司短期内不需要再向综合售后投入资金，可以将资金用于核心的 4S 店业务，也可以降低由于综合售后业务导致的销售和管理费用的大幅增加，费用管控会更为良好。同时，综合售后业务板块后续仍有几轮融资，公司计划 2020 年将综合售后业务在 A 股上市，未来仍可持续从综合售后的估值上升中获益。

长远来看，受消费升级因素的影响，豪华和超豪华品牌在华销量增速基本一直处于高位，仅在 2015 年下跌至 10% 以下，高于汽车行业整体增速。公司经营的豪华品牌也正处于强劲的产品周期中，有强劲的销量为基础，豪华车的保有量也会持续攀升，基盘客户数量将持续扩大，传统 4S 店的售后业务也将获得稳定的增长。

此外，中国乘用车保有量的年龄结构呈现整体老龄化的趋势，平均车龄不断上升，2016 年的平均车龄接近 5 年。一般而言，车龄 5 年以上的车辆会逐渐脱离原有 4S 店的维修体系，从而进入到社会售后店的渠道中。综合售后业务将受益于存量汽车车龄的上升的因素，随着管理和运营效率的改善逐渐进入收获期，预计 2017 年综合售后业务可实现盈利，未来将稳定贡献净利润。

图表 32: 豪华及超豪华品牌销量



资料来源：公开资料，第一上海整理

图表 33: 存量车型老龄化



资料来源：罗兰贝格

FMC 项目未来持续带来投资收益

出于环保和汽车工业未来发展的考虑，全球多国均在计划未来停止出售燃油车，我国工信部也已启动停止生产销售传统能源汽车时间表的相关研究。新能源汽车未来将成为汽车行业的主导，FMC 项目的研发目标符合未来汽车发展的方向。

从已公布的产品参数来看，FMC 首款产品在电动车最为关键的电池容量、续航里程上略逊于特斯拉的 Model X，充电速度上要快于特斯拉。考虑到产品的售价和所拥有的配置，FMC 的产品定位清晰合理，为成功提供了强有力的保障。

图表 34: 主要国家停止出售燃油车时间表

国家	时间
挪威	2025
荷兰	2025
瑞士	2030
比利时	2030
法国	2040
英国	2040
瑞典	2050

资料来源: 公开资料, 第一上海整理

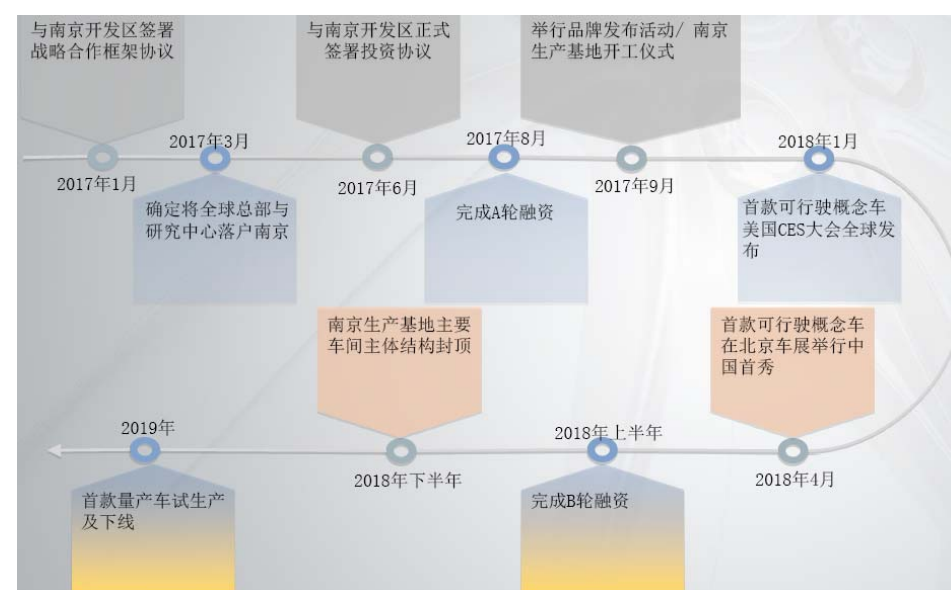
图表 35: FMC 首款产品与特斯拉 Model X 对比

参数	Tesla	Byton
车身长度 (mm)	5037	4800
轴距 (mm)	2965	2950
座位数 (个)	5	4
电池容量 (kWh)	75-100	60-90
续航里程 (km)	417-542	350-500
百公里加速 (s)	3.1-6.3	5.0-6.0
充电速度	快充4.5h, 慢充10.5h	充电10分钟, 续航里程可达120km

资料来源: 汽车之家, 第一上海整理

FMC 项目也得到了投资方的认可, 第二轮融资的投前估值为 5.5 亿美元, 投后估值达到 7.5 亿美元, 公司持股 24.4%。随着项目的推进, FMC 未来还会进行几轮融资, 项目估值提升将为公司带来持续的投资回报。而未来 FMC 产品量产后, 公司作为汽车经销商, 和 FMC 在新车销售、售后服务等方面可以进行深入合作, 可以通过为 FMC 提供渠道和资源的支持获得新的收益。

图表 36: FMC 项目未来时间表



资料来源: 公司资料

同业比较

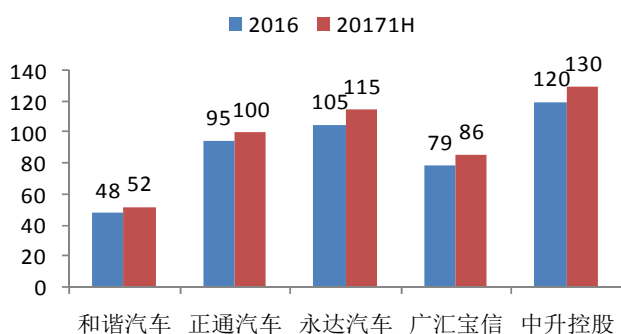
收入规模

公司是经营豪华和超豪华品牌的汽车经销商，豪华品牌占比为 100%，并没有中高端品牌。因此，在新车销售方面，我们仅就豪华和超豪华品牌进行对比。由于前几年公司基本未进行渠道扩张，店铺数量和单店销量都低于同行的水平，影响了新车销量和收入规模的表现。预计未来随着渠道的增加，公司在新车销售方面依然有非常大的提升空间。

在售后服务的规模方面，公司前几年开展的综合售后业务发展时间短，前期投入大，对售后整体收入上的贡献较小，80%以上的售后业务收入还是来源于传统的 4S 售后渠道。此外，由于新车销售为售后服务提供基盘客户，受限于新车销售的渠道和销量水平，公司的售后收入规模也有较大的提升空间。未来 4S 售后业务将跟随新车销售逐步改善。

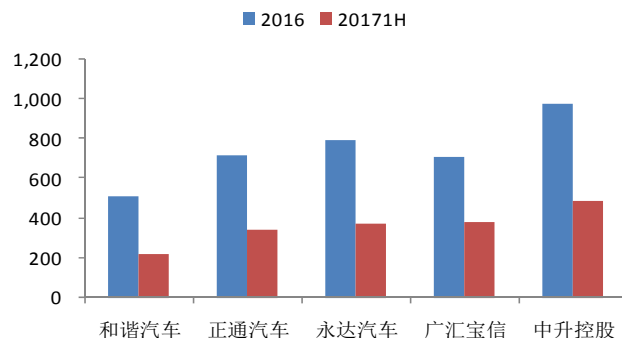
在后市场中的汽车金融业务上，公司之前仅有金融保险代理业务，在自营汽车金融上起步较晚，2017 年才开展融资租赁业务，未来在资产规模、收入占比等方面会步入快速增长的阶段。

图表 37: 豪华和超豪华品牌店铺数量



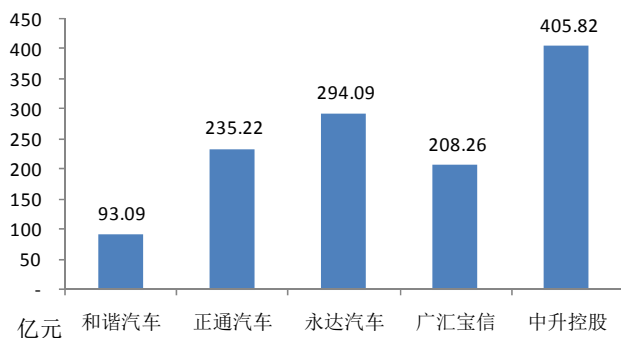
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 38: 豪华和超豪华品牌单店销量



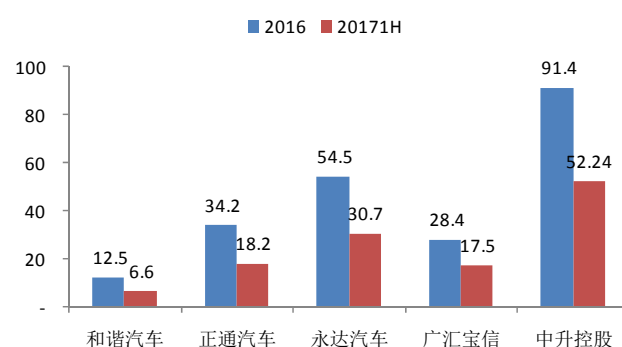
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 39: 豪华和超豪华新车销售收入 (2016 年)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 40: 经销商售后收入 (亿元)



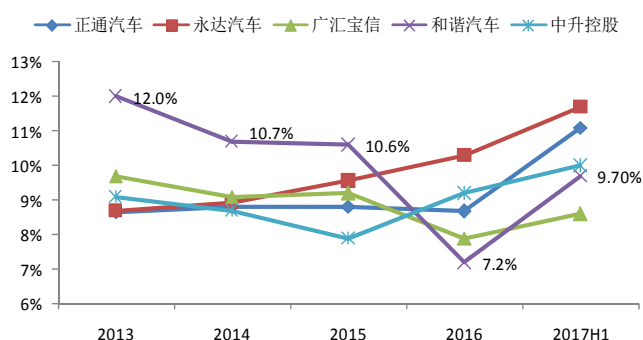
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

盈利水平

由于公司仅经营豪华和超豪华品牌，品牌毛利率水平较高，2013-2015 年公司的新车销售和综合毛利水平均要显著高于同行，售后收入则稳定 45%左右，与同行差异不大。但 2016 年由于打折去库存及政府环保要求等一次性因素的影响，新车销售、售后服务及综合毛利率均有较大的下滑。

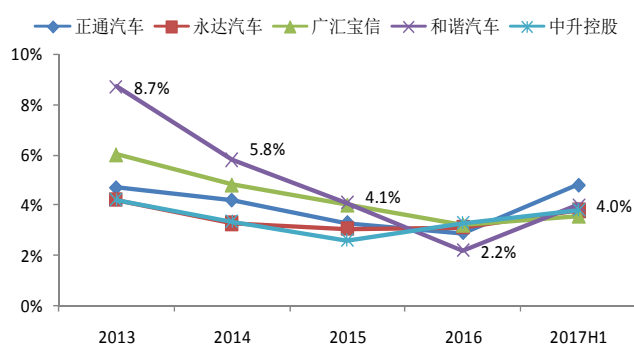
2017 上半年公司新车销售毛利率为 4%，售后毛利率为 41.4%，综合毛利率为 9.7%，相比 2016 全年均有所改善，新车和综合毛利水平率已经回升到同行水平，预计未来由于独立售后业务重组完成，售后毛利率水平将继续提升，加上下半年随着宝马 5 系的放量和其他主力品牌销售持续增长的因素，公司的毛利率仍有提升空间。

图表 41: 主要经销商综合毛利水平



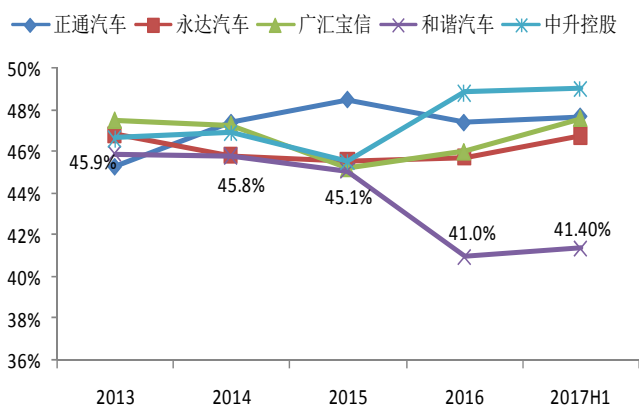
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 42: 主要经销商新车销售毛利水平



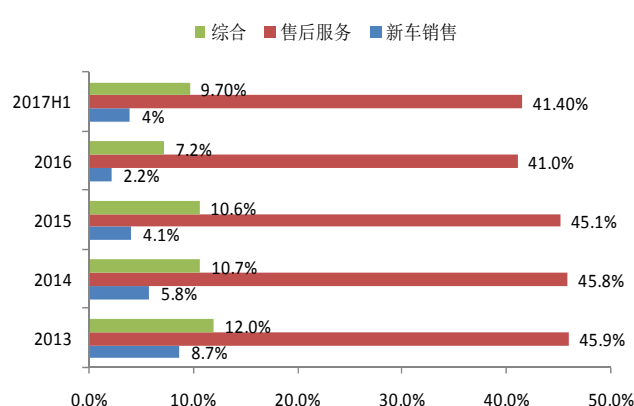
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 43: 主要经销商售后毛利水平



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

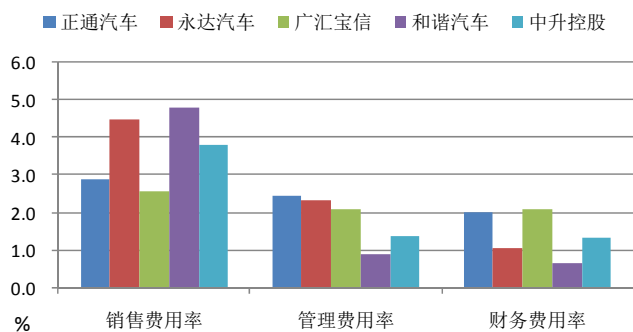
图表 44: 公司历史毛利率水平



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

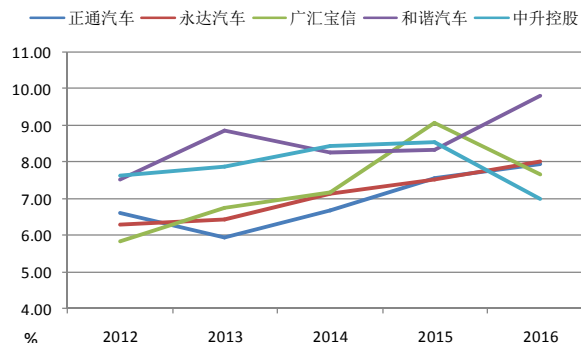
和同业相比公司的期间费用率一直处于较高的水平，主要是前期独立售后业务带来了较大的费用。2017 年上半年由于独立售后重组及费用管控得当，公司销售费用率同比下降 1.5 个百分点至 4.99%，管理费用率下降 0.57 个百分点至 0.95%，财务费用在偿还了大量贷款后同比也有 32% 的大幅下降。

图表 45: 2017H1 期间费用率对比



资料来源: 同花顺 iFind, 第一上海整理

图表 46: 主要经销商历史期间费用率

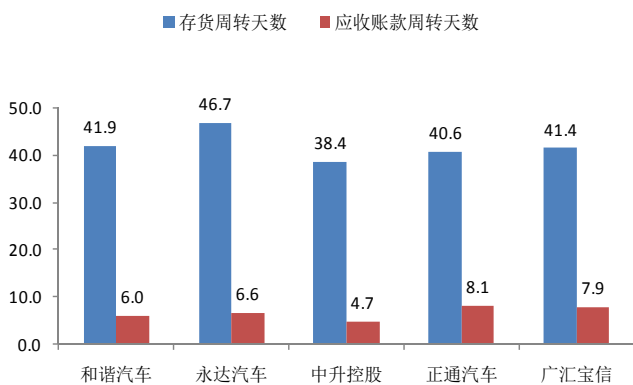


资料来源: 同花顺 iFind, 第一上海整理

运营能力

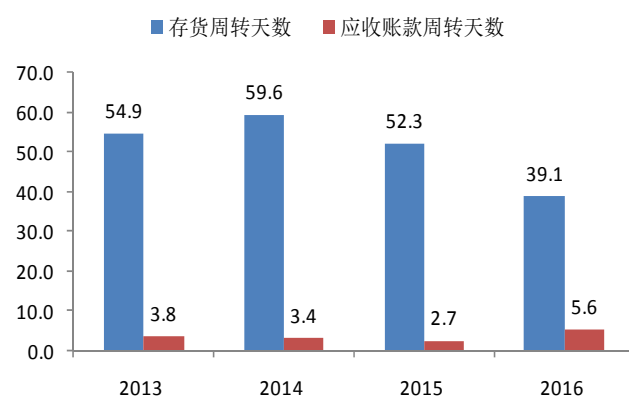
公司的存货周转天数和应收账款周转天数在同业中处于中等水平。同时，公司的存货周转天数在近年来持续改善，显示出公司在经营效率上的提升。2017 上半年由于经销商网点增加、新引进阿尔法罗密欧品牌，以及为主力品牌周期到来备货，存货和应收款天数均略有提升，但依然和同行保持一致的水平上。

图表 47: 存货及应收账款周转天数 (2017H1)



资料来源: Wind, 第一上海整理

图表 48: 公司历史存货及应收账款周转天数



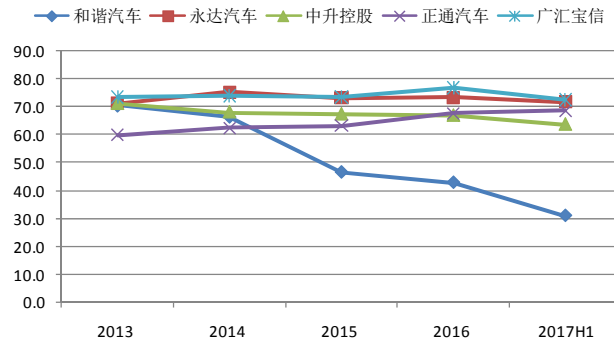
资料来源: Wind, 第一上海整理

负债及现金流

公司的资产负债率远低于同行水平，主要是由于公司 2015 年开始偿还银行借款，财务费用逐年下降，尤其是 2016 年下半年及 2017 年上半年陆续偿还了大量银行借款，将资产负债率降到了较低的水平，起到减少财务成本，控制风险的作用。由于资产负债率处于低位，杠杆提升的空间较大，公司未来将利用银团贷款、债券等方式提升杠杆率，用于扩大业务规模和并购。

截至2017 年上半年，公司的现金及存款合计为20.13亿元，银行借款和其他借贷的总额为14.4亿元，公司处于净现金状态。现金水平较为充裕，能够覆盖未来的新开门店及收购费用等资本支出。

图表 49: 主要经销商资产负债率



资料来源: Wind, 第一上海整理

盈利预测及估值

收入和盈利预测

核心 4S 经销业务:

公司聚焦豪华和超豪华品牌, 我们预测 2017-2019 年 4S 店铺数量分别为 68 家、80 家和 90 家。公司第一大品牌宝马周期强劲, 新 5 系下半年逐渐放量, 未来 2 年每年都有国产新车型; 其余主力品牌玛莎拉蒂、雷克萨斯及新品牌阿尔法罗密欧也处于强周期中。预计由于主要品牌产品周期的影响, 今年 4S 业务的收入增速为 12%, 未来 2 年的收入增速分别为 31%和 18%。

FMC 和独立售后的投资收益:

FMC 和综合售后的项目估值提升上半年分别带来 2.5 亿元和 0.36 亿元的投资收益, 预期全年两块新业务将有约 6 亿的投资净收益, 未来随着项目运营和估值提升, 公司可持续获得投资收益。

图表 50: 盈利预测

	2015年实际	2016年实际	2017年预测	2018年预测	2019年预测
营业额 (百万人民币)	10,620	10,696	11,656	15,265	17,951
变动 (%)	4.2	0.7	9.0	31.0	17.6
净利润 (百万人民币)	563	-371	1,191	1,284	1,499
每股盈余 (人民币元)	0.39	-0.24	0.76	0.82	0.95
变动 (%)	N/A	N.A	N.A	7.8	16.7
市盈率@4.59港元 (倍)	10.1	N/A	5.2	4.8	4.1
每股股息 (人民币元)	0.10	0.00	0.15	0.17	0.19
股息现价比	1.80	0.00	2.88	3.10	3.62

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

估值

上半年公司传统 4S 经销业务贡献净利润 2.7 亿元，预计全年核心业务贡献净利润约 6 亿元，2018 年核心业务净利润可达 7.8 亿元。按照 2018 年 10 倍市盈率给予估值，核心业务价值约为 78 亿元。此外，综合售后业务和 FMC 公司投后估值分别为约 8 亿元人民币和 7.5 亿美元，公司持有综合售后业务 49.3% 的股份，持有 FMC 公司 24.4% 的股份，加上持有两块业务的价值，2017 年公司的整体价值为 112 亿港元。调整公司目标价至 7.25 港元，较现价有 61% 上升空间，维持买入评级。

图表 51: 主要经销商估值水平

	市值 (HKD亿元)	净利润 (人民币亿元)					PE			PB		
		2016	2017H1	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
正通汽车	158.0	4.9	5.2	10.6	14.5	17.9	14.9	11.0	9.0	1.6	1.5	1.3
永达汽车	178.2	8.5	6.5	14.3	18.9	23.7	11.7	9.1	7.2	2.5	2.1	1.7
广汇宝信	115.6	4.2	4.0	9.0	12.0	14.7	12.2	9.4	7.7	1.8	1.5	1.4
和谐汽车	59.6	-3.7	5.6	11.9	12.8	15.0	5.2	4.8	4.1	1.4	1.1	1.0
中升控股	332.1	18.6	13.6	27.7	32.6	37.9	11.9	10.2	8.8	2.2	1.9	1.6

资料来源：彭博预测，第一上海预测

主要财务报表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
收入	10,620	10,696	11,656	15,265	17,951
毛利	1,122	770	1,102	1,442	1,744
销售费用	(592)	(775)	(583)	(733)	(826)
管理费用	(135)	(181)	(117)	(153)	(180)
其他收入及开支	525	253	1,038	1,090	1,198
营业收入	920	66	1,441	1,646	1,937
财务开支	(157)	(95)	(84)	(85)	(86)
营业外收支	1	(292)	20	0	0
税前盈利	763	(320)	1,376	1,561	1,850
所得税	(195)	(47)	(174)	(265)	(338)
少数股东应占利润	5	3	11	12	14
净利润	563	(371)	1,191	1,284	1,499
折旧及摊销	149	187	188	219	246
EBITDA	770	(120)	1,252	1,428	1,691
EPS (元)	0.39	(0.24)	0.76	0.82	0.95
增长					
总收入 (%)	4%	1%	9%	31%	18%
EBITDA (%)	-5%	N.A	N.A	14%	18%
每股收益 (%)	-23%	N.A	N.A	8%	17%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
现金	3,490	2,969	2,355	2,592	3,226
应收账款	86	247	272	310	478
存货	1,273	885	1,625	1,275	2,095
其他流动资产	2,680	1,582	1,534	1,758	2,024
总流动资产	7,530	5,684	5,785	5,936	7,823
固定资产	2,619	2,860	2,805	3,206	3,578
投资性资产	11	8	229	241	749
其他固定资产	895	1,048	1,191	1,606	1,549
总资产	11,055	9,600	10,009	10,989	13,698
应付帐款	864	289	960	403	1,474
短期银行贷款	2,395	1,824	1,642	1,658	1,675
其他短期负债	1,866	1,945	2,028	2,429	2,732
总短期负债	5,126	4,059	4,630	4,490	5,881
长期银行贷款	21	39	43	47	52
其他负债	21	33	33	33	33
总负债	5,168	4,130	4,705	4,570	5,966
少数股东权益	31	30	43	55	57
股东权益	5,856	5,439	5,261	6,365	7,676
每股账面值(元)	4.1	3.5	3.4	4.1	4.9
营运资金	2,405	1,625	1,155	1,446	1,942

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务分析

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
盈利能力					
毛利率	10.6%	7.2%	9.5%	9.4%	9.7%
EBITDA 利率	7.3%	-1.1%	10.7%	9.4%	9.4%
净利率	5.3%	-3.5%	10.2%	8.4%	8.3%
ROE	13.1%	-6.5%	21.3%	21.6%	23.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	6.8%	8.9%	6.0%	5.8%	5.6%
实际税率 (%)	25%	-15%	13%	17%	18%
股息支付率 (%)	25%	0%	20%	20%	20%
库存周转天数	53	40	43	38	38
应付账款天数	33	21	22	18	21
应收账款天数	56	48	44	42	33
财务状况					
净负债/股本	0.9	0.8	0.9	0.7	0.8
收入/总资产	1.1	1.0	1.2	1.5	1.5
总资产/股本	1.9	1.8	1.9	1.7	1.8
盈利对利息倍数	5.9	0.7	17.1	19.3	22.4

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
EBITDA	770	(120)	1,252	1,428	1,691
融资成本	157	95	84	85	86
营运资金变化	534	(416)	16	(87)	105
所得税	(195)	(47)	(174)	(265)	(338)
其他营运活动	324	575	284	(138)	(87)
营运现金流	1,591	87	1,463	1,022	1,458
资本开支	(629)	(481)	(530)	(530)	(530)
其他投资活动	(871)	157	98	50	30
投资活动现金流	(1,500)	(325)	(432)	(480)	(500)
负债变化	(635)	(656)	(179)	21	21
股本变化	2,651	0	0	0	0
股息	(102)	(158)	0	(241)	(259)
其他融资活动	(241)	(116)	(84)	(85)	(86)
融资活动现金流	1,673	(930)	(263)	(305)	(324)
现金变化	1,764	(1,168)	768	237	634
期初持有现金	831	2,666	1,587	2,355	2,592
汇率变动	71	88	0	0	0
期末持有现金	2,666	1,587	2,355	2,592	3,226
原到期日三个月以上的无抵押定期存款	823	1,382	0	0	0
资产负债表中的现金	3,490	2,969	2,355	2,592	3,226

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。