

汽车经销业

港股豪华汽车经销行业专题研究

-持续打开行业发展新局面

评级：增持

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

香港执业证书编号：BEY885

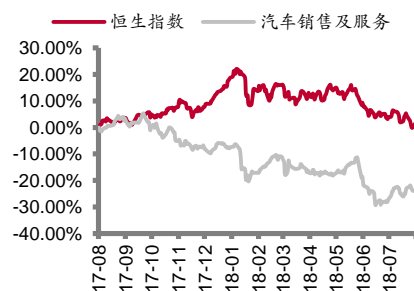
电话：010-59013900

Email: lijun@r.qlzq.com.cn

基本状况

港股上市公司数	7
行业总市值(亿港元)	792.93
行业流通市值(亿港元)	792.93

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称 (港元)	股价	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
中升控股	16.9	0.87	1.52	1.82	2.14	7.15	10.09	8.12	6.91	0.34	未评级
永达汽车	7.05	0.58	0.91	1.07	1.33	6.07	9.13	5.75	4.64	0.19	未评级
正通汽车	4.56	0.22	0.54	0.70	0.90	9.06	12.58	5.70	4.43	0.13	未评级
和谐汽车	3.06	-0.24	0.66	0.53	0.62	-10.5	7.26	5.03	4.32	-0.27	未评级
广汇宝信	2.26	0.16	0.30	0.37	0.46	10.4	11.54	5.31	4.35	0.17	未评级
润东汽车	2.63	0.29	0.28	-	-	10.0	10.34	-	-	-	未评级
美东汽车	2.69	0.14	0.25	0.29	-	7.23	8.14	8.04	-	0.36	未评级

备注：股价取2018年8月20日收盘价，未评级数据均取自Wind一致预期；

投资要点

■ **由存量向增量市场转型的低速缓增行业：汽车经销业。**2017年新《汽车销售管理办法》出台，我国新车销售渠道形成了以4S门店为主，汽车市场、超市及电商并行的多元化模式。

(1) **经销商业务结构方面**，新车销售业务为经销商主要营收来源，营收占比达到85%，售后业务为主要盈利来源，毛利占比达到50%。

(2) **汽车经销由增量市场向存量市场转变。**中国乘用车市场已经进入低速增长期，乘用车销量持续放缓，各经销商新车销售业务占比逐渐下降，售后业务占比逐渐上升，同时，随着新办法下经销商话语权的提升，二手车、融资租赁等高毛利业务的持续展开，行业毛利率将进一步提升。

(3) **豪车销量增速及盈利能力均大幅领先行业整体。**豪车销量增速持续领先于乘用车整体销量增速，2017年豪车销量同比增速达到18%，远高于1.9%的行业整体增速；同时，豪车的新车销售及售后业务的盈利能力均大幅领先于中高端车，由此，各经销商也持续增加豪车经销品牌和网点，港股七大经销商的豪车及超豪车经销网点占比持续上升。

■ **多重驱动因素助力行业打开发展新局面。**

对标发达国家，行业结构改善及渗透率提升空间广阔。

驱动力一：豪车国产化叠加进口关税下降，车价持续走低。

驱动力二：新款豪车开启产品新周期。

驱动力三：中产阶级崛起，消费升级下沉。

驱动力四：新《办法》提高经销商话语权。

驱动力五：汽车金融成为行业发展的新型催化剂。

■ **行业格局：集中度提升，经销网点区域化。**近年来，各大经销商不断通过开拓新网点及兼并收购来提升市场份额，行业集中趋势明显，同时网点布局呈现明显的区域化集中特征，各经销商均有自己集中分布的地域。网点区域化集中为经销商带来了无可比拟的优势。

■ **贡献最多利润份额的汽车售后业务。**汽车售后业务约占经销商营业总额的12%，但毛利润占比达到50%，主要得益于汽车售后业务超高的毛利率，17年我国售后业务市场规模达到1.1万亿，13-17年的行业复合增长率达到15.8%。随着我国汽车，尤其是豪车保有量的持续增加及新《办法》下配件供应的放开，售后业务的盈利能力将得到进一步提高。

■ **稳步发展的汽车金融业务。**近年来我国汽车金融市场保持快速发展，于17年达到1.16万亿，同比增速达到22%。虽然行业属于持续发展阶段，但我国汽车金融业的渗透率仅为40%，远低于发达国家，随着行业政策的持续完善、市场参与者对汽车金融业务重视程度的提升，我们预期市场将开启高速发展态势。

- **增长潜力广阔的二手车业务。**17年全国二手车交易金额达到8092.72亿元，同比增长34%。二手车市场强劲的增长驱动力，一方面来自于我国持续增长的汽车保有量，及持续上升的平均车龄，一方面，上涨的二手车交易价格进一步推动了市场规模的上升，另一方面，商务部正在推动全面取消二手车限迁政策。美国新车经销商的二手车业务占比极高，平均达到30%左右，中国新车经销商的二手车业务占比极低，未来上升空间广阔。
- **七大港股经销商经营效率对比。**公司规模方面，中升规模最大，永达次之，且两者都保持稳定高度的增长。**盈利能力方面**，在经历了15年持续的利润挤压后，17年随着经销商话语权的提高、宝马新产品周期的打开，各经销商毛利润得到回升，目前美东、正通、中升的毛利率行业领先。**公司运营效率方面**，中升表现最好，存货周转天数仅为33天，得益于规模效应，公司各项费用占比也为行业最低。**公司融资及负债情况**，和谐、美东、永达及中升的融资费用占比及资产负债率均保持在行业较低水平；其中，和谐汽车的资产负债率仅为37.2%，为行业最低水平。
- **投资建议：**建议重点关注规模最大、盈利能力最佳、运营效率最高的龙头经销商中升控股，公司当前市盈率为8.46x，虽处于行业最高，但仍有一定的修复空间；关注同样具有规模优势且盈利能力较佳的永达汽车，公司当前市盈率为7.17x，低于行业平均值；关注小而美，增速最快，盈利能力最强，运营效率优异的美东汽车，公司当前市盈率为9.48x。
- **风险提示：**经济下行的风险；新款汽车产品销量不及预期；行业再度竞争激烈，各经销商之间爆发价格战；进口关税政策再起变化。

内容目录

由存量向增量市场转型的低速缓增行业：汽车经销业	- 6 -
中国乘用车经销行业概览	- 6 -
中国乘用车经销的行业细分	- 6 -
中国乘用车经销行业规模及发展趋势	- 7 -
豪车销量增速及盈利能力均大幅领先行业整体	- 8 -
多重驱动因素助力行业打开发展新局面	- 10 -
对标发达国家，行业结构改善及渗透率提升空间广阔	- 10 -
驱动力一：豪车国产化叠加进口关税下降，车价持续走低	- 11 -
驱动力二：新款车型开启产品新周期	- 13 -
驱动力三：中产阶级崛起，消费升级下沉	- 14 -
驱动力四：新《办法》提高经销商话语权	- 15 -
驱动力五：汽车金融成为行业发展的新型催化剂	- 16 -
行业格局：集中度提升，经销网点区域化	- 16 -
兼并收购不断+新办法的实施将持续提高行业集中度	- 16 -
经销网点区域化集中带来明显优势	- 17 -
贡献最多利润份额的汽车售后业务	- 18 -
行业规模持续增加	- 18 -
豪华汽车售后业务更强的盈利能力	- 19 -
稳步发展的汽车金融业务	- 19 -
汽车金融业务的广阔发展空间	- 19 -
汽车金融业务分类	- 20 -
增长潜力广阔的二手车业务	- 21 -
二手车业务强劲的动力	- 21 -
对标美国经销商，二手车业务潜力广阔	- 23 -
七大港股经销商经营效率对比	- 23 -
公司规模对比：中升规模最大，永达次之	- 23 -
公司盈利能力对比：盈利能力开始增强，美东、正通及中升表现最佳	- 24 -
公司运营效率对比：中升控股运营效率最高	- 25 -
公司融资及负债情况对比：和谐汽车负债率最低	- 27 -
投资建议：推荐中升控股、永达汽车	- 27 -
风险提示	- 28 -

图表目录

图表 1：港股豪车经销商营收结构占比	- 6 -
图表 2：港股豪车经销商毛利结构占比	- 6 -
图表 3：车型分类	- 7 -
图表 4：中国乘用车销量	- 7 -
图表 5：百强经销商毛利率	- 7 -
图表 6：汽车经销由增量市场向存量市场转变	- 8 -

图表 7: 豪车销量增速持续领先于乘用车整体销量增速	- 8 -
图表 8: 港股七大经销商的豪车网点占比明显增加	- 9 -
图表 9: 豪车新车销售毛利平均高于中高端车	- 9 -
图表 10: 豪车售后业务毛利平均高于中高端车	- 9 -
图表 11: 豪车经销商新车销售毛利率高于其他经销商	- 9 -
图表 12: 豪车经销商售后业务毛利率高于其他经销商	- 9 -
图表 13: 中国美国汽车保有量对比	- 10 -
图表 14: 中国美国豪车渗透率对比	- 10 -
图表 15: 中国美国汽车经销商营收结构对比	- 11 -
图表 16: 中国美国经销商毛利结构对比	- 11 -
图表 17: 豪车国产销量占比持续增加	- 12 -
图表 18: 国产豪车价格优势明显	- 12 -
图表 19: 关税下降利好进口豪车价格	- 12 -
图表 20: 港股六大豪车经销商各品牌门店数量	- 13 -
图表 21: 宝马品牌产品周期表现及分析	- 13 -
图表 22: 宝马将推出 14 款新车	- 14 -
图表 23: 一线城市乘用车销量占比持续下降	- 15 -
图表 24: 新《办法》提高经销商话语权	- 15 -
图表 25: 中国豪华车消费信贷渗透率持续上升	- 16 -
图表 26: 龙头汽车经销商市场份额持续提升	- 16 -
图表 27: 经销商区域化集中特征明显	- 17 -
图表 28: 汽车售后市场规模持续增加	- 18 -
图表 29: 中国汽车保有量每年保持 10% 以上的增长率	- 18 -
图表 30: 豪华品牌与中高端品牌的零整比对比	- 19 -
图表 31: 豪华车零整比整体更高	- 19 -
图表 32: 豪华车单店售后服务收入整体更高	- 19 -
图表 33: 中国汽车金融市场规模	- 20 -
图表 34: 中国汽车金融渗透率远低于发达国家	- 20 -
图表 35: 汽车消费贷款市场格局	- 20 -
图表 36: 中国汽车融资租赁渗透率加速提升	- 20 -
图表 37: 各经销商佣金收入占比持续增加	- 21 -
图表 38: 二手车交易量持续上升	- 22 -
图表 39: 二手车交易车辆已使用年限	- 22 -
图表 40: 我国汽车平均年龄已达 4.27	- 22 -
图表 41: 二手车平均交易价格持续增加	- 22 -

图表 42: 二手车转籍比例持续提升.....	- 22 -
图表 43: 美国经销商二手车业务营收占比较高.....	- 23 -
图表 44: 中国整车经销商二手车市场占比极低.....	- 23 -
图表 45: 港股七大经销商经销网点分布.....	- 23 -
图表 46: 港股七大经销商年度汽车销量.....	- 23 -
图表 47: 港股七大经销商营收对比 (百万元)	- 24 -
图表 48: 港股七大经销商毛利润对比.....	- 25 -
图表 49: 港股七大经销商新车销售毛利率.....	- 25 -
图表 50: 港股七大经销商售后业务毛利率.....	- 25 -
图表 51: 港股七大经销商存货周转天数.....	- 26 -
图表 52: 港股七大经销商行政费用占比.....	- 26 -
图表 53: 港股七大经销商销售费用占比.....	- 26 -
图表 54: 港股七大经销商融资费用占比.....	- 26 -
图表 55: 港股七大经销商费用总和占比.....	- 26 -
图表 56: 港股七大经销商资产负债率.....	- 27 -
图表 57: 港股七大经销商现金比率.....	- 27 -
图表 58: 港股七大经销商估值对比.....	- 27 -

由存量向增量市场转型的低速缓增行业：汽车经销业

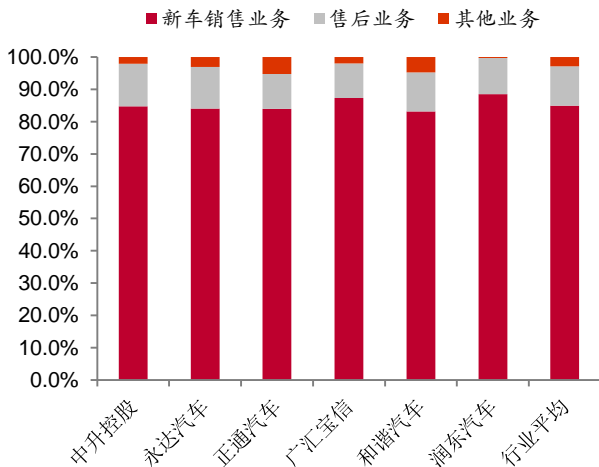
中国乘用车经销行业概览

- 我国新车销售渠道形成以 4S 门店为主，汽车市场、超市及电商并行的多元化模式。2005 年出台的《汽车品牌销售管理实施办法》要求销售汽车必须获得品牌授权并实行备案管理，确立了 4S 店作为新车销售的主要平台。2017 年商务部公布了《汽车销售管理办法》，新办法允许授权销售和非授权销售两种模式并行，销售汽车不再必需品牌商授权，未来市场销售渠道将进一步多元化。
- 汽车经销商的利润由进、售货价差及相关返利构成。此前，汽车经销商通过竞标成为品牌经销商，主机厂商会考核经销商的年度销售量、销售价格、售后服务等情况，这种授权关系导致主机厂具有极强的话语权。新的办法允许 4S 店销售其他品牌汽车，并且将主机厂对经销商的品牌授权期限由 1 年延长至 5 年，配件供应放开，经销商的话语权也得到提升，我们预期经销商的毛利率将有所提高。

中国乘用车经销的行业细分

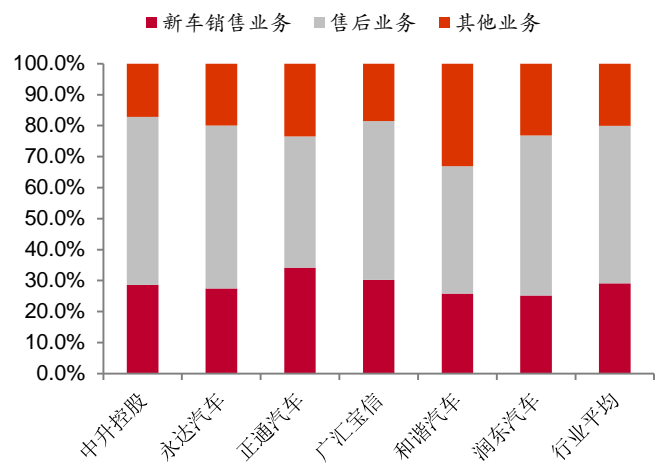
- 新车销售业务为经销商主要营收来源，售后业务为主要盈利来源。4S 经销店主要提供整车销售、零部件、售后服务以及相关市场调查四项服务。其中新车销量的营收占比最高，平均达到 85%，售后业务的盈利能力更强，售后业务的毛利占比平均达到 50%。

图表 1：港股豪车经销商营收结构占比



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 2：港股豪车经销商毛利结构占比



来源：各公司年报，中泰证券研究所

- 豪车用户的价格敏感度低，售后业务粘性强。保修期内，车主通常会回到 4S 店进行维修；保修期以外，中高档车尤其是豪华车的购买者，通常会选择回到 4S 店进行维修，以保证服务质量，因此，中高档及豪车经销商的售后业务毛利能达到 40% 左右，并且随着新车销量的积累，售后业务能够持续增加。

图表 3: 车型分类

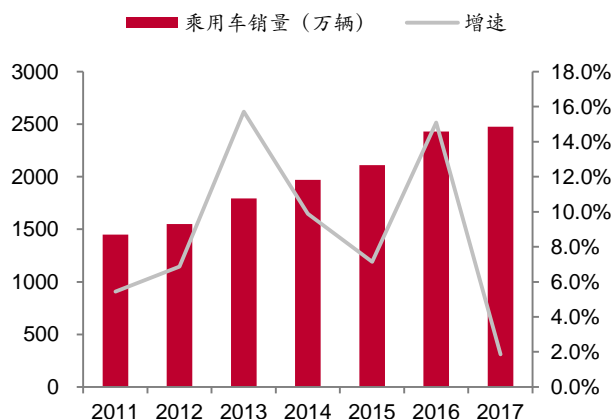
分类	品牌	指导价位
超豪华	阿斯顿马丁、劳斯莱斯、法拉利、玛莎拉蒂、保时捷、宾利	100 万以上
豪华	奔驰/Smart、宝马/MINI、奥迪、捷豹路虎、沃尔沃、雷克萨斯、英菲尼迪、凯迪拉克、讴歌、林肯	30-100 万
中高端	别克、雪佛兰、东风日产、本田（广汽及东风）、丰田（一汽及广汽）、北京现代、大众（一汽及上汽）、荣威、福特	10-30 万
低端	比亚迪、奇瑞、吉利、长安、江淮	10 万以下

来源：公司招股书，中泰证券研究所

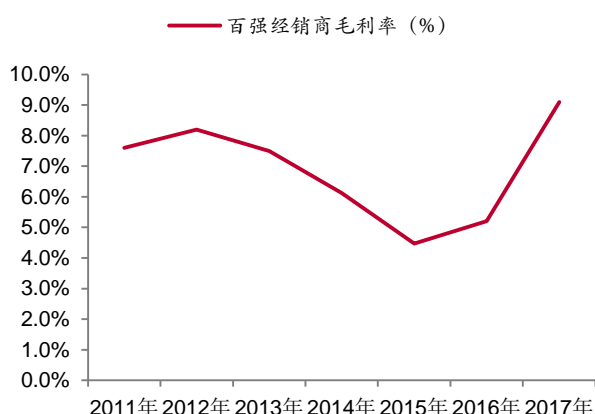
中国乘用车经销行业规模及发展趋势

- 中国乘用车市场进入低速增长期，逐渐由增量市场向存量市场转变。2011-2012 年受购置税减免取消、汽车以旧换新政策到期的影响，乘用车产销增速明显放缓，为此前十几年间最低。2013-2015 年中国乘用车销量保持增加，但增速不断下降，同时该阶段由于经销商内部竞争激烈叠加主机厂的压货压力，各大经销商毛利大幅下滑；2016 年受益于购置税减半政策，乘用车销量明显回升，经销商盈利能力明显提振，到 2017 年百强经销商的毛利率回升至 2012 年的水平，但乘用车销量持续放缓，汽车市场开始由增量向存量转变的趋势明显，各经销商新车销售业务占比逐渐下降，售后业务占比逐渐上升。2018 年 1-7 月，乘用车销量缓慢增长，同比增长 3.4%至 2022.45 万辆，由于 2018 年小排量乘用车购置税优惠彻底退出，预期行业增速将持续放缓；同时，随着新办法下经销商话语权的提升，二手车、融资租赁等高毛利业务的持续展开，我们预期行业毛利率将进一步提升。

图表 4: 中国乘用车销量



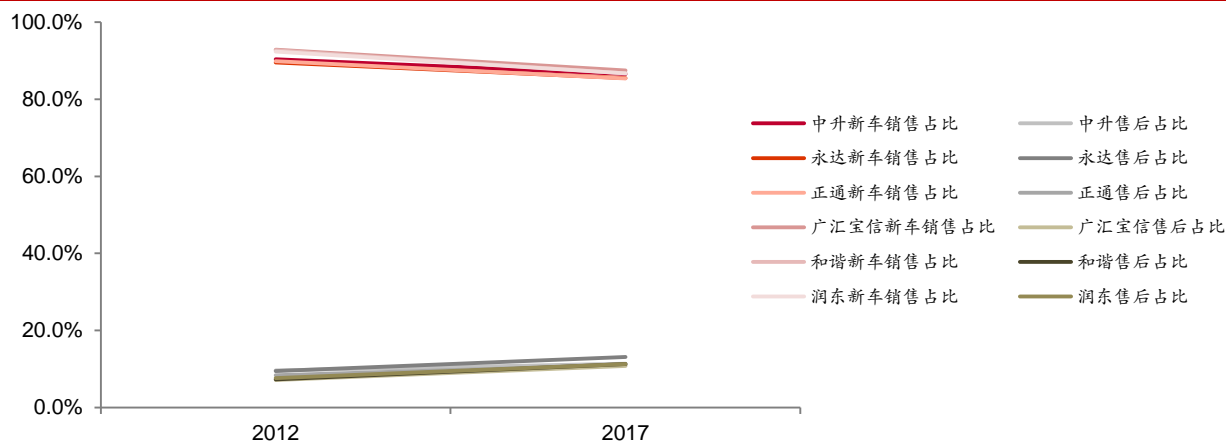
图表 5: 百强经销商毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 汽车经销由增量市场向存量市场转变

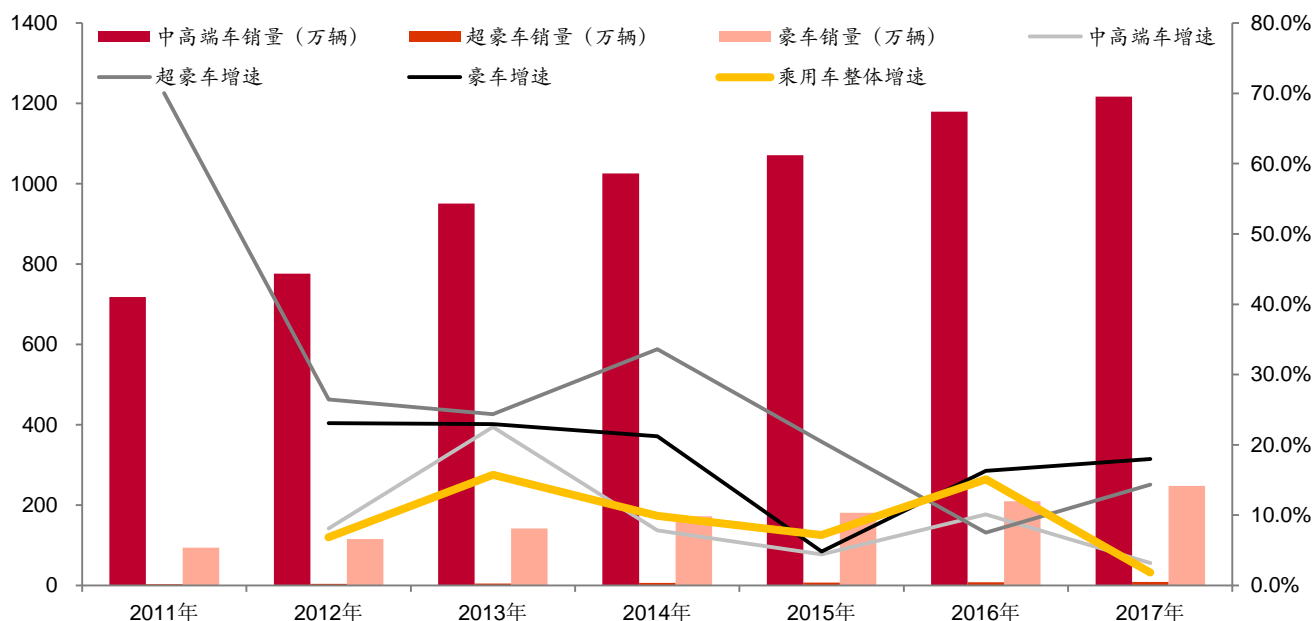


来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

豪车销量增速及盈利能力均大幅领先行业整体

- 豪车销量增速持续领先于乘用车整体销量增速, 经销商豪车门店占比大增。通过对比各类型车的增速, 可以看到豪车的销量增速持续领先, 2017年销量为 247 万台, 同比增速达到 18%, 远高于 1.9% 的行业整体增速, 主要得益于人均消费实力的上升、豪车价格的下降以及汽车金融的普及等因素。由此, 各经销商也持续增加豪车经销品牌和网点, 港股七大经销商豪车及超豪车经销网点的占比均值由 2012 年的 60.9% 上升至 2017 年的 68.9%, 其中, 中升控股豪车经销网点占比由 2012 年的 33.1% 上升至 2017 年的 52.8%, 美东汽车由 33.3% 上升至 66.7%, 经销商正在大幅向豪车倾斜, 除了豪车销量增速领先外, 豪车业务更高的毛利率是另一大推动因素。

图表 7: 豪车销量增速持续领先于乘用车整体销量增速



来源：搜狐汽车网，易车网，新浪汽车网，盖世汽车，腾讯汽车，Wind，中泰证券研究所

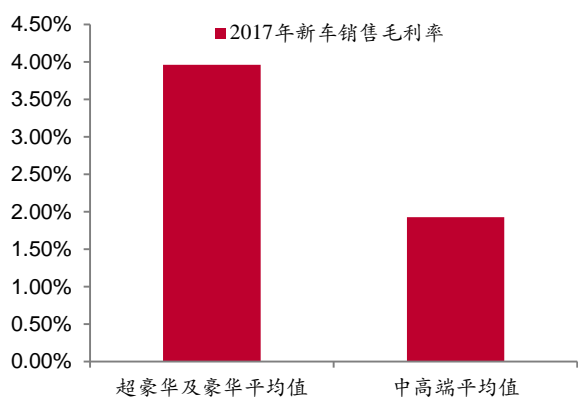
图表 8：港股七大经销商的豪车网点占比明显增加

	2012	2017
中升控股	33.1%	52.8%
永达汽车	64.2%	67.5%
正通汽车	83.8%	87.3%
广汇宝信	84.5%	83.5%
和谐汽车	100.0%	100.0%
润东汽车	54.9%	55.7%
美东汽车	33.3%	66.7%
平均	60.9%	68.9%

来源：各公司年报，中泰证券研究所

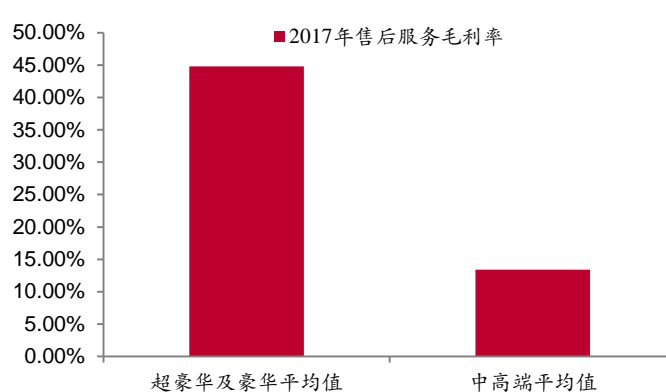
- 豪车的新车销售及售后业务的盈利能力均大幅领先于中高端车。超豪华及豪华新车销售的平均毛利率可以达到 3.96%，而中高端新车销售的平均毛利率仅为 1.93%；售后业务方面，超豪华及豪华车更是以 44.8% 的平均毛利率大幅领先于中高端车 13.4% 的平均毛利率。通过对比各类型汽车经销商的盈利能力也可以得到相似的结论，以中高端及低档汽车经销为主的庞大、中华及亚夏的新车销售业务及售后业务的毛利率，均低于以豪车为主营业务的经销商。

图表 9：豪车新车销售毛利平均高于中高端车



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 10：豪车售后业务毛利平均高于中高端车



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 11：豪车经销商新车销售毛利率高于其他经销商

图表 12：豪车经销商售后业务毛利率高于其他经销商



来源：各公司年报，中泰证券研究所



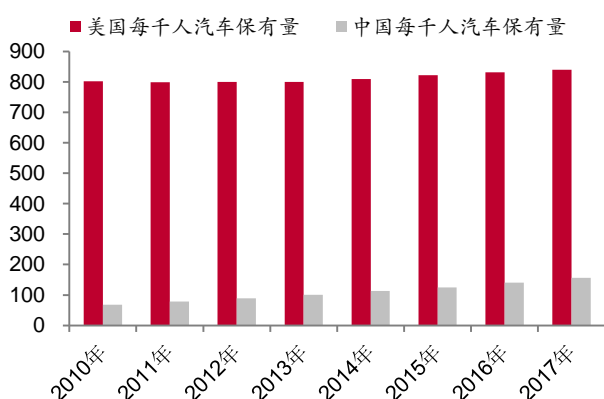
来源：各公司年报，中泰证券研究所

多重驱动因素助力行业打开发展新局面

对标发达国家，行业结构改善及渗透率提升空间广阔

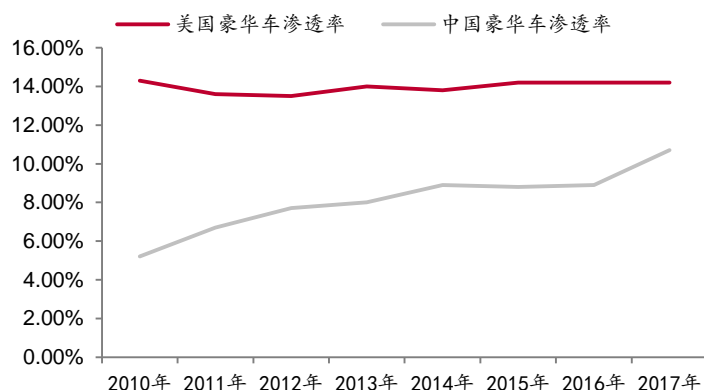
- 中国汽车保有量及豪车渗透率远低于发达国家。2017 年中国汽车保有量仅为 156 辆/千人，而美国已经达到 840 辆/千人，中国豪车的渗透率也远低于美国，2017 年中国豪车渗透率为 10.7%，美国豪车渗透率达到 14.2%；虽然中国汽车保有量及豪车渗透率远低于发达国家，但中国的汽车保有量及豪车渗透率正在加速上升。

图表 13：中国美国汽车保有量对比



来源：世界汽车组织，中泰证券研究所

图表 14：中国美国豪车渗透率对比

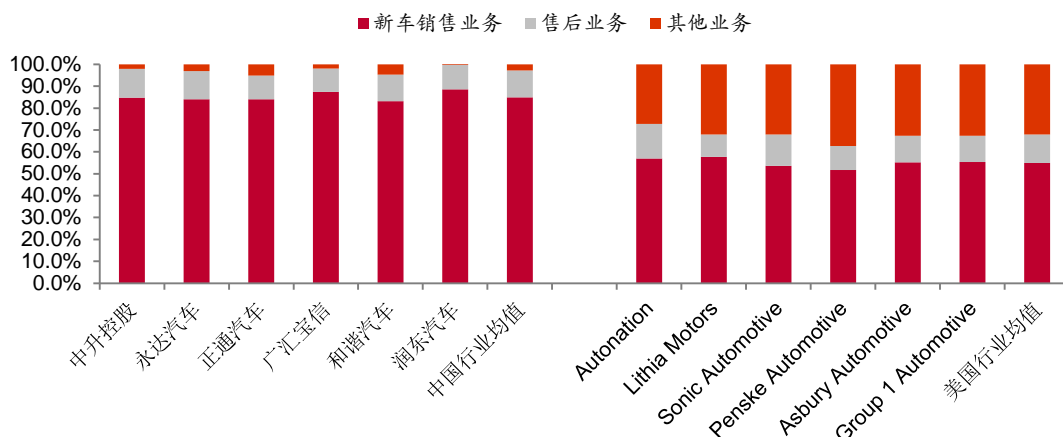


来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

- 中国高毛利的售后业务及衍生业务占比低。通过对比中美经销商的营收结构可以发现，两者的售后业务营收占比基本一致，都保持在 12%-13%，但美国汽车经销商的其他业务营收平均达到 32%，中国仅为 2.8%，其中，美国经销商的其他业务主要以二手车业务为主，二手车业务占到其他业务的 88%，而中国经销商二手车业务的渗透率极低，其他业务主要是指汽车金融、汽车租赁等，因此中国的其他业务毛利较高，能占到整理毛利润的 20%。但总体来看，中国汽车经销业务结构优化仍有很长的

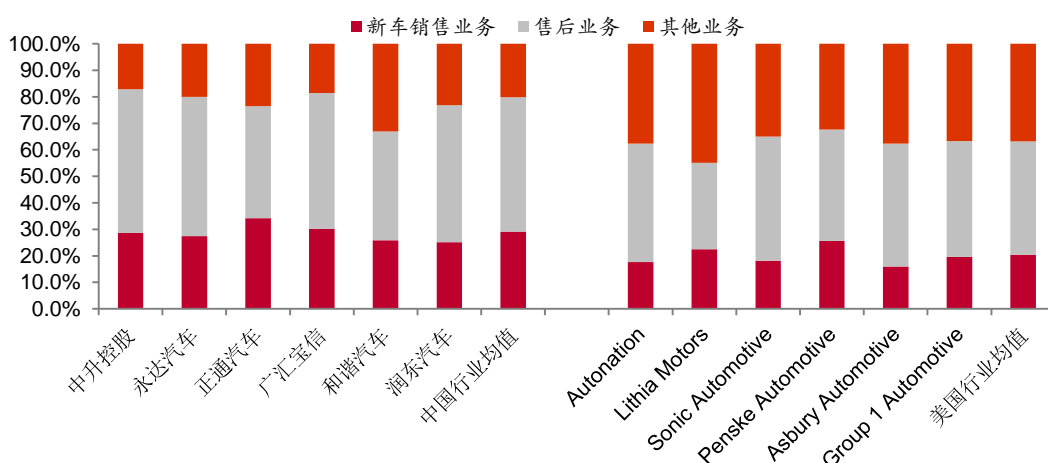
路要走，高毛利的汽车金融、佣金业务、汽车租赁及二手车等业务占比极低，未来发展空间广阔。

图表 15：中国美国汽车经销商营收结构对比



来源：各公司年报，中泰证券研究所

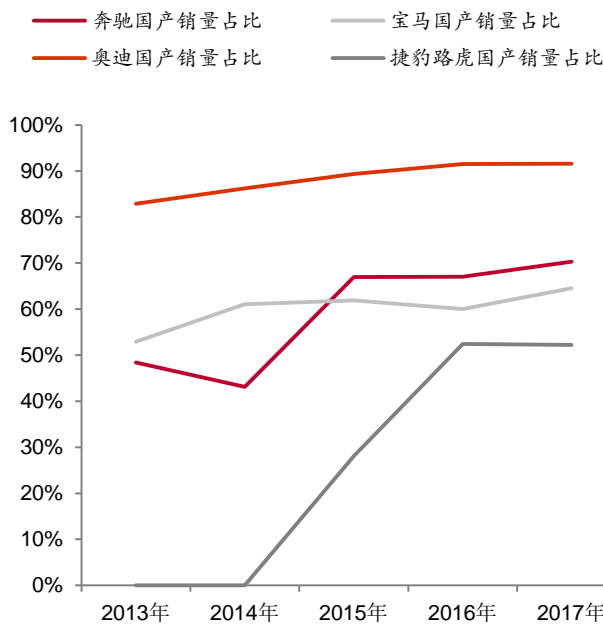
图表 16：中国美国经销商毛利结构对比



来源：各公司年报，中泰证券研究所

驱动力一：豪车国产化叠加进口关税下降，车价持续走低

- **豪车国产化占比持续增加。**豪车国产化的趋势明显，到 2017 年，国产奥迪销量占比已经高达 92%，国产奔驰占比也达到 70%，宝马和捷豹路虎的国产比率也持续提升，分别达到 65%、52%；豪车国产化带来了明显的价格优势，各类型豪车的国产价格均大幅低于进口价格，预期豪车持续的国产化趋势也将进一步带动销量走高。

图表 17: 豪车国产销量占比持续增加


来源: 搜狐汽车网, 中泰证券研究所

图表 18: 国产豪车价格优势明显

	国产价格区间 (万元)	进口价格区间 (万元)	价差范围
宝马			
X3	39.98-58.58	42.1-75.00	5.3%-28.0%
3 系	28.68-48.38	39.96-68.40	39.0%-41.4%
1 系	19.98-31.78	23.78-43.78	19.0%-37.8%
5 系	43.69-65.99	42.99-72.70	-1.6%-10.2%
奔驰			
C 级	31.08-48.05	35.88-52.88	10.05-15.4%
E 级	41.98-62.98	52.28-66.28	5.3%-24.5%
捷豹路虎			
XEL	28.88-42.58	44.88	5.40%
XFL	38.58-68.38	46.80-69.80	2.1%-21.3%
极光	38.5-55.38	68.8	24.20%
沃尔沃			
S60	27.69-34.09	32.29-60.69	18.1%-78.0%

来源: 汽车之家, 中泰证券研究所

- **汽车进口关税下降。**经商务部批准, 自 2018 年 7 月起, 我国降低汽车整车及零部件进口关税, 将汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率降至 15%, 将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25% 的共 79 个税号的税率降至 6%; 宝马、奔驰、奥迪及雷克萨斯等汽车品牌纷纷表示要同步调整相关产品价格, 目前来看各品牌汽车的降幅在 3 万-14 万不等, 预期关税下调将拉动下半年进口豪车销量。

图表 19: 关税下降利好进口豪车价格

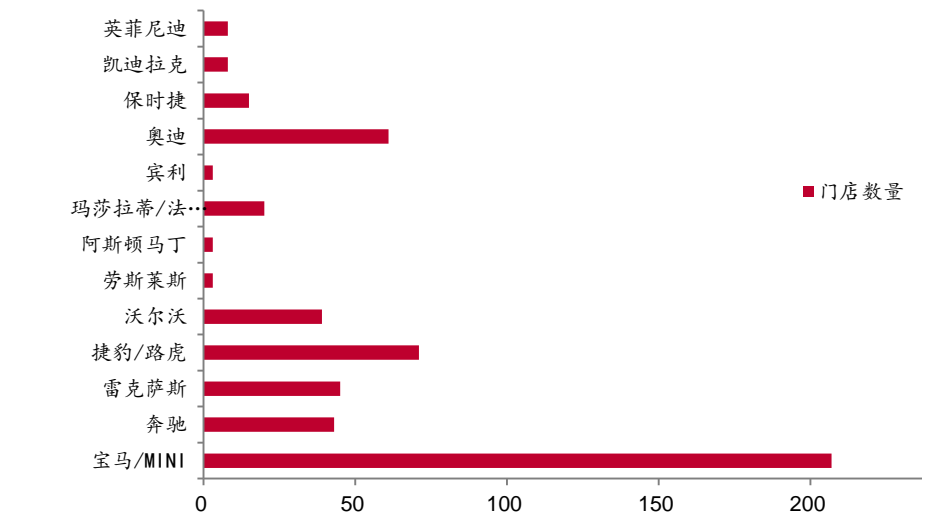
宝马	关税调整前 (万元)	关税调整后 (万元)	降幅 (万元)
525i M 运动套装	46.19	42.99	3.2
530i M 运动套装	54.69	50.69	4
540i M 运动套装	65.69	60.99	4.7
730Li 领先型卓越套装	89	82.8	6.2
740Li 尊享型 卓越套装	114	105.8	8.2
750Li xDrive M 运动套装	198	183.8	14.2
奔驰	关税调整前 (万元)	关税调整后 (万元)	降幅 (万元)
C200 轿跑	38.08	35.88	2.2
E200 轿跑	55.38	52.28	3.1
S350L	11.8	102.88	8.82
Smart Fortwo 52kW 硬顶灵动版	12.4	11.68	0.72
迈巴赫 S450 4MATIC	148.68	139.88	8.8
奥迪	关税调整前 (万元)	关税调整后 (万元)	降幅 (万元)
A8L 系列	93.78-130.98	87.68-122.48	6.1-8.5
Q7 系列	74.98-104.18	69.98-97.40	4.88-6.78

来源: 奥迪 (中国) 官网, 梅赛德斯-奔驰及 smart 官网, 网易汽车, 宝马 (中国) 官网, 中泰证券研究所

驱动力二：新款车型开启产品新周期

- **港股七大豪车经销商中宝马门店数量最高。**六大豪华车经销商所开设的宝马品牌经销店总数达到 200 多家，远多于其他豪华车品牌，因此宝马车型的产品周期与各大经销商的新车销售业务紧密相关。

图表 20：港股七大豪车经销商各品牌门店数量



来源：各公司年报，中泰证券研究所

- **宝马迎来新产品周期。**纵观宝马过去的产品周期，当出现某一系列产品垂直换代、厂商推出新车或将进口车型国产化等事件时，该系列产品的销量在之后几年均取得了优异的表现。2017 年，宝马官方宣布将从该年起至未来一两年内推出 14 款新车，其中包括部分现有产品线的垂直换代、部分进口车型国产化及推广新系列产品等，我们预期七大豪华车经销商都会从宝马的新一轮产品周期中受益。

图表 21：宝马品牌产品周期表现及分析

分车型销量 增速	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 上半年
宝马	37.89%	40.15%	19.70%	16.71%	1.69%	11.37%	16.03%	2.20%
5 系（国产）	57.24%	46.37%	25.39%	13.58%	8.77%	-1.27%	-18.89%	12.50%
3 系（国产）	34.00%	-15.14%	47.74%	59.35%	1.60%	14.50%	16.33%	5.56%
X1（国产）			95.73%	103.06%	-11.40%	33.25%	65.21%	5.85%
X3					-9.18%	31.01%	-8.51%	
X5					26.69%	-3.63%	31.66%	
1 系								62.07%
增速分析：								
5 系	2010 年新款 5 系问世，持 续放量	2010 年新款 5 系问世，持 续放量	2010 年新款 5 系问世，持 续放量	2010 年新款 5 系问世，持 续放量			新款 5 系于 年中上市，销 量受影响	新款 5 系开 始放量

3 系	2013 年迎来 新款 3 系, 进 入降价处理 存货阶段	2012 年中 3 系进行改款	3 系由于去年 改款导致基 数较低, 所以 增速较快	新款三系开 始进入放量 阶段	3 系优惠幅度 增大	新款 3 系问世	新款 3 系持 续放量
X1		国产 X1 首次 亮相	受去年上市 的奥迪 Q3 影 响		X1 即将改 款, 销量受挫	国产 X1 进行改款, 受消费者青睐	X1 持续放量 X1 持续放量
X3						SUV 车型受市场欢 迎	
X5					X5 去年完成 换代, 受消费 者追捧		
1 系							1 系迎来第一 个销售完整 年

来源: 宝马(中国)官网, 汽车之家, 中泰证券研究所

图表 22: 宝马将推出 14 款新车

2017-2018 宝马新款车型及垂直换代	
2017 年	1 月, 宝马全新 M760Li 上市 2 月, 全新宝马 1 系轿车面世 6 月, 全新 5 系上线 11 月, 6 系 GT 上市 12 月, 新一代 MINI Countryman 上市
2018 年	3 月, 宝马 M5 完成垂直换代 6 月, 宝马 X2 上市 7 月, 国产宝马 X3 上市 8 月, X4 全面换代 宝马 i8 Roadster 预计于今年上市 新款 X5 预计于今年夏季上市 全新 X7 预计于今年上市 新款 Z4 预计于 2018 年内上市 新款 8 系预计于今年公布

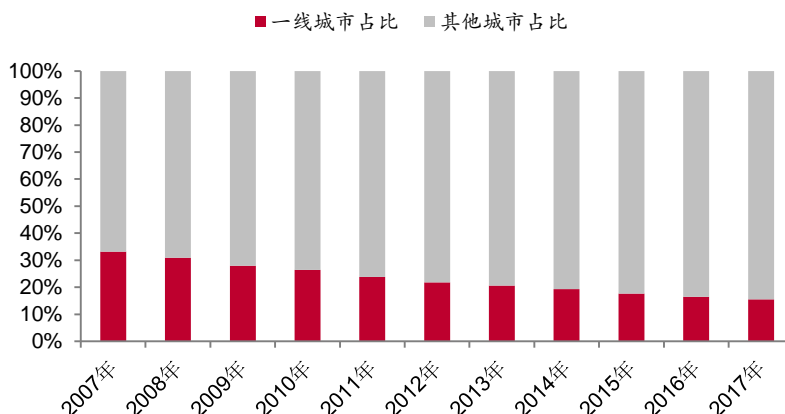
来源: 宝马(中国)官网, 汽车之家, 中泰证券研究所

驱动力三: 中产阶级崛起, 消费升级下沉

- 随着人均可支配收入上升、年轻一代消费购买力的崛起, 汽车消费升级趋势明显, 有意换车的人群也持续增加。此前, 中国一线城市一直为新乘用车需求的主要动力, 但是随着二、三线及四线城市经济的高速发展, 中国乘用车消费升级的趋势也逐渐由一线城市下沉至二、三线甚至四线城市, 2007 年一线城市乘用车销量占比达到 33.19%, 到 2017 年一线

城市乘用车销量占比下降至 15.46%，消费升级不断下沉，市场规模持续打开。

图表 23：一线城市乘用车销量占比持续下降



来源：Wind，中泰证券研究所

驱动力四：新《办法》提高经销商话语权

■ 2017 年出台的新《汽车销售管理办法》保证了经销商经营的自主权，供应商不得对经销商随意压货、强制搭售、干涉经销商的内部经营，同时，新办法还延长了品牌授权期限，总体来看，新办法有利于提高经销商在整个产业链中的话语权，改善经销商与整车厂相处中的弱势地位，促进汽车经销行业的健康发展，未来汽车经销行业的毛利润有望进一步提高。

图表 24：新《办法》提高经销商话语权

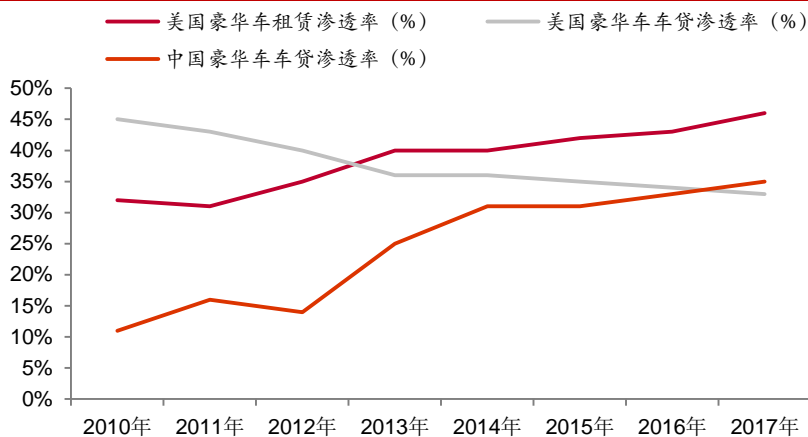
新《办法》相关内容		经销商话语权增强
规定供应商不得对经销商实施下列行为：	要求同时具备销售、售后服务等功能	4S 店不再是经销商的唯一形式
	规定整车、配件库存品种或数量，或者规定汽车销售数量，但双方在签署授权合同或合同延期时就上述内容书面达成一致的除外；	供应商不得对经销商随意压货
	限制经营其他供应商商品；	4S 店可以经销其他品牌
	要求承担以汽车供应商名义实施的广告、车展等宣传推广费用，或者限定广告宣传方式；限定不合理的经营场地面积、建筑物结构以及有偿设计单位、建筑单位、建筑材料、通用设备以及办公设施的品牌或者供应商；干涉经销商人力资源和财务管理以及其他属于经销商自主经营范围内的活动；	保护经销商建设、宣传、采购及经营的自主权
	限制本企业汽车产品经销商之间相互转售；	经销商之间产品可以相互调配
延长授权期限	限制为其他供应商的汽车提供配件及其他售后服务；搭售未订购的汽车、配件及其他商品；限制配件生产商的销售对象，限制经销商、售后服务商转售配件。	保证经销商外采零配件的自主权，有助于提高售后服务毛利率
	供应商采取向经销商授权方式销售汽车的，授权期限（不含店铺建设期）一般每次不低于 3 年，首次授权期限一般不低于 5 年。	原《办法》中规定供应商对经销商的品牌授权期限为一年一次，对于经销商的不确定性风险较大。新《办法》将授权期限延长，保证了经销商的权益

来源：《汽车销售管理办法》，中泰证券研究所

驱动力五：汽车金融成为行业发展的新型催化剂

- 金融业务主要指在汽车流通环节中融通资金所产生的金融活动，包括对经销商的建店贷款、设备融资、库存车融资以及对消费者的消费贷款、融资租赁和车辆保险等。这里我们主要是指对于消费者的消费贷款及融资租赁，目前，我国自用/商用传统动力汽车贷款最高发放比例分别为**80%/70%**，自用/商用新能源汽车贷款最高发放比例分别为**85%/75%**，二手车贷款最高发放比例为**70%**，再加上汽车消费贷款较低的贷款利率，汽车金融业务的发展有效的刺激了新车的购买需求，尤其对于价格更高的豪车，目前，中国豪华车信贷的渗透率已经超越美国达到**35%**，预期未来渗透率仍将进一步提高。此外，新《办法》还规定供应商、经销商不得对消费者限定金融产品的提供商，由此更有利于消费者选择适合自己的信贷金融产品，也更有利于整体汽车金融业的健康发展。

图表 25：中国豪华车消费信贷渗透率持续上升



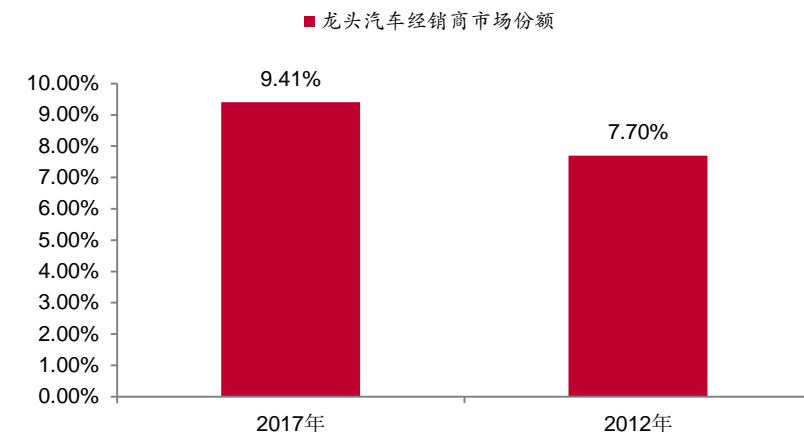
来源：鲸准数据，中泰证券研究所

行业格局：集中度提升，经销网点区域化

兼并收购不断+新办法的实施将持续提高行业集中度

- 近年来，各大经销商不断通过开拓新网点及兼并收购来提升市场份额，2012 年龙头经销商的市场份额为 7.7%，到 2017 年龙头经销商的市场份额已经提升至 9.41%，因此，虽然经销网点数量不断增加，但主要是龙头经销商的规模的提升，同时，随着新《办法》下，汽车流通模式的多元化，4S 店也不再是新车销售的唯一形式，拥有规模效应的多品牌、多网店的经销商将在竞争中占尽先机，行业集中度也将进一步提升。

图表 26：龙头汽车经销商市场份额持续提升



来源：Wind，中泰证券研究所

经销网点区域化集中带来明显优势

- 通过分析大型经销商各地区网店分布情况，可以发现各大型经销商的网点布局持续打开，行业集中趋势明显，**同时网点布局呈现明显的区域化集中特征**，每一家经销商都有自己集中分布的地域。网点区域化集中为经销商带来了无可比拟的优势，一方面，地域集中可以使经销商集中运输、灵活调货，从而降低经销商的物流成本、仓储成本以及存货周转天数，并且能够为门店及时调配专业维修人员；另一方面，地域集中可以带来品牌规模效应，同时，区域网店占比的增加可以为经销商带来更多话语权，从而提高经销商的盈利能力。

图表 27：经销商区域化集中特征明显

2017 年经销商各地区网点数量占比							
	中升控股	永达汽车	正通汽车	广汇宝信	和谐汽车	润东汽车	美东汽车
东北	20.1%	3.7%	0.0%	5.7%	4.3%	1.1%	0.0%
华北	5.7%	4.5%	16.5%	17.9%	12.8%	0.0%	10.3%
华东	27.6%	75.4%	9.0%	45.3%	10.6%	97.7%	0.0%
华中	3.2%	5.2%	29.3%	0.0%	66.0%	1.1%	35.9%
华南	26.5%	7.5%	43.6%	9.4%	4.3%	0.0%	51.3%
西北	1.8%	3.7%	0.0%	9.4%	2.1%	0.0%	2.6%
西南	15.2%	0.0%	1.5%	12.3%	0.0%	0.0%	0.0%

2012 年经销商各地区网点数量占比							
	中升控股	永达汽车	正通汽车	广汇宝信	和谐汽车	润东汽车	美东汽车
东北	25.6%	0.0%	0.0%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
华北	5.6%	1.4%	19.8%	20.0%	4.0%	0.0%	7.1%
华东	26.3%	78.9%	7.0%	62.7%	8.0%	98.5%	0.0%
华中	0.0%	8.5%	29.1%	0.0%	76.0%	1.5%	28.6%
华南	20.0%	4.2%	43.0%	2.7%	8.0%	0.0%	57.1%
西北	5.0%	7.0%	1.2%	8.0%	4.0%	0.0%	7.1%
西南	17.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

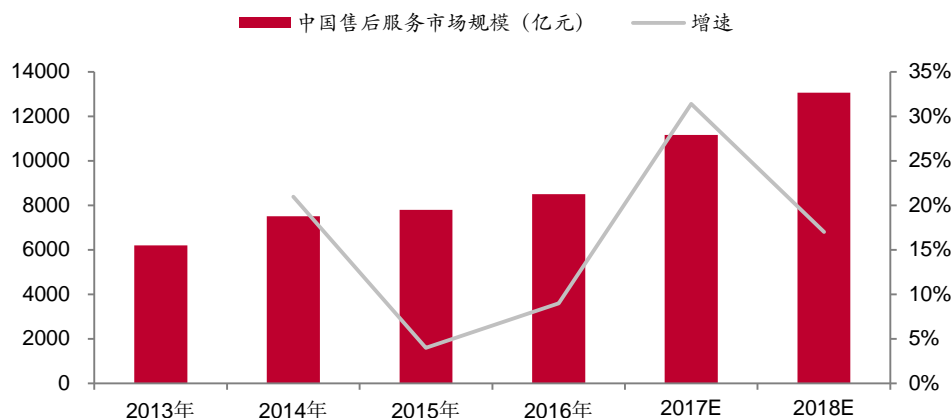
来源：各公司年报，中泰证券研究所

贡献最多利润份额的汽车售后业务

行业规模持续增加

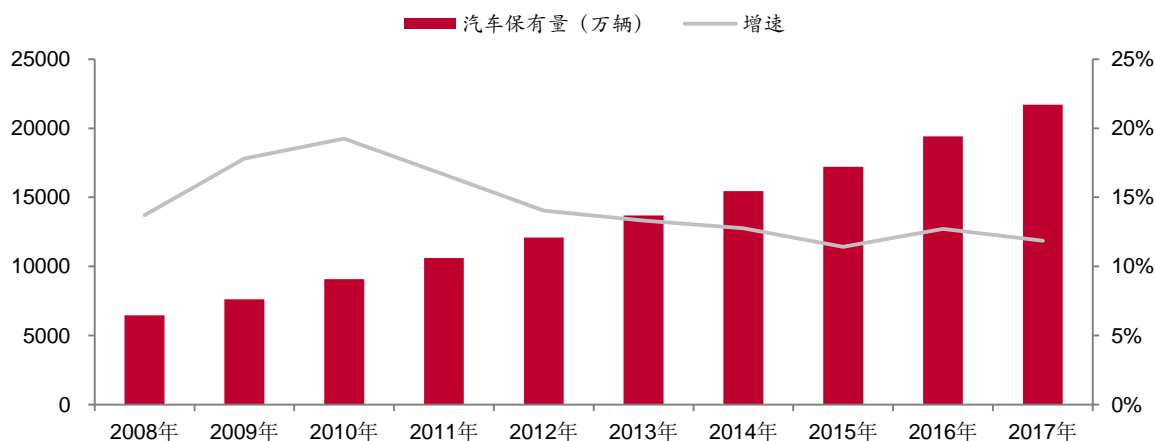
- 汽车售后业务约占经销商营业总额的 12%，但毛利润占比能达到 50%，主要得益于汽车售后业务超高的毛利率，2017 年中国汽车售后业务市场规模达到 11167 亿元，2013-2017 年行业的复合增长率达到 15.8%。行业的快速增长，一方面是由于我国汽车保有量的持续增加，根据公安部交管局统计，过去十年汽车保有量的复合增长率为 14%，2017 年我国汽车保有量已达到 2.17 亿辆，其中私家车保有量中 40% 以上的份额进入质保期，随著车龄增加，汽车后市场的规模将会不断快速扩张；另一方面，近年来我国的豪华车保有量增速明显高于整体汽车保有量，而豪华车更高的售后服务单价和极强的售后服务粘性也推动了市场规模的上升，此外，新的《办法》规定供应商不得限制限制配件生产商的销售对象，不得限制经销商、售后服务商转售配件，我们预期随着配件供应的放开，经销商售后业务的盈利能力将进一步提高。

图表 28：汽车售后市场规模持续增加



来源：汽车流通协会、驰加中国 2017 乘用车后市场服务白皮书，中泰证券研究所

图表 29：中国汽车保有量每年保持 10% 以上的增长率

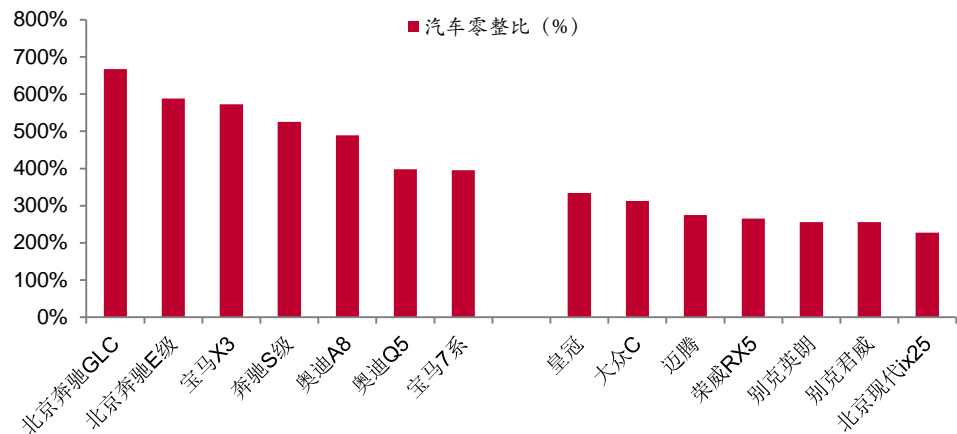


来源: Wind, 中泰证券研究所

豪华汽车售后业务更强的盈利能力

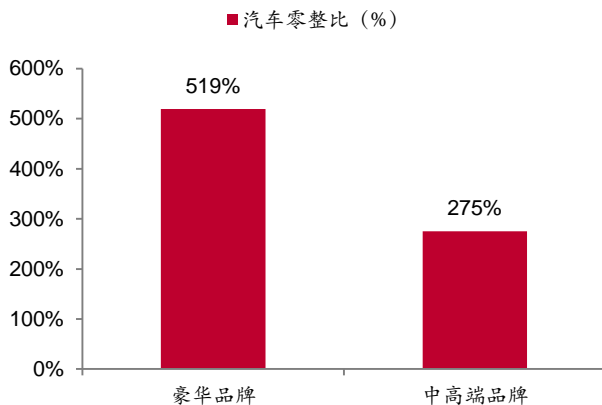
- 零整比指汽车配件价格之和与整车销售价格的比值，零整比越高，意味着消费者在使用过程中要支付更高的维修费用。可以看到豪华汽车的零整比远高于中高档汽车的零整比，豪车的零整比平均可以达到 519%，中高端品牌的零整比仅为 275%，此外，豪车车主的价格敏感度较低，通常会选择 4S 店进行保修，豪车经销商售后业务的粘性极高，因此，豪华品牌单店的售后服务收入远高于合资品牌及自主品牌。

图表 30: 豪华品牌与中高端品牌的零整比对比



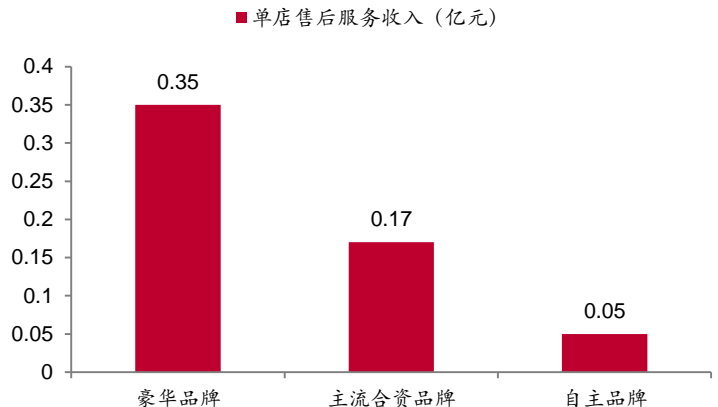
来源: 中国汽车维修行业协会、中国保险行业协会, 中泰证券研究所

图表 31: 豪华车零整比整体更高



来源: 中国汽车维修行业协会、中国保险行业协会, 中泰证券研究所

图表 32: 豪华车单店售后服务收入整体更高



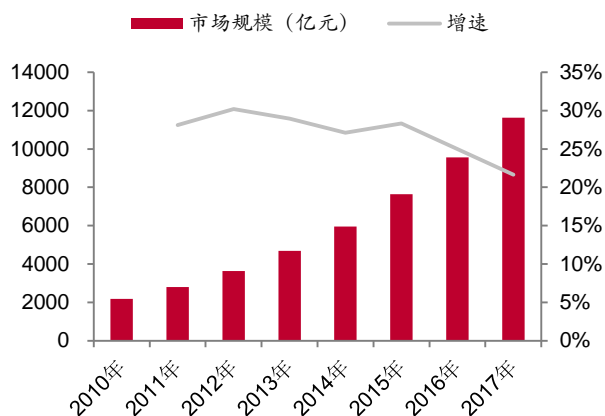
来源: 汽车流通协会, 中泰证券研究所

稳步发展的汽车金融业务

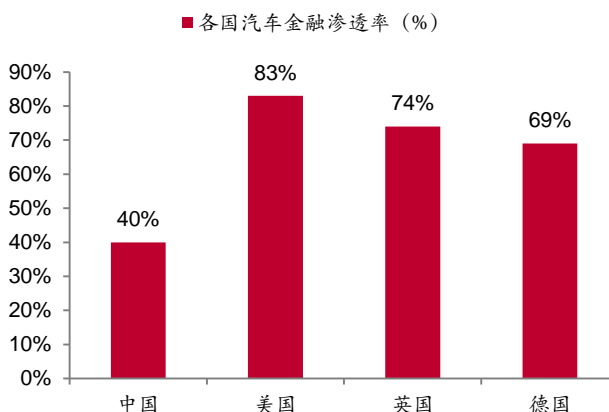
汽车金融业务的广阔发展空间

- 经销商的汽车金融业务主要包括对汽车消费者的消费贷款、车辆保险代理及融资租赁等业务，经销商一般通过开设自营的小额贷、融资租赁公

司或通过与第三方金融机构合作并收取代理佣金的形式参与汽车金融业务。近年来我国汽车金融市场规模持续上升,于2017年达到1.16万亿,行业同比增速达到22%。虽然行业属于持续发展阶段,我国汽车金融业的渗透率仅为40%,远低于发达国家,随着行业政策的持续完善、市场参与各方对汽车金融业务重视程度的提升,我们预期市场将开启高速发展态势。

图表 33: 中国汽车金融市场规模


来源: 2017 中国汽车互联网金融发展报告, 中泰证券研究所

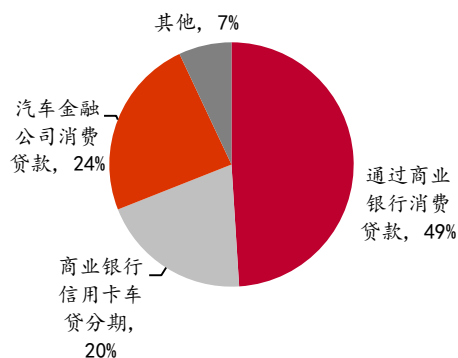
图表 34: 中国汽车金融渗透率远低于发达国家


来源: 鲸准数据, 中泰证券研究所

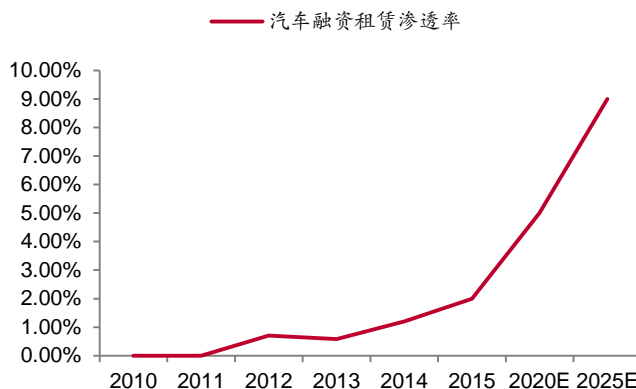
汽车金融业务分类

- 经销商自营或控股汽车金融公司的主线业务为汽车消费贷款和融资租赁。目前汽车消费贷款的主要提供者仍是商业银行,通过商业银行消费贷款及银行信用卡车贷分期的金额占比分别达到49%和20%,通过汽车金融公司消费贷款金额占比仅为24%,但汽车金融公司依托与整车厂及经销商紧密的关系,在车型差异化、车辆残值评估等专业方面更具优势,可以推出更符合消费者需求的新型金融产品,由此也越发受到消费者的欢迎,截至2015年,我国汽车金融公司的零售消费信贷达到3051.5亿元,同比增长28.7%。汽车融资租赁是指出租人购买车辆租给承租人使用,承租人分期向出租人支付租金,在租赁期满后,承租人以某一价格购买车辆,获得车辆所有权,或者承租人委托融资租赁公司处理车辆残值,目前,中国汽车融资租赁业务的渗透率较低,我们预期未来该行业渗透率将加速提升,经销商系融资租赁公司具有设备及网点的双重优势,上市的经销商同时具有资金优势,我们预期融资租赁业务将会成为各经销商盈利增长的新的驱动力。

图表 35: 汽车消费贷款市场格局
图表 36: 中国汽车融资租赁渗透率加速提升



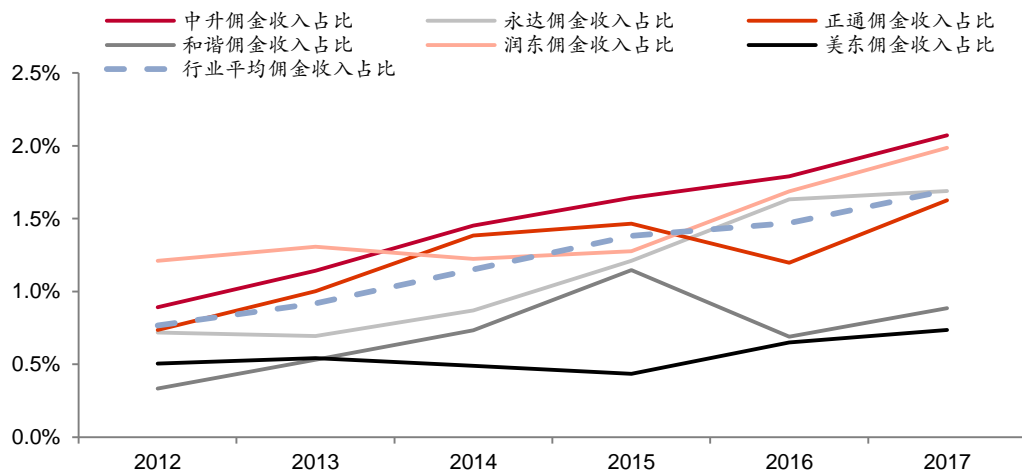
来源：2017 中国汽车互联网金融发展报告，中泰证券研究所



来源：罗兰贝格，中泰证券研究所

■ **代理佣金业务。**目前经销商的佣金收入主要来自于分销保险产品，二手车成交佣金及车贷佣金收入占比较低。佣金代理业务的毛利率极高，并且随着经销商规模的扩大，保险的返佣比例也会有一定提升，于此同时，汽车消费贷款的渗透率及二手车市场的规模均在不断提升，各大经销商也开始争夺相关市场份额，可以看到，各大经销商的佣金收入占比均在持续增加，中升控股的佣金收入占比已由 2012 年底的 0.9% 上升至 2017 年的 2.1%，预期未来佣金业务的占比将保持持续上升的势头。

图表 37：各经销商佣金收入占比持续增加



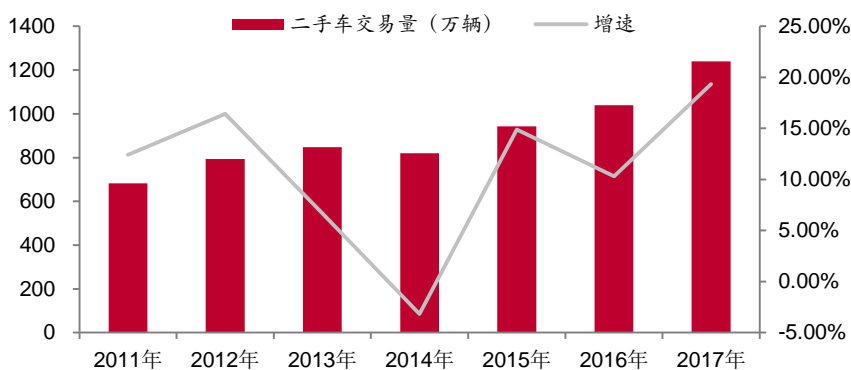
来源：各公司年报，中泰证券研究所

增长潜力广阔的二手车业务

二手车业务强劲的驱动力

■ 2017 年全国二手车交易达到 1240.09 万辆，同比增长 19.33%，交易金额达到 8092.72 亿元，同比增长 34%。二手车市场强劲的增长驱动力，一方面来自于我国持续增长的汽车保有量，及持续上升的平均车龄，汽车保有量及车龄的持续上升催生了消费者旺盛的换车需求，另一方面，上涨的二手车交易价格进一步推动了市场规模的上升，此外，目前多地

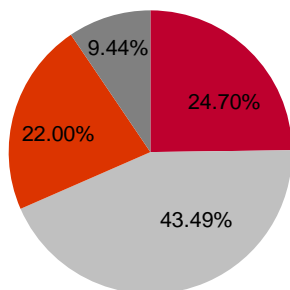
已发文取消二手车限迁政策，如果政策执行有力，全国超过 65% 的地级市有望在 2018 年取消二手车限迁，同时，商务部正在持续推动全面取消二手车限迁政策，加快修订《二手车流通管理办法》，推进二手车信息和信用体系建设，规范二手车交易秩序，预期二手车市场的潜力将得到进一步的释放。

图表 38：二手车交易量持续上升


来源：汽车流通协会，中泰证券研究所

图表 39：二手车交易车辆已使用年限

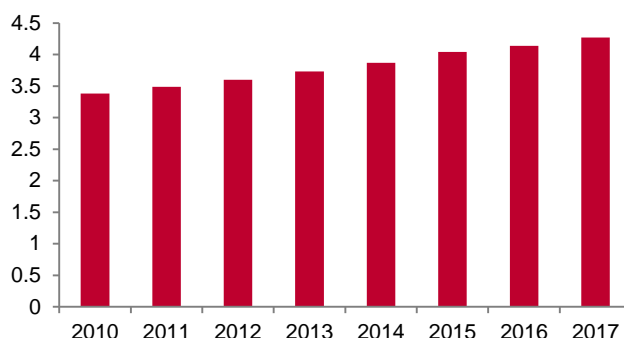
■ 3年以内 ■ 3-6年 ■ 7-10年 ■ 10年以上



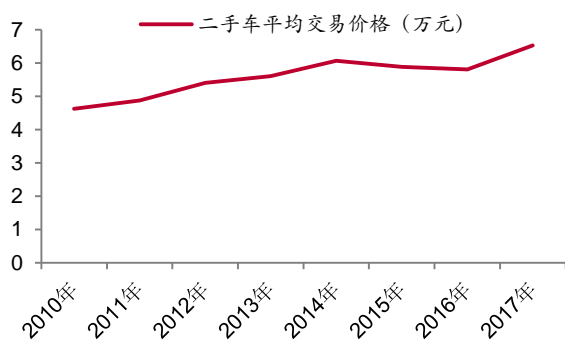
来源：汽车流通协会，中泰证券研究所

图表 40：我国汽车平均年龄已达 4.27

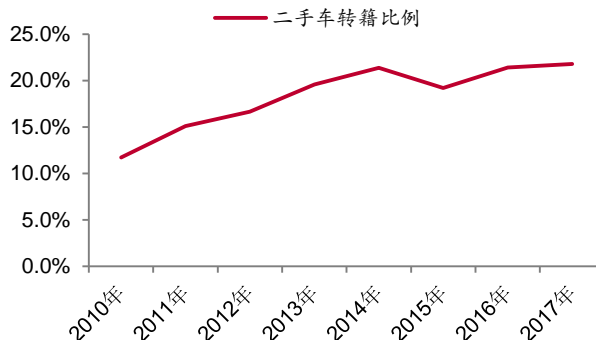
■ 我国汽车平均年龄



来源：汽车流通协会，中泰证券研究所

图表 41：二手车平均交易价格持续增加


来源：汽车流通协会，中泰证券研究所

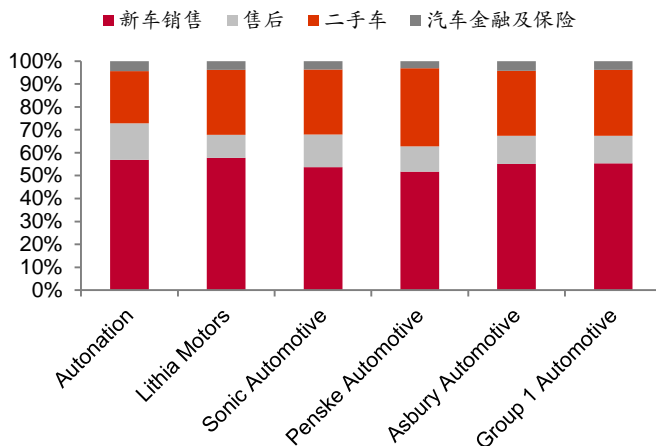
图表 42：二手车转籍比例持续提升


来源：汽车流通协会，中泰证券研究所

对标美国经销商，二手车业务潜力广阔

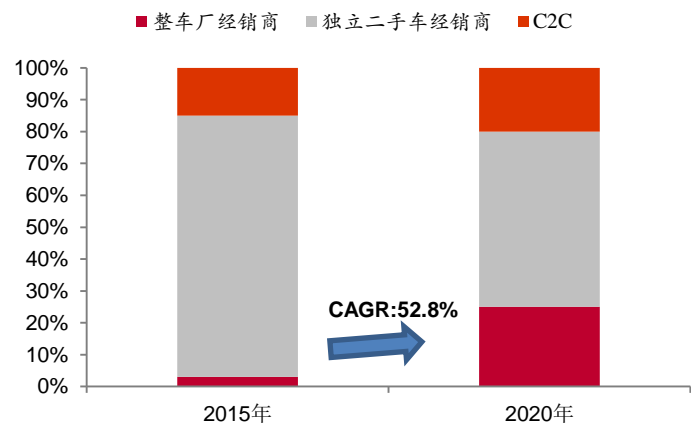
- 美国新车经销商的二手车业务占比极高，平均达到 30% 左右，中国新车经销商的二手车业务占比极低，目前我国二手车市场仍以独立的二手车经销商为主，2015 年独立二手车经销商的市场占比达到 82%，其次为个人之间的二手车交易，整车厂经销商的二手车交易仅占市场的 3%，随着政策的逐渐打开，二手车市场规模的持续上升，各整车厂经销商对二手车业务的重视程度也开始逐渐提升，根据普华永道的数据，到 2020 年整车厂经销商在二手车市场的业务占比可上升至 25%。

图表 43：美国经销商二手车业务营收占比较高



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 44：中国整车经销商二手车市场占比极低



来源：普华永道，中泰证券研究所

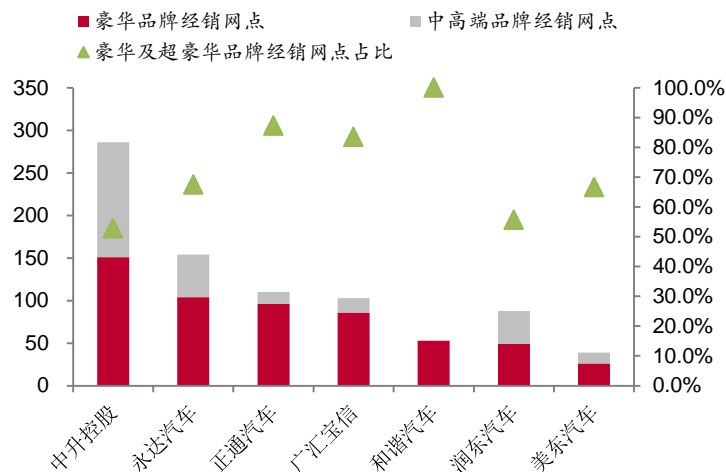
七大港股经销商经营效率对比

公司规模对比：中升规模最大，永达次之

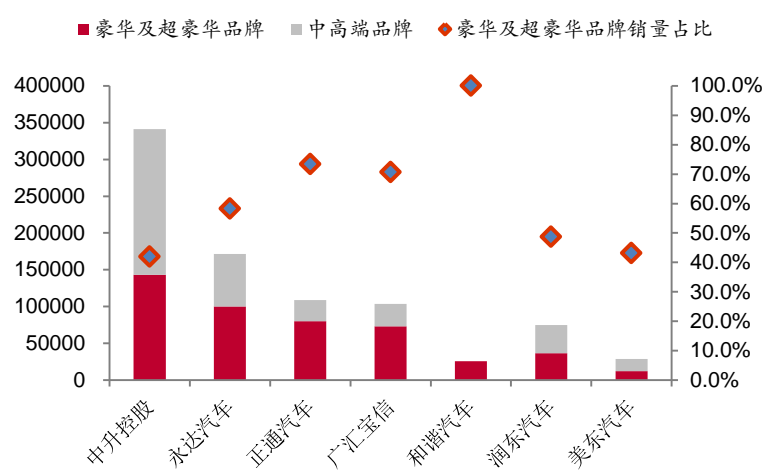
- 经销网点数量及汽车销量方面，2017 年中升控股以 286 家网点、销售 34 万辆车排名第一，永达、正通及广汇宝信分别以 154、110 及 103 家经销网点，销售 17 万辆、10.9 万辆及 10.3 万辆的成绩排列其后，其余经销商的经销门店均小于 100 家，新车销量不足 10 万辆。营收方面，2017 年中升控股以 863 亿元的营收排名第一，永达、正通、广汇宝信分别以 509、355、348 亿元的营收分列其后；近年来，中升及永达保持了较高且稳定的增长势头，营收增速保持在 20% 左右，美达也保持着较高的增长态势，年营收增速维持在 20% 以上。

图表 45：港股七大经销商经销网点分布

图表 46：港股七大经销商年度汽车销量

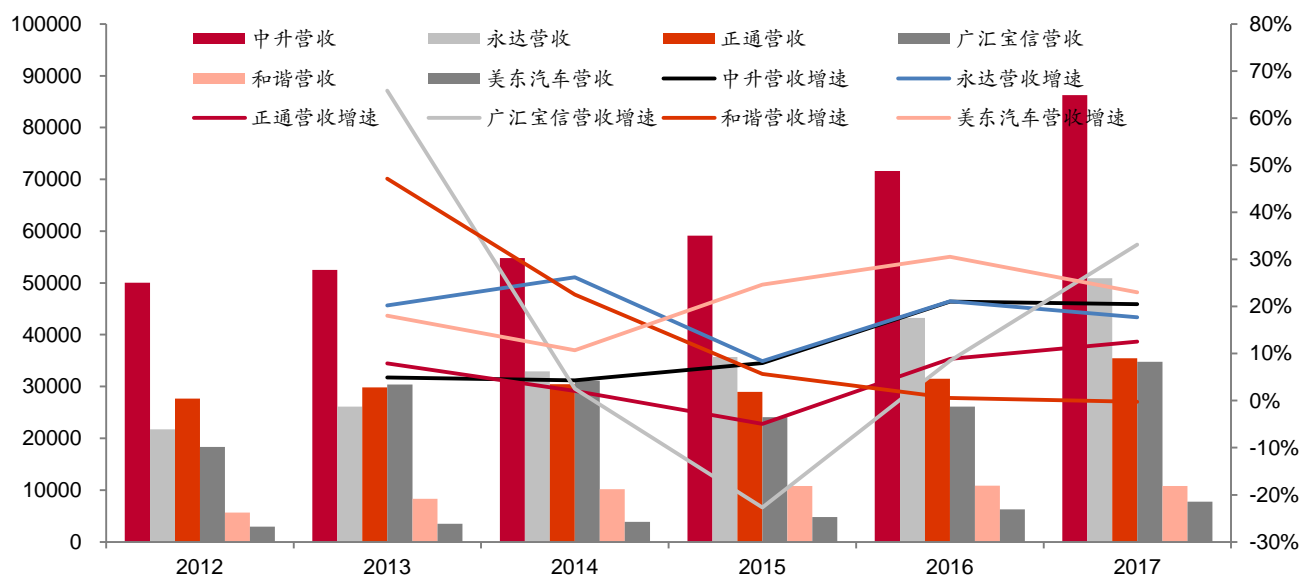


来源：各公司年报，中泰证券研究所



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 47：港股七大经销商营收对比（百万元）

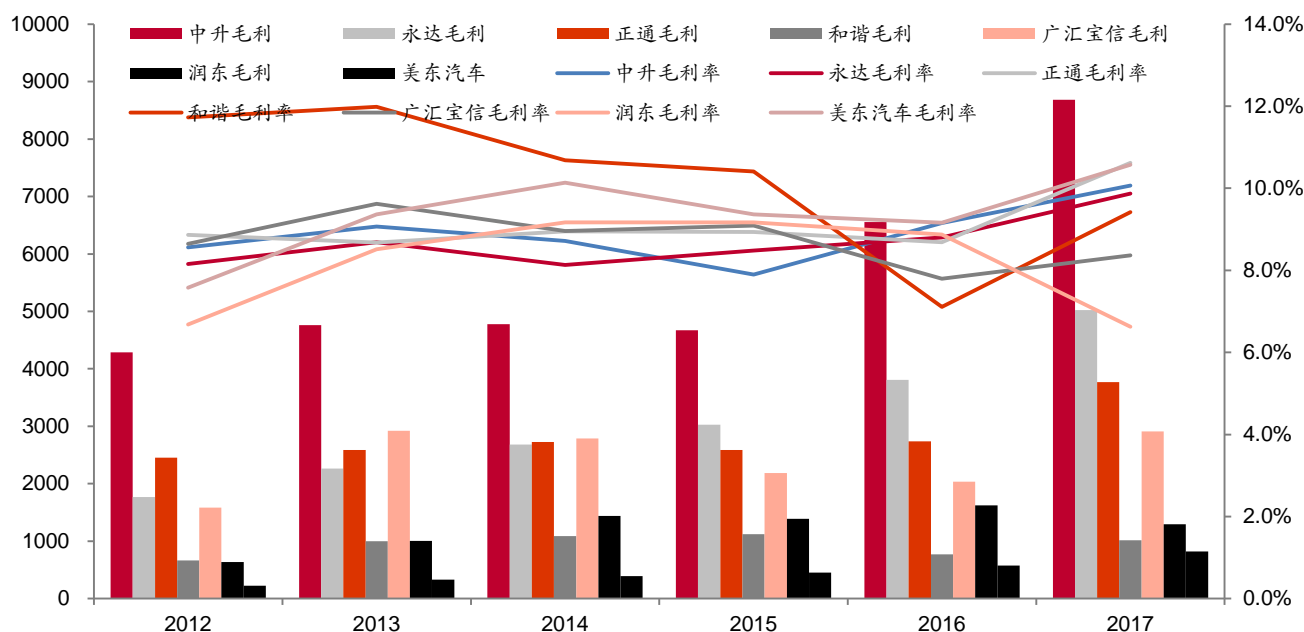


来源：各公司年报，中泰证券研究所

公司盈利能力对比：盈利能力开始增强，美东、正通及中升表现最佳

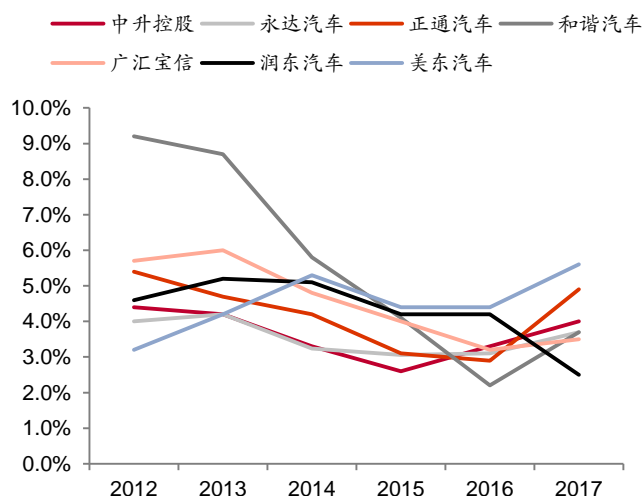
- 在经历了 2015-2016 年的利润挤压后，2017 年随着新办法下经销商话语权提高、宝马新产品周期的打开，各经销商毛利率也开始提升。经销商的毛利率基本集中在 7%-11% 的范围，2017 年美东、正通、中升的毛利率最高，分别达到 10.6%、10.6% 和 10.1%，其中，美东、正通、中升新车销售业务的毛利率最高，分别达到 5.6%、4.9% 和 4.0%，美东、中升及广汇宝信售后业务的毛利率最高，分别达到 49%、48.9% 和 48.0%。和谐汽车豪车及超豪车占比最高，所以此前毛利率行业领先，但 2016 年为加快存货周转、减低库存资金占压，公司集中打折出售了一批库存较久的新车，导致毛利率大幅下滑，到 2017 年公司毛利率开始回归正常水平。

图表 48：港股七大经销商毛利润对比



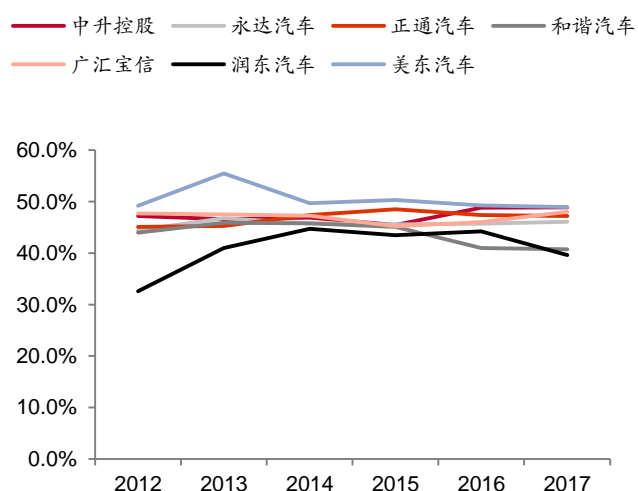
来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 49：港股七大经销商新车销售毛利率



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 50：港股七大经销商售后业务毛利率

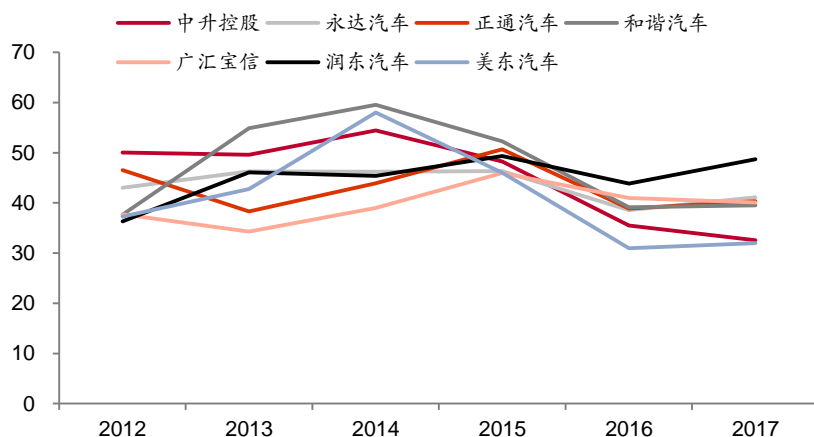


来源：各公司年报，中泰证券研究所

公司运营效率对比：中升控股运营效率最高

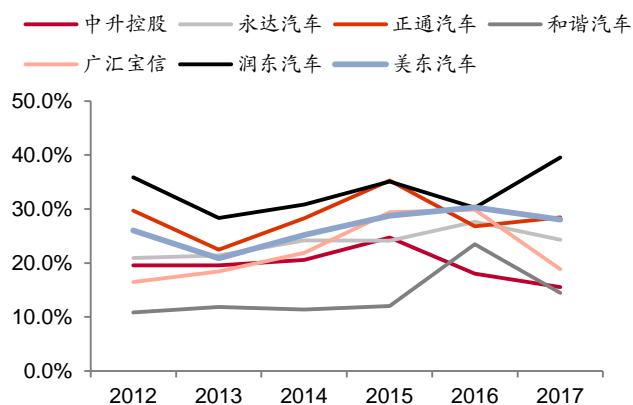
- 存货周转天数方面，得益于公司持续密切对存货的关注，中升控股 2017 年存货周转天数仅为 33 天，而其余经销商的存货周转天数多集中于 40 天左右，和谐汽车在经历了 2016 年的主动去存货后，存货周转天数也回归行业均值。各项费用占比方面，得益于规模效应，中升控股的行政费用、销售费用及融资费用均保持在行业较低水平，总体费用占毛利润的比例为全行业最低，仅为 65.8%，美东及正通各项费用占比也较低，分别为 68.7%、74.3%。

图表 51: 港股七大经销商存货周转天数



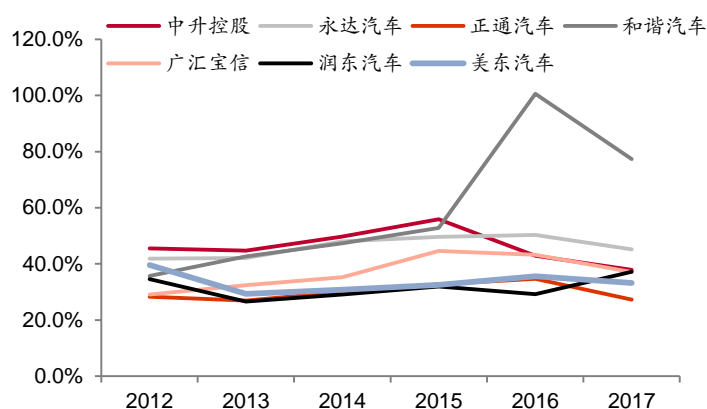
来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

图表 52: 港股七大经销商行政费用占比



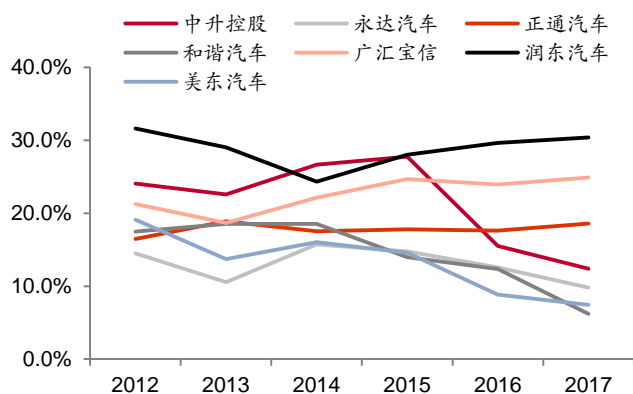
来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

图表 53: 港股七大经销商销售费用占比



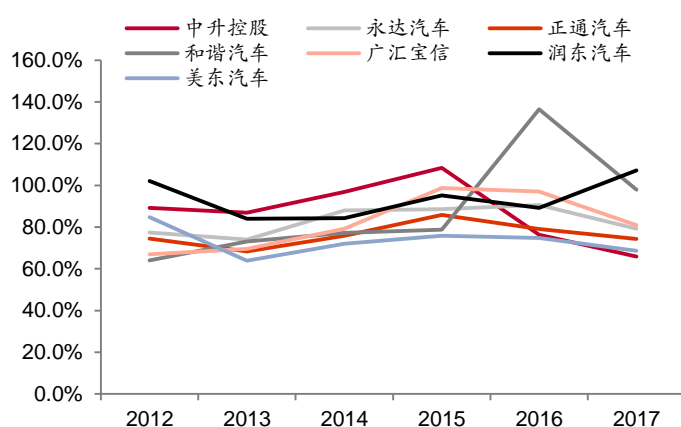
来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

图表 54: 港股七大经销商融资费用占比



来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

图表 55: 港股七大经销商费用总和占比

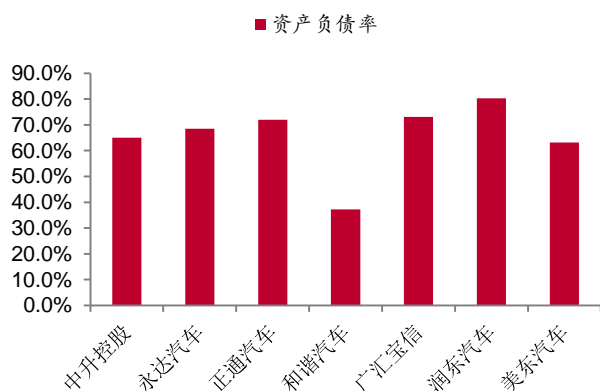


来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

公司融资及负债情况对比：和谐汽车负债率最低

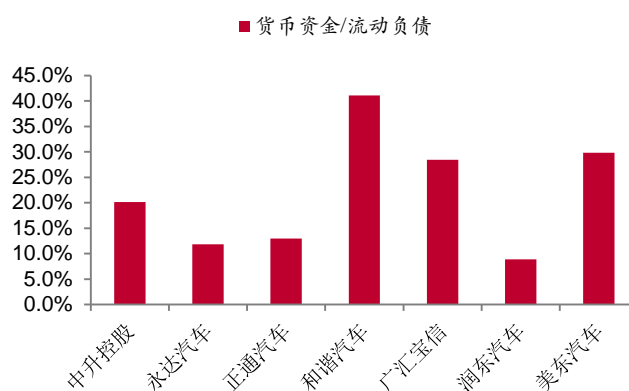
- 和谐、美东、永达及中升的融资费用占比分别为 6.2%、7.4%、9.8% 和 12.4%，均保持在行业较低水平；同时，和谐、美东、永达及中升的资产负债率也相对较低，其中，和谐汽车的资产负债率仅为 37.2%，为行业最低水平，主要由于公司 2016 年起开始有计划地削减融资活动，主动降低负债，因此公司的现金比率也排名行业第一，高达 42.9%，体现了公司优秀的短期偿债能力以及迅速扩张的潜力。此外，永达及正通的汽车金融业务发展领先，2017 年永达的新增生息资产规模达到 67 亿元，同比增长 162.6%，正通 2017 年的金融业务的利息及服务收入约 5.22 亿元，同比增长 31.2%。

图表 56：港股七大经销商资产负债率



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 57：港股七大经销商现金比率



来源：各公司年报，中泰证券研究所

投资建议：推荐中升控股、永达汽车及美东汽车

- 2012-2015 年行业的平均市盈率还保持在 13x 左右，此后受到市场竞争激烈、整车厂利润挤压等影响，行业持续低迷，到 2016 年行业平均市盈率仅为 5.6x，剔除负值后平均值也仅为 8.3x，但随着行业进入缓慢增周期，企业盈利能力得到恢复，行业估值水平也得到修复，2017 年行业平均市盈率达到 9.9x，据此前仍有一定的修复空间。
- 建议重点关注规模最大、盈利能力最佳、运营效率最高的龙头经销商中升控股，公司当前市盈率为 8.46x，虽处于行业的高水平，但仍有一定的上升空间；关注同样具有规模优势且盈利能力较佳的永达汽车，公司当前市盈率为 7.17x，低于行业平均值；同时，关注小而美，增速最快，盈利能力最强，运营效率优异的美东汽车，公司当前市盈率为 9.48x。

图表 58：港股七大经销商估值对比

公司名称	股价	总市值	毛利率	资产负债率	ROE	市盈率 (倍)					市净率 (倍)			EV/EBITDA (倍)	
	(港元)	(亿港元)	(%)	(%)	(%)	2016A	2017A	TTM	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E
中升控股	16.92	384.37	10.1%	65.0%	23.8%	7.15	10.09	8.46	8.12	6.91	2.45	1.81	1.49	7.16	7.42

永达汽车	7.05	129.53	9.9%	68.6%	22.8%	6.07	9.13	7.17	5.75	4.64	2.31	1.06	0.89	8.14	7.12
正通汽车	4.56	111.91	10.6%	72.0%	12.5%	9.06	12.58	7.86	5.70	4.43	1.69	0.81	0.71	9.88	8.03
和谐汽车	3.06	47.11	9.4%	37.2%	17.2%	-10.57	7.26	3.90	5.03	4.32	1.30	0.62	0.56	10.82	6.01
广汇宝信	2.26	64.12	8.4%	73.0%	13.6%	10.47	11.54	6.67	5.31	4.35	1.53	0.59	0.52	6.44	4.76
润东汽车	2.63	24.89	6.6%	80.3%	7.4%	10.06	10.34	7.97	-	-	0.80	-	-	9.07	8.44
美东汽车	2.69	31.01	10.6%	63.2%	28.7%	7.23	8.14	9.48	8.04	-	2.58	-	-	5.43	6.18
港股行业均值			9.4%	65.6%	18.0%	5.64	9.87	7.36	6.33	4.93	1.81	0.98	0.83	8.13	6.85

来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 股价取 2018 年 8 月 20 日收盘价, 均取自 Wind 一致预期

风险提示

- **经济下行的风险。**人民币贬值、金融严监管、去杠杆及贸易摩擦增加经济下行压力, 对汽车经销行业, 尤其是豪华汽车新车销售产生负面影响。
- **新款汽车产品销量不及预期。**
- **行业再度竞争激烈, 各经销商之间爆发价格战。**
- **进口关税政策再起变化。**

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 同时在此承诺, 在执业过程中, 谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
3. 本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则, 并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
4. 本人承诺由本人出具的所有报告中的内容或观点, 不会直接或间接地收到任何形式的补偿, 并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议, 且仅限中国内地使用。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。