

2018 年 08 月 06 日

汽车销售及服务

# 龙头经销商成长性有望穿越周期

■保有量的稳健增长带来汽车后市场投资机会。随着 2018 年小排量乘用车购置税优惠政策的正式退出，我们认为汽车行业正式进入了销量的低速增长期，我们预计 2018 年销量增速约 0%-2%，未来三年的复合增速在 3%-8%。而相对的，中国汽车保有量已经连续超过 10 年维持 10%以上的增长，未来仍将保持快速增长。在新车增速下降的背景下，保有量 2 位数的增长带来的潜在价值更为凸显，汽车保有量增长将带来汽车后市场的投资机会。

■今时不同往昔，2012-2015 的经销商行业低迷不会重演。我们认为悲剧不会重演的理由在于：1) 新车毛利率基数低，经销商对盈利能力重视变强，毛利率出现明显下滑的可能性较小；2) 新车毛利润占比下降，对利润的敏感性降低；3) 厂商和经销商之间的地位关系在改变，经销商的话语权在增强。其中第三点尤为重要，是经销商龙头能够强势度过周期低点的核心逻辑。

■新车：周期性最强业务板块，龙头经销商豪华车占比提升，新车毛利率稳定性增强。豪华车新车毛利率相对稳定，目前龙头经销商的豪华车销量占比在提升，新车毛利率的稳定性在增强。新车毛利润占比逐年下降，周期波动影响弱化。主机厂与经销商地位改善，库存系数表现逐年向好经销商盈利能力将增强。

■售后：稳健增长+优质现金流=优质的核心利润贡献业务。售后业务增长的三大驱动力是：1) 保有量的稳定两位数增长；2) 产品升级带来的高端车，豪华车占比提升；3) 存量车龄老龄化带来的维修频次上升。中国单车售后产值仅为美国的 50%，仍有提升空间。

■二手车：政策放开叠加产业链配套逐步成熟，二手车业务有望迎来春天。随着限迁令的废除，二手车评估及信息查询等配套产业链的逐步成熟，限制中国二手车业务发展的枷锁在逐步解除。未来假设二手车重复缴纳增值税问题得以解决，中国二手车市场有望迎来春天。基于现有政策，我们预计 2020 年二手车销量有望突破 2000 万台，2017-2020 年三年复合增速达到 23%，如果增值税问题解决，增速有望再上一个台阶。

■投资建议：我们判断乘用车行业仍处在景气度下行周期中，但龙头经销商的业绩成长性有望穿越周期，核心逻辑在于 2012-2015 年行业的低迷期中，经销商企业被充分地“教育”，龙头经销商不再追求规模而更重视盈利能力，且伴随龙头经销商市占率提升其也更有能力去争取合理的盈利能力。在如此背景下经销商集团周期性最强的新车业务盈利能力有望保持稳定，另外售后业务长期将提供稳定的利润增长和现金流，二手车业务则是未来的潜在爆发点，龙头经销商将兼具稳定增长和潜在爆发力属性。看好龙头经销商的长期成长性，推荐中升控股、永达汽车、广汇汽车。

■风险提示：乘用车销量或低于预期；经销商之间或再次爆发价格战；融资环境或再次恶化；贸易战关税政策或有变化风险。

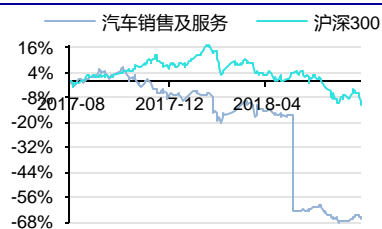
## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 同步大市-A  
首次评级

首选股票	目标价	评级
600297 广汇汽车	7.00	增持-A
03669 永达汽车	7.70	增持-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	7.26	10.10	8.61
绝对收益	5.78	-2.06	-1.98

陈怀逸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518050001

chenhy4@essence.com.cn

021-35082998

袁伟

报告联系人

yuanwei2@essence.com.cn

021-35082038

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 保有量稳定增长带来汽车后市场投资机会</b>	<b>5</b>
1.1. 新车销售正式进入低速增长期，预计未来3年增速在3%-8%	5
1.2. 2017年汽车保有量增速11.9%，后市场潜在成长价值凸显	6
<b>2. 汽车经销商行业：昨日一去不复返，风雨里砥砺前行</b>	<b>7</b>
2.1. 中国经销商行业发展的三个阶段	7
2.2. 未来几年的经销商行业会重复2012-2015年的低迷吗？	8
<b>3. 新车业务：豪华车占比提升，整体新车毛利率稳定性增强</b>	<b>10</b>
3.1. 豪华车细分板块的销量增速高于乘用车行业整体销量增速	10
3.2. 豪华车品牌的新车、售后毛利率均高于主流合资品牌	10
3.3. 龙头经销商豪华车销量占比在提升，抗周期风险能力在变强	11
3.4. 新车毛利润占比下降，周期波动影响弱化	12
3.5. 主机厂与经销商地位改善，经销商愈加重视盈利能力	12
<b>4. 售后业务：稳健增长+优质现金流=优质的核心利润贡献业务</b>	<b>14</b>
4.1. 售后业务近些年增长体现为营收和毛利率的双升	14
4.2. 售后业务增长驱动力及未来展望	15
4.2.1. 驱动力一：保有量的稳定两位数增长	15
4.2.2. 驱动力二：产品升级带来的高端车，豪华车占比提升	16
4.2.3. 驱动力三：存量车龄老龄化带来的维修频次上升	16
4.3. 中国单车售后产值仅为美国的50%，仍有提升空间	17
<b>5. F&amp;I：佣金随新车稳定增长，汽车金融未来仍有较大成长空间</b>	<b>18</b>
5.1. 汽车金融已进入了新的业态发展阶段	18
5.2. 佣金业务增速逐步向新车业务增速趋近	19
5.3. 中国汽车金融公司和融资租赁公司在汽车金融市场有很大的份额提升空间	19
<b>6. 二手车：政策的春天即将到来，二手车将带来全新的业务空间</b>	<b>21</b>
6.1. 他山之石：美国二手车市场概况	21
6.1.1. 美国二手车销量约新车销量2-3倍，在美国经销商毛利结构中占比超过20%	21
6.2. 我国二手车市场崭露头角，前路仍漫漫	22
6.3. 政策松绑，二手车交易的春天即将降临	23
6.3.1. 限迁令废除，二手车流通渠道打开	23
6.3.2. 二手车价格评估与信息查询机构出现，产业链配套逐步齐全	24
6.3.2.1. 二手车估值机构	24
6.3.2.2. 二手车历史信息提供商	25
6.3.3. 增值税减负指日可待	26
6.4. 二手车前景展望	26
<b>7. 投资建议</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 乘用车销售正式进入低速增长期, 预计 2018 年行业增速为 0-2%	5
图 2: 2017 年中国汽车保有量约 2.17 亿辆, 过去 10 年保持 10%以上增长	6
图 3: 中升控股的业绩增长代表了经销商行业发展的 4 个阶段	8
图 4: 中升控股新车毛利率随行业增速变化	8
图 5: 中升控股新车毛利占比逐年下降	8
图 6: Autonation 在非流动资产周转率上没有优势	9
图 7: 近几年国内经销商流动资产周转率在提升	9
图 8: 2012-2017 年国产豪华车销量增速为 24.5%	10
图 9: 2017 年国产+进口豪华车销量增速为 14.6%	10
图 10: 龙头经销商新店布局向豪华车倾斜	10
图 11: 龙头经销商销量结构中豪华车占比提升	10
图 10: 2015 年经销商行业分品牌单店销量及满意度调查	11
图 11: 龙头经销商新店布局向豪华车倾斜	11
图 12: 龙头经销商销量结构中豪华车占比提升	11
图 13: 新车毛利率波动性相对较大	12
图 14: 售后业务毛利率相对稳定	12
图 15: 百强经销商新车毛利占比逐年下降	12
图 16: 核心企业新车毛利润占比逐步下降	12
图 17: 百强经销商在 2015 年后随库存降低新车毛利率逐步回升	13
图 18: 2018 年经销商行业库存系数除 6 月外较好	13
图 19: 龙头企业流动资产周转率自 2015 年后在好转	13
图 20: 龙头经销商售后毛利率呈现稳中有升的趋势	14
图 21: 龙头经销商售后毛利率呈现稳中有升的趋势	14
图 22: 龙头经销商售后毛利润复合增速远高于新车毛利润复合增速	15
图 23: 2017 年中国汽车保有量约 2.17 亿辆, 过去 10 年保持 10%以上增长	15
图 24: 豪华品牌单店售后收入明显高于合资和自主品牌	16
图 25: 豪华品牌门店零服吸收率远高于自主和合资	16
图 26: 2016 年我国乘用车平均车龄达到 4.6 年, 仍保持上升趋势	16
图 27: 2016 年美国售后市场规模是中国的 2.74 倍	17
图 28: 2016 年美国单车售后产值是中国的 2 倍	17
图 29: 汽车金融发展的 5 个阶段	18
图 30: 永达汽车新车销售及佣金业务收入和增速	19
图 31: 中升控股新车销售及佣金业务收入和增速	19
图 32: 美东汽车新车销售及佣金业务收入和增速	19
图 33: 正通汽车新车销售及佣金业务收入和增速	19
图 34: 我国汽车金融渗透率仍偏低	20
图 35: 中国汽车金融市场中银行仍是主导	20
图 36: 汽车金融参与者特性对比	20
图 37: 美国二手车销量 (百万辆)	21
图 38: 美国汽车经销商 2017 年收入结构	21
图 39: 美国汽车经销商 2017 年毛利结构	21
图 40: 我国二手车交易量及增长率	22
图 41: 中美二手车交易量对比	22

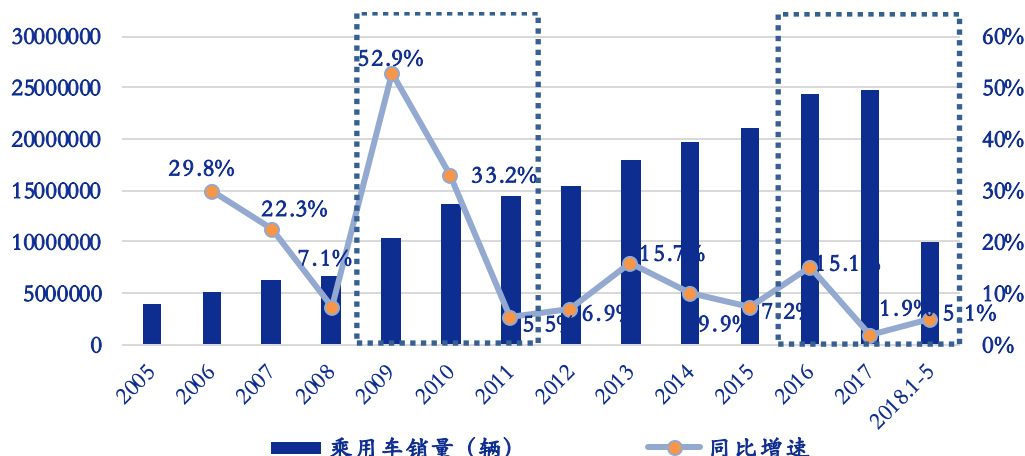
图 42: 中国新车二手车交易量对比.....	23
图 43: 美国新车二手车交易量对比.....	23
图 44: 2016 年中外二手车/新车交易量比重对比图.....	23
图 45: 转籍比例 (%) .....	23
图 46: 美国二手车市场经营者市场份额.....	24
图 47: 美国特约经销商二手车来源渠道.....	24
图 48: 公平价价格评估页面.....	25
图 49: 汽车保有量 (百万辆) .....	26
图 50: 保有量析出率.....	26
图 51: 二手车交易量 (百万辆) .....	27
表 1: 假设 2018 年销售结构与 2011 年一样, 则 2018 年前 5 月销量增速未超预期 .....	5
表 2: Autonation 在资产周转率上领先国内企业主要由于其流动资产周转率较高 .....	9
表 3: 美国二手车经营者特点.....	24
表 4: KBB 与公平价估值条目对比.....	25
表 5: Carfax 与车鉴定查询报告条目对比 .....	26

## 1. 保有量稳定增长带来汽车后市场投资机会

### 1.1. 新车销售正式进入低速增长期，预计未来 3 年增速在 3%-8%

乘用车销售进入低速增长期，预计 2018 年行业增速为 0-2%。小排量乘用车购置税优惠政策在 2018 年正式退出，类比 2011 年之后汽车销量增速下行一个台阶，我们认为未来 3 年汽车行业的销量增速正式进入了低速增长期，根据 2011 年购置税政策退出后未来 5 年的销量增速，我们预计 2018 年销量增速约 0%-2%，未来三年的复合增速在 3%-8%。

图 1：乘用车销售正式进入低速增长期，预计 2018 年行业增速为 0-2%



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

预计 2018 年汽车销量增速前高后低，前 5 月销量增速未超预期，维持对全年销量增速判断。2018 年 1-5 月乘用车累计销量增速为 5.1%，高于去年全年的 1.9%，我们认为并未超出预期，主要因为今年乘用车销量增速大概率前高后低。考虑到 2018 年的政策背景和 2011 年接近，我们假设 2018 年 4 个季度的乘用车销量占比和 2011 年相同。可以看到假设 2018 年行业增速为 0，则 2018Q1 增速为 10.3%，2018Q2 的增速为 5.9%。所以 2018 年前 5 月累计销量增速 5.1%并未超预期，甚至略低于预期，我们仍维持对 2018 年全年 0-2%的行业增速判断。

表 1：假设 2018 年销售结构与 2011 年一样，则 2018 年前 5 月销量增速未超预期

假设条件					预测结果			
2018 年各季度销量占比同 2011 年				2018 年全年同比增速	2018 年各季度销量同比增速			
Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4
				-5%	4.7%	0.6%	-5.9%	-16.1%
				-2%	8.0%	3.8%	-2.9%	-13.5%
26.5%	22.7%	23.6%	27.1%	0%	10.3%	5.9%	-1.0%	-11.7%
				2%	12.5%	8.0%	1.0%	-9.9%
				5%	15.8%	11.2%	4.0%	-7.3%

资料来源：中汽协，安信证券研究中心



## 1.2. 2017 年汽车保有量增速 11.9%，后市场潜在成长价值凸显

2017 年中国汽车保有量约 2.17 亿辆，过去 10 年保持 10%以上增长。截止 2017 年底，中国汽车保有量达到 2.17 亿辆，增速约 11.9%，中国汽车保有量已经连续超过 10 年维持 10%以上的增长，未来仍将保持快速增长。

图 2：2017 年中国汽车保有量约 2.17 亿辆，过去 10 年保持 10%以上增长



资料来源：公安部交通管理局，安信证券研究中心

保有量增速稳定，且远超新车增速，保有量的快速增长带来的是后市场的发展潜力。新车销售的高速增长带来的是整车，零部件，经销商全产业链的投资机会，在新车增速下降的背景下，保有量 2 位数的增长带来的潜在价值更为凸显，汽车保有量增长将带来汽车维修保养、汽车美容、汽车保险、汽车用品等后市场增值业务的快速增长。

## 2. 汽车经销商行业：昨日一去不复返，风雨里砥砺前行

### 2.1. 中国经销商行业发展的三个阶段

由于 2011 年以前上市的汽车经销商仅有中升控股和正通汽车，我们以中升为例来看经销商行业的特征，当然中升控股有一定的自身品牌特性，但受可研究标的所限我们暂时将中升控股的情况作为行业情况分析。

**2008 年以前：“躺着赚钱”的时代，经销商无需精细化管理就能赚钱。**由于在这个时期还没有上市的经销商集团可以作为数据参考，我们仅能够通过和行业专家的调研了解到，2008 年前优质的一些经销商门店新车盈利能力极强，行业里部分强势品牌的经销商门店几个月就能依靠新车业务回本。

**2008~2011 年：经济危机后管理开始改善，叠加政策红利，龙头经销商盈利能力开始回升。**2008 年全球经济危机爆发后，由于行业盈利能力下滑，经销商们开始重视管理。管理的初步改善叠加 2009 年推出的购置税优惠政策，可以看到中升控股的新车毛利率在 2008 年达到 4.5%触底并开始反弹，2011 年新车毛利率达到其历史峰值 6.8%，增长约 50%，同年公司实现扣非归母净利润 14.4 亿元，同比 2010 年增长 60.3%，达到其 2006-2015 年的净利润峰值。

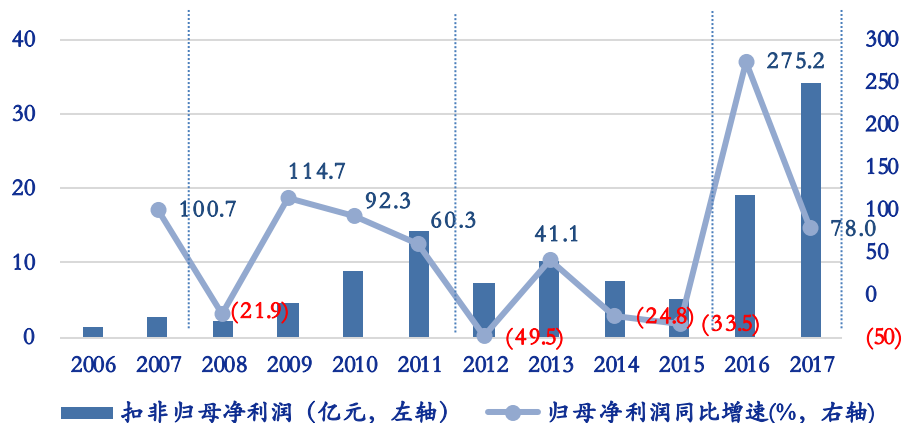
**2012~2015 年：政策红利结束，低增长下主机厂和经销商之间的不平等问题爆发**

2011 年购置税优惠政策彻底退出，政策红利结束，乘用车销量增速由 2010 年的 33.2%下滑至 2011 年的 5.5%，零部件环节，主机厂环节，经销商环节以及消费者环节的利润分配受到挑战，这里我们仅关注主机厂环节与经销商环节的利润分配。旧的《汽车销售管理办法》条款决定了主机厂的强势地位（具体我们在后面中美经销商对比中再详细讲），困难时期主机厂强势压货，造成了经销商巨大的库存负担以及车价倒挂卖车亏钱的悲壮事实，越来越多经销商濒临倒闭，根据中国汽车流通协会（CADA）的统计 2011-2014 年只有 30%的经销商盈利，这样的背景下行业也出现了底部的并购整合。中升控股的新车毛利率由 2011 年的 6.8%下滑到 2015 年的 2.6%。

**2016-2017：行业整合后再迎政策红利，经销商强者脱颖而出**

2015 年 9 月国家再次实行购置税优惠政策，乘用车行业销量增速再次回升，以中升为例，一方面新车毛利率有所回升，从 2015 年的 2.6%提升到 2017 年的 4.0%，另一方面稳定增长的售后业务和高盈利能力的佣金业务占比提升，中升 2016 年，2017 年实现归母净利润 19.2 亿元，34.3 亿元，同比增长 275.2%，78.0%。

图 3：中升控股的业绩增长代表了经销商行业发展的 4 个阶段



资料来源：安信证券研究中心

## 2.2. 未来几年的经销商行业会重复 2012-2015 年的低迷吗？

2012 年行业利润出现下滑主要因为新车毛利率出现较为明显的下滑，那么未来几年在行业销量增速趋缓的情况经销商行业还会重复 2012-2015 年的低迷吗？我们认为不会，现在的情况和当时有几点不同。

### 1) 新车毛利率基数低，经销商对盈利能力重视变强，毛利率出现明显下滑的可能性较小。

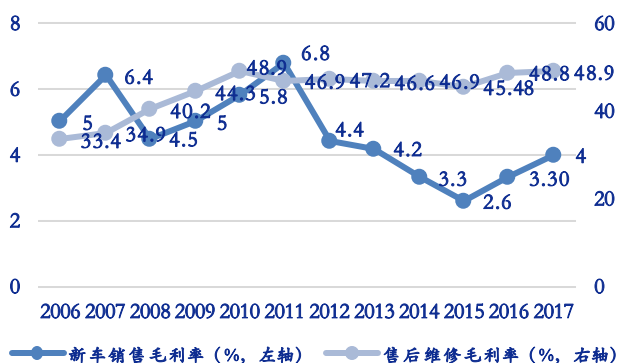
新车业务毛利率是经销商业务中影响利润波动性最大的指标，所以主要讨论新车毛利率情况。2011 年中升控股达到 14.4 亿归母净利润高点时，其新车毛利率为 6.8%，2012 年利润出现大幅下滑时其新车毛利率下滑至 4.4%。2017 年中升新车毛利率仅为 4.0%，比当时 2012 年下滑后的毛利率更低，毛利率下降的空间不大。

而我们认为未来新车毛利率不会有明显下滑的主要依据，一方面是目前毛利率基数较低，另一方面还是在我们调研过程中我们发现各家经销商集团目前对盈利能力的重视远超过去，行业出现如 14、15 年价格战的概率较小。

### 2) 新车毛利润占比下降，对利润的敏感性降低。

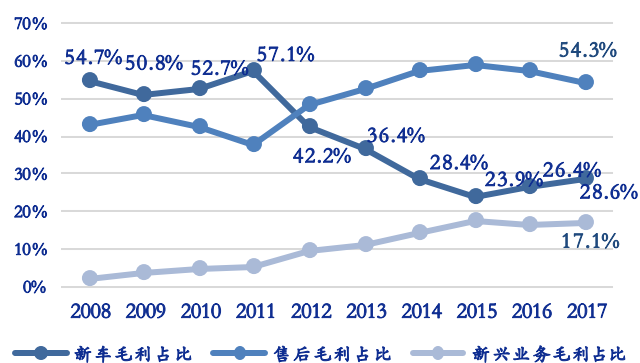
2008 年中升上市前的新车毛利润占比约为 54.7%，到 2017 年新车毛利润占比仅 28.6%，其余为售后业务占比 54.3%，新兴业务占比 17.1%，售后业务和新兴业务的毛利率稳定可控，并且增长也较为稳定。所以整体看，目前新车毛利率波动对利润的敏感性有明显下降。

图 4：中升控股新车毛利率随行业增速变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：中升控股新车毛利占比逐年下降



资料来源：公司公告，安信证券研究中心



### 3) 厂商和经销商之间的地位关系在改变，经销商的话语权在增强。

在过去，主机厂占用经销商的流动资金的现象非常普遍，而这两年随着主机厂与经销商之间的关系改善，主机厂占用经销商流动资金的情况也在较少，甚至越来越多主机厂给予经销商优惠的库存融资贷款，所以我们认为流动资产周转率在在一定程度上可以反映主机厂与经销商的关系变化，可以看到在 2014 年后这一指标明显转好。

#### 那么在经销商地位提升后会带来哪些好处？

我们认为好处是非常明显，且仍在强化长期可持续：

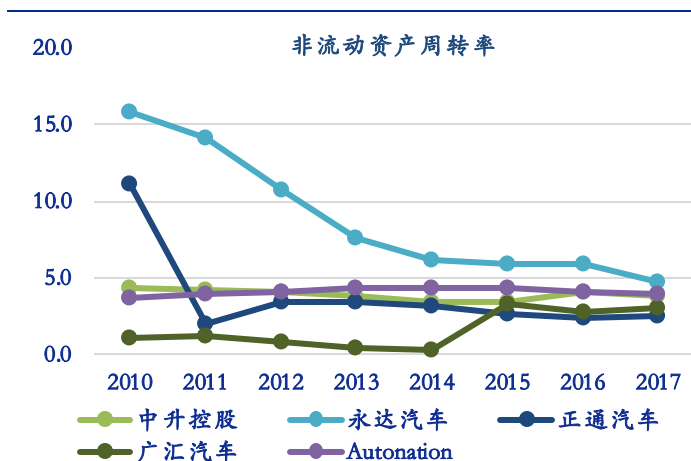
- 1) 中国经销商在过去 ROE 较美国低的原因主要在于资产周转率低于美国，其中主要是流动资产周转率偏低，但近些年随着经销商地位提升，主机厂流动资金占用减少，经销商的流动资产周转率提升，ROE 提升；
- 2) 库存融资成本下降，财务费用率降低；
- 3) 压库存现象减少，经销商新车盈利能力回升；
- 4) 其他潜在的返利优惠商务政策及其他商业条款等。

表 2: Autonation 在资产周转率上领先国内企业主要由于其流动资产周转率较高

2017 年	公司	收入 (亿元)	固定资产 +在建工 程(亿元)	无形资产 +商誉(亿 元)	非流动 资产合 计(亿 元)	现金 (亿元)	存货 (亿元)	流动资产 合计
绝对值	中升控股	862.9	100.6	96.8	235.4	50.3	75.1	240.5
	永达汽车	507.0	47.3	24.3	108.7	17.2	61.1	170.6
	Autonation	214.0	29.6	21.0	54.7	0.7	33.7	48.0
周转率	中升控股		8.6	8.9	3.7	17.2	11.5	3.6
	永达汽车		10.7	20.9	4.7	29.5	8.3	3.0
	Autonation		7.2	10.2	3.9	310.1	6.4	4.5

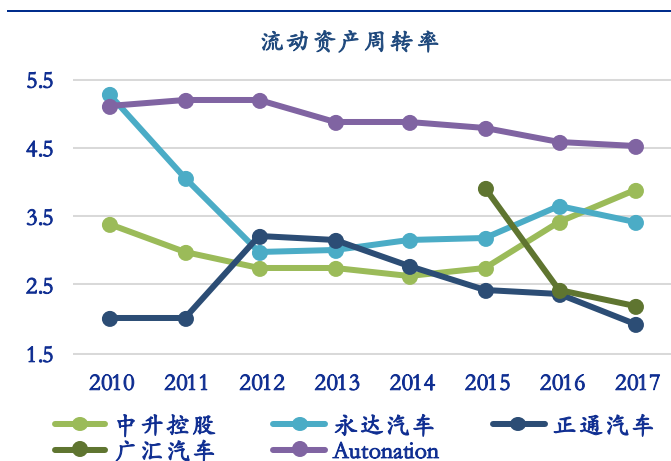
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6: Autonation 在非流动资产周转率上没有优势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7: 近几年国内经销商流动资产周转率在提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

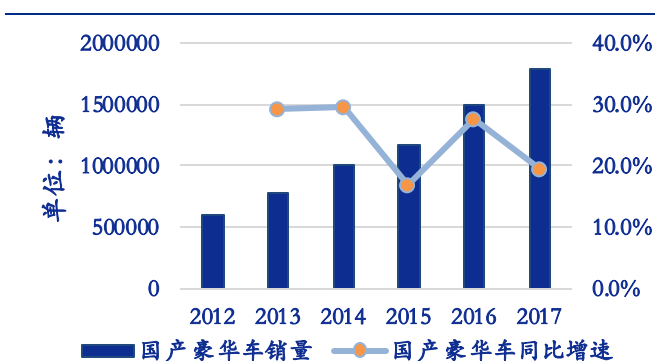
### 3. 新车业务：豪华车占比提升，整体新车毛利率稳定性增强

新车业务是经销商各项业务中周期性最强的业务，其毛利率直接受促销力度影响，间接受车型销量和主机厂预期影响。豪华车近些年增速较整体市场增速更高且趋势较好，故其盈利能力更稳定，我们认为随着龙头经销商豪华车销量占比提升，其新车业务毛利率稳定性在增强，且随着新车业务毛利占比下降，新车影响权重也在降低，龙头经销商的业绩周期性在减弱。

#### 3.1. 豪华车细分板块的销量增速高于乘用车行业整体销量增速

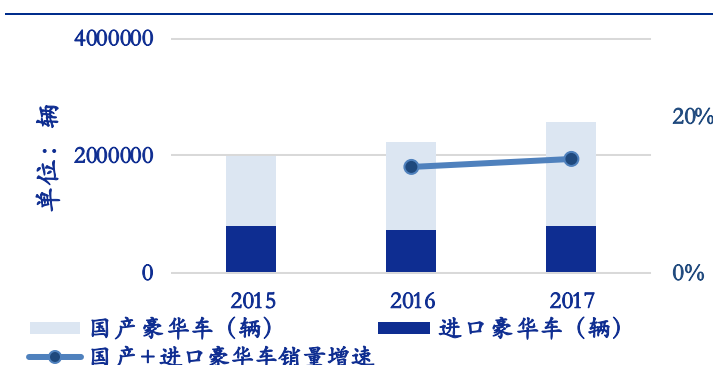
过去 5 年国产豪华车细分板块的销量复合增速为 24.5%，高于行业 9.8% 的复合增速。根据中汽协数据，在 2011 年中国购置税优惠政策退出后，从 2012 年到 2017 年，中国乘用车的销量由 1549.4 万台增长至 2474.4 万台，5 年复合增速为 9.8%，同期中国国产化的豪华车由 59.9 万台增长至 179.1 万台，5 年复合增速为 24.5%，豪华车细分板块的增速显著高于乘用车行业整体增速。考虑上进口车数据，国产+进口豪华车 2017 年的销量为 257.8 万辆，同比增长 14.6%，仍远高于行业 1.9% 的销量增速。

图 8：2012-2017 年国产豪华车销量增速为 24.5%



资料来源：Marklines，安信证券研究中心

图 9：2017 年国产+进口豪华车销量增速为 14.6%

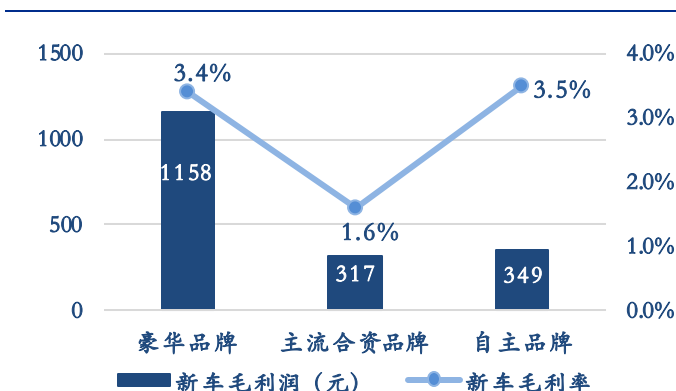


资料来源：Marklines，安信证券研究中心

#### 3.2. 豪华车品牌的新车、售后毛利率均高于主流合资品牌

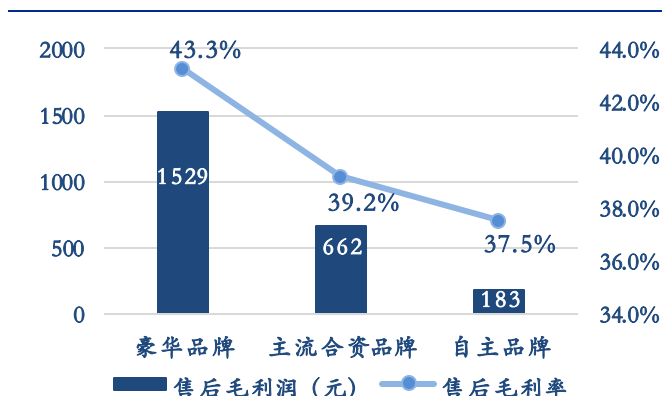
2017 年中国经销商豪华品牌新车毛利率约为 3.4%，明显高于主流合资品牌的 1.6%。根据汽车流通协会发布的报告，2017 年中国经销商豪华车品牌的单车毛利润为 1158 元，毛利率为 3.4%，远高于主流合资品牌的新车毛利润 317 元，毛利率 1.6%。自主品牌的新车毛利率为 3.5%，高于豪华品牌和合资品牌，主要由于自主品牌售后的单车价值较低，主要赢利点在新车业务。售后业务豪华品牌毛利率为 43.3%，远高于主流合资和自主品牌。

图 10：龙头经销商新店布局向豪华车倾斜



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 11：龙头经销商销量结构中豪华车占比提升

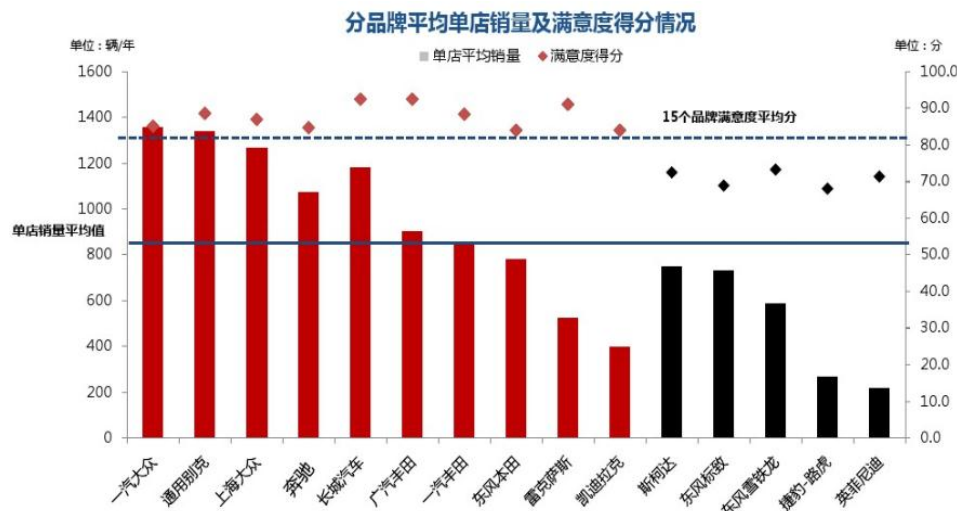


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.3. 龙头经销商豪华车销量占比在提升，抗周期风险能力在变强

经销商行业，选择比努力更重要。在汽车经销商行业里有一句名言：“选择永远比努力更重要。”意思是选择好的品牌，选择好的合作伙伴，相比优质的管理在很多时候更为重要，不同的品牌对于其经销商的商务优惠政策差异极大，好的车型，只有配上好的销售商务政策，才能为经销商带来好的盈利。

图 12：2015 年经销商行业分品牌单店销量及满意度调查

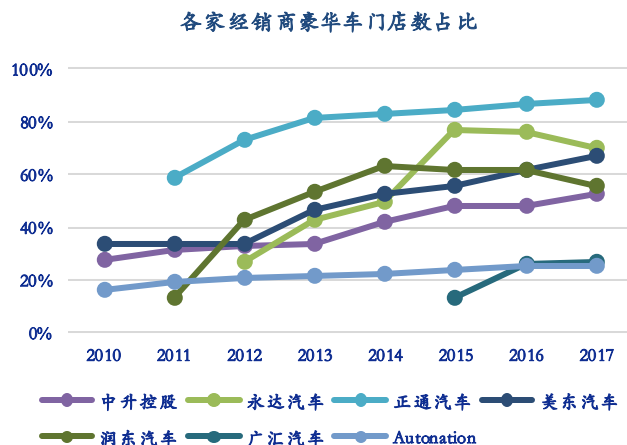


资料来源：CADA，安信证券研究中心

行业底部区间，龙头经销商都在加速扩张豪华车门店。2011 年开始，在行业偏弱的环境下，龙头经销商在周期下行区间里大力收购或新开一些优质的豪华车门店，可以看到中升的豪华车门店占比从 2010 年的 27.6% 上升到 2017 年的 52.8%，永达的豪华车门店占比则从 2012 年的 26.4% 上升到 2017 年的 70.2%。

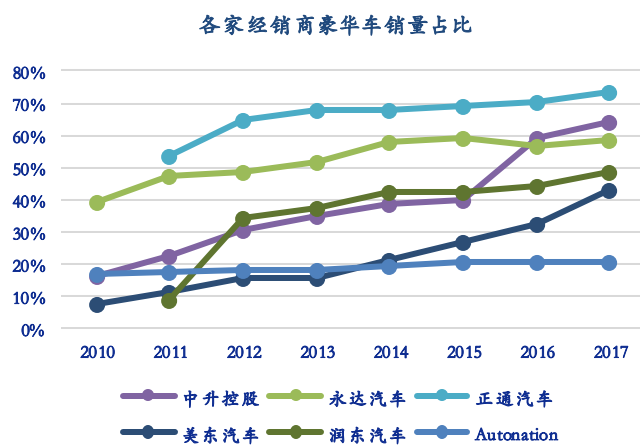
随着龙头经销商豪华车门店数量的增加以及行业消费升级的趋势，龙头经销商的销量结构中豪华车的占比在明显提升。中升 2010 年豪华车销量占比仅 16.5%，2017 年提升至 64.0%，永达汽车的豪华占比则由 2010 年的 39.4% 提升到了 2017 年的 58.2%。由于豪华车细分板块目前乃至未来 3 年的销量增速都将明显高于整体车市的销量增速，所以豪华车占比提升会使得龙头经销商抗周期风险能力变强，是好的趋势。

图 13：龙头经销商新店布局向豪华车倾斜



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14：龙头经销商销量结构中豪华车占比提升

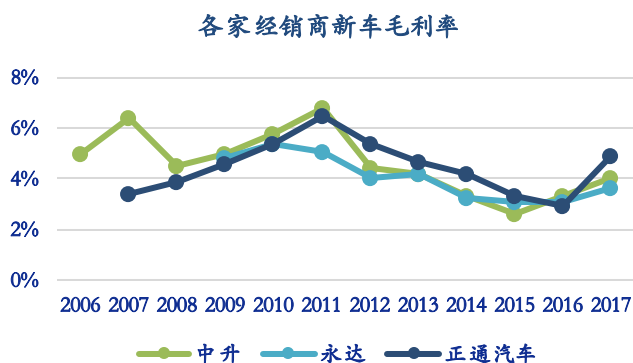


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.4. 新车毛利润占比下降，周期波动影响弱化

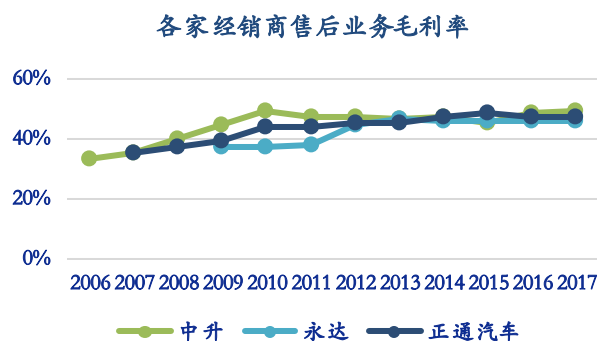
新车毛利率是经销商业绩波动最大的不稳定因素。经销商行业的利润构成中，佣金业务和融资租赁业务的占比相对还较小，平均新车毛利+售后毛利占比超过 80%，其中新车毛利率受行业波动影响较大，中升、永达、正通新车毛利率最低值分别为 2.6%，3.1%，2.9%，最高值分别为 6.8%，5.4%，6.5%，最高值：最低值分别为 2.6，1.7，2.2。而售后业务的毛利率相对稳定，基本随着售后规模扩大各家均稳定增长。

图 15：新车毛利率波动性相对较大



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

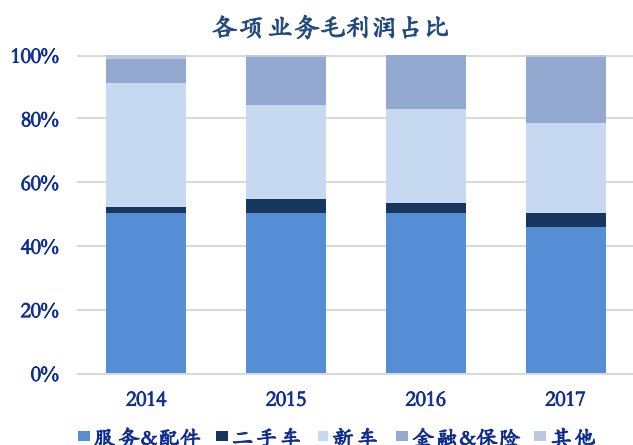
图 16：售后业务毛利率相对稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

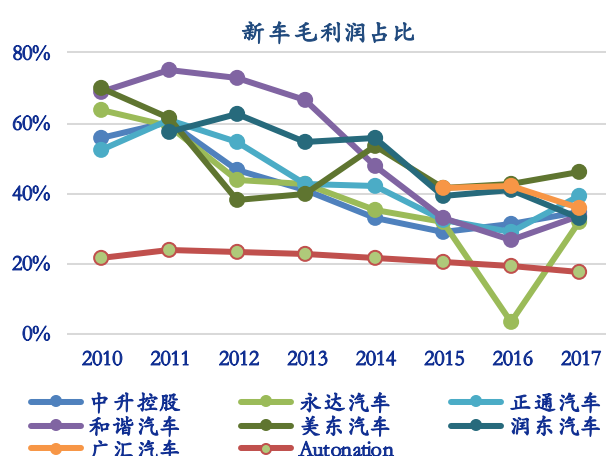
新车毛利占比持续下降，周期波动弱化。近两年随着售后业务、汽车金融业务、佣金业务的快速发展，经销商的新车业务毛利占比在快速下降，最为明显的和谐汽车新车毛利润占比由 2010 年的 68.6% 下滑至 2017 年的 38.6%，永达汽车由 2010 年的 63.6% 下滑至 2017 年的 31.7%。新车业务是汽车经销商业务板块中周期性最强，盈利相对最不稳定的业务，随着新车毛利占比的下降，经销商的盈利周期波动在弱化。

图 17：百强经销商新车毛利占比逐年下降



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 18：核心企业新车毛利润占比逐步下降



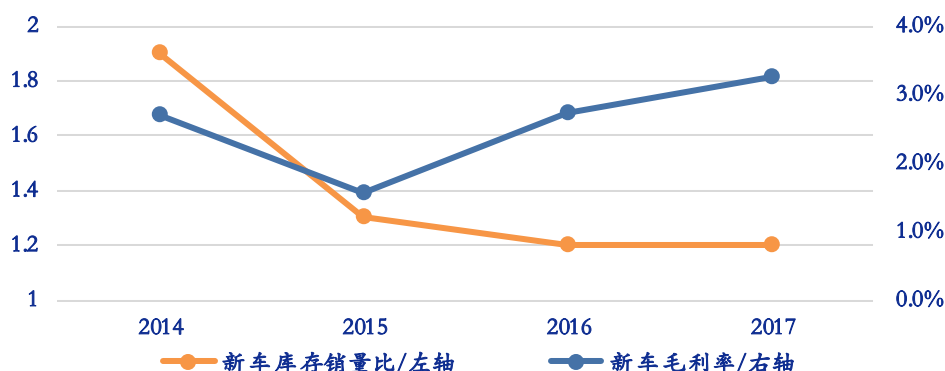
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.5. 主机厂与经销商地位改善，经销商愈加重视盈利能力

经销商行业的新车盈利能力不仅仅取决于车销量情况，更重要的是对应的商务政策。市场一些投资者对汽车经销商行业有一些误解，觉得汽车销量好与不好直接决定了该品牌经销商的

新车毛利率情况，这是一个很大的误区。如果把车型本身竞争力比喻为一副“药”，那么对应的销售商务政策就是一副“药引”，药能不能发挥出好的作用不仅仅要药好，更重要的是要有好的药引能够发挥出药的功效。可以看到 2014 年后百强经销商整体的库存销售比均在快速下降，代表了主机厂与大型经销商之间关系的改变，其库存压力明显减小，而 2015 年后随着百强经销商的整体库存销售比逐步下降，其新车毛利率有快速回升（2015 年由于车市较差，由于价格战的爆发虽然库存销售比下降，新车毛利率还是有明显下滑）。

图 19：百强经销商在 2015 年后随库存降低新车毛利率逐步回升



资料来源：CADA，安信证券研究中心

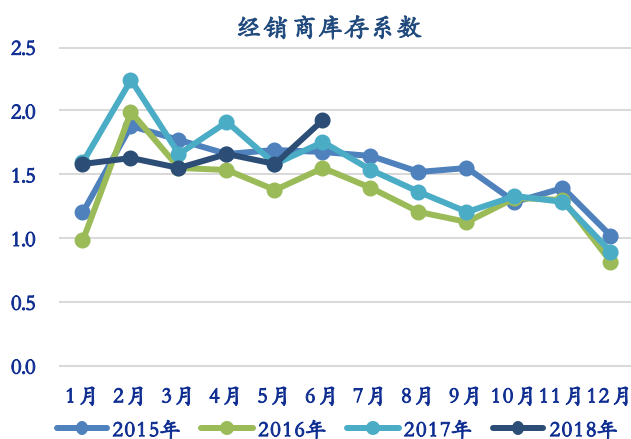
不切实际的目标带来经销商新车库存高企，伤痛后经销商开始学会集体向主机厂维权。

案例：2016 年初长安福特湖南经销商联名停止提车。（资料来源：搜狐汽车）

2016Q1 长安福特销量增速 23%，但由于厂家指定了过高的销量目标，长安福特湖南经销商库存压力过大，最终联名表示将停止提车以缓解库存压力。随后为了减轻经销商的经营压力，长安福特连续数月下调生产计划。月销量经历短暂下滑后，于 7 月份回归正轨，随后连续五月创下历史最佳单月销量业绩。

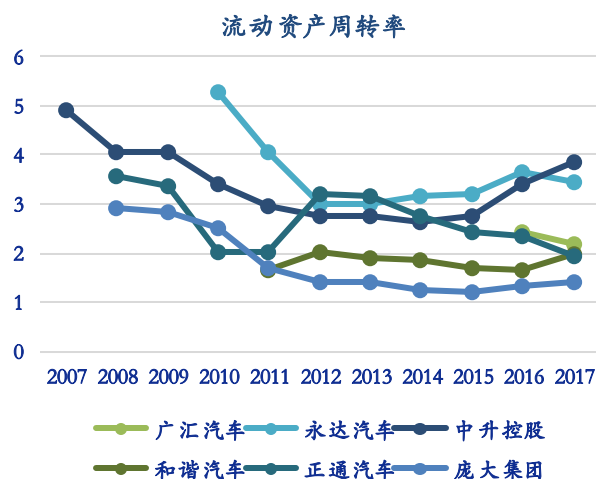
从库存系数及流动资产周转率情况看经销商话语权变强。库存系数的变化是代表终端需求与主机厂预期预期差的直观指标，可以用库存系数来代表主机厂对于经销商的压货情况。流动资产周转率则代表了主机厂占用经销商流动资金的情况。可以看到一方面 2018 年上半年整体车市虽一般，但经销商库存系数均维持在低位（6 月零售数据略低于预期导致库存系数上升），库存压力较小；另一方面龙头企业流动资产周转率自 2015 年后均在变高，主机厂对经销商的流动资金占用在变少。这两点可以侧面反应出经销商对主机厂的话语权在增强。

图 20：2018 年经销商行业库存系数除 6 月外较好



资料来源：CADA，安信证券研究中心

图 21：龙头企业流动资产周转率自 2015 年后在好转



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

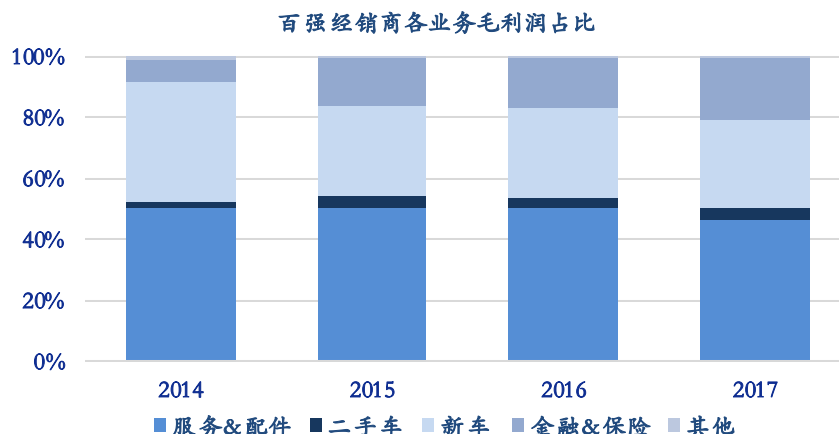


## 4. 售后业务：稳健增长+优质现金流=优质的核心利润贡献业务

### 4.1. 售后业务近些年增长体现为营收和毛利率的双升

乘用车售后服务业务定义广泛，毛利占比较为稳定。汽车售后包括了汽车售出后在其生命周期内的所有交易和服务，涉及汽车使用、维护、维修等，是定义非常广的一项业务，也是经销商集团的重要利润来源。根据经销商协会的年度百强经销商数据，近几年，随着汽车金融和二手车业务的快速增长，传统新车业务毛利占比快速下降，售后业务则保持相对的稳定，2017 年汽车服务&配件业务（即售后业务）毛利占比约为 46.2%。

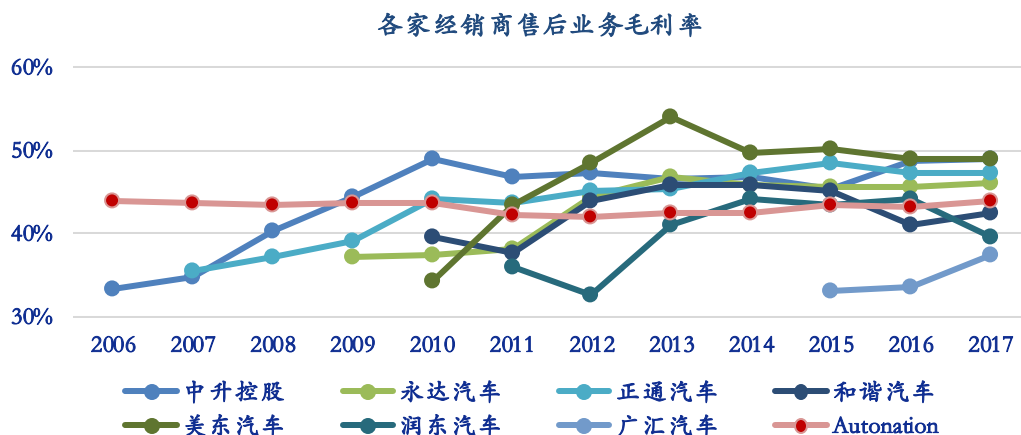
图 22：龙头经销商售后毛利率呈现稳中有升的趋势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

售后业务的毛利率相比新车更为稳定，龙头经销商均呈现稳中有升的趋势。美国成熟市场中的经销商行业龙头 Autonation 的毛利率常年保持稳定，2006 年和 2017 年均均为 43.9%，中国的经销商行业优质企业中升控股的售后业务毛利率从 2006 年的 33.4% 逐年稳步提升到 2017 年的 48.9%，永达则从 2009 年的 37.1% 提升到 2017 年的 46.1%。我们认为龙头经销商售后业务毛利率的逐步提升一方面是因为集团规模变大带来的规模优势，另一方面也是因为豪华车售后盈利空间更大，随着优质经销商豪华车销售占比提升，其售后毛利率也有较大的提升动能。

图 23：龙头经销商售后毛利率呈现稳中有升的趋势

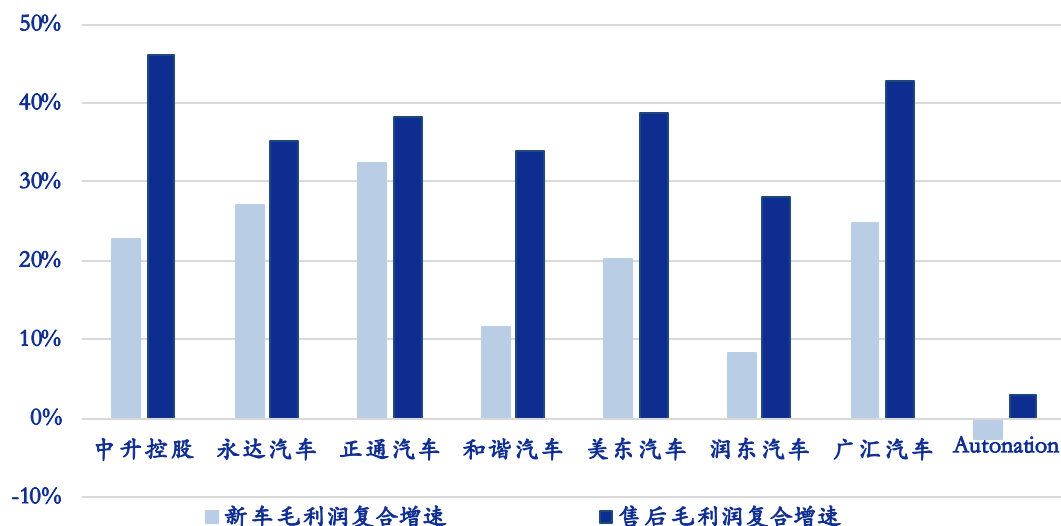


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 4.2. 售后业务增长驱动力及未来展望

龙头经销商售后毛利润复合增速远高于新车毛利润复合增速。我们将全球 8 家龙头经销商的披露年份的财务数据进行对比，可以看到，各家包括美国的 Autonation，近些年售后业务的毛利润复合增速均远高于新车毛利润复合增速，如中升控股，近 10 年售后业务毛利润复合增速为 46.1%，新车业务的毛利润复合增速为 22.9%。

图 24：龙头经销商售后毛利润复合增速远高于新车毛利润复合增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：（中升数据口径为：2006-2017，永达：2009-2017，正通：2007-2017，和谐：2010-2017，美东：2010-2017，润东：2011-2017，广汇：2015-2017，Autonation：2006-2017）

### 4.2.1. 驱动力一：保有量的稳定两位数增长

单店售后业务营收 = 单店过去积累的客户基盘 × 单次维修价格 × 每年到店维修频次

如果把售后业务营收的这个单店模型映射到行业，则单店的客户基盘对应的即为汽车保有量数据，在第一章我们已经分析过，汽车保有量近些年的增速极为稳定，均超过 10%，在目前新车销量增速回落的情况下，汽车保有量的增速已明显高于新车增速，考虑到未来新车销量将未来有望保持 3%-8% 的复合增长，预计未来汽车保有量也将保持稳定 2 位数增长，保有量的稳定增长将持续给予汽车售后市场规模以增长动力。

图 25：2017 年中国汽车保有量约 2.17 亿辆，过去 10 年保持 10% 以上增长

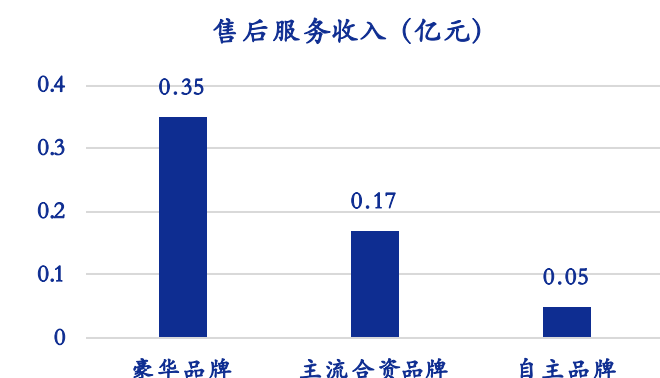


资料来源：公安部交通管理局，安信证券研究中心

#### 4.2.2. 驱动力二：产品升级带来的高端车，豪华车占比提升

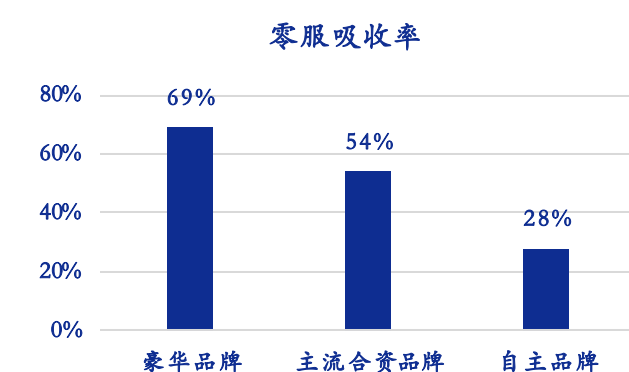
单店售后业务营收 = 单店过去积累的客户基盘 × 单次维修价格 × 每年到店维修频次  
豪华品牌门店的单店平均售后收入约是合资品牌的 2 倍，自主品牌的 7 倍。在前面 3.2 节中我们已经探讨过，近些年豪华车细分板块的销量增速明显高于行业增速，豪华车销量占比也在快速提升，在龙头经销商中这一现象更为显著。而根据流通协会的数据，只看售后收入，豪华品牌的单店平均收入收入约为 0.35 亿元，主流合资品牌为 0.17 亿元，自主品牌为 0.05 亿元，豪华品牌门店的平均售后收入是合资品牌的 2 倍，自主品牌的 7 倍。根据流通协会资料，豪华品牌的零服吸收率为 69%，也明显高于主流合资品牌的 54%，自主品牌的 28%。  
所以未来车市消费升级，豪华车占比提升也是龙头经销商售后业务快速增长的强劲动力。

图 26：豪华品牌单店售后收入明显高于合资和自主品牌



资料来源：CADA，安信证券研究中心

图 27：豪华品牌门店零服吸收率远高于自主和合资



资料来源：CADA，安信证券研究中心

#### 4.2.3. 驱动力三：存量车龄老龄化带来的维修频次上升

单店售后业务营收 = 单店过去积累的客户基盘 × 单次维修价格 × 每年到店维修频次  
5 年车龄是汽车维修的峰值车龄，我国存量汽车车龄正在趋近 5 年。根据我们调研结果，当车龄达到 5 年时，乘用车的售后维修需求将达到峰值。而由于我国新车销量增速逐步放缓，我国乘用车保有量车龄有明显的老龄化趋势，根据汽车流通协会资料，2016 年我国乘用车平均车龄已经达到 4.6 年，且还存在上升趋势，2018 年平均车龄有望突破 5 年。

图 28：2016 年我国乘用车平均车龄达到 4.6 年，仍保持上升趋势

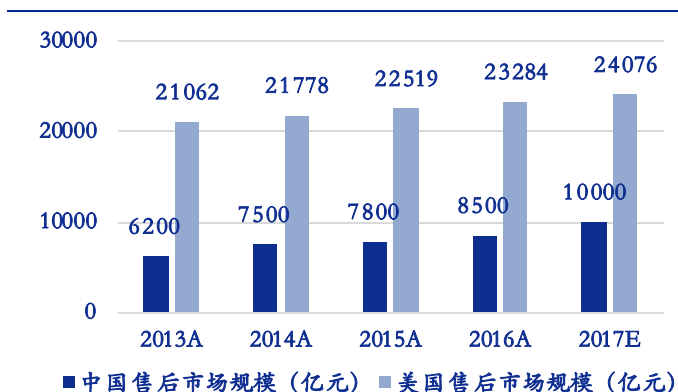


资料来源：CADA，安信证券研究中心

#### 4.3. 中国单车售后产值仅为美国的 50%，仍有提升空间

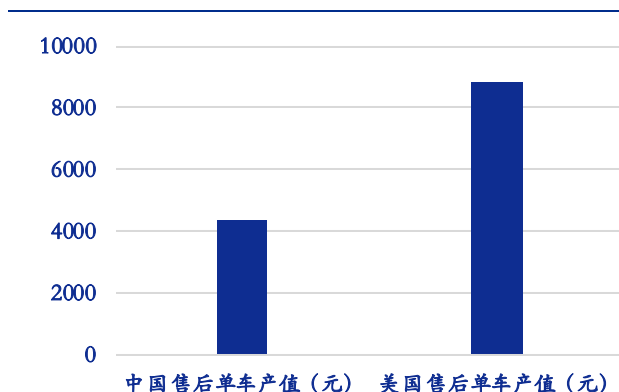
根据中国汽车流通协会报告，2016 年美国汽车售后市场规模为 3506.7 亿美元，中国为 8500 亿元人民币，美国是中国的 2.74 倍；并且由于车型结构、车龄等差异，中国的单车售后产值为 4381 元，美国为 8820 元，美国是中国的 2.01 倍。我们认为随着后续中国车型结构及车龄的改变，未来中国单车售后产值有望对标美国。

图 29：2016 年美国售后市场规模是中国的 2.74 倍



资料来源：CADA，安信证券研究中心

图 30：2016 年美国单车售后产值是中国的 2 倍



资料来源：CADA，安信证券研究中心

## 5. F&I：佣金随新车稳定增长，汽车金融未来仍有较大成长空间

中国不够发达的金融市场给了经销商参与汽车金融的机会，形式上有代理和自营两大类。经销商参与汽车金融的方式有两种，一种是与第三方金融机构合作然后作为代理收取佣金，另一种是自营，直接运营或控股汽车金融公司、小贷公司或者融资租赁公司，开设自营汽车信贷或融资租赁业务。美国大部分经销商选择收佣金模式，主要因为美国有较为发达齐全配套的金融市场。目前我国仅有部分商业银行开始重视汽车金融业务，使得国内汽车信贷产品少、门槛高、手续复杂，为经销商开展融资租赁留出了空间。

### 5.1. 汽车金融已进入了新的业态发展阶段

根据国家发改委宏观经济管理理事会秘书长唐朝先生在 2018 中国汽车金融峰会上的演讲，我们可以把汽车金融业务的发展分为 5 个阶段：

**阶段 1-萌芽阶段-1998-2000：**90 年代中期，汽车金融概念开始进入中国，央行 1998 年 9 月出台了《汽车消费贷款管理办法》，1999 年 4 月出台了《关于开展个人消费信贷的指导意见》，个贷正式起步；

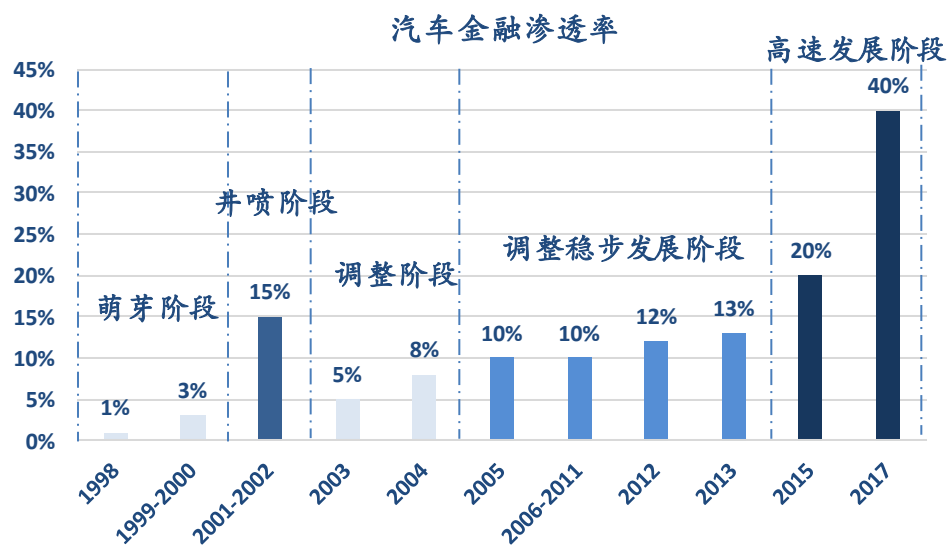
**阶段 2-井喷阶段-2001-2002：**四大国有银行主导汽车消费信贷市场，个体野蛮发展；

**阶段 3-调整阶段-2003-2004：**由于坏账大量增加，超过 40%，履约保险模式迅速瓦解，市场大幅萎缩停滞，个贷金融服务冬天带来；

**阶段 4-调整后稳步发展阶段-2005-2013：**随着《汽车贷款管理办法》、《汽车金融公司管理办法》等配套法规的出台，以及社会信誉度的提高，汽车金融市场进入稳步发展期，2007 年丰田开始盈利，2009 年全行业开始盈利，2010 年汽车金融高速发展。

**阶段 5-新业态发展-2015-2017：**贴息促销常态化，技术进步和资本进入，汽车金融高速发展。

图 31：汽车金融发展的 5 个阶段



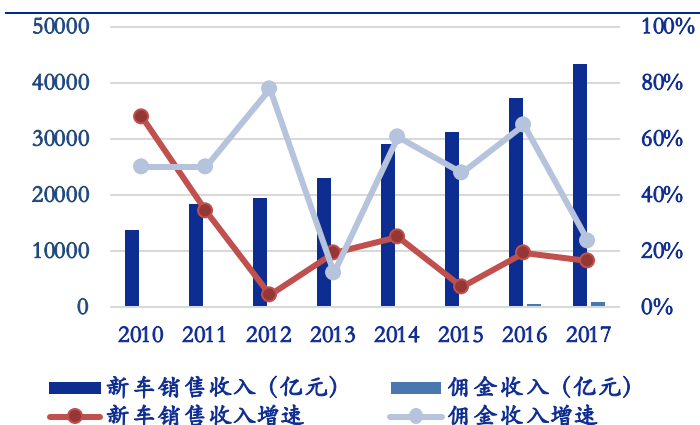
资料来源：公安部交通管理局，安信证券研究中心



## 5.2. 佣金业务增速逐步向新车业务增速趋近

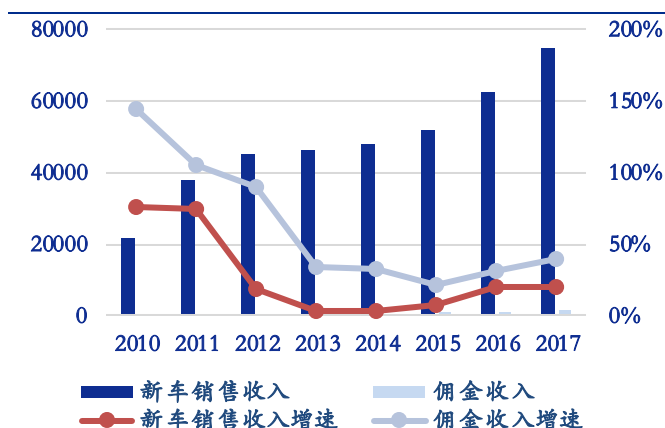
佣金业务随着新车首保和消费贷款的渗透率达到一定峰值时其增速将趋近于新车业务增速。我们选取了4家上市公司作为分析样本,可以看到,由于续保等二次业务的渗透率还不够高,近两年来随着新车首保及消费贷款的渗透率提升到一定的峰值,佣金业务的收入增速在向新车业务收入增速趋近,永达汽车和美东汽车的这一现象十分明显。

图 32: 永达汽车新车销售及佣金业务收入和增速



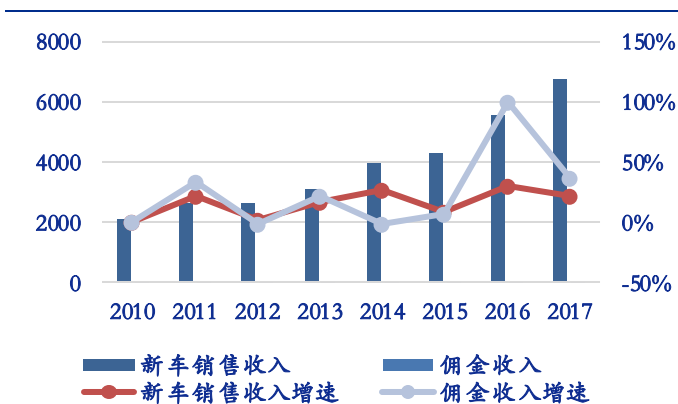
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 33: 中升控股新车销售及佣金业务收入和增速



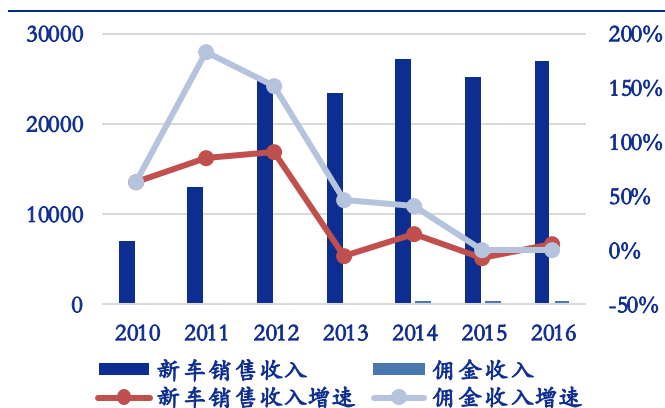
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 34: 美东汽车新车销售及佣金业务收入和增速



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 35: 正通汽车新车销售及佣金业务收入和增速



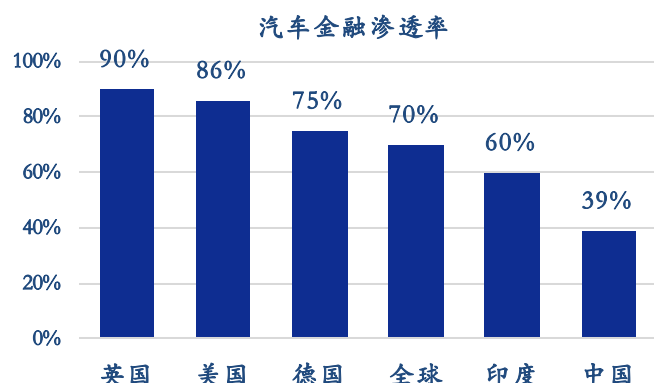
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 5.3. 中国汽车金融公司和融资租赁公司在汽车金融市场有很大的份额提升空间

中国的汽车金融渗透率相对仍较低, 2016 年为 39%。根据罗兰贝格的研究报告, 2016 年中国的汽车金融渗透率为 39%, 相比英国的 90%, 美国的 86%, 以及全球平均水平的 70% 仍较低, 未来将有较大的提升空间。

目前商业银行仍在我国汽车金融市场占主导地位。在中国最初传统汽车金融市场基本被商业银行占据, 后期汽车金融公司得以踊跃发展; 近年来随着我国汽车金融市场的开放以及个人征信体系的完善、金融科技的蓬勃发展, 融资租赁公司、互联网金融公司也纷纷参与到市场竞争中, 各类平台进入了群雄逐鹿的阶段。目前我国的汽车金融市场中商业银行大约占据了 67% 的市场份额 (包括银行贷款和信用卡), 为主要供给方目前以商业银行为主要供给方。

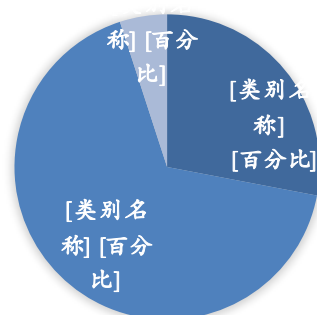
图 36：我国汽车金融渗透率仍偏低



资料来源：罗兰贝格，安信证券研究中心

图 37：中国汽车金融市场中银行仍是主导

汽车金融市场各方市占率



资料来源：罗兰贝格，安信证券研究中心

商业银行的优势在于资金成本，劣势在于流程复杂，且相对不够专业。商业银行目前我国汽车金融市场中占主导地位，其主要汽车金融产品包括批发市场库存融资、建店融资、并购贷款、及零售消费信贷。商业银行最大的优势是资金成本低。其劣势则是其贷款流程相对复杂，且缺乏专业地推团队，无法深入汽车金融整体产业链。

汽车金融公司除正通外均为主机厂背景，产业链地位和专业性优势明显。汽车金融公司的金融产品包括前期的库存融资、试驾车融资、以及后续销售环节、服务环节的汽车消费贷款等，相比传统商业银行，由于汽车金融公司的本身专业性，其金融产品更加灵活多样。

融资租赁是最为快捷灵活，但贷款成本相对高。融资租赁公司的产品形式多样，主要集中在最后的销售环节，类似汽车消费贷款。目前市场上有包括长短租、分时租赁等灵活的金融产品方案。融资租赁公司的产品设计、流程审批等方面相比商业银行更为灵活，但贷款成本更高。

未来随着汽车金融公司与经销商合作的深入以及经销商融资租赁业务模式的成熟，汽车金融公司和融资租赁公司未来的份额提升空间还很大。

图 38：汽车金融参与者特性对比

	银行贷款	汽车金融公司	互联网金融公司	融资租赁/售后回租
信贷审批/目标客群	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 优良信贷记录</li> <li>&gt; 当地居民</li> <li>&gt; 额外担保</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 普通信贷记录</li> <li>&gt; 收入稳定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 普通信贷记录</li> <li>&gt; 收入稳定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 普通信贷记录</li> <li>&gt; 收入稳定</li> </ul>
流程	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 流程处理耗时长</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 流程时间短</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 在线审批快</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 流程时间较短</li> </ul>
灵活性	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 平均3年期限</li> <li>&gt; 最低首付30%-50%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 最长5年期限</li> <li>&gt; 最低首付20%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 最长5年期限</li> <li>&gt; 最低首付15%-30%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 最低首付低至0%</li> <li>&gt; 综合服务包括售后服务等</li> </ul>
成本	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 低贷款利息</li> <li>&gt; 需付额外手续费</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 中等贷款利息</li> <li>&gt; 无需额外付费</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 中等贷款利息</li> <li>&gt; 无需额外付费</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 高贷款利息</li> <li>&gt; 无需额外付费</li> </ul>
便利性	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 需前往实体网点</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 经销商一站式服务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 线上申请，方便快捷</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 根据当地政策注册抵押贷款以及相关流程需耗时久</li> </ul>

资料来源：罗兰贝格，安信证券研究中心

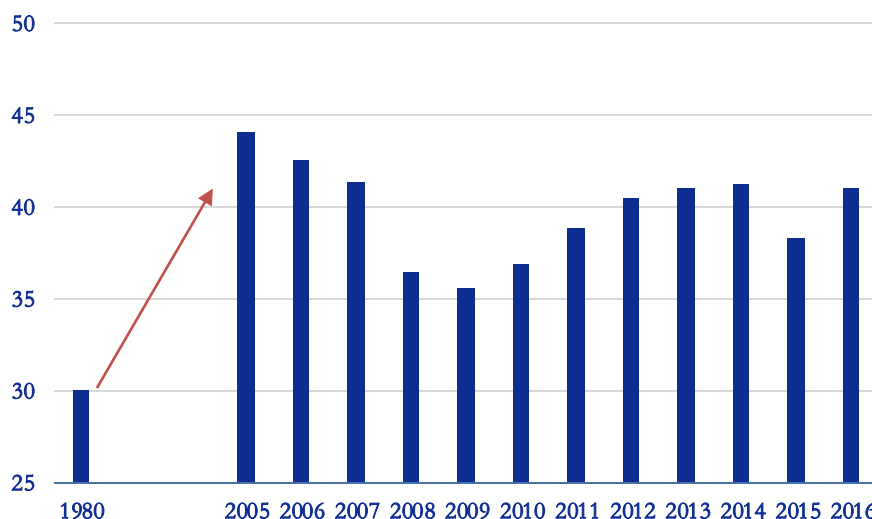
## 6. 二手车：政策的春天即将到来，二手车将带来全新的业务空间

### 6.1. 他山之石：美国二手车市场概况

#### 6.1.1. 美国二手车销量约新车销量 2-3 倍，在美国经销商毛利结构中占比超过 20%

美国的二手车市场出现在上世纪初期，经过近百年的发展，现已成为世界上最大的二手车市场。美国二手车市场的发展可以以 1980 年前后分为两段。根据 NADA 的数据，在 1980 年之前，尽管美国二手车交易量就已经达到 3 千万辆，是新车交易量的 2 倍，但二手车市场法律监管仍较为落后，二手车行业缺乏信任，以次充好、私自调表、隐瞒车况、篡改 VIN 码的情况层出不穷。1980 年以后，以马格努森-莫斯保修法为基础，《二手车保护法》、“柠檬法”陆续出台，美国二手车市场开始走向成熟。美国二手车市场交易量在近六年一直保持在 4 千万台左右的水平，是新车销量的 2~3 倍。2017 年美国共有经销商 16802 家，二手车交易总额达 3041 亿美元。

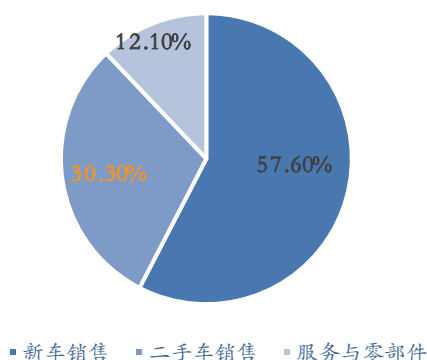
图 39：美国二手车销量（百万辆）



资料来源：NADA，安信证券研究中心

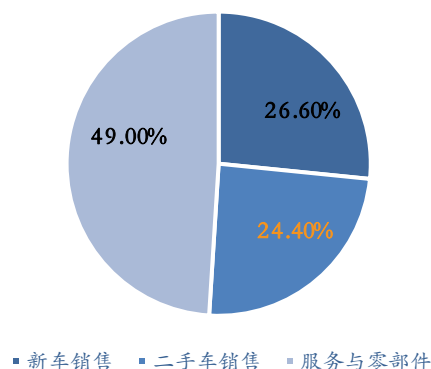
二手车销售在美国汽车经销商的收入（30.3%）及毛利（24.4%）中都占有比较重要的地位。2017 年美国共有 16802 家汽车经销商，总收入达 10026.22 亿美元，其中 30.3% 来自二手车销售及其带来的金融保险业务收入。

图 40：美国汽车经销商 2017 年收入结构



资料来源：NADA，安信证券研究中心

图 41：美国汽车经销商 2017 年毛利结构

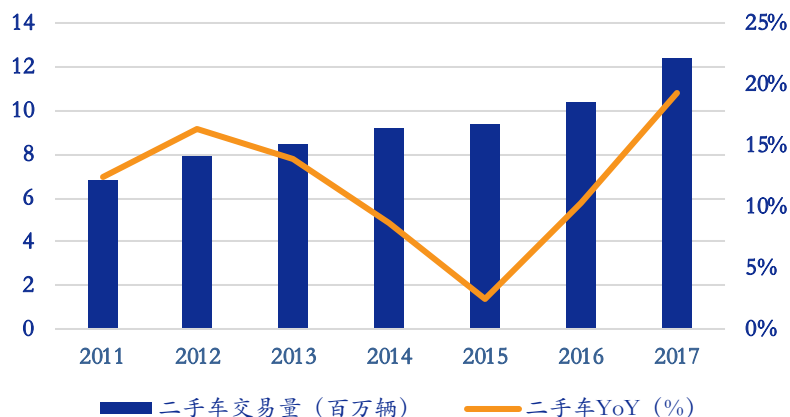


资料来源：NADA，安信证券研究中心

## 6.2. 我国二手车市场崭露头角，前路仍漫漫

我国二手车市场持续稳定、快速增长，2017 年全国二手车累计交易 1240.09 万辆，累计同比增长 19%，交易量连续七年增加，且增速在近三年不断加快。二手车交易额达 8092.72 亿元，同比增长 34%。

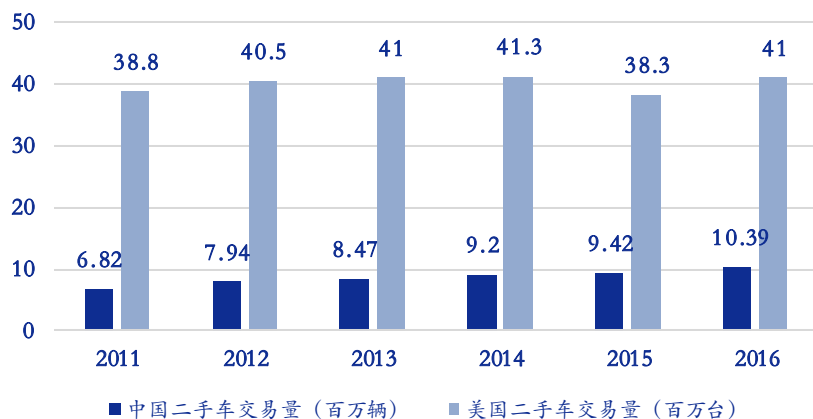
图 42：我国二手车交易量及增长率



资料来源：中国汽车流通协会，安信证券研究中心

然而，对比美国 2016 年全年超 4100 万辆的二手车销量，我国二手车仍有很长的路要走。虽然我国二手车市场近年来有了初步发展，但 1039 万的交易量仅为美国同期交易量的 1/4，发展空间巨大。

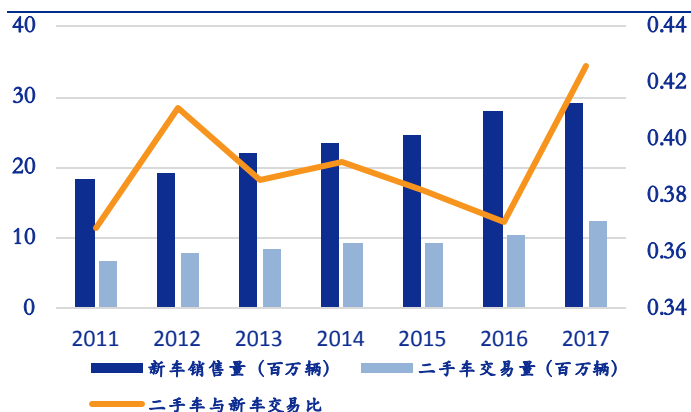
图 43：中美二手车交易量对比



资料来源：中国汽车流通协会，NADA，安信证券研究中心

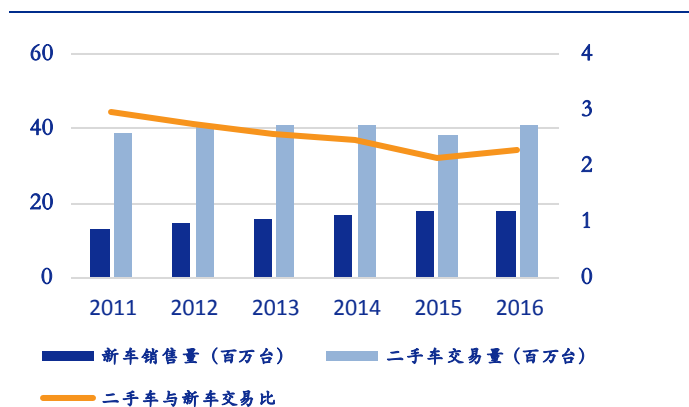
目前，美国新车与二手车年销量比基本稳定在 1:2 以上，而我国二手车销量增长率虽然在近年来出现了大幅增长，2016 年达到了 10.33%，2017 年 19.33%，远大于新车 3.89% 的增长率，但由于我国二手车交易起步晚，基数小，其销量仍不及新车销量的二分之一，与二手车新车交易比例分别为 1.3:1 的韩国、1.5:1 的日本、2.3:1 的德国相比也有较大差距。

图 44：中国新车二手车交易量对比



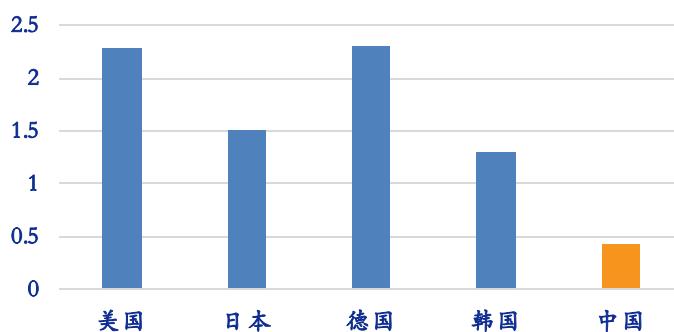
资料来源：中国汽车流通协会，NADA，安信证券研究中心

图 45：美国新车二手车交易量对比



资料来源：中国汽车流通协会，NADA，安信证券研究中心

图 46：2016 年中外二手车/新车交易量比重对比图



资料来源：中国汽车流通协会，安信证券研究中心

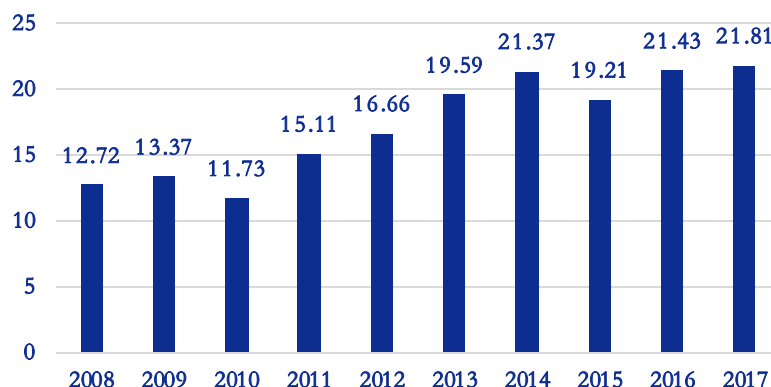
## 6.3. 政策松绑，二手车交易的春天即将降临

### 6.3.1. 限迁令废除，二手车流通渠道打开

2017 年上半年全国 13 个省 135 个城市取消了二手车限迁政策，下半年山东等二手车流通大省的加入，取消限迁的区域进一步扩大，地方政府支持力度有所改善，二手车跨地区流通的交易数据明显好于 2016 年同期。

2018 年 3 月 5 日，国务院总理政府工作报告明确提出“全面取消二手车限迁政策”，预示着政策贯彻落实的力度大大加强，这无疑将促进二手车消费市场潜力进一步释放。

图 47：转籍比例 (%)



资料来源：中国汽车流通协会，安信证券研究中心



限迁政策的逐步放宽对于二手车流通渠道的拓宽无疑是一剂良药。新政将推动 4S 店加大二手车业务的投入，盘活小型车商，促进 C2C 交易的发展。目前我国二手车交易的资源中心是 4S 店，2017 年二手车交易 1240 万辆的中大部分都来自于 4S 店置换车辆，C2C 交易较少。

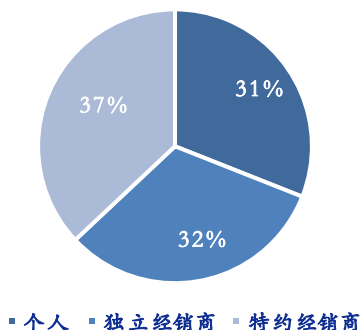
作为成熟二手车市场的代表，美国二手车市场三足鼎立，均分市场。经营者主要包括：特约经销商、独立经销商和个人（C2C）。特约经销商，例如 Autonation，由品牌授权，同时从事新车和二手车业务，二手车交易的品种不在新车销售限制车型内。二手车独立经销商分为单店和连锁两种。其中二手车连锁经销店，如 Carmax，是美国二手车交易的重要途径之一。

表 3：美国二手车经营者特点

	二手车价格	特点
特约经销商	高	① 以旧换新及以旧换旧服务的独特优势 ② 质量、服务保障程度高 ③ 诚信度与专业度
独立经销商	低	① 单店经销商服务因店而异 ② 连锁经营店面多，覆盖范围广，交易量大，有统一的服务标准，有特定的管理体系和物流服务支撑；一般会对收购的二手车辆做维修保养及翻新，并提供保修服务。
个人	不确定	① 车辆质量不能得到保证，车辆状态鱼目混珠，后续服务缺失 ② 价格便宜，手续简单

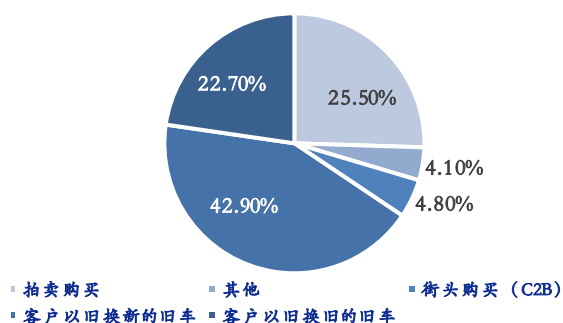
资料来源：NADA，安信证券研究中心

图 48：美国二手车市场经营者市场份额



资料来源：NADA，安信证券研究中心

图 49：美国特约经销商二手车来源渠道



资料来源：NADA，安信证券研究中心

### 6.3.2. 二手车价格评估与信息查询机构出现，产业链配套逐步齐全

二手车自身的属性决定了它不是规范化、标准化的产品，每台车车况均不相同，而消费者若要获得对称的信息是比较困难的，因此需要二手车历史信息提供商与二手车估值平台的辅助。在美国二手车市场中，前者以 Carfax 为代表，后者有 KBB、Clearbook 等。

#### 6.3.2.1. 二手车估值机构

目前，国内已经出现不参与交易的第三方估价平台，例如公平价、车 300 等。它们的商业模式均模仿了美国的 KBB。KBB 联合了美国绝大部分已经通过认证的二手车商、经销商，有大量的车辆交易信息作为数据库，并结合大数据分析处理等技术手段，建立了实时估值模型，为用户提供二手车参考价格。

目前我国估值平台的估值判断标准较少，以公平价为例，仅有车型、上牌时间、行驶里程、

所在城市和车况五个大类，其中车况的衡量非常笼统，仅用优秀、良好、一般三个选项进行衡量，缺少量化的标准，需要消费者拥有专业知识并对车辆进行实地检查。因此此类二手车估价平台若要获得消费者认可、成为类似的权威定价机构还需一定的完善。

表 4：KBB 与公平价估值条目对比

	Kelley Blue Book	公平价
车型	✓	✓
上牌时间	✓	✓
行驶里程	✓	✓
所在城市	✓	✓
车况（定性描述）	✓	✓
车辆配置详细选项	✓	
交易方式（现金/以旧换新/私人）	✓	
车辆总体评分	✓	
平均交易周期	✓	

资料来源：KBB，公平价，安信证券研究中心

图 50：公平价价格评估页面



6.3.1.2. 手  
资料来源：公平价，安信证券研究中心

### 车历史信息提供商

在我国二手车配套体系逐渐完善的今天，二手车维修保养记录查询平台作为重要的一环也在悄然兴起，例如查博士、车鉴定等，成为除 4S 店系统查询外另一途径，但目前依然存在着查询条目少、信息不完整、部分车辆数据不可用等问题。

表 5: Carfax 与车鉴定查询报告条目对比

	Carfax	车鉴定
重大事故提醒	✓	✓
过火/泡水记录	✓	✓
车辆所有权	✓	
预估价格	✓	
最大里程	✓	✓
保修年限	✓	
首次上牌日期	✓	✓
车辆所在地区	✓	✓
维修保养报告	✓	✓
历任车主	✓	

资料来源: carfax, 车鉴定, 安信证券研究中心

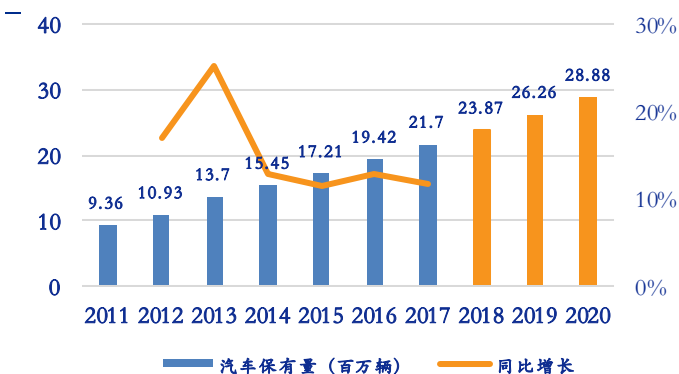
### 6.3.3. 增值税减负指日可待

以美国为首的成熟二手车市场税收大多采用以增值部分为计税基础, 差额征收, 而我国对于二手车经销企业, 二手车增值税目前仍以整车成交价的 2% 征收。也就是说, 二手车商以 9 万元收购一台车, 10 万元卖出, 就要交税两千元, 一万元的毛利除去税、场地费用、车辆管理费用和销售费用所剩无几。越是豪华汽车, 成交价越高, 应缴增值税就越高, 利润越低。增值税大大压缩了二手车流通各环节的利润空间, 税收政策亟待改革。中国汽车流通协会于 2014 年向国家税务总局办公厅提交了《调整二手车交易增值税征收方式的建议报告》, 相关政策仍在研究中。

### 6.4. 二手车前景展望

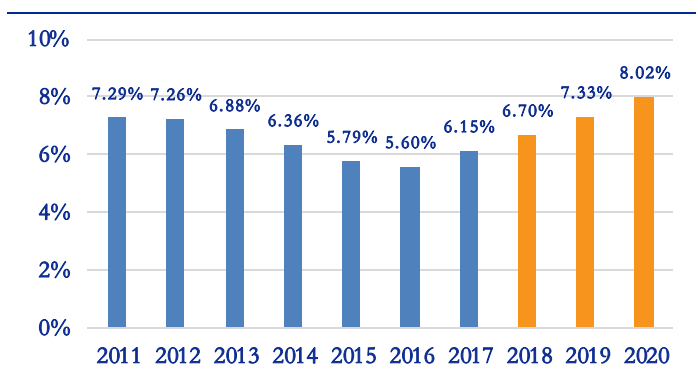
虽然中国目前二手车业务刚刚起步, 市场规模较小, 但增速快, 潜力巨大。中国现在已是全球最大的新车市场, 未来也会成为最大的二手车市场。截至 2017 年底, 我国汽车保有量约为 2.17 亿辆, 我们预测 2018 年增长率将超过 10%, 则 2018 年汽车保有量至少为 2.39 亿辆。按目前的增长水平及限迁等政策的进一步放宽, 根据中国汽车流通协会的预测, 2018 年保有量析出率预计将达到 6.7%, 按照这个比例计算, 2018 年我国二手车交易量将达到 1600 万辆, 2020 年将超过 2000 万辆。假设二手车成交均价为 6 万元, 则 2018 年我国二手车市场规模将达到 9600 亿元, 2020 年有望超过 1.2 万亿元。

图 51: 汽车保有量 (百万辆)



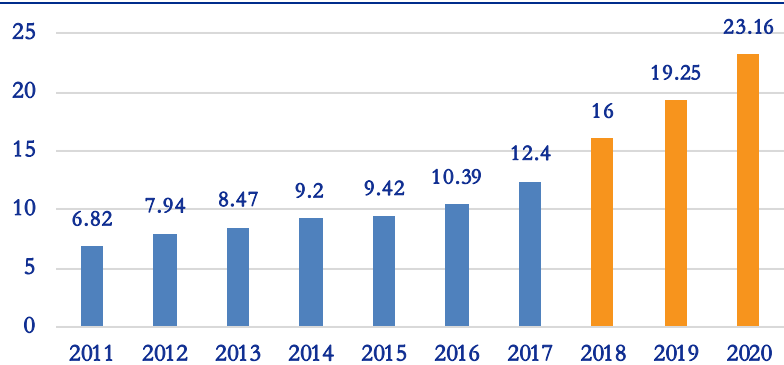
资料来源: NADA, 安信证券研究中心

图 52: 保有量析出率



资料来源: 中国公安部, 中国汽车流通协会, 安信证券研究中心

图 53：二手车交易量（百万辆）



资料来源：中国汽车流通协会，安信证券研究中心

## 7. 投资建议

我们判断乘用车行业仍处在景气度下行周期中，但龙头经销商的业绩成长性有望穿越周期，核心逻辑在于 2012-2015 年行业的低迷期中，经销商企业被充分地“教育”，龙头经销商不再追求规模而更重视盈利能力，且伴随龙头经销商市占率提升其也更有能力去争取合理的盈利能力。在如此背景下经销商集团周期性最强的新车业务盈利能力有望保持稳定，另外售后业务长期将提供稳定的利润增长和现金流，二手车业务则是未来的潜在爆发点，龙头经销商将兼具稳定增长和潜在爆发力属性。看好龙头经销商的长期成长性，首推**中升控股**，其次推荐**永达汽车**、**广汇汽车**。

### 重点推荐【中升控股】

- 1) 核心品牌奔驰、雷克萨斯、丰田均为经销商满意度排名前列的汽车品牌，对应经销商门店盈利能力较其他品牌有较大优势；
- 2) 奔驰车型强势周期仍在持续，进口关税下降对雷克萨斯是重大利好，未来雷克萨斯销量快速增长有望接替奔驰周期的向上动能；
- 3) 度过了早期的粗放发展时代，经销商比拼的是精细化的管理，中升是经销商百强综合排名第一，管理上较其他经销商集团仍有较明显的优势。

**风险提示：**奔驰周期或出现明显下滑；关税政策或出现变化；价格战或再次发生。

### 推荐【永达汽车】

- 1) 国内最大的宝马经销商，随着 X3 国产以及 X5 换代，宝马开启了向上的强周期，宝马强周期有望为公司新车业务带来增长动力；
- 2) 公司在汽车金融、二手车等新兴领域积极布局，未来有望受益于汽车金融和二手车业务的快速发展。
- 3) 目前在经销商版块里估值较低，2018 年估值仅 6 倍的宝马经销商。

**风险提示：**贸易战或对宝马进口车造成负面影响；融资环境或持续恶化。

### 推荐【广汇汽车】

- 1) 最具备收购能力的经销商集团，在行业周期底部持续收购豪华车门店改善自身品牌结构，尤其是收购宝信后宝马门店占比提升，未来有望受益于宝马强周期；
- 2) 全球规模最大的汽车经销商，具备一定的规模优势，广泛的网点布局在未来二手车业务崛起后将使得广汇享有明显的渠道优势；
- 3) 融资租赁规模相对较大，货币宽松政策将对其有一定正面影响

**风险提示：**中低端门店亏损或超预期；融资环境或持续恶化；小非减持预期或造成短期股价压力。



## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

陈怀逸声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034