

公司研究/深度研究

2020年09月15日

交运设备/汽车服务 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 3.74  
目标价格(元): 5.55

**林志轩** SAC No. S0570519060005  
研究员 SFC No. AVU633  
021-28972090  
zhixuan.lin@htsc.com

**刘千琳** SAC No. S0570518060004  
研究员 SFC No. BQB847  
021-28972076  
liuqianlin@htsc.com

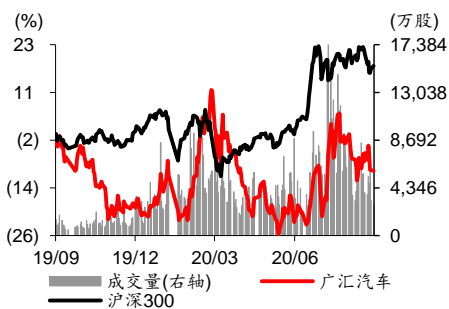
**王涛** SAC No. S0570519110001  
研究员 021-28972053  
wangtao011711@htsc.com

**邢重阳** SAC No. S0570520070003  
研究员 SFC No. BNN388  
021-38476205  
xingchongyang@htsc.com

相关研究

- 1《广汇汽车(600297 SH,买入): Q2 业绩超预期, 拐点逐渐显现》2020.08
- 2《广汇汽车(600297 SH,买入): 可转债发行过审, 逐季改善有望》2020.07
- 3《广汇汽车(600297 SH,买入): 疫情影响 Q1 亏损, 有望逐季改善》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	8,110
流通 A 股 (百万股)	8,110
52 周内股价区间 (元)	3.07-4.60
总市值 (百万元)	30,333
总资产 (百万元)	135,915
每股净资产 (元)	4.76

# 汽车后市场增长的主要受益者

## 广汇汽车(600297)

### 盈利有望逐季改善, 长期成长值得期待

广汇汽车是国内最大的汽车经销商集团, 主要覆盖中高档以及豪华品牌。在本文中, 我们分析和测算了中国汽车售后维修服务市场(简称“后市场”)的发展规模, 以及豪华车需求的增长潜力。此外, 通过回顾和分析国内第二大汽车经销商集团中升控股 2010 年上市以来的业绩和股价表现, 我们认为广汇汽车有望在 2020 年下半年开始进入业绩较快增长阶段。此外, 随着增长稳定且毛利较高的后市场业务占比提升, 公司业绩周期性有望减弱, 资产负债表改善也会推动估值提升。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.26/0.37/0.42 元, 维持“买入”评级。

### 汽车后市场有望维持稳定成长, 维修保养业务占比提升

美国新车销量在 2000 年见顶, 但是 2000-2019 年, 由于总汽车保有量提升、汽车总行驶里程数增加以及车龄增加, 美国维修后市场保持了平稳增长, 市场规模年复合增速 3.7%。我们认为中国的汽车后市场有望复制美国道路, 获得长期稳定成长。我们估计中国乘用车售后维修保养市场规模将从 2019 年的 6,770 亿元稳步增长至 2030 年的 1.696 万亿元, 年复合增长率 8.7%。我们认为, 随着时间推移, 高毛利的后市场业务占比逐步提升, 推动公司利润稳健增长。

### 消费升级, 公司豪华车占比提升

根据我们测算, 截至 2019 年, 中国的豪华车渗透率在 13.8% 左右, 我们预计到 2030 年, 中国豪华车销量渗透率达到 20.1%。2019 年, 广汇汽车豪华车店面占比 29%, 相对其他经销商豪华车占比较低。我们认为公司正在进行店面改造, 逐步将盈利性较差的品牌改造成盈利性较好的日系和豪华车品牌, 预计未来公司豪华车店面占比有望进一步提升。公司有望受益于行业消费升级, 豪华车渗透率提升, 盈利能力改善。

### 复盘中控控股: 后市场业务稳步增长推动盈利周期性减弱

我们复盘了中控控股 2010 年上市至今的业绩和股价表现, 认为中控在 2015 年迎来归母净利润拐点并取得卓越表现的原因是: 1) 2016-2017 年, 汽车需求改善, 公司新车销售毛利率提升; 2) 后市场业务贡献稳步提升, 抵消了新车销售毛利率的波动; 3) 售后业务占比提升, 公司盈利周期性减弱; 4) 现金流改善, 财务费用降低, 资产负债表修复。盈利增长、周期性减弱、资产负债表修复, 三重因素推动公司估值中枢从 10 倍 PE 提升至 20 倍左右 PE。

### 销量和归母净利润有望同比改善, 维持“买入”评级

我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 21/30/34 亿元, EPS 分别为 0.26/0.37/0.42 元, 同行业可比公司 21 年平均估值 15XPE, 给予公司 21 年 15XPE 估值, 上调目标价至 5.55 元 (前值 5.18 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 汽车销量不及预期, 疫情影响公司经营, 资产减值风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	166,173	170,456	164,269	176,105	183,662
+/-%	3.40	2.58	(3.63)	7.21	4.29
归属母公司净利润 (百万元)	3,257	2,601	2,100	2,994	3,387
+/-%	(16.14)	(20.16)	(19.25)	42.58	13.13
EPS (元, 最新摊薄)	0.40	0.32	0.26	0.37	0.42
PE (倍)	9.44	11.73	14.44	10.13	8.95

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

投资概要 .....	5
核心观点 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
盈利预测及投资建议 .....	5
汽车后市场稳定成长，为公司长期成长奠定基础 .....	6
汽车售后市场稳定成长，二手车业务空间广阔 .....	6
美国新车销量见顶，但维修后市场仍维持二十年平稳增长 .....	6
中国后市场有望复制美国道路，获得长期成长 .....	7
车龄结构逐步老化，维修保养支出增加 .....	8
中国汽车售后维修保养市场：规模稳健增长 .....	8
消费升级，中国豪华车强势增长 .....	9
豪华车市场历史回顾：2009-2019 年销量复合增速 22% .....	9
中升集团：股价下跌九成再涨二十倍的回顾与分析 .....	10
中升集团概览：稳健发展的大型汽车经销商集团 .....	10
中升集团：为什么 2015 年是个拐点？ .....	11
经销商网络持续扩大，豪华品牌占比逐步提升 .....	13
总销售收入增长较快，结构变化显著 .....	14
归母净利润：从周期波动到稳健增长 .....	16
债务与财务费用：行业下行周期中的固定费用 .....	18
后市场业务：盈利增长的主要驱动力 .....	19
单店财务数据：新车波动，售后稳定增长 .....	20
公司有望迎来拐点，后市场业务助力长期成长 .....	22
商誉减值和信用减值成为公司盈利下滑的主要原因 .....	25
收购宝信后债务增加，净利率下滑导致 ROE 下滑 .....	26
行业逐步复苏，公司业绩有望迎来拐点 .....	27
后市场业务持续稳定增长，利润周期性有望减弱 .....	28
店面改造，豪华车占比逐年提升 .....	29
对标美国二手车经销商，公司二手车业务发展空间广阔 .....	29
盈利预测与估值 .....	32
风险提示 .....	34
PE/PB - Bands .....	34

## 图表目录

图表 1: 美国汽车销量: 每年新车销量维持在 1,600-1,800 万辆左右 .....	6
图表 2: 美国汽车保有量: 增长较为稳定, 从 2000 年的 2.2 亿辆上升至 2019 年的 2.8 亿辆 .....	6
图表 3: 美国汽车后市场规模: 2019 年增长至约 3,000 亿美金 (2000-2019 年 CAGR=3.7%) .....	7
图表 4: 中国乘用车市场预测: 新车销量波动向上, 但汽车保有量稳定增长 (2016-2030 年) .....	7
图表 5: 中国乘用车市场: 保有量平均车龄逐步增长 .....	8
图表 6: 中国汽车售后维修保养市场: 总规模有望逐步增长至 2030 年的 1.696 万亿元 .....	8
图表 7: 豪华车销量增速跑赢乘用车市场整体销量增速 (2009-2019 年) .....	9
图表 8: 豪华车品牌在华销量有望持续增长 (2009-2030E) .....	9
图表 9: 中升集团: 股价历史表现 (2010 年 3 月-2020 年 8 月) .....	10
图表 10: 中升集团: 营业收入维持了较快增长 (2010-2019) .....	10
图表 11: 中升集团: 归母净利润波动较大, 2015 年之后增长较快 .....	10
图表 12: 中升集团: 动态 PE 变化趋势 .....	12
图表 13: 中升集团: 经销商门店数量稳定增长 .....	13
图表 14: 中升集团: 2019 年经销商门店数量拆分 (豪华和日系品牌为主) .....	13
图表 15: 中升集团: 新车销售收入按品牌细分 (2018 年) .....	14
图表 16: 中升集团: 新车销售收入按品牌细分 (2019 年) .....	14
图表 17: 中升集团: 新车销量增长较快 (2010-2019 总销量复合增速 18%) .....	14
图表 18: 中升集团: 豪华车销量占比 2019 年提升至 50% .....	15
图表 19: 中升集团: 豪华车销售额占比 2019 年提升至 70% .....	15
图表 20: 中升集团: 收入结构中, 售后服务占比逐步提升 .....	15
图表 21: 中升集团: 归母净利润 2016 年开始稳健增长 .....	16
图表 22: 中升集团: 售后服务毛利增长较多 .....	17
图表 23: 中升集团: 新车销售毛利波动明显 .....	17
图表 24: 中升集团: 售后服务毛利稳定增长 .....	17
图表 25: 中升集团: 新车销售毛利率总体下降 .....	17
图表 26: 中升集团: 售后服务毛利率总体稳定 .....	17
图表 27: 中升集团: 净有息负债/股东权益比例 .....	18
图表 28: 中升集团: 有息负债在 2010-2014 年间快速增长 .....	18
图表 29: 中升集团: 财务费用与财务费用率 .....	19
图表 30: 中升集团: 售后服务毛利和金融保险佣金收入稳定增长 .....	19
图表 31: 中升集团: 利润结构拆分分析 (2019 年) .....	20
图表 32: 中升集团: 单店平均新车销量 .....	20
图表 33: 中升集团: 单店平均新车销售收入 .....	20
图表 34: 中升集团: 单店平均售后服务收入 .....	21
图表 35: 中升集团: 单店平均金融保险佣金收入 .....	21
图表 36: 2019 年分车系销量占比 .....	22

图表 37: 2019 年各品牌销量占比 .....	22
图表 38: 广汇汽车新车销量情况 .....	22
图表 39: 广汇汽车营业收入: 行业下行导致公司收入增速放缓 .....	23
图表 40: 广汇汽车归母净利润: 行业下行, 毛利率下滑、减值损失增加导致归母净利润下滑 .....	23
图表 41: 广汇汽车网点数量逐年增加, 但 2018-2019 年增速明显放缓 .....	23
图表 42: 2019 年公司单店销量增速 .....	24
图表 43: 广汇汽车单店售后收入保持正增长 .....	24
图表 44: 广汇汽车毛利率情况 .....	24
图表 45: 2015-2019 年广汇汽车新车销售毛利率下滑 .....	24
图表 46: 广汇汽车有 35% 的商誉来自广汇宝信 .....	25
图表 47: 行业下行, 广汇汽车商誉减值增加 .....	25
图表 48: 2019 年信用减值损失增加较多 .....	25
图表 49: 广汇汽车 ROE 情况 .....	26
图表 50: 广汇汽车净利率情况 .....	26
图表 51: 广汇汽车有息负债和现金及存款: 16 年开始有息负债一直高于货币资金及银行存款 .....	26
图表 52: 广汇汽车财务费用率: 利率提升导致公司财务费用率逐年提升 .....	27
图表 53: 广汇汽车有息负债占权益比例: 处于较低水平 .....	27
图表 54: 国内乘用车批发销量: 2021 年增速有望转正 .....	28
图表 55: 国内乘用车月度销量: 下半年有望复苏 .....	28
图表 56: 广汇汽车主营业务构成 .....	28
图表 57: 广汇汽车毛利润构成 .....	28
图表 58: 广汇汽车售后业务及增速 .....	29
图表 59: 广汇汽车豪华车门店占比: 逐年提升 .....	29
图表 60: 广汇汽车 2019 年豪华车门店占比: BBA 是最主要的品牌 .....	29
图表 61: 美国授权汽车经销商收入与利润分布 (2018 年): 售后业务贡献 12% 的收入, 但毛利贡献高达 50% .....	30
图表 62: 美国授权汽车经销商各业务毛利率 (2018 年): 售后业务最高, 其次是二手车, 新车毛利率最低 .....	30
图表 63: 广汇汽车二手车交易台数: 逐年增长 .....	31
图表 64: 广汇汽车各业务营收及毛利率情况 .....	33
图表 65: 广汇汽车费用率情况 .....	33
图表 66: 可比公司估值 (截至 20200914) .....	34
图表 67: 提及公司一览表 .....	34
图表 68: 广汇汽车历史 PE-Bands .....	34
图表 69: 广汇汽车历史 PB-Bands .....	34



## 投资概要

### 核心观点

- 1、在新车销量见顶后，汽车后市场仍能维持稳定成长，汽车经销商维修保养业务占比逐渐提升。**美国新车销量在 2000 年见顶，但是 2000-2019 年，美国总汽车保有量维持了稳定向上的趋势。由于总汽车保有量提升、汽车总行驶里程数增加以及车龄增加，美国维修后市场规模保持了平稳增长，年复合增速 3.7%。我们认为中国的汽车后市场有望复制美国道路，获得长期稳定成长。我们估计中国乘用车售后维修保养市场将从 2019 年的 6,770 亿元稳步增长至 2030 年的 1.696 万亿元，年复合增长率 8.7%。
- 2、消费升级，中国豪华车强势增长。**中国的豪华车销量在 2009-2019 年增长了 600%，年复合增速达到 22%，而同期乘用车行业年复合增速为 8%。我们认为中国的豪华车市场有望继续稳步增长。截至 2019 年，中国的豪华车渗透率在 13.8% 左右，略超全球平均水平。但相比部分海外发达国家而言，如英国豪华车渗透率 23%，德国豪华车渗透率 20%，我们认为未来随着居民收入水平的提高，中国豪华车渗透率还有进一步提升的空间。我们预计到 2030 年，中国豪华车销量渗透率达到 20.1%。
- 3、复盘中控控股 10 年发展历程。**2010-2015 年，由于行业竞争加剧，新车销售毛利率大幅下滑，公司利润和股价从 2011 年的高位下滑到 2015 年的低点。2016 年开始，公司归母净利润开始了上升趋势，股价也出现了显著的反弹，股价涨幅从 2015 年 9 月的最低位置 2.65 港币上涨到 2020 年 8 月的高点 50 港币以上。我们认为中控在 2015 年迎来拐点并取得卓越表现的原因是：1) 2016-2017 年，汽车需求改善，公司新车销售毛利率提升；2) 后市场业务贡献稳步提升，抵消了新车销售毛利率的波动；3) 售后业务占比提升，公司盈利周期性减弱；4) 现金流改善，财务费用降低，资产负债表修复。盈利增长、周期性减弱、资产负债表修复，三重因素推动公司估值中枢从 10 倍 PE 提升至 20 倍左右 PE。
- 4、广汇汽车有望复制中控发展道路，业绩有望迎来拐点，稳步向上。**我们认为乘用车行业在经历了三年下滑后，有望迎来复苏。公司新车销量同比增速有望转正，新车销售毛利率有望提升，业绩弹性大。维修保养业务有望为公司带来稳定增长，利润周期性有望减弱，稳定经营产生的现金流有望修复资产负债表。公司正在积极进行店面改造，逐步将盈利性较差的品牌改造成盈利性较好的日系和豪华车品牌，公司有望受益于行业消费升级，豪华车渗透率提升，盈利能力改善。对标美国二手车经销商，公司二手车自营模式毛利率 4%，远期来看有望复制美国发展道路，通过整备出售使二手车毛利率达到 8%。

### 区别于市场的观点

- 1、市场认为公司豪华车店面占比不高：**2019 年，广汇汽车豪华车店面占比 29%，相对其他经销商豪华车占比较低。我们认为公司正在进行店面改造，逐步将盈利性较差的品牌改造成盈利性较好的日系和豪华车品牌，我们预计未来公司豪华车店面占比有望进一步提升。公司有望受益于行业消费升级，豪华车渗透率提升，盈利能力改善。
- 2、市场认为公司资产负债率高和商誉占比高：**从 2016 年开始，公司有息负债处于较高水平，远高于公司现金及银行存款，资产负债表质量开始下降。同时利率提升导致公司财务费用率提升，进一步降低了公司的净利率。我们认为随着行业复苏，公司经营业绩改善，售后业务占比逐渐提升，公司现金流有望改善，资产负债表有望得到修复。经营情况改善，公司集体商誉减值风险减小。

### 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2020-2022 年有望实现收入 1643、1761、1837 亿元，同比-3.6%、+7.2%、+4.3%，归母净利润 21、30、34 亿元，同比-19%、+43%、+13%，对应 EPS 为 0.26、0.37、0.42 元，可比公司 2021 年 15 倍 PE 估值，给予公司 2021 年 15 倍 PE 估值，上调目标价 5.55 元（前值 5.18 元），维持“买入”评级。

## 汽车后市场稳定成长，为公司长期成长奠定基础

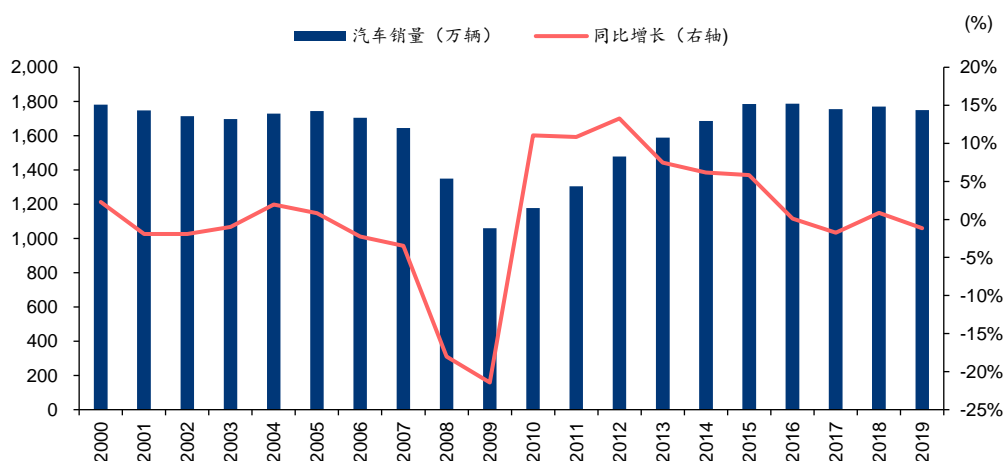
### 汽车售后市场稳定成长，二手车业务空间广阔

### 美国新车销量见顶，但维修后市场仍维持二十年平稳增长

美国市场新车销量基本见顶，年销量稳定在 1,700-1,800 万辆波动。2008 年爆发的经济危机造成汽车需求在 2008-2009 年大幅下滑，随后几年随着经济的复苏，年销量逐步恢复到 2019 年的 1,750 万辆的水平。

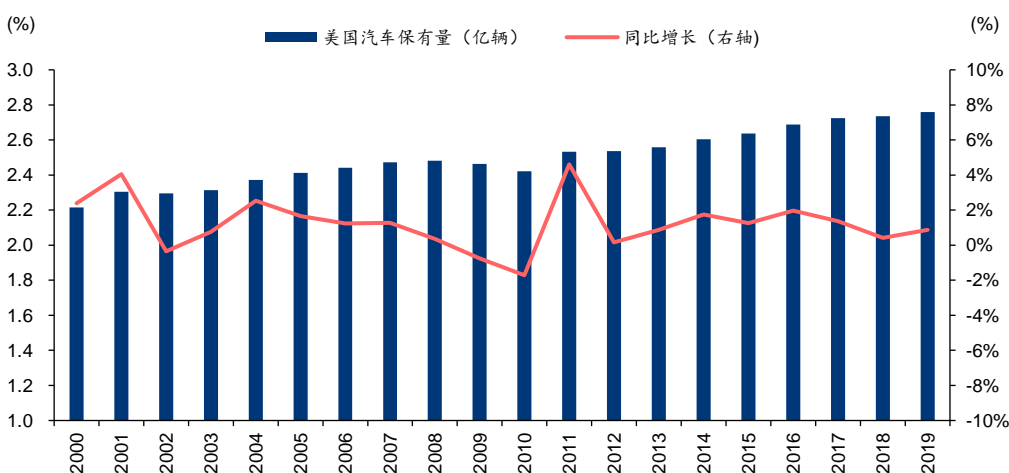
尽管新车年销量维持稳定，但美国的总汽车保有量保持了稳步向上的趋势。总保有量从 2000 年的 2.2 亿辆，上升至 2019 年 2.8 亿辆。汽车保有量上升的主要驱动因素是每年报废退出市场的汽车数量小于当年的新车销量。

图表1： 美国汽车销量：每年新车销量维持在 1,600-1,800 万辆左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 美国汽车保有量：增长较为稳定，从 2000 年的 2.2 亿辆上升至 2019 年的 2.8 亿辆

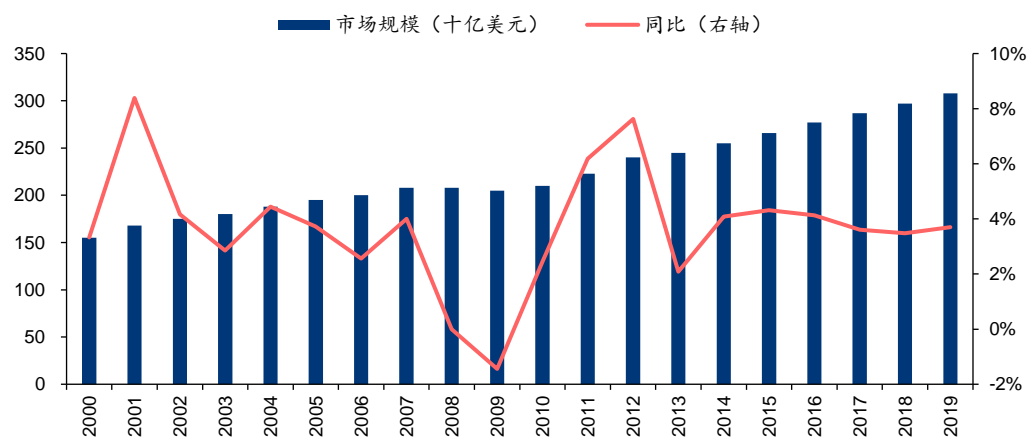


资料来源：CEIC，华泰证券研究所

根据美国汽车售后配件供应商协会(Automotive Aftermarket Suppliers Association, AASA)的统计，美国汽车售后维修服务市场总规模保持了稳定的增长。从 2000 年的 1,550 亿美元上升至 2019 年的 3,080 亿美元，年复合增速 3.7%。

除了增长趋势明显之外，美国汽车售后市场另外一个显著特点是波动幅度小。在全球金融危机爆发的 2008-2009 年，美国新车销量分别下滑 18/21%，但同期后市场总量 2008 年持平，2009 年仅下滑 1.4%。主要是因为新车是典型的可选消费品，在经济下滑的情况下，消费者可以推迟新车购买，继续使用原有的旧车，或者购买价格更加便宜的二手车。而消费者依然会继续驾驶现有的汽车，经济危机可能会导致行驶里程稍微下降，但受到的影响没有新车那么大。汽车作为美国消费者的必需品，消费者一般不会显著推迟或者取消常规的汽车维修保养以及零部件更换等。因此，汽车后市场稳定性更强。

图表3： 美国汽车后市场规模：2019 年增长至约 3,000 亿美元（2000-2019 年 CAGR=3.7%）



资料来源：AASA，华泰证券研究所

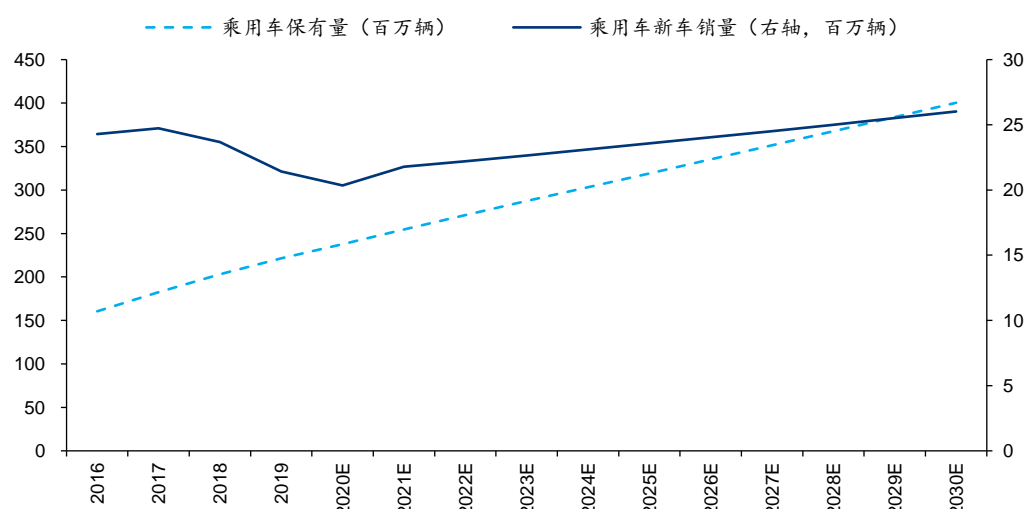
我们认为，美国汽车后市场稳定增长的三个主要驱动因素包括：

- 1) 汽车保有量的增长：2000-2019 年复合增长 1.2%
- 2) 汽车总行驶里程的增加：2000-2019 年复合增长 0.9%
- 3) 平均车龄的增加导致每年维修保养支出增长：平均车龄从 2000 年的 9.8 年，上升至 2019 年的约 11.8 年。

### 中国后市场有望复制美国道路，获得长期成长

汽车保有量的增长更为稳定。截至 2019 年底，我国乘用车保有量为 2.2 亿辆。我们预计由于每年新车销量在 2,000 万辆以上，同时总体车龄较为年轻导致报废汽车数量较低，总保有量将逐步增长。我们估算乘用车保有量将逐步增长至 2030 年的 4.0 亿辆，年复合增长率为 5.5%。

图表4： 中国乘用车市场预测：新车销量波动向上，但汽车保有量稳定增长（2016-2030 年）

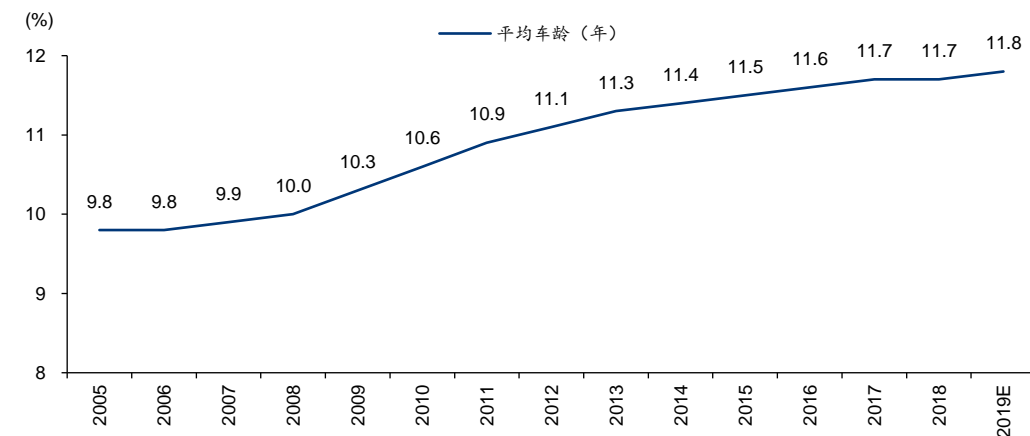


资料来源：Wind，中汽协，华泰证券研究所

### 车龄结构逐步老化，维修保养支出增加

车龄的逐步提高，是汽车售后维修保养市场增长的另外一个主要驱动力。根据我们的测算，2019 年中国全部保有乘用车的平均车龄为 6.2 年，总体较为年轻。随着时间的推移，基于我们 2020-2030 年新车销量的预测，预计平均车龄会逐步增长至 2030 年的 8.7 年。

图表5：中国乘用车市场：保有量平均车龄逐步增长



资料来源：Wind，中汽协，华泰证券研究所

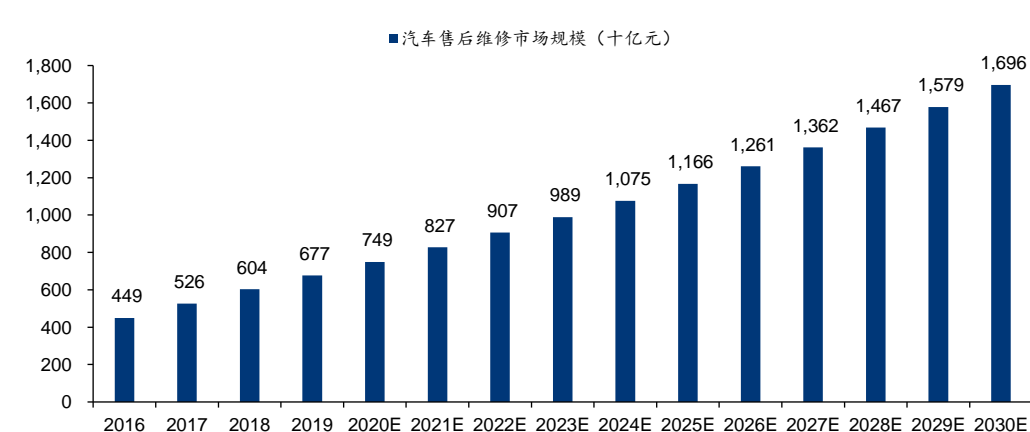
### 中国汽车售后维修保养市场：规模稳健增长

与美国市场类似，中国汽车售后维修保养市场增长的驱动因素为保有量增长和车龄老化带来的维修保养支出增加。我们用以下基本假设测算市场规模的增长：

- 1) 乘用车新车销量将从 2019 年的 2,140 万辆增长至 2030 年的 2,600 万辆，年复合增长率为 1.8%；
- 2) 乘用车保有量从 2019 年底的 2.2 亿辆，逐步增长至 2030 年的 4.0 亿辆，年复合增长率为 5.5%；
- 3) 每辆车平均每年维修或保养 2 次，单次价格 1,500 元（基于港股上市公司中升集团、永达汽车、正通汽车等公司披露的数据）；
- 4) 平均每次维修保养单价从 2019 年的 1,500 元每年提高 3%，逐步提升至 2030 年的 1,696 元，主要驱动因素为车龄的老化和劳动力价格的增长。

基于以上假设，我们估计中国乘用车售后维修保养市场将从 2019 年的 6,770 亿元稳步增长至 2030 年的 1.696 万亿元，年复合增长率 8.7%。

图表6：中国汽车售后维修保养市场：总规模有望逐步增长至 2030 年的 1.696 万亿元



资料来源：Wind，中汽协，华泰证券研究所

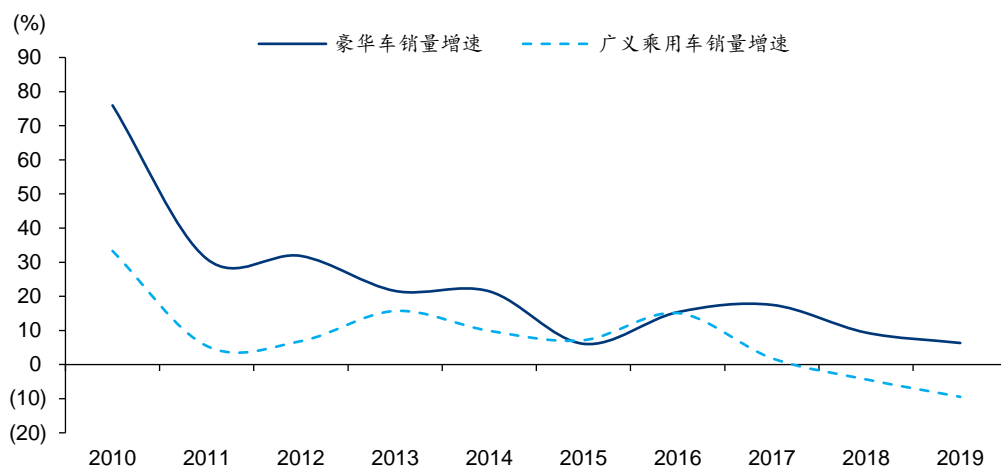


## 消费升级，中国豪华车强势增长

### 豪华车市场历史回顾：2009-2019 年销量复合增速 22%

过去的 10 年中，伴随着中国经济的快速增长和汽车市场整体的蓬勃发展，豪华车销售也实现了快速增长，豪华车销量在 2009 至 2019 年增长了 600%，年复合增速达到 22%，同期中国乘用车市场整体年复合增速为 8%。豪华车需求高增长且持续跑赢乘用车行业整体的原因包括以下方面：1、豪华车产品线下移；2、成本下降与价格下探；3、销售网络扩张；4、汽车金融的支持；5、大城市的限购政策。

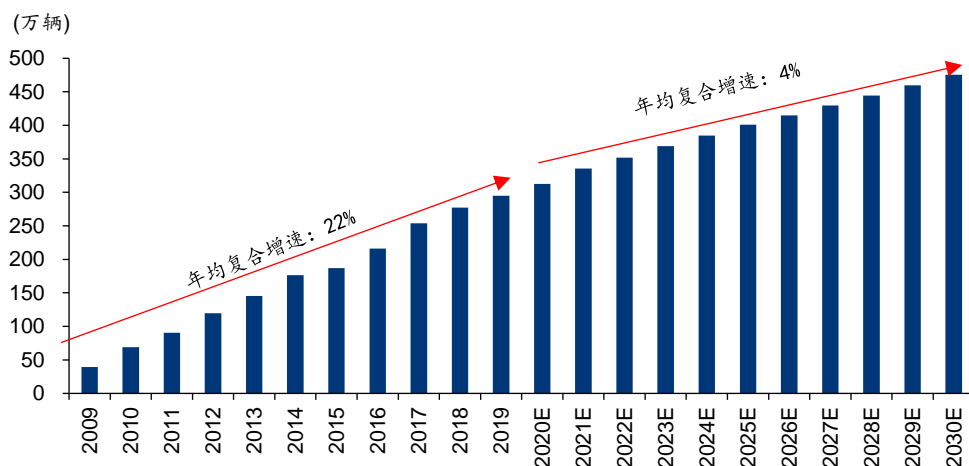
图表7：豪华车销量增速跑赢乘用车市场整体销量增速（2009-2019 年）



资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

尽管过去十年来豪华车在中国快速发展，但行业仍然没有达到饱和。根据中汽协数据，截至 2019 年，中国豪华车销量渗透率在 13.8% 左右，略超全球平均水平（11%）。但相比部分海外发达国家而言，如英国豪华车渗透率 23%，德国豪华车渗透率 20%，未来随着居民收入水平的提高，中国豪华车渗透率还有进一步提升的空间。我们预计到 2030 年，中国豪华车销量渗透率达到 20.1%。尽管此比例显著高于全球平均水平，我们认为是可以实现的，根据交强险数据测算，目前在中国的发达地区和城市，比如浙江、江苏、北京和上海，豪华车的渗透率已经超过 20%。

图表8：豪华车品牌在华销量有望持续增长（2009-2030E）



资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，华泰证券研究所

## 中升集团：股价下跌九成再涨二十倍的回顾与分析

### 中升集团概览：稳健发展的大型汽车经销商集团

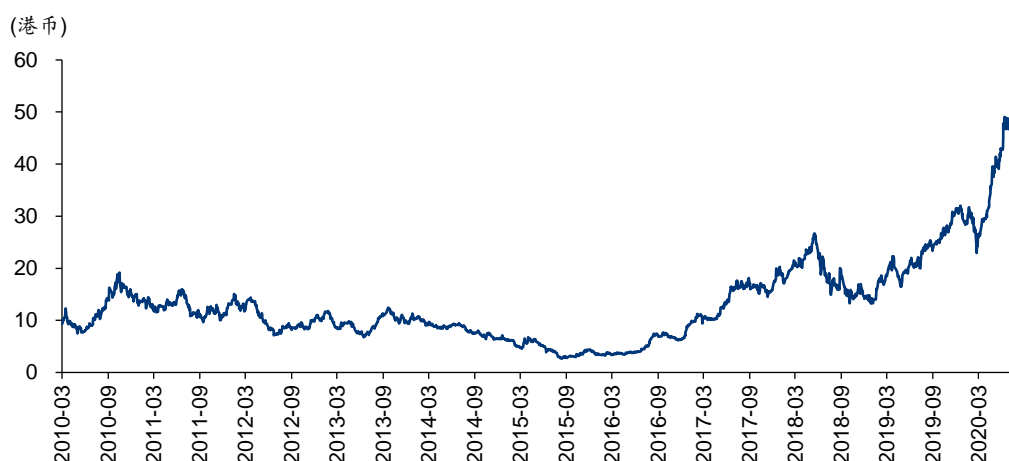
按照新车销量，中升控股集团（以下简称“中升集团”）是国内第二大汽车经销商集团，主营豪华品牌（奔驰、雷克萨斯、宝马等）以及日系品牌（丰田、本田、日产等）。根据公司年报，截至 2019 年末，公司经销店数量达到 360 家，覆盖全国 24 个省份及地区，近 90 个城市。

公司 1998 年开始经营汽车经销商业务，并于 2010 年在香港联合交易所主板上市。股价在 2010 年底达到阶段性高点（2010 年 11 月 10 日收盘价 19.18 港币）之后，连续五年趋势性下滑，并于 2015 年 9 月触及历史低点（2015 年 9 月 4 日收盘价 2.65 港币），跌幅达到 86%。

从 2015 年第四季度开始，随着宏观经济以及汽车需求的好转，以及中升集团业务结构的变化，公司盈利能力显示出明显的改善趋势，股价实现了较大的涨幅，并于 2020 年 8 月 11 日创下 52.80 港币的历史高点，是股价历史低点的将近 20 倍。总体而言，公司在过去 5 年给股东创造了较高的投资回报，且期间股价总体回撤不明显。

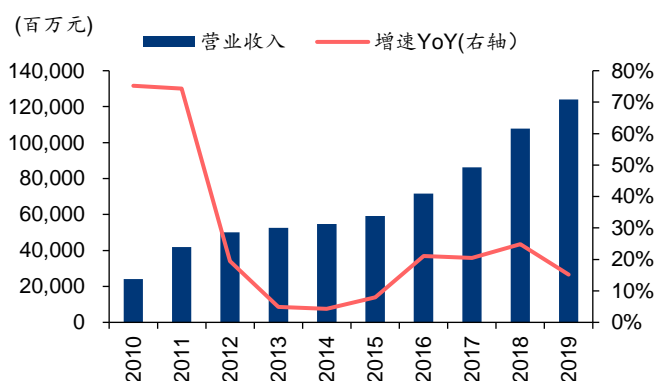
中升集团规模大（国内第二大经销商集团），品牌组合较为分散，上市时间长且有连续、完整的历史财务数据。同时，中升在过去十年经历了汽车经销商行业完整的下行和上行周期，对于我们研究国内汽车经销商行业的发展有着较强的借鉴意义。

图表9： 中升集团：股价历史表现（2010 年 3 月-2020 年 8 月）



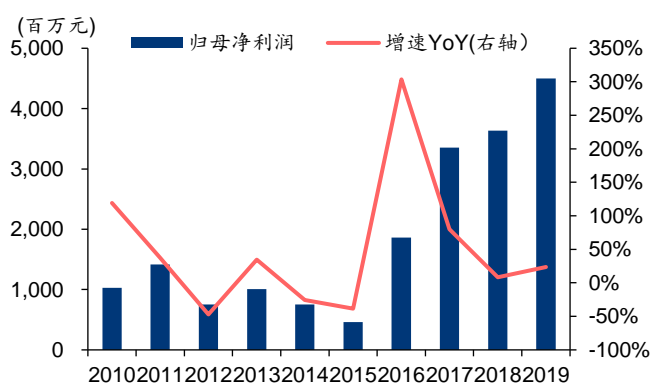
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 中升集团：营业收入维持了较快增长（2010-2019）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 中升集团：归母净利润波动较大，2015 年之后增长较快



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 中升集团：为什么 2015 年是个拐点？

2010-2019 的十年时间中，中升集团经销商网络持续扩大，新车销量和销售收入稳定增长，然而归母净利润和股价中间出现了较大的波动，二者从 2011 年的高位下滑到 2015 年的低点。2016 年开始，公司归母净利润开始了上升趋势，股价也出现了显著的反弹，股价涨幅从 2015 年 9 月的最低位置 2.65 港币上涨到 2020 年 8 月的高点 50 港币以上。我们从以下几个问题回顾和分析汽车经销商行业和中升集团的发展变化历程。

### 为什么中升集团的盈利从 2011 年开始趋势性的下滑？

2015 年之前，中升集团的主要收入和利润的来源是新车销售。2011 年，中升集团新车销售收入占公司销售总收入的 91%。由于汽车需求增长较快，新车市场竞争激烈程度较低，部分车型供不应求，中升的新车销售毛利率高达 10.3%，新车销售的毛利贡献为 55%。

2011 年开始，四万亿的刺激政策逐步退出，宏观经济放缓，汽车需求增速下降。由于此前几年汽车需求的高速增长，汽车制造商和汽车经销商过于乐观的估计了市场需求的前景，导致扩张加速，市场竞争加剧。以中升集团为例，2010 年上市之后，2011 年通过新建和并购增加了 42 家新店至 140 家，比 2010 年底的 98 家增长 43%。在这种需求放缓、竞争加剧的背景下，中升集团的新车销售毛利率从 2011 年的 6.8%，逐步下降至 2015 年的 2.6%。虽然新车销量和销售额增长较多，但增收不增利。

### 中升集团 2016 年开始归母净利润高速增长的驱动因素有哪些？

汽车需求好转、新车销量增速加快、新车销售毛利率反弹、后市场业务占比逐步提升，是中升集团 2016 年开始归母净利润开始显著增长的主要原因。

2015 年下半年开始中国出台了一系列经济刺激政策，包括降低小排量汽车购置税、房地产去库存、房地产行业棚改政策等，使得宏观经济出现明显好转，汽车需求快速增长。在此背景下，中升集团 2016 年新车销量同比+20%（其中豪华品牌+16%，中高端+33%）。同时，由于供需关系改善，中升集团新车销售毛利率从 2015 年的 2.6%显著反弹至 2016 年的 3.3%。2017 年中升集团的新车销售延续了快速改善，新车销量同比+20%（其中豪华品牌+23%，中高端+13%），新车销售毛利率继续改善至 4.0%。2018 和 2019 年，新车销售毛利率虽然下滑，但后市场业务的快速发展，抵消了新车销售毛利率下滑带来的负面影响。

售后服务收入规模的扩大，也是 2016 年中升集团盈利增长的核心因素之一。2011 年，售后服务收入贡献为 9%，此比例在随后几年中稳定增长，2016 年收入占比提升至 13%，此后几年中也延续了上升的发展趋势。由于售后业务毛利率较高（45%以上），收入结构的改善，带动了中升集团总体毛利率的改善和归母净利润的增长。

### 中升集团的资产负债表发生了哪些变化？对利润表的影响有多大？

中升集团在 2010-2015 年通过自建店和并购的方式，实现了经销商网络的快速扩张和销售规模的扩大，但同时也造成资产负债表的恶化，财务费用率从 2010 年的 0.9%上升至 2014 年的 2.3%，极大的侵蚀了净利率，拖累了归母净利润的增长。

2015 年开始，中升集团的扩张步伐有所放缓。在行业需求复苏的背景下，2016 年公司的盈利能力开始改善，财务费用率开始下降，资产负债表得到初步修复，实现了利润表和资产负债表的共同改善。2019 年，中升集团的财务费用率下降到较低的 1.1%，实现了较好的规模效应，即规模扩大，财务费用率下降。

### 中升集团的估值发生了哪些变化？

2011-2015 年，中升集团经历了利润下滑、估值下降的“双杀”，导致股价跌幅较大，从 2010 年 11 月 10 日收盘价 19.18 港币下跌至 2015 年 9 月 4 日的 2.65 港币，最大跌幅达到 86%。

中升集团的动态 PE 估值，在 2010 年底达到较高的 20x，随后逐步下跌至 2015 年下半年的 5x 左右。新车销售利润率的压缩、归母净利润的下降以及股票投资者对于中升集团资产负债表的担忧，是 2011-2015 年估值下降的主要原因。

2015 年底开始，随着汽车需求的改善和中升集团盈利能力的提升，估值水平也有了明显的提高。总体而言，中升集团的动态 PE 估值水平 2016-2019 年在 10x 左右的中枢水平上下波动，可以认为股价的上涨主要来自于公司归母净利润的增长。

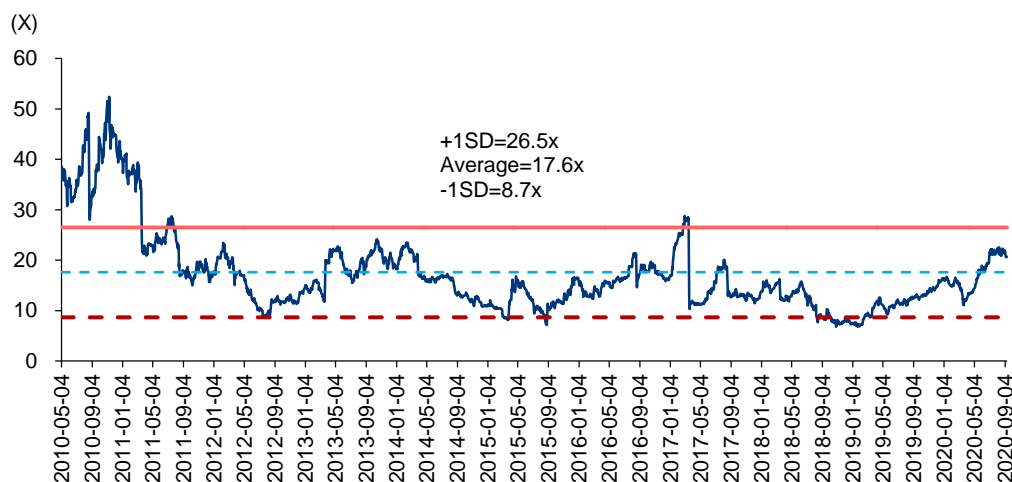
### 2020 年新冠疫情之后，为什么中升集团的估值大幅扩张？

2020 年 3 月底开始，中升集团的估值持续提升。除了权益市场由于流动性改善导致的总体估值水平提升之外，其他驱动因素还包括疫情之后豪华车需求的快速增长，以及售后服务业务的收入占比进一步提升。

中升集团 2020 年 8 月 10 日发布中期业绩：1H20 公司新车销量同比-8%，其中豪华品牌销量+6%，中高端-21%。豪华车销量占比提升至 57%（2019 年：50%）。由于豪华车需求较强，销量占比提升，中升集团新车销售毛利率从 2019 年的 2.7% 提升至 1H20 的 3.0%。因此，中升集团受益于消费升级和豪华车占比提升。

另外，由于汽车保有量的扩大以及维修保养支持增加，中升集团 1H20 售后服务业务的收入同比+6%，显著高于新车销售额的增速 1%，收入结构进一步优化。由于汽车后市场的增长确定性较强，利润率较高且现金流稳定，售后服务收入占比的提升，是驱动中升集团估值提升的因素之一。

图表12： 中升集团：动态 PE 变化趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 经销商网络持续扩大，豪华品牌占比逐步提升

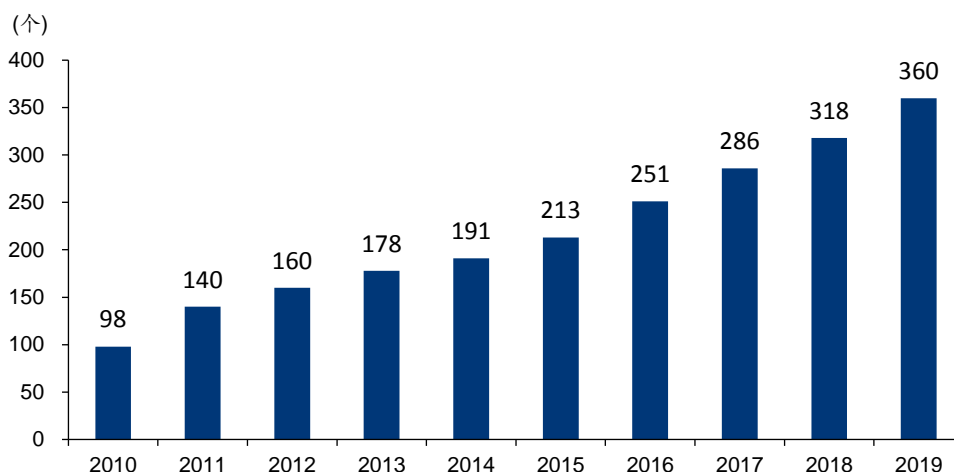
中升集团 2010 年底有 98 家经销商门店，包括 71 家中档品牌以及 27 家豪华品牌门店。2010 年公司在香港上市融资之后，通过自建和并购两种手段持续增加店面数量，扩大经销商网络。

截至 2019 年底，公司经销商门店数量增加至 360 家，较 2010 年增幅达到了 206%。品牌结构总体较为分散，主要豪华品牌包括奔驰、雷克萨斯、奥迪、宝马、沃尔沃等；其中档品牌以日系为主，包括丰田、日产、本田等。2019 年，公司新车销售收入最大的几个品牌分别为：奔驰（新车销售额占比 29.3%）、雷克萨斯（14.9%）、奥迪（9.5%）、宝马（9.1%）、丰田（17.9%）；其余的 19.3% 为其他豪华以及中高端品牌。

规模扩大的同时，品牌结构也发生了较大的变化，豪华品牌门店数量占比从 2010 年的 28% 提升至 2019 年的 58%，实现了从中高档品牌为主到豪华品牌为主的结构转变。

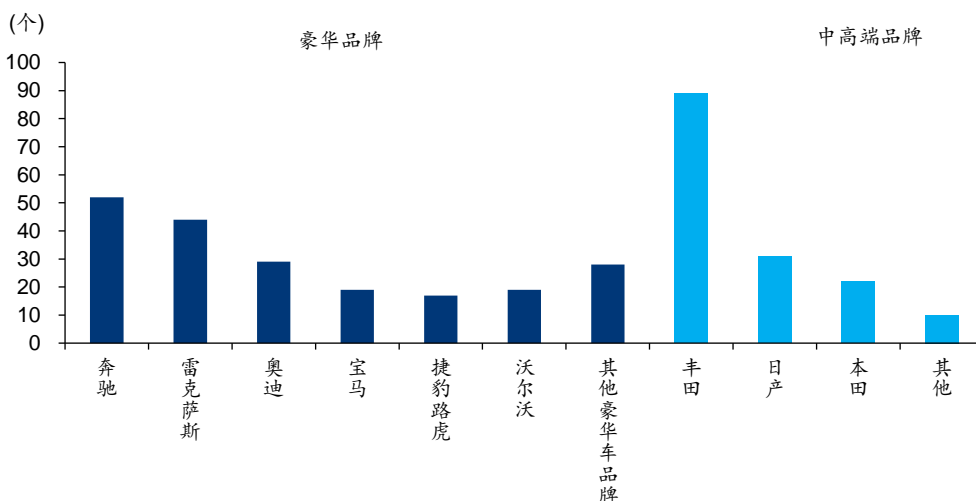
2019 年，公司新车总销量 45.6 万辆，其中豪华品牌新车销量为 22.8 万辆，占总销量的 50%，较 2010 年的 17% 有较大的提升。按照新车销售额占比，豪华品牌占比为 70%。总体而言，中升集团在过去十年实现了从中高端汽车销售为主到豪华车为主的转型。

图表13： 中升集团：经销商门店数量稳定增长



资料来源：中升集团年报，华泰证券研究所

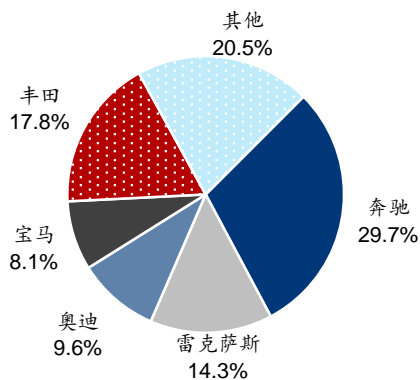
图表14： 中升集团：2019 年经销商门店数量拆分（豪华和日系品牌为主）



资料来源：中升集团年报，华泰证券研究所

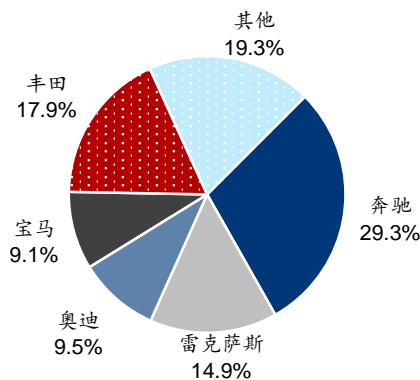


图表15： 中升集团：新车销售收入按品牌细分（2018 年）



资料来源：中升集团年报，华泰证券研究所

图表16： 中升集团：新车销售收入按品牌细分（2019 年）



资料来源：中升集团年报，华泰证券研究所

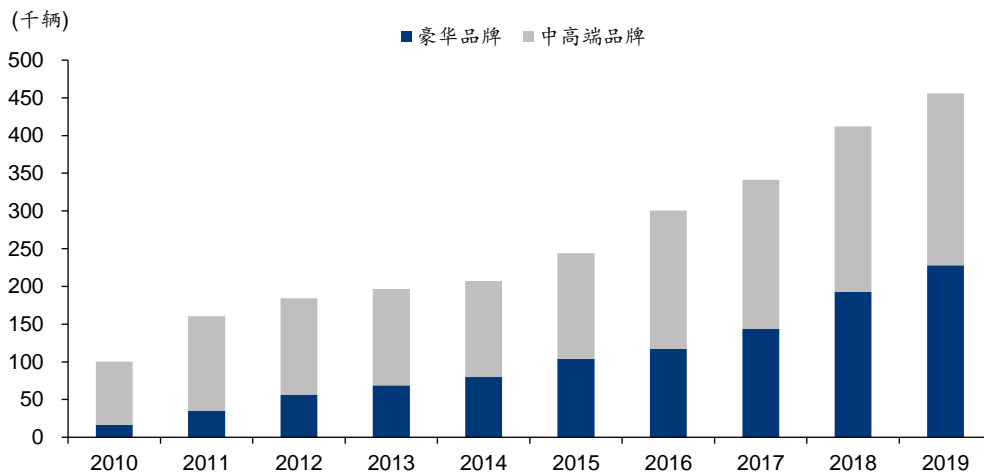
### 总销售收入增长较快，结构变化显著

受益于国内汽车需求的快速增长以及经销商网络的扩大，中升集团在过去十年实现了较快的新车销量增长，总销量从2010年的10.1万辆（其中豪华1.7万辆，中高端8.4万辆），增长至2019年的45.6万辆（其中豪华22.8万辆，中高端22.8万辆），总销量年复合增速18%。

除了新车销售中豪华车占比提升之外，中升集团过去十年收入结构中，另外一个显著的变化是售后服务在总收入占比中持续提升。2010年，公司总营业收入中，售后服务占比为9%，2019年逐步提升至14%。

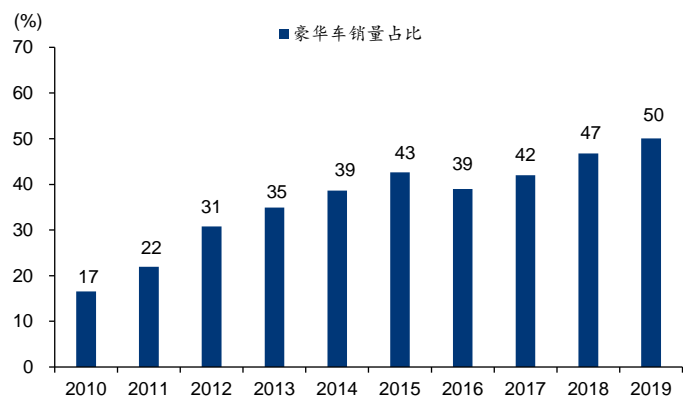
售后业务毛利率（40%以上）显著高于新车销售（低于10%），因此售后收入占比提升，实现了利润结构的优化，并提升了公司整体的利润率水平。

图表17： 中升集团：新车销量增长较快（2010-2019 总销量复合增速 18%）



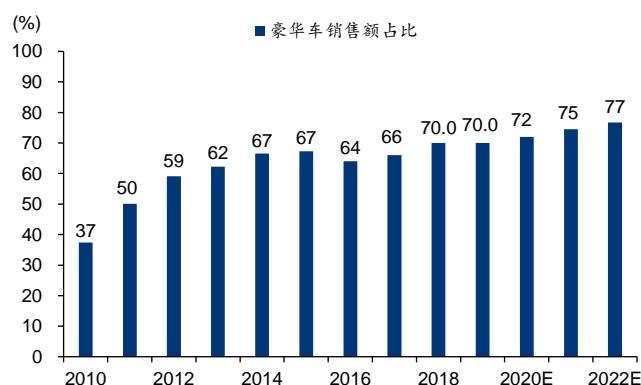
资料来源：中升集团年报，华泰证券研究所

图表18: 中升集团: 豪华车销量占比 2019 年提升至 50%



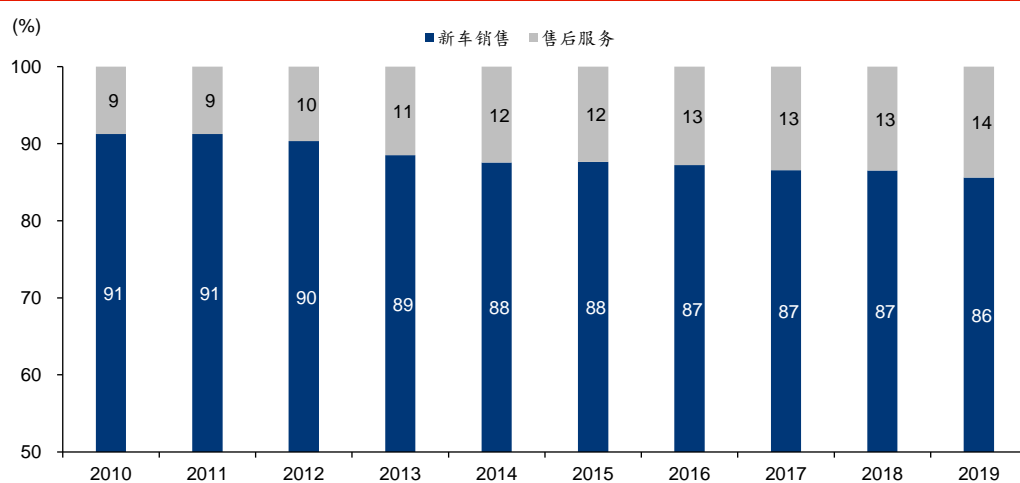
资料来源: 中升集团年报, 华泰证券研究所

图表19: 中升集团: 豪华车销售额占比 2019 年提升至 70%



资料来源: 中升集团年报, 华泰证券研究所

图表20: 中升集团: 收入结构中, 售后服务占比逐步提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 归母净利润：从周期波动到稳健增长

在过去的十年中，中升集团的经销商网络、新车销量、售后服务收入等都实现了持续的较快增长，但归母净利润却波动较大。2015 年之前，中升集团归母净利润以及净利润率波动较大，利润率总体呈下降趋势。2016 年开始，公司归母净利润实现较大反弹，此后几年维持了比较稳健的增长，净利润率从 2015 年的低点（0.8%）逐步提升至 2017-2019 年的 3-4% 之间。

如果以 2015 年为分界点，可以把中升分为两个发展阶段：

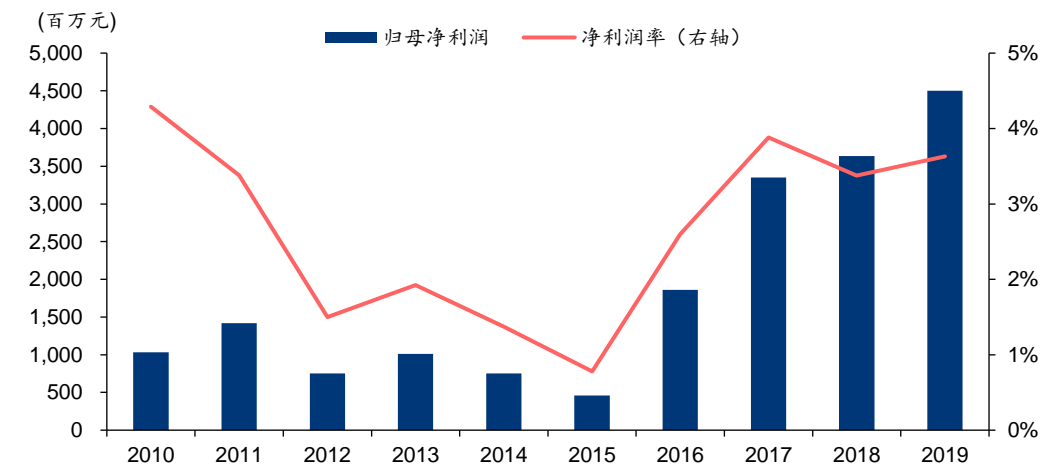
- 1) 2015 年之前：新车销售收入占比较高，新车销售毛利率趋势性向下；
- 2) 2015 年之后：利润率较高且稳定的售后服务收入占比提升到一定水平，同时新车销售毛利率从 2015 年的低位反弹，并在较低位置上波动。

汽车经销商包括中升集团，其业务可以分为两个截然不同的类别，即新车销售和售后服务。新车销售由于新车是标准化产品且经销商之间同质化竞争，导致销售毛利率在 2010-2015 之间不断被压缩。虽然中升在 2010-2015 年之间新车销量稳定增长，但来自于新车销售的毛利在 2012-2015 间持续下跌，新车销售毛利率从 2011 年的高点 6.8% 逐步下滑至 2015 年的低点 2.6%，从而拖累了公司总的毛利增长。

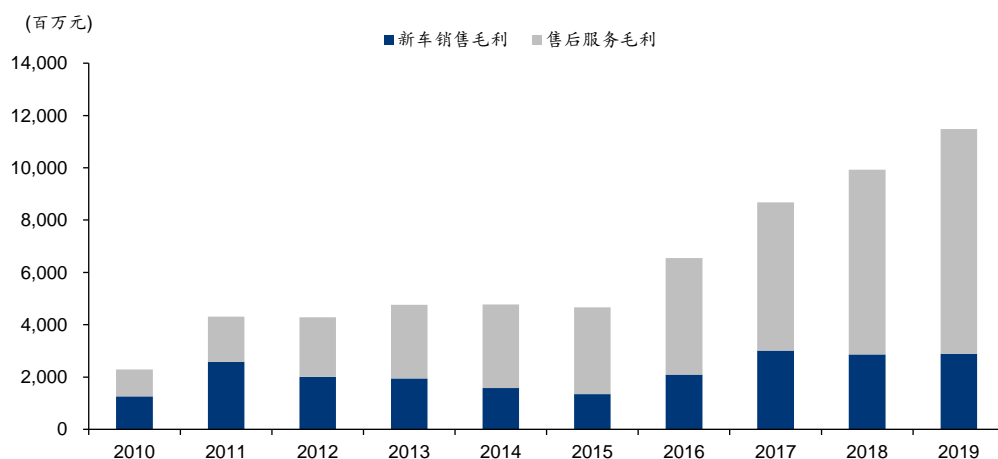
与新车毛利下滑或者波动形成鲜明对比的是，来自于售后服务的毛利在 2010-2019 十年间呈稳定增长的趋势，售后业务的毛利率在较高的位置小幅波动（45.5-48.9% 之间）。

简单总结，中升集团在 2010-2019 十年间，经销商网络从 98 家门店增长到 360 家，新车销量从 10.1 万辆增长至 45.6 万辆，但新车销售贡献的毛利十年间没有大的增长（维持在 30 亿元以内）。在此期间，售后业务贡献的毛利从 2010 年的 10.3 亿元增长至 2019 年的 86 亿元（年复合增速 27%）。因此，我们总体可以认为，售后业务是中升集团利润增长的主要驱动力。

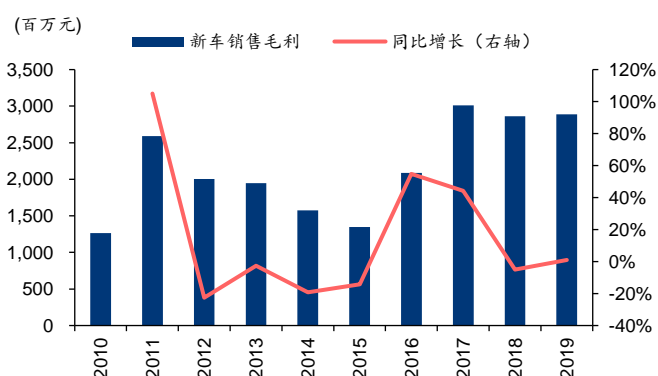
图表21： 中升集团：归母净利润 2016 年开始稳健增长



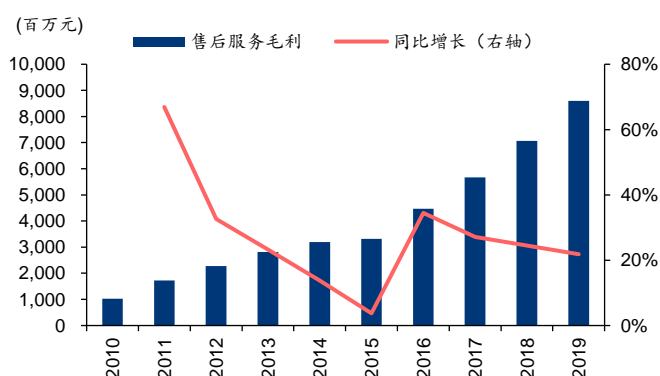
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表22： 中升集团：售后服务毛利增长较多**

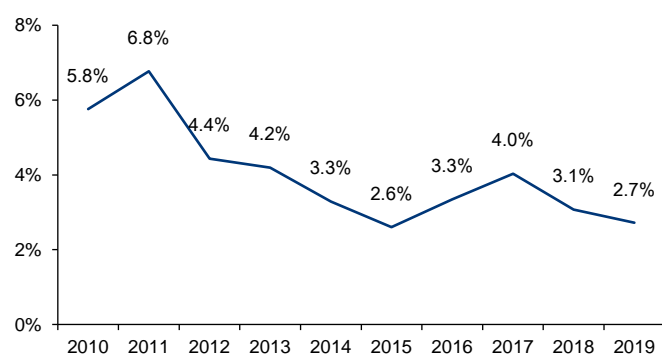
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表23： 中升集团：新车销售毛利波动明显**

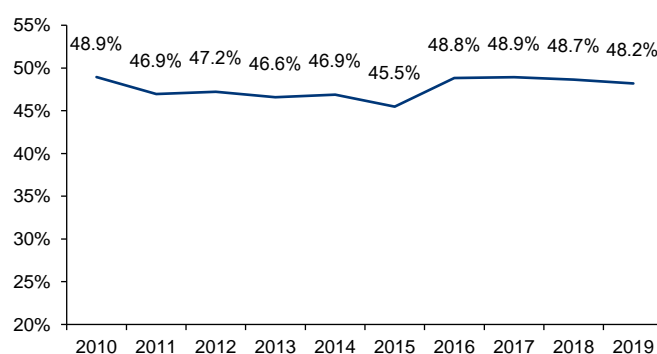
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表24： 中升集团：售后服务毛利稳定增长**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表25： 中升集团：新车销售毛利率总体下降**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表26： 中升集团：售后服务毛利率总体稳定**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

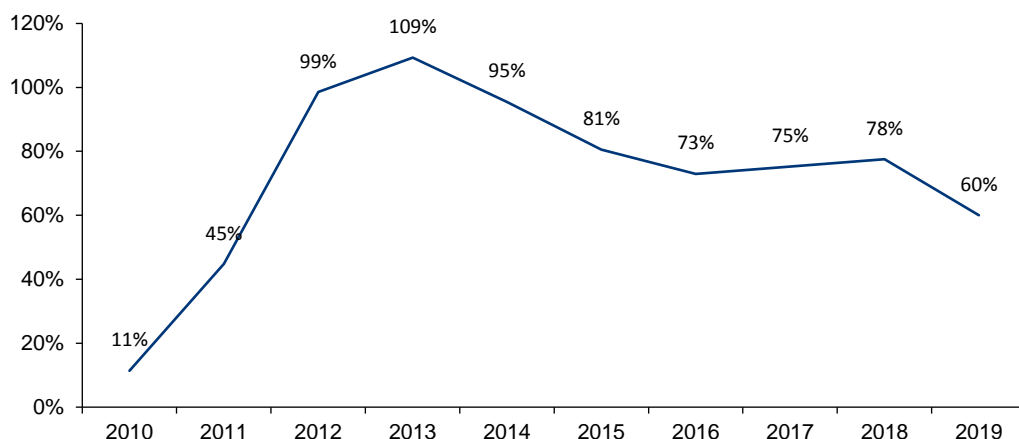
### 债务与财务费用：行业下行周期中的固定费用

经销商网络快速扩张、新车销售利润率下滑，导致中升集团在 2011-2014 年间资产负债表迅速恶化，财务费用的增长和财务费用率的提高，是中升集团 2011-2015 年间归母净利润率大幅下滑的原因之一。同时，公司资产负债表的恶化，也引发了市场对公司能否可持续经营的担忧，进一步压制了中升集团股票的估值，导致了股价的跌幅大于公司利润的降幅。

从数据来看，公司的有息负债总金额从 2010 年的 49 亿元，快速增长至 2014 年的 180 亿元。净有息负债（有息负债减去现金及现金等价物）从 2010 年的 7.6 亿元增长至 2014 年的 118 亿元。净有息负债与股东权益的比例从 2010 年的 11% 快速攀升至 2013 年的 109%，即股东权益无法覆盖公司的净有息负债（主要是银行贷款），这引发了股票投资者对中升集团的担忧。

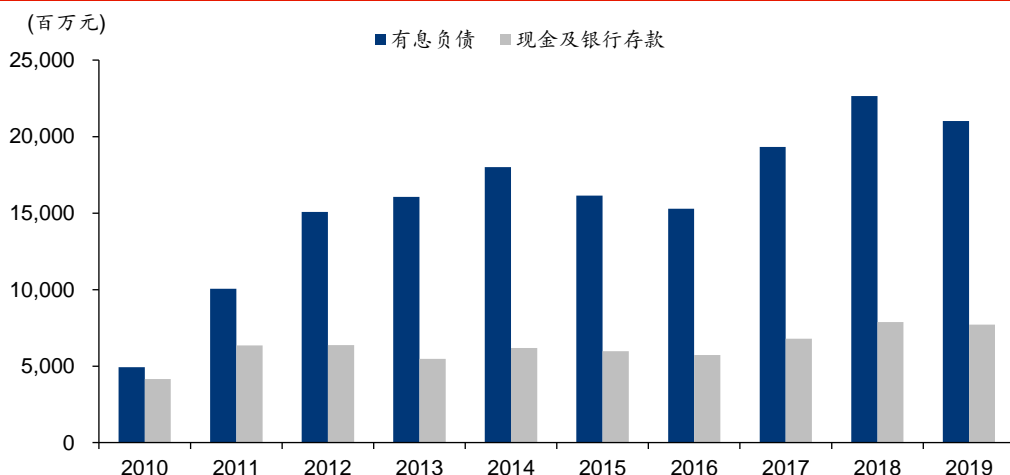
从利润表的角度来看，债务的增加以及随之而来的财务费用快速增长，也是造成公司 2011-2015 年利润下滑的原因之一。公司的财务费用率从 2010 年的 0.9% 增长至 2015 年的 2.2%，相当于侵蚀了公司净利润率 1.3 个百分点，对于净利润率通常不超过 4% 的经销商集团来说相当可观。

图表27： 中升集团：净有息负债/股东权益比例



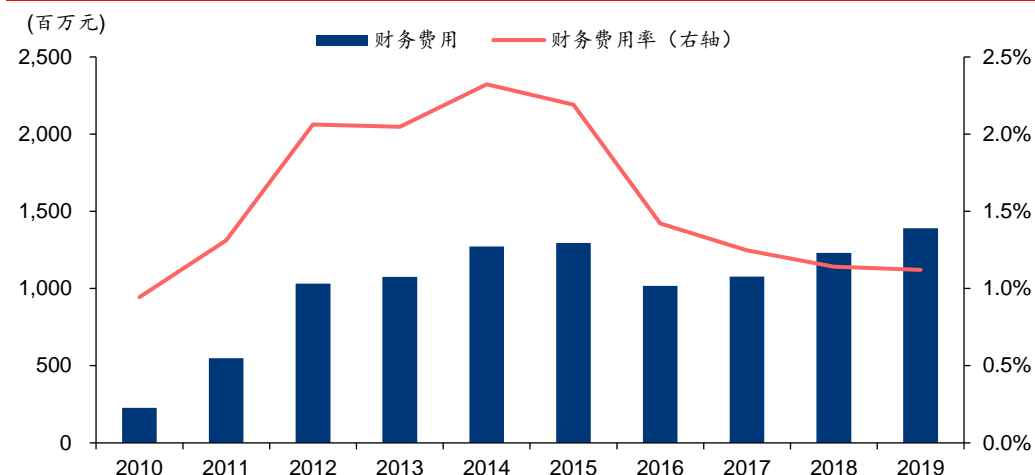
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 中升集团：有息负债在 2010-2014 年间快速增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所



**图表29： 中升集团：财务费用与财务费用率**

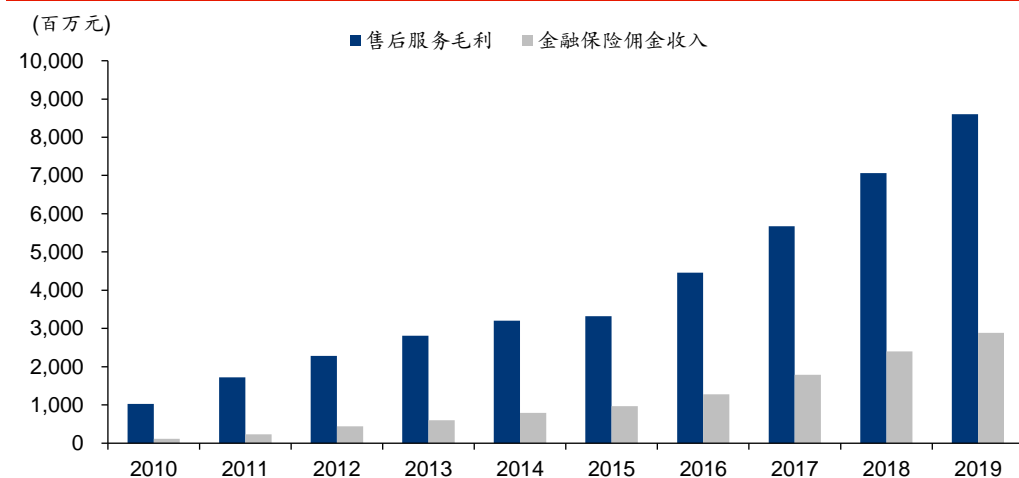
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 后市场业务：盈利增长的主要驱动力

正如前文所分析，后市场业务（售后维修保养、金融保险佣金收入、二手车业务等）随着汽车保有量的增加和平均车龄的提高而稳定增长。中升集团过去十年的发展历程和财务数据也给我们提供了直接的证明。尽管中升的新车毛利率和新车销售的毛利波动较大，但后市场的收入和利润贡献过去十年保持了稳定增长，成为公司长期盈利增长的最主要驱动力。

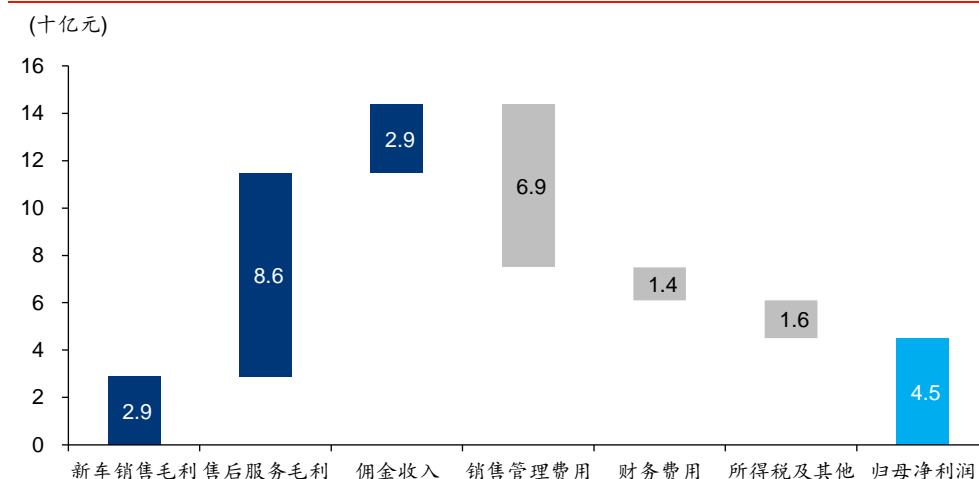
以中升 2019 年的数据为例，公司利润来源主要是三部分：新车销售毛利、售后服务毛利以及金融保险佣金收入，三者分别为 29 亿元、86 亿元和 29 亿元，占比分别为 20%、60% 和 20%。费用方面，销售和管理费用为 69 亿元，财务费用为 14 亿元，所得税和其他项目为 16 亿元，归母净利润 45 亿元。

由于售后服务业务以存量客户为主，保有量较大、规模每年增加且车龄逐步提高，售后保养和维修支出呈上升趋势。因此，汽车经销商售后业务有望保持稳定的增长。与此相反，由于新车市场需求上下波动，新车折扣较大且经销商之间竞争较为无序，新车销售的毛利和毛利率存在周期波动。

**图表30： 中升集团：售后服务毛利和金融保险佣金收入稳定增长**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31： 中升集团：利润结构分拆分析（2019 年）

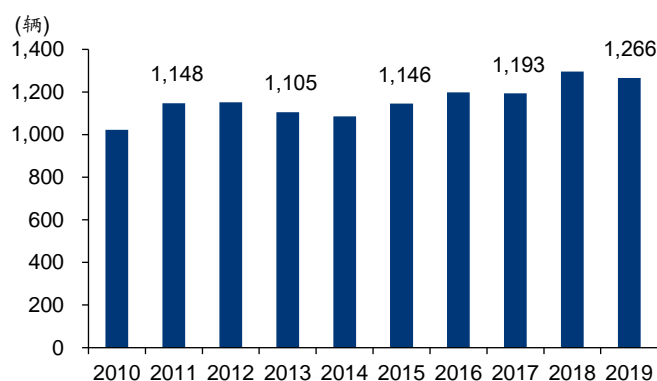


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 单店财务数据：新车波动，售后稳定增长

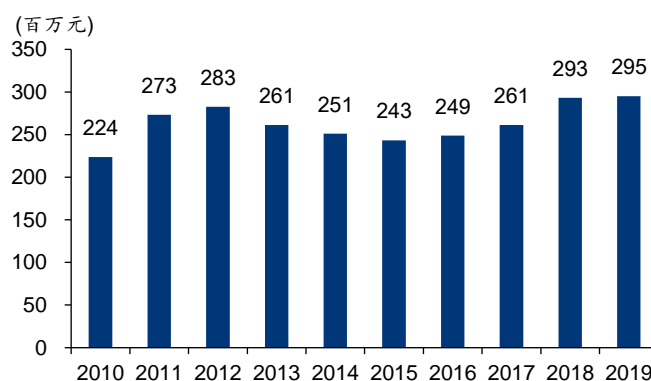
从单店指标来看，中升集团单店平均新车销量过去十年增长不多，从 2010 年的 1,022 辆，增长到 2019 年的 1,266 辆，增幅 24%。在此期间，单店平均新车销售收入从 2.24 亿元增长到 2.95 亿元，增幅 32%，年复合增速 3%。新车销售收入增幅高于销量增幅，主要原因是品牌结构改善带来的单价提升。

图表32： 中升集团：单店平均新车销量



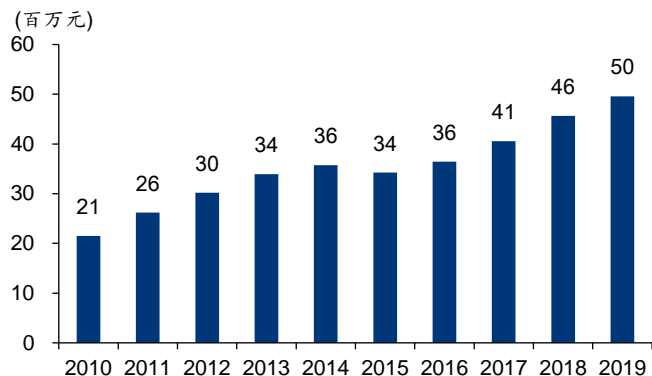
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33： 中升集团：单店平均新车销售收入



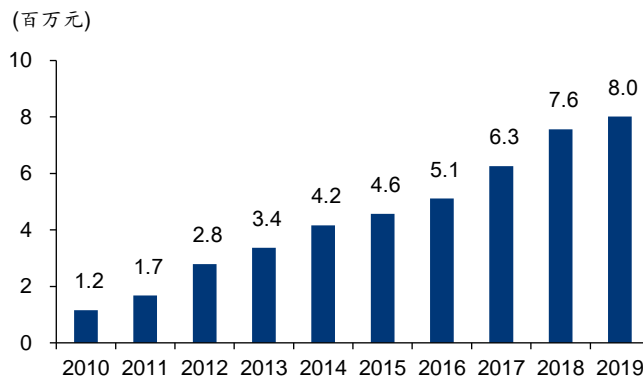
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34： 中升集团：单店平均售后服务收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35： 中升集团：单店平均金融保险佣金收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

单店指标增长较快的部分是售后服务的收入以及金融保险佣金收入。中升集团单店平均售后服务收入 2010 年为 2,100 万元，逐步增长至 2019 年的 5,000 万元，增幅 138%，年复合增速 10%。金融保险佣金收入，2010 年单店收入为 120 万元，此后持续增长至 2019 年的 800 万元，增幅 66%，年复合增速 24%。

从单店数据来看，汽车经销商的新车销售由于店面规模所限，增长较为缓慢。一定程度上可以认为，单一汽车经销商店面在进入成熟期之后，年销量基本稳定在一定的水平。但售后服务和金融保险代理佣金的收入，还可以持续增长。

单店售后服务收入增长的主要驱动力包括 1) 客户保有量增加带来的进场维修保养台次增加；2) 车龄提高带来的单车维修保养支持增长。

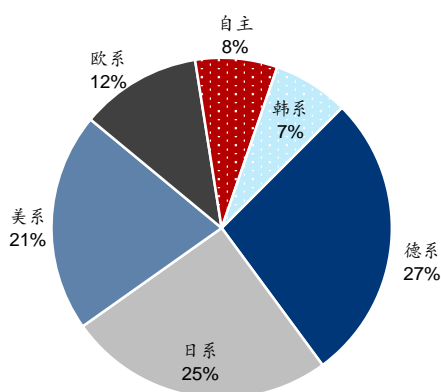
单店金融保险代理佣金收入的增长，主要驱动因素包括 1) 汽车金融渗透率的提升，推动汽车金融代理佣金的增长；2) 客户保有量增加，推动保险代理佣金的增长，因为存量客户每年有续保的需求。

总体而言，对汽车经销商单店而言，新店开业之后的 3-5 年内，新车销量通常爬坡到饱和阶段，单店新车销量和新车销售收入增长空间不大。但售后服务和金融保险代理佣金收入，通常可以维持较长时间的增长。

## 公司有望迎来拐点，后市场业务助力长期成长

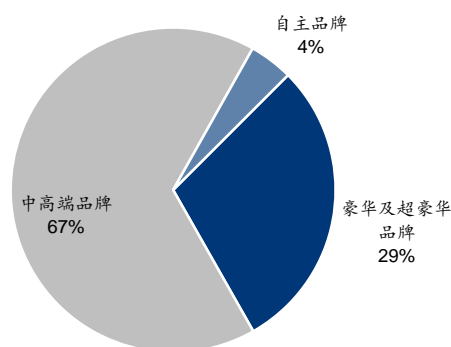
广汇汽车是中国最大的乘用车经销和服务集团。截至 2019 年底，公司经营了 841 个网点，包含了 782 家 4S 店。公司代理了 50 多个品牌，其中 10 余个品牌市占率排在全国第一位。公司近年来加强了豪华车品牌的布局，品牌结构更加合理。2019 年底公司豪华车品牌 4S 店占比达到 29.3%，中高端品牌 4S 店占比达到 66.4%，中低端品牌 4S 店占比 4.3%。从车系来看，2019 年公司德系 4S 店占比 27.4%，日系 4S 店占比 25.3%，美系 4S 店占比 20.8%，自主 4S 店占比 7.8%，韩系 4S 店占比 7.2%。分地区看，公司在中西部地区 4S 店分部比较多，排名前三的省份是新疆、四川、广西。2019 年，公司新车总销量 90 万台，同比+2%，按销量计算，公司 2019 年市占率 4%。

图表36： 2019 年分车系销量占比



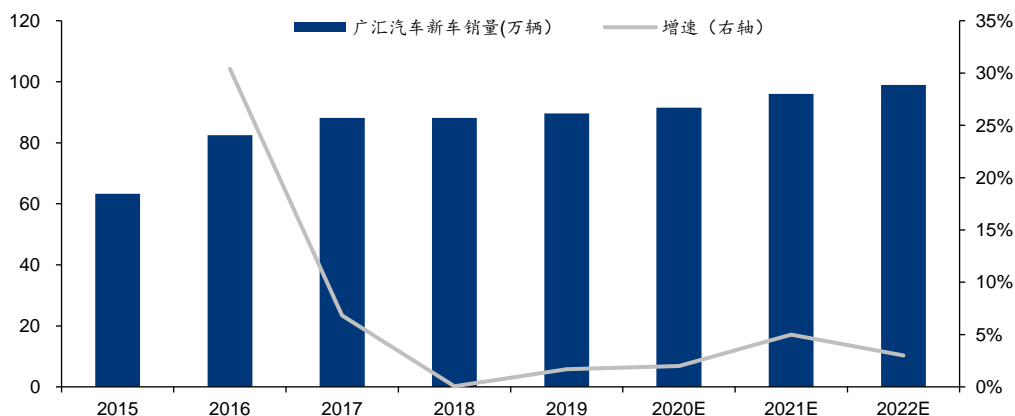
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37： 2019 年各品牌销量占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

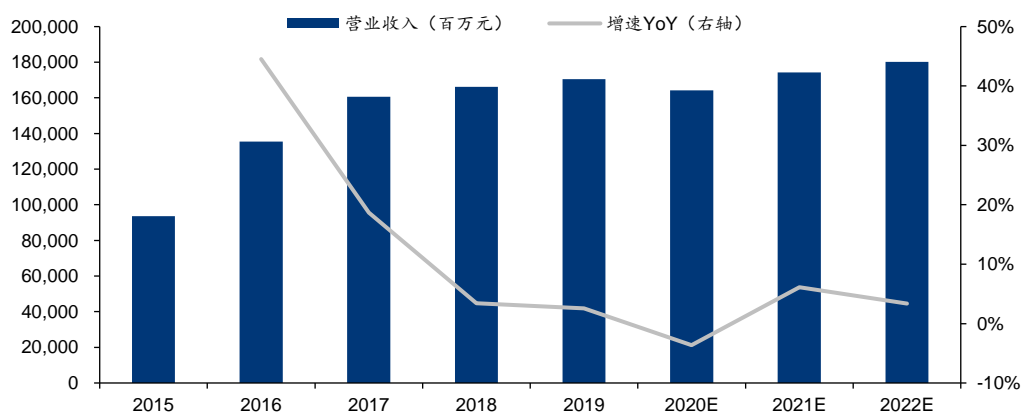
图表38： 广汇汽车新车销量情况



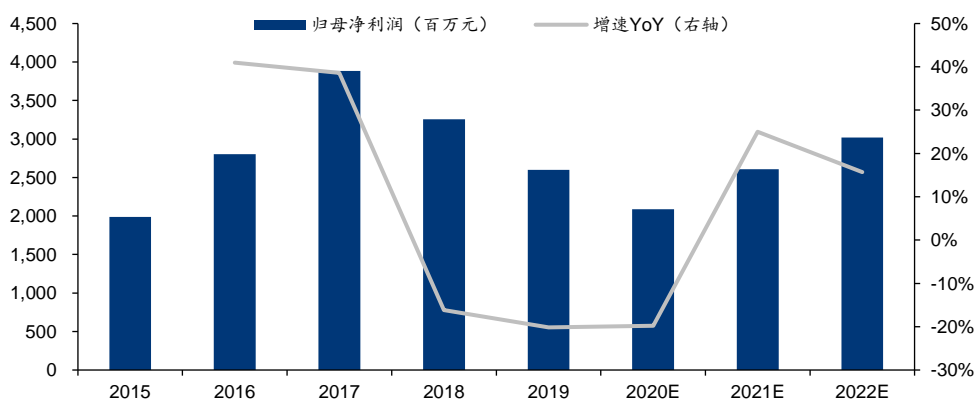
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

广汇宝信（1293.HK）是广汇汽车的控股子公司。广汇宝信是广汇旗下重要的豪华车经营平台，经营了 116 家网点。广汇宝信是宝马、捷豹路虎和玛莎拉蒂在中国最大的经销商之一。2019 年，宝马品牌占广汇宝信销量 55.7%、捷豹路虎占销量比例 7%，中高端品牌占销量比例 24.7%，其他豪华及超豪华品牌占 12.6%。

2016-2019 年，公司营业收入年复合增速达到 16%。2017-2019 年公司营业收入分别为 1607、1662、1705 亿元，同比+19%、+3%、+3%；归母净利润分别为 39、33、26 亿元，同比+39%、-16%、-20%。公司营业收入主要增长动力是店数增加、新车销量增加和维修保养等后市场业务稳步提升。

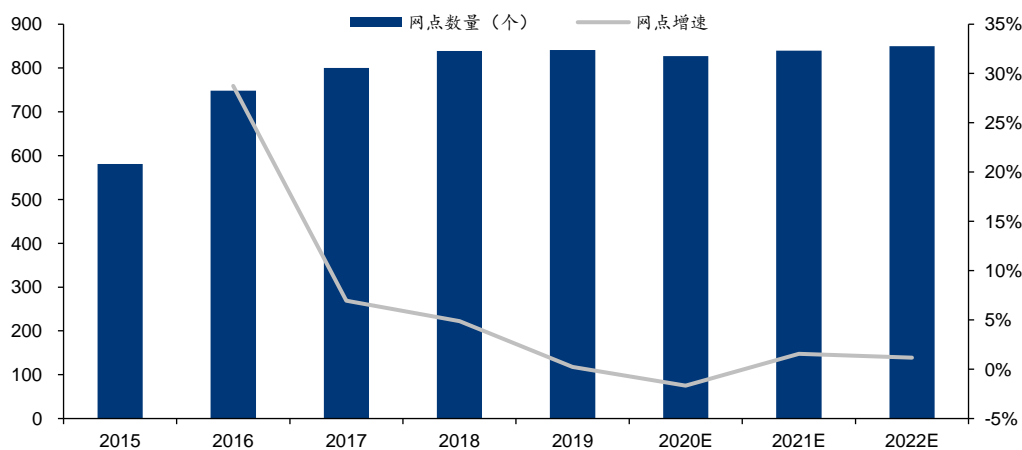
**图表39： 广汇汽车营业收入：行业下行导致公司收入增速放缓**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表40： 广汇汽车归母净利润：行业下行，毛利率下滑、减值损失增加导致归母净利润下滑**

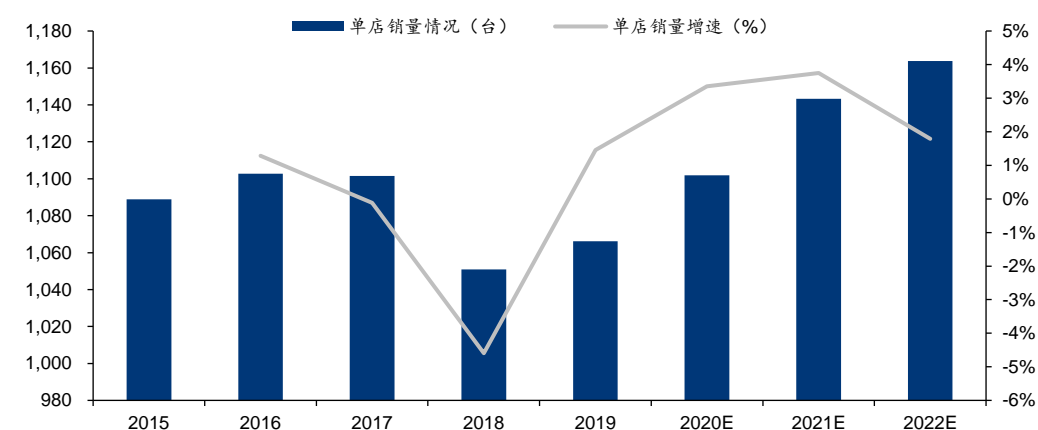
资料来源：Wind，华泰证券研究所

除 2018 年外，2016-2019 年广汇汽车每年的单店营收增速均为正。2019 年，公司单店营收同比+2.6%，增速放缓。我们认为未来随着豪华品牌市场份额加大，汽车后服务市场规模扩大，公司单店营收有望进一步提升。

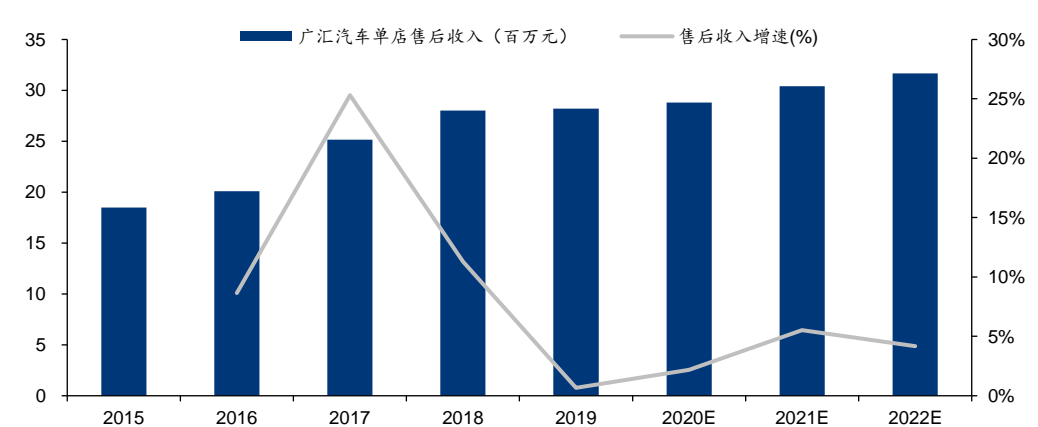
**图表41： 广汇汽车网点数量逐年增加，但 2018-2019 年增速明显放缓**

资料来源：公司年报，华泰证券研究所



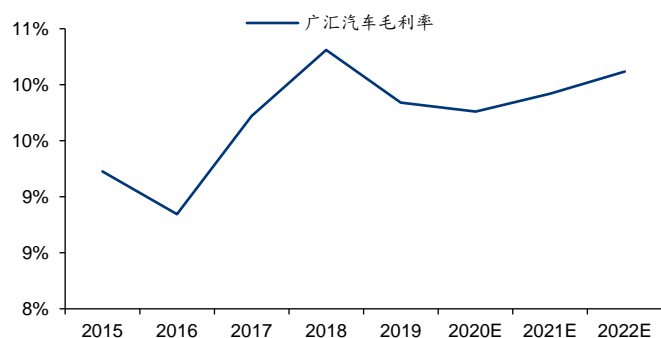
**图表42： 2019 年公司单店销量增速**

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

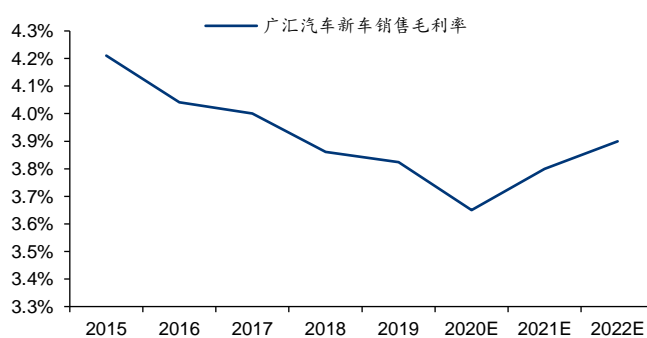
**图表43： 广汇汽车单店售后收入保持正增长**

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**2018-2019 年，新车销售毛利率下滑、减值损失增加导致公司归母净利润下滑。**公司新车销售毛利率下滑是导致综合毛利率下滑的主要原因。特别是融资租赁业务受资金成本上升，以及市场竞争格局影响，盈利性下降；另一方面，主要原因系新金融工具准则实施及因政策和市场变化导致的融资租赁业务催收成功率稍有下降，综合导致金融资产的减值损失有所提高，坏账计提增加。2019 年减值损失(信用减值损失和资产减值损失)合计增加约 1.49 亿元。新车销售毛利率下滑的主要原因是乘用车行业进入下行周期，销量下滑、经销商库存增加，终端折扣加大。

**图表44： 广汇汽车毛利率情况**

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

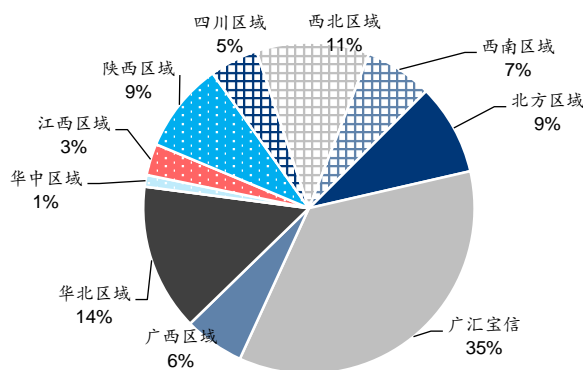
**图表45： 2015-2019 年广汇汽车新车销售毛利率下滑**

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

### 商誉减值和信用减值成为公司盈利下滑的主要原因

广汇汽车 2019 年商誉占总资产比例 13%。2019 年，广汇汽车商誉总额 189 亿元，占据总资产 13%。公司商誉来源主要是对跨区域汽车经销服务公司的收购，前五大商誉来源分别是广汇宝信(35%)、华北区域(14%)、西北区域(11%)、北方区域(9%)和陕西区域(9%)。

图表46： 广汇汽车有 35%的商誉来自广汇宝信

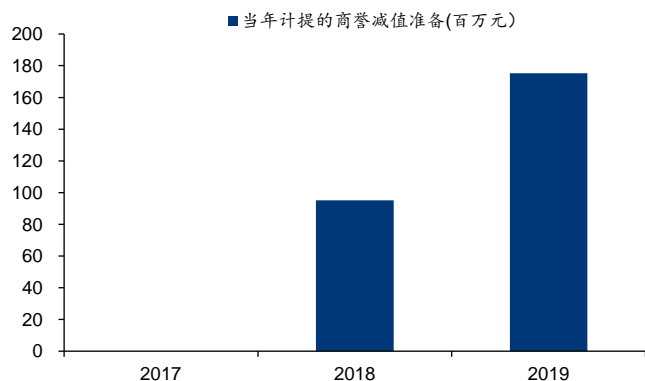


资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业下行导致公司 2019 年商誉减值增加。2017-2019 年，广汇汽车当年计提的商誉减值准备分别为 0 万元、9500 万元、1.75 亿元。截至 2019 年，广汇汽车已累计计提 3 亿元商誉减值准备，商誉减值主要来自于北方区域。考虑到乘用车经销行业回暖，中央和各地陆续出台促进汽车消费政策(购车补贴、限购松绑等)，以及各大车企采取汽车下乡、官降、打折促销等活动，我们预计疫情并不会对公司的中长期业绩产生持续性影响，后续计提大额商誉减值风险较小。

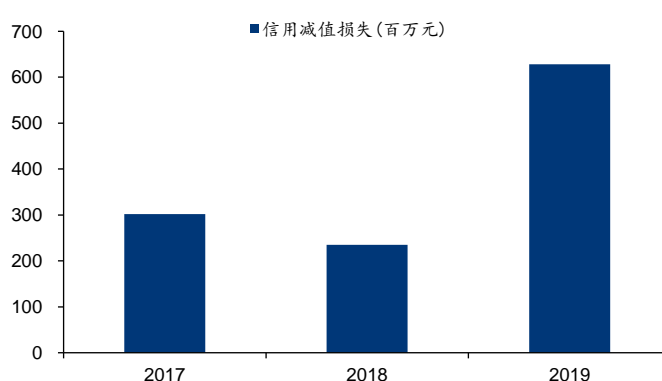
因为新会计准则实施以及融资租赁业务催收成功率下降，公司 2019 年信用减值增加。2019 年，广汇汽车计提 6.28 亿元的信用减值损失，同比+167%，主要原因系新金融工具准则实施，公司对长期应收款的前瞻性风险进行判断，同时政策和市场变化导致的融资租赁业务催收成功率下降，综合导致金融资产的减值损失有所提高，致使坏账计提增加。但是公司的融资租赁业务和融资租赁款收回难度并未同比发生系统性不利变化，因此我们预计未来公司坏账计提比例和信用减值损失预计不会持续扩大。

图表47： 行业下行，广汇汽车商誉减值增加



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表48： 2019 年信用减值损失增加较多

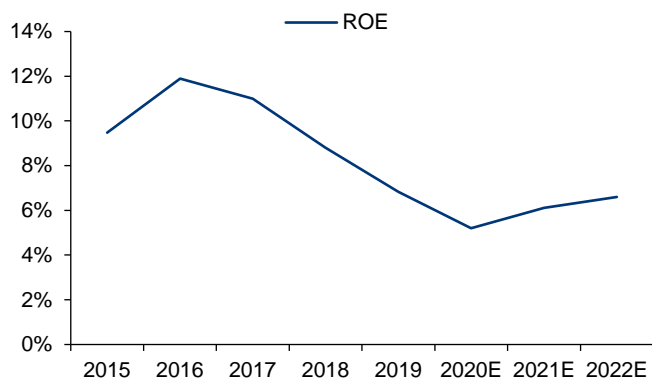


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

### 收购宝信后债务增加，净利率下滑导致 ROE 下滑

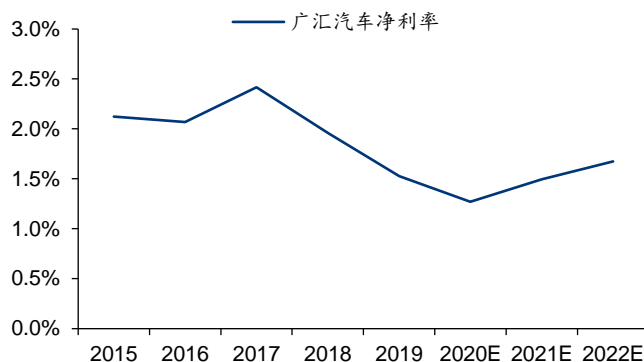
**2016-2019 年，ROE 从 12% 降至 7%。**2019 年，净利率下降是毛利率、减值损失增加所致。2019 年广汇汽车净利率 1.5%，同比-0.5pct，主要是因为维持客户支出增加导致毛利率下降。同时，金融准则变化和宏观环境下行使得减值损失增加。2016 年，自由现金流为负，主要是因为收购宝信等经销商集团，长期投资增加，致使现金大幅流出。2019 年，自由现金流转正。2019 年资产负债率有所上升，是公司增加贷款所致。

图表49： 广汇汽车 ROE 情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

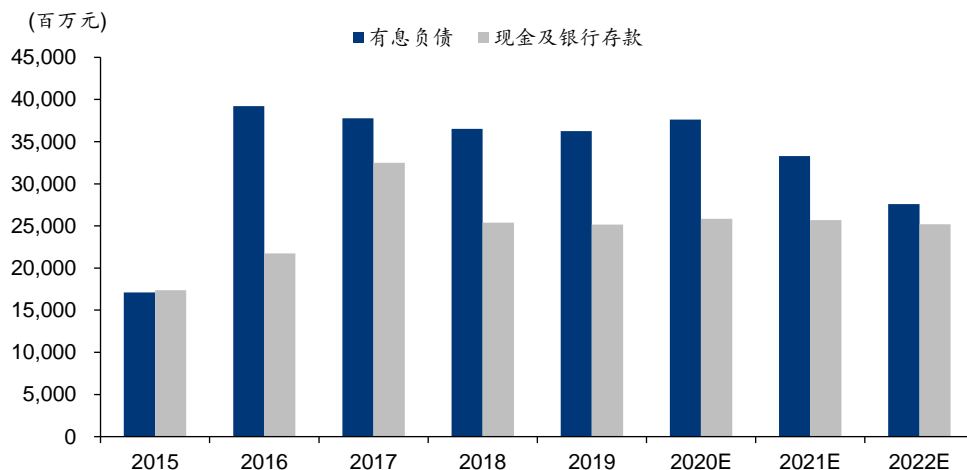
图表50： 广汇汽车净利率情况



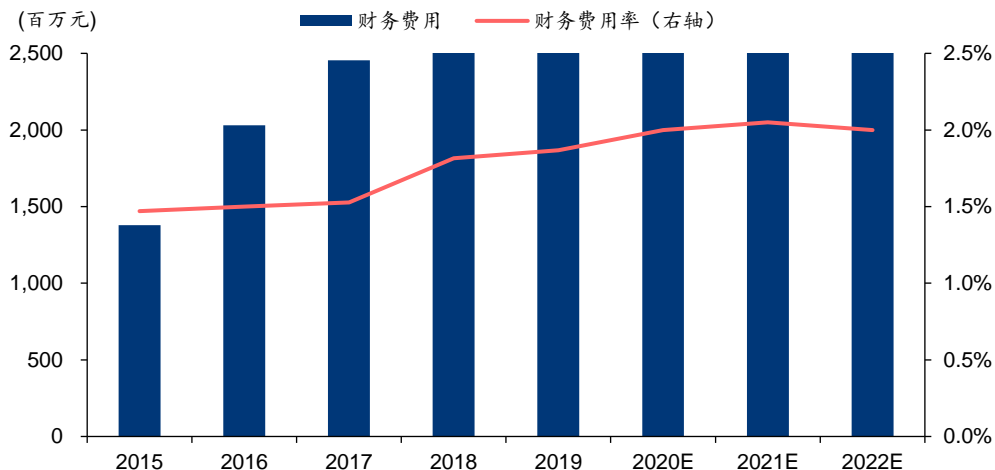
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2015 年公司收购广汇宝信后，过于快速地扩张导致公司资产负债表恶化。从 2016 年开始，公司有息负债处于较高水平，远高于公司现金及银行存款，资产负债表质量开始下降。同时利率提升导致公司财务费用率提升，进一步降低了公司的净利率。

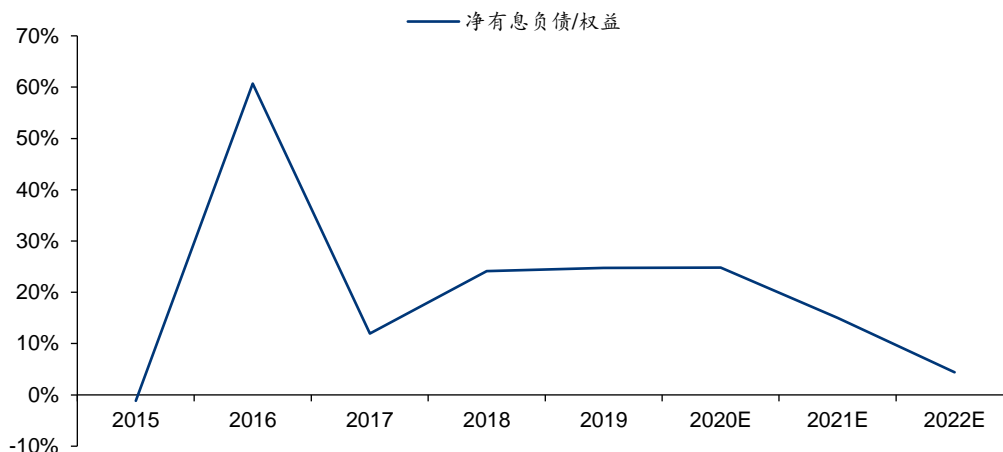
图表51： 广汇汽车有息负债和现金及存款：16 年开始有息负债一直高于货币资金及银行存款



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表52： 广汇汽车财务费用率：利率提升导致公司财务费用率逐年提升**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

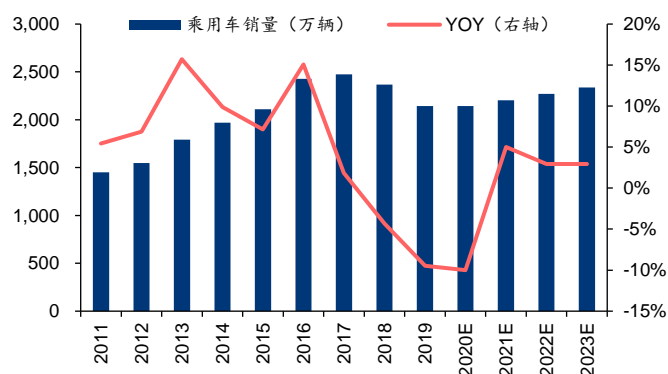
**图表53： 广汇汽车有息负债占权益比例：处于较低水平**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**行业逐步复苏，公司业绩有望迎来拐点**

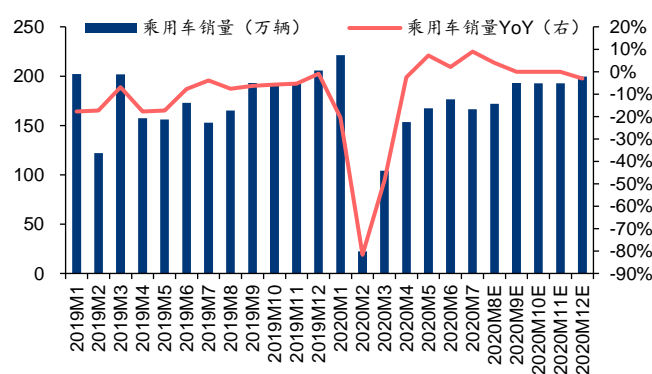
乘用车行业逐步复苏，公司销量和盈利均有望迎来拐点。根据中汽协数据，2020 年 7 月国内乘用车销量 166 万台，同比+8.9%。乘用车销量已经连续 3 个月正增长，复苏迹象明显。我们认为 Q3 开始乘用车销量增速有望复苏。乘用车行业经历了 2018-2020 年三年下滑（同比-4%、-9%、-10%），考虑到乘用车需求有一定韧性，我们认为 2021 年乘用车行业销量有望转正。我们预计 2020-2022 年，乘用车销量增速分别为-10%、+5%、+3%。公司销量增速快于行业，预计收入增长 5%~8%。新车销量复苏有望带来新车销售折扣收窄，公司新车销售毛利率均有望恢复。行业复苏带来折扣收窄，后市场业务增速更快带来毛利率提升。

图表54: 国内乘用车批发销量: 2021 年增速有望转正



资料来源: 中汽协, 华泰证券研究所

图表55: 国内乘用车月度销量: 下半年有望复苏



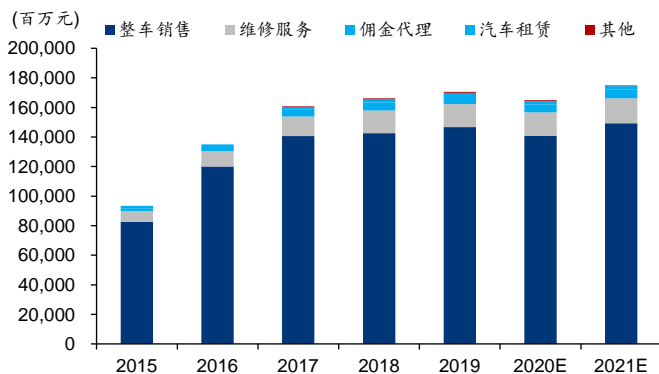
资料来源: 中汽协, 华泰证券研究所

### 后市场业务持续稳定增长, 利润周期性有望减弱

公司的营业收入中整车销售是主要来源。公司主营业务包括整车销售、维修服务、佣金代理服务、汽车融资租赁服务, 其他业务主要包括租赁及物业、广告费、会员费及咨询服务费用, 其中佣金代理业务又分为保险佣金、汽车金融服务、二手车交易服务。

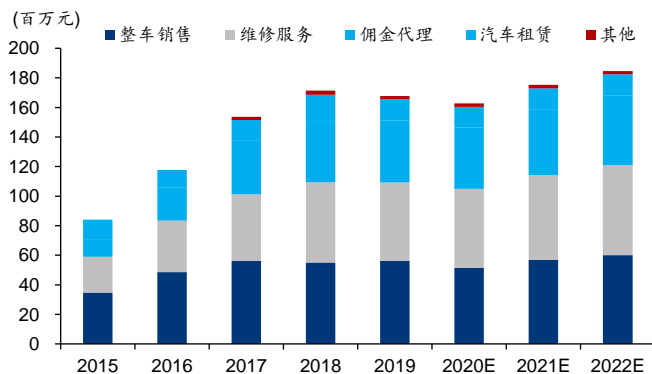
新车销售收入是公司收入的主要来源, 但毛利润来源是维修保养等后市场业务。2015-2019 年, 整车销售营业收入占比保持相对稳定, 占比超过 85%。2019 年整车销售、维修服务、佣金代理及汽车租赁的营收占比分别为 86%/9%/3%/1%。公司利润来源主要是整车销售、维修服务和佣金代理, 2019 年整车销售、维修服务、佣金代理及汽车租赁的毛利润占比分别为 33%/32%/25%/9%。整车销售的盈利来源于车辆销售 (进销差价) 和从厂商处获取的返利, 新车销售毛利率低, 因此整车销售业务的毛利润占比与营收占比差异较大。

图表56: 广汇汽车主营业务构成



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

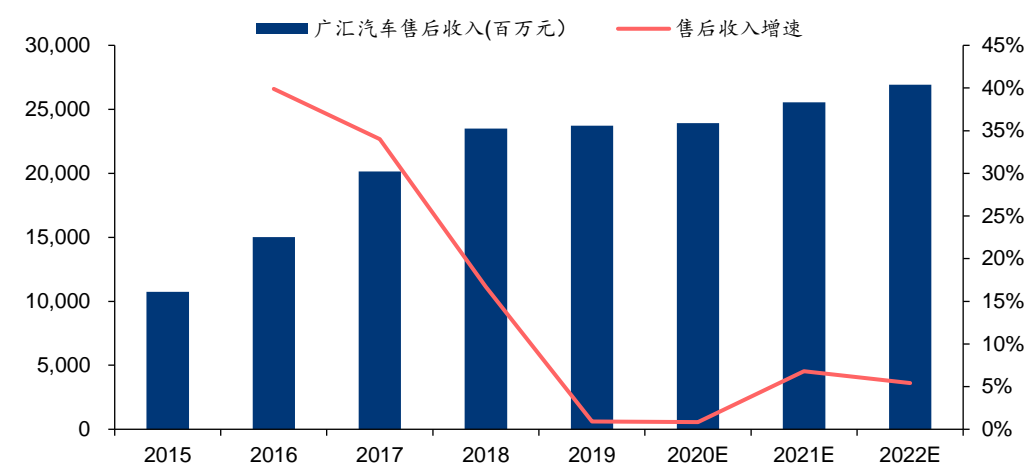
图表57: 广汇汽车毛利润构成



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

广汇汽车维修售后业务占比提升, 推动公司毛利率逐年改善。2015-2019 年, 广汇汽车由于整车销售竞争越发激烈, 新车销售毛利率逐年下滑。2019 年汽车租赁毛利率同比下滑, 且低于历年均值, 主要是市场资金面偏紧, 利息支出较高挤占汽车租赁毛利空间。2019 年广汇汽车维修服务毛利率为 34%, 同比-1.71pct, 主要是为了增加客户粘性, 控制流失率并长期锁定客户回店, 加大对客户的维护支出。随着汽车售后维修保养市场规模稳健提升, 公司维修售后业务收入迅速增长, 营收占比有所增加, 促使综合毛利率有所改善。

图表58： 广汇汽车售后业务及增速

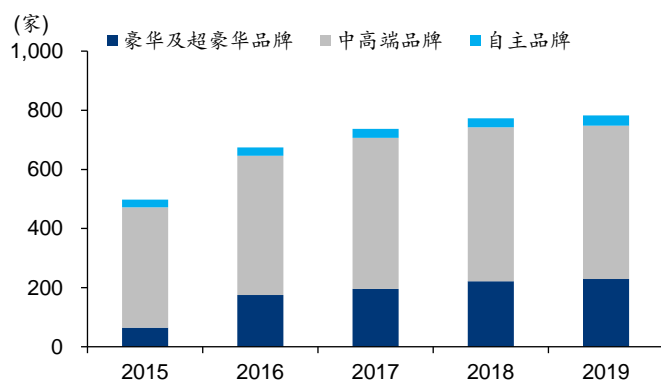


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 店面改造，豪华车占比逐年提升

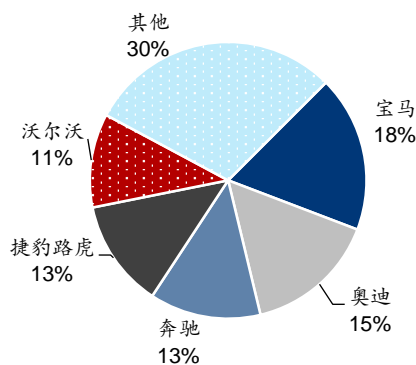
广汇汽车豪华车店面占比逐年提升。超豪华、豪华品牌 4S 店近 229 家，占比从 2018 年的 28.44% 提高至 2019 年的 29.28%。目前，公司已位居包括宝马、奥迪、沃尔沃、捷豹路虎、玛莎拉蒂等众多豪华及超豪华品牌的第一销售阵营。2019 年广汇汽车前五名豪华品牌店面占比为宝马(18%)、奥迪(15%)、奔驰(13%)、捷豹路虎(13%)、沃尔沃(11%)。公司正在进行店面改造，逐步将盈利性较差的品牌改造成盈利性较好的日系和豪华车品牌，我们预计未来公司豪华车店面占比有望进一步提升。公司有望受益于行业消费升级，豪华车渗透率提升，盈利能力改善。

图表59： 广汇汽车豪华车门店占比：逐年提升



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表60： 广汇汽车 2019 年豪华车门店占比：BBA 是最主要的品牌



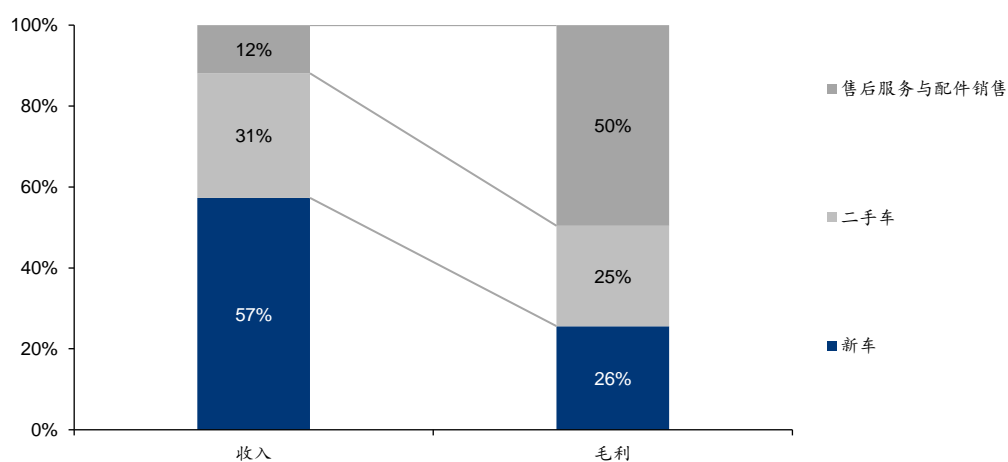
资料来源：公司年报，华泰证券研究所（BBA 指奔驰、宝马、奥迪）

### 对标美国二手车经销商，公司二手车业务发展空间广阔

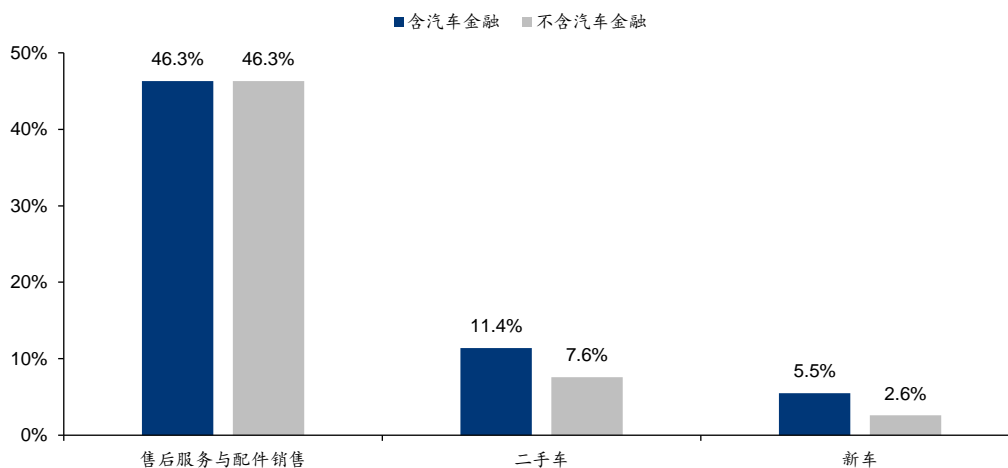
美国授权经销商二手车业务利润规模与新车销售业务相当。根据 NADA 统计，2018 年全美授权经销商总营业收入分为：新车销售（占营业收入比例为 57%），二手车销售（31%），售后服务与配件销售（12%）。按照毛利贡献，以上三项主要业务的占比分别为 26%、25% 和 50%。由此可见，二手车业务的利润规模可以与新车销售业务相当。

美国授权经销商二手车业务毛利率显著高于新车销售毛利率。按照利润率来看，新车销售利润率最低，不含金融保险佣金的情况下，2018 年毛利率为 2.6%（含金融保险的话为 5.5%）。二手车毛利率为 7.6%（含金融保险的话为 11.4%）。毛利率最高的业务为售后维修保养服务，毛利率为 46.3%。



**图表61： 美国授权汽车经销商收入与利润分布（2018 年）：售后业务贡献 12%的收入，但毛利贡献高达 50%**

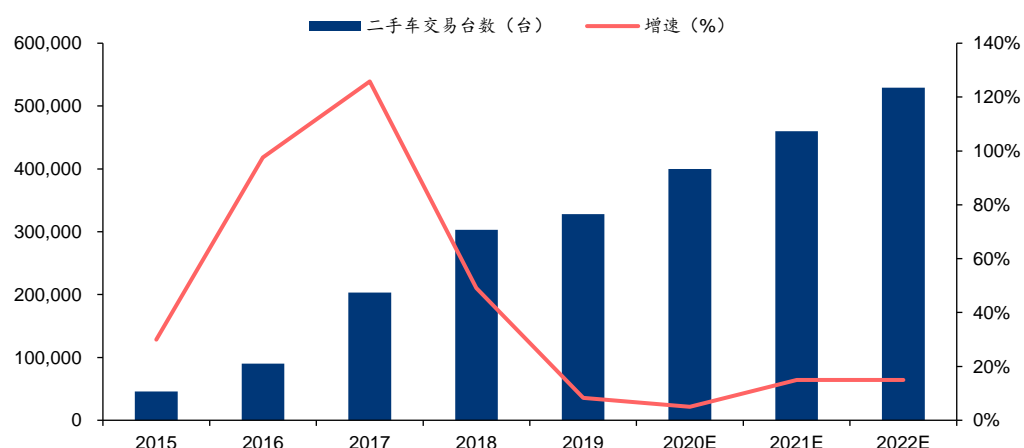
资料来源：NADA，华泰证券研究所

**图表62： 美国授权汽车经销商各业务毛利率（2018 年）：售后业务最高，其次是二手车，新车毛利率最低**

资料来源：NADA，华泰证券研究所

**二手车增值税改革推动公司二手车长期发展。**2019 年，广汇汽车实现二手车销售 32.8 万台，同比+8.3%。二手车销售收入大约占佣金收入 8%，2019 年公司约实现二手车收入 4 亿元左右，单车收入 1300 元左右。公司的二手车经营分为自营模式和经济模式。2020 年以前，由于二手车交易增值税率为二手车出售价格的 2%，二手车业务以经济模式为主。2020 年 4 月开始，二手车增值税率从 2%降低至 0.5%，经销商以自营模式经营二手车盈利有望增厚 975 元左右（假设每台车出售价格 6.5 万元，因为增值税率降低 1.5pct，利润有望增厚 975 元）。我们认为，二手车增值税率降低有望促使中国二手车行业规范化经营，公司二手车业务收入和利润均有望增加。目前公司二手车自营模式毛利率 4%，远期来看有望复制美国发展道路，通过整备出售使二手车毛利率达到 8%（按照美国市场二手车毛利率展望），为公司长期发展带来动力。

**图表63： 广汇汽车二手车交易台数：逐年增长**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利预测与估值

公司业务分为整车销售、维修服务、佣金代理、汽车融资租赁四部分。

**整车销售：**公司整车销售业务的核心驱动因素是新车销量和毛利率，新车销售毛利率主要受到进销差价和厂商返利的影响。2017-2019 年，公司新车销售收入+17%、+1%、+3%，根据中汽协数据，2017-2019 年，国内乘用车销量同比增速分别为+1.9%、-4.3%、-9.5%，公司新车销量分别同比+6.8%、+0.1%、+1.7%，基于收购店面和品牌管理优势，公司销量增速优于行业。

我们预计 2020-2022 年中国乘用车行业销量增速分别为-10%、+5%、+3%，预计公司新车销售业务收入增速分别为-4%、+7%、+4%。2017-2019 年，由于行业景气度下行，终端折扣加大，公司新车销售毛利率下滑，分别为 4.0%、3.9%、3.8%。2020 年，由于疫情影响，我们预计新车销售毛利或进一步下降，但是 2021-2022 年，随着行业景气度上行，终端折扣有望收窄。我们预计 2020-2022 年，公司新车销售毛利率分别为 3.7%、3.8%、3.9%。

**维修服务：**维修服务主要受到维修进场台次和单车维修保养费用影响，我们认为随着每年新车销量叠加，公司基盘客户有望逐年增加，假设客户转化率保持稳定，公司维修保养经常台次有望维持稳定增长。随着车龄增加，单车维修保养费用有望稳步提升。2017-2019 年，公司维修保养业务同比+26%、+15%、+2%，维修保养业务毛利率分别为 34.0%、35.7%、34.0%。我们预计 2020-2022 年，公司维修保养业务收入同比+1%、+9%、+6%，维修业务毛利率维持在 34%。

**佣金代理业务：**公司佣金代理业务分为保险代理、汽车金融服务和二手车业务三部分。保险代理和新车销售量、首保率和延续保率有关。汽车金融服务业务与新车销量相关程度较高。二手车业务主要驱动因素是二手车销售台次。2017-2019 年，公司佣金代理收入分别同比+59%、+18%、+0%，由于新车销量增速放缓，公司佣金代理收入增速减缓，公司佣金代理毛利率分别为 79%、77.3%、77.3%。2020-2022 年，我们预计公司非车险业务有望快速成长推动保险代理业务成长。二手车业务前景广阔，二手车增值税改革将会推动二手车业务快速发展。我们预计 2020-2022 年，佣金代理业务收入同比+0%、+10.5%、+8%，毛利率 76.6%、76.5%、76.3%。

**融资租赁业务：**公司融资租赁业务主要驱动因素是融资租赁台次、公司资金成本。2017-2019 年，公司融资租赁业务同比+14.5%、+20%、-6.2%，毛利率分别为 73%、73%、65.6%。由于融资环境收紧，公司资金成本上升，2019 年公司收紧了融资租赁业务，因此融资租赁业务收入下滑，毛利率下降。2020 年，由于资金成本压力大，我们预计融资租赁业务毛利率或下降，2021-2022 年，随着公司资金压力减弱，融资租赁业务收入和毛利率均有望恢复。预计 2020-2022 年，公司融资租赁业务收入同比+2%、+3%、+1%，毛利率 63%、62%、62%。

图表64： 广汇汽车各业务营收及毛利率情况

百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>整车销售</b>								
收入	82,602	120,025	140,575	142,671	146,741	140,871	150,732	156,761
增长率	0%	45%	17%	1%	3%	-4%	7%	4%
成本	79,124	115,174	134,952	137,163	141,130	135,729	145,004	150,648
毛利	3,478	4,850	5,623	5,508	5,611	5,142	5,728	6,114
毛利率(%)	4.2%	4.0%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.8%	3.9%
<b>维修服务</b>								
收入	7,342	10,443	13,206	15,233	15,583	15,739	17,076	18,101
增长率	0%	42%	26%	15%	2%	1%	9%	6%
成本	4,917	6,944	8,716	9,790	10,281	10,387	11,270	11,947
毛利	2,425	3,500	4,490	5,443	5,302	5,351	5,806	6,154
毛利率(%)	33.0%	33.5%	34.0%	35.7%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
<b>佣金代理</b>								
收入	1,531	2,884	4,584	5,426	5,430	5,430	6,000	6,480
增长率	0%	88%	59%	18%	0%	0%	11%	8%
成本	349	646	963	1,230	1,231	1,271	1,410	1,536
毛利	1,182	2,238	3,621	4,196	4,199	4,159	4,590	4,944
毛利率(%)	77.2%	77.6%	79.0%	77.3%	77.3%	76.6%	76.5%	76.3%
<b>汽车租赁</b>								
收入	1,867	1,698	1,944	2,329	2,186	2,229	2,296	2,319
增长率	0%	-9%	15%	20%	-6%	2%	3%	1%
成本	538	515	525	628	753	825	873	881
毛利	1,329	1,182	1,419	1,701	1,433	1,404	1,424	1,438
毛利率(%)	71.2%	69.6%	73.0%	73.0%	65.6%	63.0%	62.0%	62.0%
<b>总营收</b>								
	<b>93,343</b>	<b>135,050</b>	<b>160,711</b>	<b>166,173</b>	<b>170,456</b>	<b>164,269</b>	<b>176,105</b>	<b>183,662</b>
增长率	0%	45%	19%	3%	3%	-4%	7%	4%
总成本	84,928	123,280	145,349	149,040	153,684	148,212	158,557	165,011
毛利	8,414	11,770	15,363	17,133	16,772	16,057	17,547	18,650
毛利率(%)	9.0%	8.7%	9.6%	10.3%	9.8%	9.8%	10.0%	10.2%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表65： 广汇汽车费用率情况

百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
销售费用	2,487	3,437	4,377	5,248	5,355	5,339	5,635	5,877	6,070
销售费用率	2.7%	2.5%	2.7%	3.2%	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用	1,579	2,078	2,433	2,787	2,682	2,793	2,818	2,939	3,035
管理费用率	1.7%	1.5%	1.5%	1.7%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
财务费用	1,378	2,031	2,456	3,016	3,184	3,285	3,170	3,306	3,414
财务费用率	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%	1.9%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年有望实现收入 1643、1761、1837 亿元，同比-3.6%、+7.2%、+4.3%，归母净利润 21、30、34 亿元，同比-19%、+43%、+13%，对应 EPS 为 0.26、0.37、0.42 元，可比公司 2021 年 15 倍 PE 估值，给予公司 2021 年 15 倍 PE 估值，上调目标价 5.55 元（前值 5.18 元），维持“买入”评级。

图表66: 可比公司估值 (截至 20200914)

证券代码	公司	评级	目标价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			市值 (亿元)
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
601633 CH	长城汽车	增持	16	0.51	0.69	0.83	33	25	21	1297
600104 CH	上汽集团	买入	27.04	1.90	2.33	2.61	10	8	7	2270
601238 CH	广汽集团	增持	12.5	0.68	0.91	1.09	15	11	9	892
	平均						19	15	12	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (盈利预测来自 Wind 一致预期, 评级来自华泰研究所)

图表67: 提及公司一览表

代码	公司	评级
881 HK	中升控股	未评级
3669 HK	永达汽车	未评级
1728 HK	正通汽车	未评级

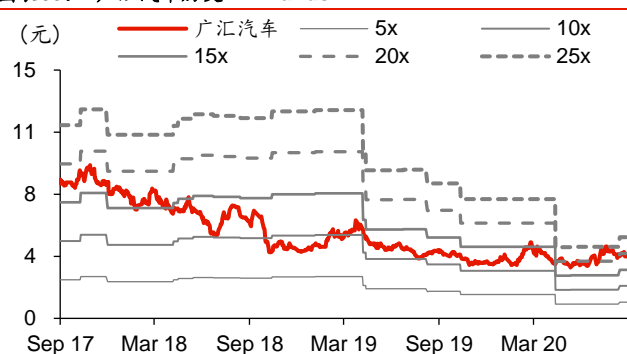
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 风险提示

汽车销量不及预期: 疫情影响经济发展, 汽车需求收到影响, 造成汽车销量不达预期;  
疫情影响公司经营: 若疫情反复, 公司部分地区经营店面有暂停营业风险;  
资产减值风险: 公司商誉和应收账款较多, 存在资产减值风险。

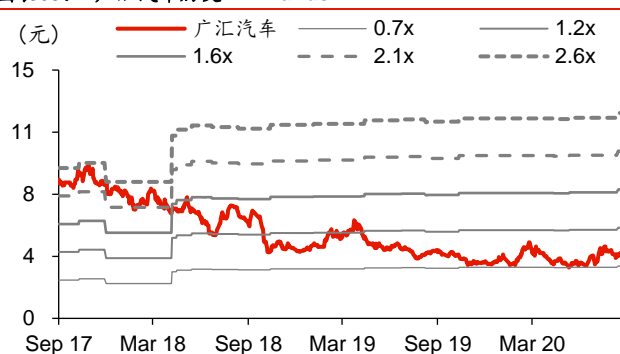
## PE/PB - Bands

图表68: 广汇汽车历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表69: 广汇汽车历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	85,451	86,446	87,599	90,555	92,095
现金	25,385	25,158	27,249	26,985	26,517
应收账款	2,861	3,066	3,150	3,377	3,522
其他应收账款	3,745	3,213	3,700	3,700	3,700
预付账款	20,172	25,492	21,602	23,641	24,656
存货	20,610	17,926	19,897	20,851	21,700
其他流动资产	12,678	11,591	12,000	12,000	12,000
非流动资产	56,041	55,634	56,707	57,094	57,296
长期投资	1,643	2,103	2,000	2,100	2,100
固定投资	13,834	13,298	13,059	13,346	13,548
无形资产	9,855	28,648	28,648	28,648	28,648
其他非流动资产	30,709	11,585	13,000	13,000	13,000
资产总计	141,492	142,080	144,306	147,649	149,392
流动负债	76,262	80,319	79,128	79,968	80,087
短期借款	20,181	22,048	22,178	20,178	18,178
应付账款	29,436	30,576	28,424	30,408	31,646
其他流动负债	26,644	27,695	28,526	29,382	30,263
非流动负债	19,046	16,996	17,771	16,435	13,716
长期借款	16,340	14,187	15,423	13,123	9,430
其他非流动负债	2,706	2,809	2,348	3,312	4,286
负债合计	95,308	97,315	96,899	96,403	93,804
少数股东权益	9,170	6,675	7,267	8,112	9,067
股本	8,218	8,160	8,110	8,110	8,110
资本公积	14,505	12,824	12,824	12,824	12,824
留存公积	14,292	17,106	19,206	22,200	25,587
归属母公司股东权益	37,015	38,090	40,140	43,134	46,521
负债和股东权益	141,493	142,080	144,306	147,649	149,392

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,160	7,860	7,841	8,036	9,225
净利润	3,974	3,315	2,692	3,839	4,343
折旧摊销	1,727	1,677	1,830	1,914	1,997
财务费用	2,570	2,967	3,285	3,170	3,306
投资损失	(91.00)	(306.47)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(6,476)	(577.29)	(317.17)	(1,236)	(770.39)
其他经营现金	456.00	785.40	450.00	450.00	450.00
投资活动现金	(6,515)	(4,633)	(3,700)	(5,000)	(5,000)
资本支出	548.00	803.87	800.00	1,500	1,500
长期投资	3,955	914.96	900.00	1,500	1,500
其他投资现金	2,012	2,914	2,000	2,000	2,000
筹资活动现金	(4,176)	(6,486)	(2,050)	(3,300)	(4,693)
短期借款	2,723	1,867	0.00	(2,000)	(2,000)
长期借款	(3,970)	(30,527)	(3,000)	(2,300)	(3,693)
普通股增加	74.00	(58.02)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(4,341)	(3,336)	(49.98)	0.00	0.00
其他筹资现金	1,338	25,568	1,000	1,000	1,000
现金净增加额	(8,513)	(3,235)	2,091	(264.09)	(467.86)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	166,173	170,456	164,269	176,105	183,662
营业成本	149,040	153,684	148,212	158,557	165,011
营业税金及附加	494.34	540.91	492.81	528.31	550.98
营业费用	5,248	5,355	5,339	5,635	5,877
管理费用	2,787	2,682	2,793	2,818	2,939
财务费用	3,016	3,184	3,285	3,170	3,306
资产减值损失	(722.12)	(870.74)	(800.00)	(500.00)	(400.00)
公允价值变动收益	90.94	(70.19)	(22.00)	(22.00)	(22.00)
投资净收益	90.83	306.47	100.00	100.00	100.00
营业利润	5,282	4,530	3,588	5,137	5,819
营业外收入	78.86	121.68	100.00	100.00	100.00
营业外支出	104.38	104.45	50.00	50.00	50.00
利润总额	5,257	4,547	3,638	5,187	5,869
所得税	1,283	1,232	945.93	1,349	1,526
净利润	3,974	3,315	2,692	3,839	4,343
少数股东损益	716.51	714.51	592.30	844.48	955.40
归属母公司净利润	3,257	2,601	2,100	2,994	3,387
EBITDA	10,331	9,871	9,263	10,480	11,281
EPS (元, 基本)	0.40	0.32	0.26	0.37	0.42

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.40	2.58	(3.63)	7.21	4.29
营业利润	(8.20)	(14.25)	(20.79)	43.17	13.26
归属母公司净利润	(16.14)	(20.16)	(19.25)	42.58	13.13
获利能力 (%)					
毛利率	10.31	9.84	9.77	9.96	10.15
净利率	1.96	1.53	1.28	1.70	1.84
ROE	8.80	6.83	5.23	6.94	7.28
ROIC	6.93	5.94	4.66	6.67	7.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.36	68.49	67.15	65.29	62.79
净负债比率 (%)	206.36	217.39	204.40	188.12	168.75
流动比率	1.12	1.08	1.11	1.13	1.15
速动比率	0.85	0.85	0.86	0.87	0.88
营运能力					
总资产周转率	1.17	1.20	1.14	1.19	1.23
应收账款周转率	14.13	14.38	13.21	13.49	13.31
应付账款周转率	1.30	1.28	1.26	1.35	1.33
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.32	0.26	0.37	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.96	0.97	0.99	1.14
每股净资产(最新摊薄)	4.50	4.67	4.95	5.32	5.74
估值比率					
PE (倍)	9.44	11.73	14.44	10.13	8.95
PB (倍)	0.83	0.80	0.76	0.70	0.65
EV_EBITDA (倍)	4.03	4.21	4.49	3.97	3.69

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

本人，林志轩、刘千琳、王涛、邢重阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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门、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、刘千琳、王涛、邢重阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

## 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

#### 法律实体披露

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J  
**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809  
**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

#### 华泰证券股份有限公司

##### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

#### 华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司