

2017.12.15

汽车经销行业研究



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

汽车经销行业研究

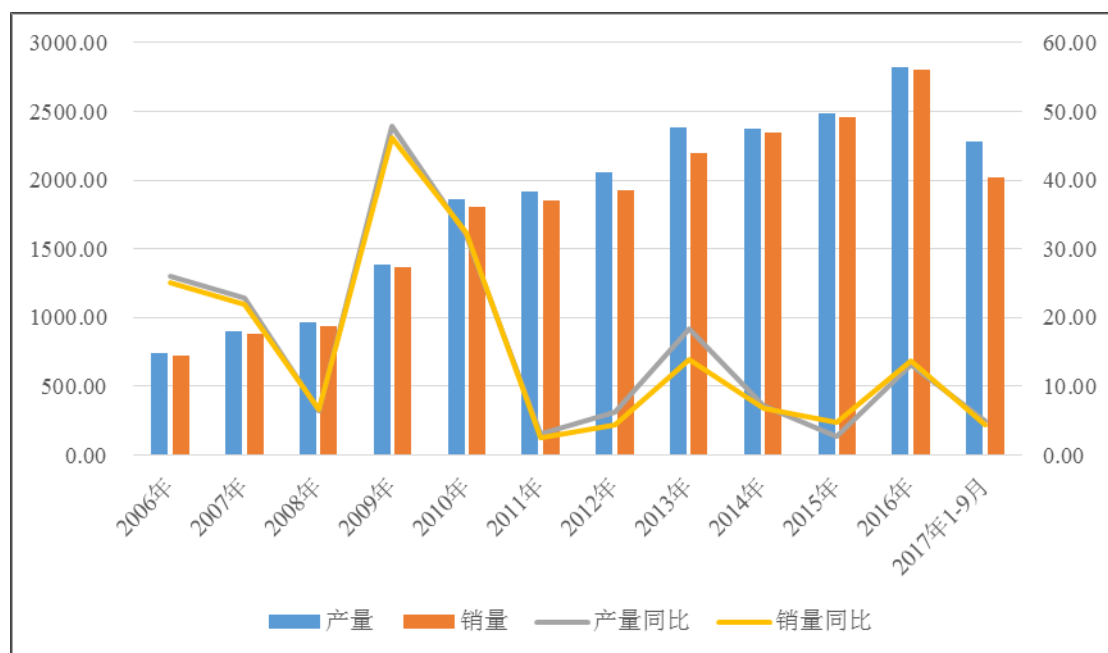
联合资信 工商企业一部 张豪若 陈婷

一、行业运行概况

1. 行业整体状况

中国汽车行业自 2000 年以来步入快速发展期，汽车产销量连创新高，成为全球汽车行业发展最为迅速的市场之一。2005 年《汽车品牌销售管理实施办法》的颁布实施，使中国汽车经销市场中规范性较低的中小经销商被大量过滤，同时促进了大型经销商向特许经营专卖店模式的高速转型，中国汽车市场主流经销渠道由此开始。2008 年，受全球金融危机的影响，中国汽车销量增速呈现明显的下滑趋势。为刺激汽车产业需求，2009 年国家在“十大产业调整振兴规划”中推出《汽车产业调整振兴规划》，制定了汽车产业发展的八大目标，加上成品油税费改革、小排量车购置税减免、“汽车下乡”、新能源汽车试点城市及补贴等政策的推行，使得 2008 年下半年延迟的市场需求和 2009 年当期需求集中释放，2009 年中国首次超过美国成为世界汽车产销第一大国。2011 年受取消购置税减免及汽车以旧换新等政策到期因素影响，汽车产销增速明显放缓，当年汽车销量同比增长仅为 2.5%，是近十年来最低增速。随着三四线城市购车需求的不断增长，2012~2013 年中国汽车产销量增速企稳回升，2013 年汽车累计销量为 2198.41 万辆，同比增长 13.9%，比 2012 年提高 9.5 个百分点；2014 年以来，随着中国经济“新常态”的加深，汽车销量虽保持全球第一，但增速不断下降；2016 年，受益于购置税减半政策，中国汽车全年实现销量 2802.82 万辆，同比增长 13.65%，增速高于上年 8.97 个百分点。2017 年 1~9 月，汽车销量平稳增长，同比增长 4.46%至 2022.45 万辆，受购置税优惠政策退坡等影响，增速较上年同期下降 8.71 个百分点。

图1 2006年~2017年9月中国汽车产销量变化情况（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业协会

近十年，中国汽车保有量不断增长，年均增速保持在10%以上。截至2016年底，中国汽车保有量为1.94亿辆，同比增长12.79%；千人汽车保有量约125辆，从国际经验来看，千人保有量120辆左右是汽车销量增速的分水岭；对比美国、日本等国家，日本在2012年千人汽车保有量已达480辆，美国2014年千人保有量约为813辆，中国汽车销售市场的未来发展空间大。截至2017年6月底，汽车保有量达到2.05亿辆，首次突破2亿大关。

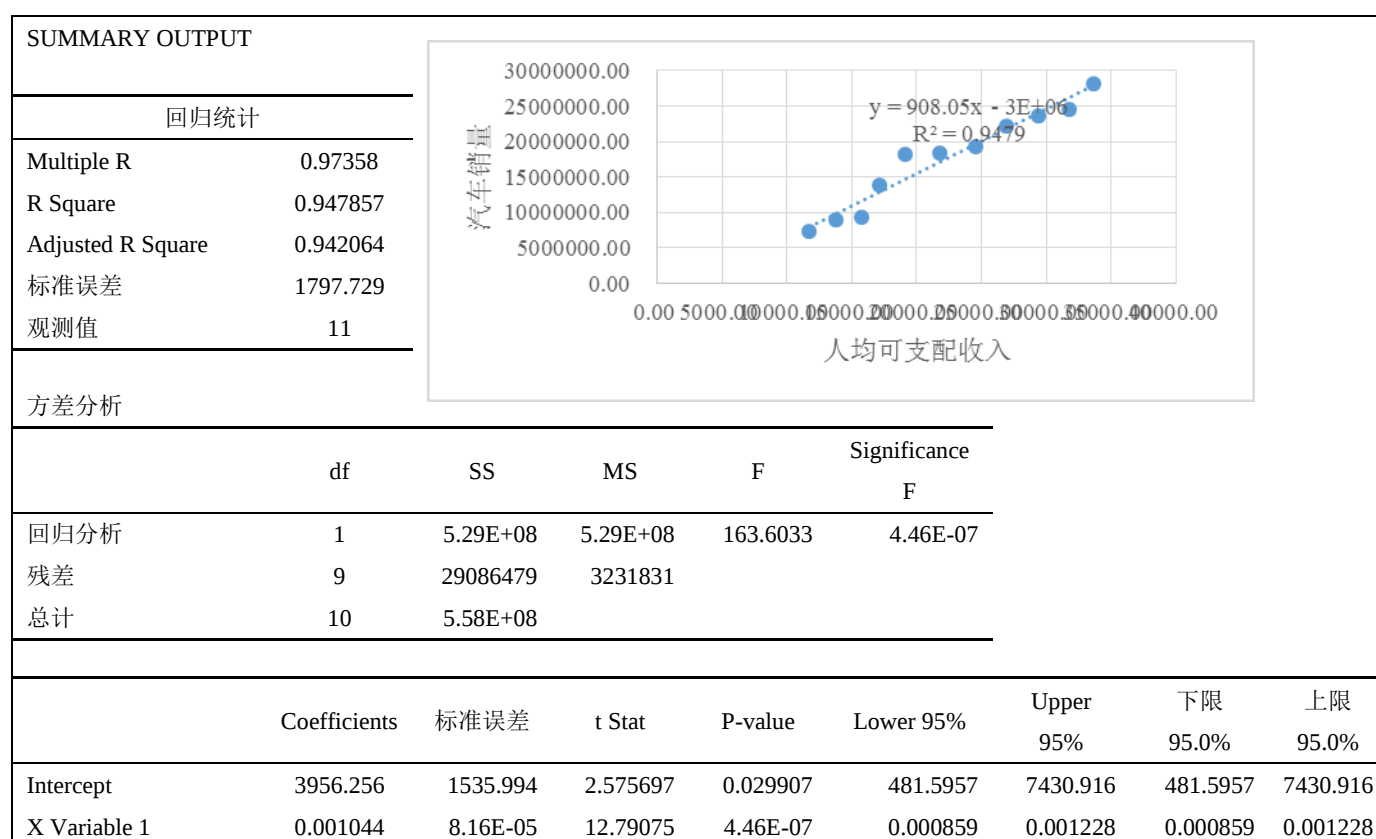
从汽车销量历年数据来看，不同时期内，宏观调控、行业鼓励政策、节能环保标准以及油价波动等外部因素通过对消费者购车成本及用车成本的影响，阶段性地抑制或释放了消费需求，造成行业的周期性波动；同时，保有量的持续上升，说明行业整体仍呈现持续增长，市场需求仍有上升空间。目前，中国汽车保有量仍远低于全球平均水平，消费者首次购车的需求以及更新换代的需求将为汽车市场的未来提供发展空间，其中首次购车需求将增加现有市场中的存量客户，更新换代需求将保障现有市场的可持续性发展，而上述需求均依赖于产业技术升级、新车型推出以及道路运输指导政策等。

从下游需求来看，汽车经销行业与国家宏观经济形势变化息息相关。中短期来看，国内人均收入水平提高、汽车消费升级、国内人均保有量较低以及城镇化进程推进等将持续为汽车市场提供较为强劲的刚性需求。长期来看，毛利率较高的汽车维修养护等汽车后服务将成为国内汽车经销商的主要利润增长点。行业整合为未来发展趋势，资金实力雄厚、后市场服

务体系完善的大型经销商将获得更大的发展空间。2015 年至 2018 年，中国经济预计将继续保持稳定增长，GDP 增速年均复合增速约为 6.5%-7%，居民收入水平将进一步提升，年均复合增速约为 7.2%，与此相应，中国乘用车保有量规模也将进一步扩大，居民汽车消费结构也将持续升级。上述因素均可带动中国乘用车市场需求的继续增长。

汽车销售，尤其是乘用车销售，与国家居民收入水平有着密切关联。从统计回归分析结果来看，中国汽车销量与人均可支配收入的相关系数为 0.948，虽然分析结果可能会由于样本空间小等原因造成误差，但基于回归结果的 t 检验及 P 值分析，两者相关性显著。随着中国居民人均可支配收入的提高，中国汽车销量将进一步增长。

图 2 中国汽车销量与人均可支配收入回归分析



资料来源：根据 Wind 数据整理

2. 乘用车子行业

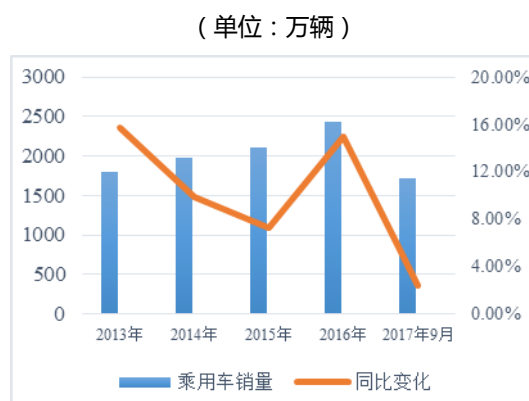
按照产品用途划分，汽车行业分为乘用车产业和商用车产业。2016 年，中国乘用车销量为 2437.69 万辆，占整个汽车市场的比重高达 87%，是汽车市场的主要构成，且销量增速整体高于商用车，亦是汽车市场增长的主要动力来源。近年来，乘用车销量增长情况与汽车整体销量趋同。2015 年乘用车销量首次突破 2000 万辆，2016 年销量完成 2437.7 万辆，同

比增长 14.9%，增速相比上年提升 7.63 个百分点；受益于购置税减半政策，2016 年，1.6 升及以下乘用车销售 1760.7 万辆，同比增长 21.4%（上年增速为 10.38%），占乘用车销量 72.2%（上年为 68.6%），是支撑乘用车市场增长的主力细分。2017 年 1~9 月，乘用车和商用车分别完成销量 1715.05 万辆和 307.40 万辆，同比增长 2.38%和 17.85%，乘用车销量延续增长态势，但受制于小排量乘用车购置税优惠政策退坡影响，增速回落明显。

按照车型划分，乘用车可分为轿车、SUV（运动型多用途车）、MPV（多功能车）以及交叉型乘用车。2016 年，轿车销售 1215.0 万辆，同比增长 3.4%，SUV 销售 904.7 万辆，同比增长 44.6%，MPV 销售 249.7 万辆，同比增长 18.4%，交叉型乘用车销售 68.4 万辆，同比下降 37.8%。SUV 延续快速增长，MPV 增速进一步提升，体量最大的轿车增速转正，交叉性乘用车持续下滑。2017 年前三季度，中国市场中乘用车销量为 1715.05 万辆，同比增长 2.38%，增速较上年同期下降 12.37 个百分点。按车型分类：轿车销售 831.85 万辆，同比下降 1.45%；SUV 销售 696.19 万辆，同比增长 16.05%；MPV 销售 145.09 万辆，同比下降 17.05%；交叉型乘用车销售 41.91 万辆，同比下降 25.50%。

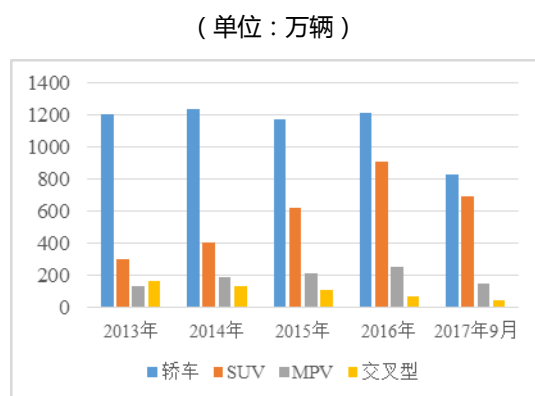
整体来看，乘用车市场中轿车始终是最主流车型，为乘用车市场贡献一半以上的销量。近年来，SUV 的增长势头逐年凸显，2016 年 SUV 销量约占乘用车总销量的 37%，一方面是由于 2016 年购置税相关政策拉升了整体汽车市场的销售局面；另一方面，国产 SUV2016 年突破 600 万辆关口，同比增长 59%，远高出乘用车整体增长率，具有较高的性价比的国产品牌加速推出 SUV 新款车型，在 SUV 市场中占有的份额提升至 50%以上。2017 年以来，轿车销量增速放缓，SUV 车型延续上年态势继续支撑乘用车整体增速。占比较小的 MPV 车型，相比于轿车和 SUV 来看市场成熟度较低，但考虑到“二胎”政策带来的家用车需求，其近年来保持着两位数的增速，未来发展空间较大。

图 3 近年来中国乘用车销量变化情况



资料来源：根据 Wind 数据整理

图 4 近年来中国乘用车细分品类销量变化情况



资料来源：根据 Wind 数据整理

表 1 乘用车各细分市场销量增幅对比（单位：%）

细分市场	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
轿车	3.1	-5.3	3.7	-1.5
SUV	36.4	52.4	44.6	16.1
MPV	46.8	10.1	18.4	-17.1
交叉型乘用车	-18.1	-17.5	-37.8	-25.5
乘用车市场合计	9.9	7.3	14.9	2.4

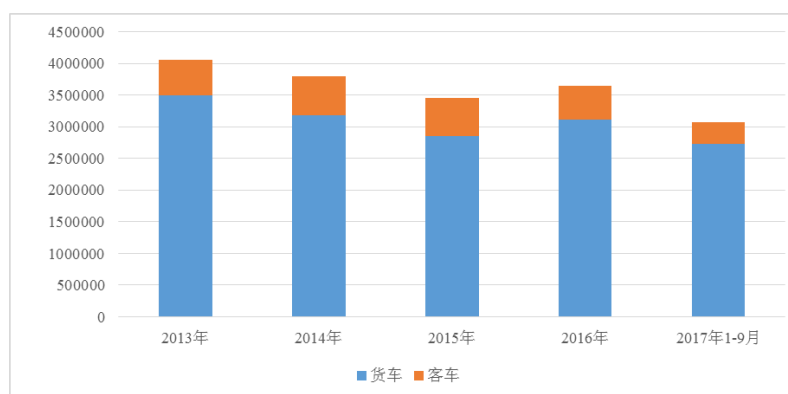
数据来源：根据 Wind 数据整理

3. 商用车子行业

2016 年，中国商用车销量为 365.13 万辆，占整个汽车市场的 13%，整体规模明显小于乘用车市场。近年的市场发展态势看，商用车行业在 2010 年达到历史最高点后，由于宏观经济增速持续回落，2011~2012 年市场需求下降明显；2013 年，轨道交通、城镇化等投资以及城市物流建设支撑了商用车、尤其是重卡车种的需求，同时国四标准的实施进度加大了市场对国三库存车的消费力度，商用车销量恢复性增长；2014~2015 年，由于上年市场需求的提前释放，以及 GDP 增速进一步放缓，商用车销量再次步入下滑。2016 年，交通运输部与公安部展开专项整治行动，统一超限超载执法新标准，重卡的承载重量上限有所减少，使得物流车的有效运力降低，刺激了新车购置需求；另外，煤炭等大宗商品补库存带来的运输量集中释放、PPP 基地项目带来运输需求增加，重卡行业内生的替换需求等因素，均推升了重卡新车的购置需求，在此带动下，商用车销售恢复正向增长，同比增长 5.66%。2017 年上半年，商用车销量 210.09 万辆，同比增长 17.54%。

分产品来看，商用车主要包括货车及客车，货车在商用车销量中的比重保持在 80%以上，货车类产品受工程建设、房地产、能源矿山及物流运输等下游行业需求影响较大，2016 年货车全年累计销量 310.79 万辆，同比增长 8.82%。客车方面，中国经济增速温和下降，客车市场总体需求持续下滑，2016 年客车全年累计销量 54.34 万辆，同比下降 8.73%。2017 年 1~9 月，货车销量增速进一步提升，同比增长 22.39%至 272.78 万辆；客车销量延续下滑态势。

图 5 近年来中国商用车细分品类销量情况（单位：辆）



资料来源：根据 Wind 资料整理

二、汽车经销企业运营模式

1. 经营模式

近年来，各形态的汽车销售业态有所发展，例如汽车超市、汽车综合产业园、电商平台等，但目前汽车特许经营专卖店仍是中国汽车销售最主要的渠道。其中，可以为客户提供整车销售、零配件销售、维修服务及信息反馈服务的 4S 店是目前市场的主要门店形态。在此模式下，汽车生产商与汽车经销商签订合同，授权经销商在一定区域内从事汽车的营销活动；汽车生产商通常会对汽车经销商的销售方式、宣传方式、服务标准、销售流程、店面形象标识作出要求；这一授权过程通常由汽车生产商根据自身的建设规划图通过招商的形式确定。

首先，由整车生产商严格挑选拟开设的专卖店的地址，然后根据其本身对零售网络铺设的需求进行公开招标。随后，生产商会根据申请人拟建设店铺的土地、人员配路、资金等方面的情况并经过实地考察后，确定授予经销权。其后，汽车生产商向确定的经销商收取一定的担保押金，并根据自身标准指导经销商的建设、装修和陈列等。同时，汽车生产商会为经销商提供管理、营销及技术人员训练。进行检测及考核后，生产商会向经销商发出确认函，并开始付运汽车，允许其开始组织相关经营活动。

国内各大经销商均有自身根植的区域，存在着较强的地域性特征和一定的品牌定位。例如广汇汽车、庞大集团为汽车经销全线品牌型，国机汽车、中升集团经销品牌以中高端品牌为主，利星行为单一品牌型，物产元通为代表的本地主力型等。规模较大的经销商集团在人才培养、品牌知度和地区市场资源整合等方面具备竞争实力；由于在整车及零配件采购时，经销商一般需要全额支付价

款，资金占用压力较大，具备规模效益的经销商在市场及信贷环境波动的情况下，能够体现出更强的抗风险能力，行业整合将成为未来的发展趋势。

2. 盈利模式

汽车经销商的主要收入来源包括整车销售及汽车后服务。

现阶段，整车销售是汽车经销商最为主要的收入来源，通常占比可达 90%左右。经销差价和厂商返点是汽车经销商的最大利润来源：①销售价格和进货价格的差价：通常情况下，整车厂会规定某车型在某地区的毛利率（通常为 6%左右），并按照厂商指导价和毛利率确定该地区经销商的提货价格。如果厂商主动改变指导价（如厂商降价），则提货价格也会改变，经销商毛利水平不会发现显著变化。②整车厂给予的返点：由厂家根据经销商销量完成情况，在年终或者季度末以奖励的形式返回给经销商。经销商返利根据区域、车型和经销商综合表现，在 2%到 5%不等。由于汽车生产在整个产业链的地位优势明显，对于下游经销商的话语权很强，使得中国汽车经销企业近年来整车销售业务毛利率不断下降。

汽车后市场是汽车从售出到报废的过程中，围绕汽车售后使用环节中各种后继需要和服务而产生的一系列交易活动的总称。汽车后服务市场分为 9 类，包括：汽车配件供应，售后维修服务，汽车后装，汽车金融，二手车及租赁，汽车文化，汽车报废回收，汽车专业市场及其他。按国际惯例，在一个完整成熟的国际化汽车市场里，汽车的销售利润占整个汽车业利润的 20%，零部件供应利润约占 20%，其余 60%的利润都是在服务领域产生的。

随着中国汽车保有量的迅速增长以及新车销量增速的逐步趋于平缓，售后业务比例不断提升。在整车销售利润空间狭窄的情况下，大部分汽车 4S 店逐渐把售后服务作为其服务业的一个重要利润来源，由于其较高利润回报，售后服务利润模式开始在汽车服务的赢利模式中日渐占据重要地位。汽车 4S 店售后服务涵盖了汽车销售以后有关汽车的质量保障、索赔、维修保养服务、汽车零部件供应、维修技术培训、技术咨询及指导、市场信息反馈等与产品与市场有关的一系列内容。

在汽车后市场中，受政策推动影响，汽车融资租赁近年来发展速度迅猛，成为汽车金融服务的主要形式之一。中国汽车金融服务行业发展空间较大，根据前瞻产业研究院《汽车金融行业市场前景与投资分析报告》显示，中国 2015 年汽车金融渗透率为 35%远低于发达国家，其中融资租赁市场渗透率仅为 1%。而美国汽车金融渗透率达 81%，其中融资租赁市场渗透率 50%。随着汽车金融产品供给的增加、中国家庭理财意识的增强、年轻人逐渐成为消费的主力，包括汽车融资租赁业务在内的汽车金融将迎来蓬勃发展的黄金时期。预计到 2020 年，中国汽车金融渗透率将达到 50%，市场

规模有望突破 2 万亿元。

3. 产业链地位

汽车产业链分为上游行业（包括原材料、零配件行业）、汽车整车制造行业、下游行业（包括汽车经销、维修养护、二手车交易、汽车金融、汽车油品）三部分。汽车经销处于汽车产业链中下游的汽车流通服务领域，与汽车销售终端客户紧密对接。其上游为各类汽车生产制造商，下游为终端消费者。

国家于 2005 年 4 月 1 日开始实施《汽车品牌销售管理办法》后，中国汽车销售行业的经营形态逐渐形成以 4S 专卖店为主的现状。汽车经销商在经营规模、范围、地域、利润空间等方面会受到整车制造厂商的制约。一般情况下，汽车授权经销商需与整车制造厂商协议确定车型、销量及售价，并以完成销量目标为最终考核目标。且在采购整车及零部件时通常需要全额支付价款，对资金形成占用。汽车经销商的收入规模也因此会受到经销品牌的制约。由于汽车经销商盈利来源主要为汽车购销差价及厂商返利，当汽车市场销量增速放缓的情况下，汽车经销市场竞争则会趋于激烈，部分整车销售价格下探，进销差价空间萎缩，加上需求降低导致汽车经销商去库存压力加大，新车销售利润率进一步降低。2015 年以来，汽车经销商经营压力进一步加大，若汽车厂商当年定了较高的销量指标，汽车经销商为了获得厂商返利只得超负荷拿车，而当年汽车需求增速如果出现下降，则会导致经销商为了完成指标价格而出现倒挂现象。随着近年汽车销量增速的回升，2016 年国内汽车经销商库存有所降低。根据国际惯例，库存系数（库存数/销售数）在 0.8~1.2 之间处于合理范围，若大于 1.5，则库存达到警戒水平，2016 年，国内经销商绝大部分月份的库存系数均在 1.5 以下，特别是在 12 月份库存系数降至 0.82，经销商的库存压力持续降低。但是 2017 年以来，由于汽车销售增速下降较快，库存压力有所增大。

三、行业政策

1. 地方性汽车限购政策

截至目前，中国共有八个城市先后推出了汽车限购政策，包括上海、北京、广州、天津、贵阳、杭州和石家庄。以北京为例，2010 年 12 月，北京正式公布《北京市小客车数量调控暂行规定》实施细则，规定从 2011 年期，新增小客车号牌额度总量受控，申请人须参加摇号获得购车指标。同时，北京市规定外地牌照的车辆高峰期内禁止驶入五环以内，以保证京牌车辆的顺利通行。上海从 1994

年起便采用牌照拍卖的方式控制汽车增量，对汽车牌照进行市场化配置，根据 2012 年上海市政府颁布的《上海市非营业客车额度拍卖管理规定》，获得牌照的车辆拥有在上海市中心城区通行的权利，每月新增牌照额度根据市场情况变化，外地车辆在工作日高峰期内，禁止驶入高架道路。

限购政策会直接影响汽车销量，并且一定程度上改变消费者的购车行为，从而影响汽车市场上各品牌与产品的竞争格局；据调查，限购政策实施后，更多的消费者会增加购车预算，改买更高端车型，如 SUV 车型、大型车、豪华车。同时，限购政策也加速了汽车后市场的发展，车主将更加注重对现有车辆的保养，提升相应的维修养护预算；汽车租赁市场也成为政策的受益者。

2. 持续打击汽车产业价格垄断

2014 年 8 月以来，国家发改委及各地物价局每年均会针对汽车产业链各端的价格垄断协议行为通报并罚款，“反垄断”监管具有持续性；2016 年 4 月，国家发改委对上海韩泰轮胎及相关经销商处以 217.52 万元罚款，同年 12 月，上海市物价局对上汽通用限定车型最低售价行为开出 2.01 亿元罚款。同时，国家发改委同有关部门研究起草《关于汽车业的反垄断指南》，已于 2016 年 3 月公开征求意见，该《指南》重点关注与新车销售、售后配件流通、售后维修服务以及滥用市场支配地位的行为，在结构上匹配《反垄断法》。

目前，反垄断指南正式推出在即，反垄断处罚已覆盖上游零部件、中游厂商、下游经销商及汽车后市场等产业链各端，且由于话语权较强的整车厂商因销售规模大导致罚单金额高（通常按上一年度涉案产品销售额的 4% 计算）。可见，反垄断监察具有较强的连续性和处罚力度，行政监管对整车生产和经销环境的整治是长期存在的目标。

3. 减征 1.6 升及以下排量乘用车购置税

2016 年 12 月，财政部、国家税务总局发布《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》（以下简称“通知”），自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减征按 7.5% 税率征收车辆购置税；自 2018 年 1 月 1 日起，恢复 10% 的法定税率。本次《通知》是在 2015 年发布的“2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日购买 1.6 升及以下排量乘用车，实施减半征收车辆购置税的优惠政策”基础上，相应降低了购置税优惠力度。

从 2016 年销量看，之前实施的购置税减半政策有力促进了相应车型的销售，尤其在 6~11 月，乘用车当月销量同比增速均在 17% 以上，下半年贡献了全年销量的 55%（2015 年贡献率是 52%），一定程度透支了后续的消费需求。随着新优惠政策出台，一方面对 2017 年的销售增长带来阶段性影

响，另一方面相应企业也可能调整新车型的布局计划。

4. 商务部正式发布《汽车销售管理办法》

《汽车销售管理办法》（以下简称“新《办法》”）自 2016 年 1 月公开征求意见，已于 2017 年 2 月经商务部审议通过，自 2017 年 7 月 1 日起施行；同时废止《汽车品牌销售管理实施办法》（商务部、发展改革委、工商总局令 2005 年第 10 号，以下简称“旧《办法》”）。

与旧《办法》相比，新《办法》在法规名称、适用范围、授权制度和期限、销售及售后服务、供应商对经销商的管控等方面做出了调整：新《办法》在名称上取消了“品牌”二字，行政管理将不再限于“品牌授权”模式，市场中供应商、经销商、售后服务等参与方的权责将在“销售活动”的基础上延伸至“信息明示、建立健全投诉制度”等相关方面，保障并强化了消费者的权益。新《办法》取消了单一的品牌授权模式，将品牌授权期限由 1 年 1 次调整为不低于 3 年，首次授权不低于 5 年，并且规定供应商、经销商不能对消费者限定汽车相关用品的提供商和售后服务商、强迫消费者购买保险等业务，在维护经销商的同时，更好的保障了消费者的利益，使得整车厂商的利润空间更趋市场化。新《办法》还提出多个“不得”，规定了多项供应商不得对经销商实施的行为，提供给经销商更大的自主经营权，在货源及备货、跨区域销售、销量及价格等方面削弱了供应商对经销商的限制，平衡了供应商和经销商之间的利润空间。

随着汽车市场的发展，品牌竞争加剧使得汽车经销企业盈利承压，上游厂商和下游经销商在经销准入、投资回报、垫资、经营自主权等方面的不对等凸显，厂商地位强势。新《办法》出台，在保障消费者权益的基础上，放宽市场准入，推动销售、售后分离，提倡资源共享，降低经销商的投资门槛和营运开支，促进上下游关系由“授权经营的强势话语权”转变为“双方协商共赢的合作关系”，鼓励尝试营销新模式，行业集中度和运营效率有望得到提升，对汽车经销行业是重要的利好。但同时，汽车经销作为一个区域性和全国性企业并存、规模和盈利差异化的完全竞争行业，在“松绑”初步阶段可能会出现不合理竞争的行为，需要厂商和监管机构予以引导、约束，监督趋细化，以提升失信成本。

5. 多国出台新能源政策 中国已开始研究制定禁售传统燃油车时间表

2017 年 7 月，英国政府宣布将于 2040 年全面禁售包括油电混合动力车在内的燃油车；法国环境部也宣布到 2040 年前全面禁止销售汽油和柴油汽车，到 2050 年前努力成为碳零排放国家。此前，欧洲多个国家，包括德国、荷兰、挪威、瑞典、瑞士都先后公布过禁售传统燃油汽车的时间表。

与此同时，欧洲各大汽车厂商也纷纷将重心向新能源市场偏移。印度政府《国家电动汽车任务计划》也表明，到 2020 年印度计划每年销售 600-700 万辆电动汽车，势必普及电动汽车来改善严重的污染问题。

据工信部副部长辛国斌 2017 年 9 月在中国汽车产业发展国际论坛上的致辞，中国已经开始研究制定禁售传统燃油汽车时间表。这不仅是顺应汽车产业发展的大趋势，也与环境问题相关。就 2016 年市场来看，中国的乘用车能源消耗量和国际上限定标准还有差距。从现在到 2025 年将是汽车产业战略转型最为剧烈的几年，对传统汽车节能减排要求、新能源汽车的技术要求都会越来越高。从技术和环境角度出发，逐步停止生产和销售传统燃油车是必然之路。

四、行业竞争格局

目前中国汽车经销行业呈现出“小规模、大群体”的格局，行业内企业普遍规模小、实力弱、组织化程度低，融资能力受到限制。大型经销商在人才储备、品牌知名度、资本实力和地区市场资源整合等方面具备竞争实力，通过兼并和新建扩大市场份额，汽车经销行业的整合仍为行业未来发展趋势。根据中国汽车流通协会的统计数据显示，2016 年，中国汽车经销商百强集团 4S 网点数达到 6014 家，同比增长 8.8%；百强企业营业收入为 1.5 万亿，同比增长 17.9%；整车销售 780.3 万辆（含二手车），同比增长 19.8%；同时盈利规模有明显提升，毛利润总额为 771.7 亿元，同比增长 34.6%，净利润为 197.3 亿元，同比上升 34.6%。中国汽车经销商百强集团中前十名营收总计 5979.35 亿元，约占百强集团营收总数的 39%，销量合计 292.77 万辆，约占百强企业总销量的 37%。由此可见，中国汽车经销行业集中度依然偏低。位于榜首的广汇汽车服务股份公司（以下简称“广汇汽车”）同 100 名的国北汽车控股有限公司营收额相差 50 倍，销量差距达到百倍规模，中国经销商阵营内部继续呈现两极化趋势。

表 2 2016 年中国汽车经销商集团前十名企业(单位：亿元、万辆)

排名	集团名称	营业收入	销量
1	广汇汽车服务股份公司	1354.22	91.50
2	中升集团控股有限公司	715.99	32.80
3	利星行汽车	661.77	15.75
4	庞大汽贸集团股份有限公司	660.09	52.18
5	上海永达控股（集团）有限公司	559.89	17.26

6	国机汽车股份有限公司	505.85	17.07
7	恒信汽车集团股份有限公司	442.84	24.12
8	大昌行集团有限公司	399.57	8.33
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	363.94	23.20
10	中国正通汽车服务控股有限公司	315.19	10.56

资料来源：中国汽车流通协会

注：上表中销量包含二手车销量。

五、未来发展

1. 中西部市场成未来主要增长区域，销售网点向三四线城市渗透

从汽车销量增速水平来看，东北、西北、中部、西南等地区的汽车销量增长最快，然而这些地区的4S门店数目占全国的比例都较低；另一方面，三四线城市汽车消费增长速度持续高于全国水平，已经在近年来成为中国汽车消费的主力。由于中西部地区以及三四线城市汽车消费潜力与4S店分布的不匹配，预期汽车经销商将加快在上述地区的布局，渠道西进和下沉将是大势所趋。另外，随着中国城市化进程的加快和社会财富的增长，三四线城市的汽车需求逐步突显出来，近年来主机厂纷纷意识到其市场潜力，开始积极布局三四线城市，鼓励中心城市经销商将网络下沉到三四线城市。

2. 经销商与整车厂商开始探索合作共赢的格局

随着中国汽车经销商行业集中度的不断提高，部分汽车经销商集团在销售数量、网点数量、区域覆盖等方面都在近几年形成了一定规模，并在经营管理水平、售后服务能力等方面得到了较大提升，对推动整个汽车经销行业的服务水平及促进汽车行业的发展方面起到了越来越重要的作用。

与此同时，整车厂商与经销商的关系，也逐渐由单纯的上下游授权、供销的关系，走向了更紧密的合作共赢。近年来主要品牌整车厂商陆续放宽了对经销商的授权网点数量的限制，使得经销商得以进一步扩大单一品牌的经销网点，发挥规模优势，促进品牌销量；同时，伴随着中国汽车消费市场向二三线城市的拓展，整车厂商也开始鼓励经销商经营卫星店、直营店等授权机制更为简单的销售渠道，依托经销商广泛的专卖店网点，共同培育潜在汽车消费市场。

3. 整车销售逐步转向汽车后市场服务

由于汽车销售业务在国内特别是在沿海地区已相对饱和，未来销售业务收入的下滑难以避免，

在整车销售领域竞争日益激烈，同时加上土地价格上升、环保压力增大、“限购”、“限行”、“限迁”等抑制汽车消费的外部不利条件，由整车销售向汽车后市场服务转移将成为一种转型趋势。而且从海外汽车流通发展经验看，汽车流通过程利润增值由制造环节逐步向汽车服务领域转移。

从2016年开始，经销商集团纷纷走上快速转型之路，有些已初显效果。比如，坚持“内生增长+外延扩张”的广汇汽车，在2017年继续延续并购整合的发展战略，重拾超豪华、豪华及中高端品牌经营网点，并加强综合服务，强化盈利水平。这些措施在优化新车业务的同时，还使得广汇汽车的售后服务、二手车、融资租赁等业务得到快速增长。得益于转型而利润大增的还有庞大集团，虽然乘用车收入维持低速增长，但其金融、保险、精品等增值服务均有大幅提高，创新业务的新能源汽车、平行进口汽车销量超过去年。为适应新形势，庞大汽贸集团股份有限公司（以下简称“庞大集团”）还加速布局出行市场，推出叮叮约车，并加大整合公司资源、盘活资产的力度。

4. 依托电子商务，升级产业链

从欧美发达国家发展过程能看到，汽车后市场业务范围广阔，无论是互联网还是物联网，已经成为汽车后市场企业不能忽视的领域。电子商务是汽车后市场发展的必然业态，一直以来，汽车市场渠道上偏重于传统渠道，最近几年电商崛起，传统销售渠道面临被代替的命运。而传统汽车经销企业也在积极推出互联网线上服务，例如广汇汽车与阿里巴巴合作共同打造二手车O2O交易平台；庞大集团开设了庞大电子商城；广东物资集团汽车贸易公司成立了广东最大汽车电商平台-车唯网；中国和谐新能源汽车控股有限公司与富士康、腾讯签署了互联网智能电动汽车的合作协议。

六、发债企业信用分析

截至2017年11月底，所发债券尚在存续期的汽车经销企业共10家。2016年以来，市场中未新增可查询的受评主体，由于债券到期而减少1家受评主体-中升（大连）集团有限公司（中诚信国际最新级别：AA/稳定）。

由于汽车经销行业样本数量较少，以下将按主体长期信用等级从高到低、利润总额从高到低的排序方式，列举各发行人的信用等级、财务数据（包含广汇汽车）以及相应的经营数据。2016年，汽车销售市场增速重新步入2位数增长，该10家汽车经销类企业在2016年基本呈现了收入和利润的双增长（国机汽车股份有限公司（以下简称“国机汽车”）和湖北恒信德龙实业有限公司（以下简称“恒信德龙”）除外），业绩增长主要源于自建门店（恒信德龙）和外延式并购（上海永达投资控

股集团有限公司（以下简称“上海永达”）、广汇系）。2016 年，由于“去库存”和“国产化”政策的持续推进，中国进口车市场供需双降，导致国机汽车营业收入下滑；但受益于财务费用及资产减值损失的明显下降，利润得以增厚。恒信德龙利润下滑主要受投资性房地产公允价值变动损益大幅回落所致。2016 年，该 10 家汽车经销类企业平均实现收入 508.91 亿元，利润总额均值为 13.42 亿元。经营活动净现金流方面，2016 年，除上海申华控股股份有限公司为负值外，其余均为正值。整体看，各汽车经销发行人经济效益良好。

表 3 2016 年度/底汽车经销企业各级别对应的财务指标（单位：亿元、%）

发行人	级别	营业收入		利润总额		经营现金 净流量	营业利 润率	全部债务资 本化比率
		当期	同比	当期	同比			
广汇汽车服务股份公司	AA ⁺	1354.22	44.53	39.76	47.26	33.08	8.57	70.85
国机汽车股份有限公司	AA ⁺	505.85	-21.16	8.02	29.87	86.38	5.86	57.15
广汇汽车服务有限责任公司	AA	1183.04	26.26	38.07	39.27	21.77	8.50	69.81
上海永达投资控股集团有限公司	AA	437.63	21.17	12.28	45.90	5.37	10.12	64.88
湖北恒信德龙实业有限公司	AA	364.14	26.74	9.37	-35.39	13.48	7.90	66.10
武汉正通联合实业投资集团有限公司	AA	310.45	64.37	8.69	27.93	4.65	9.10	54.54
庞大汽贸集团股份有限公司	AA	660.09	17.09	7.50	56.92	11.31	9.39	78.40
润华集团股份有限公司	AA	153.42	13.37	6.88	-2.59	4.21	10.50	50.47
宁夏上陵实业(集团)有限公司	AA-	32.78	132.23	2.69	60.92	0.04	13.28	40.39
上海申华控股股份有限公司	AA-	87.44	22.25	0.90	35.30	-4.81	0.93	63.05
中值	--	400.89	24.26	8.36	37.29	8.34	8.84	63.97
均值	--	508.91	34.69	13.42	30.54	17.55	8.42	61.56

资料来源：联合资信根据公开信息整理

注：上表中相同级别的企业按“利润总额”的大小排列。

资本结构方面，2016 年各发行主体负债水平相对变化不大。其中国机汽车受 2016 年非公开发行股份及偿还有息债务影响，资产负债率由 2015 年底的 80.26%下降至 67.71%；武汉正通联合实业投资集团有限公司资产负债率也有明显下降；广汇系资产负债率有小幅上升。其余各主体资产负债率自 2016 年以来均保持基本稳定，变动不大。庞大集团负债水平最高，2016 年底达到 81.52%。润华集团股份有限公司负债率最低，同期为 53.55%。从存货规模来看，截至 2016 年底，各发行主体存货占比普遍较高，而存货周转率总体也呈上升趋势。10 家发行人 2016 年存货周转率均值为 7.13 次/年，较 2015 年增长 0.83 次。总体来看，截至 2016 年底，各发行人负债水平保持相对稳定，但负债率依旧较高；经销商面临的库存压力依然较大。

表4 2016年度/底汽车经销企业各级别对应的财务指标(单位:亿元、%)

发行人	级别	总资产	权益	资产负债率		存货		存货周转率		全部债务资本化比率
				2016	2015	2016	占流动资产比重	2016	同比	
广汇汽车服务股份公司	AA ⁺	1119.60	287.55	74.32%	71.11%	154.18	24.23%	8.41	-3.77	70.85%
国机汽车股份有限公司	AA ⁺	221.45	71.5	67.71%	80.26%	77.99	45.55%	4.6	0.61	57.15%
广汇汽车服务有限责任公司	AA	877.37	226.42	74.19%	71.36%	124.83	26.29%	8.17	1.79	69.81%
上海永达投资控股集团有限公司	AA	202.53	60.05	70.35%	70.41%	43.17	33.36%	9.40	1.58	64.88%
湖北恒信德龙实业有限公司	AA	216.03	62.81	70.92%	72.58%	65.30	49.43%	5.11	0.55	66.10%
武汉正通联合实业投资集团有限公司	AA	188.75	70.89	62.44%	72.51%	29.57	21.77%	11.5	4.2	54.54%
庞大汽贸集团股份有限公司	AA	708.35	130.87	81.52%	80.28%	118.98	22.62%	5.42	0.43	78.4%
润华集团股份有限公司	AA	126.82	58.91	53.55%	54.59%	16.17	21.90%	8.59	-0.05	50.47%
宁夏上陵实业(集团)有限公司	AA ⁻	66.77	32.37	51.51%	53.96%	13.18	50.40%	2.45	1.62	40.39%
上海中华控股股份有限公司	AA ⁻	96.51	27.39	71.62%	75.02%	12.63	24.02%	7.65	1.32	63.05%
中值	--	209.28	66.85	70.64%	70.21%	54.24	31.96%	7.91	0.97	63.97%
均值	--	382.42	102.88	67.81%	71.94%	65.60	25.26%	7.13	0.83	61.56%

资料来源:联合资信根据公开信息整理

表5 各家企业的经营数据和整车销售业务情况的对比(单位:万辆、家、亿元、%)

发行人	新车销量		4S店		其中:整车销售收入	其中:整车销售毛利率
	2015年	2016年	2015年	2016年		
广汇汽车服务有限责任公司	63.26	77.75	498	598	1049.58	4.08
国机汽车股份有限公司	19.40	17.07	45	50	471.70	3.86
上海中华控股股份有限公司	8.80	10.47	-	-	190.96	0.35
湖北恒信德龙实业有限公司	16.87	20.41	178	224	323.38	1.87
武汉圣泽捷通物流有限公司	6.48	-	89	90	266.15	3.12
庞大汽贸集团股份有限公司	42.63	49.73	786	711	583.64	5.04
润华集团股份有限公司	8.60	9.44	63	66	131.60	3.73
宁夏上陵实业(集团)有限公司	1646辆	4798辆	3	3	11.55	11.23
上海中华控股股份有限公司	8.80	10.47	-	-	190.96	0.35

资料来源:联合资信根据公开信息整理

注:1.上表中部分缺失数据未在评级报告中披露;2.上表中的国机汽车、中华控股的整车销售业务主要为批发业务;
3.上表中国机汽车的4S店包含参股、控股店面。

从经营情况来看，除国机汽车外，其余各汽车经销企业 2016 年新车销量同比均有不同程度的增长，4S 店数量也有相应上升（庞大集团因调整品牌结构，撤销了部分传统汽车经营网点）。但整车销售毛利率依旧不高。其中宁夏上陵实业(集团)有限公司整车销售毛利率最高，为 11.23%，主要是该公司销量规模较小，且销售品牌中广汽传祺、广汽菲克和雷克萨斯均有新车上市。上海中华控股股份有限公司整车销售以批发为主，因此毛利率最低，2016 年为 0.35%。

七、总结

汽车市场在 2015 年呈现出整体销量回落、商用车负增长的状况，受制于增速放缓的环境和整车厂商的强势地位，汽车经销企业经历了库存高位的垫资压力和价格下沉的利润压力，但仍尝试扩大经销规模来获取市场份额。2016 年以来，受益于购置税减半、新能源推广政策等利好，行业产销量再次步入较快增长，年度增速达 10%以上；经销企业纷纷通过并购、新建等方式拓展市场份额，加大汽车后市场的投入（类金融业务）以提升综合毛利率，但同时债务水平和或有风险也随之增加，行业龙头与其他经销企业的差异明显。

未来看，新颁布的《汽车销售管理办法》为经销商提供了发展空间，可能对目前的行业格局、尤其是区域内垄断格局有所影响，新能源汽车、售后、汽车金融等推广模式也可能进行新一轮的优化调整。