

强烈推荐-A (上调)

广汇汽车 600297.SH

目标估值: 13.8 元
 当前股价: 9.98 元
 2016 年 08 月 23 日

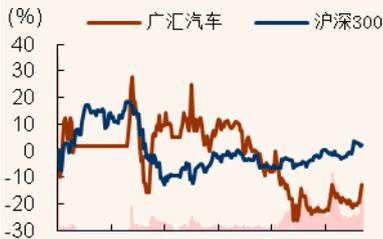
收购宝信汽车，坐稳行业龙头

基础数据

上证综指	3090
总股本(万股)	550040
已上市流通股(万股)	183983
总市值(亿元)	549
流通市值(亿元)	184
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	12.5
资产负债率	69.7%
主要股东	新疆广汇实业投资
主要股东持股比例	37.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-25	-25
相对表现	-3	-32	-18



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《美罗药业(600297)一广汇汽车拟借壳上市,国内经销商行业龙头》2015-01-26

汪刘胜

0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 S1090511040037

唐楠

021-68407142
 tangnan@cmschina.com.cn
 S1090511080002

彭琪

0755-83174724
 pengqi@cmschina.com.cn
 S1090514080003

公司是经销商行业龙头,2016年通过要约收购港股的宝信汽车,坐稳NO1位置,成为首个收入规模上千亿的经销商集团,市占率进一步扩大,其优秀的运营管理能力将给宝信带来提升,并获得持续的收入利润高速增长,上调评级至“强烈推荐-A”。

- **收购宝信汽车,扩大规模优势。**公司是经销商行业龙头企业,除了优秀的运营管理能力外,一直通过并购重组的方式扩大规模,2016年要约收购宝信汽车,使得其攀升为收入规模上千亿的公司,坐稳龙头老大的位置。
- **全国布局,丰富产品线。**目前公司的全国布局已经基本完成,东南沿海和西南地区的产业布局完善,其中宝信汽车的收购极其重要,补足了其在东南沿海战略要地的空白。经营品牌上向中高端延伸,拥有宝马、捷豹路虎、奥迪等豪华品牌,丰富了产品线,竞争实力进一步加强。
- **深耕汽车后服务,提升盈利能力。**新车销售的盈利经过几年挤压,已经几乎没有再下滑的空间,而汽车售后服务的盈利能力开始多样化:2013年汽车配件放开流通,给汽车售后配件维修带来盈利空间;2015年汽车车龄为4.5年,预计2016年逐渐逼近5年的产业爆发点,我们认为二手车产业政策将继续出台,为行业爆发和规范做准备。而售后服务盈利将由传统的汽车配件差价+保养,逐渐转为汽车金融+二手车相关服务。在新兴业务有详尽布局的广汇汽车,凭借其全国性布局+完善的品牌线,将成为最受益产业政策的企业,预计其收入、利润均将持续增长。
- **上调评级至“强烈推荐-A”。**考虑到公司自身盈利的改善,以及未来持续的布局,我们认为公司已经进入中期投资的良好时机。预计2016-2018年EPS分别为:0.55元、0.69元、0.87元,对应的PE分别为:18.1倍、14.4倍、11.5倍。公司目前估值被低估,考虑到持续的增长和盈利改善,我们认为公司合理的估值应该为2017年20倍,给予13.8元的第一目标价。下一步随着产业政策出台,公司布局逐渐兑现,竞争实力进一步增强,我们将继续上调目标价。
- **风险提示:**汽车刺激政策退出,汽车销量下行。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	86357	93700	112440	140550	168660
同比增长	3%	9%	20%	25%	20%
营业利润(百万元)	2078	2573	3886	4945	6286
同比增长	-6%	24%	51%	27%	27%
净利润(百万元)	1603	1988	3032	3809	4792
同比增长	-10%	24%	53%	26%	26%
每股收益(元)	0.53	0.36	0.55	0.69	0.87
PE	18.8	27.6	18.1	14.4	11.5
PB	2.1	2.6	2.7	2.4	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、收购宝信，坐稳行业龙头地位	4
(一) 行业龙头广汇汽车	4
(二) 聚焦中高端品牌的宝信汽车	5
(三) 要约收购方案	7
二、纵向、横向对比，优势地位凸显	8
(一) 并购实现资源共享，发挥协同效应	8
1、优化品牌结构，增强高端覆盖	8
2、优化区域布局，完善全国性运营网络	8
(二) 国内纵向对比	9
(三) 国际横向对比	10
三、传统业务发力，后市场深耕渐入佳境	10
(一) 营业利润攀升，龙头地位稳固	10
(二) 并购重组，加速扩张	11
(三) 中高端车型路线不变，市场份额增长	12
(四) 大力发展汽车金融、二手车等汽车后服务业务	13
(五) “互联网+”，打造互联网流量平台	15
四、盈利预测与评级	16

图表目录

图 1: 公司营业收入和毛利	4
图 2: 公司分业务营业收入	4
图 3: 公司分品牌 4S 店数量	5
图 4: 公司网点布局	5
图 5: 宝信汽车营业收入和毛利	6
图 6: 宝信汽车分业务收入	6
图 7: 宝信汽车分品牌收入	6
图 8: 宝信豪车品牌前十在中国销量	6
图 9: 宝信汽车全国经销网络分布	6
图 10: 要约收购进程	7

图 11: 收购完成后股权结构图	8
图 12: 广汇汽车和宝信汽车合计营业收入	9
图 13: 广汇汽车和宝信汽车合计销售量	9
图 14: 2015 年汽车经销商前十名营收 (两家公司合计)	9
图 15: 营业收入对比	10
图 16: 净利润对比	10
图 17: 中国历年汽车销量与增速	11
图 18: 2015 年汽车经销商前十名情况	11
图 19: 2015 年公司新增 4S 店情况	12
图 20: 公司分品牌整车收入	13
图 21: 公司分品牌整车销量	13
图 22: 公司中高端品牌销售收入	13
图 23: 2015 年公司分业务毛利占比	13
图 24: 公司汽车融资租赁收入	14
图 25: 公司佣金代理收入	14
图 26: 汇通信诚租赁产品一览	14
图 27: 广汇认证二手车	15
图 28: 广汇线上平台及合作	15
图 29: 广汇汽车历史 PE Band	16
图 30: 广汇汽车历史 PB Band	16
表 1: 盈利预测简表	16
附: 财务预测表	17

一、收购宝信，坐稳行业龙头地位

(一) 行业龙头广汇汽车

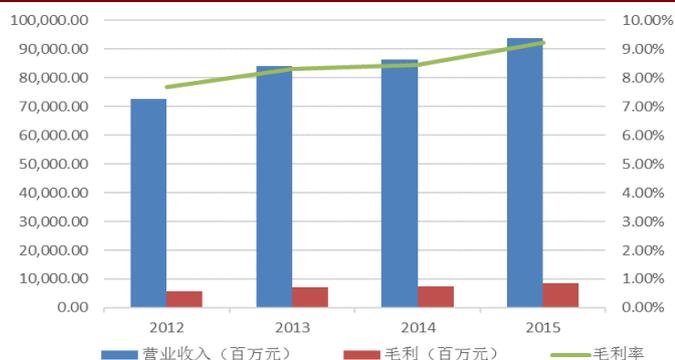
广汇汽车 2006 年 6 月成立，2015 年 6 月成功借壳美罗药业登陆 A 股市场，目前是中国排名第一的乘用车销售商、中国最大的乘用车融资租赁提供商及中国汽车经销商中最大的二手车交易代理商，拥有行业领先的业务规模、突出的创新能力。公司主要从事乘用车经销及服务，即汽车销售和全生命周期售后服务业务，营业收入主要由整车销售、维修服务、汽车租赁、佣金代理（包括保险及融资代理、汽车延保代理及二手车交易代理服务）等构成。公司战略性定位于中高端乘用车品牌和发展潜力大、乘用车市场增长较快的中西部市场，2015 年公司稳步扩大经营规模和服务网络，在“中高端、中西部”的基础上加速布局东部高端品牌市场。截至 2015 年末，公司建立了覆盖 25 个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，拥有包含营业网点 542 家（其中 498 家 4S 门店），经销近 50 个乘用车品牌。

目前，公司控股股东为广汇集团，实际控制人为孙广信，广汇集团持有公司 20.49 亿股，占公司总股本的 37.26%。

多年来，公司战略性专注于中高端乘用车品牌的发展，在中国主流的中高端乘用车品牌经销市场中赢得了客观的市场份额。2012 年以来，公司的中高端品牌销售占比一直保持在 95%以上，其中高端品牌销售占比一直在 20%左右。另外，公司定位于中西部地区，已经形成了中西部地区的市场优势地位。2012 年以来，公司在我国中西部地区汽车销售收入占比一直保持在 80%左右。

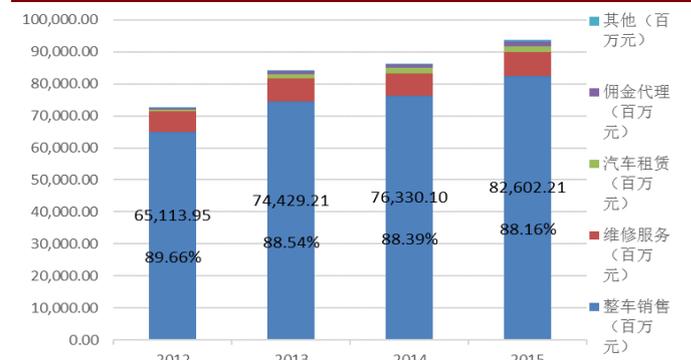
凭借行业领先的业务规模、突出的创新能力，2011 年至 2015 年公司在“中国汽车经销商集团百强排行榜”中始终位于前两名。2015 年公司营业收入规模在全国汽车经销商中排名第一：2015 年公司实现营业收入 937.00 亿元，同比增加 8.50%，实现归属于上市公司股东的净利润 19.88 亿元，同比增加 24.01%，实现 67.82 万辆汽车销售，在百强中销量占比高达 10.38%。

图 1：公司营业收入和毛利



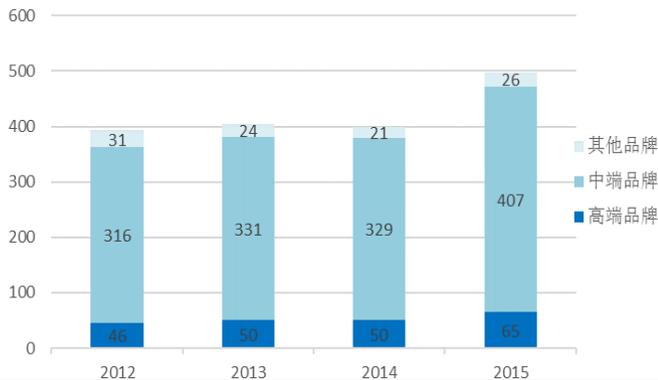
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司分业务营业收入



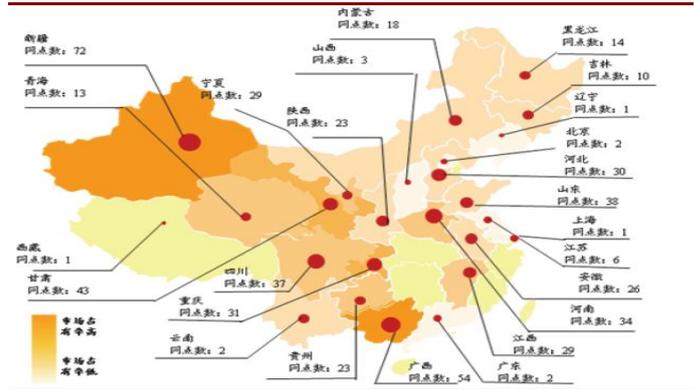
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 公司分品牌 4S 店数量



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司网点布局



资料来源: 公司公告、招商证券

(二) 聚焦中高端品牌的宝信汽车

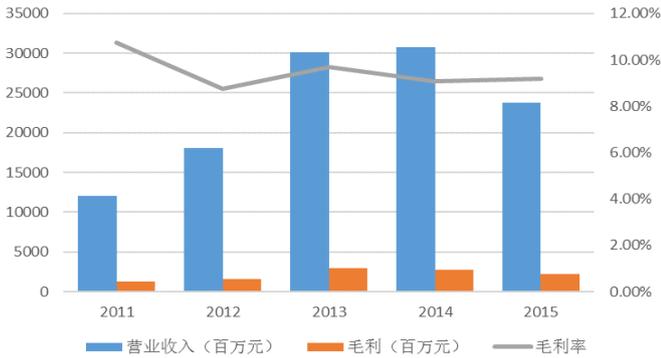
宝信汽车是以经营豪华及超豪华品牌等众多世界知名品牌汽车 4S 店为主业的汽车销售服务集团, 现已成为国内最具影响力和经营实力的汽车专业销售、服务企业集团之一, 是宝马在中国最大的经销商。宝信汽车主要从事整车销售、汽车保养及维修服务、汽车装潢、佣金代理服务 (包括保险及融资代理、汽车延保代理及二手车交易代理服务)、融资租赁等业务。目前, 宝信汽车在境内拥有 166 家集团成员, 其中, 境内控股子公司 127 家, 境内分支机构 39 家。

2015 年宝信汽车进一步优化经销商网络布局, 截止 2015 年底, 宝信汽车旗下已经建立了覆盖中国 12 个省、直辖市及自治区共计 91 家汽车经销店网络, 其中包括 78 家豪华品牌经销店、8 家中高端品牌经销店、2 家独立维修中心以及 3 家装潢定损中心。自创立以来, 先后建立了宝马、捷豹路虎、奥迪、凯迪拉克等豪华品牌及一汽丰田、广汽丰田、广州本田、上海通用别克、雪佛兰、北京现代、东风日产等中高档品牌的多家 4S 经销店, 经销品牌范围涵盖 19 个乘用车品牌。主要网点分布于经济发达、人口稠密、市场潜力巨大的长三角、东北老工业基地及华东、华北等广大地区。

在经济形势下滑、整车销售低迷的环境下, 宝信汽车 2015 年实现营业收入和净利润分别为 237.76 亿元和 2.2 亿元, 同比下降 22.61% 和 68.88%。2015 年销售新车 6.18 万辆, 同比下降 15.1%, 影响销售额下降的主要品牌为宝马和捷豹路虎, 其他豪华及超豪华品牌保持了相对稳定的销售趋势。宝马和路虎捷豹销售为公司的主要销售车型, 这两个品牌的销售收入占公司整车销售收入比例超过 80%, 目前宝信汽车依然是宝马和捷豹路虎在中国最大的经销商之一, 其在中国市场的份额分别达到 8.1% 和 8.3%。

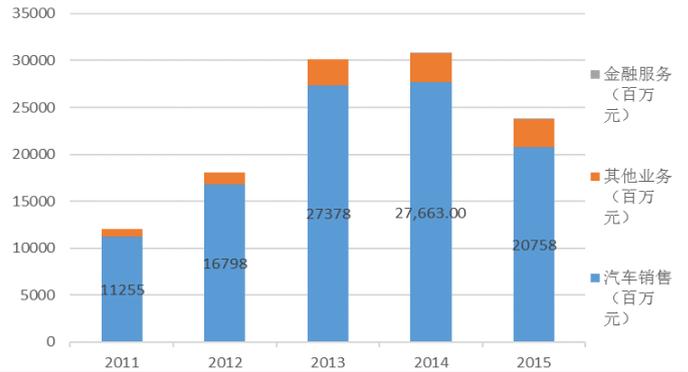
宝信汽车自 2012 年以来均处于中国经销商集团百强排行榜前十名, 2015 年其营业收入规模排名第十, 实现 618 万辆汽车销售, 在百强中销量占比 1.09%。

图 5: 宝信汽车营业收入和毛利



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 宝信汽车分业务收入



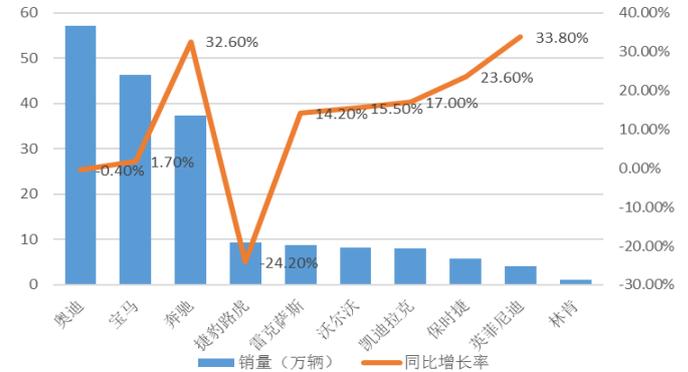
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 宝信汽车分品牌收入



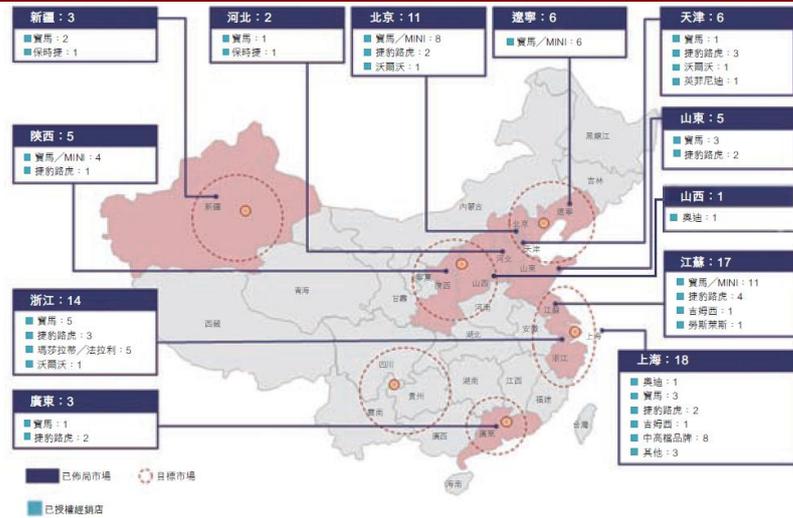
资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 宝信豪车品牌前十在中国销量



资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 宝信汽车全国经销网络分布



资料来源: 公司公告、招商证券

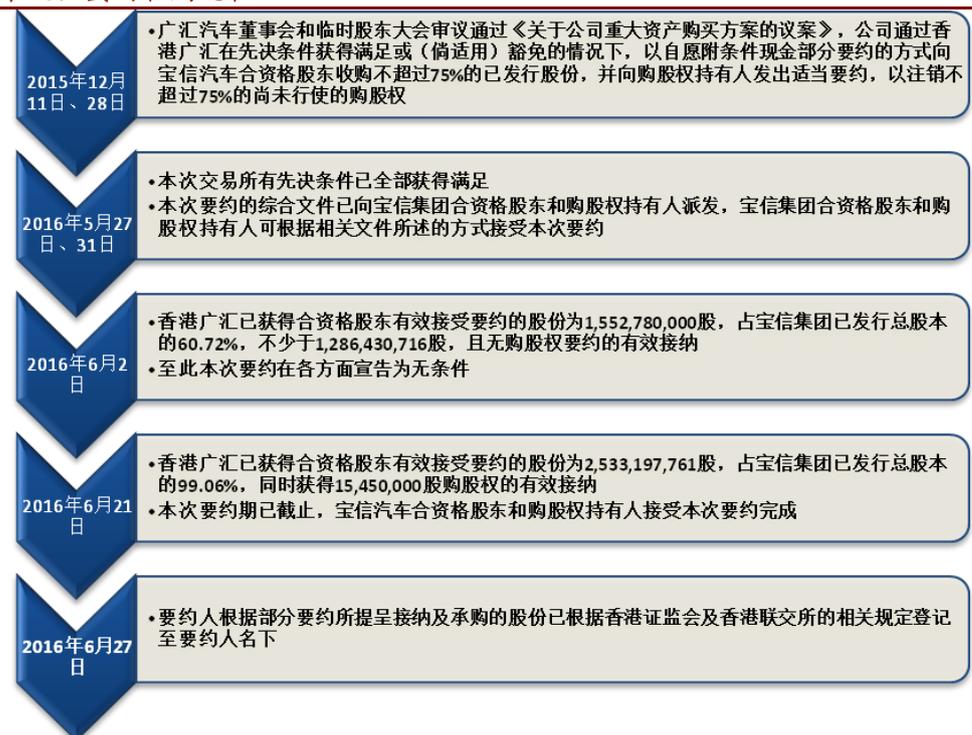
(三) 要约收购方案

广汇汽车 2015 年 9 月发布重大资产重组公告，筹划收购宝信汽车，2015 年 12 月宣布具体收购方案。广汇汽车本次为要约收购，公司通过子公司广汇汽车（香港）有限公司在先决条件获得满足或（倘适用）豁免的情况下，以自愿附条件现金部分要约的方式向宝信汽车合格股东（主要包括宝信集团的主要股东，即宝信投资、瑞华环球、创怡投资和宝捷投资）收购不超过 75% 的已发行股份，并向购股权持有人发出适当要约，以注销不超过 75% 的尚未行使的购股权。

本次要约收购的对价将以现金支付，要约价格的确定因素包括目标公司资产质量、盈利能力、市值、品牌和渠道价值，以及收购完成后广汇汽车与宝信汽车在区域、品牌、业务上的协同效应等。其中每股宝信汽车股票要约价格为 5.99 港元，每份宝信汽车购股权的要约价格为 0.266 港元。

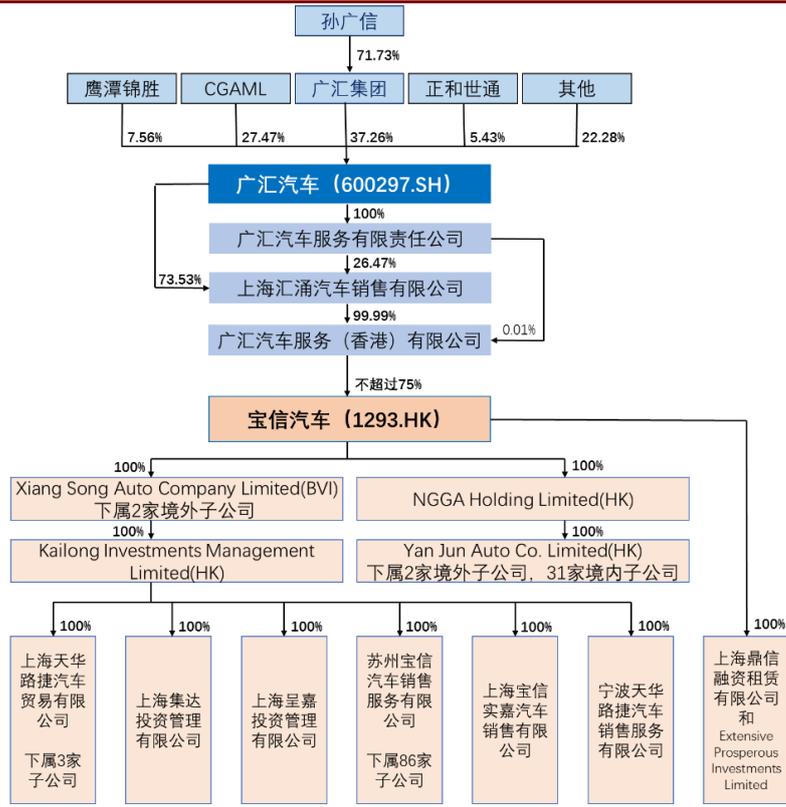
香港广汇将在上述有效接受要约股份中同比例收购其中的 75% 的股份，并注销 1166.25 万份获要约人接纳的购股权。收购完成后，广汇汽车拟维持宝信汽车在香港联交所的上市地位。

图 10: 要约收购进程



资料来源：公司公告，招商证券

图 11: 收购完成后股权结构图



资料来源：公司公告，招商证券

二、纵向、横向对比，优势地位凸显

(一) 并购实现资源共享，发挥协同效应

1、优化品牌结构，增强高端覆盖

广汇汽车目前的高端品牌汽车布局主要集中在奥迪、奔驰、进口大众等品牌领域，对宝马、捷豹路虎等品牌布局则相对欠缺。而宝信汽车主要从事宝马、捷豹路虎、玛莎拉蒂、法拉利等高端品牌的乘用车销售，是国内领先的高端品牌乘用车经销企业和最大的宝马品牌经销商，其经销的高端品牌结构与广汇汽车存在较强互补性。收购完成后，广汇汽车将获得在高端乘用车经销服务品牌方面的良好资源，进一步优化公司品牌结构，基本实现对国内乘用车市场主流品牌的全部覆盖。

2、优化区域布局，完善全国性运营网络

广汇汽车一直以来策略性地专注于在经济发展潜力较大、乘用车市场增长较快的中西部地区经销力度，已经形成了中西部地区的市场优势地位。宝信汽车的服务网点主要分布在长三角、东北及华东、华北等广大东部地区，其中在浙江、江苏、上海、北京、天津、辽宁等地区设立的网点占比约为 80%，与广汇汽车在主要集中于中西部地区的网点分布亦形成了良好的互补关系。基于公司目前的市场规模和综合化业务服务能力优势，收购宝信汽车之后，公司可进一步拓展经销网络版图，将融资租赁、二手车交易等汽车后

市场产业链优势业务进一步延伸至经济发达的东部地区，使“广汇”汽车品牌覆盖全国。

（二）国内纵向对比

广汇汽车在过去十年间，一共经历了几十起并购。在 2011 年-2014 年，广汇汽车收购了包括安徽风之星汽车股份有限公司、重庆中汽西南汽车有限公司、山东鸿发汽车集团、四川申蓉汽车集团等在内的 56 家经销商集团，共计 193 家经销服务网点。在 2011 年，广汇汽车跃升成为国内第一大汽车经销商集团。广汇汽车在 2011 年-2013 年连续位列汽车流通行业经销商集团百强排行榜首位，2014 年名列第二，2015 年重夺第一；宝信汽车自 2012 年以来营业收入连续跻身经销商百强前十位，实力逐渐提升。

2015 年广汇汽车营收 937 亿，宝信汽车营收 290.16 亿，两家公司合计实现营业收入 1227.16 亿元，在百强中占比达到 9.65%，合计营收比第二名经销商国机汽车高 585.26 亿元；两家公司合计实现汽车销售量 74.92 万辆，在百强中合计占比 11.47%，大幅度超过位列第二的经销商国机汽车。广汇汽车成功完成本次收购之后，将成为中国历史上第一个千亿级别规模的经销商集团，与其余汽车经销商的差距持续拉开，成为当之无愧的经销商行业龙头。

图 12: 广汇汽车和宝信汽车合计营业收入



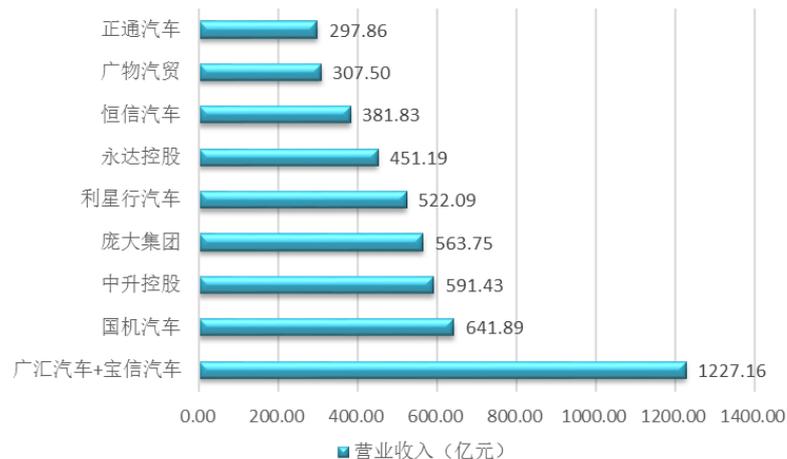
资料来源：公司公告、招商证券

图 13: 广汇汽车和宝信汽车合计销售量



资料来源：公司公告、招商证券

图 14: 2015 年汽车经销商前十名营收（两家公司合计）



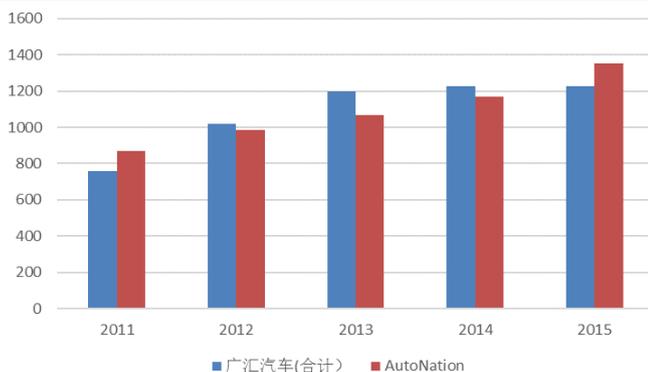
资料来源：公司公告，招商证券

（三）国际横向对比

美国最大的汽车经销商集团是全美汽车租赁(AutoNation), AutoNation 近五年总营收、营业利润和净利润均稳步增长,同比增速在 2011 年-2014 年却在逐年下降,公司发展虽势头依旧,但速度稍有减缓。AutoNation2015 年全年营业收入 208.62 亿美元(约合 1354.69 亿人民币),同比增长 9.17%;全年盈利 4.43 亿美元(约合 28.74 亿人民币),同比增长 5.71%。

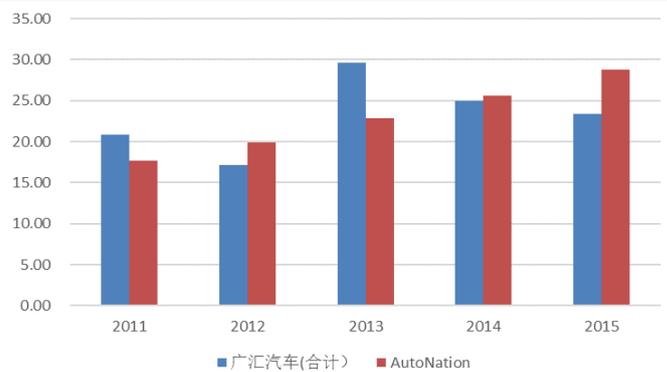
对比全美最大经销商集团 AutoNation 业绩,广汇汽车在完成一系列披露的并购之后,有望超越 AutoNation。2015 年广汇汽车与宝信汽车合计营收和净利润分别高达 1227.16 亿和 23.38 亿,相比于 AutoNation 集团 2015 年的营业收入 208 亿美元(约合 1354.69 亿元人民币)和净利润 4.43 亿美元(约合 28.74 亿人民币),广汇汽车的营业收入超过 AutoNation 指日可待。此外,美国市场相对稳定,AutoNation 的经营状况不会有太大变化,但广汇汽车仍在扩张变化中,在自身发展的同时并购还将会持续,规模等方面都依然有较大增长空间。

图 15: 营业收入对比



资料来源:公司公告、招商证券

图 16: 净利润对比



资料来源:公司公告、招商证券

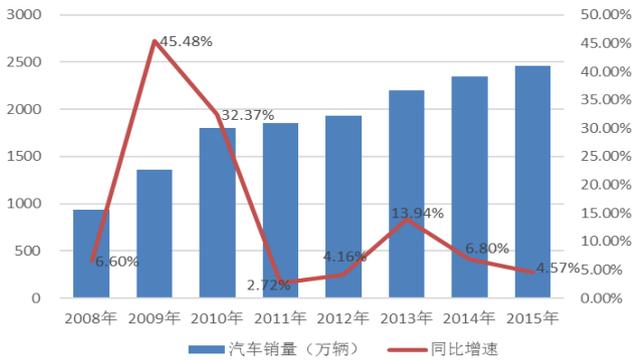
三、传统业务发力,后市场深耕渐入佳境

（一）营业利润攀升,龙头地位稳固

自 2009 年开始中国超越美国成为全球最大的新车销售市场,2012-2014 年中国汽车销售行业经历旺季而后 2015 年同比增速呈现小周期下行,尤其是 2015 年购置税减半政策出台之前的时期内整车销售呈现低迷局面。2015 年,我国 GDP 增长仅为 6.9%,创 19 年来新低,经济下行压力不断加大。2015 年中国乘用车销量 2114.63 万辆,同比增长 7.34%,增速比上年下滑 2.54 个百分点。

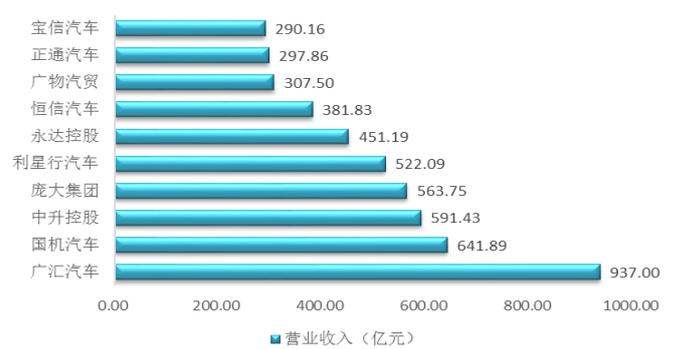
广汇汽车近年来营业收入和毛利稳步提升,2015 年实现营业收入 937.00 亿元,同比增加 8.50%,实现归属于上市公司股东的净利润 19.88 亿元,同比增加 24.01%,实现 67.82 万辆汽车销售,在百强中销量占比高达 10.38%,远远领先于其余汽车经销商集团。

图 17: 中国历年汽车销量与增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 18: 2015 年汽车经销商前十名情况



资料来源: 公司公告、招商证券

(二) 并购重组, 加速扩张

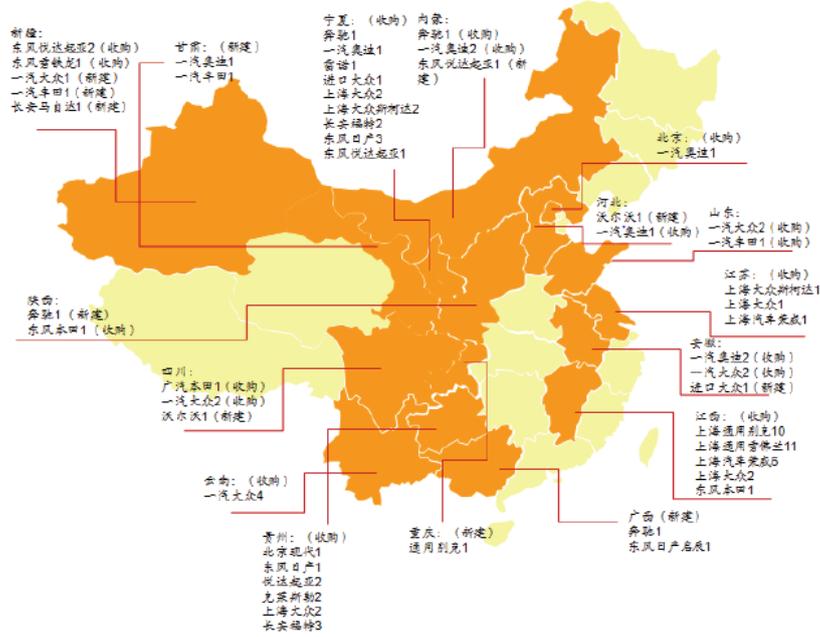
乘用车经销服务市场“强者更强”的局面正在逐步显现, 行业已经迎来全面整合的时期, 产业并购机会不断涌现。

广汇汽车结合自身品牌定位、地域分布等特点, 利用资金、规模、人才、平台等优势, 进行了多起行业收购整合。公司通过收购宝信汽车成为宝马、捷豹路虎的第一大经销商, 并且规模遥遥领先于其余经销商; 同时, 公司全资间接子公司新疆龙泽汽车服务管理有限责任公司以 11.2 亿~17.6 亿元的价格收购尊荣亿方集团大连投资有限公司。

除整车销售之外, 汽车租赁、佣金代理及二手车等后市场业务都是公司的重点发展方向, 如果要加强发展后市场业务, 公司就必须加快东部布局, 填补市场空白。因此, 公司不仅仅只是通过并购进行扩张, 而且也是在延伸汽车产业链, 加快向汽车后市场的拓展——公司可以借以进一步加强其在东部沿海、东北及中部地区的布局, 版图持续扩大, 将汽车租赁、二手车交易等汽车后市场产业链优势业务进一步延伸至经济发达的东部地区, 使广汇汽车品牌覆盖全国。

2015 年度公司收购 77 家 4S 店, 实现区域和品牌的快速扩张和优化, 进一步奠定公司在行业的龙头领先地位。截至 2015 年末, 公司建立了覆盖 25 个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络, 拥有包含营业网点 542 家 (其中 498 家 4S 门店), 经销近 50 个乘用车品牌。

图 19: 2015 年公司新增 4S 店情况



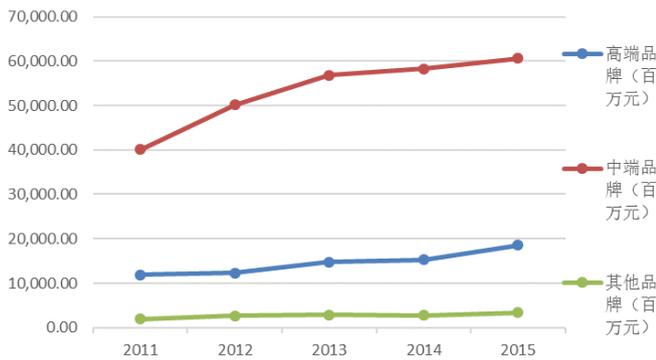
资料来源：公司公告，招商证券

（三）中高端车型路线不变，市场份额增长

广汇汽车收入来源比较集中，主要来自于整车销售，多年来，公司战略性专注于中高端乘用车品牌的发展，在中国主流的中高端乘用车品牌经销市场中赢得了可观的市场份额。公司拥有包括一汽奥迪、沃尔沃、进口大众、梅赛德斯奔驰、通用凯迪拉克等高端品牌和通用别克、北京现代、通用雪佛兰、一汽大众等中端品牌在内的将近 50 个乘用车品牌组合。近 4 年以来公司的中高端品牌销售占比一直保持在 95%以上，其中高端品牌销售占比一直在 20%左右。2015 年，公司实现整车销售收入 826 亿，同比上升 8.22%，整车收入在整个营收中占比达到 88.16%。在整车销售收入中，高端品牌收入占 22.43%，中端品牌收入占 73.44%。公司整车销售收入同比上升幅度较大，主要是因为公司业务规模扩张及收购的影响。

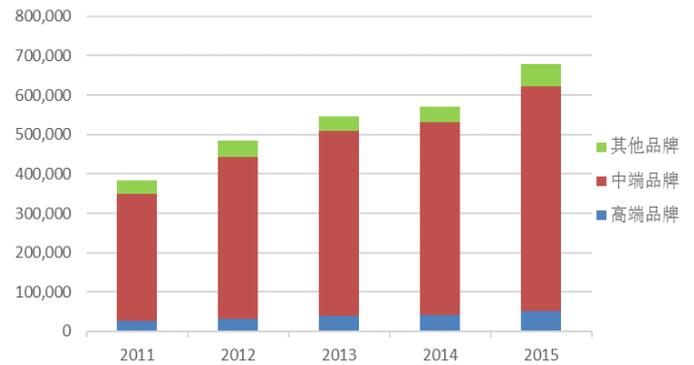
广汇汽车毛利分布相对分散，主要来自整车销售和维修服务，占比分别为 40.23%和 28.05%。2015 年，公司实现整车销售毛利 34.78 亿，同比上升 18.98%；实现维修服务毛利 24.25 亿，同比上升 7.68%，毛利率高达 33.03%。

图 20: 公司分品牌整车收入



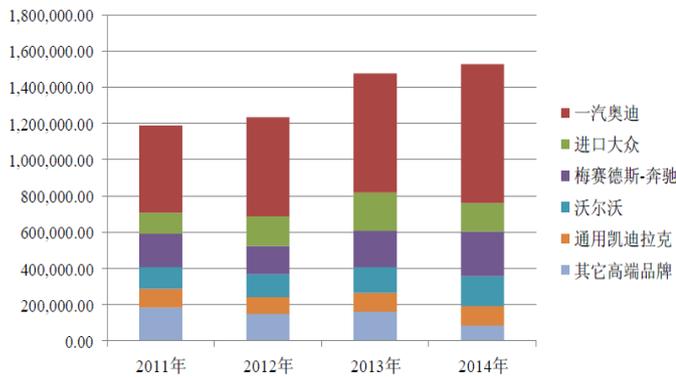
资料来源: 公司公告、招商证券

图 21: 公司分品牌整车销量



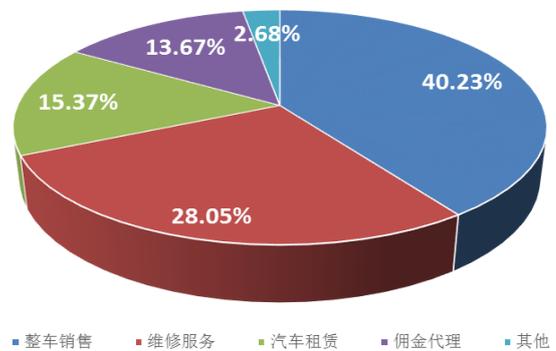
资料来源: 公司公告、招商证券

图 22: 公司中高端品牌销售收入



资料来源: 公司公告、招商证券

图 23: 2015 年公司分业务毛利占比



资料来源: 公司公告、招商证券

(四) 大力发展汽车金融、二手车等汽车后服务业务

汽车融资租赁是乘用车销售的重要支付手段, 并需要通过经销商渠道网络向客户推广, 汽车融资租赁反过来可以促进经销商销量, 尤其是中高端车型销量的提升, 因为汽车融资租赁业务与整车销售和售后维修服务具有显著的协同效应。

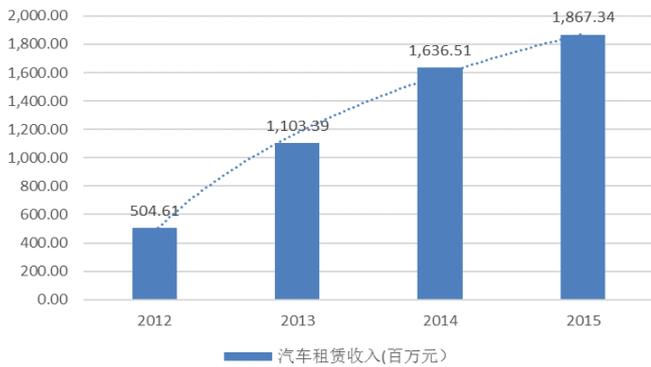
公司主要通过子公司汇通信诚租赁(原广汇租赁)开展汽车租赁业务。汇通信诚租赁(原广汇租赁)成立于 2011 年, 注册资金超过 20 亿元, 总部位于上海浦东。自 2011 年成立以来, 已为近 30 万客户提供了购车融资租赁服务, 并为超过 8 万客户提供了二手车融资租赁服务。目前业务覆盖全国 30 个省、市、自治区, 展业城市超 200 个, 合作经销商逾 500 家, 合作商近 200 家, 二手车商户超 300 家。

近三年, 公司汽车融资租赁业务发展迅速, 营收由 2012 年的 5.05 亿发展为 2015 年的 18.67 亿, 四年间的年均复合增长率达到 54.68%。公司 2015 年新增融资租赁车辆台次 113,108 辆, 同比增长 5.16%。

另外, 公司依托广泛的营业网点网络布局, 在佣金代理方面也取得了一定成果。营收由 2012 年的 6.67 亿增长到 2015 年的 15.31 亿, 四年的年均复合增长率为 31.39%。

此外, 公司在二手车交易方面拥有“广汇认证二手车”品牌。从广义上理解, 广汇认证二手车涵盖了二手车完整的业务流程, 包括收购、置换(以旧换新、以旧换旧)、检测、评估、整备、翻新、库存、增值、展示、销售、认证、售后质保、备件等各类服务业务。公司 2015 年二手车代理台次 45,564 辆, 同比增长 29.99%。

图 24: 公司汽车融资租赁收入



资料来源: 公司公告、招商证券

图 25: 公司佣金代理收入



资料来源: 公司公告、招商证券

图 26: 汇通信诚租赁产品一览

<p>【精英融】(等额本息) 低首付, 长租期, 低月供, 融资范围广, 有效解决您的资金压力!</p> <p>首付 20%起 月供 最长60个月</p>
<p>【开心融】 20%首付起, 最简便只要身份证+驾驶证!</p> <p>首付 20%起 月供 最长36个月</p>
<p>【新易融】 超低首付, 超低利息, 超长租期, 超低月供!</p> <p>月供 18-42个月</p>
<p>【梦想融】 8090后白领、上班族首选, 超快捷、超优惠!</p> <p>首付 20%起 月供 最长48个月 尾款 30%起</p>
<p>【气球融】 灵活尾款, 低首付, 超低月供, 长租期, 年轻上班族或资金理财客户首选!</p> <p>首付 20%起 月供 最长60个月 尾款 <10%-50%</p>
<p>【售后回租】 点石成金, 让固定资产流出RMB, 投资? 买房? 想怎么用就怎么用!</p> <p>月供 最长24个月</p>
<p>【一证通】 快! 不管融5万, 10万, 20万, 一张身份证/驾驶证就能申请!</p> <p>首付 40%起 月供 最长36个月</p>

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 27: 广汇认证二手车

广汇“认证”二手车八大品质保证

- ◆ 最高享有全国1年/2万公里的质量保证
- ◆ 坚决杜绝事故车、泡水车、火烧车、改装车
- ◆ 可正常办理过户的非营运车辆
- ◆ 首次注册后使用年限五年以内
- ◆ 行驶里程10万公里以内
- ◆ 有完整的保养维修记录
- ◆ 通过严苛的广汇108项认证检测
- ◆ 通过专业的广汇二手车整备翻新

广汇“认证”二手车十大服务

为使广汇二手车业务的服务客户信任广汇户收益提供以下十项服务承诺:

- ◆ 享有与新车客户等同的贴心服务
- ◆ 便捷的车辆手续办理服务
- ◆ 购买车辆保险服务
- ◆ 购买车辆延保服务
- ◆ 二手车相关信息咨询服务
- ◆ 二手车融资租赁服务
- ◆ 二手车网络拍卖服务
- ◆ 全国范围内的本地取车服务
- ◆ 认证车免费检测服务
- ◆ 认证车24小时道路救援服务

资料来源：公司公告，招商证券

（五）“互联网+”，打造互联网流量平台

公司通过摸索和合作，逐渐展开在“互联网+”方面的扩展和业务模式的革新，整车销售平台先后与阿里、汽车之家、易车等门户网站合作，增加线上引流；网络媒体方面投资介入上海爱卡，持有6%的股权，将通过多方面多渠道转换运营模式，更多的精力逐渐转向打造互联网流量平台，以及线上线下一体化的新型汽车销售服务模式。目前来看正处于布局期，同时给公司逐渐带来流量和客户，对于老客户维护发挥的作用也逐渐明显。

图 28: 广汇线上平台及合作



资料来源：公司公告，招商证券

四、盈利预测与评级

广汇汽车通过收购整合宝信汽车，实现资源共享发挥协同效应、强化产业整合、优化品牌结构、完善全国性运营网络，进一步巩固其行业龙头地位。公司仍在通过寻求收购机会及内生发展扩张，全面增强公司全国性网络覆盖、优化豪华及中高端品牌覆盖，继续重点推进乘用车融资租赁业务和二手车交易代理业务，打造“最优秀的世界级汽车服务集团”。

我们预计公司 2016 年-2018 年盈利预测分别为：0.55 元、0.69 元、0.87 元。对应的 PE 分别为：18 倍、14.4 倍、11.5 倍。

我们认为：（1）公司为行业龙头企业，线下存在持续的并购预期；（2）通过大数据整合，利润结构调整，其盈利能力将呈现逐年增长的趋势；（3）在“互联网+”领域的布局经过一段时间的沉淀后，盈利能力和业务能够加速。预计公司收入和盈利能力都将有持续提升，给予公司 2017 年 20 倍的合理估值，第一目标价：13.8 元。产业政策的推出将继续带动公司市场地位扩张，盈利能力增强。

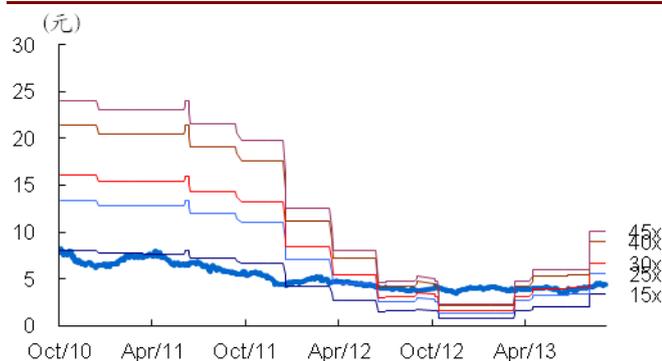
风险提示：汽车产业经营风险，目标公司业绩下滑风险、政策推出时间不确定等。

表 1、简式盈利预测模型

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	86357	93700	112440	140550	168660
同比增长	3%	9%	20%	25%	20%
营业利润(百万元)	2078	2573	3886	4945	6286
同比增长	-6%	24%	51%	27%	27%
净利润(百万元)	1603	1988	3032	3809	4792
同比增长	-10%	24%	53%	26%	26%
每股收益(元)	0.53	0.36	0.55	0.69	0.87
P/E(倍)	18.8	27.6	18.1	14.4	11.5
P/B(倍)	2.1	2.6	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

图 29: 广汇汽车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 30: 广汇汽车历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	37091	47453	46888	56400	67610
现金	11704	17372	10867	11310	13541
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	84	9	11	13	16
应收款项	1154	1654	1962	2452	2943
其它应收款	813	1411	1693	2116	2540
存货	12733	13944	16691	20910	25064
其他	10603	13063	15663	19597	23506
非流动资产	24399	28358	28992	29584	30138
长期股权投资	202	237	237	237	237
固定资产	6182	7432	8625	9714	10707
无形资产	4091	4824	4342	3908	3517
其他	13924	15865	15788	15726	15677
资产总计	61490	75811	75879	85984	97747
流动负债	37252	48513	49200	56156	63957
短期借款	10229	13204	19117	19421	20670
应付账款	782	987	1182	1481	1775
预收账款	1163	1745	2090	2618	3138
其他	25078	32577	26811	32637	38373
长期负债	8228	5396	5396	5396	5396
长期借款	3262	2116	2116	2116	2116
其他	4965	3280	3280	3280	3280
负债合计	45479	53909	54596	61552	69353
股本	3020	5500	5500	5500	5500
资本公积金	5985	8156	8156	8156	8156
留存收益	5338	7327	6509	9408	13057
少数股东权益	1668	919	1118	1367	1681
归属于母公司所有者权益	14343	20983	20165	23065	26714
负债及权益合计	61490	75812	75879	85984	97748
现金流量表					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1192	5563	4020	3989	5100
净利润	1603	1988	3032	3809	4792
折旧摊销	0	886	1211	1252	1292
财务费用	0	1237	1289	1212	1248
投资收益	0	(38)	(120)	(120)	(120)
营运资金变动	(604)	1357	(1599)	(2425)	(2437)
其它	192	134	206	260	324
投资活动现金流	(3182)	(3786)	(1847)	(1847)	(1847)
资本支出	(1996)	(1866)	(1847)	(1847)	(1847)
其他投资	(1186)	(1919)	0	0	0
筹资活动现金流	1041	(2497)	(8677)	(1699)	(1022)
借款变动	4412	(1839)	(3658)	304	1249
普通股增加	(1230)	2481	0	0	0
资本公积增加	1210	2172	0	0	0
股利分配	(2550)	(2114)	(3850)	(910)	(1143)
其他	(802)	(3197)	(1169)	(1092)	(1128)
现金净增加额	(950)	(719)	(6504)	443	2231

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	86357	93700	112440	140550	168660
营业成本	79058	85054	101871	127619	152975
营业税金及附加	234	285	342	428	513
营业费用	2261	2487	3148	3935	4722
管理费用	1465	1579	2024	2530	3036
财务费用	1079	1378	1289	1212	1248
资产减值损失	326	382	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	144	38	120	120	120
营业利润	2078	2573	3886	4945	6286
营业外收入	290	251	295	295	295
营业外支出	74	124	80	80	80
利润总额	2295	2700	4101	5160	6501
所得税	500	582	870	1102	1395
净利润	1795	2118	3231	4058	5106
少数股东损益	192	130	198	249	314
归属于母公司净利润	1603	1988	3032	3809	4792
EPS (元)	0.53	0.36	0.55	0.69	0.87
主要财务比率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	3%	9%	20%	25%	20%
营业利润	-6%	24%	51%	27%	27%
净利润	-10%	24%	53%	26%	26%
获利能力					
毛利率	8.5%	9.2%	9.4%	9.2%	9.3%
净利率	1.9%	2.1%	2.7%	2.7%	2.8%
ROE	11.2%	9.5%	15.0%	16.5%	17.9%
ROIC	6.7%	6.6%	9.5%	10.5%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	74.0%	71.1%	72.0%	71.6%	71.0%
净负债比率	32.5%	32.8%	28.0%	25.0%	23.3%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	1.4	1.2	1.5	1.6	1.7
存货周转率	6.6	6.4	6.7	6.8	6.7
应收帐款周转率	73.3	66.7	62.2	63.7	62.5
应付帐款周转率	83.0	96.2	93.9	95.8	94.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.53	0.36	0.55	0.69	0.87
每股经营现金	0.39	1.01	0.73	0.73	0.93
每股净资产	4.75	3.81	3.67	4.19	4.86
每股股利	0.70	0.70	0.17	0.21	0.26
估值比率					
PE	18.8	27.6	18.1	14.4	11.5
PB	2.1	2.6	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	30.0	25.0	20.0	16.0	11.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究8年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2014年获水晶球第一并获得新财富最佳分析师第二名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

唐楠，上海财经大学硕士，3年汽车供应链产业从业经验，6年汽车行业研究经验，专注于从事汽车及配件领域研究，挖掘汽车配件强势企业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。