

公司研究/年报点评

2017年05月01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): 9.58
合理价格区间(元): 12.24~13.36

谢志才 执业证书编号: S0570512070062
研究员 0755-82492295
xiezhicai@htsc.com

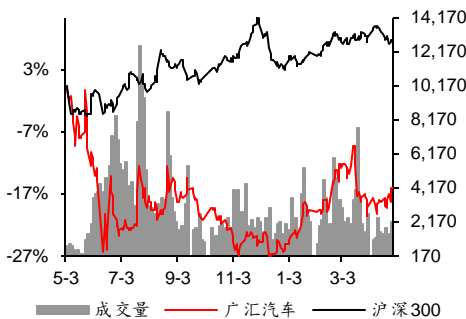
祝嘉麟 021-28972068
联系人 zhujialin@htsc.com

陈燕平 021-38476102
联系人 chenyanping@htsc.com

相关研究

- 1 《广汇汽车(600297,买入): 宝信实现协同, 业绩高增长将持续》2017.04
- 2 《广汇汽车(600297,买入): 宝信汽车将涅槃, 汽车金融正发力》2017.01
- 3 《广汇汽车(600297): 巩固霸主地位, 加速规模盈利》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	5,500
流通A股(百万股)	1,840
52周内股价区间(元)	8.33-11.48
总市值(百万元)	52,694
总资产(百万元)	113,114
每股净资产(元)	4.65

资料来源: 公司公告

协同效应显现, 衍生业务发力

广汇汽车(600297)

并购协同促业绩大幅增长, 符合预期

公司4月29日披露年报显示, 公司2016年实现营收1354亿元, 同比增长44.53%; 归母净利28.03亿元, 同比增长40.97%; 公司通过收购协同效应和后市场服务创新, 区域分布和增值业务优势凸显, 业绩实现大幅增长, 符合我们预期。公司公布2016年利润分配预案: 每10股分派现金股利2元, 每10股转增3股。公司同日公告2017Q1公司实现营收328.03亿元, 同比增长27.09%, 实现归母净利9.7亿元, 同比增长31.88%, 符合我们预期。我们认为公司网络布局覆盖全国, 品牌布局不断优化, 衍生业务优势明显, 盈利能力强劲, 公司业绩高速增长态势将持续。

并购整合持续推进, 高附加值豪车市场再拓展

收购协同效应显现, 重点布局豪华和超豪华品牌。2016年公司完成宝信汽车、大连尊荣、深圳鹏峰、云南中致远和四川港宏等共计167家4S店(其中95家为豪华及超豪华品牌)收购, 公司成为奥迪、宝马和捷豹路虎等豪华品牌中国最大的经销商。被收购门店全面对接广汇高效的SAP系统, 经营状况和盈利能力大幅提升。公司超豪华及豪华品牌4S店增至175家, 占公司4S店总数近26%。豪华车受益国内汽车消费升级, 我们预计未来5年的销量增速都将高于乘用车行业增长水平, 公司重点布局豪华及超豪华品牌销售, 将带动公司整体盈利能力持续提升。

衍生业务亮点频出, 公司后市场业务优势明显

公司后市场衍生业务拓展改善公司盈利结构, 创造盈利增长点。2016年公司维修服务、融资租赁和二手车代理业务毛利率分别为33.51%、69.64%和77.59%, 有效弥补了传统新车经销业务低毛利缺陷, 提升公司整体盈利能力。2016年, 公司衍生业务亮点多, 佣金代理收入28.84亿元, 同比增长88.4%; 融资租赁业务交易台次为16.6万台, 同比增长46.6%; 二手车交易代理台次9万台, 同比增长97.6%。我们认为公司衍生业务优势明显, 随着未来我国汽车金融渗透率和二手车业务交易量的持续提升, 公司汽车后市场衍生业务有望继续增大营收占比, 进一步提升公司的盈利能力。

公司龙头地位显著, 发展前景广阔, 维持“买入”评级

公司并购整合基因强大, 盈利能力持续提升。公司是国内最大的乘用车经销商集团, 在全国28个省市拥有733家营业网点, 销售57个汽车品牌, 是奥迪、宝马、捷豹路虎和沃尔沃等豪华品牌国内最大的经销商, 未来发展将持续受益于国内豪华车消费升级以及经销商行业的并购整合。同时, 随着公司汽车后市场衍生业务占比提高, 公司未来盈利能力有望进一步提升。我们预计2017-19年公司营收分别约为1615/1754/1900亿元, 净利分别约为37.21/43.75/50.87亿元, EPS为0.68/0.80/0.92元, 维持“买入”评级。

风险提示: 乘用车市场增长不及预期, 定增事项推进不及预期, 融资租赁和二手车业务发展不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	93,700	135,422	161,500	175,400	190,000
+/-%	8.50	44.53	19.26	8.61	8.32
归属母公司净利润(百万元)	1,988	2,803	3,721	4,375	5,087
+/-%	24.01	40.97	32.74	17.59	16.26
EPS(元, 最新摊薄)	0.36	0.51	0.68	0.80	0.92
PE(倍)	26.50	18.80	14.16	12.04	10.36

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

并购协同促业绩大幅增长，符合预期

公司4月29日披露年报显示，公司2016年实现营收1354亿元，同比增长44.53%；归母净利润28.03亿元，同比增长40.97%；公司通过收购协同效应和售后服务创新，区域分布和增值业务优势凸显，业绩实现高速增长，符合我们预期。公司公布2016年利润分配预案：每10股分派现金股利2元，每10股转增3股。公司同日公告2017Q1公司实现营收328.03亿元，同比增长27.09%，实现归母净利润9.7亿元，同比增长31.88%，符合我们预期。我们认为公司网络布局覆盖全国，品牌布局不断优化，衍生业务优势明显，盈利能力强劲，公司业绩高速增长态势将持续。

图表1：公司2016年单季度财务数据分析

项目	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入(亿元)	258.11	279.32	359.43	457.37	328.03
营业收入YoY(%)	16.99	31.24	60.79	63.34	27.09
归母净利润(亿元)	7.36	6.44	6.24	7.99	9.71
归母净利润YoY(%)	63.41	42.01	83.14	7.43	31.88
扣非后归母净利润(亿元)	6.85	5.79	6.13	7.39	9.65
扣非后归母净利润YoY(%)	70212.18	-35.41	72.86	18.03	40.80
ROE(%)	3.44	2.92	2.75	3.43	3.95
扣非后ROE(%)	3.20	2.62	2.70	3.18	3.93
销售净利率(%)	3.00	2.47	1.93	1.94	3.35
经营活动现金净流量(亿元)	-42.59	4.62	21.52	49.53	-73.57
投资活动现金净流量(亿元)	28.73	-129.92	-23.98	0.18	35.79
筹资活动现金净流量(亿元)	29.59	124.46	31.43	-43.12	48.86

资料来源：Wind，华泰证券研究所

并购整合持续推进，高附加值豪车市场再拓展

收购协同效应显现，重点布局豪华和超豪华品牌。2016年公司完成宝信汽车、大连尊荣、深圳鹏峰、云南中致远和四川港宏等共计167家4S店(其中95家为豪华及超豪华品牌)收购，公司成为奥迪、宝马和捷豹路虎等豪华品牌中国最大的经销商。被收购门店全面对接广汇高效的SAP系统，全面提升被收购门店的经营状况和盈利能力。公司超豪华及豪华品牌4S店增至175家，占公司4S店总数近26%。豪华车受益消费升级，我们预计未来5年的销量增速都将高于乘用车行业增长水平，公司重点布局豪华及超豪华品牌销售，将带动公司整体盈利能力持续提升。

衍生业务亮点频出，公司后市场业务优势明显

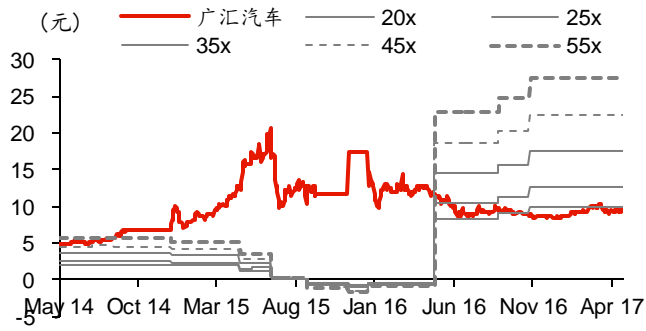
公司后市场衍生业务拓展改善公司盈利结构，创造盈利增长点。2016年公司维修服务、融资租赁和二手车代理业务毛利率分别为33.51%、69.64%和77.59%，有效弥补了传统新车经销业务低毛利缺陷，提升公司整体盈利能力。2016年，公司衍生业务亮点多，佣金代理收入28.84亿元，同比增长88.4%；融资租赁业务交易台次为16.6万台，同比增长46.6%；二手车交易代理台次9万台，同比增长97.6%。我们认为公司衍生业务优势明显，随着未来我国汽车金融渗透率和二手车业务交易量的持续提升，公司汽车后市场衍生业务有望继续增大营收占比，进一步提升公司的盈利能力。

公司龙头地位显著，发展前景广阔，维持“买入”评级

公司并购整合基因强大，盈利能力持续提升。公司是国内最大的乘用车经销商集团，在全国28个省市拥有733家营业网点，销售57个汽车品牌，是奥迪、宝马、捷豹路虎和沃尔沃等豪华品牌国内最大的经销商，未来发展将持续受益于国内豪华车消费升级以及经销商行业的并购整合。同时，随着公司汽车后市场衍生业务占比提高，公司未来盈利能力有望进一步提升。我们预计2017-19年公司营收分别为1615/1754/1900亿元，净利分别约为37.21/43.75/50.87亿元，EPS为0.68/0.80/0.92元，维持“买入”评级。

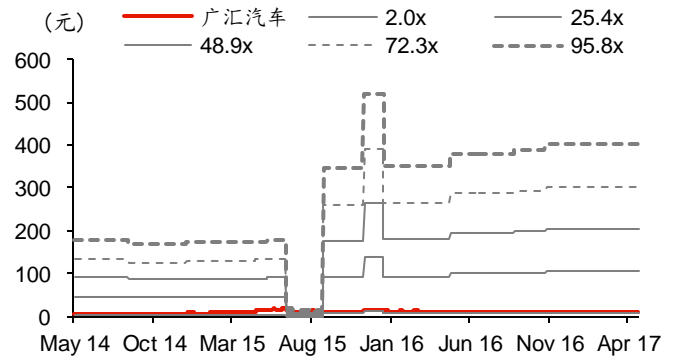
PE/PB - Bands

图表2: 广汇汽车历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	47,453	63,625	84,846	97,740	112,212
现金	17,372	21,641	30,960	38,423	47,333
应收账款	1,654	3,107	2,866	3,110	3,365
其他应收账款	1,411	2,366	2,519	2,733	2,958
预付账款	5,469	13,476	9,543	10,335	11,160
存货	13,944	15,418	24,733	26,761	28,866
其他流动资产	7,604	7,617	14,225	16,377	18,530
非流动资产	28,358	48,335	45,633	49,798	53,295
长期投资	237.12	441.20	320.00	350.00	380.00
固定资产投资	7,432	11,337	12,751	13,754	14,484
无形资产	4,824	8,710	9,510	10,390	11,360
其他非流动资产	15,865	27,847	23,053	25,305	27,071
资产总计	75,811	111,960	130,480	147,538	165,507
流动负债	48,513	64,271	81,305	91,149	101,086
短期借款	13,204	22,604	22,000	25,000	28,000
应付账款	986.94	1,577	2,202	2,862	3,434
其他流动负债	34,322	40,089	57,103	63,287	69,652
非流动负债	5,396	18,934	16,402	18,892	21,432
长期借款	2,116	9,742	11,242	13,042	15,042
其他非流动负债	3,280	9,192	5,160	5,850	6,390
负债合计	53,909	83,204	97,707	110,041	122,517
少数股东权益	919.25	5,189	5,486	5,835	6,241
股本	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
资本公积	8,156	8,153	8,153	8,153	8,153
留存公积	7,327	10,130	13,634	18,009	23,096
归属母公司股	20,983	23,566	27,287	31,662	36,749
负债和股东权益	75,811	111,960	130,480	147,538	165,507

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	5,563	3,308	10,638	8,970	10,095
净利润	2,118	3,043	4,018	4,724	5,493
折旧摊销	885.65	1,306	1,215	1,396	1,554
财务费用	1,378	2,031	1,704	1,775	1,964
投资损失	(38.39)	(142.68)	(50.00)	(60.00)	(70.00)
营运资金变动	923.59	(3,186)	4,246	1,073	1,138
其他经营现金	296.26	256.12	(494.30)	60.72	17.22
投资活动现金	(3,786)	(12,499)	(3,932)	(6,542)	(6,132)
资本支出	1,866	2,296	1,700	1,700	1,700
长期投资	55.42	199.91	22.38	101.00	81.00
其他投资现金	(1,864)	(10,003)	(2,210)	(4,741)	(4,351)
筹资活动现金	(2,497)	14,236	2,612	5,035	4,946
短期借款	2,976	9,400	(604.48)	3,000	3,000
长期借款	(1,146)	7,626	1,500	1,800	2,000
普通股增加	2,481	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,172	(3.40)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8,979)	(2,786)	1,717	235.26	(53.53)
现金净增加额	(718.95)	5,133	9,318	7,463	8,910

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	93,700	135,422	161,500	175,400	190,000
营业成本	85,054	123,445	146,810	159,007	171,690
营业税金及附加	285.05	377.29	484.50	526.20	570.00
营业费用	2,487	3,437	4,280	4,648	5,035
管理费用	1,579	2,078	2,746	2,982	3,230
财务费用	1,378	2,031	1,704	1,775	1,964
资产减值损失	381.84	356.66	600.00	700.00	800.00
公允价值变动收益	0.00	(15.88)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.39	142.68	50.00	60.00	70.00
营业利润	2,573	3,825	4,926	5,822	6,781
营业外收入	251.34	280.18	375.00	400.00	440.00
营业外支出	124.32	129.44	180.00	200.00	220.00
利润总额	2,700	3,976	5,121	6,022	7,001
所得税	581.99	932.61	1,104	1,298	1,509
净利润	2,118	3,043	4,018	4,724	5,493
少数股东损益	130.13	240.07	297.03	349.29	406.09
归属母公司净利润	1,988	2,803	3,721	4,375	5,087
EBITDA	4,837	7,162	7,845	8,993	10,299
EPS(元)	0.36	0.51	0.68	0.80	0.92

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	8.50	44.53	19.26	8.61	8.32
营业利润	23.84	48.63	28.80	18.19	16.48
归属母公司净利润	24.01	40.97	32.74	17.59	16.26
获利能力(%)					
毛利率	9.23	8.84	9.10	9.35	9.64
净利率	2.12	2.07	2.30	2.49	2.68
ROE	9.48	11.89	13.64	13.82	13.84
ROIC	12.82	9.35	12.99	14.23	15.91
偿债能力					
资产负债率(%)	71.11	74.32	74.88	74.58	74.03
净负债比率(%)	46.17	48.43	49.37	49.56	49.82
流动比率	0.98	0.99	1.04	1.07	1.11
速动比率	0.69	0.75	0.74	0.78	0.82
营运能力					
总资产周转率	1.36	1.44	1.33	1.26	1.21
应收账款周转率	65.40	56.22	53.39	57.85	57.78
应付账款周转率	96.17	96.28	77.69	62.80	54.54
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.51	0.68	0.80	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.60	1.93	1.63	1.84
每股净资产(最新摊薄)	3.81	4.28	4.96	5.76	6.68
估值比率					
PE(倍)	26.50	18.80	14.16	12.04	10.36
PB(倍)	2.51	2.24	1.93	1.66	1.43
EV_EBITDA(倍)	16.60	11.21	10.24	8.93	7.80

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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。

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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

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力。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。

本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：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（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

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

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 1063211166/传真：86 1063211275

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