

公司研究/动态点评

2019年02月21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): 5.20
合理价格区间(元): 5.94~6.48

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

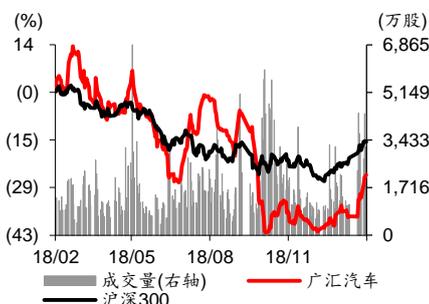
陈燕平 执业证书编号: S0570518080002
研究员 021-38476102
chenyanping@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1 《广汇汽车(600297,买入): 现金流环比改善, 业绩符合预期》2018.10
- 2 《广汇汽车(600297,买入): 恒大入股广汇集团, 合作前景广阔》2018.09
- 3 《广汇汽车(600297,买入): 汇兑损失影响, 业绩低于预期》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

1月零售端去库存, 经销商首受益

广汇汽车(600297)

1月零售端去库存, 加快繁荣二手车市场

1月经销商综合库存系数降至警戒线以下, 零售端去库存成效明显。零售端销量好转, 渠道库存下降, 经销商资金占用成本有望下降、收入有望提升, 最终盈利有望出现反转, 经销商龙头广汇汽车有望受益。1月28日, 发改委印发《推动消费平稳增长》通知, 通知指出要加快繁荣二手车市场, 我们认为取消二手车限迁、落实适用二手车销售的增值税, 有利于规范经营的二手车经销商发展。恒大入股大股东资金已到位, 大股东资金实力增强, 双方未来战略合作值得期待。我们预计公司 18-20 年实现 EPS0.48/0.54/0.60, 维持“买入”评级。

1月零售端去库存, 经销商龙头首受益

根据汽车流通协会数据, 1月份汽车经销商综合库存系数为 1.40, 同比下降 12%, 环比下降 19%, 库存水平位于警戒线以下。根据乘联会数据, 1月的厂家库存下降 5.4 万台, 渠道库存下降 19 万台, 我们认为由于厂商主动去渠道端库存, 节前提前购车, 多地国六标准推迟至 7 月执行导致消费者观望情绪有所缓解等原因, 1月渠道库存压力得到大幅改善。零售端销量情况好转, 渠道库存下降, 经销商首先受益, 库存下降将减少经销商资金占用成本, 零售端销量逐步好转后经销商收入有望提升。若终端需求持续向好, 终端折扣有望下降, 经销商利润率也有望得到提升。

加快繁荣二手车市场, 二手车经销商有望受益

1月28日, 发改委会同有关部门印发了《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》的通知。通知指出加快繁荣二手车市场, 进一步落实全面取消二手车限迁政策, 严防限迁政策出现回潮。对二手车经销企业销售二手车, 落实适用销售旧货的增值税政策, 依照 3%征收率减按 2%征收增值税。我们认为取消二手车限迁、落实适用二手车销售的增值税, 有利于规范经营的二手车经销商发展。根据公司公告, 2018 年上半年, 广汇汽车累计代理销售 14.24 万台二手车, 同比 +80.85%。我们认为广汇汽车等二手车经销商有望从中受益。

国内经销商龙头, 维持“买入”评级

从长期看, 公司是汽车经销商龙头, 豪车门店数量逐步增加, 销售结构实现优化, 市占率稳步提升。公司毛利结构对新车销售的依赖程度降低, 维修业务、保险代理业务、二手车交易及汽车金融业务稳步增长。与阿里等互联网平台合作, 开启经销商“新零售”时代。考虑到 2018 年 Q4 行业销量下滑较多, 我们预计公司 2018-20 年分别实现归母净利润约 39.54/43.78/49.40 亿元(下调 4.97%/4.14%/3.23%), EPS 分别为 0.48/0.54/0.60 元, 同行业可比公司 19 年平均估值 11.6XPE, 给予公司 19 年 11-12XPE 估值, 调整目标价为 5.94~6.48 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 销量不及预期, 经济周期下行, 政策实施进度不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	8,184
流通 A 股(百万股)	8,110
52 周内股价区间(元)	4.00-8.04
总市值(百万元)	42,555
总资产(百万元)	136,502
每股净资产(元)	4.52

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	135,422	160,712	167,976	177,953	189,859
+/-%	44.53	18.67	4.52	5.94	6.69
归属母公司净利润(百万元)	2,803	3,884	3,954	4,378	4,941
+/-%	40.97	38.58	1.80	10.72	12.86
EPS(元, 最新摊薄)	0.34	0.47	0.48	0.54	0.60
PE(倍)	15.18	10.96	10.76	9.72	8.61

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

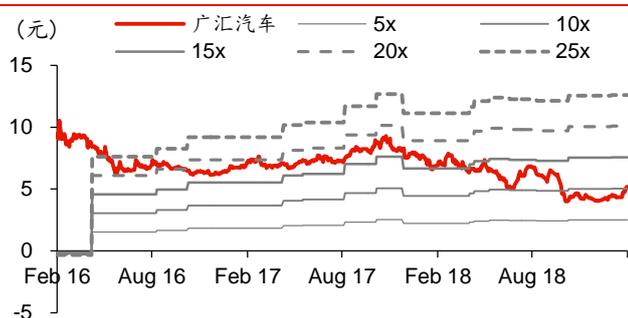
图表1： 同行业可比公司估值（截至 20190221）

证券代码	公司	收盘价 (元)	EPS(元)			PE (倍)		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600335.SH	国机汽车	7.00	0.62	0.70	0.78	11.37	10.03	8.97
600327.SH	大东方	4.56	0.42	0.46	0.48	10.99	9.83	9.44
600104.SH	上汽集团	28.22	3.23	3.51	3.78	8.75	8.05	7.46
601238.SH	广汽集团	11.28	1.23	1.39	1.56	9.16	8.13	7.25
600704.SH	物产中大	5.14	0.54	0.56	0.60	9.51	9.10	8.64
603377.SH	东方时尚	14.55	0.48	0.59	0.71	30.59	24.48	20.36
	平均					13.39	11.60	10.35

资料来源：Wind，华泰证券研究所（盈利预测来自 Wind 一致预期）

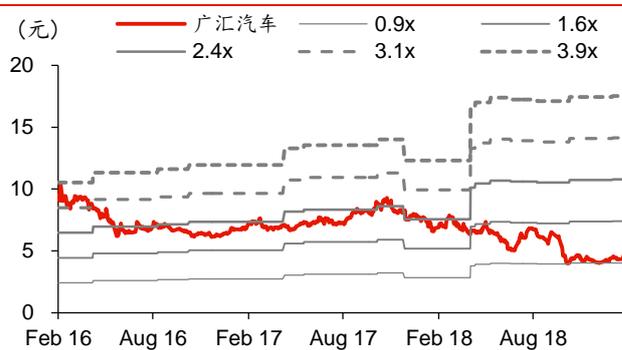
PE/PB - Bands

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	63,625	82,278	95,231	110,251	126,481
现金	21,641	32,473	33,742	45,460	59,692
应收账款	3,107	3,019	2,981	3,155	3,363
其他应收账款	2,366	3,215	3,276	3,467	3,695
预付账款	13,476	16,526	17,143	18,141	19,354
存货	15,418	17,033	23,864	23,651	21,847
其他流动资产	7,617	10,012	14,226	16,378	18,530
非流动资产	48,335	52,968	57,314	58,908	60,417
长期投资	441.20	623.82	1,800	2,400	3,000
固定投资	11,337	12,304	13,335	14,077	14,601
无形资产	8,710	8,780	8,780	8,760	8,730
其他非流动资产	27,847	31,260	33,399	33,671	34,086
资产总计	111,960	135,246	152,545	169,159	186,898
流动负债	64,271	68,272	82,303	91,266	100,641
短期借款	22,604	17,438	22,000	25,000	28,000
应付账款	1,577	1,941	2,258	2,867	3,398
其他流动负债	40,089	48,893	58,046	63,399	69,242
非流动负债	18,934	22,736	22,325	24,815	27,355
长期借款	9,742	15,665	17,165	18,965	20,965
其他非流动负债	9,192	7,071	5,160	5,850	6,390
负债合计	83,204	91,009	104,629	116,081	127,996
少数股东权益	5,189	8,901	9,608	10,391	11,275
股本	5,500	8,144	8,184	8,184	8,184
资本公积	8,153	13,524	13,524	13,524	13,524
留存公积	10,130	12,862	16,401	20,778	25,719
归属母公司股东权益	23,566	35,337	38,308	42,686	47,627
负债和股东权益	111,960	135,246	152,545	169,159	186,898

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	3,308	4,987	7,023	12,991	15,394
净利润	3,043	4,505	4,661	5,161	5,825
折旧摊销	1,306	1,619	1,355	1,538	1,701
财务费用	2,031	2,456	2,917	2,877	2,776
投资损失	(142.68)	(135.22)	(26.00)	(26.00)	(26.00)
营运资金变动	(3,186)	(3,837)	(2,636)	3,145	4,888
其他经营现金	256.12	379.99	751.54	296.44	230.71
投资活动现金	(12,499)	(4,850)	(8,750)	(5,207)	(5,295)
资本支出	2,296	2,562	1,700	1,700	1,700
长期投资	199.91	358.69	1,933	600.00	600.00
其他投资现金	(10,003)	(1,929)	(5,118)	(2,907)	(2,995)
筹资活动现金	14,236	10,742	2,996	3,933	4,134
短期借款	9,400	(5,166)	4,562	3,000	3,000
长期借款	7,626	5,924	1,500	1,800	2,000
普通股增加	0.00	2,644	39.31	0.00	0.00
资本公积增加	(3.40)	5,371	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,786)	1,970	(3,105)	(866.76)	(866.10)
现金净增加额	5,133	10,809	1,269	11,718	14,233

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	135,422	160,712	167,976	177,953	189,859
营业成本	123,445	145,091	150,506	159,268	169,923
营业税金及附加	377.29	502.05	503.93	533.86	569.58
营业费用	3,437	4,377	5,006	5,250	5,563
管理费用	2,078	2,433	3,024	3,168	3,323
财务费用	2,031	2,456	2,917	2,877	2,776
资产减值损失	356.66	343.37	340.00	340.00	340.00
公允价值变动收益	(15.88)	(39.62)	200.00	0.00	0.00
投资净收益	142.68	135.22	26.00	26.00	26.00
营业利润	3,766	5,754	5,906	6,543	7,390
营业外收入	239.85	53.90	68.00	68.00	68.00
营业外支出	29.94	60.81	26.00	26.00	26.00
利润总额	3,976	5,747	5,948	6,585	7,432
所得税	932.61	1,243	1,287	1,424	1,608
净利润	3,043	4,505	4,661	5,161	5,825
少数股东损益	240.07	620.19	707.19	782.99	883.68
归属母公司净利润	2,803	3,884	3,954	4,378	4,941
EBITDA	7,103	9,829	10,178	10,958	11,867
EPS (元, 基本)	0.34	0.47	0.48	0.54	0.60

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	44.53	18.67	4.52	5.94	6.69
营业利润	46.33	52.81	2.63	10.79	12.94
归属母公司净利润	40.97	38.58	1.80	10.72	12.86
获利能力 (%)					
毛利率	8.84	9.72	10.40	10.50	10.50
净利率	2.07	2.42	2.35	2.46	2.60
ROE	11.89	10.99	10.32	10.26	10.37
ROIC	9.26	12.10	12.12	13.46	15.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.32	67.29	68.59	68.62	68.48
净负债比率 (%)	48.43	50.29	51.77	52.09	52.32
流动比率	0.99	1.21	1.16	1.21	1.26
速动比率	0.75	0.95	0.86	0.95	1.04
营运能力					
总资产周转率	1.44	1.30	1.17	1.11	1.07
应收账款周转率	56.22	51.84	55.24	57.16	57.35
应付账款周转率	96.28	82.47	71.69	62.16	54.24
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.47	0.48	0.54	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.61	0.86	1.59	1.88
每股净资产(最新摊薄)	2.88	4.32	4.68	5.22	5.82
估值比率					
PE (倍)	15.18	10.96	10.76	9.72	8.61
PB (倍)	1.81	1.20	1.11	1.00	0.89
EV_EBITDA (倍)	9.28	6.71	6.48	6.02	5.56

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：91320000704041011J。

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：A0K809

©版权所有 2019 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