

公司研究/动态点评

2019年05月17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): 4.56
合理价格区间(元): 6.24~6.72

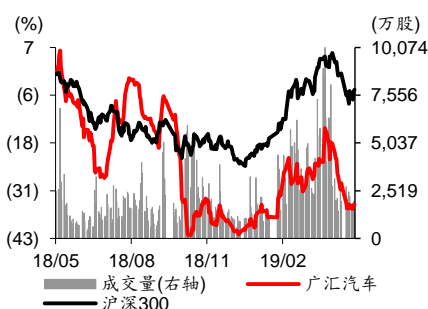
刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

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

相关研究

- 1《广汇汽车(600297,买入): Q1 毛利率改善, 行业改善弹性大》2019.04
- 2《广汇汽车(600297,买入): 销量下滑影响业绩, 行业改善弹性大》2019.04
- 3《广汇汽车(600297,买入): 1月零售端去库存, 经销商首受益》2019.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

联手腾讯、长安, 开启新零售时代

广汇汽车(600297)

与腾讯、长安合作, 开启经销商“新零售”时代

5月16日, 公司公告, 为了充分发挥各方资源优势, 公司将与长安汽车、中汽协及腾讯科技在渠道、新营销、二手车等领域积极开展合作, 特别是新营销、智慧门店的探索和推进, 从而加快公司向新时代汽车经销商的转型升级。我们认为该合作符合市场此前对公司与互联网巨头合作开启“新零售”时代的预期, 引入腾讯的大数据、人工智能等先进技术, 积极推动传统4S店模式向互联网模式转型, 有利于公司把握“新零售”发展方向。我们预计公司19-21年实现EPS0.48、0.56、0.65元, 维持“买入”评级。

引入腾讯技术与互联网思维, 打造长安全新智慧门店

我们推测, 合作四方可能会以公司旗下的长安自主4S店为基础, 引入腾讯的大数据和人工智能等技术对4S店进行改造, 打造全新的智慧门店, 达到吸引客流、提升客户满意度、降低成本的效果。此合作有利于进一步推进公司与主机厂、互联网企业以及行业协会在资源、渠道等方面的共创共享, 有利于加快公司智慧化门店的升级改造, 加强业务融合, 有利于提高公司服务能力, 提升客户满意度, 对公司的长远发展具有积极影响。对长安自主来说, 尝试新零售也是一种缓解销量压力的新方法。

国五去库存进行中, 若行业复苏经销商首收益

根据乘联会数据, 4月狭义乘用车销量150.8万辆, 同比-16.9%; 狭义乘用车批发销量155万辆, 同比-17.4%。根据汽车流通协会数据, 4月汽车经销商综合系数为2.0, 同比上升20.5%, 环比上升11%, 库存水平位于警戒线以上。我们认为4月需求不振, 渠道库存加大, 主要原因或是消费者观望国六升级政策持币待购。部分地区7月1日开始对轻型车实行国六标准, 经销商和主机厂去除国五车型压力增加, 主机厂批发销量双位数下滑, 部分消费者持币待购, 影响终端销量。我们认为, 随着国六车型逐步推出, 下半年终端价格和销量增速有望逐季改善。

经销商龙头开启“新零售”时代, 维持“买入”评级

从短期看, 国五库存逐渐清除, 下半年行业销量有望逐季改善, 净利率较低的经销商弹性较大; 主机厂受益增值税率下降政策宣布官降, 但经销商终端售价降幅小于官降幅度, 经销商折扣压力略减小。长期看, 与腾讯合作开启经销商“新零售”时代的变革。考虑到下半年销量有望改善, 我们预计公司19-21年有望实现归母净利润38.89、45.89、53.39亿(上调1%、0.88%、0.77%), 对应EPS0.48、0.56、0.65元, 可比公司19年平均PE估值16倍, 考虑到公司增长多来自并购, 给予公司19年13~14倍PE估值, 给予目标价6.24~6.72元, 维持“买入”评级。

风险提示: 销量不及预期, 经济周期下行, 汽车消费促进政策不达预期。

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)	4.00-7.52
总市值(百万元)	37,317
总资产(百万元)	136,459
每股净资产(元)	4.60

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	160,712	166,173	176,359	194,154	219,355
+/-%	18.67	3.40	6.13	10.09	12.98
归属母公司净利润(百万元)	3,890	3,257	3,889	4,589	5,339
+/-%	38.80	(16.27)	19.40	17.99	16.35
EPS(元, 最新摊薄)	0.48	0.40	0.48	0.56	0.65
PE(倍)	9.59	11.46	9.59	8.13	6.99

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

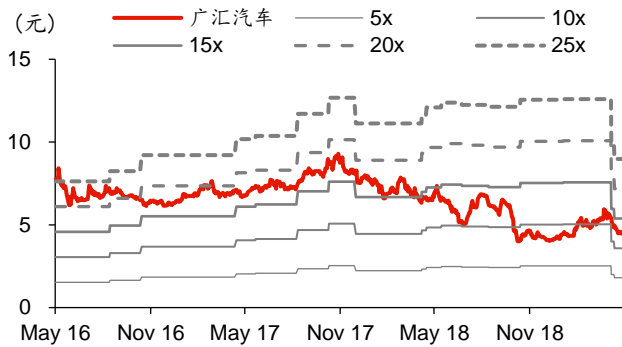
图表1：可比公司估值（截至20190516）

证券代码	公司	收盘价 (元)	EPS(元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600335.SH	国机汽车	7.23	0.44	0.48	0.53	16.61	15.07	13.62
600327.SH	大东方	4.92	0.37	0.40	0.43	13.24	12.30	11.34
600104.SH	上汽集团	26.03	3.18	3.42	3.62	8.18	7.62	7.19
601238.SH	广汽集团	12.14	1.17	1.33	1.42	10.38	9.14	8.56
603377.SH	东方时尚	16.12	0.42	0.45	0.49	38.78	35.60	32.74
600704.SH	物产中大	5.57	0.64	0.76	0.92	8.72	7.33	6.03
	平均					15.99	14.51	13.25

资料来源：Wind，华泰证券研究所（盈利预测来自万得一致预期）

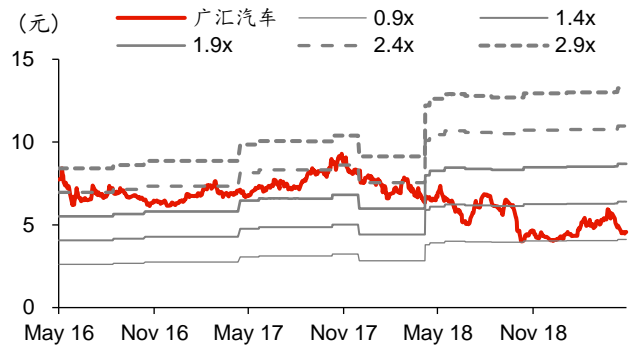
PE/PB - Bands

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	82,278	85,451	94,889	110,785	129,817
现金	32,473	25,368	31,096	41,662	55,662
应收账款	3,019	2,816	3,130	3,442	3,885
其他应收账款	3,237	3,745	3,439	3,782	4,269
预付账款	16,526	20,172	17,989	19,779	22,324
存货	17,033	20,610	25,043	25,787	25,199
其他流动资产	9,990	12,739	14,192	16,333	18,478
非流动资产	53,021	56,041	60,436	63,488	66,318
长期投资	623.82	1,643	1,800	2,400	3,000
固定投资	12,304	13,607	15,739	17,700	19,427
无形资产	8,780	9,855	9,855	9,835	9,805
其他非流动资产	31,313	30,937	33,042	33,552	34,086
资产总计	135,299	141,493	155,326	174,273	196,135
流动负债	68,272	76,262	83,894	94,669	107,396
短期借款	17,438	20,178	22,000	25,000	28,000
应付账款	28,094	29,436	2,369	3,126	3,920
其他流动负债	22,740	26,647	59,525	66,544	75,476
非流动负债	22,749	19,046	19,995	22,485	25,025
长期借款	15,665	13,335	14,835	16,635	18,635
其他非流动负债	7,084	5,711	5,160	5,850	6,390
负债合计	91,022	95,308	103,890	117,155	132,421
少数股东权益	8,907	9,170	10,020	11,023	12,190
股本	8,144	8,218	8,184	8,184	8,184
资本公积	13,524	13,640	13,640	13,640	13,640
留存公积	12,896	14,862	19,502	24,091	29,431
归属母公司股东权益	35,370	37,015	41,416	46,095	51,524
负债和股东权益	135,299	141,493	155,326	174,273	196,135

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	4,983	2,160	10,045	13,589	16,921
净利润	4,511	3,974	4,739	5,592	6,506
折旧摊销	1,611	1,727	1,576	1,881	2,179
财务费用	2,459	3,016	3,028	2,890	2,799
投资损失	(138.66)	(90.83)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
营运资金变动	(3,837)	(6,476)	1,295	2,912	5,178
其他经营现金	377.69	10.70	(503.39)	403.80	348.04
投资活动现金	(4,847)	(6,515)	(5,983)	(6,943)	(7,031)
资本支出	2,562	2,493	3,500	3,500	3,500
长期投资	358.69	1,217	522.78	600.00	600.00
其他投资现金	(1,926)	(2,805)	(1,960)	(2,843)	(2,931)
筹资活动现金	10,742	(4,176)	1,665	3,920	4,111
短期借款	(5,166)	2,740	1,822	3,000	3,000
长期借款	5,924	(2,330)	1,500	1,800	2,000
普通股增加	2,644	73.32	(34.01)	0.00	0.00
资本公积增加	5,371	115.84	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,970	(4,776)	(1,623)	(880.26)	(889.30)
现金净增加额	10,809	(8,513)	5,727	10,566	14,001

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	160,712	166,173	176,359	194,154	219,355
营业成本	145,083	149,040	157,941	173,651	195,994
营业税金及附加	502.05	494.34	529.08	582.46	658.07
营业费用	4,377	5,248	5,538	6,096	6,888
管理费用	2,433	2,787	2,910	3,398	4,277
财务费用	2,459	3,016	3,028	2,890	2,799
资产减值损失	343.37	722.12	400.00	400.00	400.00
公允价值变动收益	(38.58)	90.94	90.00	90.00	90.00
投资净收益	138.66	90.83	90.00	90.00	90.00
营业利润	5,763	5,282	6,194	7,316	8,519
营业外收入	53.90	78.86	68.00	68.00	68.00
营业外支出	60.81	104.38	26.00	26.00	26.00
利润总额	5,756	5,257	6,236	7,358	8,561
所得税	1,245	1,283	1,497	1,766	2,055
净利润	4,511	3,974	4,739	5,592	6,506
少数股东损益	620.80	716.51	849.98	1,003	1,167
归属母公司净利润	3,890	3,257	3,889	4,589	5,339
EBITDA	9,833	10,025	10,798	12,087	13,497
EPS (元, 基本)	0.48	0.40	0.48	0.56	0.65

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.67	3.40	6.13	10.09	12.98
营业利润	53.04	(8.34)	17.26	18.11	16.44
归属母公司净利润	38.80	(16.27)	19.40	17.99	16.35
获利能力 (%)					
毛利率	9.72	10.31	10.44	10.56	10.65
净利率	2.42	1.96	2.21	2.36	2.43
ROE	11.00	8.80	9.39	9.96	10.36
ROIC	12.12	10.37	11.49	12.82	14.97
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.27	67.36	66.88	67.22	67.52
净负债比率 (%)	50.28	50.39	49.89	49.62	48.81
流动比率	1.21	1.12	1.13	1.17	1.21
速动比率	0.95	0.85	0.83	0.90	0.97
营运能力					
总资产周转率	1.30	1.20	1.19	1.18	1.18
应收账款周转率	51.84	56.14	58.43	58.22	58.94
应付账款周转率	9.78	5.18	9.93	63.21	55.64
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.40	0.48	0.56	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.26	1.23	1.66	2.07
每股净资产(最新摊薄)	4.32	4.52	5.06	5.63	6.30
估值比率					
PE (倍)	9.59	11.46	9.59	8.13	6.99
PB (倍)	1.06	1.01	0.90	0.81	0.72
EV_EBITDA (倍)	6.93	6.79	6.31	5.64	5.05

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