

公司研究/动态点评

2019年12月19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): 3.45
合理价格区间(元): 3.80~4.20

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

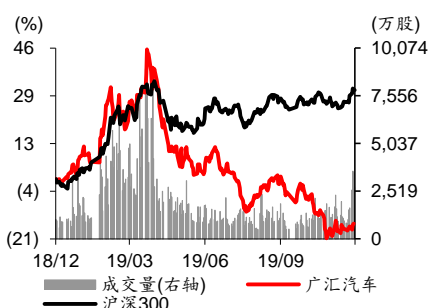
刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

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 SH,买入): 售后业务增速放缓, 静待行业改善》2019.10
- 2 《广汇汽车(600297 SH,买入): 需求逐步见底, 经销商有望首受益》2019.08
- 3 《广汇汽车(600297,买入): 联手腾讯、长安, 开启新零售时代》2019.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

合作邮储银行, 资金压力有望减轻

广汇汽车(600297)

与邮储银行战略合作, 资金压力有望减轻

12月18日, 根据金融界网站报道, 中国邮政储蓄银行与广汇汽车服务集团股份有限公司签署战略合作协议。双方将在汽车金融领域展开合作, 主机厂和汽车经销商可以享受到更多汽车金融服务。我们认为广汇汽车与邮储银行合作, 有望获得更多融资, 或减轻公司面临的资金压力。12月, 全资子公司广汇宝信发行的美元永续债已经赎回, 公司又发行了两笔5亿元的超短融缓解资金压力。11月公司宣布员工持股计划, 拟筹集金额1亿元, 我们认为发布员工持股计划彰显管理层对公司未来的信心。预计19-21年EPS0.34、0.38、0.42元, 维持“买入”评级。

4亿美元永续债已赎回, 拟员工持股彰显信心

根据公司公告(2019-124), 全资子公司广汇宝信2016年发行的票面利率为8.75%的4亿美元永续债已经完全赎回, 主要赎回方法是自有资金和19年10月发行的7785.6万美元票据(票面利率8.625%)。此外公司11月下旬和12月17日发行了两笔5亿元的超短融, 发行利率7.1%, 期限为270天。我们认为未来公司和邮储银行若能积极展开合作, 资金压力有望得到缓解, 若债务结构转变资金成本也有望降低。11月27日, 公司宣布员工持股计划, 筹集金额1亿元, 高管认购10%, 我们认为发布员工持股计划彰显管理层对公司未来的信心, 有助于公司长期发展。

新车销量改善, 库存降低, 经销商首受益

从基本面看, Q4乘用车零售销量和公司新车销量都有望恢复正增长。根据乘联会数据, 10-11月乘用车零售销量同比-5%, 跌幅收窄, 广汇汽车的零售表现强于行业, 我们预计Q4广汇汽车新车销量有望实现正增长。行业和公司库存都恢复正常, 资金占用压力降低。根据汽车流通协会数据, 11月行业库存指数降低至1.49, 同比-22.4%, 处于警戒线以下, 公司库存情况好于行业。考虑到宏观经济逐步企稳, 国五去库存等政策因素扰动消失, 我们预计2020年乘用车销量有望企稳, 公司作为经销商龙头, 有望首先受益。

国内汽车经销商龙头, 维持“买入”评级

长期看, 随着汽车保有量的提升, 公司维修保养等售后业务占比有望持续提升, 叠加豪华车销售占比提升, 毛利率有望逐步提升; 公司管理和盈利能力好于非上市经销商, 行业低点盈利较差的经销商或退出, 市占率有望提升。考虑到部分资产盈利性下降, Q4或有资产减值等事项发生, 我们预计公司19-21年实现归母净利润28.07、30.96、34.45亿元(下调10.9%、13.6%、15.7%), 对应EPS0.34、0.38、0.42元, 可比公司20年平均估值10.6倍PE, 给予公司20年10~11倍PE估值, 给予目标价3.8~4.2元, 维持“买入”评级。

风险提示: 销量不及预期, 经济周期下行, 资产存在减值可能性。

公司基本资料

总股本(百万股)	8,160
流通A股(百万股)	8,110
52周内股价区间(元)	3.23-5.95
总市值(百万元)	28,152
总资产(百万元)	132,274
每股净资产(元)	4.63

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	169,319	173,625	180,400
+/-%	18.67	3.40	1.89	2.54	3.90
归属母公司净利润(百万元)	3,884	3,257	2,807	3,096	3,445
+/-%	38.58	(16.14)	(13.82)	10.27	11.28
EPS(元, 最新摊薄)	0.53	0.39	0.34	0.38	0.42
PE(倍)	6.49	8.82	10.00	9.07	8.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

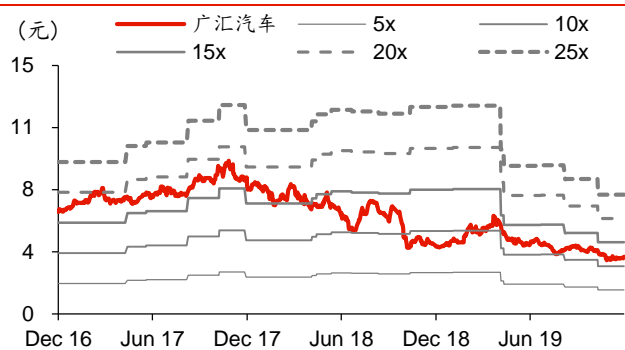
图表1：可比公司估值（截至20191218）

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	5.73	0.42	0.47	0.53	13.63	12.20	10.99
600327.SH	大东方	3.52	0.32	0.34	0.37	11.01	10.28	9.64
601238.SH	广汽集团	11.74	0.80	0.99	1.13	14.72	11.83	10.41
600704.SH	物产中大	5.28	0.59	0.67	0.76	8.92	7.92	6.97
	平均					12.07	10.56	9.50

资料来源：Wind，华泰证券研究所（盈利预测来自万得一致预期）

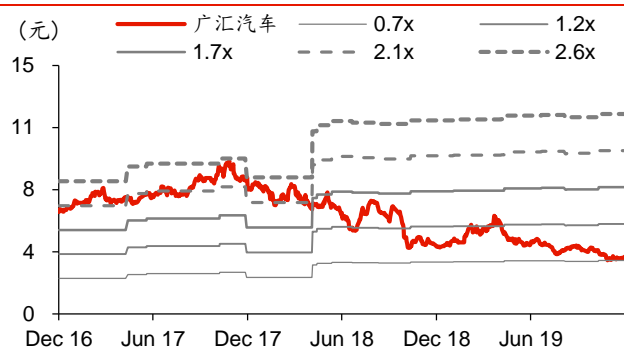
PE/PB - Bands

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	87,277	84,513	82,991
现金	32,473	25,385	25,674	21,703	18,302
应收账款	3,020	2,861	3,247	3,330	3,460
其他应收账款	3,237	3,745	3,700	3,700	3,700
预付账款	16,526	20,172	21,803	22,833	24,218
存货	17,033	20,610	20,853	20,948	21,311
其他流动资产	9,989	12,678	12,000	12,000	12,000
非流动资产	52,968	56,041	57,302	58,194	59,003
长期投资	624.00	1,643	1,900	2,000	2,100
固定投资	13,484	13,834	14,047	14,339	14,548
无形资产	8,780	9,855	9,855	9,855	9,855
其他非流动资产	30,080	30,709	31,500	32,000	32,500
资产总计	135,246	141,492	144,579	142,707	141,994
流动负债	68,272	76,262	75,472	74,203	73,356
短期借款	30,102	34,686	36,278	34,278	32,278
应付账款	28,094	29,436	29,194	29,925	31,078
其他流动负债	10,076	12,140	10,000	10,000	10,000
非流动负债	22,736	19,046	20,501	16,076	11,956
长期借款	20,310	16,340	16,623	10,623	5,323
其他非流动负债	2,426	2,706	3,878	5,452	6,633
负债合计	91,008	95,308	95,973	90,279	85,312
少数股东权益	8,901	9,170	9,867	10,593	11,402
股本	8,144	8,218	8,160	8,160	8,160
资本公积	14,901	14,505	13,480	13,480	13,480
留存公积	12,292	14,292	17,099	20,195	23,640
归属母公司股东权益	35,337	37,015	38,739	41,835	45,280
负债和股东权益	135,246	141,493	144,579	142,707	141,994

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	4,987	2,160	5,827	8,028	7,900
净利润	4,505	3,974	3,505	3,822	4,253
折旧摊销	1,618	1,727	1,825	1,908	1,991
财务费用	2,470	2,570	2,857	2,425	2,030
投资损失	(135.00)	(91.00)	(307.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(3,837)	(6,476)	(2,502)	(476.25)	(725.17)
其他经营现金	366.00	456.00	450.00	450.00	450.00
投资活动现金	(4,850)	(6,515)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
资本支出	1,468	548.00	1,500	1,500	1,500
长期投资	1,658	3,955	1,500	1,500	1,500
其他投资现金	1,724	2,012	2,000	2,000	2,000
筹资活动现金	10,742	(4,176)	(537.73)	(7,000)	(6,300)
短期借款	(5,146)	2,723	1,592	(2,000)	(2,000)
长期借款	3,718	(3,970)	(2,047)	(6,000)	(5,300)
普通股增加	8,325	(4,267)	(1,083)	0.00	0.00
资本公积增加	3,845	1,338	1,000	1,000	1,000
其他筹资现金	10,879	(8,531)	289.47	(3,972)	(3,400)
现金净增加额	10,879	(8,531)	289.47	(3,972)	(3,400)

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	169,319	173,625	180,400
营业成本	145,091	149,040	152,224	156,039	162,051
营业税金及附加	502.05	494.34	525.01	520.88	541.20
营业费用	4,377	5,248	5,237	5,556	5,773
管理费用	2,433	2,787	2,789	2,604	2,706
财务费用	2,456	3,016	3,488	3,559	3,608
资产减值损失	343.37	722.12	336.83	600.00	400.00
公允价值变动收益	110.16	325.42	105.16	200.00	200.00
投资净收益	135.22	90.83	307.00	100.00	100.00
营业利润	5,754	5,282	4,656	5,046	5,621
营业外收入	53.90	78.86	131.31	100.00	100.00
营业外支出	60.81	104.38	42.74	50.00	50.00
利润总额	5,747	5,257	4,745	5,096	5,671
所得税	1,243	1,283	1,240	1,274	1,418
净利润	4,505	3,974	3,505	3,822	4,253
少数股东损益	620.19	716.51	697.33	726.13	808.05
归属母公司净利润	3,884	3,257	2,807	3,096	3,445
EBITDA	9,926	10,331	10,368	10,813	11,320
EPS (亿元, 基本)	0.53	0.39	0.34	0.38	0.42

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	1.89	2.54	3.90
营业利润	50.45	(8.20)	(11.85)	8.36	11.39
归属母公司净利润	38.58	(16.14)	(13.82)	10.27	11.28
获利能力 (%)					
毛利率	9.72	10.31	10.10	10.13	10.17
净利率	2.42	1.96	1.66	1.78	1.91
ROE	8.78	7.05	5.78	5.90	6.08
ROIC	6.25	4.54	3.70	4.09	4.53
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.29	67.36	66.38	63.26	60.08
净负债比率 (%)	205.72	206.36	197.45	172.19	150.51
流动比率	1.21	1.12	1.16	1.14	1.13
速动比率	0.96	0.85	0.88	0.86	0.84
营运能力					
总资产周转率	1.19	1.17	1.17	1.22	1.27
应收账款周转率	13.11	14.13	13.86	13.20	13.29
应付账款周转率	1.38	1.30	1.30	1.32	1.33
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.39	0.34	0.38	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.26	0.71	0.98	0.97
每股净资产(最新摊薄)	5.43	5.62	5.96	6.43	6.95
估值比率					
PE (倍)	6.49	8.82	10.00	9.07	8.15
PB (倍)	0.63	0.61	0.58	0.54	0.50
EV_EBITDA (倍)	5.41	5.20	5.18	4.97	4.74

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