

广汇汽车（600297）：看好公司豪车布局与衍生业务拓展

2020 年 03 月 10 日

推荐/首次

广汇汽车

公司报告

广汇汽车是国内汽车经销商的龙头。根据中汽协发布的《2019 年中国汽车经销商集团百强排行榜》，广汇集团不论是营收规模还是汽车销量（包含二手车）均傲视同行。从 4S 店规模来看，公司截至 2019H1 拥有 776 家 4S 店。

公司深入布局豪车市场，抵御整体车市下行风险。通过收购宝信汽车，公司豪华品牌 4S 店数量由 2015 年的 65 家迅速跃升至 2016 年的 175 家，并扩大至目前的 226 家。截至 2018 年底，公司共有 17 个豪华品牌。我们预计 2020 年国内乘用车销量 2,079 万辆（增速-3%），但豪车品牌有望延续 2019 年的走势，继续走出独立行情。广汇汽车作为国内最具规模的豪华品牌经销集团，凭借遍布全国的经销网络和广泛的品牌布局，有望进一步提升份额。

公司衍生乘用车业务提升快，中介角色打破原本产业链中的不利格局。销售体系和服务模式使经销商最初只有单一的供应商，随着近年来汽车后市场业务的开拓，经销商开始充当中介角色。广汇汽车充分发挥规模优势，率先拓展乘用车衍生业务。目前公司的佣金代理业务主要包括汽车保险、汽车贷款、汽车延保代理和二手车交易，近几年的毛利率稳定在 77% 以上。对比美国、德国汽车融资租赁渗透率分别达到 46%、21%，国内的汽车融资租赁渗透率还不到 5%，发展空间巨大。随着新车销量增速放缓和央行投放市场流动性充裕，汽车租赁将成为新的增长点。

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 32.77、31.98 和 36.85 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.39 和 0.45 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 10.6、10.9 和 9.5 倍。看好公司在豪华品牌经销体系的深入布局和乘用车衍生业务的稳步拓展，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：乘用车销量大幅下降；公司衍生业务发展不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	160,712	166,173	165,198	165,356	181,072
增长率（%）	18.7%	3.4%	-0.6%	0.1%	9.5%
归母净利润（百万元）	3,884	3,257	3,277	3,198	3,685
增长率（%）	48.0%	-11.8%	0.6%	-2.4%	15.2%
净资产收益率（%）	11.0%	8.8%	9.1%	9.1%	10.8%
每股收益（元）	0.53	0.39	0.40	0.39	0.45
PE	8.0	10.9	10.6	10.9	9.5
PB	0.98	0.94	0.97	1.00	1.02

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是中国领先的豪华乘用车经销与服务集团。依托广大的业务规模及广泛的销售网络，公司有实力为客户提供覆盖汽车服务生命周期的一站式综合服务，包括整车销售、汽车租赁及融资租赁、二手车、维修养护、佣金代理等在内的全方位服务。

未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-04-29 预计披露 2019 年年报

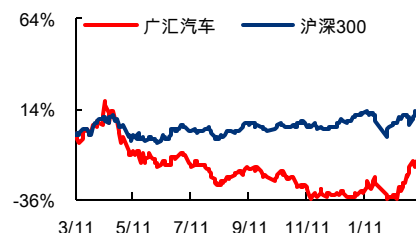
发债及交叉持股介绍：

公司持有广汇宝信（1293.HK）67.7%可流通股

交易数据

52 周股价区间（元）	5.93-3.22
总市值（亿元）	345.98
流通市值（亿元）	343.88
总股本/流通 A 股（万股）	815,998/811,030
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.29%

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理：刘一鸣

021-25102862

liu_y_m@dxzq.net.cn

研究助理：张觉尹

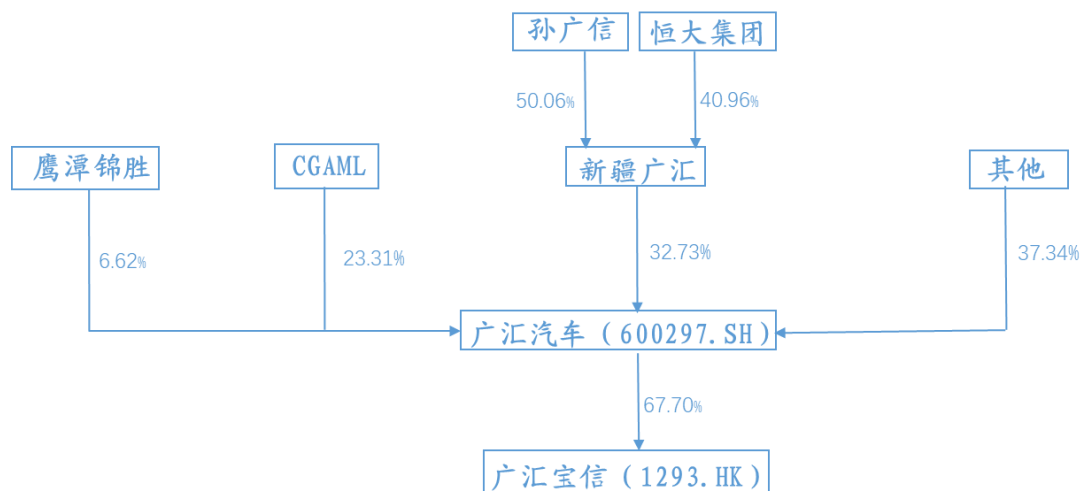
021-25102862

zhangjueyin@dxzq.net.cn

1. 汽车经销商龙头地位稳固

广汇汽车成立于 1999 年，实控人为孙广信。公司主要从事乘用车经销、乘用车售后服务、乘用车衍生等覆盖汽车服务全生命周期的业务，其中乘用车衍生业务主要包括保险及融资代理、汽车延保代理、二手车交易代理、汽车融资租赁等服务。公司在 2016 年收购港股上市公司宝信汽车（后改名为“广汇宝信”），为日后公司在豪华车市场的深度布局打下了基础，目前公司是国内最具规模的豪华乘用车经销集团。

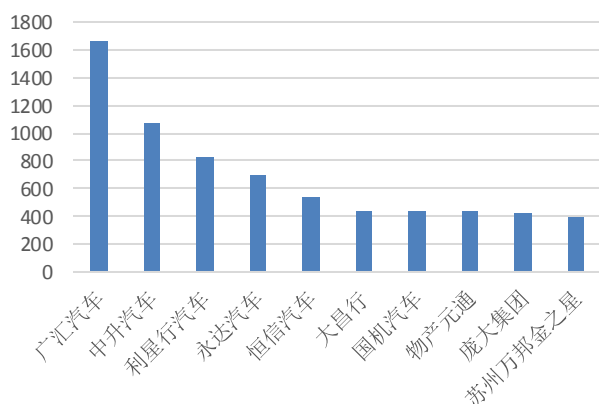
图1：广汇汽车股权结构



资料来源：公司公告；东兴证券研究所

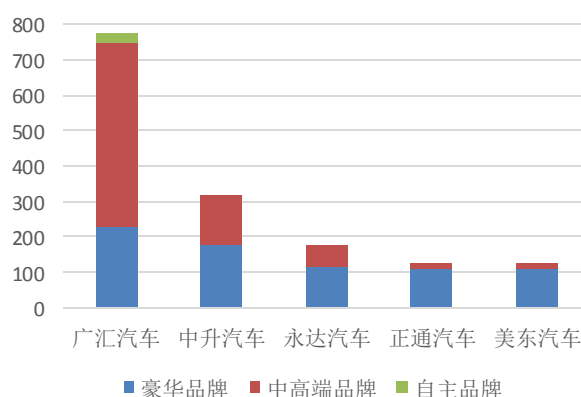
公司是国内汽车经销商的龙头。根据中汽协发布的《2019 年中国汽车经销商集团百强排行榜》，广汇集团不论是营收规模还是汽车销量（包含二手车）均傲视同行。公司 2018 年营收 1662 亿元，超出第二名近 600 亿元，是第三名的 2 倍；汽车总销量 118.4 万台，其中二手车销量 30.3 万台，均远超经销商同行。从 4S 店规模来看，公司截至 2019H1 拥有 776 家 4S 店，其中豪华品牌 226 家，中高端品牌 520 家，自主品牌 30 家。

图2：百强经销商集团前十 2018 年营收规模（单位：亿元）



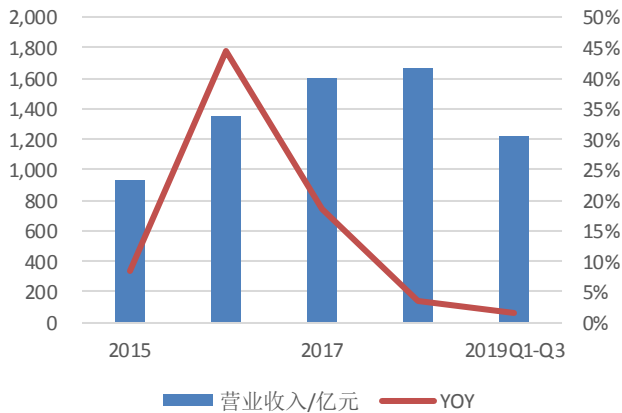
资料来源：中汽协；东兴证券研究所

图3：主要上市经销商集团截至 2018 年 4S 店数量(单位:家)

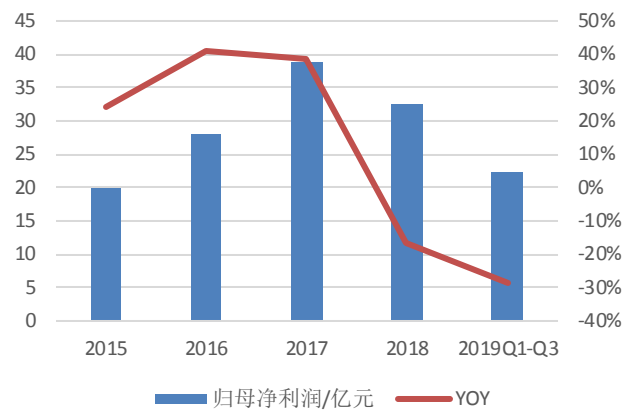


资料来源：各公司公告；东兴证券研究所

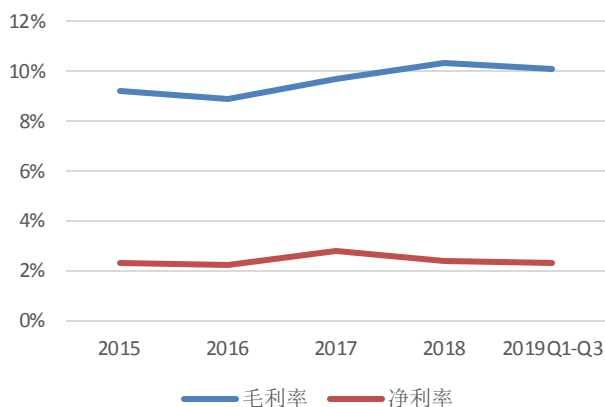
公司营收稳中有升, 2019Q1-Q3 营业收入 1,222 亿元, 同比增速 1%。受整体车市下滑影响, 公司整车销售成本大幅提升, 2018 年和 2019Q1-Q3 归母净利润出现负增长。整车销售仍是公司的营收主力, 近年发展的乘用车衍生业务的毛利率较高。

图4: 公司营业收入及 YOY


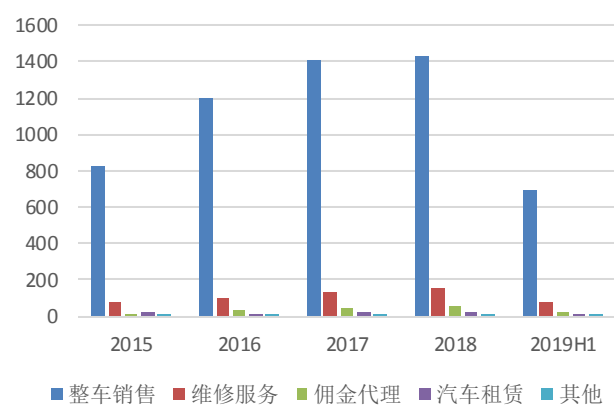
资料来源: 公司公告; 东兴证券研究所

图5: 公司归母净利润及 YOY


资料来源: 公司公告; 东兴证券研究所

图6: 公司毛利率及净利率


资料来源: 公司公告; 东兴证券研究所

图7: 公司主营业务收入 (单位: 亿元)


资料来源: 公司公告; 东兴证券研究所

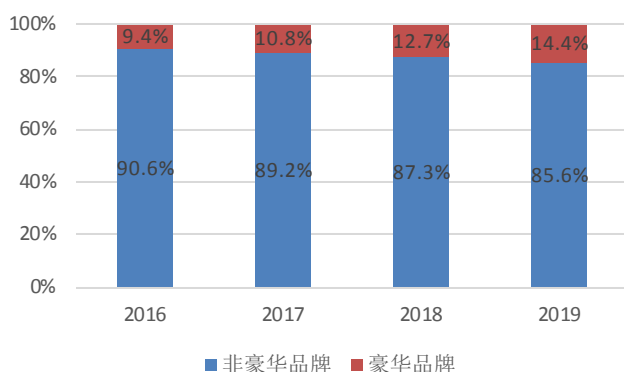
2. 销售服务两开花, 后市场是重要驱动力

2.1 豪车业务强劲, 新车销售的毛利后盾

2019 年我国豪华车销量 306.3 万台, 市场份额由 2018 年的 12.7% 继续扩大至 2019 年的 14.4%。豪华品牌各细分市场均实现正增长, 表现远优于整体负增长的非豪华品牌。

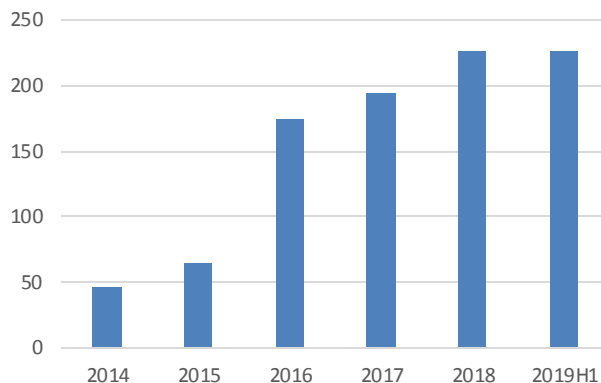
公司深入布局豪车市场。通过收购宝信汽车, 公司豪华品牌 4S 店数量由 2015 年的 65 家迅速跃升至 2016 年的 175 家, 并扩大至目前的 226 家。截至 2018 年底, 公司共有 17 个豪华品牌, 主要豪华品牌的 4S 店门店数为: 奥迪 38 家、宝马 36 家、捷豹路虎 30 家、沃尔沃 25 家、奔驰 21 家。

图8：豪华品牌与非豪华品牌的市场份额



资料来源：乘联会；东兴证券研究所

图9：广汇汽车豪华品牌 4S 店数量（单位：家）



资料来源：公司公告；东兴证券研究所

表1：广汇汽车主要各豪华品牌 4S 店数量（单位：家）

	奥迪	宝马	奔驰	捷豹路虎	沃尔沃
2015 年	20	0	9	0	13
2016 年	32	28	14	29	25
2017 年	37	32	15	29	25
2018 年	38	36	21	30	25

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

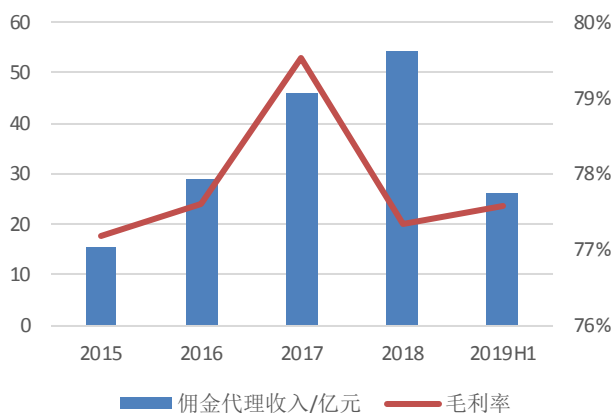
我们预计 2020 年国内乘用车销量 2,079 万辆（增速-3%），但豪车品牌有望延续 2019 年的走势，继续走出独立行情。广汇汽车作为国内最具规模的豪华品牌经销集团，凭借遍布全国的经销网络和广泛的品牌布局，有望进一步提升份额。

2.2 衍生业务提升快，中介角色破格局

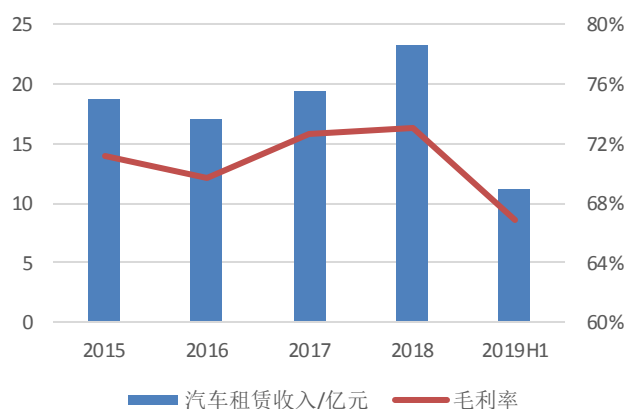
汽车经销商最初的上游为整车厂，销售体系和服务模式使经销商只有单一的供应商，大大束缚了发展。但随着近年来汽车后市场业务的开拓，经销商开始充当中介角色，上游供应商也变得多样化。广汇汽车充分发挥规模优势，率先拓展乘用车衍生业务。

公司的佣金代理业务主要包括汽车保险、汽车贷款、汽车延保代理和二手车交易。2019 年上半年佣金代理收入 26.1 亿元，近几年的毛利率稳定在 77%以上。

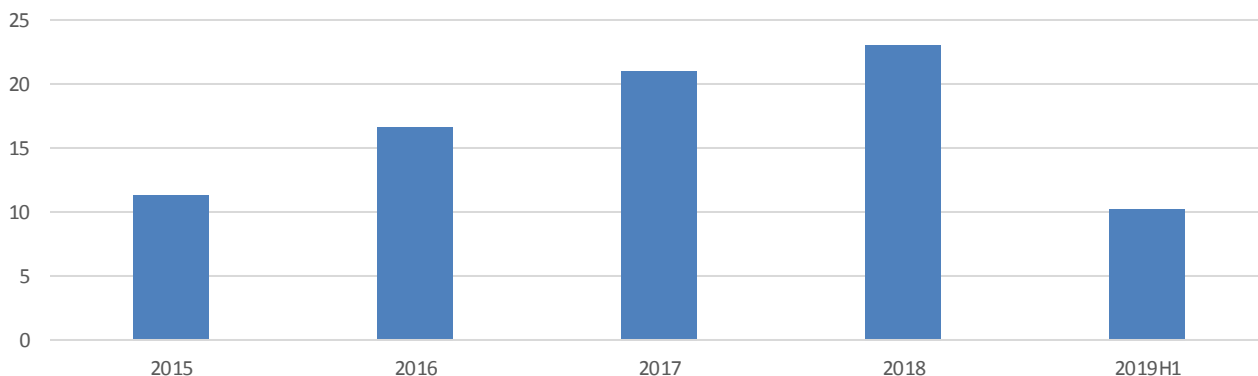
公司 2019 年上半年汽车租赁收入 11.3 亿元，累计完成租赁 10.3 万台。目前美国、德国汽车融资租赁渗透率分别达到 46%、21%。国内的汽车融资租赁渗透率还不到 5%，发展空间巨大。随着新车销量增速放缓和央行投放市场流动性充裕，汽车租赁将成为新的增长点。

图10：公司佣金代理收入及毛利率


资料来源：公司公告；东兴证券研究所

图11：公司租赁收入及毛利率


资料来源：公司公告；东兴证券研究所

图12：公司累计完成租赁台次（单位：万台）


资料来源：公司公告；东兴证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 32.77、31.98 和 36.85 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.39 和 0.45 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 10.6、10.9 和 9.5 倍。看好公司在豪华品牌经销体系的深入布局 and 乘用车衍生业务的稳步拓展，首次覆盖给予“推荐”评级。

3. 风险提示

乘用车销量大幅下降；公司衍生业务发展不及预期

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位：百万元		利润表		单位：百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产合计	82,278	85,451	87,462	99,147	109,566	营业收入	160,712	166,173	165,198	165,356	181,072	
货币资金	32,473	25,368	24,780	33,071	36,214	营业成本	145,091	149,040	148,408	148,105	161,645	
应收账款	3,019	2,816	3,168	2,987	3,372	营业税金及附加	502	494	496	496	543	
其他应收款	3,215	3,663	3,641	3,645	3,991	营业费用	4,377	5,248	5,121	5,126	5,613	
预付款项	16,526	20,172	23,547	27,043	30,788	管理费用	2,433	2,787	3,304	3,307	3,621	
存货	17,033	20,610	20,330	20,385	22,196	财务费用	2,456	3,016	2,566	3,193	3,732	
其他流动资产	942	1,557	1,557	1,557	1,557	资产减值损失	343	722	474	474	474	
非流动资产合计	52,968	56,041	56,401	56,081	56,807	公允价值变动收	(40)	91	474	474	474	
长期股权投资	624	1,643	1,643	1,643	1,643	投资净收益	135	91	50	97	102	
固定资产	12,304	13,607	14,290	14,373	14,733	营业利润	5,754	5,282	5,354	5,226	6,020	
无形资产	8,780	9,855	9,458	9,117	9,324	营业外收入	54	79	79	79	86	
其他非流动资产	2,020	1,152	1,152	1,152	1,152	营业外支出	61	104	104	104	114	
资产总计	135,246	141,493	143,862	155,228	166,373	利润总额	5,747	5,257	5,329	5,200	5,992	
流动负债合计	68,272	76,262	83,288	94,929	106,243	所得税	1,243	1,283	1,332	1,300	1,498	
短期借款	17,438	20,178	31,042	42,365	50,912	净利润	4,505	3,974	3,996	3,900	4,494	
应付账款	1,941	1,675	1,500	1,570	1,674	少数股东损益	620	717	719	702	809	
预收款项	2,544	2,567	2,702	2,781	2,899	归属母公司净利	3,884	3,257	3,277	3,198	3,685	
一年内到期的非流动负债	12,664	14,508	14,508	14,508	14,508	EBITDA	17,962	19,197	11,361	12,177	13,685	
非流动负债合计	22,736	19,046	13,951	13,951	13,951	EPS（元）	0.53	0.39	0.40	0.39	0.45	
长期借款	15,665	13,335	13,335	13,335	13,335	主要财务比率						
应付债券	4,645	3,005	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
负债合计	91,009	95,308	97,240	108,880	120,194	成长能力						
少数股东权益	8,901	9,170	9,890	10,592	11,401	营业收入增长	18.67%	3.40%	-0.59%	0.10%	9.50%	
实收资本（或股本）	8,144	8,218	8,218	8,218	8,218	营业利润增长	50.45%	-8.20%	1.36%	-2.39%	15.19%	
资本公积	13,524	13,640	13,640	13,640	13,640	归属于母公司净利润	0.60%	-2.41%	0.60%	-2.41%	15.21%	
未分配利润	12,292	14,292	13,027	11,512	9,929	获利能力						
归属母公司股东权益合计	35,337	37,015	35,982	35,005	34,028	毛利率(%)	9.72%	10.31%	10.16%	10.43%	10.73%	
负债和所有者权益	135,246	141,493	143,862	155,228	166,373	净利率(%)	2.80%	2.39%	2.42%	2.36%	2.48%	
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	2.87%	2.30%	2.28%	2.06%	2.21%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10.99%	8.80%	9.11%	9.14%	10.83%	
经营活动现金流	4,987	2,160	1,381	7,950	8,785	偿债能力						
净利润	4,505	3,974	3,996	3,900	4,494	资产负债率(%)	67%	67%	68%	70%	72%	
折旧摊销	9,752	10,899	0	2,417	2,641	流动比率	1.21	1.12	1.05	1.04	1.03	
财务费用	2,456	3,016	2,566	3,193	3,732	速动比率	0.96	0.85	0.81	0.83	0.82	
应收帐款减少	0	0	(352)	181	(385)	营运能力						
预收帐款增加	0	0	135	79	117	总资产周转率	1.30	1.20	1.16	1.11	1.13	
投资活动现金流	(4,850)	(6,515)	(3,231)	(3,614)	(5,795)	应收账款周转率	52	57	55	54	57	
公允价值变动收益	(40)	91	474	474	474	应付账款周转率	91.35	91.90	104.04	107.72	111.66	
长期投资减少	0	0	320	(11)	(1,097)	每股指标（元）						
投资收益	135	91	50	97	102	每股收益(最新摊	0.53	0.39	0.40	0.39	0.45	
筹资活动现金流	10,742	(4,176)	1,262	3,955	153	每股净现金流(最新摊	1.34	-1.04	-0.07	1.01	0.38	
应付债券增加	0	0	(3,005)	0	0	每股净资产(最新摊	4.34	4.50	4.38	4.26	4.14	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	2,644	73	(0)	0	0	P/E	8.00	10.87	10.63	10.89	9.46	
资本公积增加	5,371	116	0	0	0	P/B	0.98	0.94	0.97	1.00	1.02	
现金净增加额	10,878	(8,531)	(589)	8,291	3,143	EV/EBITDA	2.92	3.15	6.07	5.91	5.65	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	永达汽车（3669.HK）：灵活转身拥抱新业态，未来的 AutoNation	2019-12-13
公司深度报告	永达汽车（3669.HK）：行业集中度提升，宝马龙头加速扩张	2019-11-21
公司深度报告	永达汽车（3669.HK）：售后服务，利润宝库	2019-10-29
行业深度报告	汽车行业报告：汽车经销商存量业务风景更美	2019-09-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526