

2020年08月29日

Q2 业绩恢复明显 经销商龙头底部向上

广汇汽车(600297)

事件概述

公司发布 2020 年半年报：2020H1 实现营收 660.77 亿元，同比下降 18.13%；归母净利润 5.01 亿元，同比下降 66.8%，扣非归母净利润 4.79 亿元，同比下降 64.7%。其中，2020Q2 实现营收 404.72 亿元，同比下降 6.8%，归母净利润 8.98 亿元，同比增长 26.8%，扣非归母净利润 8.75 亿元，同比增长 74.2%。

分析判断：

▶ 二季度收入恢复 下半年改善可期

公司上半年业绩表现符合预期，主要业务有序恢复：1) 整车销售收入 559.3 亿，同比下滑 19.3%，其中二季度收入明显恢复，同比下滑 8.4%；2) 维修服务收入为 62.6 亿元，同比下滑 16.6%，其中二季度维修收入 38.3 亿元，环比一季度增长 57.2%；3) 佣金代理收入增长 5.4%至 27.5 亿，其中二季度增长 28.3%至 16.8 亿，主要归功于公司双保无忧业务的快速发展。另外，公司上半年有 26 家门店处于升级改造过程中，改造结束后将进一步推升整体销量水平。在疫情受控车市复苏的大环境下，公司下半年业绩的持续改善值得期待。

▶ 推进控费增效有方 渠道规模效应显现

公司持续推进降本增效策略，强化预算控制，二季度销管费用率为 4.4%，比去年上半年的 4.8%下降 0.4 个百分点，同比去年二季度 4.5%下降 0.1 个百分点。公司加强经营性现金流管控，提升资产周转效率，二季度经营性现金流净额为 69.6 亿，同比去年增加了 31.9 亿。截至报告期末，公司拥有从超豪华到中高端不同档次的 50 多个乘用车品牌，824 家经销网点，覆盖全国 28 个省、自治区、直辖市，这使得公司拥有 1,332 万基盘用户。作为超大型乘用车经销服务集团，广泛的网点布局和丰富的品牌资源提高了公司抗风险能力，而规模效应带来的低成本优势将使主营业务受益，并赋能品牌影响力，有利于不断整合行业资源，促进企业平稳健康发展。

▶ 各类业务有序推进 长期受益结构协同

公司以新车销售为主体，打造了售后维修、金融服务、二手车、保险代理等覆盖汽车生命全周期的一站式综合服务。在原有的规模优势基础上，积极探索创新，新零售模式显现：

1) 持续推进门店升级优化战略，通过区域对标、品牌对标等督导制度，全面提升公司整体业务管理水平；2) 借上半年财

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：4.30
最新收盘价：3.88

股票代码：600297
52 周最高价/最低价：4.6/3.07
总市值(亿)：314.68
自由流通市值(亿)：314.68
自由流通股数(百万)：8,110.30



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080006

联系人：吴迪
邮箱：wudi3@hx168.com.cn

1. 广汇汽车(600297) 2019 年报&2020 一季报：龙头经营稳健 业绩底部向上
2020.04.29
2. 广汇汽车(600297) 三季报点评：Q3 业绩符合预期 新车毛利率环比改善
2019.10.28
3. 广汇汽车(600297) 2019H1 中报点评：新车销售毛利下滑 售后衍生稳定发展
2019.08.30

政部、税务局联合发布《关于二手车经销有关增值税政策的公告》带来的重大利好，持续大力发展二手车业务，积极探索社会化拍卖平台、二手车交易市场连锁，开拓与电商平台合作，并加强检测估价等专业水平；3) 融资租赁与保险服务合作创新，与金融机构开展合作创新，拓展资金渠道及规模，持续巩固传统的车辆消费信贷服务、融资租赁、保险业务；4) 借“新基建”政策红利的加持，推进新能源充电桩的建设。公司将长期受益转型升级所带来的业务结构改善与协同。

投资建议

公司 Q1 短期业绩承压，Q2 明显恢复改善，经销商龙头底色不改，下半年业绩持续改善可期，我们维持之前的盈利预测：预计 2020-2022 年营收为 1613/1739/1812 亿元，归母净利润为 25.4/34.9/41.7 亿元，对应的 EPS 为 0.31/0.43/0.51 元。当前股价对应的 PE 为 12.4/9.0/7.5 倍。给予公司 2021 年 10 倍 PE 估值，目标价由 3.72 元上调至 4.30 元，维持“增持”评级。

风险提示

乘用车行业继续下行的风险；融资成本上升导致的经营风险；行业复苏力度弱，新车销售毛利改善不及预期；融资租赁不良率提升的风险；新冠病毒疫情扩张或反复的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	166,173	170,456	161,268	173,863	181,200
YoY (%)	3.4	2.6	-5.4	7.8	4.2
归母净利润(百万元)	3,257	2,601	2,536	3,494	4,172
YoY (%)	-16.3	-20.2	-2.5	37.8	19.4
毛利率 (%)	10.3	9.8	9.5	9.8	10.0
每股收益(元)	0.40	0.32	0.31	0.43	0.51
ROE (%)	8.8	6.8	6.2	7.9	8.7
市盈率	9.66	12.10	12.41	9.01	7.54

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	170,456	161,268	173,863	181,200	净利润	3,315	3,233	4,454	5,318
YoY (%)	2.6	-5.4	7.8	4.2	折旧和摊销	1,677	810	818	815
营业成本	153,684	145,883	156,877	163,026	营运资金变动	-577	157	-2,016	-841
营业税金及附加	541	645	695	725	经营活动现金流	7,860	5,530	4,448	6,429
销售费用	5,355	6,128	6,259	6,342	资本开支	-804	65	34	-200
管理费用	2,681	3,225	3,130	3,080	投资	-774	0	0	0
财务费用	3,184	970	561	540	投资活动现金流	-4,633	226	382	253
资产减值损失	-243	-402	-782	-783	股权募资	1	0	0	0
投资收益	306	161	348	453	债务募资	54,658	-22,028	0	0
营业利润	4,530	4,328	6,048	7,269	筹资活动现金流	-6,486	-23,123	-709	-709
营业外收支	17	0	-50	-100	现金净流量	-3,235	-17,367	4,120	5,973
利润总额	4,547	4,328	5,998	7,169	主要财务指标				
所得税	1,232	1,094	1,544	1,851	成长能力	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	3,315	3,233	4,454	5,318	营业收入增长率	2.6%	-5.4%	7.8%	4.2%
归属于母公司净利润	2,601	2,536	3,494	4,172	净利润增长率	-20.2%	-2.5%	37.8%	19.4%
YoY (%)	-20.2	-2.5	37.8	19.4	盈利能力				
每股收益	0.32	0.31	0.43	0.51	毛利率	9.8%	9.5%	9.8%	10.0%
资产负债表 (百万元)					净利率	1.9%	2.0%	2.6%	2.9%
货币资金	25,070	7,703	11,823	17,796	总资产收益率 ROA	1.8%	2.1%	2.7%	3.1%
预付款项	25,492	22,714	24,957	25,751	净资产收益率 ROE	6.8%	6.2%	7.9%	8.7%
存货	17,926	18,087	19,440	20,008	偿债能力				
其他流动资产	17,958	17,833	18,283	18,538	流动比率	1.08	1.18	1.27	1.36
流动资产合计	86,446	66,336	74,504	82,093	速动比率	0.54	0.46	0.51	0.60
长期股权投资	2,103	2,103	2,103	2,103	现金比率	0.31	0.14	0.20	0.29
固定资产	13,146	12,677	12,211	11,786	资产负债率	68.5%	60.4%	59.2%	57.4%
无形资产	9,766	9,457	9,164	8,901	经营效率				
非流动资产合计	55,634	54,747	53,755	52,891	总资产周转率	1.20	1.33	1.36	1.34
资产合计	142,080	121,084	128,259	134,984	每股指标 (元)				
短期借款	22,028	0	0	0	每股收益	0.32	0.31	0.43	0.51
应付账款及票据	30,576	28,765	31,029	32,245	每股净资产	4.70	5.01	5.43	5.93
其他流动负债	27,715	27,327	27,865	28,195	每股经营现金流	0.97	0.68	0.55	0.79
流动负债合计	80,319	56,092	58,893	60,440	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	9,821	9,821	9,821	9,821	估值分析				
其他长期负债	7,175	7,175	7,175	7,175	PE	12.10	12.41	9.01	7.54
非流动负债合计	16,996	16,996	16,996	16,996	PB	0.69	0.77	0.71	0.65
负债合计	97,315	73,087	75,889	77,436					
股本	8,160	8,160	8,160	8,160					
少数股东权益	6,675	7,372	8,332	9,478					
股东权益合计	44,765	47,996	52,370	57,548					
负债和股东权益合计	142,080	121,084	128,259	134,984					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。