



中信证券研究部

核心观点



陈俊斌
首席制造产业分析师
S1010512070001



宋韶灵
汽车分析师
S1010518090002



联系人：尹欣驰

经销商有“高营收、低毛利、高资产负债率”的特点，融资成本下行、行业开启去库存周期都有望直接拉动广汇汽车的盈利回暖。此外从政策导向看，今年有望成为二手车行业政策改革的大年，推荐经销商龙头企业广汇汽车。

变化一：融资成本下降有利于高杠杆运营的经销商。经销商有“高营收、低毛利、高资产负债率”的特点，10家行业龙头的EBIT利息覆盖倍数的历史平均为3.9倍，行业对融资成本高度敏感。受融资成本高企，广汇等汽车经销商在2018年现金流和盈利能力均比较吃紧。当前整体的宏观流动性变好，利率有望处于下行期间，利好经销商的盈利能力回升。以Q3为例测算，融资成本每下降1%，有助于广汇汽车提升净利润的11%。

变化二：去库存周期开启，经销商率先受益。2019年1-2月批发端共销售狭义乘用车319万辆，同比下滑17.5%；而1-2月零售端共销售狭义乘用车353万辆，同比下滑3.3%，大幅跑赢批发数据。我们认为，2019年上半年汽车销量大概率维持同比负增长，但终端已开启去库存周期。行业景气的传导机制依次是：经销商、整车厂、零部件厂商，预计广汇汽车等汽车经销商由于“早周期”将率先受益，新车销售毛利率将恢复将拉动净利润的大幅改善。

变化三：二手车行业政策有望迎来破局。中国二手车2018年总销量为1382万辆，同比2017年增长11.5%，但相比发达国家市场，我国二手车行业有3-5倍的增长空间。由于二手车限迁、税收制度不合理、信用体系不完善等原因，导致行业份额主要被黄牛占据。发改委等部门不断在二手车领域推进改革，两会也将二手车改革作为重点工作，因而我们预判，今年有望成为二手车行业政策改革的大年，限迁的取消和税收制度的可能改革将为行业长期健康发展打下基础。

广汇汽车是二手车行业的弹性标的。2017年公司共销售二手车14.2万辆，预计2018年公司二手车销量将突破30万辆。根据我们估算，高毛利的B2C精品零售二手车（毛利0.5-1.0万元）仅占25%，低毛利的B2B批发二手车（毛利800-1000元）占比达75%。当前制约公司零售二手车做大的因素在于亟待完善的二手车税收体系以及限迁令。如若零售二手车占比提升10%，就将带来10%的净利润增厚。软银日前以90亿美元估值参与瓜子D轮融资，二手车线下龙头广汇汽车也有望得到价值重估。

投资建议：模型中的最大的影响因子来自于二手车以及综合融资成本。基于对二手车行业的判断，我们认为2018/2019/2020年，广汇汽车的二手车销量有望达到30/36/43万辆，其中零售二手车销量占比为25%/30%/35%；综合融资成本分别为7.2%/7.0%/6.8%。预测广汇汽车2018/2019/2020年归母净利润分别为37.7亿/49.8亿/56.3亿。当前股价4.92元，对应2018/2019/2020年分别为10.6\8.0\7.1倍。当前公司估值处于历史底部，二手车有望催化板块估值，具有长期配置的吸引力。考虑当前市场风险偏好，公司合理估值为2019年12倍PE（90亿美元），上调公司评级至“买入”，目标价73.4元。

风险因素：乘用车销量回暖不达预期；利率上行侵蚀经销商盈利能力；行业终端爆发价格战。

广汇汽车	600297
评级	买入（上调）
当前价	4.93元
目标价	7.34元
总股本	8,184百万股
流通股本	8,110百万股
52周最高/最低价	8.04/4.0元
近1月绝对涨幅	14.12%
近6月绝对涨幅	-20.48%
近12月绝对涨幅	-31.13%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	135,422	160,712	166,681	174,735	189,669
营业收入增长率 YoY	44.5%	18.7%	3.7%	4.8%	8.5%
净利润(百万元)	2,803	3,735	3,766	4,983	5,632
净利润增长率 YoY	41.0%	33.2%	0.8%	32.3%	13.0%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.34	0.46	0.46	0.61	0.69
毛利率	9%	10%	10%	11%	11%
净资产收益率 ROE	11.89%	10.57%	9.94%	11.89%	12.25%
每股净资产 (元)	2.89	4.34	4.65	5.15	5.64
PE	14.3	10.7	10.6	8.0	7.1
PB	1.7	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 19 日收盘价

目录

变化一：利率下行助经销商盈利回暖.....	3
变化二：行业开启去库存，早周期板块率先受益.....	5
变化三：二手车困境破局在即，广汇二手车被低估.....	8
投资策略.....	13
风险因素.....	14

插图目录

图 1：2018 年各大经销商财务费用率（最新半年报、季报）.....	3
图 2：2018 年各大经销商资产负债率（最新半年报、季报）.....	3
图 3：2018 年各大经销商 EBIT 利息保障倍数（最新半年报、季报）.....	4
图 4：2006-2018 年中债中短期票据到期收益率（AA）.....	4
图 5：广汇汽车融资成本（融资成本 = 财务费用 ÷ 报告期内有息负债加权平均数）.....	5
图 6：2017-2019 年中国狭义乘用车月度批发销量（单位：万辆）.....	5
图 7：2017-2019 年中国狭义乘用车月度零售销量（单位：万辆）.....	6
图 8：2017-2019 年流通协会库存系数月度走势（单位：月）.....	6
图 9：2017-2019 年终端增加库存总量（单位：万）.....	6
图 10：广汇汽车、华域汽车、上汽集团在 2018 年分季度扣非归母净利润同比增速(单位：%)	7
图 11：2015-2019 年狭义乘用车终端库存增减相对值（单位：万辆）、整车板块净利率和 广汇汽车净利率的走势关系.....	7
图 12：交通、能源、文化等因素导致汽车渗透率的实现路径差异和天花板高低.....	8
图 13：各国千人汽车保有量（辆）.....	8
图 14：2014-2018 年广汇汽车售后维修进场台次（万次）.....	9
图 15：2015-2018 年广汇汽车维保每台次收入和毛利（万元）.....	9
图 16：2011-2018 年中国二手车市场销量及同比增速（%）.....	9
图 17：美中德英日二手车市场规模（单位：万辆）.....	10
图 18：2018H1 美国和中国二手车销售毛利率.....	10
图 19：2017-2018 年中国二手车市场转籍率（%）.....	11
图 20：2017 年广汇汽车佣金毛利拆分（推测）（单位：亿元）.....	12
图 21：2017 年广汇汽车各类销售车型的平均单车毛利（单位：万元/辆）.....	12

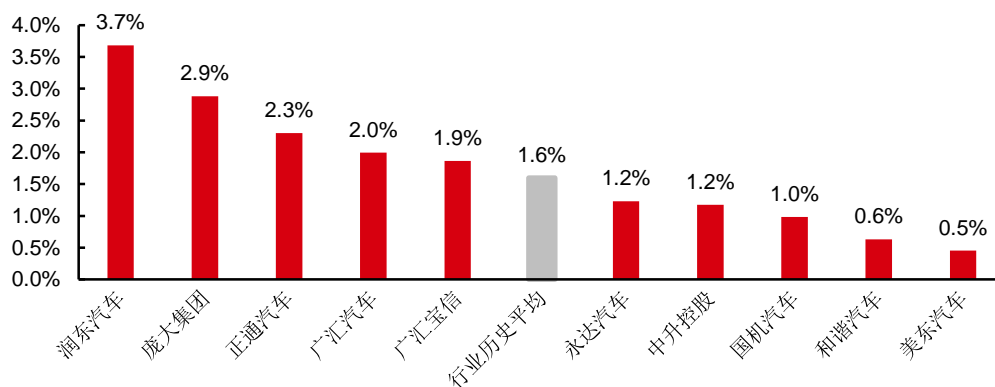
表格目录

表 1：广汇汽车二手车盈利弹性测算.....	12
表 2：广汇汽车门店数量统计（单位：个）.....	12
表 3：广汇汽车营业和毛利率预测.....	13
表 4：广汇汽车盈利预测.....	14

■ 变化一：利率下行助经销商盈利回暖

经销商一般会通过抵押库存车辆的生产合格证去银行融资，将杠杆资金用作日常的经营和从整车厂的进货。因此企业的融资成本高低很大程度上影响了企业的盈利空间，银根紧缩不仅对企业的杠杆率进行了限制，也对企业的毛利有较大幅度的侵蚀。我们统计了 10 家行业上市公司的历史财务数据，各大经销商的历史财务费用率的平均水平为 1.6%，历史平均的资产负债率为 69.5%。经销商历史平均财务费用率虽然看似很低，但是由于经销商“高营收、低毛利、高资产负债率”的特点，经销商实际上对融资成本的敏感程度要远高于财务费用率表现出来的数字。从行业平均的 EBIT 利息保障倍数可以明显看出，上市的 10 家行业龙头的 EBIT 利息覆盖倍数的历史平均为 3.9 倍，行业对融资成本高度敏感。

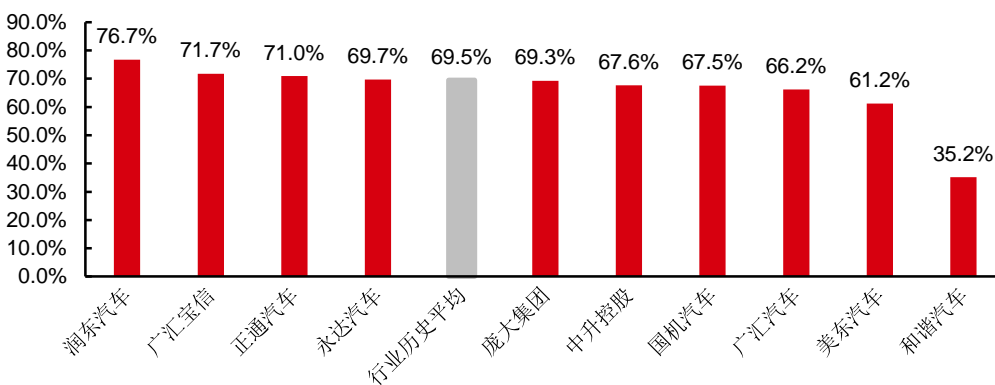
图 1：2018 年各大经销商财务费用率（最新半年报、季报）



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

注：行业历史平均水平取 10 家上市经销商自 2012 年以来的财务费用率中位数

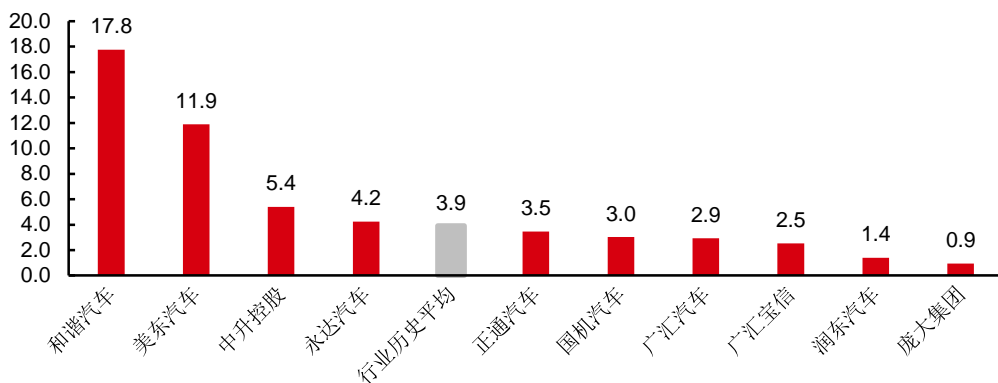
图 2：2018 年各大经销商资产负债率（最新半年报、季报）



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

注：行业历史平均水平取 10 家上市经销商自 2012 年以来的资产负债率中位数

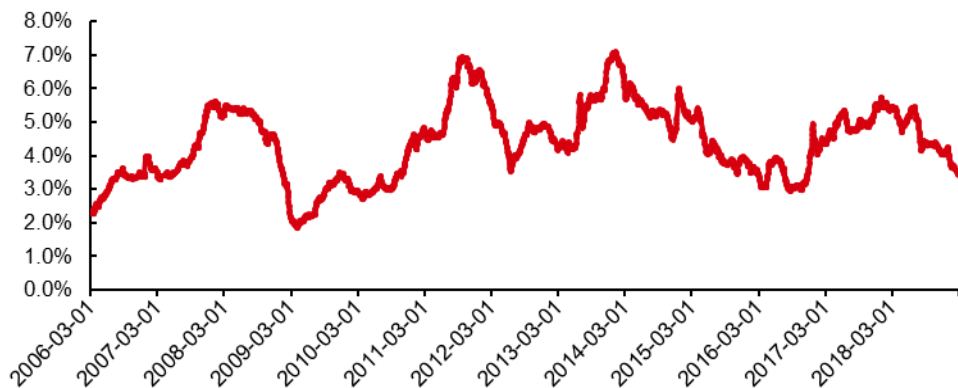
图 3：2018 年各大经销商 EBIT 利息保障倍数（最新半年报、季报）



资料来源：各公司年报，中信证券研究部 注：行业历史平均水平取 10 家上市经销商自 2012 年以来的 EBIT 利息保障倍数中位数

民企融资成本进入下行通道。2017 年去杠杆以来，银根紧缩对民营汽车经销商的融资成本影响很大。以 AA 级（广汇汽车的债券评级）中债中短期票据到期收益率为例，2017Q2 至 2018Q3，AA 级公司的融资成本长期位于 5% 以上的位置。当前在全球经济增速放缓和未来不确定性增强的背景下，央行在 2018 年四季度报告中去掉了“中性”和“闸门”，更强调逆周期调节。援引中信证券研究部固收组的观点，预计未来仍将处于利率下行周期。

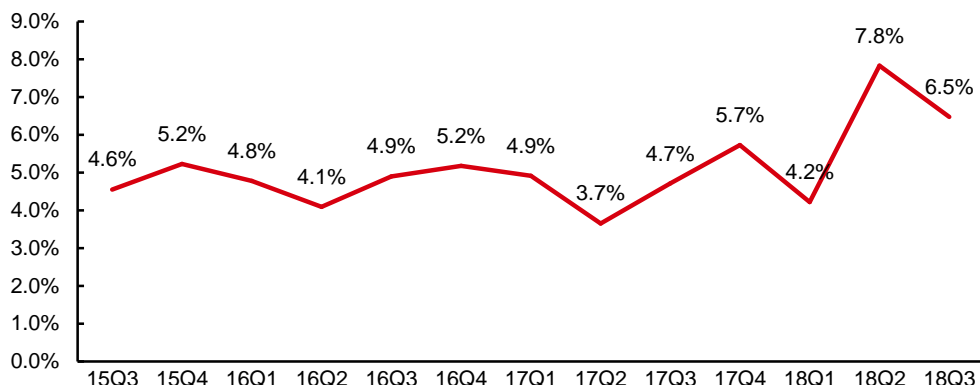
图 4：2006-2018 年中债中短期票据到期收益率（AA）



资料来源：Wind，中信证券研究部整

广汇汽车 2018Q2 和 2018Q3 的推算利率分别高达 7.8% 和 6.5%，利率若下行 1% 则对净利润提升达 11%。我们根据广汇汽车的财务报表推算：若按照“财务费用除以报告期内加权平均有息负债”来计算年化利率，则广汇汽车在 2018Q2 和 2018Q3 的推算利率高达 7.8% 和 6.5%，高于历史平均水平。如若之后广汇的融资成本在三季度 6.5% 的基础上下降 1pcts，则我们测算可以直接节省当季财务费用 1.38 亿元，增厚当季上市公司的净利润 11.4%。

图 5：广汇汽车融资成本（融资成本 = 财务费用 ÷ 报告期内有息负债加权平均数）



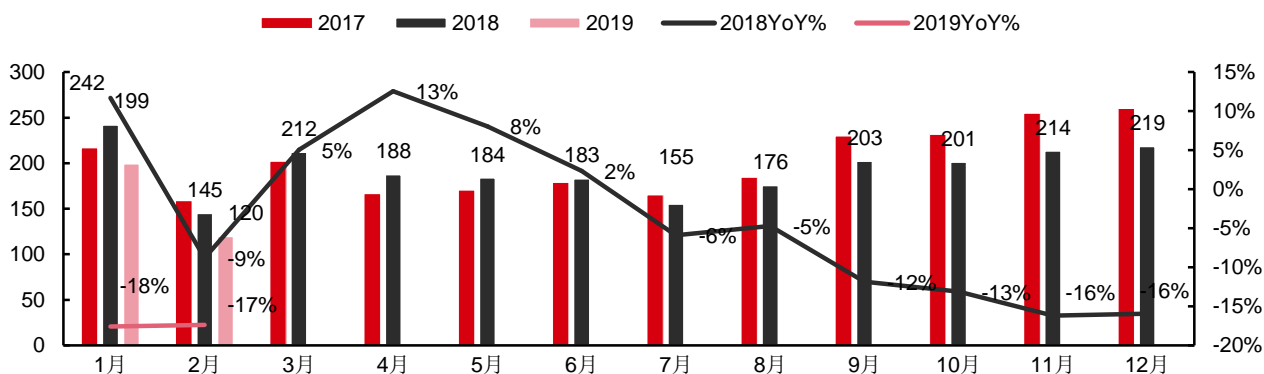
资料来源：公司年报，中信证券研究部推算

■ 变化二：行业开启去库存，早周期板块率先受益

1月&2月：批发零售冰火两重天。根据中汽协数据，2019年1-2月批发端共销售狭义乘用车319万辆，同比下滑17.5%。根据保险上牌数据，2019年1-2月零售端共销售狭义乘用车353万辆，同比下滑3.3%。零售销量同比降幅大幅收窄实际上主要是因为同比基数分布不均导致：2017年12月是执行减征小排量汽车购置税的最后一个月，因此2017年12月存在非常明显的提前消费，2018年1月行业数据环比下降明显。而2018年12月和2019年1月由于不存在购置税优惠退坡的情况，因此销量分布会比较接近2012-2015年。总结起来，2018年12月的同比增速（批发-16%，零售-23%）没有看上去那么差，而2019年1&2月的同比增速（批发-17.5%，零售-3.3%）没有看上去那么好。

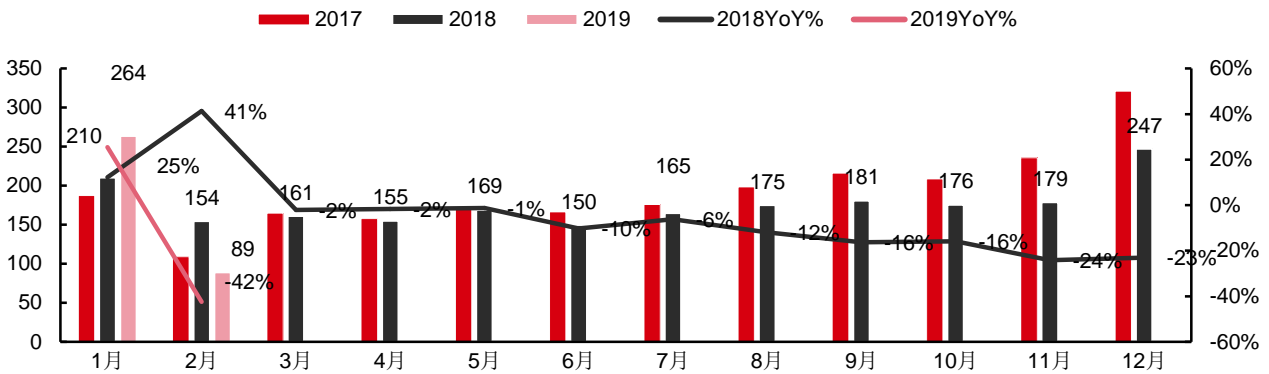
1&2月数据释放的真正积极信号：终端开启去库存周期。如果我们将2018年12月、2019年1月和2月的数据加总做比较，终端市场净减少终端库存73万辆（未计算2月出口数据），大幅减轻了终端渠道的库存压力。从库存系数来看，2019年1月行业库存系数为1.4个月，2月虽然库存系数上升为2.10，但总体是因为2月的零售销量较低导致，绝对库存相比2018年10-11月仍有大幅缓解。

图 6：2017-2019 年中国狭义乘用车月度批发销量（单位：万辆）



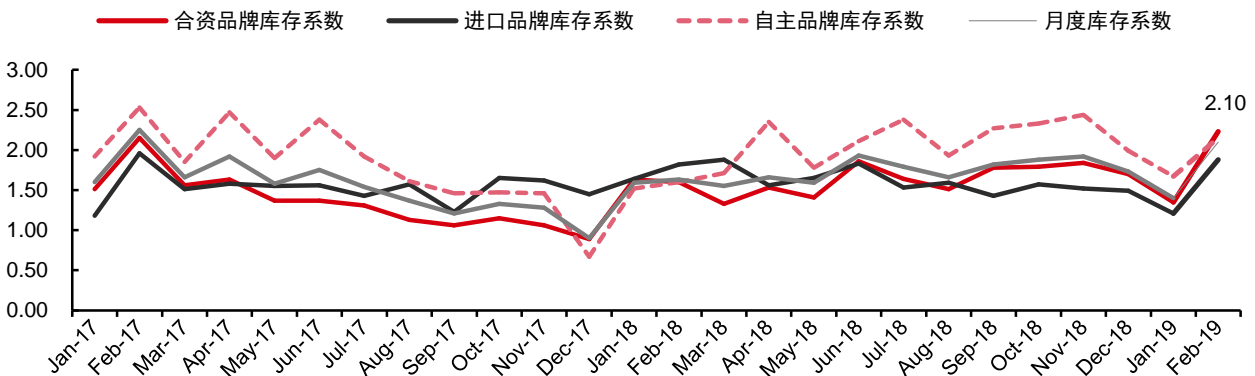
资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部

图 7：2017-2019 年中国狭义乘用车月度零售销量（单位：万辆）



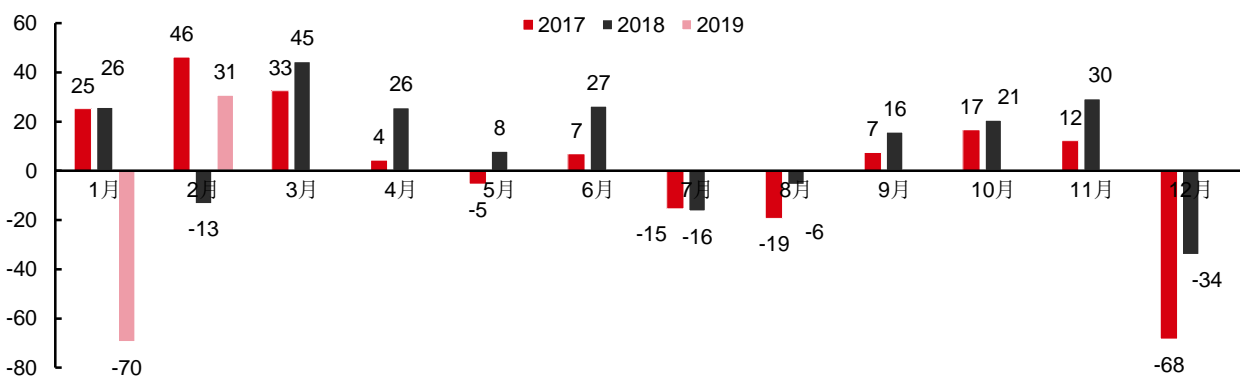
资料来源：Thinkercar，中信证券研究部

图 8：2017-2019 年流通协会库存系数月度走势（单位：月）



资料来源：中国汽车流通协会

图 9：2017-2019 年终端增加库存总量（单位：万）

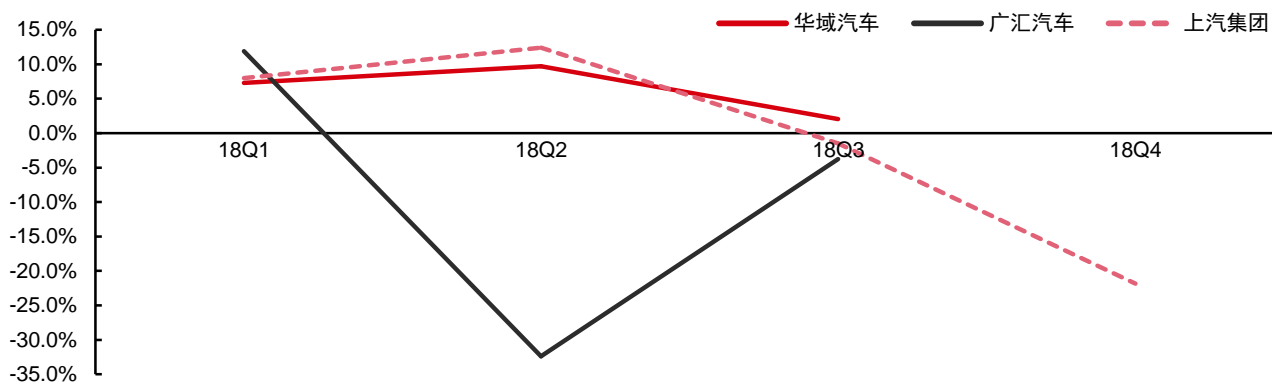


资料来源：中汽协，Thinkcar，中国海关，中信证券研究部

行业景气的传导机制依次是：经销商、整车厂、零部件厂商，因此经销商是汽车行业中的早周期板块。以 2018 年为例：经销商从 Q2 开始普遍出现较大折扣，盈利同比出现负增长，行业龙头广汇汽车 Q2 的扣非后归母净利润增速为-32.4%，明显低于 18Q1 的+11.9% 和 18Q3 的-3.8%。整车厂则在 2018 年 9 月-11 月开始官方大力促销，上汽、长城等企业

Q3 单车盈利出现较大幅下滑，例如：上汽集团 Q3 净利润同比-1.5%，低于 Q2 的+12.4% 和 Q1 的+8.0%。而晚周期的零部件预计将在 2019 年面临较大的年降压力。

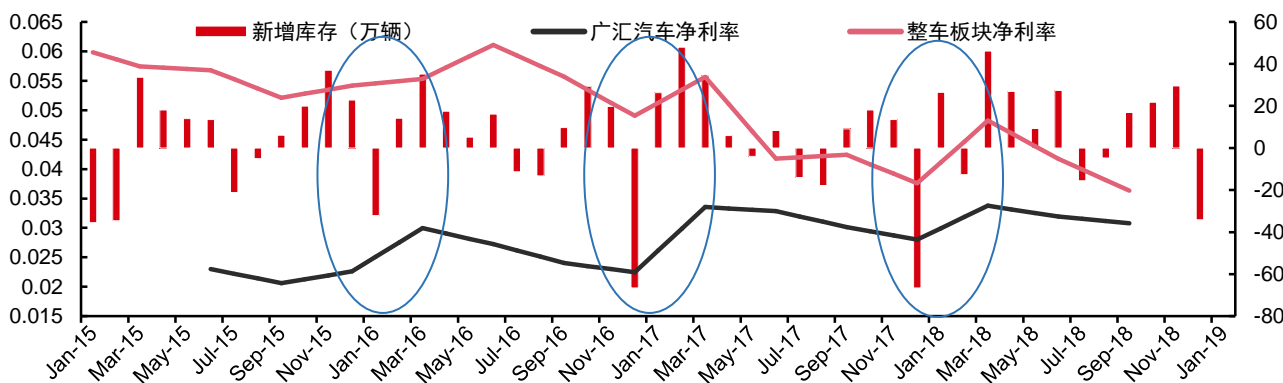
图 10：广汇汽车、华域汽车、上汽集团在 2018 年分季度扣非归母净利润同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

复盘过往三年的去库存过程，我们发现在行业景气回升的过程中，更为受益的是经销商板块。2015Q4-2016Q1、2016Q4 和 2017 年 12 月-2018 年 2 月是行业近三年比较有代表性的去库存阶段。我们对比了 14 家整车厂的加权净利率和广汇汽车的净利率（行业市占率 3%，中国最大的汽车经销商），可以看出：在去库存阶段整车板块的净利率和广汇汽车的净利率均有不同程度的爬升，而且广汇汽车在前两次的去库存阶段净利率反弹的绝对幅度比整车厂更大，而第三次反弹整车厂的反弹绝对幅度比广汇汽车大。从净利率的相对弹性来看，由于广汇汽车的净利率更低，因此在反弹阶段的盈利弹性将更为明显。2019 年 1 月，行业再次进入去库存周期，因此我们认为此阶段整车厂和经销商的利润率都将有一定回暖，但经销商由于是行业的早周期板块，且当前净利率基数较低，因此经销商板块 Q1 盈利弹性上将更为受益。

图 11：2015-2019 年狭义乘用车终端库存增减相对值（单位：万辆）、整车板块净利率和广汇汽车净利率的走势关系

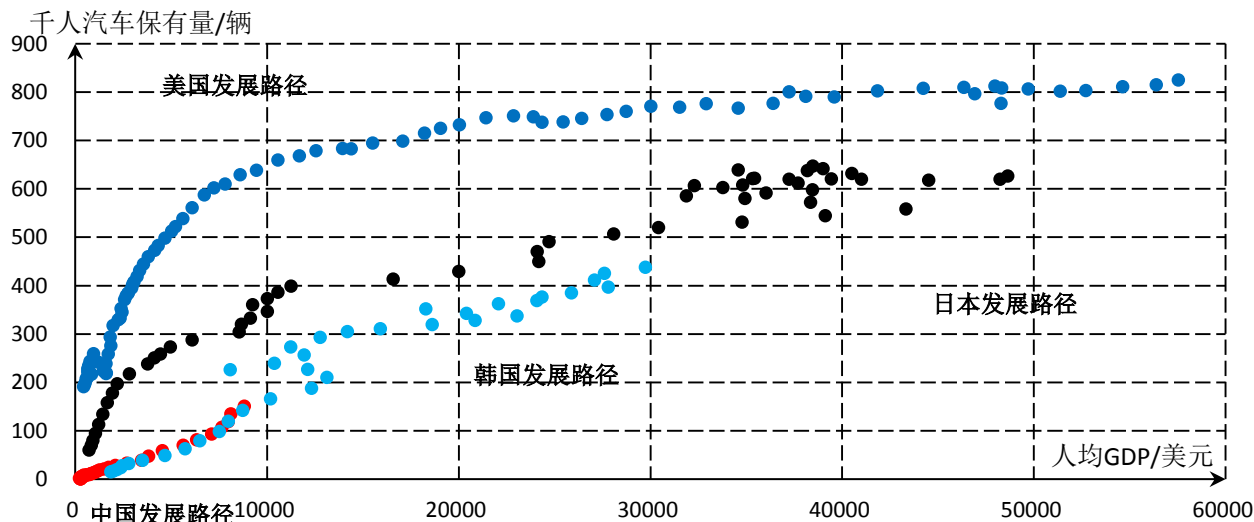


资料来源：中信证券研究部推算 注：终端库存增加相对值 = 当月批发量 - 当月上牌量 - 当月出口量

■ 变化三：二手车困境破局在即，广汇二手车被低估

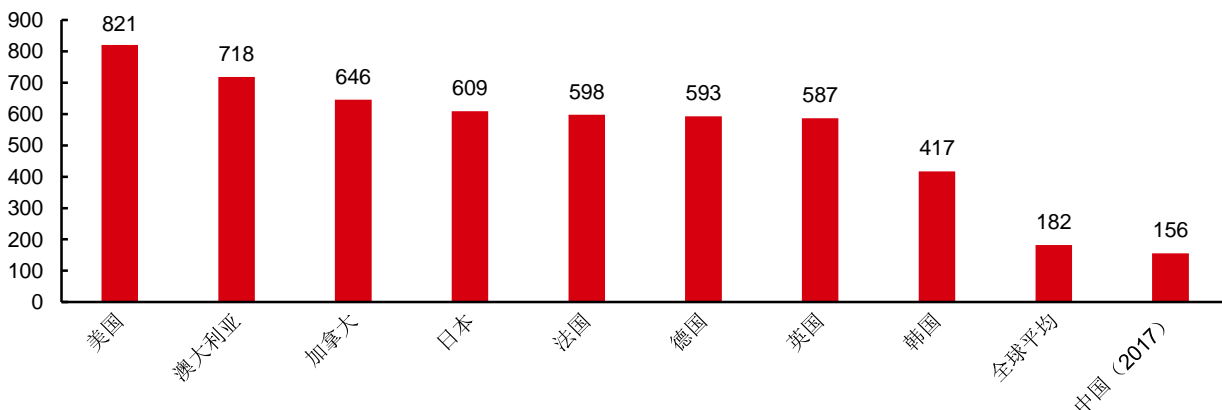
预计中国新车销售的增速中枢将降至 2%-3%，投资策略从新车销量到汽车保有量。截止 2017 年 12 月，中国的汽车保有量达到了每千人 156 辆，落后于世界平均水平的 182 辆，也远落后于发达国家的 600-800 辆。回溯各个发达国家的乘用车普及历程，我们发现，中国和韩国的汽车渗透率提升途径非常相似：下图红点为中国，天蓝色点为韩国，在历史时期中韩达到同样的人均 GDP 时，两国所对应的千人汽车保有量处在同一水平，这主要是因为中国和韩国的城市、交通、文化习俗、经济结构都比较相似。我们假设如若未来 10 年中国人均 GDP 保持 6% 的增长中枢，则 2030 年，我国乘用车人均保有量有望达到当前韩国的水平（每千人 400 辆）。若以全球乘用车平均 14 年的淘汰周期计算，则对应 2030 年 3000 万辆的乘用车销量，对应未来 10 年乘用车市场增长中枢在 2%-3% 的低个位数水平。

图 12：交通、能源、文化等因素导致汽车渗透率的实现路径差异和天花板高低



资料来源：CEIC，OICA，世界银行，中信证券研究部 注：图中每一个单点代表某一年度某国的人均 GDP、千人汽车保有量，其中美国为 1929-2017 年，日本为 1963-2017 年，韩国为 1981-2017 年，中国为 1978-2017 年

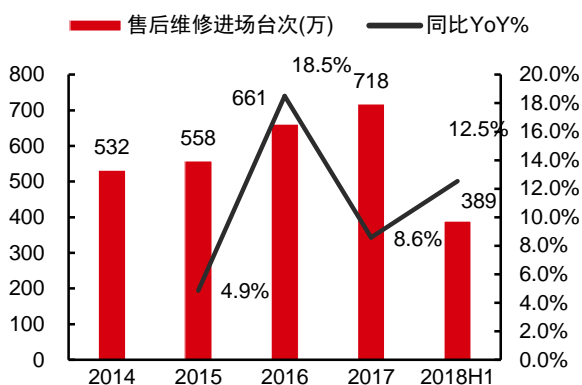
图 13：各国千人汽车保有量（辆）



资料来源：CEIC，OICA，中信证券研究部 注：中国数据为 2017 年，其余国家数据为 2015 年

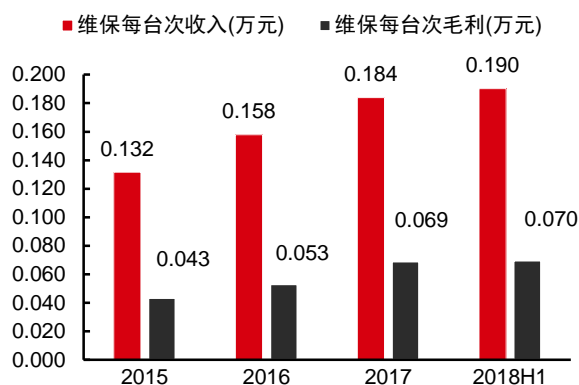
传统汽车行业长期的投资逻辑将从增量到存量，维保、二手车仍将持续增长。虽然乘用车市场增长中枢在 2%-3% 的低个位数水平，但从保有量来看中国乘用车保有量在未来 10 年的时间中还有翻倍的空间（对应年复合增速 7%-8%）。在涉及汽车保有量市场的方面，汽车金融、保险、汽车的维修保养、二手车等环节将是未来的重点领域，汽车经销商作为行业的线下流量入口，将仍是一个稳健的投资选项。过去 3 年期间，广汇汽车售后维修进场台次和维保每台次毛利都在持续增长。我们预计，随着保有量的稳健增长，平均车龄的不断上升，广汇汽车的维保业务毛利将维持稳健的 10%+ 以上的增速。

图 14：2014-2018 年广汇汽车售后维修进场台次（万次）



资料来源：公司年报，中信证券研究部测算

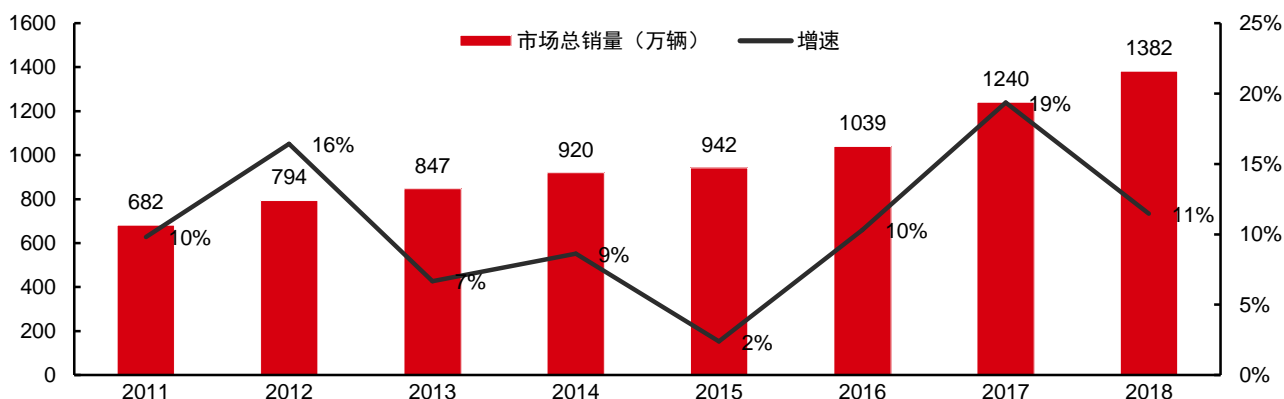
图 15：2015-2018 年广汇汽车维保每台次收入和毛利（万元）



资料来源：公司年报，中信证券研究部测算

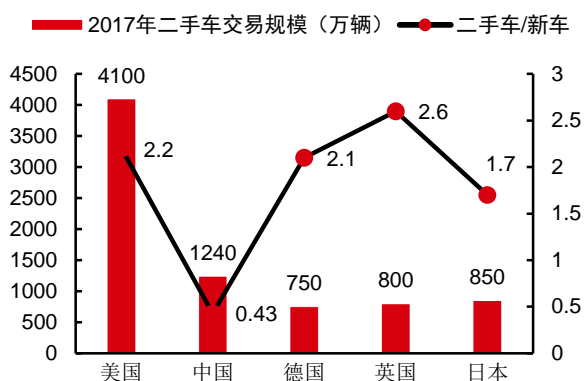
二手车销量空间巨大。中国二手车 2018 年总销量为 1382 万辆，相比 2017 年增长 11.5%。但相比发达国家市场，我国二手车市场的规模仍相对较小：2017 年，中国的二手车/新车销量比为 0.43，这一比例在美国、德国、英国、日本分别为 2.2、2.1、2.6 和 1.7（需要特别指出，2018 年 1382 万辆的二手车交易量有一部分是黄牛的多次过户的过桥交易，真实的 2C 交易量可能要在此基础上打 7 折）。相比之下，我国二手车行业的销量规模有 4-5 倍的成长空间。

图 16：2011-2018 年中国二手车市场销量及同比增速（%）



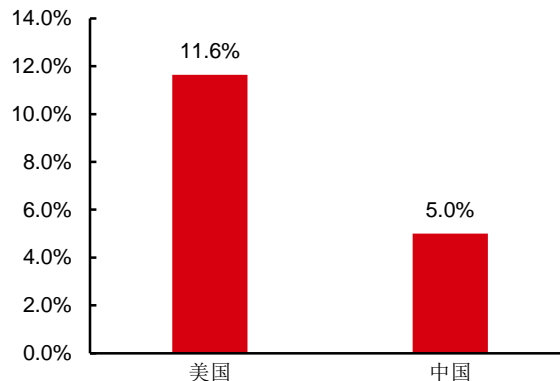
资料来源：中国汽车流通协会，中信证券研究部

图 17：美中德英日二手车市场规模（单位：万辆）



资料来源：中国汽车流通协会，中信证券研究部

图 18：2018H1 美国和中国二手车销售毛利率



资料来源：中国汽车流通协会，美国汽车流通协会

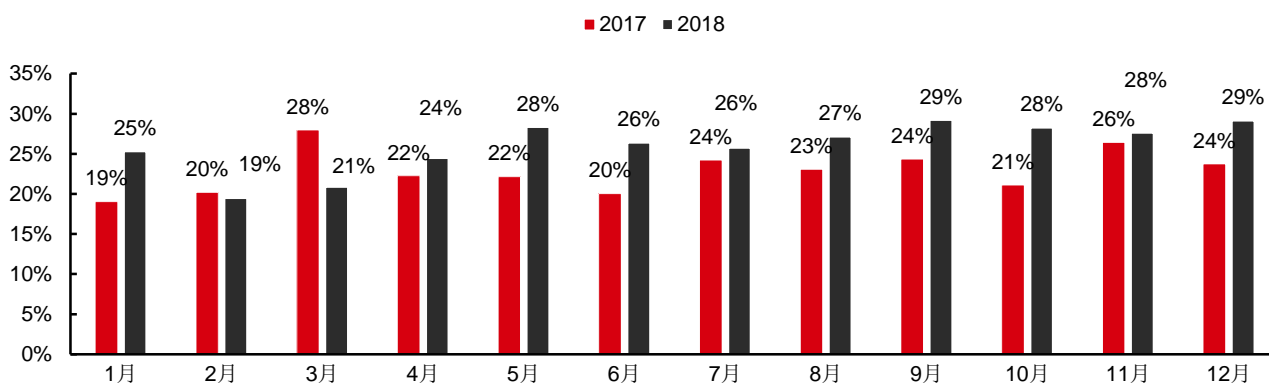
从行业格局来看，中国目前 80% 的交易由黄牛完成，经销商仅占 5%，比例远低于美国的 60%；由于黄牛不像经销商一样可以提供质保和售后维修，二手车行业实际上存在明显的“劣币驱逐良币”。从利润率角度来看，2018 年上半年我国二手车的销售毛利率为 5.0%，低于美国的 11.6%。因此我国二手车行业的总量，换手率和销售毛利率都显著低于发达汽车市场。

三点因素导致中国二手车行业的困局：

- 二手车流通环节的税收体系亟待完善。**当前我国对二手车征税是按照交易总额的 2% 征收，正规的二手车商如果在交易过程中遵循正规的交易途径，过户两次（卖主->车商->买主），则整个交易过程将产生 4% 的税收。而黄牛模式可以选择“不过户”或者“个人赠予”等灰色路径节省 4% 的税费。总体而言，当前按照交易总额征税的模式限制了车商通过正规的途径做强做大，导致不正规经营的黄牛占据了这个行业的主要份额。
- 限迁政策仍是制约行业发展的瓶颈。**2017 年 3 月 16 日，商务部、公安部、环境保护部三部委就二手车限制迁入问题联合发函，再次要求落实取消二手车限制迁入政策。但取消限迁政策的落实是一个相对缓慢的过程，受到了来自地方政府的较多阻力：相比较新车，二手车排放标准低，会给迁入地造成环境压力；此外新车的消费税、购置税等税收对于地方政府是一笔可观的收入。因此多数地方政府此前对取消二手车限迁政策一直没有执行的积极性。从流通协会数据来看，2018 年 12 月，我国二手车转籍率已经达到 29%，较上年同期有一定提升，但长期仍有巨大的成长空间。根据我们的调研了解，网点布局较全的大型车商在转籍二手车市场的渠道和物流优势较明显，转籍二手车的毛利率显著高于同城交易的二手车。
- 二手车信用体系、维保信息仍有待完善。**与美国市场（Carfax 等）不同，中国市场的二手车由于缺乏广泛认可的汽车维修保养记录，因此消费者和经销商对于个体车的使用状况都很难做到快速的信息甄别。预计随着科技企业对二手车市场的赋能，该问题将逐步得到较好的解决。

为什么说二手车行业在 2019 年有望迎来政策改革契机？考虑到当前部分地方政府财政收入紧张、消费增速下滑，政府实际上有意愿、也有动力推动二手车行业的税制改革和全面取消二手车行业的限迁令，一方面可以做大税基，另一方面也将有利于行业的正规车商做强做大。2018 年 8 月，中国汽车流通协会向国家税务总局办公厅提交了《调整二手车交易增值税征收方式的建议报告》，改报告对二手车交易税，将由现行的按照交易金额的 2% 计征，调整为按照增值部分来计征，以此激发二手车经营企业的积极性。行业的呼声于今年两会得到了一定响应：发改委，工信部，商务部等十部委出台的于 2019 年 1 月出台的《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)》提出了三条具体的措施：包括：(1) 要有序推进老旧汽车报废更新，支持有条件的地方对报废国 III 及以下排放标准的汽车以旧换新；(2) 进一步落实全面取消二手车限迁政策；(3) 对二手车经销企业销售二手车，落实适用销售旧货增值税政策。今年两会期间，《政府工作报告》中也重申落实全面取消二手车限迁政策，进一步释放了消费者跨区域购车的需求。**总结来看，《政府工作报告》已经确认将落实取消二手车限迁政策；行业协会、发改委、工信部、商务部等已发文，继续推进二手车税收制度的改革。**

图 19：2017-2018 年中国二手车市场转籍率（%）



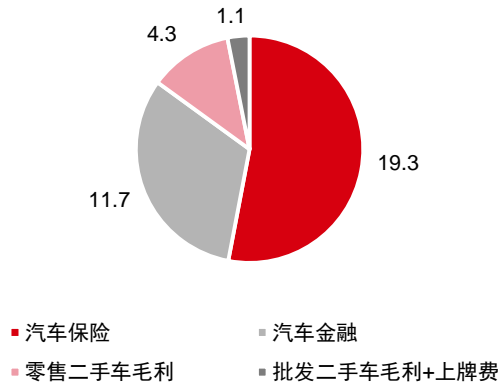
资料来源：中国汽车流通协会，中信证券研究部

广汇汽车二手车业务行业领先。2017 年公司共销售二手车 21.06 万辆，二手车/新车销售比为 0.23；2018H1，公司共销售二手车 14.24 万辆，二手车/新车销售比达到了 0.35；预计公司全年销售二手车数量将突破 30 万辆。

为什么说广汇汽车对二手车业务具有较大盈利弹性？公司二手车的销售收入不直接计入营业收入，但其产生的销售毛利会计入佣金毛利中。目前公司的佣金毛利中总共分为三部分：(1) 汽车金融返佣；(2) 汽车保险返佣；(3) 二手车业务毛利；(4) 上牌费等。而二手车业务当前又分为两部分：(i) B2B 批发二手车（占比 75%），该部分二手车流转速度快（1-3 天），直接贩卖给本地黄牛或其他二手车交易商，毛利低至 500-1000 元，基本不占用公司运营资金；(ii) B2C 精品零售二手车（占比 25%），该部分二手车流转时间长（1-2 个月），但毛利较高，单车毛利可达 5000-10000 元。根据我们的推算，当前广汇汽车的佣金中，零售二手车的毛利约为 4.3 亿元（占比为 12%），批发二手车的毛利约为 1.1 亿元（占比 3.1%）。对于广汇汽车来说，二手车业务当前以 2B 为主的主要原因是由于税收和限迁等政策因素，如果以上两项制约因素发生积极变化，则零售二手车占比仅提升

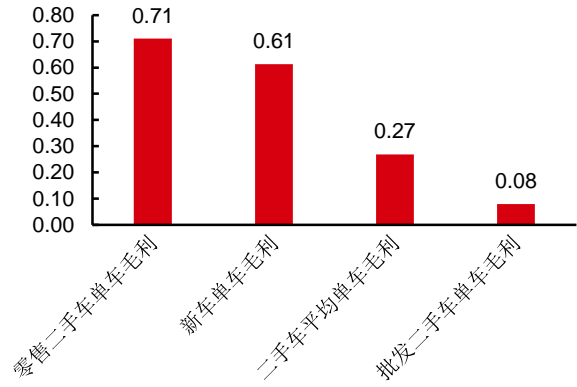
10%，就将带来公司 10%的净利润增厚。

图 20：2017 年广汇汽车佣金毛利拆分（推测）（单位：亿元）



资料来源：中信证券研究部测算

图 21：2017 年广汇汽车各类销售车型的平均单车毛利（单位：万元/辆）



资料来源：中信证券研究部测算

表 1：广汇汽车二手车盈利弹性测算

年份 假设情景	2017 推测	2018E 推测	2019E			
			保守	中性	乐观	非常乐观
零售二手车占比	30%	25%	25%	35%	45%	55%
二手车总销量 (辆)	203,332	300,000	360,000	360,000	360,000	360,000
零售二手车销量 (辆)	61,000	75,000	90,000	126,000	162,000	198,000
批发二手车销量 (辆)	142,332	225,000	270,000	234,000	198,000	162,000
二手车贡献佣金毛利 (亿元)	5.47	7.05	8.46	10.69	12.92	15.16
盈利弹性		4.2%	3.6%	9.3%	15.1%	20.8%

资料来源：中信证券研究部

一二级市场联动，广汇二手车业务有望得到重估。2019 年 2 月 28 日，瓜子二手车、毛豆新车网的母公司车好多集团宣布已完成 15 亿美元新一轮融资，估值超 90 亿美元，领投方为软银愿景基金。当前车好多集团共有 600+家门店，折合每家店 1 亿元的投资估值。考虑到当前广汇汽车 403 亿的估值、854 家门店的经销网络和二手车行业的潜力，广汇汽车的二手车业务有望得到市场重估。

表 2：广汇汽车门店数量统计（单位：个）

品牌名称	网点数量	品牌名称	网点数量	品牌名称	网点数量
别克	72	上汽荣威&MG	29	广汽传祺	5
东风日产	44	阿尔法罗密欧	18	广汽三菱	5
雪佛兰	44	玛莎拉蒂	18	保时捷	5
宝马	42	凯迪拉克	17	英菲尼迪	4
一汽大众	42	斯柯达	16	讴歌	4
上汽大众	39	法拉利	13	华晨金杯中华	3
奥迪	38	长安马自达	11	MINI	2
北京现代	37	广汽菲克	10	红旗	2
一汽丰田	36	启辰	9	江淮瑞风	2
广汽本田	32	进口大众	8	克莱斯勒	1

品牌名称	网点数量	品牌名称	网点数量	品牌名称	网点数量
捷豹路虎	32	东风标致	8	雷克萨斯	1
东风本田	31	一汽奔腾	8	宝骏	1
奔驰	29	林肯	8	长安汽车	1
广汽丰田	29	东风雪铁龙	6	JEEP	1
沃尔沃	26	长城汽车	7	劳斯莱斯	1
东风悦达起亚	23	综合品牌	6	合计	854
长安福特	23	一汽马自达	5		

资料来源：广汇汽车官网，中信证券研究部

■ 投资策略

2019 年上半年汽车销量大概率继续下滑，但行业库存压力有望减轻，预计短期的三个变化有利于广汇汽车的盈利和估值回升：

1. 从库存角度来看，当前终端已经开启去库存周期，汽车经销商由于“早周期”，将率先受益，新车销售毛利率将得到明显恢复。
2. 整体的宏观流动性变好，利率有望处于下行期间，利好经销商的盈利能力回升。受融资成本高企，经销商在 2018 年现金流和盈利能力均比较吃紧。我们以 Q3 为例测算，融资成本每下降 1%，有助于提升广汇汽车提升净利润 11%。
3. 从 2017 年起，乘用车市场的增长中枢由双位数降至 2%-3% 的低个位数水平，但从保有量来看中国乘用车保有量在未来 10 年的时间中还有翻倍的空间。我国二手车行业有 3-5 倍的增长空间，但之前由于“二手车限迁”、“税收制度不合理”、“二手车信用体系、维保信息不完善”等原因导致行业空间仅达到欧美发达汽车市场的 1/5。我们预判，今年有望成为二手车行业政策改革的大年。当前若广汇汽车零售二手车占比提升 10%，就将带来公司 10% 的净利润增厚。

我们模型中的最大影响因子来自二手车销量和二手车销量的占比，以及综合融资成本。我们基于对二手车行业的判断，认为 2018/2019/2020 年，广汇汽车的二手车销量有望达到 30/36/43 万辆，其中零售二手车销量占比为 25%/30%/35%；综合融资成本分别为 7.2%/7.0%/6.8%。在此条件下，我们预测广汇汽车 2018\2019\2020 年归母净利润分别为 37.7/49.8/56.3 亿。当前股价 4.92 元，对应 2018/2019/2020 年 PE 分别为 10.6\8.0\7.1 倍。

当前公司估值处于历史底部，二手车有望催化板块估值，具有长期配置的吸引力。考虑当前市场风险偏好，我们认为公司合理估值有望看齐瓜子（90 亿美元，2019 年 12 倍 PE），上调公司评级至“买入”，目标价 7.34 元。

表 3：广汇汽车营业和毛利率预测

营业预测	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019	2020
新车(台)	632,626	824,922	881,236	404,200	870,000	891,750	945,290
新车(台)YoY%	10.7%	30.4%	6.8%	10.2%	-1.3%	2.5%	6.0%

营业预测	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019	2020
售后维修进场台次(台)	5,580,497	6,613,376	7,180,386	3,888,100	8,080,948	8,897,124	9,777,939
售后维修进场台次 YoY%	4.9%	18.5%	8.6%	12.5%	12.5%	10.1%	9.9%
融资租赁发生台次(台)	113,108	165,795	210,630	134,100	275,000	320,000	348,000
融资租赁发生台次 YoY%		46.6%	27.0%	57.8%	30.6%	16.4%	8.7%
二手车代理交易台次(台)	45,564	90,032	203,332	142,400	300,000	360,000	430,000
二手车 YoY%		97.6%	125.8%	80.8%	47.5%	20.0%	19.4%
毛利率预测(%)	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019	2020
综合毛利率	9.2%	8.8%	9.7%	10.8%	10.3%	11.0%	11.1%
整车销售	4.2%	4.0%	3.8%	4.1%	3.7%	3.9%	3.8%
维修服务	33.0%	33.5%	37.5%	36.6%	36.8%	36.7%	36.1%
佣金代理	77.2%	77.6%	79.5%	77.2%	77.2%	78.0%	78.0%
汽车租赁	71.2%	69.6%	72.7%	76.5%	75.9%	77.8%	78.9%
其他主营业务	65.0%	55.9%	52.0%	42.4%	42.4%	42.9%	42.9%

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

表 4：广汇汽车盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	135,422	160,712	166,681	174,735	189,669
营业收入增长率 YoY	44.5%	18.7%	3.7%	4.8%	8.5%
净利润(百万元)	2,803	3,735	3,766	4,983	5,632
净利润增长率 YoY	41.0%	33.2%	0.8%	32.3%	13.0%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.34	0.46	0.46	0.61	0.69
毛利率	9%	10%	10%	11%	11%
净资产收益率 ROE	11.89%	10.57%	9.94%	11.89%	12.25%
每股净资产(元)	2.89	4.34	4.65	5.15	5.64
PE	14.3	10.7	10.6	8.0	7.1
PB	1.7	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

■ 风险因素

1. 乘用车销量回暖不达预期；
2. 利率上行侵蚀经销商盈利能力；
3. 行业终端爆发价格战。

■ 相关研究

- 陌陌（MOMO.O）2018 年三季度点评—业绩符合预期，VAS 成未来新增长点 (2018-12-10)
- 中信证券汽车·车闻天下（第 128 期）—蔚来汽车都卖到哪儿了？ (2018-11-08)
- 爱奇艺（IQ.O）2018 年三季度点评—付费超预期增长&广告经历波动，中长期成长逻辑不变 (2018-11-01)
- 中信证券汽车·车闻天下（第 126 期）—KKR 再度出手，新零部件巨头诞生(2018-11-01)
- 中信证券汽车·车闻天下（第 127 期）—汽车行业杰出民营企业 (2018-10-29)
- 海外研究系列报告 12：软银—科技投资高手，投资价值渐现 (2018-09-11)
- 陌陌（MOMO.O）投资价值分析报告—多样化社交解决用户孤独感，多元化场景增强货币化潜力 (2018-09-10)
- 爱奇艺（IQ.O）2018 年二季度点评—付费驱动收入超预期，原创内容投入预计仍将持续增长 (2018-08-01)
- 网易（NTES.O）2018 年一季报点评—游戏重回环比增长，泛娱乐生态打开未来空间 (2018-05-24)
- 百度（BIDU.O）投资价值分析报告—搜索巨头转型，拥抱 AI 时代 (2018-04-28)
- 前瞻研究系列报告 33—京东：电商龙头，科技助力持续增长 (2018-04-04)

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E	指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	135,422	160,712	166,681	174,735	189,669	货币资金	21,641	32,473	36,670	33,891	39,830
营业成本	123,445	145,091	149,556	155,548	168,673	存货	15,418	17,033	19,286	23,135	28,457
毛利率	8.84%	9.72%	10.27%	10.98%	11.07%	应收账款	3,107	3,019	3,297	3,580	3,932
营业税金及附加	377	502	521	546	593	其他流动资产	23,459	29,753	32,255	33,687	35,892
销售费用	3,437	4,377	4,667	4,893	5,311	流动资产	63,625	82,278	91,507	94,293	108,111
营业费用率	2.54%	2.72%	2.80%	2.80%	2.80%	固定资产	11,337	12,304	12,975	13,219	13,293
管理费用	2,078	2,433	2,834	2,766	3,033	长期股权投资	441	624	624	624	624
管理费用率	1.53%	1.51%	1.70%	1.58%	1.60%	无形资产	8,710	8,780	8,776	8,773	8,769
财务费用	2,031	2,456	3,231	3,328	3,458	其他长期资产	27,847	31,260	36,060	39,715	43,100
财务费用率	1.50%	1.53%	1.94%	1.90%	1.82%	非流动资产	48,335	52,968	58,435	62,331	65,786
投资收益	143	135	100	126	120	资产总计	111,960	135,246	149,943	156,624	173,897
营业利润	3,825	5,754	5,687	7,577	8,567	短期借款	22,604	17,438	26,142	27,588	36,824
营业利润率	2.82%	3.49%	3.41%	4.34%	4.52%	应付账款	1,577	1,941	1,882	2,009	2,186
营业外收入	280	54	54	54	54	其他流动负债	40,089	48,893	51,736	51,923	54,752
营业外支出	129	61	61	61	61	流动负债	64,271	68,272	79,760	81,520	93,762
利润总额	3,976	5,747	5,680	7,570	8,561	长期借款	9,742	15,665	15,665	15,665	15,665
所得税	933	1,243	1,250	1,707	1,935	其他长期负债	9,192	7,071	7,071	7,071	7,071
所得税率	23.46%	22.20%	22.00%	22.55%	22.60%	非流动性负债	18,934	22,736	22,736	22,736	22,736
少数股东损益	240	620	665	879	994	负债合计	83,204	91,009	102,497	104,257	116,498
归属于母公司股东的净利润	2,803	3,735	3,766	4,983	5,632	股本	5,500	8,144	8,144	8,144	8,144
净利率	2.07%	2.32%	2.26%	2.85%	2.97%	资本公积	8,153	13,524	13,524	13,524	13,524
						归属于母公司所有者权益合计	23,566	35,337	37,881	41,923	45,960
						少数股东权益	5,189	8,901	9,565	10,445	11,439
						股东权益合计	28,755	44,237	47,446	52,367	57,399
						负债股东权益总计	111,960	135,246	149,943	156,624	173,897

现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E	指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	3,976	5,598	5,680	7,570	8,561	增长率 (%)					
所得税支出	-933	-1,243	-1,250	-1,707	-1,935	营业收入	44.53%	18.67%	3.71%	4.83%	8.55%
折旧和摊销	1,306	1,619	877	953	1,023	营业利润	48.63%	46.53%	1.46%	33.25%	13.07%
营运资金的变化	-6,545	-3,204	-2,329	-5,303	-4,905	净利润	40.97%	33.24%	0.83%	32.34%	13.01%
其他经营现金流	5,504	2,217	3,417	3,405	3,492	利润率 (%)					
经营现金流合计	3,308	4,987	6,396	4,918	6,236	毛利率	8.84%	9.72%	10.27%	10.98%	11.07%
资本支出	-2,296	-2,562	-1,550	-1,200	-1,100	EBITDA Margin	49.27%	37.24%	-7.16%	20.26%	9.80%
投资收益	143	135	100	126	120	净利率	2.07%	2.32%	2.26%	2.85%	2.97%
其他投资现金流	-10,346	-2,423	-5,000	-3,800	-3,500	回报率 (%)					
投资现金流合计	-12,499	-4,850	-6,450	-4,874	-4,480	净资产收益率	11.89%	10.57%	9.94%	11.89%	12.25%
发行股票	2,698	12,459	0	0	0	总资产收益率	2.50%	2.76%	2.51%	3.18%	3.24%
负债变化	106,768	111,791	8,704	1,446	9,236	其他 (%)					
股利支出	-1,100	-1,222	-1,222	-941	-1,595	资产负债率	74.32%	67.29%	68.36%	66.56%	66.99%
其他融资现金流	-94,131	-112,285	-3,231	-3,328	-3,458	所得税率	23.46%	22.20%	22.00%	22.55%	22.60%
融资现金流合计	14,236	10,742	4,251	-2,823	4,183	股利支付率	39.25%	32.71%	25.00%	32.00%	33.00%
现金及现金等价物净增加额	5,044	10,878	4,197	-2,779	5,940						

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。