

2019年10月28日

Q3 业绩符合预期 新车毛利率环比改善

广汇汽车 (600297)

事件概述

公司发布三季报：2019Q1-Q3 实现营收 1,221.8 亿元，同比增长 1.5%；归母净利 22.5 亿元，同比下滑 28.8%，扣非归母净利 20.1 亿元，同比下滑 28.0%；加权平均净资产收益率 6.03%，较上年减少 2.55pp。其中，2019Q3 实现营收 414.7 亿元，同比下滑 1.9%，环比下滑 4.5%；归母净利 7.4 亿元，同比下滑 29.5%，环比增长 3.9%。

分析判断

业绩符合预期，新车销售毛利率环比改善

2019Q1-Q3 公司新车销量实现逆市增长，同期乘用车行业累计批发销量同比下滑 11.3%，我们判断报告期内公司销量增速明显跑赢行业，主要受益于：1) 品牌结构继续优化。2019H1 公司在全国 28 个地区经营 840 个网点（其中 776 家 4S 店），覆盖品牌 50+；顺应汽车消费升级趋势，公司加强豪华品牌布局（已有 230 家豪华品牌 4S 店），品牌结构持续优化。2) 龙头继续增加门店数量实现扩张。2019Q1-Q3 公司新建或收购门店 17 家，关闭门店 10 家，门店数量净增长 7 家。同时，公司 2019Q3 新车销售毛利率 4.3%，2019Q2 仅 3.4%，单季度新车销售盈利能力环比改善明显，主要原因在于 2019Q2 受国五清库影响，折扣力度大幅增加，2019Q3 开始影响逐渐减小，新车销售盈利逐步修复。

售后维修服务稳定发展，衍生业务略有下滑

1) 维修保养：公司通过规范、高效、便捷、智能的新服务模式，进一步提升客户满意度，2019Q1-Q3 维修进场台次稳定增加，营收规模同比持续增长；同时为增加客户粘性，控制流失率并长期锁定客户回店，公司加大对客户的维护支出，2019Q1-Q3 维修保养毛利率较上年减少 1.57pp 至 34.3%。2) 佣金代理：2019Q1-Q3 营业成本规模增加；为平滑三次费改等因素对公司佣金收入带来的影响，公司开发的部分新业务仍处于加速拓展市场阶段，规模效应尚未体现，2019Q1-Q3 佣金业务毛利率较上年减少 0.46pp 至 77.3%。3) 融资租赁：整体资金环境持续趋紧，资金成本同比增加；为降低潜在风险，公司对生息资产规模进行控制，叠加市场竞争加剧，2019Q1-Q3 融资租赁收入同比下滑 8.8%，毛利率较上年减少 8.56pp 至 65.3%。

现金流持续改善，资产负债结构优化

2019Q1-Q3 主要经营财务数据持续改善：1) 报告期公司经营性现金流净额为-49.5 亿元，同比增长 50.6%，较 2019H1 的-72.6 亿元继续改善。2) 报告期公司资产负债率为 65.7%，较 2018 年全年减少 1.66pp，精细化运营管理下，公司资产负债

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：4.20
最新收盘价：3.83

股票代码：600297
52 周最高价/最低价：5.95/3.61
总市值(亿)：312.53
自由流通市值(亿)：310.62
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

分析师：周沐

邮箱：zhoumu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090004

相关研究

1. 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

2019.08.25

结构优化，经营风险降低。

投资建议

2019H2 国五清库利空出尽，乘用车行业在基数效应下有望复苏，销量同比预计于 2019Q4 转正，终端折扣力度收窄，驱动公司新车销售盈利能力修复，新车毛利率改善；售后服务同步稳定增长，衍生业务调整结构。我们维持盈利预测：预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 28.8、40.1、46.9 亿元，EPS 分别为 0.35、0.49、0.57 元，对应 PE 为 10.9、7.9、6.7 倍。公司为汽车服务板块经销商龙头，业绩较为稳定，给予公司 2019 年 12 倍 PE，维持目标价 4.2 元，维持“增持”评级。

风险提示

乘用车行业继续下行风险；融资成本上升导致的经营风险；行业复苏力度较弱，新车销售毛利改善不及预期；融资租赁不良率提升风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	160711.52	166172.99	172934.07	184885.44	195511.84
YoY (%)	18.67	3.40	4.07	6.91	5.75
归母净利润(百万元)	3890.31	3257.42	2882.33	4012.62	4690.92
YoY (%)	38.80	-16.27	-11.51	39.21	16.90
毛利率 (%)	9.72	10.31	9.52	10.29	10.46
每股收益 (元)	0.48	0.40	0.35	0.49	0.57
ROE	11.00	8.80	7.18	9.09	9.60
市盈率	8.10	9.67	10.93	7.85	6.71

资料来源：公司公告，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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	166172.99	172934.07	184885.44	195511.84	净利润	3973.92	3516.33	4895.24	5722.74
YoY (%)	3.40%	4.07%	6.91%	5.75%	折旧和摊销	1726.58	1547.42	1683.53	1825.68
营业成本	149039.58	156478.38	165868.88	175069.34	营运资金变动	-6476.40	2984.83	-838.54	-509.19
营业税金及附加	494.34	518.80	554.66	586.54	经营活动现金流	2159.71	11081.36	8963.99	10164.83
销售费用	5247.90	5499.30	5842.38	6060.87	资本开支	-548.62	-1518.16	-1358.66	-1127.88
管理费用	2787.19	3112.81	3327.94	3519.21	投资	-5171.60	0.00	-60.00	-180.00
财务费用	3015.74	2952.38	2903.16	2863.07	投资活动现金流	-6514.55	-1422.80	-1318.52	-1202.74
资产减值损失	722.12	121.98	309.90	237.32	股权募资	247.83	0.00	0.00	0.00
投资收益	90.83	95.37	100.14	105.14	债务募资	-4478.51	-10.00	20.00	-12.00
营业利润	5282.37	4585.87	6420.75	7524.83	筹资活动现金流	-4176.27	-1804.84	-4506.08	-2209.61
营业外收支	-25.53	0.00	-30.00	-40.00	现金净流量	-8531.11	7853.72	3139.39	6752.48
利润总额	5256.84	4585.87	6390.75	7484.83	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	1282.92	1069.53	1495.51	1762.09	成长能力 (%)				
净利润	3973.92	3516.33	4895.24	5722.74	营业收入增长率	3.40%	4.07%	6.91%	5.75%
归属于母公司净利润	3257.42	2882.33	4012.62	4690.92	净利润增长率	-16.27%	-11.51%	39.21%	16.90%
YoY (%)	-16.27%	-11.51%	39.21%	16.90%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.40	0.35	0.49	0.57	毛利率	10.31%	9.52%	10.29%	10.46%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	2.39%	2.03%	2.65%	2.93%
货币资金	25368.50	33222.22	36361.60	43114.09	总资产收益率 ROA	2.30%	1.96%	2.63%	2.90%
预付款项	20171.75	19377.45	20902.20	22206.48	净资产收益率 ROE	8.80%	7.18%	9.09%	9.60%
存货	20610.33	19007.55	20414.54	21453.20	偿债能力 (%)				
其他流动资产	19300.64	19265.41	19763.08	20154.00	流动比率	1.12	1.18	1.23	1.31
流动资产合计	85451.22	90872.62	97441.42	106927.77	速动比率	0.59	0.68	0.71	0.77
长期股权投资	1642.60	1582.60	1462.60	1542.60	现金比率	0.33	0.43	0.46	0.53
固定资产	13606.82	12446.48	11178.28	9796.81	资产负债率	67.36%	65.98%	64.12%	62.52%
无形资产	9855.13	10224.30	10674.71	11059.57	经营效率 (%)				
非流动资产合计	56041.34	55961.17	55405.38	54679.77	总资产周转率	1.20	1.20	1.23	1.24
资产合计	141492.56	146833.78	152846.80	161607.54	每股指标 (元)				
短期借款	20178.13	20178.13	20178.13	20178.13	每股收益	0.40	0.35	0.49	0.57
应付账款及票据	29436.13	29554.72	31556.59	33226.67	每股净资产	4.54	4.92	5.41	5.99
其他流动负债	26647.42	27112.31	27708.22	28288.13	每股经营现金流	0.26	1.36	1.10	1.25
流动负债合计	76261.68	76845.16	79442.94	81692.94	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	13335.38	13325.38	13345.38	13333.38	估值分析				
其他长期负债	5710.69	6710.69	5210.69	6010.69	PE	9.67	10.93	7.85	6.71
非流动负债合计	19046.07	20036.07	18556.07	19344.07	PB	0.90	0.78	0.71	0.64
负债合计	95307.75	96881.23	97999.02	101037.01					
股本	8217.63	8217.63	8217.63	8217.63					
少数股东权益	9170.25	9804.26	10686.88	11718.70					
股东权益合计	46184.81	49952.55	54847.79	60570.53					
负债和股东权益合计	141492.56	146833.78	152846.80	161607.54					

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：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 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。