



运输设备业/可选消费品

庞大集团 (601258)

## 汽车经销航母起航

## ——庞大集团新股询价定价报告

陈锡伟  
021-38676385  
chenxiwei@gtjas.com  
S0880511010026

## 本报告导读:

公司为汽车经销龙头企业,具有多品牌覆盖的网络优势,汽车销售业务市场空间广阔,斯巴鲁“批发+零售”双驱动,“冀东模式”提升盈利能力,建议询价区间 37-45.4 元。  
**投资要点:**

- **汽车经销龙头企业:** 公司主营业务为汽车经销及维修保养,公司 2010 年营业收入达到 538 亿元,为我国汽车销售服务龙头企业。
- **新车销售业务:** 1) **多品牌覆盖:** 公司的新车销售覆盖 83 个品牌,包括轿车、卡车、微型面包车、工程机械及农用车等。2) **网络优势:** 公司 926 家经销网点覆盖中国 23 个省市、自治区及蒙古国。
- **轿车销售业务:** 1) **市场空间广阔:** 2010 年公司轿车销量达到 21.95 万辆,占轿车行业销量的 1.60%,市场份额还有较大的提升空间。2) **斯巴鲁“批发+零售”双驱动,盈利能力强:** 公司斯巴鲁销量占国内斯巴鲁总销量的 60%以上。通过“批发+零售”模式,毛利率能达到 20%左右。斯巴鲁已成为公司轿车销售营业收入、毛利的重要来源。3) **品牌高端化提升盈利能力:** 公司加大高端品牌的扩张力度,公司计划 2011 年和 2012 年各增加 50 家高端品牌的网点,我们预计随着高端品牌网点的增加,高端品牌的收入和盈利贡献将显著上升。
- **卡车销售业务:** 1) **市场空间广阔:** 2010 年公司销售卡车 8.9 万辆,占卡车行业销量的 2.31%,仍有较大的增长空间。2) **“冀东模式”助销售,提盈利:** “服务+金融”模式推动销售,提升盈利。成熟的消费信贷业务有助于卡车销售业务的快速成长与市场份额的提升。
- **售后业务有望成为新的利润增长点:** 推行具有自身特色的“庞大连锁—服务之家”汽车经销服务模式,有望成为公司潜在的利润增长点。
- **募投项目将提升公司竞争力:** 公司拟发行 14000 万股,募集资金用于“新建、改建经营网点项目”及“补充营运资金”。新建、改建经营 14 个经营网点项目完成后,预计实现年销售收入 74.47 亿元。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 17.60 亿、23.48 亿、29.01 亿元,摊薄后 EPS 分别为 1.68 元、2.24 元、2.77 元。建议询价区间为 37-45.4 元,对应 11 年 PE 为 22-27 倍。

## 建议询价区间

37.00-45.40

## 上市首日定价区间

45.40-50.40

2011.04.14

## 发行上市资料

|            |            |
|------------|------------|
| 发行前总股本(万股) | 90,860     |
| 本次拟发行量(万股) | 14,000     |
| 发行日期       | 2011.04.15 |
| 发行方式       | 网下询价,上网定价  |
| 保荐机构       | 瑞银证券       |
| 预计上市日期     |            |

## 发行前财务数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 每股净资产(元)  | 3.60  |
| 净资产收益率(%) | 37.8% |
| 资产负债率(%)  | 90.6% |

## 主要股东和持股比例

|              |        |
|--------------|--------|
| 庞庆华          | 30%    |
| 其他 18 名自然人股东 | 29.85% |
| 盛诚企业         | 24.15% |
| 英维特          | 11%    |
| 联合信          | 5%     |

| 财务摘要(百万元)  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 35191 | 53774 | 66336 | 8190  | 99086 |
| (+/-)%     | 46%   | 53%   | 23%   | 23%   | 21%   |
| 经营利润(EBIT) | 1556  | 2508  | 2997  | 3667  | 4423  |
| (+/-)%     | 47%   | 78%   | 19%   | 24%   | 22%   |
| 净利润        | 1011  | 1236  | 1760  | 2348  | 2901  |
| (+/-)%     | 68%   | 42%   | 42%   | 33%   | 24%   |
| 每股净收益(元)   | 0.96  | 1.18  | 1.68  | 2.24  | 2.77  |
| 每股股利(元)    | -     | -     | -     | -     | -     |

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

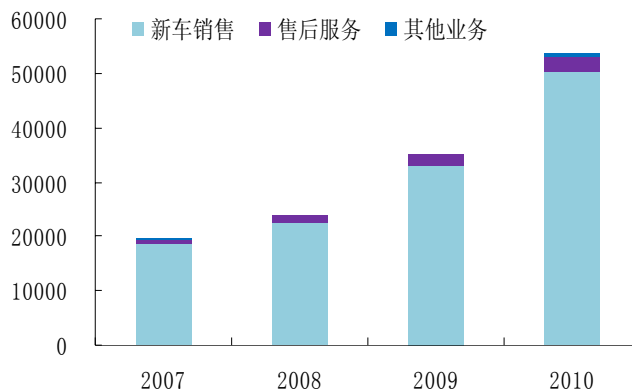
## 1. 公司基本情况

### 1.1. 公司业务和行业

公司主营业务为汽车经销及维修养护业务。公司主要所属行业为汽车经销及维修养护，位于汽车产业链的中后端。按年度营业收入排名，公司为“中国汽车销售服务十大企业集团”第一名。

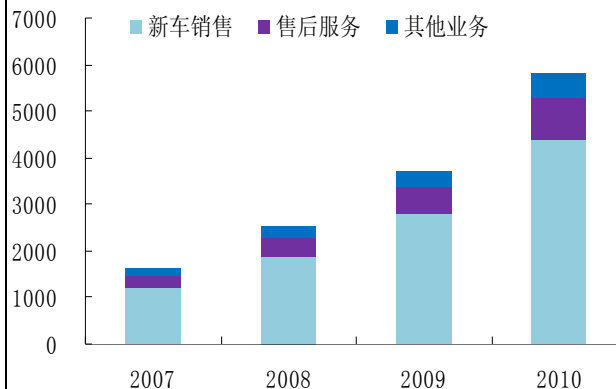
公司经69家汽车供应商授权，可销售欧洲、美洲、日本、韩国及国产共83个品牌的汽车。公司通过位于中国23个省市、自治区及蒙古国的926家经销网点开展汽车经销及维修养护业务，主要业务包括国产轿车销售、进口轿车销售（斯巴鲁）、卡车销售、微型面包车销售及维修养护。截至2010年12月31日，公司共拥有汽车专卖店699家（包括：轿车（不含斯巴鲁）专卖店307家、斯巴鲁专卖店102家、微面专卖店165家及卡车专卖店125家）、汽车市场216家及专业车市场11家。

图 1：公司细分业务收入（单位：百万元）



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

图 2：公司细分业务毛利润构成（单位：百万元）



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

### 1.2. 公司实际控制人及股本结构

公司发行前，庞庆华先生为公司及其前身的第一大股东，直接持有公司30%的股权。同时根据盛诚企业的授权，庞庆华先生合计持有公司54.15%的股份表决权，为公司控股股东及实际控制人。盛诚企业、英维特、联合信持有公司5%以上股权。

公司发行前总股本90860万股，假设按照本次发行上限14000万股计，发行后总股本为104860万股。

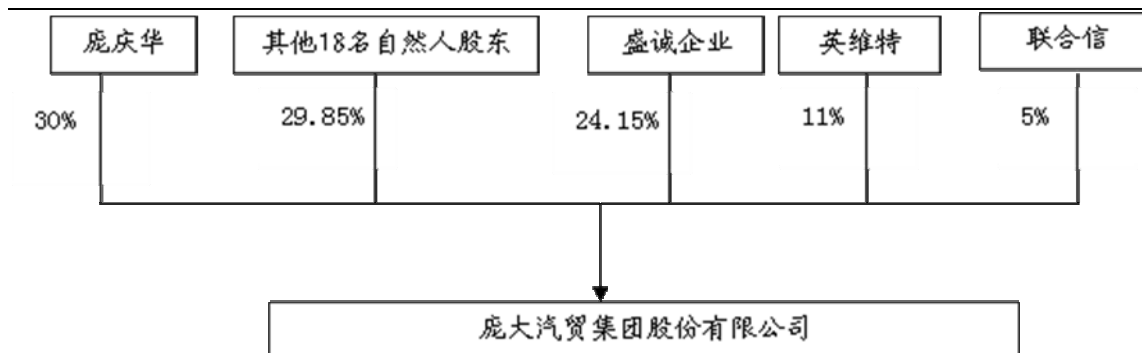
表 1：本次发行前后股权结构变化（假设按发行上限2200万股计）

| 股东名称       | 发行前      |         | 发行后      |         |
|------------|----------|---------|----------|---------|
|            | 持股数（万股）  | 持股比例（%） | 持股数（万股）  | 持股比例（%） |
| 庞庆华        | 27258    | 30%     | 27258    | 25.99%  |
| 其他18名自然人股东 | 27121.71 | 29.85%  | 27121.71 | 25.86%  |
| 盛诚企业       | 21942.69 | 24.15%  | 21942.69 | 20.93%  |
| 英维特        | 9994.60  | 11%     | 9994.60  | 9.53%   |
| 联合信        | 4543     | 5%      | 4543     | 4.33%   |

|       |       |      |        |        |
|-------|-------|------|--------|--------|
| 社会公众股 | -     | -    | 14000  | 13.35% |
| 合计    | 90860 | 100% | 104860 | 100%   |

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

图 3：公司发行前股权结构图



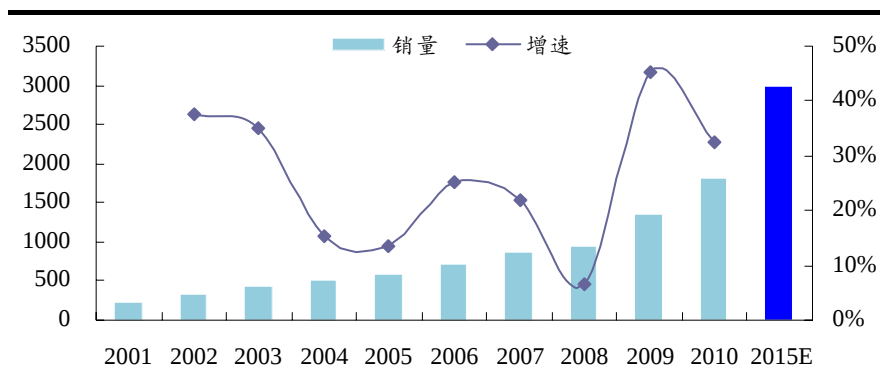
数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

## 2. 行业发展前景与竞争格局

### 2.1. 汽车市场稳定增长

2001-2010 年，中国汽车销量从 233.4 万辆增长到 1806.2 万辆，年均复合增长率高达 25.4%。据国家信息中心预测我国汽车市场年销量到 2015 年有望达到 3000 万辆左右，未来五年我国汽车市场销量年均增速仍可达 11% 左右。

图 4：汽车销量持续上升（单位：万辆）

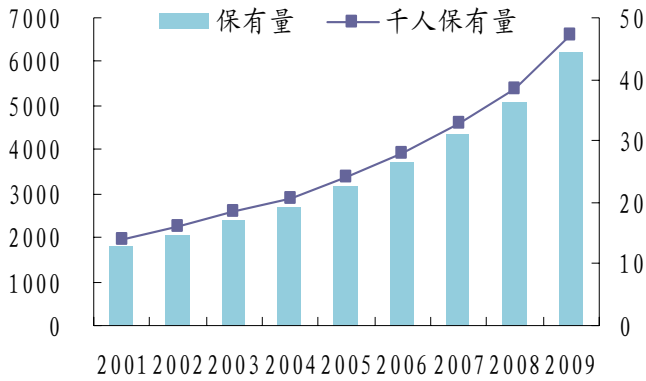


数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

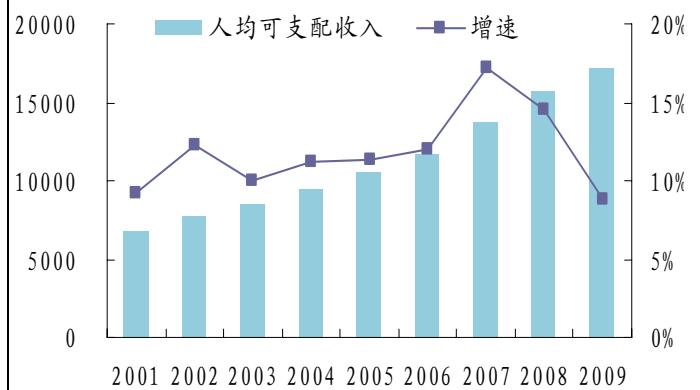
城镇家庭人均年收入从2000年的6280元增至2009年的17175 元，年均复合增长率为11.8%。随着工资水平的提高和可支配收入的增长，居民对汽车的负担能力上升，越来越多的消费者开始购买首辆汽车及改善性需求。

图 5：私人汽车保有量持续上升（单位：万辆，辆）

图 6：人均可支配收入上升（单位：元）



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

## 2.2. 增值服务空间广阔

### 2.1.1. 售后服务步入快速发展期

私人乘用车拥有量的快速增长推动了中国乘用车售后服务市场的发展，同时车龄的不断老化也为中国乘用车售后服务市场提供了新的发展机会。在汽车服务年期的第四至九年内，市场对售后服务的需求达到最大。预计我国使用超过三年的乘用车比例将由2008年的50%左右增加至2012年的66%左右，需要保养维修的乘用车会大幅增加。

随着汽车拥有量的逐渐增加和汽车的逐步老化，售后服务包括维修、保养服务和零配件销售将带来进一步的业务拓展机遇。据华通人预计售后服务市场的销售额将从2009年的2400亿元上升到2012年的4900亿元，年均复合增长率为26.9%。

### 2.1.2. 二手车市场快速形成

我国的二手乘用车市场正在快速成长，具备巨大的增长潜力。根据华通人的统计，2008年二手乘用车销量达到约160万辆，较2007年增长约16.5%。现有汽车的老化和换购更好车型的意愿将形成一个巨大的二手车市场，二手车的销售量将长期保持增长。华通人预计我国的二手乘用车市场将保持稳定增长，预计二手乘用车销量2012年将达到290万辆，销售额将达到1560亿元。

## 2.3. 行业竞争格局：大型汽车经销商集团崭露头角

根据中国汽车流通协会的统计，截至到 2009 年底，国内汽车品牌授权经销商达到 37711 家，其中狭义乘用车的品牌授权经销商 13531 家，区域布局上沿海及东部地区密度较高；2009 年狭义乘用车经销共实现销售收入约 10055 亿元，单店平均销售收入 7688 万元，单店平均销量 619 辆。

我国汽车经销服务市场依旧较分散，排名前 10 的汽车经销集团销售收入仅占狭义乘用车品牌授权点收入总额的 18.46%，前 20 大集团仅占 25.49%，集中度仍有提升空间。

一些经销商经过多年发展，从经营单一品牌逐渐转向多品牌代理，经销商集团开始形成规模。大型经销集团在人才培养、品牌知名度、资本投资以及整合地区市场资源方面积累了经营实力，相比小型经销商更具优势。根据中国汽车流通协会统计，目前乘用车品牌授权 4S 店中 46.4% 隶属于经销商集团。随着竞争加剧，地区领导地位以及规模效益成为经销商能否取得成功的重要因素。

表 2: 我国汽车经销市场竞争格局 (2009 年)

| 排名         | 公司               | 营业收入   | 排名         | 公司            | 营业收入   |
|------------|------------------|--------|------------|---------------|--------|
| 1          | 庞大汽车贸易集团股份有限公司   | 355    | 11         | 北京市汽车修理公司     | 100.1  |
| 2          | 广汇汽车服务股份公司       | 325    | 12         | 天津浩物          | 94.8   |
| 3          | 物产元通             | 224    | 13         | 湖北圣泽实业有限公司    | 88     |
| 4          | 利星行 (北京) 汽车有限公司  | 205    | 14         | 开隆汽车集团        | 78     |
| 5          | 广东物资集团汽车贸易公司     | 152.4  | 15         | 内蒙古利丰汽车有限公司   | 69     |
| 6          | 中国进口汽车贸易有限公司     | 138.1  | 16         | 哈尔滨运通 (汽车) 集团 | 60     |
| 7          | 中升集团控股有限公司       | 137.4  | 17         | 润华集团股份有限公司    | 58.8   |
| 8          | 上海永达控股 (集团) 有限公司 | 110.4  | 18         | 长久汽车投资有限公司    | 55.4   |
| 9          | 山东远通汽车贸易集团       | 106    | 19         | 海南嘉华控股有限公司    | 52.2   |
| 10         | 中汽南方             | 103.3  | 20         | 重庆中汽西南汽车有限公司  | 50.2   |
| 前 10 大市场份额 |                  | 18.46% | 前 20 大市场份额 |               | 25.49% |

数据来源: 中国汽车流通协会、国泰君安证券研究

### 3. 公司经营情况及竞争优势

#### 3.1. 新车销售业务: 多品牌覆盖、网络优势、规模优势

##### ● 多品牌覆盖: 享受行业增长, 抗风险

公司的新车销售包括轿车、卡车、微型面包车、工程机械及农用车等, 可销售 83 个品牌的汽车。

表 7: 公司新车销售业务多品牌覆盖

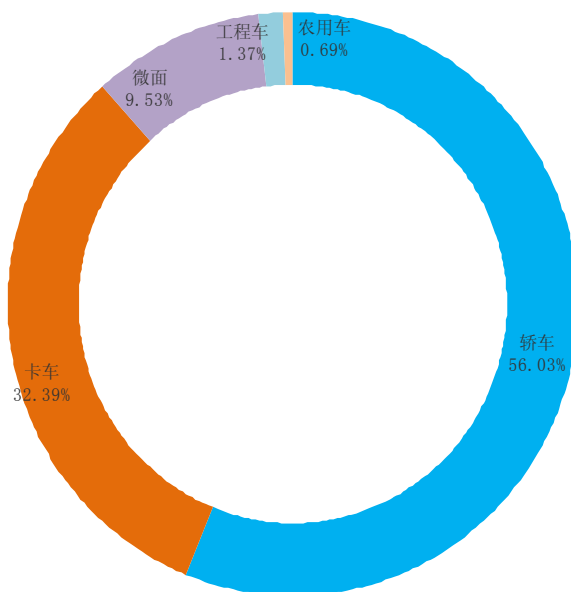
|    | 品牌数 | 主要品牌                   |
|----|-----|------------------------|
| 轿车 | 52  | 奔驰、奥迪、斯巴鲁、大众、本田、丰田、现代等 |

|       |    |              |
|-------|----|--------------|
| 卡车    | 16 | 欧曼、解放、重汽、陕汽等 |
| 微型面包车 | 13 | 五菱、哈飞、佳宝等    |
| 工程机械车 | 5  | 雷沃、徐工等       |
| 农用车   | 6  | 时风、五征等       |
| 合计    | 83 |              |

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

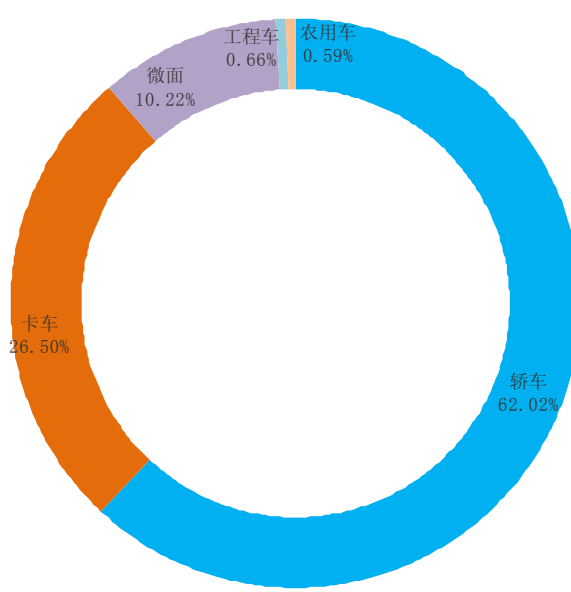
通过提供丰富的品牌，可满足不同客户的消费需求。多元化的产品组合培育出多层次市场，可有效缓解各类汽车的季节性因素对销售额所产生的影响；同时多品牌能够分享不同类型汽车需求增长的机遇，能够获得超越行业平均的增长速度，为公司提供了增长空间。

图 7：公司汽车销售收入构成（2010 年）



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

图 8：公司汽车销售毛利构成（2010 年）



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

### ● 网络优势：跨区域，渠道下沉

通过设立较多的分、子公司，实现跨区域、多品牌的全国性经营网络铺设，是公司的核心竞争优势所在。

公司经销网点覆盖中国 23 个省市、自治区及蒙古国，截至 2010 年 12 月 31 日，公司共拥有 926 家经销网点，其中汽车专卖店 699 家（包括：轿车（不含斯巴鲁）专卖店 307 家、斯巴鲁专卖店 102 家、微面专卖店 165 家及卡车专卖店 125 家）、汽车市场 216 家及专业车市场 11 家。同时公司的网点多分布在二三线及以下城市，通过跨区域以及自下而上的渠道网络建设，深入挖掘各线城市的消费潜力，分散经营风险。

表 7：公司各类型网点

| 网点数总计 | 经销网点   |        |
|-------|--------|--------|
|       | 4S 专卖店 | 二级销售网路 |

|       |     |     |     |
|-------|-----|-----|-----|
| 轿车    | 409 | 306 | 103 |
| 卡车    | 125 | 57  | 68  |
| 微型面包车 | 165 | 34  | 131 |
| 汽车市场  | 216 |     |     |
| 专用车   | 11  |     |     |
| 合计    | 926 |     |     |

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

表 7：公司网点覆盖我国 23 个省市、自治区及蒙古国

| 区域  | 网点数总计 | 区域  | 网点数总计 | 区域  | 网点数总计 |
|-----|-------|-----|-------|-----|-------|
| 河北  | 450   | 黑龙江 | 21    | 四川  | 2     |
| 内蒙古 | 99    | 新疆  | 20    | 西藏  | 2     |
| 山西  | 68    | 吉林  | 12    | 湖南  | 1     |
| 北京  | 66    | 河南  | 9     | 宁夏  | 1     |
| 辽宁  | 53    | 甘肃  | 7     | 青海  | 1     |
| 山东  | 46    | 云南  | 7     | 江苏  | 1     |
| 陕西  | 27    | 江西  | 4     | 蒙古国 | 2     |
| 天津  | 25    | 重庆  | 2     |     |       |

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

● 规模优势：话语权强，提供更具竞争力价格

自2003 年成立至今，公司通过汽车经销业务的不断扩张与整合，经销渠道的建设与完善，公司现已发展成为我国最大的汽车经销商，2008年至2010年公司汽车销售量保持高速增长，分别为22.2万辆、35.8万辆及47.0万辆，年复合增长率为45.46%，营业收入年复合增长率为49.40%。公司为我国汽车经销行业龙头企业，2010年代理的20个品牌销量全国第一，公司的规模效益不断凸现。

表 7：公司销售全国第一的品牌

| 年份   | 全国销售第一名的品牌数 | 全国销量第一名的品牌/型号                                                                     |
|------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 2008 | 18          | 斯巴鲁、奇瑞、上海大众、东风悦达起亚、东风本田、北京现代、克莱斯勒、欧曼、解放、重汽、陕汽、霸龙、五菱、哈飞、佳宝、上海汇众、跃进轻卡、雷沃装载机         |
| 2009 | 16          | 斯巴鲁、奇瑞、东风悦达起亚、东风乘用车、东风本田、北京现代、克莱斯勒、一汽大众、欧曼、重汽、陕汽、霸龙、五菱、哈飞、佳宝、上海汇众                 |
| 2010 | 20          | 斯巴鲁、奇瑞、东风悦达起亚、东风乘用车、东风本田、北京现代、一汽大众、一汽马自达、菲亚特、道奇、吉奥、欧曼、重汽、陕汽、解放、福田时代、东风柳汽、五菱、哈飞、佳宝 |

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

表 7: 公司规模优势体现

| 优势体现 | 措施                      | 优势结果                |
|------|-------------------------|---------------------|
| 价格   | 实行统购分销管理, 集中谈判有更强议价能力   | 提供更具竞争力的价格          |
| 车型   | 实行品牌大区管理, 增加与汽车产商谈判的话语权 | 较早采购到更多新型汽车, 抢占市场先机 |
| 成本   | 集中处理行政事务, 优化公司结构        | 摊薄管理成本, 提升企业利润空间    |
| 服务   | 透过广泛的客户基础掌握市场动态与消费者喜好   | 提供增值服务, 提高消费者忠诚度    |
| 返利   | 销售规模扩大, 争取更多返利          | 返利增长                |

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

表 7: 公司返利占销售业务毛利比重提升 (单位: 百万元)

| 项目            | 2008    | 2009    | 2010    |
|---------------|---------|---------|---------|
| 销售业务毛利        | 1871.90 | 2818.68 | 4401.17 |
| 当年/期返利        | 649.24  | 1087.81 | 2161.24 |
| 其中: 销售返利      | 495.76  | 878.13  | 2109.52 |
| 广告返利          | 7.51    | 6.33    | 11.41   |
| 建店返利          | 16.82   | 16.30   | 40.31   |
| 返利占销售业务毛利比重   | 34.68%  | 38.59%  | 49.11%  |
| 销售返利占销售业务毛利比重 | 26.48%  | 31.15%  | 47.93%  |

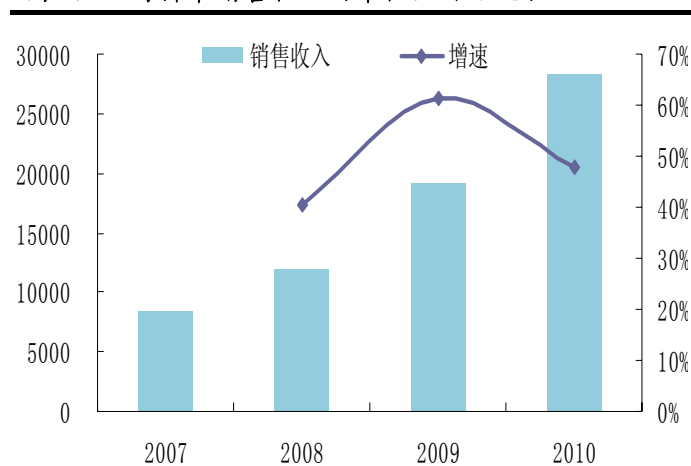
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

### 3.1.1. 轿车销售业务: 市场空间广阔、斯巴鲁优势突出、品牌高端化

#### ● 规模优势: 市场份额扩大, 市场空间仍广阔

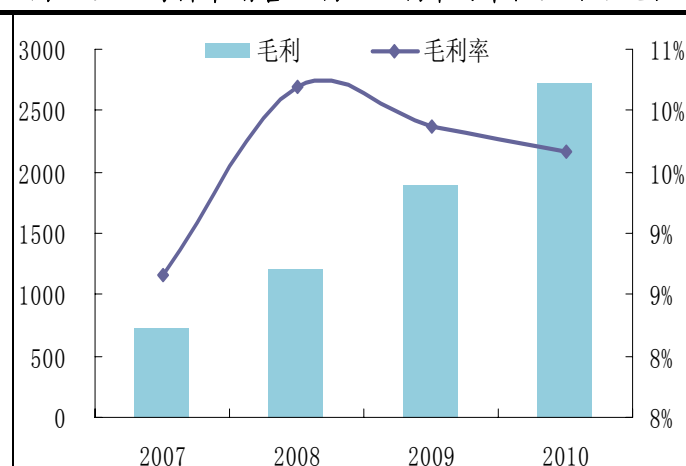
公司拥有轿车专卖店 409 家, 代理品牌包括奔驰、奥迪、斯巴鲁、大众、本田、丰田、现代等, 几乎全覆盖中低端品牌、部分覆盖高端品牌。2010 年公司加大轿车销售力度, 轿车的销售规模达到 21.95 万辆, 同比增长 34.79%, 占轿车行业整体销量的 1.60%。公司的发展目标为双五目标: 网点数和销量达到厂商的 5%。当前只有部分品牌的销量或网点数达到品牌总量的 2-3%, 个别品牌超过 5%, 因此对于公司经营的大部分品牌的市场份额还有较大的提升空间。

图 9: 公司轿车销售收入 (单位: 百万元)



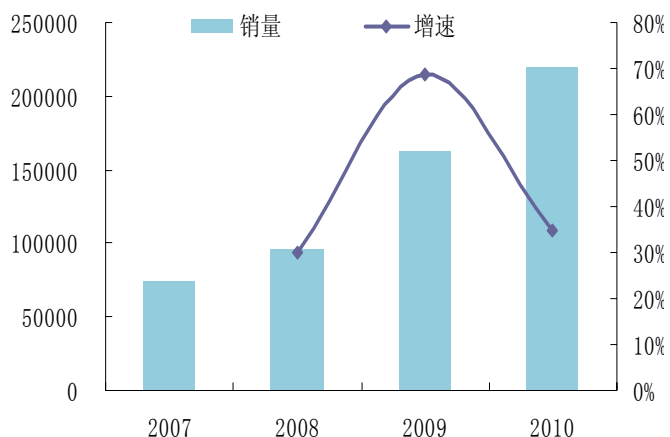
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 10: 公司轿车销售毛利、毛利率 (单位: 百万元)



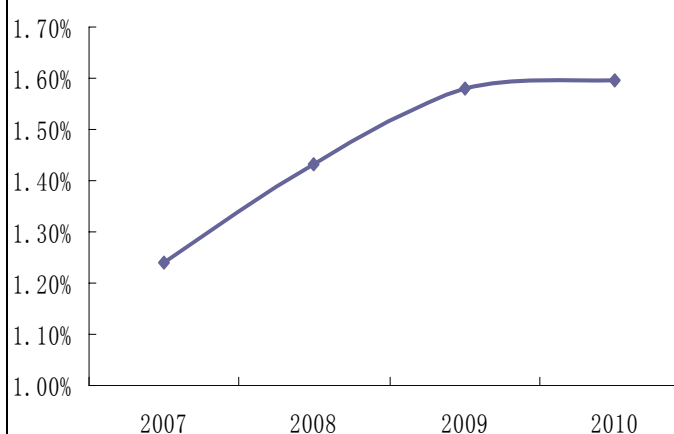
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 11: 公司轿车销售数量 (单位: 辆)



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 12: 公司轿车销售市场份额



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

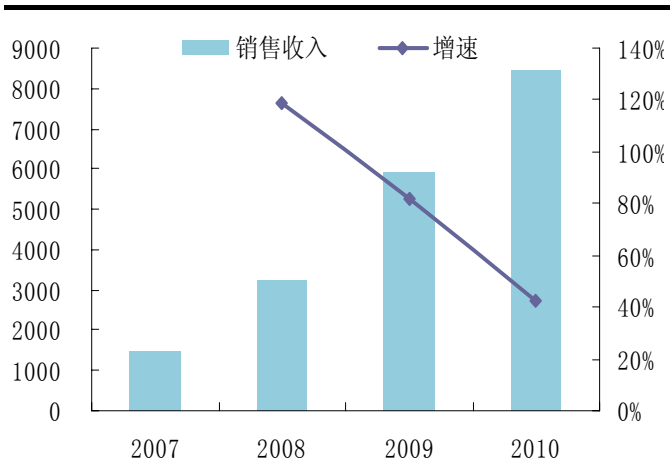
### ● 斯巴鲁优势突出: 批发+零售双驱动, 盈利能力强

中冀斯巴鲁是斯巴鲁在中国三家总经销商之一, 公司拥有斯巴鲁中国北方八省市 (北京、天津、辽宁、河北、山东、河南、陕西和山西) 的独家经销权, 为 5 个斯巴鲁轿车车型 (森林人、傲虎、驰鹏、力狮、翼豹) 进行代理销售。

2010 年底, 中冀斯巴鲁拥有 115 家子公司, 专卖店 102 家, 其中 4S 店 66 家, 分布在在我国 20 个省市、自治区及蒙古国。

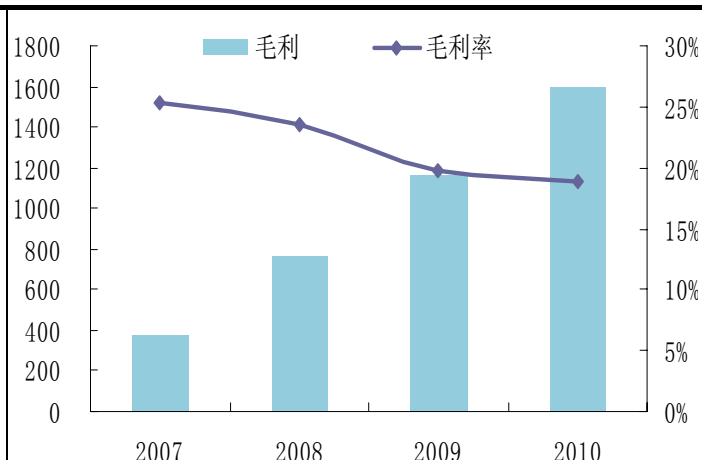
公司斯巴鲁销量自 2008 年的 1.3 万辆增至 2010 年的 3.5 万辆, 占国内斯巴鲁总销量稳定在 60% 以上。斯巴鲁已成为公司轿车销售营业收入、毛利的重要来源, 2010 年年销售收入占公司轿车销售营业收入 29.85%, 但毛利占 58.51%, 毛利率达 18.94%, 毛利较高主要是公司斯巴鲁业务模式为“批发+零售”。

图 13: 公司斯巴鲁销售收入 (单位: 百万元)



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

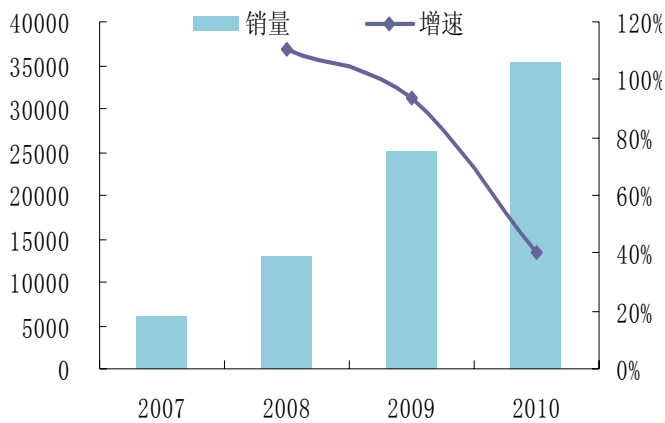
图 14: 公司斯巴鲁销售毛利、毛利率 (单位: 百万元)



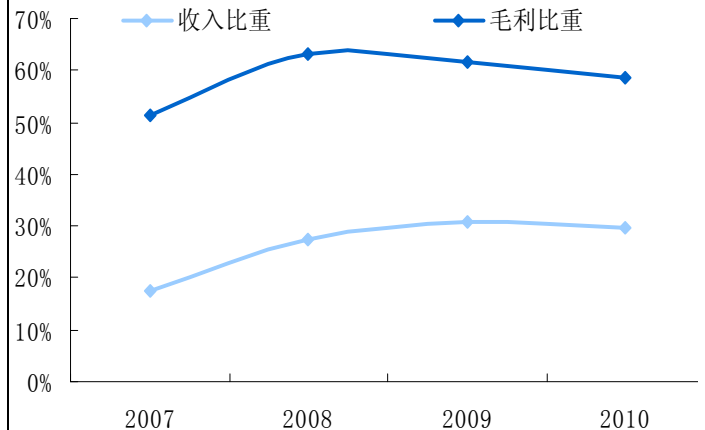
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 15: 公司斯巴鲁销售数量 (单位: 辆)

图 16: 公司斯巴鲁销售占轿车销售比重



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究



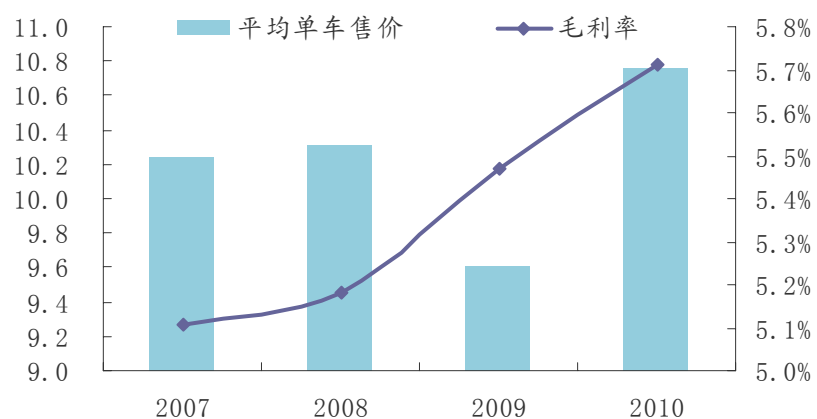
数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

### ● 品牌高端化：提升盈利水平，售后业务回流率高

在消费升级的背景下，公司加大高端品牌的扩张力度，公司 2010 年以来新签约多个高端品牌，陆续获得奔驰、路虎、阿斯顿马丁、雷克萨斯、讴歌等进口品牌的授权。我们看到 2010 年公司除斯巴鲁之外，轿车的平均单车售价为 10.76 万元，较 2009 年的 9.6 万元上升 1.16 万元，毛利率也由 2009 年的 5.47% 上升至 5.71%。

公司计划 2011 年和 2012 年各增加 50 家高端品牌的网点，我们预计随着高端品牌及网点的增加，高端品牌的收入和盈利贡献将显著上升，改善轿车销售业务盈利主要由斯巴鲁贡献的结构，开拓更多的盈利贡献点，同时高端品牌售后流失率小，零部件及保养维修业务将享有更高的增长。

图 17：2010 年除斯巴鲁外轿车单车价格、毛利率上升（单位：万元/辆）



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

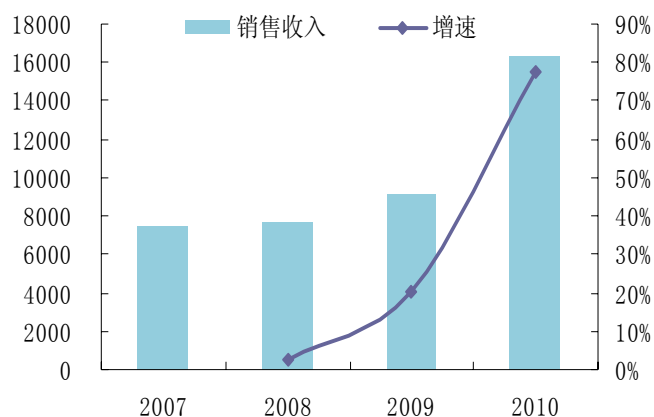
### 3.1.2. 卡车销售业务：规模优势、“冀东模式”消费信贷助增长

#### ● 规模优势：市场份额扩大，市场空间仍广阔

公司拥有卡车专卖店 125 家，代理品牌包括欧曼、解放、重汽、陕

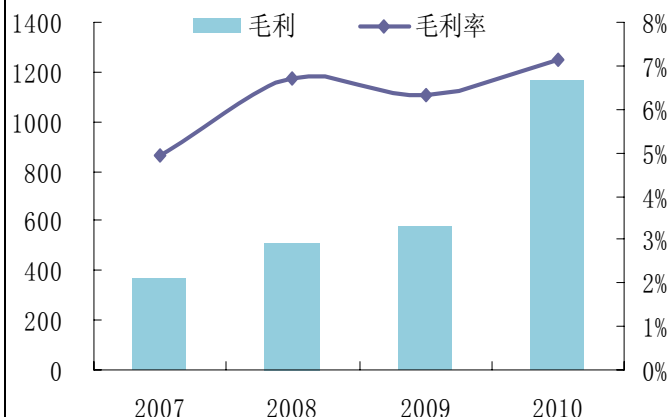
汽等。2010 年公司加大卡车销售力度,卡车的销售规模达到 8.9 万辆,同比大幅增长 60.15%,占卡车行业整体销量的比重由 2009 年的 1.88% 上升至 2010 年的 2.31%。其中 2010 年公司重卡销量达到重卡行业的 5.9%,包括福田欧曼、陕汽、解放、东风等品牌销量均超过了万辆。公司的发展目标为双十目标:网点数和销量达到厂商的 10%,仍有较大的增长空间。

图 18: 公司卡车销售收入 (单位: 百万元)



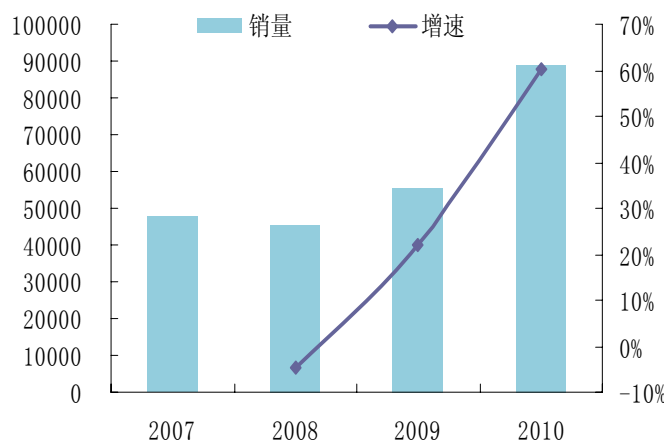
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 19: 公司卡车销售毛利、毛利率 (单位: 百万元)



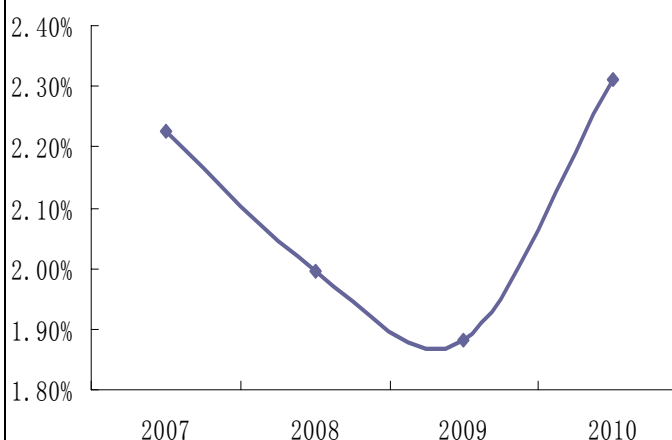
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 20: 公司卡车销售数量 (单位: 辆)



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 21: 公司卡车销售市场份额



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

### ● “冀东模式”: “服务+金融”推动销售,提升盈利

“冀东模式”是公司在开展汽车消费信贷业务中,经过逐步探索、完善和提高,所创立的“帮助用户申请贷款、帮助用户选车上牌照、帮助银行收缴贷款本息、全程为用户担保”的销售模式。

公司构筑起由风险预警、风险控制及风险化解组成的六级风险防范体系,很好地控制经营风险,成为“冀东模式”取得成功的关键。

逾期的消费信贷担保余额占消费信贷担保余额的比重持续下降,从 2008 年末的 19.19% 下降至 2010 年末的 7.98%。从期限结构来看,逾期消费信贷担保余额的期限多在 6 个月以下,占比均在 93% 以上,

公司担保逾期期限较短，风险可控。

表 3: 公司消费信贷逾期担保余额比重逐年下降 (单位: 百万元)

| 逾期担保余额   | 2008   | 2009   | 2010   |
|----------|--------|--------|--------|
| 6 个月以下   | 774.63 | 336.04 | 634.02 |
| 6 个月-1 年 | 13.53  | 15.88  | 10.27  |
| 1 年-2 年  | 5.33   | 8.25   | 7.03   |
| 2 年以上    | 0.16   | 0.17   | 0.16   |
| 合计       | 793.66 | 360.33 | 651.49 |
| 占担保余额比例  | 19.19% | 11.19% | 7.98%  |

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

“冀东模式”的核心是既确保了银行投放资金的安全，又推动了汽车消费业务的发展、提高了公司的盈利能力。我们认为成熟的消费信贷业务是公司卡车业务的核心优势，有助于公司卡车销售业务的快速成长与市场份额的提升。

消费信贷的收入主要来自“卡车收入”以及“其他业务”两个科目，估计 2010 年消费信贷业务收入约 8 亿元。主要是通过资金担保、服务获取车辆贷款固定比例的收入，这种金融中介的毛利率能够高达 90%以上。公司目前大约 60%的重卡销售通过这种模式销售，消费信贷的利润贡献基本与重卡的进销差价持平。通过“冀东模式”提供金融中介服务，大大提高了公司卡车销售业务的盈利能力。我们看到公司卡车销售毛利率持续提升，由 2007 年的 4.94%大幅提升至 2010 年的 7.14%。

同时公司 2010 年成立了一家租赁公司进一步推广与扩展“冀东模式”，并且租赁通过缴纳营业税而不是增值税，从而降低税负。我们认为随着此项业务的开展有望进一步提升公司卡车业务的盈利水平。

我们认为借助公司的经销网点以及消费信贷业务的资金实力，公司挖掘卡车销售业务的潜力巨大，市场空间仍广阔。

### 3.2. 售后业务：与售前业务联动，未来新的利润增长点

公司汽车售后服务包括汽车零配件及汽车维修保养服务，公司运用获生产商认可的替换零件，提供完善专业的汽车维修养护服务。

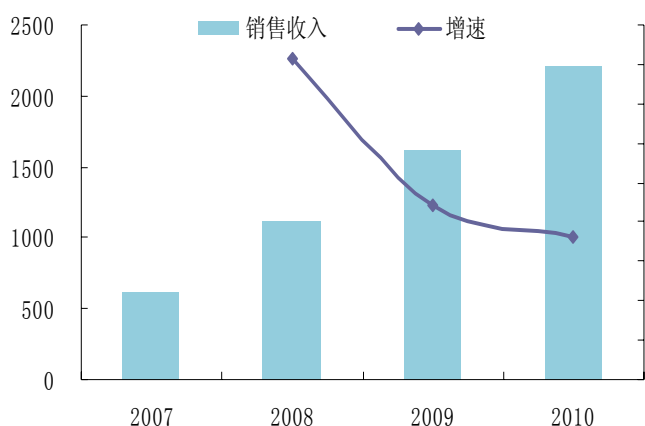
“庞大连锁—服务之家”是公司独创的一种汽车增值服务模式，按“统一形象、统一标识、统一服务流程、统一收费标准”的“四统一”标准建设，集汽车文化与服务为一体，提供销售、维修、保养、信息咨询、代办保险、道路救援、汽车文化传播、休闲娱乐等高质量、高档次服务。

我们认为规模化、集团化的连锁可以提升与汽车供应商、零配件供应商的议价能力，大大降低成本。与汽车经营相互配合，通过借助公司广泛的经营网点以及增加专业维修网点数量来提供更好的维修养护服务，公

司汽车售后服务的规模不断上升。

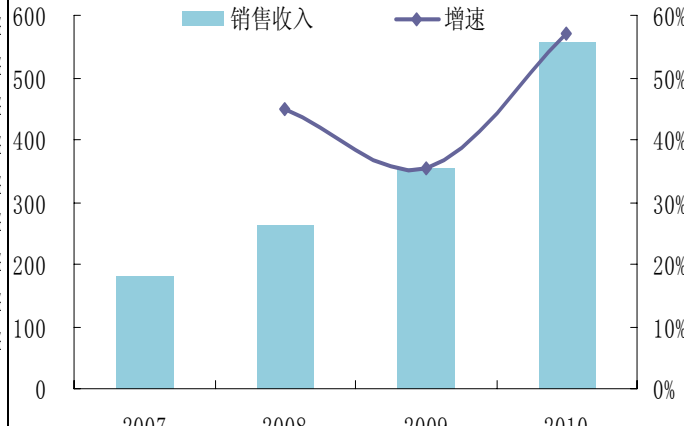
我们认为具有自身特色的“庞大连锁—服务之家”汽车经销服务模式，能够更好地满足乘用车购买者的消费需求和售后服务要求，有望成为公司潜在的利润增长点。

图 22: 零部件销售收入 (单位: 百万元)



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 23: 保养维修服务收入 (单位: 百万元)



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 24: 售后服务整体收入 (单位: 百万元)

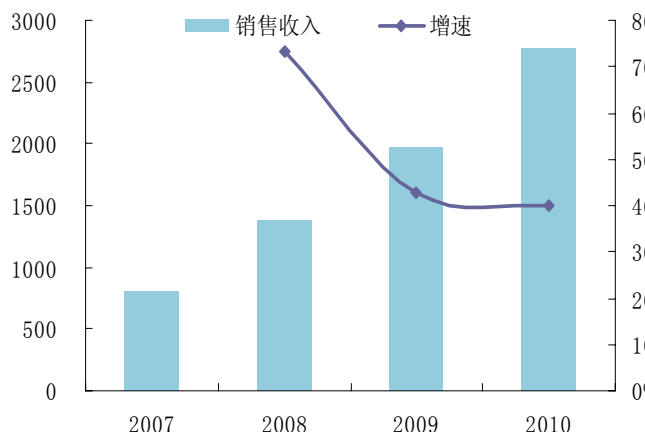
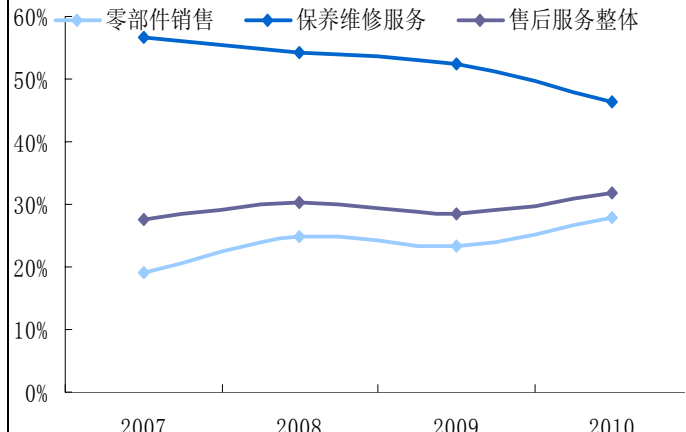


图 25: 售后服务毛利率



#### 4. 募投项目将提升公司竞争力

公司拟发行14000万股，募集资金用于“新建、改建经营网点项目”及“补充营运资金”。

表 4: 募投项目情况 (单位: 百万元)

| 项目名称        | 总投资额    | 拟投入募集资金 |
|-------------|---------|---------|
| 新建、改建经营网点项目 | 1736.96 | 1451.16 |
| 补充营运资金      | 400.00  | 400.00  |
| 合计          | 2136.96 | 1851.16 |

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

表 5: 新建、改建经营网点项目 (单位: 百万元)

| 新建、改建经营网点项目           | 总投资额           | 拟投入募集资金        | 经销品牌                                                         | 预计年销售收入        |
|-----------------------|----------------|----------------|--------------------------------------------------------------|----------------|
| (唐山市) 汽车大市场重建、扩建项目    | 78.00          | 78.00          | 长安马自达、奇瑞、通用五菱、五菱 SPARK、一汽佳宝、哈飞、道奇、长城、长安                      | 576.39         |
| (承德市) 汽车市场搬迁、扩建项目     | 348.70         | 228.62         | 一汽解放、福田欧曼、重汽、川汽、东风乘龙、陕汽、汇众卡车、北方奔驰、北京现代、上海大众、东风日产、 <b>斯巴鲁</b> | 995.93         |
| (张家口市) 汽车市场搬迁、扩建项目    | 132.03         | 99.58          | 一汽解放、东风乘龙、福田欧曼、重汽、陕汽、川汽、汇众卡车、奇瑞、五菱 SPARK、 <b>斯巴鲁</b>         | 664.46         |
| (衡水市) 汽车市场及配送中心项目     | 388.43         | 361.62         | 一汽解放、福田欧曼、重汽、陕汽、东风乘龙、川汽、汇众卡车、北方奔驰、五菱 SPARK、长安、 <b>斯巴鲁</b>    | 656.34         |
| (唐山遵化市) 汽车市场及配送中心项目   | 211.28         | 180.00         | 一汽解放、福田欧曼、重汽、陕汽、东风乘龙、川汽、通用五菱、工程机械、哈飞、一汽佳宝、长安、昌河              | 736.56         |
| (唐山唐海县) 汽车市场项目        | 103.54         | 90.54          | 重汽、陕汽、川汽、东风乘龙、福田欧曼、北方奔驰、跃进、工程机械                              | 767.46         |
| (唐山迁安市) 汽车市场项目        | 89.73          | 80.00          | 重汽、陕汽、东风乘龙、福田欧曼                                              | 464.76         |
| (保定市) 汽车市场项目          | 105.01         | 88.71          | 名爵、 <b>斯巴鲁</b> 、奇瑞、广州本田、海马、悦达起亚、五菱 SPARK                     | 721.52         |
| (沈阳新民市) 汽车市场项目        | 51.93          | 40.00          | 一汽解放、福田欧曼、重汽、陕汽、川汽、北方奔驰                                      | 390.75         |
| (本溪市) 广州本田汽车专卖店项目     | 24.40          | 20.00          | 广州本田                                                         | 172.27         |
| (延吉市) 广州本田、斯巴鲁汽车专卖店项目 | 42.92          | 42.92          | 广州本田、 <b>斯巴鲁</b>                                             | 297.48         |
| (白城市) 广州本田、斯巴鲁汽车专卖店项目 | 31.17          | 31.17          | 广州本田、 <b>斯巴鲁</b>                                             | 229.20         |
| (呼伦贝尔市) 汽车市场项目        | 92.60          | 80.00          | 上海大众、北京现代、 <b>斯巴鲁</b> 、陕汽                                    | 536.35         |
| (原平市) 汽车市场项目          | 37.22          | 30.00          | 一汽解放、福田欧曼、重汽                                                 | 237.10         |
| <b>合计</b>             | <b>1736.96</b> | <b>1451.16</b> |                                                              | <b>7446.58</b> |

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

新建、改建经营网点项目中包括 14 个经营网点, 分布于河北、辽宁、吉林、内蒙古、山西等 5 省的 11 个城市, 其中包括各种轿车、卡车和工程机械车的汽车专卖店网点 3 家、汽车市场 11 家; 其中公司将设立 7 个斯巴鲁汽车专卖店, 充实斯巴鲁汽车的经销网络。项目完成后, 预计实现年销售收入 74.47 亿元。

## 5. 风险因素

### 1) 受宏观经济影响，汽车市场波动较大

公司业务为汽车经销和维修养护，如果宏观经济发生大幅波动，影响居民的消费能力，汽车市场波动较大，将对公司产生不利影响。

### 2) 斯巴鲁受日本地震影响超预期

斯巴鲁基本没有受到地震的直接影响。目前公司斯巴鲁的库存丰富，可以维持 2-3 个月的正常销售。但是如果日本地震的影响超出预期，则也会对公司斯巴鲁业务造成不利影响。

### 3) 快速扩张的资金压力，加息带来的财务费用增加

2010 年公司大幅增加了短期和长期借款，公司的资产负债率达到 90.55%，其中流动负债的比重达到 94.87%。2010 年的利息支出达到 4.09 亿元，同时在加息的背景下，将增加公司的财务费用负担率。

### 4) 日元升值带来的汇兑损失及税费的增加

2010 年日元大幅升值，加上公司斯巴鲁进口规模的持续快速增长，公司产生了 3.55 亿元的汇兑损失，同时日元升值导致到岸价格的上升，增加了税负支出。

## 6. 盈利预测

我们假设：

- 1) 未来国内宏观经济和汽车市场保持平稳增长；
- 2) 公司募投项目如期稳步进展；
- 3) 考虑到公司销售规模的增加，假设销售和管理费用率略有上升；考虑到 IPO 后，资金相对充裕，因此财务费用率将有所降低。
- 4) 考虑到公司销售车型高端化以及对高毛利率的售后业务拓展，公司毛利率稳步提升。

表 6：公司分业务收入预测（单位：百万元）

| 项 目           | 2009     | 2010     | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>汽车销售业务</b> |          |          |          |          |          |
| 销售总收入         | 32889.93 | 50434.14 | 61865.33 | 75974.79 | 91310.28 |
| 增长率（YOY）      | 46.36%   | 53.34%   | 22.67%   | 22.81%   | 20.18%   |
| 销售总成本         | 30071.25 | 46032.96 | 56406.09 | 69265.55 | 83244.74 |
| 增长率（YOY）      | 45.98%   | 53.08%   | 22.53%   | 22.80%   | 20.18%   |
| 毛利            | 2818.68  | 4401.17  | 5459.24  | 6709.24  | 8065.54  |
| 增长率（YOY）      | 50.58%   | 56.14%   | 24.04%   | 22.90%   | 20.22%   |
| 平均毛利率         | 8.57%    | 8.73%    | 8.82%    | 8.83%    | 8.83%    |
| <b>售后业务</b>   |          |          |          |          |          |
| 销售总收入         | 1979.58  | 2770.32  | 3843.78  | 5242.53  | 7017.02  |

|             |                 |                 |                 |                 |                 |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 增长率 (YOY)   | 42.73%          | 39.94%          | 38.75%          | 36.39%          | 33.85%          |
| 销售总成本       | 1415.94         | 1891.18         | 2603.98         | 3554.21         | 4767.80         |
| 增长率 (YOY)   | 46.80%          | 33.56%          | 37.69%          | 36.49%          | 34.14%          |
| 毛利          | 563.65          | 879.14          | 1239.80         | 1688.32         | 2249.23         |
| 增长率 (YOY)   | 33.45%          | 55.97%          | 41.02%          | 36.18%          | 33.22%          |
| 平均毛利率       | 28.47%          | 31.73%          | 32.25%          | 32.20%          | 32.05%          |
| <b>其他业务</b> |                 |                 |                 |                 |                 |
| 销售总收入       | 321.82          | 569.93          | 626.92          | 689.62          | 758.58          |
| 增长率 (YOY)   | 38.76%          | 77.10%          | 10.00%          | 10.00%          | 10.00%          |
| 销售总成本       | 12.68           | 41.80           | 50.15           | 55.17           | 60.69           |
| 增长率 (YOY)   | 95.14%          | 229.62%         | 19.99%          | 10.00%          | 10.00%          |
| 毛利          | 309.14          | 528.13          | 576.77          | 634.45          | 697.89          |
| 增长率 (YOY)   | 37.14%          | 70.84%          | 9.21%           | 10.00%          | 10.00%          |
| 平均毛利率       | 96.06%          | 92.67%          | 92.00%          | 92.00%          | 92.00%          |
| <b>合计</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |
| 销售总收入       | <b>35191.33</b> | <b>53774.39</b> | <b>66336.03</b> | <b>81906.95</b> | <b>99085.88</b> |
| 销售总成本       | <b>31499.86</b> | <b>47965.94</b> | <b>59060.22</b> | <b>72874.93</b> | <b>88073.22</b> |
| 毛利          | <b>3691.47</b>  | <b>5808.45</b>  | <b>7275.81</b>  | <b>9032.01</b>  | <b>11012.66</b> |
| 平均毛利率       | <b>10.49%</b>   | <b>10.80%</b>   | <b>10.97%</b>   | <b>11.03%</b>   | <b>11.11%</b>   |

数据来源: 国泰君安证券研究

我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 633.36、819.07、990.86 亿元, 分别同比增长 23.1%、23.4%、20.9%; 净利润分别为 17.60 亿、23.48 亿、29.01 亿元, 分别同比增长 42.4%、33.4%、23.5%。按照发行后总股本 104860 万股计 (假设发行 14000 万股), 2011-2013 年 EPS 分别为 1.68 元、2.24 元、2.77 元。

表 7: 财务报表预测 (单位: 百万元)

| 损益表         | 2008A        | 2009A        | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入        | <b>24091</b> | <b>35191</b> | <b>53774</b> | <b>66336</b> | <b>81907</b> | <b>99086</b> |
| 营业成本        | 21571        | 31500        | 47966        | 59060        | 72875        | 88073        |
| 税金及附加       | 47           | 56           | 70           | 100          | 123          | 149          |
| 营业费用        | 936          | 1412         | 2148         | 2753         | 3440         | 4211         |
| 管理费用        | 475          | 668          | 1082         | 1426         | 1802         | 2229         |
| <b>EBIT</b> | <b>1062</b>  | <b>1556</b>  | <b>2508</b>  | <b>2997</b>  | <b>3667</b>  | <b>4423</b>  |
| 投资收益        | 0            | 0            | 8            | 8            | 8            | 8            |
| 资产减值损失      | -43          | -53          | -7           | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用        | 230          | 143          | 833          | 589          | 436          | 418          |
| <b>营业利润</b> | <b>789</b>   | <b>1359</b>  | <b>1682</b>  | <b>2416</b>  | <b>3240</b>  | <b>4014</b>  |
| 营业外收支       | 51           | 049          | 0 50         | 0 50 0       | 50 0         | 50           |
| 所得税         | 239          | 393          | 489          | 697          | 929          | 1148         |
| 少数股东损益      | -1           | 3            | 6            | 9            | 12           | 15           |
| <b>净利润</b>  | <b>602</b>   | <b>1011</b>  | <b>1236</b>  | <b>1760</b>  | <b>2348</b>  | <b>2901</b>  |

数据来源: 国泰君安证券研究

## 7. 估值: 37-45.4 元

目前 A 股和港股的汽车经销行业的可比公司的平均 PE 为 16.2 倍，A 股一般零售公司的平均 PE 为 27.8 倍，我们认为公司作为汽车经销行业的龙头企业，拥有丰富行业经验的管理团队，借助与上游整车的良好合作关系以及能够争取到的更大的话语权，通过多品牌、多品种以及深入的渠道扩张与下沉，能够充分熨平行业和区域间的波动以及分享超越行业的增长，同时公司不断挖掘毛利率高的售后业务的增长潜力，以及公司创建的“冀东模式”这种消费信贷模式，这种金融中介式的业务能够挖掘卡车业务更大的利润空间。我们认为公司能够享受比汽车经销行业更高的估值溢价。我们给予公司 11 年 22-27 倍的 PE，合理的询价区间为 37-45.4 元。

**表 8：汽车经销行业可比公司估值比较（单位：倍）**

| 证券简称      | 证券代码      | 2010PE       | 2011PE       | 2012PE       |
|-----------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 中升控股      | 0881.HK   | 20.30        | 14.16        | 10.29        |
| 正通汽车      | 1728.HK   | 53.33        | 22.18        | 13.51        |
| 大昌行       | 1828.HK   | 16.86        | 11.97        | 9.47         |
| 大厦股份      | 600327.SH | 25.01        | 20.17        | 16.64        |
| 中大股份      | 600704.SH | 15.55        | 12.63        | 9.16         |
| <b>平均</b> |           | <b>26.21</b> | <b>16.22</b> | <b>11.81</b> |

数据来源：wind、彭博、国泰君安证券研究（股价为 2011-4-11 收盘价）

**表 9：零售行业公司估值比较（单位：倍）**

| 证券简称      | 证券代码      | 2010PE       | 2011PE       | 2012PE       |
|-----------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 合肥百货      | 000417.SZ | 31.60        | 23.23        | 19.03        |
| 天虹商场      | 002419.SZ | 37.11        | 27.71        | 21.32        |
| 豫园商城      | 600655.SH | 27.07        | 21.99        | 19.24        |
| 重庆百货      | 600729.SH | 37.77        | 24.16        | 19.28        |
| 王府井       | 600859.SH | 32.77        | 27.28        | 21.76        |
| 武汉中百      | 000759.SZ | 29.83        | 24.68        | 19.46        |
| 苏宁电器      | 002024.SZ | 22.24        | 17.23        | 13.53        |
| 步步高       | 002251.SZ | 34.93        | 29.27        | 22.50        |
| 三江购物      | 601116.SH | 50.17        | 44.03        | 37.77        |
| 永辉超市      | 601933.SH | 69.36        | 44.26        | 31.09        |
| 海宁皮城      | 002344.SZ | 54.06        | 27.02        | 22.20        |
| 小商品城      | 600415.SH | 43.32        | 23.15        | 15.53        |
| <b>平均</b> |           | <b>39.19</b> | <b>27.83</b> | <b>21.89</b> |

数据来源：wind、国泰君安证券研究（股价为 2011-4-11 收盘价）

**作者简介:****陈锡伟:**

S0880511010026

021-38676385

chenxiwei@gtjas.com

1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士，2005 年 8 月进入国泰君安研究所，任汽车、旅游酒店研究员，2005 年获 CPA 资格。

**丁明（贡献作者）:**

S0880110110015

021-38674753

dingming008734@gtjas.com

北京大学经济学硕士，国泰君安汽车行业研究助理

## 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |