

证券研究报告—深度报告

汽车与汽配

汽车

庞大集团(601258)

合理价位: 34.00-42.00 元 发行价: 45.00 元

2011 年 04 月 28 日

股票数据

总股本 (百万股)	1,048.6/112.0
总市值 (百万元)	47,187.0/5,040.0
沪深 300/深圳成指	3,010.52/12,708.42
12 个月最高/最低 (元)	47.00/45.00

相关研究报告:

证券分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120011

新股上市定价

综合性龙头汽车经销商

●公司是国内规模最大的综合性汽车经销商

公司主要从事汽车销售以及汽车维修保养业务, 销售各品牌轿车、卡车、微客、农用车及工程机械, 拥有 926 个销售网点, 销量、销售收入位列行业首位。

●轿车销售: 斯巴鲁八省独代利润丰厚, 结构改善提升盈利空间

斯巴鲁业务盈利能力强: 公司拥有中国北方八省斯巴鲁汽车独家分销授权。2008 年-2010 年公司斯巴鲁销量、收入复合增长率分别为 64.9%、61.0%, 毛利率水平在 20%左右, 为公司贡献了丰厚的利润。

轿车品牌结构将进一步改善: 2010 年期, 公司加强了中高端品牌轿车的扩张, 未来几年将加快高端品牌建店, 中高端轿车销售、售后盈利能力均较强, 短期为公司贡献盈利有限, 但盈利增长空间大。

●卡车销售优势根深蒂固 “冀东模式” 保证盈利能力

卡车销售优势根深蒂固: 庞大集团是国内规模最大的卡车经销商, 重卡销售市场占有率约为 5.9%, 遥遥领先竞争对手。

“冀东模式” 消费信贷保证盈利能力: 公司在消费信贷方面创立了“冀东模式”, 并建立起独特有效的风险防范体系, 卡车销售业务综合毛利率水平达到 7%左右, 盈利能力远高于单纯销售重卡的水平。

●风险提示

偿债风险、存货积压减值风险、日本地震影响超预期。

●合理价区间在 34~42 元/股之间

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.68 元、2.27 元、2.88 元。公司作为 A 股上市的首家单纯的汽车经销商, 在 A 股没有可比性较强的公司, 结合海外上市的汽车经销商估值水平, 以及公司在国内汽车经销商行业突出的行业地位和竞争优势, 我们认为可以给予其一定估值溢价, 公司合理价区间为 34-42 元 (20-25x 2011 年 PE)。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	35,191.33	53,774.39	63,530	76,594	92,024
(+/-%)	46.08%	52.81%	18.1%	20.6%	20.1%
净利润(百万元)	1,011.44	1,236.27	1765	2377	3017
(+/-%)	68.04%	22.23%	42.7%	34.7%	26.9%
每股收益 (元)	0.96	1.18	1.68	2.27	2.88
EBIT Margin			4.4%	4.5%	4.7%
净资产收益率 (ROE)	47.57%	37.78%	16.8%	19.5%	21.1%
市盈率 (PE)	46.9	38.2	26.7	19.9	15.6
EV/EBITDA			26.0	21.7	18.8
市净率 (PB)	22.2	14.5	4.48	3.87	3.30

注: EPS 均按发行后总股本摊薄

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

内容目录

公司概况	3
公司是国内规模最大的综合性汽车经销商.....	3
轿车、卡车销售是主要收入、盈利来源，斯巴鲁业务盈利能力突出.....	4
公司是自然人控股的民营企业，激励机制到位.....	4
公司分析	5
轿车销售：斯巴鲁八省独代利润丰厚 品牌结构改善及售后业务提升盈利.....	5
卡车销售优势根深蒂固“冀东模式”保证盈利能力.....	7
财务分析.....	9
募集资金项目分析	10
风险提示	11
盈利预测	12

图表目录

图 1: 国内主要经销商集团年销售收入（2009）.....	3
图 2: 2010 年公司销售收入结构.....	4
图 3: 2010 年公司毛利结构.....	4
图 4: 庞大集团发行前股权结构.....	5
图 5: 庞大集团轿车年销量及同比增速（2008-2010）.....	5
图 6: 庞大集团轿车销售收入结构（2008-2010）.....	5
图 7: 庞大集团轿车销售毛利结构（2008-2010）.....	6
图 8: 公司轿车销售毛利率（2008-2010）.....	6
图 9: 公司 2010 年轿车分品牌销售额结构.....	7
图 10: 公司轿车及斯巴鲁业务单车毛利（2007-1H10）.....	7
图 11: 庞大集团卡车销量及同比增速（2008-2010）.....	8
图 12: 庞大集团卡车销售毛利率、单车毛利（2008-2010）.....	8
图 13: 公司 2010 年卡车分品牌销售额结构.....	8
图 14: 公司年销售收入及同比增长（2008-2010）.....	9
图 15: 公司分产品毛利率（2008-2010）.....	9
图 16: 国内汽车保有量及同比增速（1999-2009）.....	9
 表 1: 庞大集团近年销量排名第一的品牌/型号.....	3
表 2: 进口斯巴鲁主要产品.....	6
表 3: 公司募集资金项目投资计划（百万元）.....	10
表 4: 14 个新建、改建网点项目投资计划（百万元）.....	10
表 5: 庞大集团销售收入分类预测（2008-2013E）.....	12

公司概况

公司是国内规模最大的综合性汽车经销商

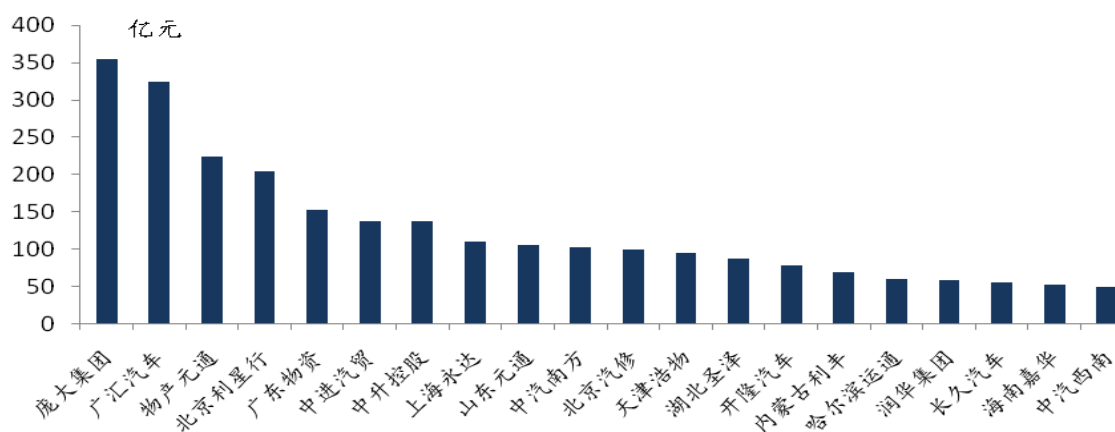
庞大集团是国内目前规模最大的综合性汽车经销商,主营业务为汽车销售以及汽车维修养护业务,销售车辆包括轿车、卡车、微客、农用车以及工程机械。公司市场地位突出,2006 年以来一直名列“中国汽车销售服务十大企业集团”首位,所经销的 83 个汽车品牌中共有 20 个位于全国同行业销量第一。

表 1: 庞大集团近年销量排名第一的品牌/型号

年份	全国销量第一名的品牌数	全国销量第一名的品牌 /型号
2006	11	斯巴鲁、奇瑞、解放、欧曼、陕汽、重汽、五菱、哈飞、佳宝、金杯、哈轻小解放
2007	14	斯巴鲁、奇瑞、欧曼、解放、重汽、陕汽、霸龙、红岩、五菱、哈飞、佳宝、上海汇众、跃进轻卡、雷沃装载机
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

资料来源: 招股意向书, 国信证券经济研究所

图 1: 国内主要经销商集团年销售收入 (2009)



资料来源: CADA, 国信证券经济研究所预测

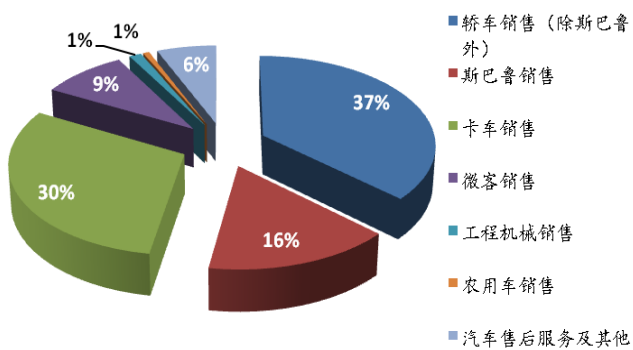
公司拥有广泛分布的经销网络,代理众多国产、进口品牌。截至 2010 年底,庞大集团合计拥有 1197 家分、子公司及其分支机构,926 家经销网点分布于中国

23 个省市、自治区（主要集中于华北地区）及蒙古国，其中包括汽车专卖店 699 家、汽车市场 216 家、专业车市场 11 家。公司获得 69 家汽车供应商收取，销售国产、尽快合计 83 个品牌的车辆，包括 52 个轿车品牌、16 个卡车品牌、13 个微客品牌、6 个农用车品牌、5 个工程机械车辆品牌。公司是斯巴鲁汽车国内三家总经销商之一，自 2004 年起从事斯巴鲁中国北方八省的独家总经销业务，销量一直位于三大经销商之首。

轿车、卡车销售是主要收入、盈利来源，斯巴鲁业务盈利能力突出

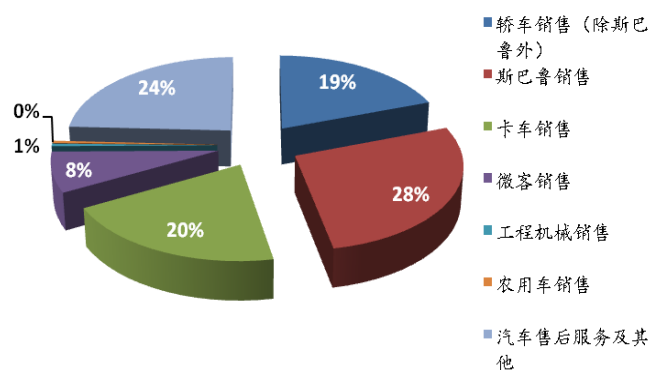
2010 年公司销售各类车辆 47 万辆，销售收入 537.74 亿元，轿车（含斯巴鲁）、卡车（主要是重卡）销售收入占比分别为 53%、30%，毛利占比分别为 47%、20%，轿车、卡车销售是公司主要收入、盈利来源。2010 年公司销售斯巴鲁整车 3.5 万辆，贡献销售收入的 16%、毛利的 28%，单车毛利达到了 4.5 万元，斯巴鲁业务盈利能力突出。

图 2：2010 年公司销售收入结构



资料来源：招股意向书，国信证券经济研究所

图 3：2010 年公司毛利结构

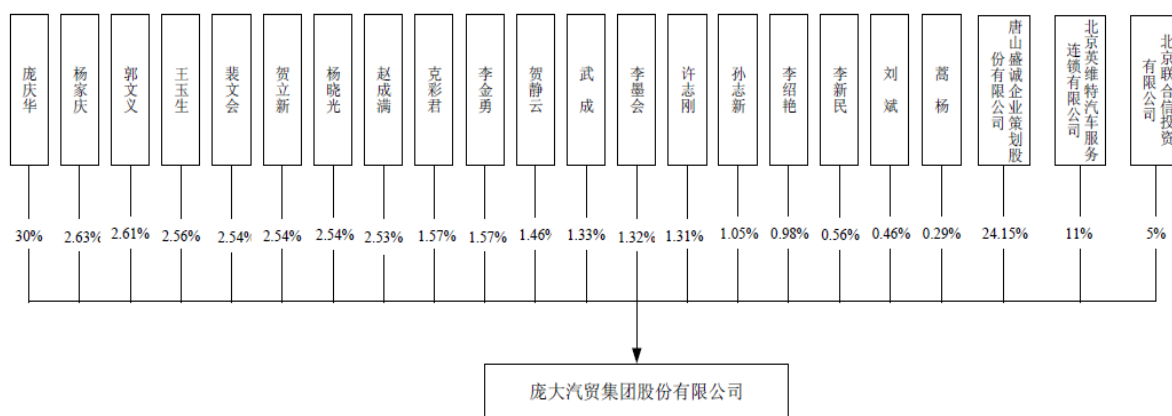


资料来源：招股意向书，国信证券经济研究所

公司是自然人控股的民营企业，激励机制到位

公司是一家自然人控股的民营企业，发行前总股本为 90860 万股，本次拟发行 14000 万股，占发行后总股本的 13.35%。庞庆华先生持有公司发行前总股本的 30%，是公司的控股股东及实际控制人。盛诚企业及 18 名自然人股东分别持有公司发行前 24.15%、29.85% 的股份，是庞庆华先生的一致行动人。其中盛诚企业股东为 170 名自然人，均为各分、子公司经理级以上干部等业务骨干人员。公司通过管理层直接、间接持股的方式建立了激励机制，提高了管理团队的凝聚力。

图 4: 庞大集团发行前股权结构

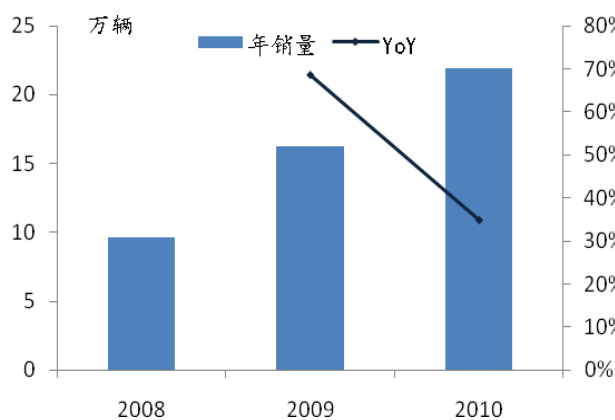


资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所预测

公司分析

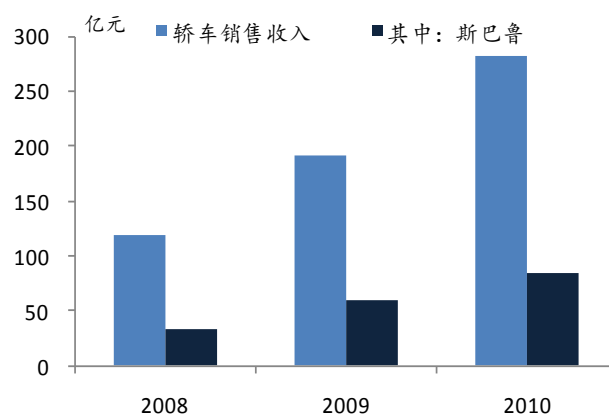
轿车销售: 斯巴鲁八省独代利润丰厚 品牌结构改善及售后业务提升盈利空间

图 5: 庞大集团轿车年销量及同比增速 (2008-2010)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

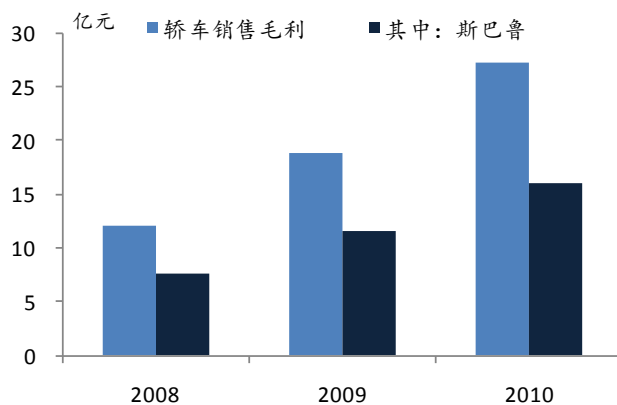
图 6: 庞大集团轿车销售收入结构 (2008-2010)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

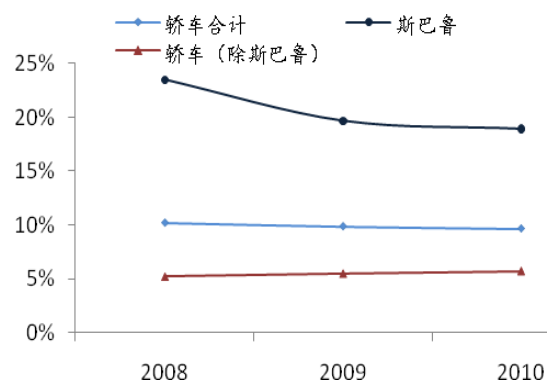
公司轿车销售业务快速增长、盈利能力较强：公司作为国内汽车经销商的龙头企业，依托 409 个轿车经销网点销售 52 个品牌的轿车（含 MPV、SUV），2008-2010 年分别销售轿车 9.7、16.3、22.0 万辆，实现收入 118.8、191.4、282.6 亿，销量、收入复合增长率分别为 50.6%、54.3%，轿车销售业务实现了快速增长。公司轿车销售业务的毛利率水平在 10% 左右，盈利能力在与国内同行相比较强，主要原因：**【1】规模优势：**公司作为国内首屈一指的大型经销商，像整车厂采购时议价能力相对较强；**【2】斯巴鲁业务盈利能力较强：**斯巴鲁进口车销售业务毛利率水平在 20% 左右，且销量规模快速扩大，提升公司轿车业务盈利能力。

图 7：庞大集团轿车销售毛利结构（2008-2010）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 8：公司轿车销售毛利率（2008-2010）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

公司拥有中国北方八省斯巴鲁独家分销权：公司是斯巴鲁国内三家总经销商之一（其他两家分别是华东地区的上海安吉斯巴鲁、华南地区的东莞意美），自 2004 年斯巴鲁品牌进入公司销量排名一直是位列境内三大总经销商第一位，自 2006 年 8 月起，公司得到在中国北方八省斯巴鲁汽车独家分销授权。

公司斯巴鲁业务快速增长、利润丰厚：2008 年-2010 年公司斯巴鲁销量、收入复合增长率分别为 64.9%、61.0%，单车毛利在 4.5 万元以上，毛利率水平在 20% 左右，2010 年斯巴鲁业务为公司贡献了 16% 的收入、28% 的毛利，为公司贡献了丰厚的利润。

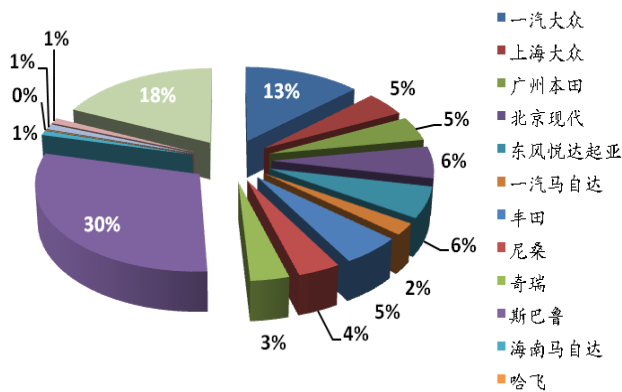
表 2：进口斯巴鲁主要产品

产品名称	车型	发动机排气量	厂商指导价
森林人（Forester）	SUV	2.0L、2.5L	22.98-36.98 万元
傲虎（Outback）	SUV	2.5L、3.0L（已停产）、3.5L	29.98-44.98 万元
力狮（Legacy）	中型轿车	2.0L、2.5L、3.0L（已停产）	25.48-37.98 万元
翼豹（Impreza）	紧凑型轿车	2.0L、2.5L	20.98-49.80 万元
驰鹏（Tibeca）	SUV	3.0L（已停产）、3.6L	58.78 万元

资料来源：车 168 网站，国信证券经济研究所

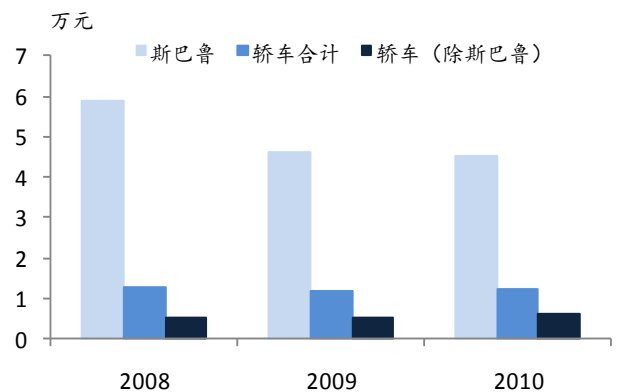
斯巴鲁业务未来增长确定性强：【1】受益于进口中高端 SUV 细分市场高速增长：斯巴鲁在国内销售的 5 款主要车型中有 3 款属于 SUV，森林人是国内进口 SUV 细分市场销量第一的车型，占斯巴鲁国内销量的近一半。2009 年以来 SUV 销量增速远高于乘用车平均，进口中高端 SUV 销量更是呈现井喷式增长，公司作为斯巴鲁国内最大的总经销商，将会受益于这一细分行业增长；**【2】斯巴鲁国产短期对公司影响有限：**斯巴鲁国产尚无具体时间表，即使国产以后，外方也会在国产车型、分销渠道等方面充分考虑现有进口车经销商利益。

图 9：公司 2010 年轿车分品牌销售额结构



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 10：公司轿车及斯巴鲁业务单车毛利（2007-1H10）



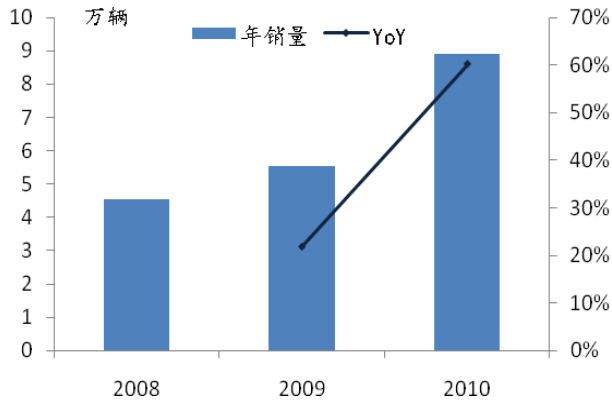
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

轿车品牌结构将进一步改善：中高端轿车销售利润率相对较高，另外由于其维修要求高、原厂零部件渠道具有垄断性，售后服务盈利能力也更强。公司目前的轿车销售网点还是以中低端品牌为主，2010 年起，公司加强了高端品牌的扩张，在现有 17 家豪华车 4S 店的基础上，拿到了阿斯顿·马丁、捷豹、路虎、雷克萨斯、奔驰（商务车）等 8 大豪华车品牌授权，2011 拟新建 50 家豪华车 4S 店。高端车特别是顶级轿车 4S 店单店投入大，投资回收期长，短期为公司贡献盈利有限，但增长空间大。

卡车销售优势根深蒂固 “冀东模式” 保证盈利能力

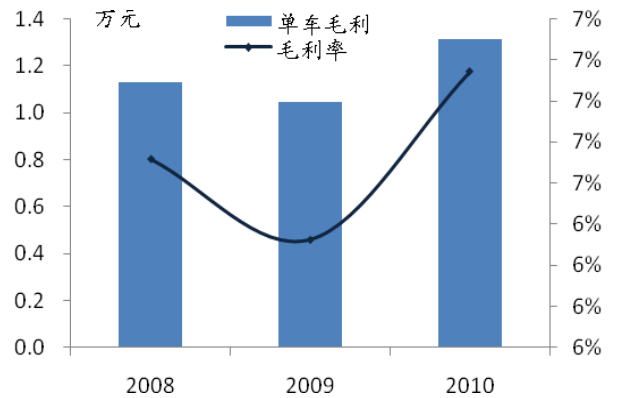
卡车销售优势根深蒂固：庞大集团是国内规模最大的卡车经销商，2008-2010 年卡车（主要是重卡）销量分别为 4.6、5.6、8.9 万辆，复合增长率达到 39.1%。公司重卡销售市场占有率约为 5.9%，遥遥领先竞争对手。2010 年公司是陕汽、重汽、解放、东风柳汽销量第一的经销商。

图 11: 庞大集团卡车销量及同比增速 (2008-2010)



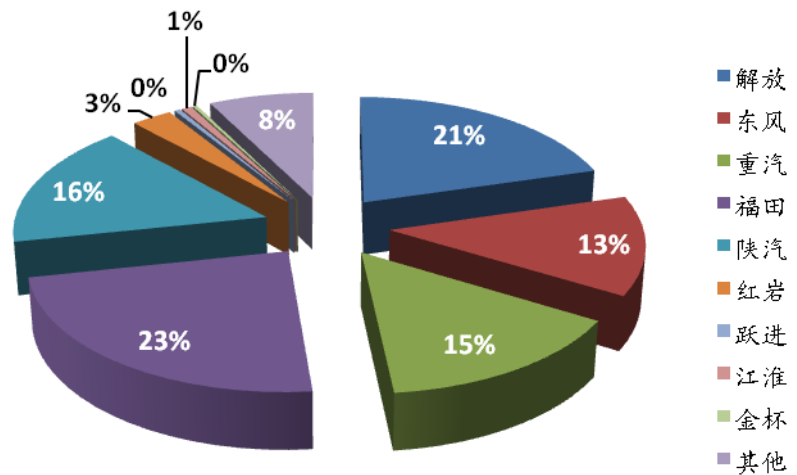
资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所

图 12: 庞大集团卡车销售毛利率、单车毛利 (2008-2010)



资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所

图 13: 公司 2010 年卡车分品牌销售额结构



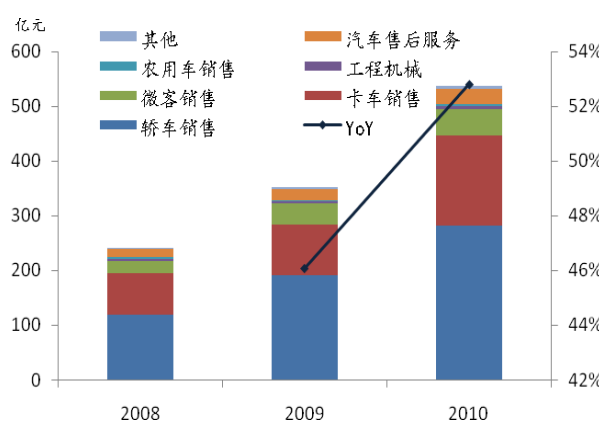
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

“冀东模式”消费信贷保证盈利能力: 重卡作为生产资料, 贷款购车比例达到60%-70%, 消费信贷对重卡销售的拉动作用非常强, 此外也可以增加经销商的盈利。在消费信贷方面, 公司创立了“冀东模式”, 即“帮助用户申请贷款、帮助用户选车上牌、帮助银行收缴贷款利息、全程为用户担保”的汽车消费信贷模式, 并建立起独特有效的风险防范体系, 保证银行资金安全的情况下又拉动了公司重卡销量增长, 经销商、保险返点相应也会增加。因此, 公司卡车销售业务综合毛利率水平达到7%左右, 盈利能力远高于单纯销售重卡的水平。我们认为, 公司目前已积累了大量经验和相关专业人员, 与银行的合作也已经十分成熟, 卡车消费信贷风险控制能力优异, 短期内竞争对手很难模仿和超越。

财务分析

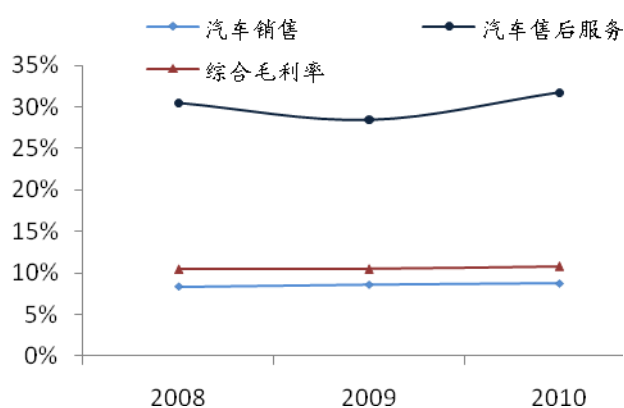
销售收入快速增长，盈利能力保持稳定：2007-2009 年，公司销售收入分别为 58.06、61.49、53.29 亿元，基本保持稳定。公司摩托车出口收入占比约为 50%，受国际金融危机影响，2009 年销售收入下滑 30.2%，4Q09 以来已有所恢复。乘用车业务进入时间较短，但增速较快，2008、2009 年同比分别增长 28.7%、25.0%，通用汽油机业务受制于产能瓶颈，收入比较平稳。总体上，公司乘用车收入增长抵消了部分摩托车业务收入下滑，销售收入整体保持稳定。

图 14：公司年销售收入及同比增长（2008-2010）



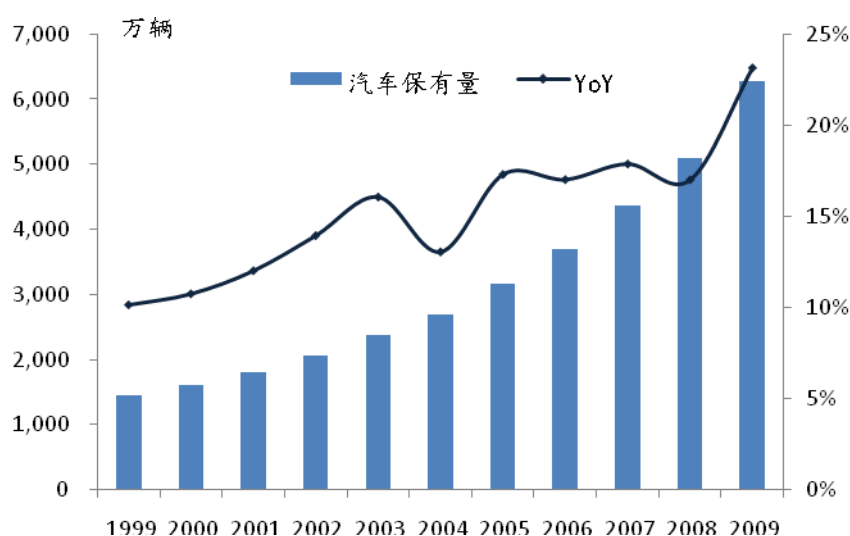
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 15：公司分产品毛利率（2008-2010）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 16：国内汽车保有量及同比增速（1999-2009）



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

综合毛利率保持稳定，售后服务盈利能力较强：2007-2009，公司综合毛利率维持在 10.5%左右，基本保持稳定，盈利能力在行业内排名靠前，主要原因包括：

【1】斯巴鲁业务“人无我有”：公司拥有中国“北方八省”斯巴鲁独家分销授权具有排他性质，盈利能力较强，毛利率在 20%左右；**【2】卡车消费信贷业务“人有我强”：**公司卡车信贷业务创立“冀东模式”，与银行、整车厂形成多赢局面，带动公司卡车销售业务规模、盈利能力业内领先；**【3】规模优势：**公司作为国内排名第一的汽车经销商，在采购零部件、整车时具有更强的议价能力。公司售后服务业务的毛利率在 30%左右，但毛利占比目前仅为 15%左右，随着国内汽车保有量快速增长，汽车销售行业中售后服务利润占比将逐步提升，公司作为行业龙头在售后服务市场将取得先机。

募集资金项目分析

公司拟公开发行不超过 1.4 股普通股，募集资金用于新建、改建 14 个营业网点以及补充流动资金，其中营业网点新建、改建项目总投资额 17.37 亿，拟投入募集资金 14.51 亿，补充营运资金拟投入募集资金 4 亿元。

公司拟通过新建及改建的方式，在河北、辽宁、吉林、内蒙古、山西 5 省的 11 个城市发展 14 个汽车经营网点，包括轿车、卡车、工程机械专卖店网点 3 家、汽车市场 11 家，其中斯巴鲁专卖店 7 个。募集资金项目逐步达产后，有利于公司进一步完善销售网络、提升市场份额、发挥规模效应、提升盈利能力。

表 3：公司募集资金项目投资计划（百万元）

项目名称	总投资额	拟投入募集资金
一、新建、改建经营网点项目	1,737	1,451
二、补充营运资金	400	400
合计	2,137	1,851

数据来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所

表 4：14 个新建、改建网点项目投资计划（百万元）

项目名称	总投资	拟投入募集资金	已投资金额	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	78	49	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
（承德市）汽车市场搬迁、扩建项目	349	229	278	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、斯巴鲁	996
（张家口市）汽车市场搬迁、扩建项目	132	100	96	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、斯巴鲁	664
（衡水市）汽车市场及配送中心项目	388	362	58	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、斯巴鲁	656
（唐山遵化市）汽车市场及配送中心项目	211	180	83	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	737

(唐山唐海县)汽车市场项目	104	91	18	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
(唐山迁安市)汽车市场项目	90	80	32	重汽、陕汽、东风乘龙、福田欧曼	465
(保定市)汽车市场项目	105	89	38	名爵、斯巴鲁、奇瑞、广州本田、海马、悦达起亚、五菱 SPARK	722
(沈阳新民市)汽车市场项目	52	40	53	一汽解放、福田欧曼、重汽、陕汽、川汽、北方奔驰	391
(本溪市)广州本田汽车专卖店项目	24	20	13	广州本田	172
(延吉市)广州本田、斯巴鲁汽车专卖店项目	43	43	19	广州本田、斯巴鲁	297
(白城市)广州本田、斯巴鲁汽车专卖店项目	31	31	17	广州本田、斯巴鲁	229
(呼伦贝尔市)汽车市场项目	93	80	55	上海大众、北京现代、斯巴鲁、陕汽	536
(原平市)汽车市场项目	37	30	31	一汽解放、福田欧曼、重汽	237
合计	1,737	1,451	840		7,447

数据来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所

注 1：一般每个汽车专卖店和汽车市场中的品牌门店的建设期为 5 个月，工程机械门店的建设期为 4 个月

注 2：“预计销售收入”指项目实施第 5 年达产后的年销售收入

注 3：“已投资金额”指截至 2010 年 12 月 31 日投入金额

风险提示

偿债风险：由于公司的行业特性、上游整车厂比较强势、公司近年加速扩张，使得公司整体资产负债率较高。2010 年资产负债率达到 90.55%，且主要为流动负债，流动比率、速动比率分别为 0.92、0.71，公司短期面临一定的偿债风险。此外公司有息负债规模较大，加息对财务费用影响较大，随着募集资金到位后，公司资金压力有望得到一定缓解。

存货积压减值风险：公司采购整车规模较大，如无法及时销售，可能造成存货积压；此外如车市整体景气度下降，经销商出于资金压力主动降价，将面临一定的存货减值风险。

日本地震影响超预期风险：日本地震导致包括富士重工在内的多家日本整车厂从 3 月 14 日起停产，富士重工主要工厂距离震区较远，生产设备等受影响相对较小，且庞大集团库存整车及零部件较为充足，但如果日本地震影响超预期，整车厂恢复时间及程度低于预期，仍可能对公司斯巴鲁业务造成不利影响；

盈利预测

关键假设:

- 1、未来三年国内汽车行业保持平稳增长;
- 2、汽车消费环节相关政策基本保持稳定;
- 3、公司毛利率、销售、管理费用率保持基本稳定,财务费用率在募集资金到位后有所下降;
- 4、募集资金各个项目如计划达产;

在上述假设下,预计公司 2011-2013 年分别实现收入 635.30、765.94、920.24 亿元,实现净利 17.65 亿元、23.77 亿元、30.17 亿元,按发行后股本计算,对应 EPS 分别为 1.68 元、2.27 元、2.88 元。

公司作为 A 股上市的首家单纯的汽车经销商,在 A 股没有可比性较强的公司,结合海外上市的汽车经销商估值水平,以及公司在国内汽车经销商行业突出的行业地位和竞争优势,我们认为可以给予其一定估值溢价,公司合理价区间为 34-42 元 (20-25x 2011 年 PE)。

表 5: 庞大集团销售收入分类预测 (2008-2013E)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
轿车销售	11875.76	19144.04	28258.87	35262.82	43583.27	53301.66
YoY		61.2%	47.6%	24.8%	23.6%	22.3%
毛利率	10.2%	9.9%	9.7%	9.4%	9.2%	9.1%
其中: 斯巴鲁	3253.49	5919.56	8433.88	10679.82	13292.10	16282.83
YoY		81.9%	42.5%	26.6%	24.5%	22.5%
毛利率	23.5%	19.7%	18.9%	18.7%	18.1%	17.8%
卡车销售	7647.89	9191.37	16334.86	18273.81	21197.62	24621.03
YoY		20.2%	77.7%	11.9%	16.0%	16.2%
毛利率	6.7%	6.3%	7.1%	6.5%	6.6%	6.6%
微客销售	2154.91	3992.67	4805.05	4307.01	4651.57	5116.73
YoY		85.3%	20.3%	-10.4%	8.0%	10.0%
毛利率	5.3%	8.0%	9.4%	6.6%	6.5%	6.1%
工程机械销售	481.07	308.02	689.23	775.59	862.07	951.73
YoY		-36.0%	123.8%	12.5%	11.2%	10.4%
毛利率	4.1%	4.4%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%
农用车销售	312.12	253.83	346.12	402.02	466.94	542.35
YoY		-18.7%	36.4%	16.2%	16.2%	16.2%
毛利率	4.3%	6.7%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%
汽车售后服务	1386.76	1979.35	2768.54	3776.58	4917.47	6392.71
YoY		42.7%	39.9%	36.4%	30.2%	30.0%
毛利率	30.5%	28.5%	31.7%	32.0%	32.8%	33.6%
其他	232.06	322.05	571.71	731.79	914.74	1097.68
YoY		38.8%	77.5%	28.0%	25.0%	20.0%
毛利率	97.1%	96.0%	92.7%	95.3%	95.0%	93.0%
收入合计	24090.57	35191.33	53774.39	63529.61	76593.68	92023.89
YoY		46.1%	52.8%	18.1%	20.6%	20.1%
综合毛利率	10.5%	10.5%	10.8%	10.6%	10.8%	10.9%

数据来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	13735	20469	23504	27494	营业收入	53774	63530	76594	92024
应收款项	3169	3655	4197	5042	营业成本	47966	56768	68331	81981
存货净额	6226	8096	8928	10484	营业税金及附加	70	83	100	120
其他流动资产	4211	4447	5362	6442	销售费用	2148	2541	3064	3681
流动资产合计	27569	36894	42218	49690	管理费用	1082	1368	1629	1938
固定资产	3276	6017	7982	9283	财务费用	833	307	152	92
无形资产及其他	2431	2335	2239	2143	投资收益	8	0	0	0
投资性房地产	1713	1713	1713	1713	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	其他收入	0	0	0	0
资产总计	34994	46964	54156	62833	营业利润	1682	2463	3318	4212
短期借款及交易性金融负债	9809	8000	8000	8000	营业外净收支	50	0	0	0
应付款项	18308	20123	24180	28998	利润总额	1732	2463	3318	4212
其他流动负债	1946	7248	8711	10448	所得税费用	489	690	929	1179
流动负债合计	30063	35371	40891	47445	少数股东损益	6	9	12	16
长期借款及应付债券	1625	1025	1025	1025	归属于母公司净利润	1236	1765	2377	3017
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	1625	1025	1025	1025					
负债合计	31688	36396	41916	48470					
少数股东权益	34	40	49	59					
股东权益	3272	10528	12191	14303					
负债和股东权益总计	34994	46964	54156	62833					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1236	1765	2377	3017
资产减值准备	(47)	9	5	4
折旧摊销	224	448	637	782
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	833	307	152	92
营运资本变动	1701	4533	3236	3077
其它	51	(2)	4	7
经营活动现金流	3167	6752	6259	6887
资本开支	(1512)	(3101)	(2511)	(1991)
其它投资现金流	(161)	0	0	0
投资活动现金流	(1671)	(3101)	(2511)	(1991)
权益性融资	3	6020	0	0
负债净变化	1275	(600)	0	0
支付股利、利息	(495)	(529)	(713)	(905)
其它融资现金流	4214	(1809)	0	0
融资活动现金流	5776	3082	(713)	(905)
现金净变动	7272	6733	3035	3991
货币资金的期初余额	6464	13735	20469	23504
货币资金的期末余额	13735	20469	23504	27494
企业自由现金流	2212	3875	3861	4967
权益自由现金流	7701	1245	3752	4900

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.36	1.68	2.27	2.88
每股红利	0.55	0.50	0.68	0.86
每股净资产	3.60	10.04	11.63	13.64
ROIC	17%	14%	18%	35%
ROE	38%	17%	19%	21%
毛利率	11%	11%	11%	11%
EBIT Margin	5%	4%	5%	5%
EBITDA Margin	5%	5%	5%	6%
收入增长	53%	18%	21%	20%
净利润增长率	22%	43%	35%	27%
资产负债率	91%	78%	77%	77%
息率		1.3%	1.7%	2.2%
P/E	33.1	26.7	19.9	15.6
P/B	12.5	4.5	3.9	3.3
EV/EBITDA	26.6	26.0	21.7	18.8

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	