



29 April 2011 | 5 pages

庞大集团(601258)

全国最大的综合性汽车经销商

— 新股上市定价报告

程艳华 执业证书编号: S1230210030002

021-64718888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

本报告导读:

- 公司为全国最大的综合性汽车经销商
- 斯巴鲁业务及独创的“冀东模式”稳固公司行业第一
- 公司的市场占有率有望逐步提升

投资要点:

■ 公司为全国最大的综合性汽车经销商

公司主营为整车销售及汽车售后服务,整车销售收入为公司收入的主要来源,近几年销售占比在 90%以上。2010 年公司实现营业收入 537.74 亿元,净利润 12.36 亿元。2008-2010 年公司营业收入和净利润的复合增长率分别为 49% 和 43%。公司拥有 926 家营销网络(主要集中在华北地区),市场占有率 2.6%,位列行业第一。

■ 斯巴鲁业务及独创的“冀东模式”稳固公司行业第一宝座

公司竞争优势突出:第一,公司为斯巴鲁在华最大的经销商,在北方八省具有垄断地位。2010 年斯巴鲁销售收入达 84.3 亿元,占轿车新车收入的 30%,毛利贡献高达 59%,为公司乘用车收入及利润贡献的主力军。第二,公司在消费信贷业务上创立冀东模式(可有效提升毛利率),实现重卡车通过消费信贷的销售占比高达 60%。公司对消费信贷的风险控制能力较强,不良垫款比率仅为 0.07%。

■ 行业盈利结构转型带来新的利润增长点

2009 年我国汽车产量达到 1,379.10 万辆,汽车销量达到 1,364.48 万辆,均位居世界第一,但与此相比,我国汽车售后服务业务的规模却难以与世界企及。随着汽车保有量的上升,售后服务业务有着巨大的成长空间,而售后服务 30% 以上的高毛利率也将成为汽车销售商潜在的利润增长点。

■ 募投项目将进一步提升公司竞争力

第一,公司计划用募集资金以新建及改建的方式在我国河北、辽宁、吉林、内蒙古、山西等 5 省的 11 个城市,发展 14 个汽车经营网点,包括汽车专卖店网点 3 家、汽车市场 11 家;其中,为充实斯巴鲁汽车在我国的经销网络,本公司将在项目范围内设立 7 个斯巴鲁汽车专卖店。预计,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。项目完成后,预计公司将新增年收入 74 亿元。第二,补充公司的营运资金,有助于公司进一步扩张。

■ 公司的市场占有率有望逐步提升

公司力争 2020 年实现“双五双十”,即在在代理的乘用车领域中销售网点与销售量达到 5%,在代理的商用车领域中销售网点与销售量达到 10%,占据国内汽车销售的市场份额提升至 5%。同时,公司加速抢占高端车型市场,预计 2011、2012 各新开 50 家高端店面,次年可开始贡献利润。

评级: 买入

发行价格: 45.0

关键数据:

合理估值(元) 36.2-48.87 元

股本数据:

A 股发行股数(万股) 14000

发行后总股本(万股) 104860

公司简介

公司为全国最大的汽车经销商。斯巴鲁业务优势及独创的“冀东模式”是区别于同行业公司的优势所在,也是高毛利的保证。2010 年,公司实现营业收入 537.74 亿元,毛利率高达 10.8%。另外,“多区域,多品牌,多类型”的规模优势加强了公司的抗风险能力。

报告撰写人: 程艳华

数据支持人: 谢伊雯





预测, 2011-2013 年公司将分别实现每股收益 (全面摊薄) 1.81 元、2.37 元和 2.87 元。结合同行业可比公司估值情况, 考虑到公司的市场地位及独特的业务模式, 我们给予公司 2011 年 20-27 倍 PE, 相对应的合理估值为 36.2-48.87 元。

■ 风险提示

汽车销量低于预期, 汽车担保业务的运营风险及募投项目进展低于预期。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	53774.39	67225.80	81171.74	96950.50
同比(%)	52.81%	25.01%	20.66%	18.41%
归属母公司净利润	1236.27	1890.26	2471.33	2991.86
同比(%)	22.23%	52.90%	30.47%	21.06%
毛利率(%)	10.80%	10.87%	11.07%	11.22%
ROE(%)	37.59%	16.85%	18.21%	18.19%
每股收益 (元)	1.36	1.81	2.37	2.87





附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	27569.22	24534.94	42253.55	42803.85	营业收入	53774.39	67225.80	81117.74	96052.80
现金	13735.50	9674.54	23138.50	21840.43	营业成本	47965.94	59916.84	72136.67	85275.17
应收账款	1348.47	1954.28	2219.85	2662.43	营业税金及附加	70.28	100.84	162.24	192.11
其它应收款	1782.78	1602.02	2053.88	2498.38	营业费用	2148.31	2756.26	3406.94	4082.24
预付账款	4210.76	3363.62	6182.60	5241.37	管理费用	1081.73	1411.74	1784.59	2161.19
存货	6226.32	7819.10	8488.18	10388.51	财务费用	832.56	555.45	360.45	376.84
其他	265.39	121.38	170.55	172.73	资产减值损失	6.59	6.72	8.11	9.61
非流动资产	7424.67	7123.86	7975.45	8826.77	公允价值变动收益	4.74	0.00	0.00	0.00
长期投资	3.86	3.86	3.86	3.86	投资净收益	8.37	8.00	8.00	8.00
固定资产	2354.53	2843.93	3129.77	3324.36	营业利润	1682.09	2485.95	3266.73	3963.65
无形资产	2431.27	2928.38	3476.00	4052.41	营业外收入	68.21	60.00	60.00	60.00
其他	2635.01	1347.70	1365.82	1446.13	营业外支出	18.40	20.00	20.00	20.00
资产总计	34993.90	31658.80	50229.00	51630.61	利润总额	1731.90	2525.95	3306.73	4003.65
流动负债	30062.95	19142.18	35563.74	34322.88	所得税	489.25	631.49	826.68	1000.91
短期借款	9653.00	3485.19	4182.22	4769.72	净利润	1242.65	1894.46	2480.05	3002.74
应付账款	2701.79	3955.64	5061.45	6308.57	少数股东损益	6.38	4.20	8.72	10.88
其他	17708.16	11701.36	26320.07	23244.58	归属母公司净利润	1236.27	1890.26	2471.33	2991.86
非流动负债	1624.82	1276.03	1044.46	801.70	EBITDA	2642.84	3305.28	3931.89	4681.75
长期借款	1624.82	1276.03	1044.46	801.70	EPS (元)	1.36	1.81	2.37	2.87
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	31687.77	20418.21	36608.20	35124.58		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	33.72	37.92	46.64	57.52	成长能力				
归属母公司股东权益	3272.40	11202.66	13574.16	16448.51	营业收入	52.81%	25.01%	20.66%	18.41%
负债和股东权益	34993.90	31658.80	50229.00	51630.61	营业利润	23.80%	47.79%	31.41%	21.33%
					归属母公司净利润	22.23%	52.90%	30.74%	21.06%
					获利能力				
					毛利率	10.80%	10.87%	11.07%	11.22%
					净利率	2.31%	2.82%	3.06%	3.13%
					ROE	37.59%	16.85%	18.21%	18.19%
					ROIC	11.63%	13.72%	13.89%	14.19%
					偿债能力				
					资产负债率	90.55%	64.49%	72.88%	68.03%
					净负债比率	345.83%	45.25%	40.93%	36.02%
					流动比率	0.92	1.28	1.19	1.25
					速动比率	0.71	0.87	0.95	0.94
					营运能力				
					总资产周转率	1.99	2.02	1.98	1.89
					应收帐款周转率	38.47	40.71	38.87	39.35
					应付帐款周转率	18.70	18.00	16.00	15.00
					每股指标(元)				
					每股收益	1.36	1.81	2.37	2.87
					每股经营现金	4.83	-3.01	13.97	0.11
					每股净资产	3.64	10.78	13.06	15.83
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表									
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	5066.30	-3151.55	14652.76	112.03					
净利润	1242.65	1894.46	2480.05	3002.74					
折旧摊销	260.03	324.72	386.39	445.34					
财务费用	832.56	555.45	360.45	376.84					
投资损失	-8.37	-8.00	-8.00	-8.00					
营运资金变动	2772.67	-5951.94	11447.05	-3702.41					
其它	-33.23	33.75	-13.17	-2.47					
投资活动现金流	-3631.37	-46.50	-1217.33	-1286.88					
资本支出	2363.83	480.04	679.71	705.61					
长期投资	2.20	0.00	0.00	0.00					
其他	-1265.33	433.54	-537.62	-581.27					
筹资活动现金流	5828.45	-862.90	28.53	-123.22					
短期借款	5320.63	-6167.81	697.04	587.50					
长期借款	1274.82	-348.79	-231.57	-242.76					
其他	-767.00	5653.71	-436.94	-467.96					
现金净增加额	7263.38	-4060.95	13463.96	-1298.07					

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





浙商证券

浙商证券研究服务团队

客户服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

客户服务

楼小飞

+86 21 64716569

louxiaofei@stocke.com.cn

客户服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

客户服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

郭磊

+86 21 6471 8888-2017

guolei@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiseng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z39833000。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

