

# 庞大集团 (601258.SH) 贸易行业

评级：买入 维持评级

公司点评

吴文钊

分析师 SAC 执业编号：S1130511040006  
 (8621)61038231  
 wuwz@gjzq.com.cn

## 网点积极扩张，业绩仍将快速增长

### 事件

5月27日，我们组织了庞大集团联合调研，现将调研中了解的重要信息以及我们的分析简述如下：

### 评论

**轿车销售情况远好于行业整体水平：**轿车销售收入占公司营业收入的50%以上，是公司最为主要的收入和利润来源。今年1-4月，公司轿车销量同比增长约15%，明显高于行业整体水平（7.9%）。除此之外，公司其他车型销量表现则与行业整体水平差不多，微面与重卡销量都出现了一定程度的同比下滑。

**日本地震对公司斯巴鲁业务影响不大：**居于区域垄断位置的斯巴鲁业务是公司的重要亮点之一。由于此前库存较为充足，日本地震对公司斯巴鲁业务尚未造成显著影响，各主要车型供应均有保障。据了解，斯巴鲁生产线在地震中并未受到严重破坏，但日本目前电力供应有短缺，产能受到一定限制。公司预计斯巴鲁在今年8月份可完全恢复正常生产，若届时不能完全恢复正常，则在三季度开始可能会对公司斯巴鲁业务有一定影响。

**汽车金融业务并未受银根紧缩影响：**“冀东模式”消费信贷是公司重卡销售最为重要的优势因素，公司40-50%的重卡销售均使用了“冀东模式”。尽管当前我国实行适度紧缩的货币政策，但公司的信贷额度并未受到影响。一方面，公司是中行总行的战略合作伙伴，中行给公司的信贷额度年初就已确定，并未受银根紧缩影响；另一方面，公司刚刚完成上市，资金实力较为突出，公司可以用自有资金做融资租赁业务。由此可见，强大的汽车金融手段仍将有力促进公司销量的增长。

**携手萨博有望复制斯巴鲁的成功模式：**公司同萨博合作就是希望再复制斯巴鲁的成功模式，即以“批发+零售”模式在一定程度上垄断萨博在中国的经销权，以此获得稳定和较高的利润回报。公司入股合资生产厂也是为了双方形成更紧密的合作关系，以此保障公司的经营权。此外，公司与萨博已有计划在6个月内设立合资销售公司，1年内设立合资生产公司，2年内合资厂实现量产。我们认为，凭借公司近千家销售网点以及在斯巴鲁业务中已经得以证明的强大推广能力，未来萨博业务取得成功是大概率事件。

**网点扩张仍在积极进行之中：**尽管当前汽车行业销量增速出现了明显下滑，但公司的网点扩张计划并未因此改变。公司计划今年新建400家4S店，乘用车与商用车4S店各200家，其中还包括50家高端品牌店，涉及品牌包括：奔驰、奥迪、阿斯顿·马丁、路虎、捷豹、沃尔沃、雷克萨斯、讴歌等。截止3月底，公司今年已新建成网点70-80家，其中4S店50-60家。我们认为，经销网点是汽车经销商最为重要的核心资源，尽管当前我国汽车整体销量有所放缓，但这并未改变我国仍处于汽车普及进程之中这一长期增长周期，当前的积极扩张必将为公司未来业绩的快速增长奠定坚实基础。

### 投资建议

综合以上，我们认为当前汽车行业的调整趋势可能会对公司单店业绩增速产生一定影响，但公司网点数量的积极扩张仍将带动公司整体业绩的快速增长。此外，公司的优势业务——斯巴鲁受日本地震影响也不大，而萨博业务则有可能成为新亮点。由此我们维持公司2011-2013年EPS分别为1.78元、2.44元、3.22元的盈利预测，公司当前股价已仅对应2011年18倍PE，估值吸引力正在凸显，维持其“买入”评级。

## 附录：管理层访谈会议纪要

### 1、如何看待当前汽车行业的发展趋势，公司 1-4 月销量增长情况如何？

尽管今年汽车行业不可能再像 2009-2010 年那样高速增长，但从长远来看我国汽车行业仍处于增长周期之中，一般认为汽车行业整体销量增速将是 GDP 增速的 1.5 倍左右。

今年 1-4 月，公司轿车销量同比增长约 15%，明显高于行业整体水平（7.9%），但微车、卡车增速与行业整体差不多，都出现了同比下滑。微面全国下滑 20%左右，公司也差不多，但公司五菱微面下滑少一点，下滑 10%左右。重卡销量下降 15-20%，主要是牵引车销量下降，自卸车、搅拌车增长还不错。

### 2、作为汽车经销商，公司异地扩张是否有难度，难度在哪里？

首先，经销商异地扩张没有绝对的障碍，至少没有法律的限制，美国有反托拉斯法，但中国没有。我国目前汽车经销商具有很强的区域性是由历史因素造成的，庞大、广汇、元通等目前行业的领先企业都是由地方机电公司发展起来的，但区域性实际上在 06 年以来就已经被打破了，大型经销商都在朝全国方向发展。庞大原来的核心区就是河北，后来逐步扩展至华北、东北；元通目前还是以浙江为主，在其它区域也有一些尝试，但步子相对较小，广汇则以收购为主进入其它区域。总体而言，异地扩张并没有太多的障碍，主要的难度可能在于经销商的资金实力以及网络扩展的经验。

### 3、新店建设的投资回收期一般是多少？

不同品牌、不同区域的投资回收期差距很大，跟土地也有很大关系，地方不一样，投入就不一样，回收期也就不一样。北京现代的情况是，新建店一般 2-3 年可收回投资成本。北京重汽 4S 店 04 年建成，06 年上半年收回投资成本，当时投资含土地一共是 700 多万元。

### 4、公司现有网点多少，今年计划新建多少，已建成了多少，新建网点有无区域上的偏好？

公司 2010 年底有经销网点共计 926 家，其中 4S 店 397 家。

公司计划今年新建 400 家 4S 店，乘用车与商用车 4S 店各 200 家，其中还包括 50 家高端品牌店，涉及品牌包括：奔驰、奥迪、阿斯顿·马丁、路虎、捷豹、沃尔沃、雷克萨斯、讴歌等。截止 3 月底，公司今年已新建成网点 70-80 家，其中 4S 店 50-60 家。

公司在新建网点的区域选择上没有特别的偏好，轿车方面主要还是根据厂家的规划，主要集中于北方。卡车方面公司希望重点拓展新的区域，现有区域主要是升级。

### 5、为什么会同萨博合作，合作的目的是什么，双方合作的计划进展如何？

公司同萨博合作的原因主要是萨博出现了困难，需要寻求合作伙伴摆脱困境，这对公司来讲也是一个机会，另外这次合作是萨博主动找过来的，庞大只是把握机会。双方的合作意愿都很强烈，对未来也都很有信心。萨博是涡轮增压的创始人，车的性能很好，这点上跟斯巴鲁很相似，萨博这些年表现不好的主要原因在推广方面。未来能否发展得好关键是谁去卖，根据斯巴鲁的成功经验，公司对萨博很有信心。

公司同萨博合作是希望再复制斯巴鲁的成功模式，也就是批发加零售，萨博也是朝这个方向在走。公司希望在未来合资生产厂的持股比例是 20%左右，公司入股合资生产厂是为了双方形成更紧密的合作关系，以此保障公司的经营权，公司现在还没有意思进入汽车生产领域。

双方计划 6 个月内设立合资销售公司，1 年内设立合资生产公司，2 年内开始量产，但这方面的不确定性很大，取决于很多因素。当务之急是尽快让萨博恢复生产。

### 6、如果奇瑞和斯巴鲁合作，对公司目前的斯巴鲁业务有何影响？

首先，从目前了解的信息看，斯巴鲁与奇瑞都还没有肯定双方的合作，预计双方就算真正合作时间也不会特别快，合资建厂审批程序非常复杂；其次，如果双方正式合作，对公司的影响也将较为有限，部分车型国产化不会影响进口车型的销售，公司的进口斯巴鲁网络可以卖国产车，但国产斯巴鲁的网络不一定能卖进口车；此外，奇瑞有可能会国产的是一款与公司进口车互补的车型，这样也会培养出斯巴鲁新的客户群体，有利于进一步扩大斯巴鲁品牌的知名度和号召力。

**7、日本地震对公司斯巴鲁销售有何影响？**

暂时没有影响，目前公司库存可以支撑未来几个月的销售，但如果斯巴鲁不能在 8 月份完全恢复正常，则在三季度可能会有一些影响。

**8、信贷收紧对公司汽车金融业务有无影响？**

国家银根收紧对公司的影响不大。原因是，一方面，公司是中行总行的战略合作伙伴，中行给公司的信贷额度年初就已确定，不会受到影响；另一方面，公司刚刚完成上市，资金实力较为突出，公司可以用自有资金做融资租赁业务。

**9、公司重卡销售中使用信贷的比例有多少，信贷购车模式的毛利率是否较高？**

“冀东模式”消费信贷是公司的优势之一，公司重卡销售中使用信贷的比例约为 40-50%。使用消费信贷，每台重卡的平均毛利可到 2-3 万元，但若全款购车公司毛利也就 3000-5000 元。

**10、重卡国四标准什么时候开始实施？**

从公司了解情况来看，北京 2012 年初有很大可能开始实施“国四”标准，但其他地区条件可能还不具备。另外，若实行国四标准，厂家的技术和产品储备是没问题的，各大重卡厂家都已有相应的国四产品。

**11、北京限牌对公司北京地区的销售影响有多大？**

公司北京现代网点的销量比同期下降 50%左右。由于北京限牌，厂家放宽了对经销商跨区销售的限制政策，公司北京现代网点的销量中跨区销售量可占到 50%。

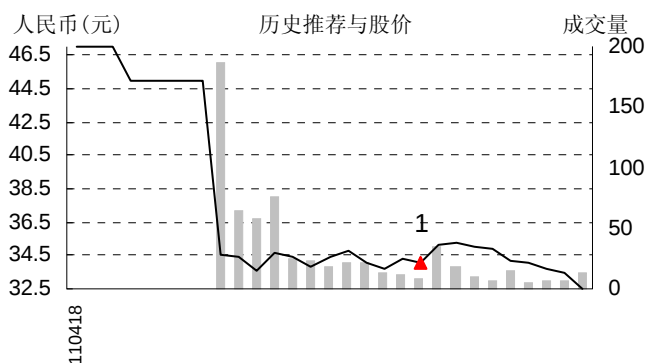
**12、公司经销网点的土地自有率如何？**

公司 70%的网点是自有土地。在大型经销商中，公司的自有土地比例是最高的，其它集团一般仅为 30%左右。

**历史推荐和目标定价(人民币)**

|   | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价 |
|---|------------|----|-------|-----|
| 1 | 2011-05-16 | 买入 | 34.00 | N/A |

来源：国金证券研究所


**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

| 上海                             | 北京                              | 深圳                                 |
|--------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| 电话: (8621)-61356534            | 电话: (8610)-66215599-8792        | 电话: (86755)-33089915               |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: (8610)-61038200             | 传真: (86755)-61038200               |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn      | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn         |
| 邮编: 201204                     | 邮编: 100032                      | 邮编: 518000                         |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室 |