

庞大集团 (601258)

立足规模优势、向高端品牌延伸

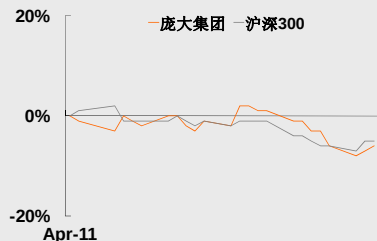
推荐 (维持)

现价: 31.89 元

主要数据

行业	汽车经销
公司网址	www.pdqmjt.com
大股东/持股	庞庆华/25.99%
总股本(百万股)	1,049
流通 A 股(百万股)	112
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	334.40
流通 A 股市值(亿元)	35.72
每股净资产(元)	
资产负债率(%)	

行情走势图



相关研究报告

乘商并举的汽车经销商龙头——庞大集团询价报告 (2011.4.13)

证券分析师

王德安 S1060511010006
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵 S1060207120088
021-33830530
Yubing006@pingan.com.cn

投资要点

事项:近日我们调研了庞大集团,与总部高管进行了交流,并调研了北京地区的解放、重汽、广汽日野、上海大众 4S 店、斯巴鲁旗舰店及京都神龙分公司。

■ 由于新增网点贡献,2011 年以来销量增长较快

我们判断公司 2011 年以来轿车销量增幅高于全国轿车行业销售增幅,主要是靠 2009 年、2010 年新增网店的贡献,尤其是其大众、奔驰、丰田等中高档车销售增幅明显。

■ 关于斯巴鲁

2010 年斯巴鲁销售毛利占比达 27.5%。公司拥有斯巴鲁在国内 8 省的独家经销权,实际网点覆盖 20 个省市,独创“批发+零售”模式享受高毛利率。投资者较为关注日本地震对斯巴鲁销售的影响。如 7 月底富士重工恢复正常生产,则预计日本地震对斯巴鲁销售影响较小;暂难判断斯巴鲁国产对庞大目前经销权的影响,但估计森林人车型国产可能性较低。

■ 拟与世爵萨博合作复制斯巴鲁在华经销的成功经验

■ 独特优势领先同行,拓展网点着力发展高端品牌

十余年“冀东模式”经验、六级防范体系严控风险;汽车金融服务;统购分销;业务骨干稳定、激励措施到位。目前公司新店拓展力度较大,着力发展高端品牌。我们估计:不考虑土地成本,如 2011 年新建 400 家店,需要投入 20 亿左右资金。

■ 盈利预测与投资建议

鉴于目前整车行业处于调整期,公司仍处于建店高峰期,下调庞大集团盈利预测,2011 年、2012 年每股收益分别为 1.74 元、2.07 元,维持“推荐”评级。

风险提示:1) 建店步骤与行业景气度不一致;2) 斯巴鲁恢复生产晚于预期。

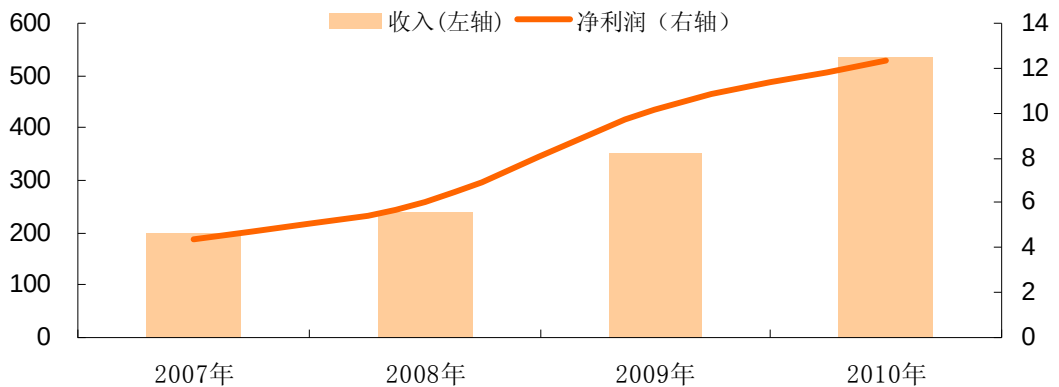
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	24091	35191	53774	60685	73951
YoY(%)	22.3	46.1	52.8	12.9	21.9
净利润(百万元)	602	1011	1236	1828	2175
YoY(%)	36.8	68.0	22.2	47.8	19.0
毛利率(%)	10.5	10.5	10.8	10.2	10.6
净利率(%)	2.5	2.9	2.3	3.0	2.9
EPS(摊薄/元)	0.57	0.96	1.18	1.74	2.07
P/E(倍)	58.0	34.5	28.2	19.1	16.1

一、公司概况

庞大集团是国内最大的汽车经销商集团，2010 年实现收入 538 亿元，净利润 12.4 亿元，综合毛利率 10.8%，净利率 2.3%。

截至2010年底，公司共拥有926家经销网点，其中：汽车专卖店699家、汽车市场216家及专业车市场11家，主要集中于华北地区。经销品牌数量达83个，经销的汽车品牌共有20个位于全国同行业销量之首。公司2011年4月登陆A股市场，上市募集资金逾60亿。

图表 1 庞大集团历年收入、净利润 单位：亿元



资料来源：公司公告

图表 2 庞大集团 2010 年各类业务简况 单位：万辆、亿元

2010 年	斯巴鲁	卡车	轿车（剔除斯巴鲁）	微客	售后
销量	3.5	8.9	18.4	15.3	
收入	84.3	163.3	198.2	48.1	27.7
毛利	16.0	11.7	11.3	4.5	8.8
毛利率	18.94%	7.14%	5.71%	9.37%	31.69%
单车毛利（万元/辆）	4.53	1.31	0.61	0.29	

资料来源：公司公告

二、得益于新增网点贡献，年初以来销量增长较快

我们判断公司 2011 年以来轿车销量增幅高于全国轿车行业销售增幅，主要是靠 2009 年、2010 年新增网店的贡献，尤其是其大众，奔驰、丰田等高档车销售增幅明显。2011 年轿车市场销售形势分化明显，1.6L 排量以上中高档车型好于 1.6L 排量以下经济型轿车。

2011 年以来微客行业销量下降，其中上汽通用五菱降幅相对较小。我们预计公司微车销售与行业情况基本一致。

卡车市场总体呈现下降趋势，我们估计公司的解放、欧曼产品经销量有较大下降，重汽、陕汽下降幅度相对较小，主要是由于上半年自卸车销售良好，相关企业自卸车比重较大所致。由于新开店面影响，我们推测公司今年东风卡车销售同比增长。

三、关于斯巴鲁

斯巴鲁销售毛利占比近 30%：斯巴鲁是公司营业收入、毛利的重要来源之一，2010 年年销售收入占公司营业收入 15.7%，毛利占 27.5%。

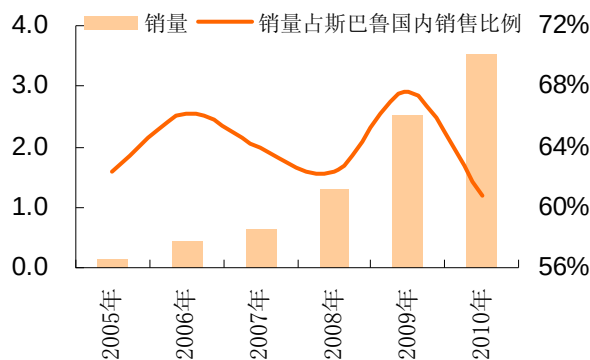
目前斯巴鲁在我国共有三家总经销商，分别是华东地区的上海安吉斯巴鲁汽车销售服务有限公司(4 省)、华南地区的东莞意美汽车服务有限公司（6 省）和华北地区的中冀斯巴鲁（8 省）。

网点覆盖 20 个省市：截至 2010 年底，中冀斯巴鲁推荐及由斯巴鲁中国最终确认的斯巴鲁汽车经销商共 117 家，其中 104 家为庞大集团子公司或子公司的分支机构。公司 2008 年、2009 年、2010 年销售斯巴鲁占国内斯巴鲁总销量的 62.25%、67.64%及 60.75%。

独创“批发+零售”创造高毛利率：庞大集团拥有斯巴鲁在国内 8 省的独家经销权。“批发+零售”模式给庞大的斯巴鲁经销带来了近 20%的毛利率，其中批发环节、零售环节各贡献一半毛利润。

图表 3 庞大集团历年斯巴鲁销量

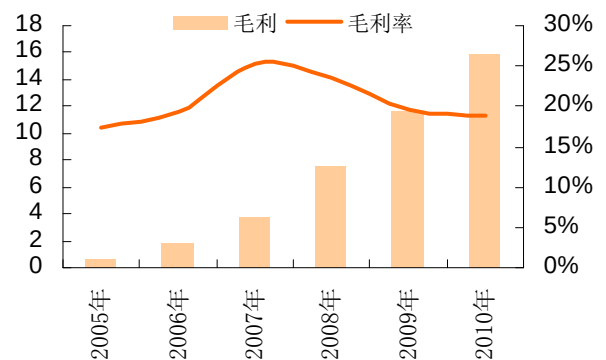
单位:万辆



资料来源：公司公告

图表 4 斯巴鲁毛利贡献

单位：亿元



资料来源：公司公告

预计短期内斯巴鲁销售受日本地震影响较小：预计日本工厂 8 月能恢复正常生产，与现有库存水平能衔接上。截至 2011 年 3 月 14 日，庞大集团库存的斯巴鲁整车及零部件均较为充足，库存整车合计 9886 台，占 2010 全年销量的 28%，因此短期内富士重工停产对公司影响较小。

斯巴鲁未来可能国产：我们认为该事项对公司未来经营影响暂难判断，但预计即使国产，最早也要到 2014 年。同时我们认为森林人国产的可能性较小，最可能国产化的车型是新的翼豹。

斯巴鲁全球销量约 60 万台，其中最大的市场是北美、欧洲、中国，在北美和欧洲主销车型是力狮、傲虎，中国是森林人最大的销售市场。

关于汇兑损失：2010 年庞大受损于日元汇率而产生 3.5 亿元的汇兑损失。从 2011 年 1 月 1 日开始结算货币由日元改为美元，预计 2011 年斯巴鲁销售汇兑损失较小。

四、拟与萨博合作“复制”斯巴鲁

2011 年 5 月 16 日，庞大与萨博进行合作，签订《谅解备忘录》：双方拟在国内设立合资销售公司，股比各半，设立合资制造公司，庞大耗资 6 亿购买世爵 24%的股权，同时还签订了约 4 亿人民币的萨博车进口销售协议。

2007 年—2010 年萨博汽车在华销量依次为 618 辆、836、570 辆、33 辆。庞大集团拟将斯巴鲁销售的成功经验复制于未来的萨博在华经销。这些经验主要有：1) 产品的个性化定位；2) 营销策略；3) 建立一套完整的服务体系，如斯巴鲁在国内的配件库能解决进口车维修时间长的问题，在维修期间庞大还提供给车主一辆代步车。

五、独特优势领先同行

5.1 十余年“冀东模式”经验

“冀东模式”是庞大在开展汽车消费信贷业务中逐步创立的“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，其核心是既确保了银行投放资金的安全，又推动汽车消费业务的发展、提高公司的盈利能力。

该模式始于 95 年，正式创立于 99 年，十余年的经验积累已经使得庞大具备了业内同行无法复制的优势。公司的卡车销售鼓励用户采取分期付款的方式，庞大集团与用户、商业银行由此取得共赢，通过帮助用户申请贷款上牌并为用户担保创造利润。一般而言一辆车的保险约为车价的 10% 左右，其中保费的 15% 左右为 4S 店的保险代理佣金。该模式取得成功的关键在于公司所构筑的六级风险防范体系。

5.2 汽车金融服务

除为用户担保向银行申请贷款外庞大还拥有自己的融资租赁公司，以比银行略高的利率为用户提供更快捷的购车贷款。年初以来紧缩的信贷环境给同行带来融资紧张局面，而庞大凭借强大的资金实力再次凸显优势。

5.3 统购分销

集中采购，提升公司议价能力，以获得更优惠的采购价格，从而为客户提供更具吸引力的价格规模效应使得公司在主机厂的话语权相对更高，也可取得比其它经销商更高的返点。

5.4 业务骨干激励措施到位

由约 170 名业务骨干人员共同出资组建的盛诚企业持有公司 21% 股权，公司核心管理与销售团队的凝聚力强。公司亦实行高级管理人员及销售人员的薪酬与业绩表现挂钩的薪酬制度。

六、未来战略与投资计划

庞大正处于建店高峰期，2011 年、2012 年庞大将加大发展高端品牌力度，着重发展豪华品牌，完善经销品牌结构，提升盈利能力，加快与进口品牌战略合作成为其在国内的主要代理商。

6.1 保持较高新店拓展力度，着力发展高端品牌

2008 年庞大拥有 4S 店 150 家左右，截至 2010 年底公司拥有约 400 家 4S 店，其中有一半是新开

店，估计其中约 100 家是成熟店（三年及以上）。我们预计庞大集团 2011 年将新增 400 家左右 4S 店，其中乘用车、商用车经销店各半。

我们预计 2011 年底公司有望拥有 15 家左右奔驰 4S 店，建设若干陆虎经销店，同时庞大有望成为阿什顿马丁在国内最大的经销商。

6.2 售后服务前景广阔

- 公司拥有广阔的经销网络，随着汽车保有量的提升，庞大在汽车售后及增值服务方面的优势将更加明显；
- 凭借多区域独家经营优势，独享利润丰厚的斯巴鲁品牌售后服务；
- 商用车排放标准的升级及商用车质量、档次的提高将使得卡车售后服务要求逐步提升，公司前瞻性布局卡车经销店目的在于强化公司在规模、技术及专业化上的优势。

6.3 汽车金融服务大有可为

汽车金融极具发展潜力，其与“冀东模式”结合，凭借强大的网络和客户基础进一步延伸产业链，为客户提供融资租赁等汽车金融服务；与汽车生产商直接合作，可为其提供融资租赁等汽车金融服务。

6.4 完善经销网点结构

我们估计庞大目前拥有标准的 4S 经销店约 450 家，其中 50 家商用车经销店、50 家微车经销店，300 家乘用车经销店，除了标准的 4S 店外，其它经销店有 300 家。

公司后期销售网络有望形成以下格局：大型商用车占 30%，轿车经销店占 30%，进口车经销店占 30%以上，其它车型经销店近 10%。

6.5 新开店成本估计

我们估计：不考虑地皮成本，新建一个商用车店的平均费用为 300—400 万，乘用车门店投入较高，因品牌而异，如新建一个奔驰的 4S 店要 3000 万以上。我们测算 2011 年公司新建 400 家店需要投入 20 亿左右资金。

七、门店走访情况

我们测算一个合资品牌乘用车 4S 店一般一年卖 1000 台左右，盈亏平衡点是 300—400 台。经销店通常在建店第三年开始进入盈利期。

预计一辆中重卡每年维修保养费用 1 万元左右。贷款购车比例高，一般贷款 2 年，首付 30%，由于贷款购车总价的约 5%归经销商所有，我们调研的卡车 4S 店，一般售后服务利润占比约 30—40%。

北京地区的几家卡车经销店目前库存正常，约 1.5 个月销量左右，同店 1-5 月累计销量持平或略有下滑。因重卡市场增速放缓和库存偏高，部分厂商比往年更早地开展了促销活动。

用户除看重所购车辆品牌外，最重视经销店的服务，如售后是否方便、办理贷款手续是否简单快捷

等，庞大集团的经销店拥有明显的竞争优势。

为适应企业发展需要，庞大进行了较充分的土地储备。目前一般单店占地面积约 8—10 亩，且单店面积有逐步扩大趋势。

根据对公司历史经营情况的观察，我们判断：公司建店用地策略是首先考虑自有土地，其次考虑新购土地，最次是租赁土地建店。预计目前及未来，庞大将保持经销店 70%的土地为自有。

八、盈利预测与投资建议

鉴于目前整车行业处于调整期，公司仍处于建店高峰期，下调庞大集团盈利预测，预计 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.74 元、2.07 元，维持“推荐”评级。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15019	27569	28272	34896	43024	营业收入	35191	53774	60685	73951	88742
现金	6464	13735	13500	17304	22443	营业成本	31500	47966	54523	66096	78655
应收账款	1447	1348	1532	1867	2240	营业税金及附加	56	70	97	126	142
其他应收款	748	1783	1322	1611	1933	营业费用	1412	2148	2440	2995	3576
预付账款	2638	4211	4553	5519	6568	管理费用	668	1082	1214	1479	1730
存货	3637	6226	7063	8233	9406	财务费用	143	833	-98	259	293
其他流动资产	85	265	303	363	435	资产减值损失	53	7	5	5	6
非流动资产	4017	7425	8415	9452	10555	公允价值变动收益	0	5	0	0	0
长期投资	6	4	4	4	4	投资净收益	-0	8	10	10	11
固定资产	1470	2355	2672	2739	2682	营业利润	1359	1682	2515	3001	4350
无形资产	1575	2431	3331	4256	5206	营业外收入	65	68	65	66	68
其他非流动资产	965	2635	2408	2452	2662	营业外支出	16	18	19	19	17
资产总计	19036	34994	36687	44348	53579	利润总额	1408	1732	2562	3048	4401
流动负债	16540	30063	23734	28210	33285	所得税	393	489	725	863	1245
短期借款	4332	9653	5295	6000	7000	净利润	1015	1243	1837	2186	3155
应付账款	2428	2702	3271	3966	4719	少数股东损益	3	6	9	11	16
其他流动负债	9780	17708	15167	18244	21566	归属母公司净利润	1011	1236	1828	2175	3140
非流动负债	350	1625	1825	2825	3825	EBITDA	1502	2515	2561	3423	4815
长期借款	350	1625	1825	2825	3825	EPS (元)	0.96	1.18	1.74	2.07	2.99
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	16890	31688	25559	31035	37110	主要财务比率					
少数股东权益	19	34	43	54	70	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
股本	909	909	1049	1049	1049	成长能力					
资本公积	6	6	5851	5851	5851	营业收入	46.1%	52.8%	12.9%	21.9%	20.0%
留存收益	1213	2358	4186	6360	9500	营业利润	72.2%	23.8%	49.5%	19.3%	44.9%
归属母公司股东权益	2126	3272	11085	13260	16400	归属于母公司净利润	68.0%	22.2%	47.8%	19.0%	44.4%
负债和股东权益	19036	34994	36687	44348	53579	获利能力					
						毛利率(%)	10.5%	10.8%	10.2%	10.6%	11.4%
现金流量表						净利率(%)	2.9%	2.3%	3.0%	2.9%	3.5%
单位:百万元						ROE(%)	47.6%	37.8%	16.5%	16.4%	19.1%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	894.5%	-560.8%	46.0%	57.4%	76.9%
经营活动现金流	2963	4663	-1243	3298	4419	偿债能力					
净利润	1015	1243	1837	2186	3155	资产负债率(%)	88.7%	90.6%	69.7%	70.0%	69.3%
折旧摊销	0	0	144	163	172	净负债比率(%)	27.72%	36.08%	28.64%	29.18%	29.84%
财务费用	143	833	-98	259	293	流动比率	0.91	0.92	1.19	1.24	1.29
投资损失	0	-8	-10	-10	-11	速动比率	0.69	0.71	0.89	0.94	1.01
营运资金变动	0	0	-3105	706	813	营运能力					
其他经营现金流	1805	2596	-11	-5	-4	总资产周转率	2.28	1.99	1.69	1.83	1.81
投资活动现金流	-1964	-3364	-963	-974	-1009	应收账款周转率	37	38	42	43	43
资本支出	1966	3598	0	0	0	应付账款周转率	13.78	18.70	18.26	18.27	18.11
长期投资	-58	0	0	0	0	每股指标 (元)					
其他投资现金流	-56	234	-963	-974	-1009	每股收益(最新摊薄)	0.96	1.18	1.74	2.07	2.99
筹资活动现金流	2177	3819	1971	1479	1729	每股经营现金流(最新摊薄)	2.83	4.45	-1.19	3.15	4.21
短期借款	2137	5321	-4358	705	1000	每股净资产(最新摊薄)	2.03	3.12	10.57	12.65	15.64
长期借款	349	1275	200	1000	1000	估值比率					
普通股增加	496	0	140	0	0	P/E	34.22	28.00	18.94	15.92	11.03
资本公积增加	-33	0	5845	0	0	EV/EBITDA	-2	-1	-1	-1	-1
现金净增加额	3207	5050	-235	3804	5140						

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257