



徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

新设网点有望逐步进入盈利期

——庞大集团（600166）调研简报

研究报告-公司调研

增持（维持）

发布日期: 2012年3月30日

报告关键要素:

公司快速扩张网点为销量较快增长奠定了基础, 经过一定时期的销量爬升后, 新设网点有望逐步进入盈利期。

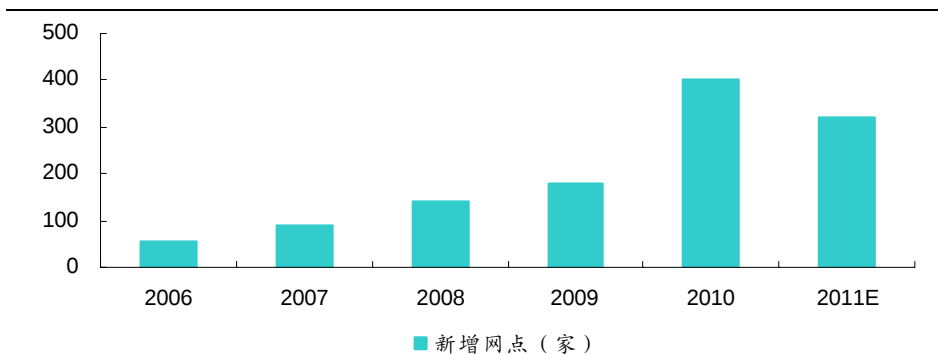
事件:

- 近期, 我们调研了庞大集团（601258）, 就公司业务与发展与公司进行了交流。

点评:

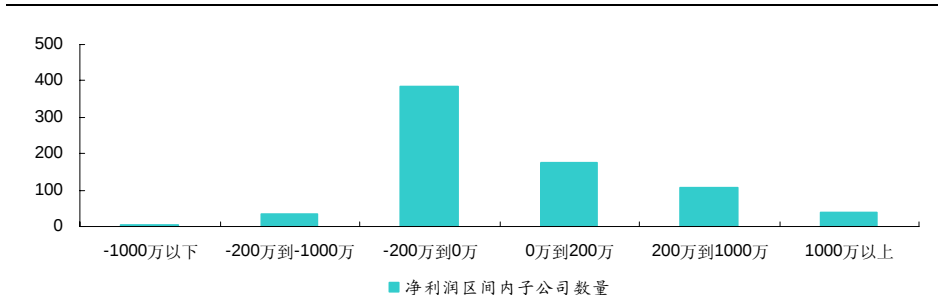
- **扩张速度逐步减缓, 新设网点有望逐步进入盈利期。**2010年以来, 公司超常规扩张网点, 近两年累计新增网点约700家, 约为2009年以前设立网点的总和。预计未来公司将进入常规发展期, 扩张速度减缓。一般来说, 新设网点需要经过1-2年时间开始实现盈利。预计经过销量爬升, 2010-2011年新设的网点将逐步进入盈利期。

图 1: 近几年新开设子公司与分公司数量



资料来源: 公司资料, 中原证券

图 2: 2010 年子公司净利润分布情况



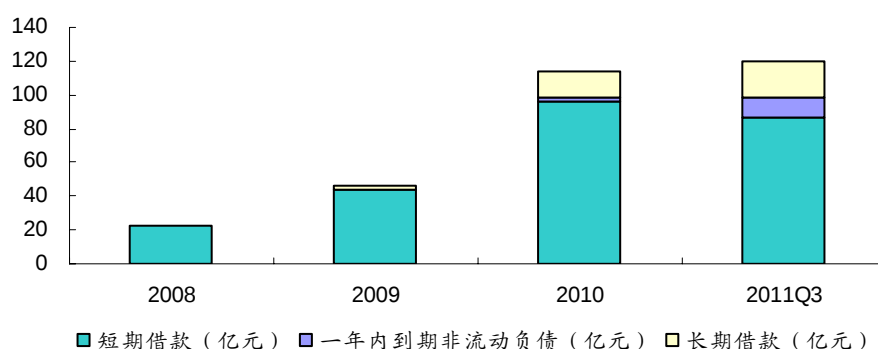
资料来源: 公司资料, 中原证券

- **一季度销量平稳。**今年以来, 公司乘用车销售相对平稳, 商用车销售仍处于低迷期中, 特别是东北、

新疆等地因冬春严寒，导致需求上升缓慢。整体来看，公司新车销售处于稳步增长过程中，销增幅将超过行业整体水平，特别是2010年以来新设网点，对销量增长贡献加大。预计全年完成销量52万辆以上。

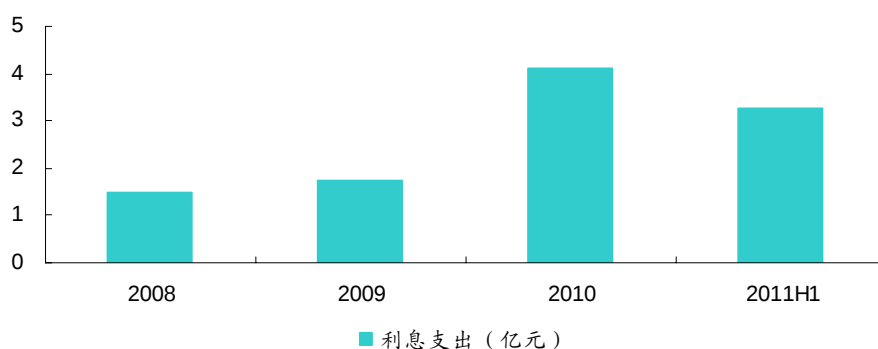
- **融资结构改善。**前几年公司网点大幅扩张，投资规模较大，导致公司负债上升。2010年底公司资产负债率达到90.55%，银行借款达到114亿元且以短期借款为主。2011年开始，公司融资结构逐步改善。IPO募集资金63亿元，资产负债率下降到2011年年中的77.35%。随着公司债的发行，负债期限也得到优化，短期借款比例将显著下降。融资结构的改善有助于降低偿付压力，降低融资成本。预计未来融资方式将进一步多样化，包括债券、中期票据、短期融资券等。融资渠道的多样化和便利性对公司的发展无疑会产生积极的影响。

图 3：银行借款结构



资料来源：公司资料，中原证券

图 4：利息支出



资料来源：公司资料，中原证券

- **销量结构优化，中高端比例提升。**公司乘用车业务的发展重心是中高端乘用车，目前高端车贡献约13%的销量，中端合资品牌销量占比达到60%，自主品牌网点相对较少。随着双龙、巴博斯等品牌的引进，以及一汽大众等合资品牌网点的增加，预计销量结构中中高端比例将进一步提升。其中高端车比例有望提升至20%以上。从实际情况来看，均价较高的合资品牌乘用车4S店盈利能力相对较好。因此随着销量结构的优化，公司盈利有望得到提升。
- **融资租赁模式有利于提升公司收益。**以信贷担保为核心的冀东模式是公司发展的重要优势。在此基础上公司进一步探索发展了融资租赁模式。这一模式既可以相对便利地让客户完成购车，也可以让公司在资金充裕的条件下实现更好的收益。

- **4S店模式与快修店模式错位竞争。**随着汽车保有量的增长，汽车后市场的发展值得期待。4S店和品牌快修店将是未来这一市场的主要参与者。相对于品牌快修店来说，4S店具有品牌保证，一般技术实力较强，所需配件从整车厂商渠道取得，得到厂商认可，但定价相对较高。而品牌快修店具有低价、便捷的特性，但技术实力一般，配件渠道不明确。从实际情况看，4S店业务更侧重于质保期维修、大修等业务，品牌快修店则侧重于美容装潢和小修等业务，形成了错位竞争的格局。我们认为，在整车厂商的支持下，公司4S店后市场业务仍能获得良好的发展。

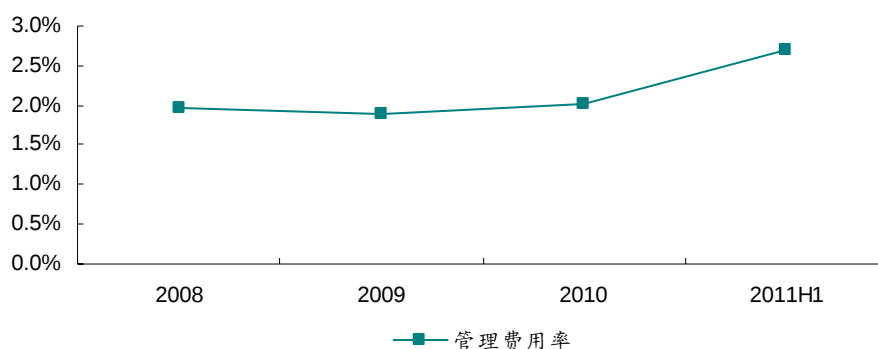
表 1: 4S 店与品牌快修店优劣势比较

	优势	劣势	实际定位
4S 店	品牌保证 技术实力强 配件渠道明确	定价较高 等待周期可能较长	质保期维修 大修 关键零部件维修
品牌快修店	定价较低 较便捷	技术实力一般， 配件渠道不明	美容装潢 小修 换胎洗车

资料来源：中原证券

- **管理模式因地制宜，效率提升有助于管理费下降。**面对规模巨大的网点网络，公司对不同车型实施不同的管理模式。斯巴鲁业务由中冀斯巴鲁统一管理；其他乘用车业务采用“扁平化”的横向管理模式，公司依据不同的轿车品牌成立了31个“品牌大区”；商用车业务则实行区域与品牌相结合的交叉管理模式。另外公司专门成立了内部结算中心，实现资金的统一安排。预计未来公司将升级其信息管理系统，以满足创新业务发展需求。随着管理效率的进一步提升，未来管理费用率有望有所下降。

图 5: 管理费用率



资料来源：公司资料，中原证券

- **盈利预测与投资建议。**整体来说，我们认为在网点增长的基础上，公司新车销量增速将快于行业水平，前期新设的网点将逐步进入盈利期。不考虑萨博预付款减值准备或实际损失，预计公司2011-2012年EPS分别为0.40元和0.55元，对应3月29日收盘价7.65元的市盈率分别为18.90倍和13.80倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新设网点成长速度达不到预期；行业销量增长不确定性。

盈利预测

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	351.91	537.74	549.18	615.87
增长比率 (%)	46.08	52.81	2.13	12.14
净利润 (亿元)	10.11	12.36	10.04	13.75
增长比率 (%)	68.04	22.23	-18.77	36.92
每股收益 (元)	0.41	0.50	0.40	0.55
市盈率 (倍)	18.76	15.35	18.90	13.80

市场数据 (2012年3月29日)

收盘价 (元)	7.65
一年内最高/最低 (元)	15.44/5.47
沪深300	2443.12
市净率 (倍)	2.05
流通市值 (亿元)	26.77

基础数据 (2011年9月30日)

每股净资产 (元)	9.32
每股经营现金流 (元)	-2.08
毛利率 (%)	10.69
净资产收益率 (%)	14.35
资产负债率 (%)	77.86
总股本/流通股 (亿股)	10.48/1.40
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。