



徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

业务平稳发展，资金压力较大

——庞大集团（601258）2012 年中报点评

证券研究报告-公司点评

买入（调升）

发布日期：2012 年 8 月 29 日

报告关键要素：

公司扩张步伐放缓，新车销售业务表现平稳，售后服务和融资租赁业务较快增长，整体毛利率保持平稳。随着业务规模发展和结构变化，公司资金压力较大，利息支出攀升，侵蚀净利润规模。

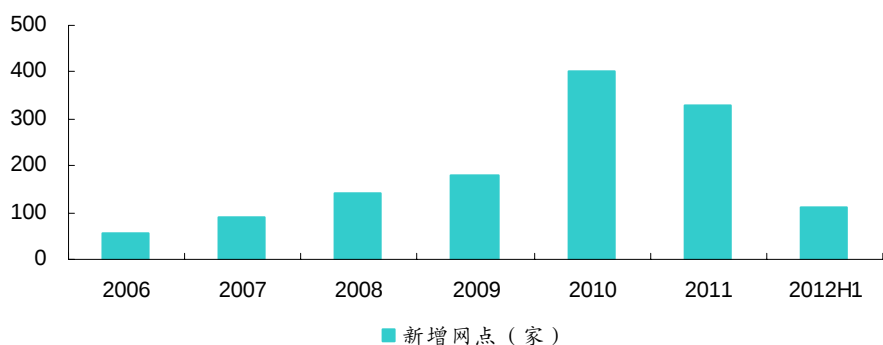
事件：

- **庞大集团（601258）公布2012年中报。**上半年公司实现营业收入287.80亿元，同比增长7.49%；实现净利润2.33亿元，同比下降42.28%；EPS为0.09元。

点评：

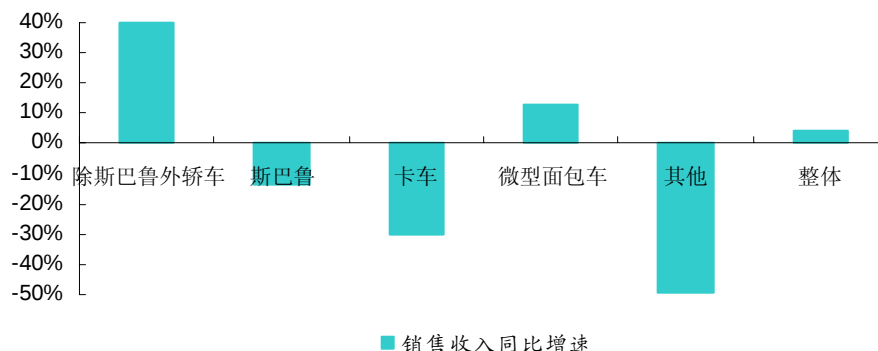
- **网点扩张放缓，新车销售业务表现平稳。**2012年上半年公司新增营业网点113家，扩张步伐有所放缓，且新增部分主要集中于轿车4S店。虽然上半年国内轿车销量增速低于10%，但公司在网点扩张和结构变化的助力下，除斯巴鲁外狭义乘用车销售额同比大幅增长39.95%，这是新车销售整体收入实现同比增长的主要原因。从其他车型来看，斯巴鲁业务同比下降13.48%，卡车销售同比下降30.23%，微型面包车同比增长12.63%。

图 1：近几年新开设营业网点数量



资料来源：公司资料，中原证券

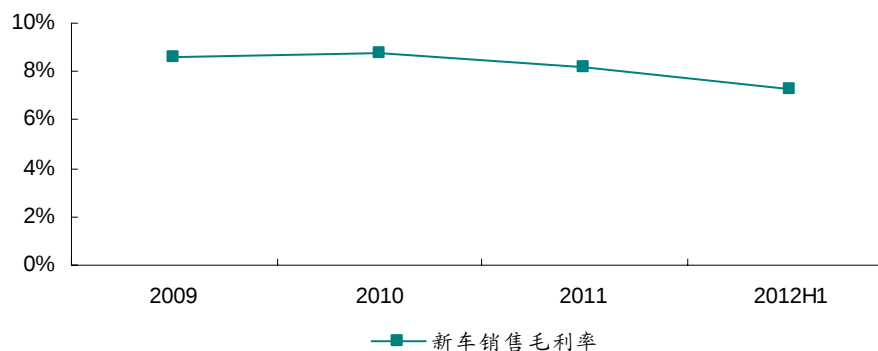
图 2：各车型销售收入同比增速



资料来源：公司资料，中原证券

与一般的认识不同的是，公司新车销售毛利率表现稳定。受汽车销售不振的影响，经销商降价促销大面积发生，盈利能力普遍出现下滑。但公司新车销售业务毛利率为 7.28%，同比仅下降 0.16 个百分点。我们认为有两方面的原因导致这一结果。其一是结构的变化，具有定价能力的斯巴鲁业务毛利率上升 3.06 个百分点；其二是冀东模式助推卡车销售毛利率提升 0.72 个百分点。

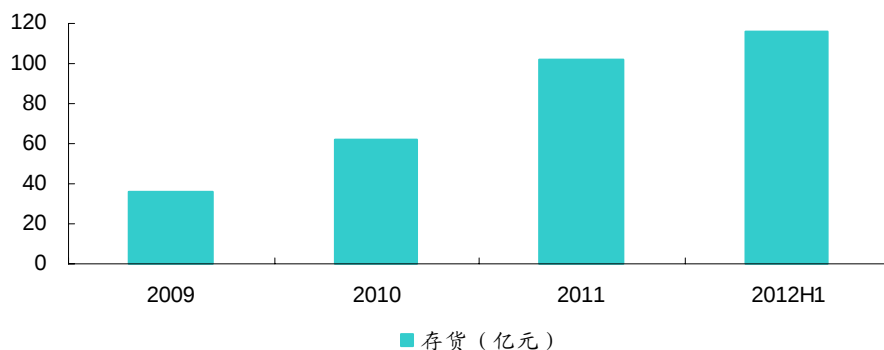
图 3：新车销售毛利率



资料来源：公司资料，中原证券

虽然公司库存水平整体较高，但上升趋势减缓。按目前存货水平，公司库存深度超过 2 个月，绝对水平处于较高位置。但 2011 年底以来增长较缓，截止 2012 年上半年，公司存货净值为 116 亿元，较年初增长 14%。如果考虑新增网点因素，这一增速并不高。

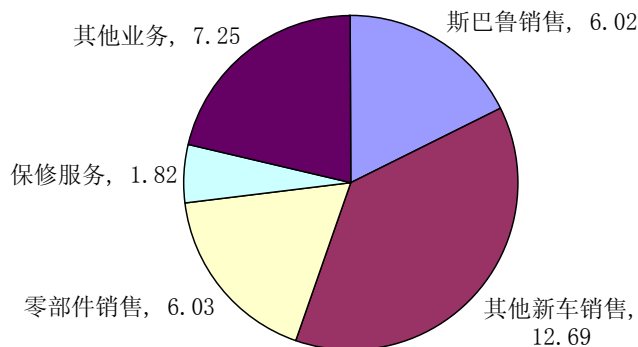
图 4：近期公司存货情况



资料来源：公司资料，中原证券

- **售后服务业务与融资租赁业务较快增长。**随着前几年新车销售的大幅增长，公司保有客户也随之上升，售后服务业务需求保持较快增长。上半年公司售后服务业务（包含零部件销售和保修服务）收入达到22.94亿元，同比增长31.71%。该项业务毛利率提升2.68个百分点至34.26%。售后服务收入规模增长和毛利率提升是公司整体业务毛利率提升的重要原因，上半年整体毛利率为11.75%，同比提升1.16个百分点。此外，融资租赁业务是公司未来发展的重点，根据公司信息，预计今年融资租赁业务规模能达到100亿元（非收入规模），其中上半年融资租赁手续费和利息收入为2.96亿元，同比增长105.83%。整体来看，目前公司各项业务毛利结构处于改善过程中，新车销售业务毛利占比下降，而售后服务、融资租赁等业务毛利占比上升。

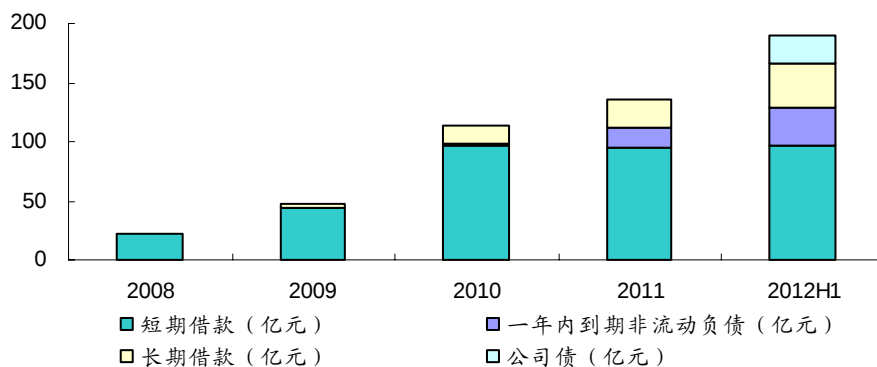
图 5：各类业务毛利



资料来源：公司资料，中原证券

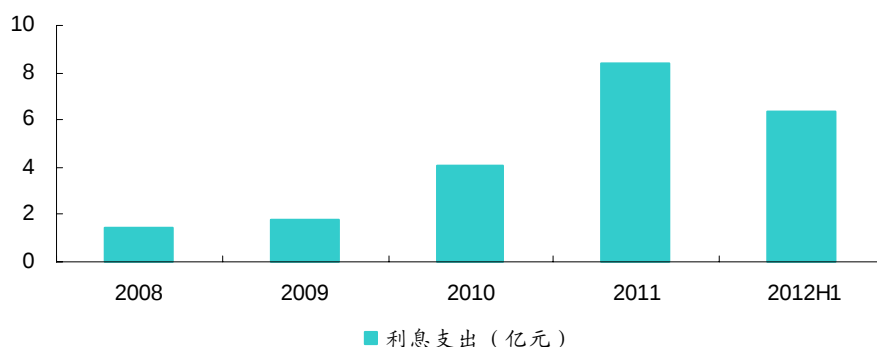
- **资金压力大，利息支出攀升。**作为汽车流通企业，公司业务发展对资金要求较高，近几年发展的融资租赁业务使公司带有金融业务属性，对营运资金提出了更高要求。随着业务规模扩大，公司有息负债也在快速上升，截止6月底包括公司债和银行贷款在内的有息负债已经高达189亿元，资产负债率达到83.33%。由此带来的利息支出也水涨船高，上半年利息支出高达6.39亿元。我们预计随着业务结构和规模的继续发展，这一资金压力将长期存在。

图 6：有息负债结构



资料来源：公司资料，中原证券

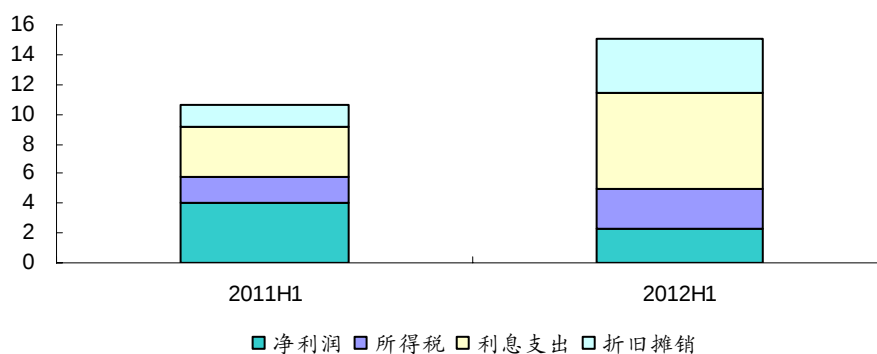
图 7：利息支出



资料来源：公司资料，中原证券

- **息税折旧前利润同比上升。**公司净利润出现下降，并非主营业务的恶化，而主要是网点大幅增加后折旧摊销增加、利息支出增加以及所得税增加等因素主导。实际上息税折旧前利润同比增长42%，达到15.12亿元。另外人员工资支出增加也是净利润下降的重要原因。如果未来销量提升，特别是新增网点销量增加，以及融资成本下降，将有利于净利润的快速增长。

图 8：息税折旧前利润



资料来源：公司资料，中原证券



- **负面事件需要慎重处理。**近期集中披露了部分客户与公司的纠纷情况。根据公司披露信息，这些纠纷大部分正在法院层面处理。目前这些事件已由媒体广泛报道。如果这些事件能够得到慎重妥善处理，预计对未来公司品牌形象和业务发展不会产生重大影响。
- **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，公司各项业务将保持较快增长，预计公司2012-2013年EPS分别至0.25元和0.48元，对应8月28日收盘价5.33元的市盈率分别为21.10倍和11.05倍。我们看好公司售后服务业务和融资租赁业务的良好发展趋势，调升评级至“买入”。
- **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；负面事件影响超出预期。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	537.74	554.55	587.82	654.19
增长比率 (%)	52.81	3.13	6.00	11.29
净利润 (亿元)	12.36	6.50	6.62	12.65
增长比率 (%)	22.23	-47.43	1.88	91.06
每股收益 (元)	0.47	0.25	0.25	0.48
市盈率 (倍)	11.30	21.50	21.10	11.05

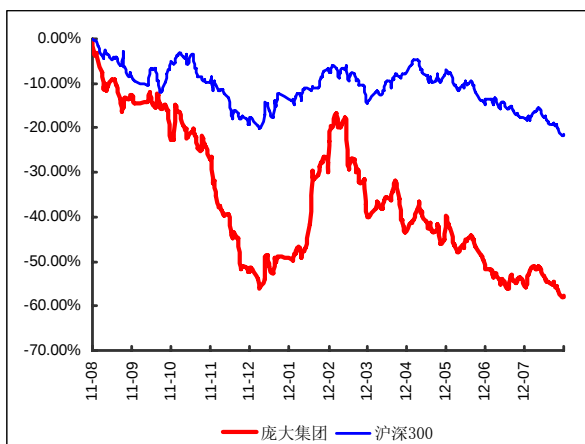
市场数据 (2012年8月28日)

收盘价 (元)	5.33
一年内最高/最低 (元)	12.57/5.24
沪深300	2238.41
市净率 (倍)	1.41
流通市值 (亿元)	38.00

基础数据 (2012年6月30日)

每股净资产 (元)	3.77
每股经营现金流 (元)	-0.17
毛利率 (%)	11.75
净资产收益率 (%)	4.75
资产负债率 (%)	83.33
总股本/流通股 (亿股)	26.21/7.13
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。