

# 战略调整，期间费用率有望持续下降

## ——庞大集团（601258）调研快报

2013 年 03 月 08 日

推荐/首次

庞大集团

调研快报

张洪磊

zhanghl@dxzq.net.cn

010-66554014

执业证书编号：S1480512100001

### 事件：

我于近日调研了庞大集团，与公司管理人员进行了交流。

#### 1. 公司战略调整，放慢扩张步伐降低费用率。

由于过去 2-3 年里公司规模扩张较快，新建 4S 店较多，又赶上汽车行业销量增速趋缓，导致公司的期间费用率不断攀升、盈利能力下降，公司已开始调整战略，在未来 2 年里不再新建 4S 店，重点提升现有 4S 店和经销商的盈利能力，预计未来两年里公司销售费用率和管理费用率都会有较为明显的回落。

#### 2. 公司与斯巴鲁合作关系彻底理顺，公司隐忧排除。

公司与斯巴鲁成立合资销售公司的具体事宜已基本确定，新成立的合资公司将成为负责进口斯巴鲁的总代理商，公司将持有 40% 的股权，并由公司董事长庞庆华担任董事长。合资公司的成立彻底理顺了公司与斯巴鲁的合作关系。之前，公司参与竞标萨博以及取得双龙中国总代理都是为了防范斯巴鲁降低公司的市场地位，因而公司排除隐忧后可以减少对双龙品牌的投入，对应的销售费用将下降。

#### 3. 公司轿车 4S 店布局合理，品牌结构偏向高端。

公司目前在全国有 500 多家轿车 4S 店，其中大部分布局在三、四线城市，并且正积极布局西北市场，未来销量增长空间较大。公司有 7 家奥迪的 4S 店，奥迪每年的单店利润可达 2,000 万以上，公司有 11 家奔驰的 4S 店（其中 4 家为成熟店），并且将与利星行合资成立 15 家奔驰 4S 店，奔驰的 4S 店成熟后的单店利润都可达到 1,000 多万，公司还有南北大众的 60 家、斯巴鲁的 110 家、通用五菱的 60 家、东风悦达起亚和北京现代各 20 多家以及长安福特的 7 家 4S 店，都是国内的中高端品牌。

#### 4. 公司大量新建 4S 店将进入成熟期，售后服务业务可持续高增长。

未来 2-3 年里，随着公司新建的大量 4S 店将进入成熟期，公司售后服务业务将快速增长，预计未来 3 年可保持 30% 以上的增速。

#### 5. 公司大量新建 4S 店将进入成熟期，售后服务业务可持续高增长。

公司是国内最早开展汽车金融服务的经销商，并且公司已经开始大量使用自有资金开展融资租赁，2012 年的规模就达到了 60 多亿元，消费信贷、租赁贷的规模也居于行业领先地位，目前公司的商用车经销的利润几乎全部来源于金融服务，发达国家的贷款购车比例平均可达到 70% 左右，而国内只有百分之十几，仍有巨大发展空间。另外，公司与日本最大的非银行金融机构和综合金融服务集团欧力士成立了汽车租赁合资公司，国内目前租赁用车辆数不到汽车保有量的 1%，发展空间也很大。

## 结论：

短期来看，公司战略调整放慢扩张步伐有利于利润率的提升，2013 年公司将恢复盈利。中长期来看，随着新建 4S 店不断进入成熟期和金融服务业务的快速发展，公司 2014 年（含）之后的三年里盈利的复合增长率有望达到 35%以上。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为-0.26、0.19 和 0.27 元，对应 2013、2014 年 PE 分别为 29 和 20 倍，首次给予“推荐”评级。

**表：盈利预测及相关指标**

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	53,774.39	55,455.14	58,849.60	71,158.74	78,171.37
营业收入增长率	52.81%	3.13%	6.12%	20.92%	9.85%
营业成本	47,965.94	49,096.88	52,689.32	63,078.53	69,107.39
营业费用	2,148.31	2,566.07	2,883.63	3,273.30	3,517.71
管理费用	1,081.73	1,539.90	2,059.74	2,277.08	2,423.31
财务费用	832.56	757.13	1,588.94	1,747.83	1,852.70
资产减值损失	6.59	502.31	83.72	52.32	99.41
营业利润	1,682.09	918.85	-574.88	589.23	1,016.93
EBITDA	2774.68	2108.37	1684.34	3131.27	3742.28
归属母公司净利润	1,236.27	649.90	-693.33	506.19	699.22
净利润增长率	22.47%	-46.96%	-203.73%	175.74%	37.73%
EPS（元）	1.36	0.25	-0.26	0.19	0.27
资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	13,735.50	15,739.65	15,999.83	19,924.45	21,887.98
应收账款	1,348.47	847.44	902.90	1,072.25	1,177.92
其他应收款	1,782.78	3,740.59	4,366.51	5,279.82	5,800.14
预付款项	4,210.76	4,518.41	6,099.09	6,162.17	6,231.28
存货	6,226.32	10,177.83	10,393.51	11,233.16	11,360.12
非流动资产	7,424.67	14,223.94	14,724.84	14,179.69	13,372.63
资产总计	34,993.90	52,321.05	56,553.63	61,248.13	62,686.42
应付账款	2,701.79	3,441.77	2,598.38	3,110.72	3,408.04
预收款项	291.08	258.22	405.34	583.24	778.67
流动负债	30,062.95	39,923.47	45,190.21	49,611.84	50,685.83
非流动负债	1,624.82	2,629.46	2,278.43	2,286.61	2,287.36
少数股东权益	33.72	36.33	45.99	57.59	71.51
母公司股东权益	3,272.40	9,731.79	9,039.00	9,292.10	9,641.71
现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	1,242.65	659.10	-683.67	517.79	713.14
折旧摊销	260.03	432.40	670.29	794.21	872.64
经营活动产生现金流	4,662.78	-257.99	-1,051.01	5,211.34	5,006.50
投资活动产生现金流	-3,363.51	-4,920.15	-2,801.81	382.91	410.82
融资活动产生现金流	3,819.21	7,931.03	4,591.07	-1,669.63	-3,453.79
现金净增（减）	5,118.48	2,752.89	738.24	3,924.61	1,963.54

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

### 张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，工学学士，具有四年汽车行业从业经验，2012 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。