

庞大集团 (601258.SH) 贸易行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

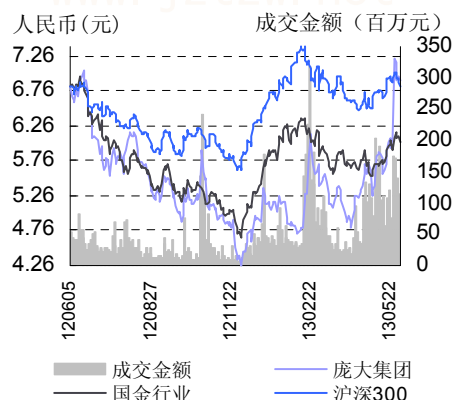
市价 (人民币): 6.90 元

否极泰来, 业绩反转且有较大向上弹性

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	713.44
总市值(百万元)	180.88
年内股价最高最低(元)	7.21/4.26
沪深 300 指数	2565.67
上证指数	2272.42



公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.248	-0.315	0.407	0.680	1.000
每股净资产(元)	3.71	3.37	3.64	4.19	5.06
每股经营性现金流(元)	-0.10	-0.76	2.68	2.29	2.58
市盈率(倍)	-	-	16.95	10.15	6.90
行业优化市盈率(倍)	13.45	20.63	21.84	21.84	21.84
净利润增长率(%)	-47.43%	N/A	N/A	67.30%	47.01%
净资产收益率(%)	6.68%	-9.34%	11.16%	16.22%	19.74%
总股本(百万股)	2,621.50	2,621.50	2,621.5	2,621.5	2,621.5

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司经营策略调整恰逢行业景气回升, 公司业绩反转确立:** 今年以来, 乘用车需求增速明显提高, 终端价格也较为稳定, 汽车经销商经营环境得以好转。与此同时公司积极调整经营策略, 停止扩张将可直接降低资本支出、财务费用, 大力拓展售后、增值服务也将使公司业绩增长如虎添翼。
- **成熟店比例大幅提高有助于公司盈利改善:** 店龄结构是影响 4S 店盈利状况的重要因素之一。我们测算, 今年公司成熟店将增加至 409 家 (2012 年 233 家), 占比也将大幅提升至约 48% (2012 年 31%), 与此同时难免亏损的当年新建店以及一年店比例则将明显降低。公司今年的店龄结构将显著改善, 整体盈利回升也有坚实基础。
- **斯巴鲁业务有望恢复较快增长, 重卡业务有望大幅减亏:** 得益于国民反日情绪的缓和以及新森林人等新车型推出, 公司斯巴鲁销量有望恢复较快增长, 总代理权收回斯巴鲁合资公司后庞大的盈利能力也基本不受影响。公司重卡业务将严控库存并适当收缩网点, 全年有望大幅减亏。
- **盈利能力有较大改善空间, 业绩向上弹性较大。** 与同行比较, 公司合理的净利率水平应为 2%-2.5%。公司今年一季度仍仅为 1.5% 的净利率水平显然还存在较大的改善空间。若按 2% 的净利率水平测算, 公司今年约 600 亿元 (不含重卡销售收入) 的收入应能实现 12 亿元净利, 若明年公司收入增至 720 亿元, 净利率提升至 2.5%, 公司净利润则有望达约 18 亿元。

盈利预测

- 预测公司 2013-2015 年归属母公司净利润分别为 10.66、17.83、26.21 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.41、0.68、1.00 元。

投资建议

- 公司是正从谷底回升、业绩反转趋势已经确立同时又具有很大向上弹性的经销商龙头企业, 我们认为公司当前估值明显低估。我们将其投资评级上调至“买入”, 给予公司 10.2 元目标价, 相当于 2014 年 15 倍 PE 以及 2013 年 0.38 倍 PS。

风险

- 宏观经济严重衰退风险、乘用车市场价格战风险、售后业务、增值服务开拓不力风险。

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

内容目录

公司概况：正从谷底回升的汽车经销商龙头	4
国内最大的汽车经销商集团之一	4
新车销售仍是最大的收入来源，服务业务毛利已占半壁江山	4
2012 年业绩跌至谷底，今年已初现反转趋势	4
经营策略调整恰逢行业景气回升，公司业绩反转确立	5
行业景气回升为公司业绩改善提供良好环境	5
放缓扩张将可直接降低公司资本开支、财务费用	6
成熟店比例显著提高有助于公司盈利改善	8
重点开拓售后服务、增值服务将使公司业绩增长如虎添翼	8
盈利能力有较大改善空间，公司业绩向上弹性较大	9
斯巴鲁业务有望恢复较快增长、重卡有望大幅减亏	11
斯巴鲁业务有望恢复较快增长	11
重卡业务有望大幅减亏	13
盈利预测与投资评级	14
盈利预测	14
估值与投资建议	15
风险提示	15
宏观经济严重衰退风险	15
乘用车市场价格战风险	15
售后业务、增值服务开拓不力风险	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：公司各业务收入占比（2012）	4
图表 2：公司各业务毛利占比（2012）	4
图表 3：公司营业收入及增速（百万元）	5
图表 4：公司归属母公司净利润及增速（百万元）	5
图表 5：近年来乘用车销量及增速（辆）	6
图表 6：乘用车终端价格优惠幅度变化情况（千元）	6
图表 7：公司 08 年以来各类网点数量	7
图表 8：08 年以来资本净支出（亿元）	7
图表 9：公司近年来资产负债率变化（%）	7
图表 10：近年来公司财务费用及费率变化（亿元）	7
图表 11：公司轿车各类网点数量变化（个）	8
图表 12：公司轿车各类网点占比变化	8

图表 13: 公司售后服务业务收入及增速.....	9
图表 14: 公司其他业务收入及增速.....	9
图表 15: 主要汽车经销企业新车销售毛利率对比	10
图表 16: 主要汽车经销企业售后业务毛利率对比	10
图表 17: 主要汽车经销企业综合毛利率对比.....	11
图表 18: 主要汽车经销企业期间费用率对比.....	11
图表 19: 主要汽车经销企业净利率对比.....	11
图表 20: 近年来斯巴鲁销售收入及占比（百万元）	12
图表 21: 近年来斯巴鲁毛利及占比（百万元）	12
图表 22: 去年四季度以来日元持续快速贬值（元）	13
图表 23: 公司重卡业务近年收入及占比.....	14
图表 24: 公司重卡业务近年毛利及占比.....	14
图表 25: 我国重卡月度销量及增速（辆）	14
图表 26: 庞大与其它汽车经销上市公司估值对比（对应股价为 5 月 30 日）	15

中国价值投资网 最
 www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

公司概况：正从谷底回升的汽车经销商龙头

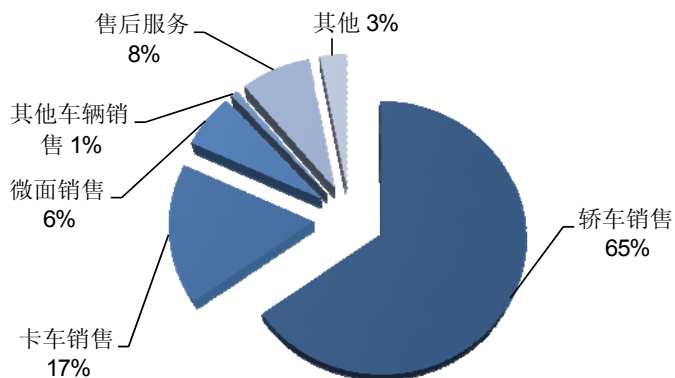
国内最大的汽车经销商集团之一

- 庞大集团主营业务为汽车经销及维修养护业务，是国内最大的汽车经销集团之一。公司的销售网点遍布中国 28 个省、市、自治区及蒙古国，截止 2012 年底，公司共有 1429 家经销网点，其中轿车 4S 店 590 家、轿车二级销售网络 165 家；微车 4S 店 87 家、微车二级销售网络 96 家；卡车 4S 店 77 家、卡车二级销售网络 138 家；各类汽车市场 276 家。

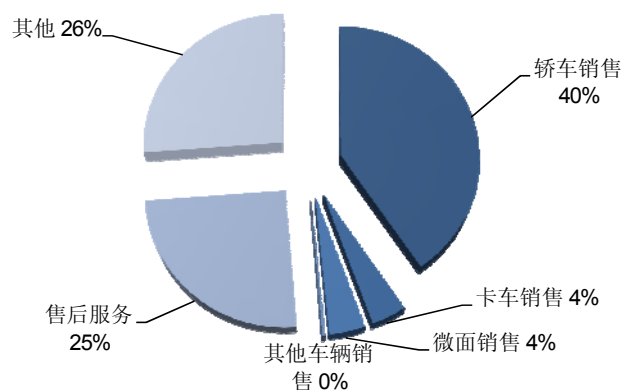
新车销售仍是最大的收入来源，服务业务毛利已占半壁江山

- 公司的业务主要分为新车销售和售后服务（保养维修及备件）两大类，其中新车销售依然是公司最为主要的收入来源，但售后业务的利润占比正大幅提高。公司的其它业务主要为融资租赁、保险代理、消费信贷等增值服务，这一类业务增速最快、毛利率最高，近 3 年来平均增速达 75%，而且毛利率达 92% 以上。若把其它业务与售后服务合计为服务业务，该项业务已成为公司最为重要的利润来源，2012 年公司服务业务毛利占比已达 51%（2011 年仅为 35%）。
 - 从收入构成来看：2012 年新车销售业务占公司总收入的 89%，其中轿车销售收入占比为 65%、卡车为 17%。与 2011 年相比，2012 年新车销售占总收入的比例微降了 2%，其中轿车销售收入占比提升了 6%，而卡车销售收入占比则下降了 8%，成为拉低新车销售收入占比下滑的主因。
 - 从利润构成来看：2012 年新车销售业务占公司总毛利的 49%，其中，轿车销售毛利占比为 40%，卡车和微面占比均为 4%，售后服务占比为 25%，其他业务占比则达到了 26%。与 2011 年相比，2012 年新车销售毛利占比下降达 16%，其中轿车与卡车销售毛利占比分别下降 8%。公司其他业务的毛利则占比大幅提升了 10%，成为公司各项业务中最突出的增长点。

图表1：公司各业务收入占比（2012）



图表2：公司各业务毛利占比（2012）



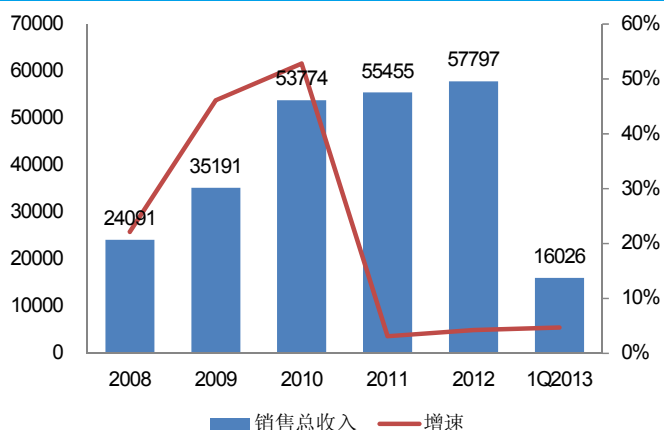
来源：公司资料、国金证券研究所

2012 年业绩跌至谷底，今年已初现反转趋势

- 2008-2010 年，公司业绩均保持了快速增长，但随后公司业绩却出现了大幅下滑，尤其是 2012 年遭遇了罕见的大幅亏损。2012 年公司实现营业收入 577.97 亿元，同比仍小幅增长 4%（轿车收入增速仍达 16%，但重卡、农用车及工程机械等收入大幅下滑拉低了整体增速），但归属母公司净利润却为亏损 8.25 亿元。

- 我们一直认为，汽车行业整体景气下行叠加公司自身的过快扩张是造成其业绩大幅下滑的根本原因。作为国内最大的汽车经销商，公司新车销售业务难免受到行业整体增速下行、价格下降的影响，大幅扩张则将带来资本开支以及财务费用的大幅增长从而直接侵蚀公司利润。2012 年，公司财务费用 15.39 亿元，比 2011 年净增 7.82 亿元，已基本同公司亏损额相当。此外，去年重卡市场的大幅下滑以及日系车销售受钓鱼岛事件影响也是公司业绩下滑的重要因素。
- 在经历了 2012 年的“滑铁卢”之后，公司已深刻反思并大幅调整经营策略。颇为有利的是，去年四季度以来我国汽车行业景气度也已有明显回升，这也为公司扭转业绩下滑势头提供了有利的行业环境。公司的一系列举措已迅速取得积极成果，今年一季度公司实现营业收入 160.26 亿元，同比增长 5%，归母净利润则为 2.39 亿元，同比增长 32.01%。我们判断公司业绩已确定反转趋势而且具有极大的向上弹性，后文将就此展开详细分析。

图表3：公司营业收入及增速（百万元）



来源：公司资料、国金证券研究所

图表4：公司归属母公司净利润及增速（百万元）



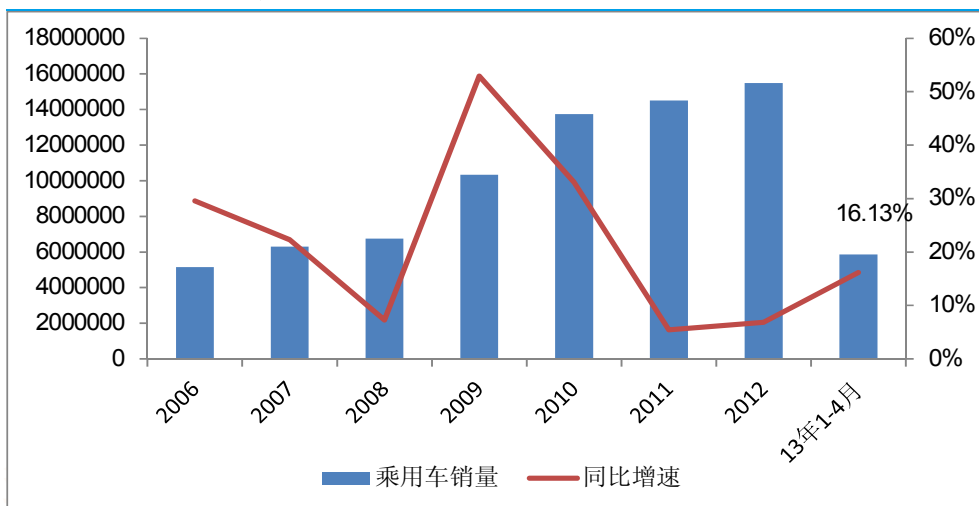
经营策略调整恰逢行业景气回升，公司业绩反转确立

行业景气回升为公司业绩改善提供良好环境

- 今年以来乘用车销量增速已显著回升。在经过连续两年的低速增长之后，今年我国乘用车市场已恢复较快增长，1-4 月乘用车销量增速已达 16%。当前我国宏观经济走势已基本确定为弱复苏，在这种背景下，乘用车需求较快增长具有持续性。我们预测，今年我国乘用车销量增速有望达 10-15%，明显高于过去两年的个位数增长。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

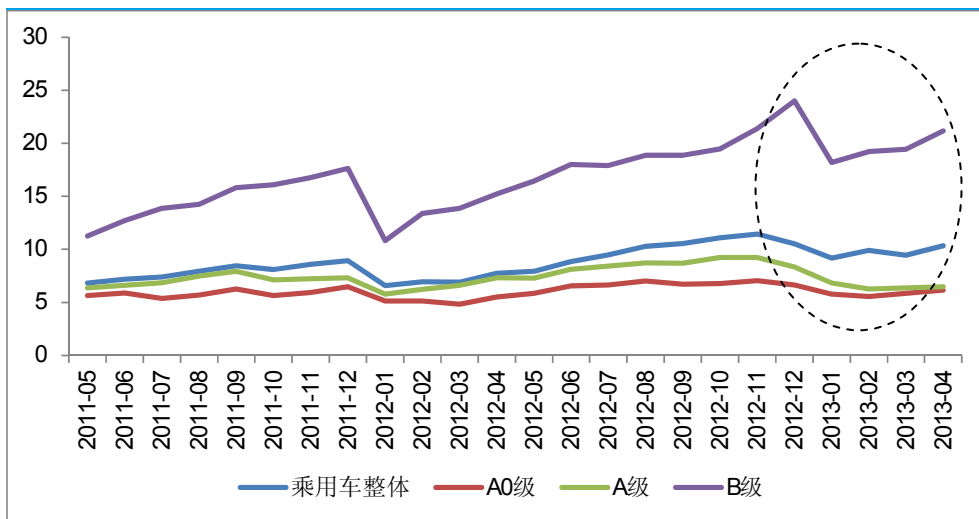
图表5: 近年来乘用车销量及增速 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

- 今年以来乘用车终端价格较为平稳, 再度发生价格战风险不大。终端价格基本稳定是保障经销商获得销车利润的基本前提。2012 年, 由于厂家产能大扩张、销量目标高企, 终端需求增长却较为低迷, 由此明显的供需失衡导致了乘用车终端价格的大幅下滑, 价格战硝烟四起, 这是造成去年汽车经销商业绩大幅下滑乃至亏损的关键原因之一。所幸的是, 今年以来这一情况已得到明显改观, 行业需求已恢复较快增长, 厂家也变得更为理性。从下图中可以看出, 去年 11 月以来乘用车市场终端价格优惠幅度已出现明显回落, 今年以来走势也较为平稳。我们判断, 今年乘用车市场再度发生价格战的可能性很小, 经销商销车利润也有望得以明显改善。

图表6: 乘用车终端价格优惠幅度变化情况 (千元)



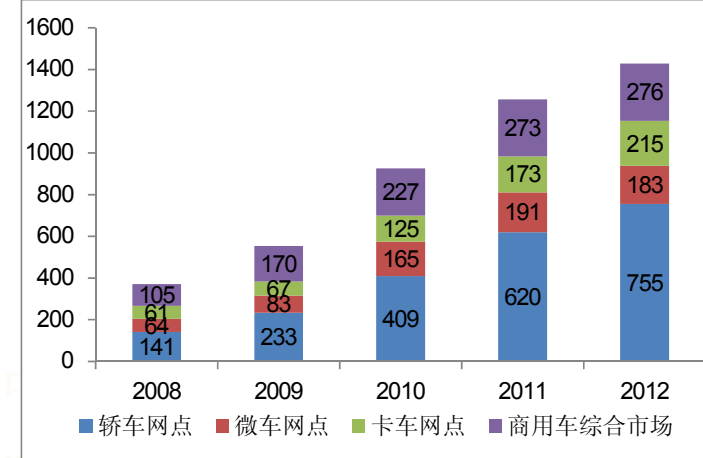
来源: 乘联会、国金证券研究所

放缓扩张将可直接降低公司资本开支、财务费用

- 过往的高速扩张导致了公司资本开支、财务费用的大幅增长。08 年以来, 公司实施了激进的扩展战略。截止 2012 年, 公司经营网点数已从 2008 年时的 259 个攀升至 1429 个, 复合增长率高达 41%。大规模的网点扩张离不开巨额的资金支持, 也正因此公司资本开支大幅增长, 相应地公司财务费用及其比率也大幅上升, 资产负债率也是居高不下。毫无疑问, 过快扩

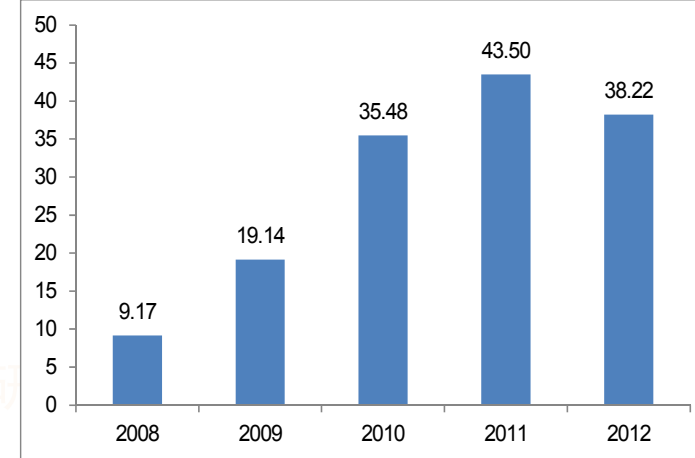
张不仅导致了公司资金压力的空前紧张，而且直接导致了公司财务费用的大幅增长，由此自然也直接侵蚀了大量利润。

图表7：公司 08 年以来各类网点数量

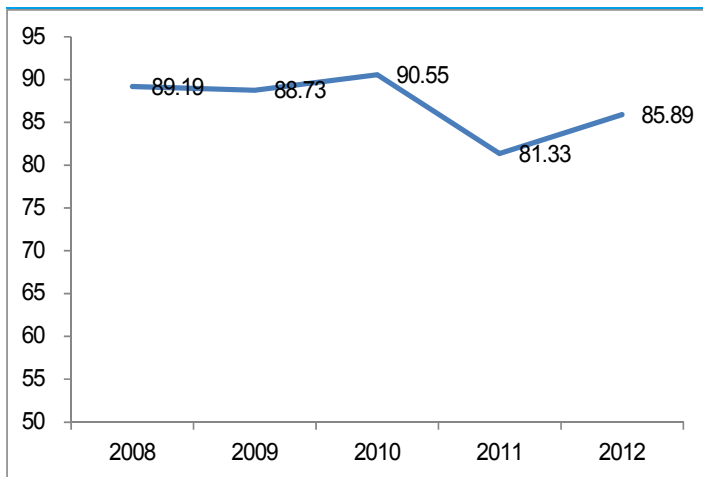


来源：公司资料、wind、国金证券研究所

图表8：08 年以来资本净支出（亿元）

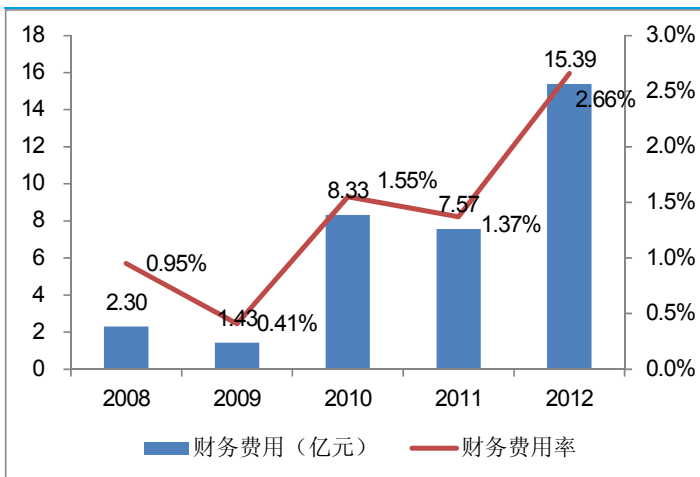


图表9：公司近年来资产负债率变化 (%)



来源：wind、国金证券研究所

图表10：近年来公司财务费用及费率变化（亿元）



- 公司今年将基本停止扩张，相应地资本开支、财务费用也将明显下降。遭遇去年的滑铁卢之后，公司已深刻反思之前过于激进的扩张策略。公司未来将基本停止扩张并将着重发展售后业务、提高现有网点的盈利能力。根据公司产品规划，今年公司将基本只续建去年已经开建或已取得授权的经销网点，纯粹今年新建的网点将在 10 家以内，而且仅限于大众、进口大众、奔驰等中高端品牌。此外，公司对卡车网点以及除五菱品牌以外的微车网点还将进行收缩。我们预计，到今年年底公司新增网点数将在 100 家以内，其中轿车 4S 店预计在 60-70 家。公司网点快速增长的时代已经过去，相应地公司资本开支以及财务费用也将明显下降。
- 根据公司产品计划，公司今年资本开支将降至 10 亿元以内，而财务费用也有可能降低 2-3 亿元。
- 从公司一季报来看，一季度公司资本净开支为 4.8 亿元，尽管一季度由于资本开支“惯性”绝对额仍较大，但预计后续季度还将明显下降，全年控制在 10 亿元以内仍是有可能的。一季度公司财务费用也仅为 3.24 亿元，环比已开始明显下降。

成熟店比例显著提高有助于公司盈利改善

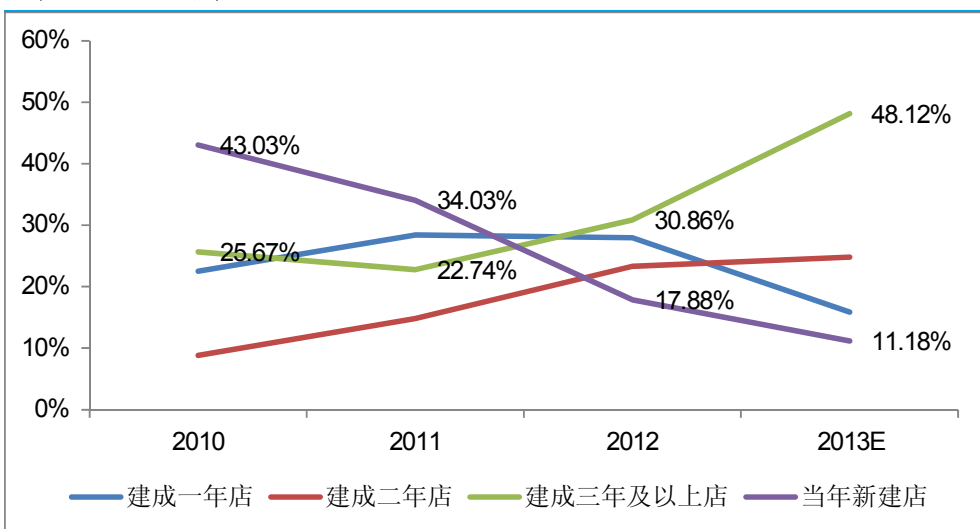
- **店龄是决定 4S 店盈利状况的关键因素之一，通常第三年及以上店方可盈利。**尽管与所经营的品牌有莫大关系，但无论何种品牌，店龄都是决定 4S 店盈利状况的关键因素之一。容易理解，新车销售需要逐渐爬坡，而与售后业务规模直接相关的客户保有量更是需要时间积累。根据行业经验，对于一般合资品牌（如大众、通用、现代等）4S 店，建成第一年亏损额一般可达 300-500 万，第二年则可能缩减至 100-300 万，而第三年则基本可实现盈利，纵使亏损额度也一般在 100 万元以内。由此可见，店龄结构也是影响汽车经销商集团盈利状况的关键因素之一。
- **今年起公司成熟 4S 店比例将显著提高。**根据我们统计，尽管公司 2012 年成熟店（建成 3 年即以上）数量已达 233 家，但占比仅为 31%，仍然较低，也正有这个原因公司去年超过半数的 4S 店亏损。反观今年，公司成熟店将增加至 409 家，占比更将大幅提升至约 48%，与此同时必然亏损的当年新建店以及一年店比例则将明显降低。由此可见，公司今年的店龄结构将显著改善，整体盈利回升也有坚实基础。

图表11：公司轿车各类网点数量变化（个）

	2010	2011	2012	2013E
建成一年店	92	176	211	135
建成二年店	36	92	176	211
建成三年及以上成熟	105	141	233	409
当年新建店	176	211	135	95
网点总数	409	620	755	850
新增网点数	92	211	135	95

来源：公司资料、国金证券研究所

图表12：公司轿车各类网点占比变化



来源：公司资料、国金证券研究所

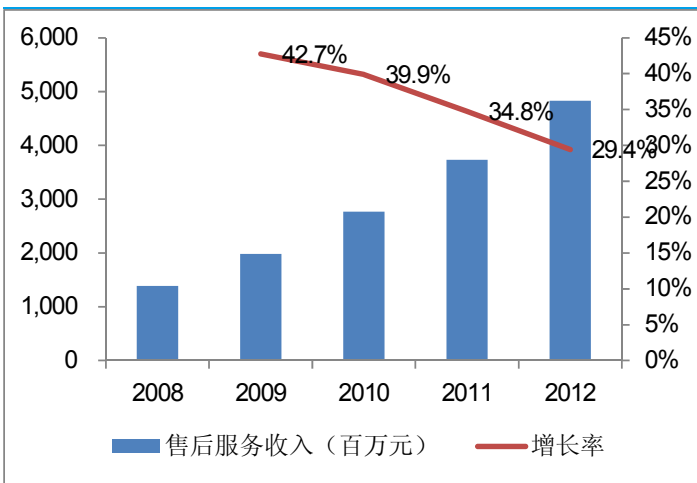
重点开拓售后服务、增值服务将使公司业绩增长如虎添翼

- **售后业务增速稳健、盈利能力强，大力拓展将明显增强公司业绩增长稳定性。**跟新车销售很容易受行业整体景气影响不同，售后业务规模（含保养维修、备件）主要跟随保有量增长，增速较为稳健，毛利率也较为稳定，向来是汽车经销商较为稳定、可靠的利润来源。国外成熟市场经销商利润早已主要由售后业务贡献，我国经销商则由于售后利润占比普遍仍较低而相对重视不足。经过 2011-2012 年业绩的大幅下滑后，公司管理层认识到“靠销车赚钱的时代已经过去”，未来公司将着重抓服务、抓内部管理以此提升经营效益。事实上，公司售后业务近年来也始终保持了快速增长，

09 年以来平均增速达 37%，毛利率也均在 30%以上。公司加大售后业务的拓展必将大大增强公司业绩增长的确定性。

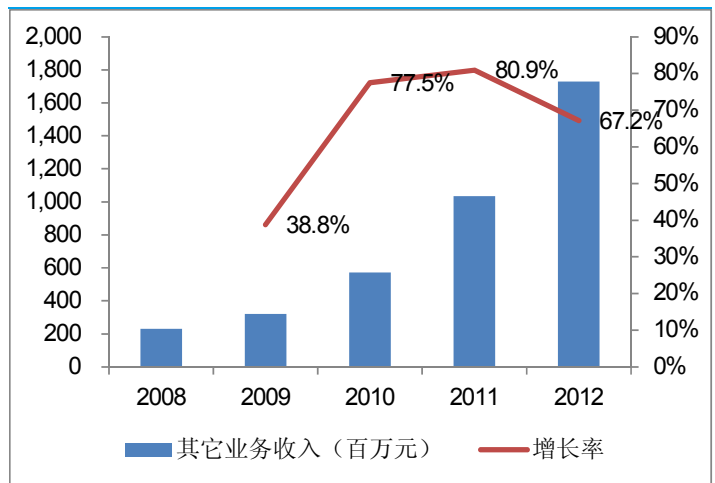
- 其它业务高增速、高毛利，已经成为公司新的业绩增长点。公司的其它业务主要为融资租赁、保险代理等增值服务。近几年来该项业务平均增速高达 66%，毛利率更是高达 90%以上，这一业务已成为公司新的业绩增长点，2012 年对公司毛利贡献比例已达 26%。
- 正在大力推进的“七项增值服务”将进一步加快公司业绩增速。今年以来，公司大力推进会员制、延保、二手车、汽车金融、配件、精品、保险等七项增值服务。以上七项服务除会员制和延保公司此前并未涉及外，其它服务此前也都已有开展，但由于公司层面重视不足尤其对下属 4S 店也无考核要求，因此发展情况参差不齐，对公司整体贡献不大。如今，公司已从战略层面高度重视这一工作，而且制定了详细的考核指标和激励方案以此有力推进。据了解，公司的这一计划已开始取得明显成效，仅会员制一项公司有部分单店一季度已能做到 50 万元的收入。在这一方面，公司网点众多的优势将得以充分发挥，每家店只要稍有成绩合计之后都将非常可观，我们预计该项计划将明显加快公司业绩增速，同时也是公司未来业绩可能超预期的来源之一。

图表13：公司售后服务业务收入及增速



来源：wind、国金证券研究所

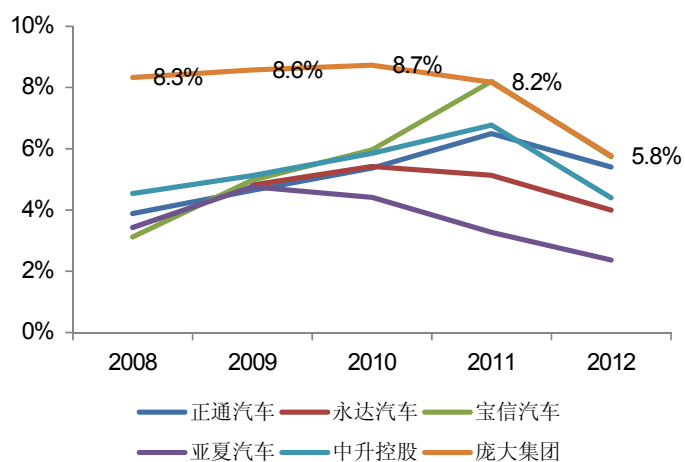
图表14：公司其他业务收入及增速



盈利能力有较大改善空间，公司业绩向上弹性较大

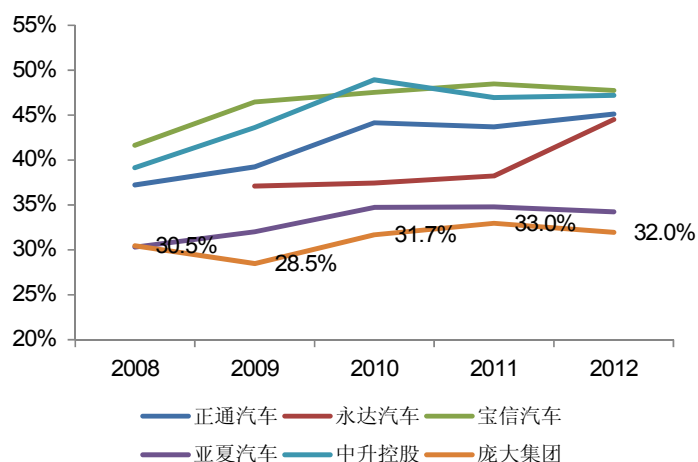
- 公司当前盈利能力远低于正常水平。从图表 15-19 中可以清楚看出，公司新车销售毛利率远高于同行（由于有斯巴鲁业务，批发加零售毛利率可达约 18%），售后业务毛利率则远低于同行，由此也可看出公司此前对售后业务的拓展并不给力。此外，由于高速扩张加上内部管控不足，公司期间费用率同样远高于同行，由此公司净利率也明显低于正常水平。09 年以来，宝信、正通等企业净利率的平均值居于 2.5%-3.6%之间，纵使同样不以豪华品牌为主的永达、亚夏等企业净利率平均水平也分别达 2.5%、2.2%，而公司净利率则一路下滑，今年一季度也仅已回升至 1.5%。
- 加强售后业务及增值服务拓展，加强内部管控，公司盈利能力有较大的改善空间。前面已经提到，公司今后将着重发展售后以及增值服务，尤其正在推进的七项增值服务均具有高毛利特征，我们预计公司售后业务不仅收入将加快增值，毛利率也将逐渐提升。此外，公司也正强化费用控制，根据公司计划，今年公司财务费用将降低 2-3 亿元，销售费用、管理费用比率也将降低，公司盈利能力回升的趋势已经确定。

图表15: 主要汽车经销企业新车销售毛利率对比



来源: 公司资料、bloomberg、国金证券研究所

图表16: 主要汽车经销企业售后业务毛利率对比

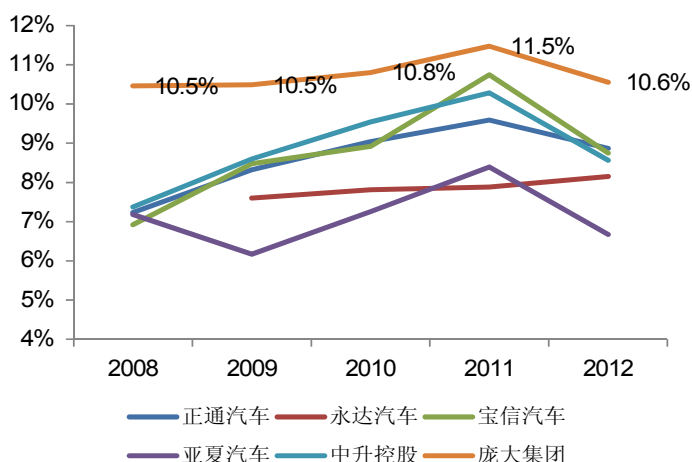


www.jztzw.net

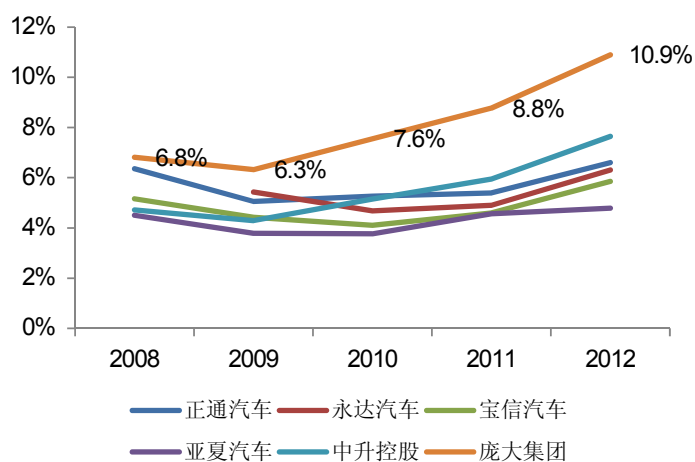
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表17: 主要汽车经销企业综合毛利率对比

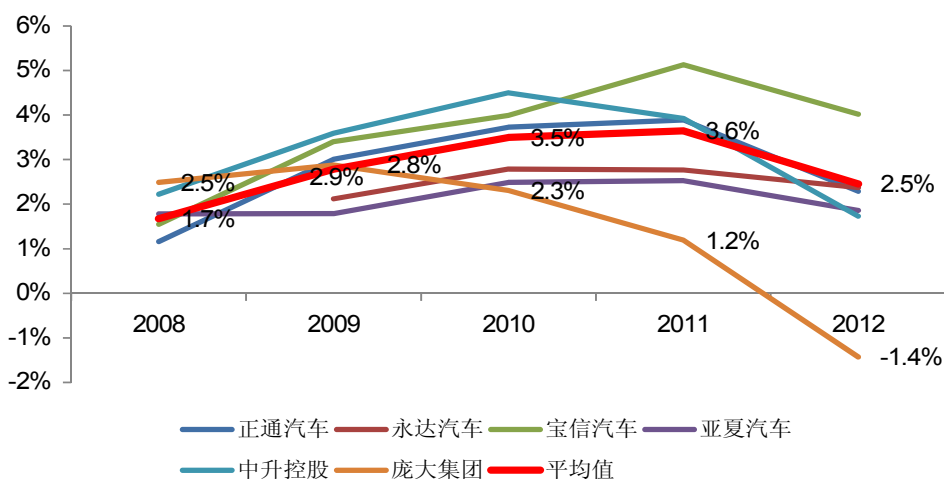


图表18: 主要汽车经销企业期间费用率对比



来源: 公司资料、bloomberg、国金证券研究所

图表19: 主要汽车经销企业净利率对比



来源: 公司资料、bloomberg、国金证券研究所

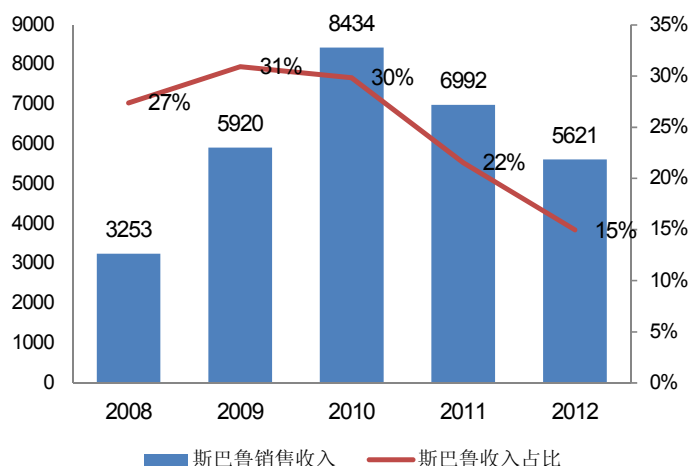
- 综合与同行企业的比较, 我们认为公司合理的净利率水平应为 2%-2.5%。公司今年一季度仍仅为 1.5% 的净利率水平显然还存在较大的改善空间。若按 2% 的净利率水平测算, 公司今年约 600 亿元 (不含重卡销售收入) 的收入应能实现 12 亿元的净利, 若明年公司收入增至 720 亿元, 净利率提升至 2.5%, 公司净利润则有望达约 18 亿元, 公司业绩的向上弹性由此可见。

斯巴鲁业务有望恢复较快增长、重卡有望大幅减亏

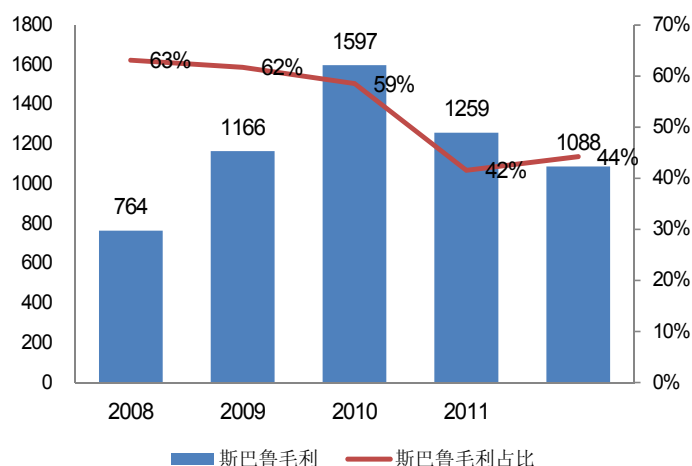
斯巴鲁业务有望恢复较快增长

- 斯巴鲁 2012 年收入占比下滑但仍然是公司轿车业务的主要利润来源: 公司旗下的中冀斯巴鲁是国内仅有的三家斯巴鲁独家经销商之一, 在北京、天津、河北等地居于区域垄断地位, 公司可以享受批发加零售两个环节的利润, 毛利率高达 18% 以上, 也因此斯巴鲁业务一直是公司最为重要的利润来源。2012 年, 由于钓鱼岛事件严重影响了日系品牌在我国的销量, 公司斯巴鲁业务也受到明显冲击。2012 年, 公司斯巴鲁销量为 24712 辆, 同比下滑约 15%, 相应地斯巴鲁占公司轿车业务收入占比也下降致 15%。尽管如此, 斯巴鲁业务仍然保持着极好的盈利能力, 2012 年毛利率为 19%, 斯巴鲁占公司轿车业务毛利占比仍达 44%。

图表20: 近年来斯巴鲁销售收入及占比 (百万元)



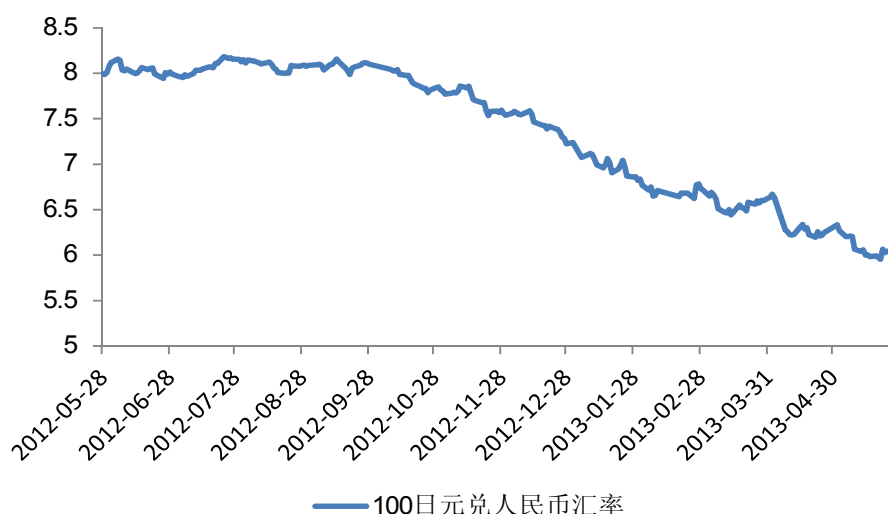
图表21: 近年来斯巴鲁毛利及占比 (百万元)



来源: 公司资料、国金证券研究所

- **反日情绪降温、全新森林人上市有望使斯巴鲁恢复较快增长:** 今年以来, 尽管中日钓鱼岛争端并未平息, 但我国国民的反日情绪已较为平复, 消费者购车趋于理性, 由此日系在我国乘用车市场的份额也已有持续回升, 这无疑也有助于斯巴鲁销量的恢复增长。更为重要的是, 去年 12 月全新款的森林人正式上市, 全新款车型不仅加长了车长、轴距, 更为符合国人对车身尺寸的要求, 同时采用了新一代的发动机, 动力性能更为突出, 内饰也全新设计, 该车上市后即迅速得到了消费者的广泛认可。此外, 今年 3 月, 斯巴鲁小型跑车 BRZ 也已正式上市, 该车售价仅约 27 万元, 有望获得较好的销量。公司预计, 今年斯巴鲁销量有望达 33000 台, 增速达 34%。
- **斯巴鲁代理权转至合资公司后, 公司斯巴鲁业务盈利能力基本不受影响。** 庞大是斯巴鲁在中国市场最大的总代理商, 在京津冀等北方省区享有独家代理权, 也即独家垄断区域批发业务。根据年初公司同富士重工达成的协议, 斯巴鲁中国公司将收回总代理权, 同时公司将以增资形式持有斯巴鲁中国 40% 股权。调整完成后, 公司将不再直接享有斯巴鲁批发环节的利润 (毛利率约 10%), 但同时公司也将以投资收益形式享有斯巴鲁中国所有销售量 40% 的批发利润。此外, 斯巴鲁以后所有车辆的代理进口、报关、信用证也都将由庞大来操作, 每台车公司可获得月 1-2% 的毛利。不仅如此, 原本公司每台车需交给斯巴鲁的管理费 (每台车约 1%) 也将免除。据此测算, 斯巴鲁代理权调整后, 公司斯巴鲁业务的盈利能力并不会发生大的变化。不仅如此, 通过合资公司也已同斯巴鲁结成了更为紧密和稳定的合作关系, 富士重工收权从而导致公司利益受损的担忧已不复存在。
- **公司可享受日元贬值带来的汇兑收益。** 公司同斯巴鲁的业务结算已改为美元结算, 公司可直接享受人民币升值带来的汇兑收益。不仅如此, 去年四季度以来日元持续快速贬值, 公司也可从中获益。公司已同日方谈妥, 后者将给予庞大每台 500 美元的汇率补贴。按此测算, 公司今年若完成 3 万辆销量, 仅此一项公司即可获益 1500 万美元, 约合人民币 9200 万元。公司还在同日方谈判, 希望能将补贴额提升至每台 1000 美元。

图表22: 去年四季度以来日元持续快速贬值(元)

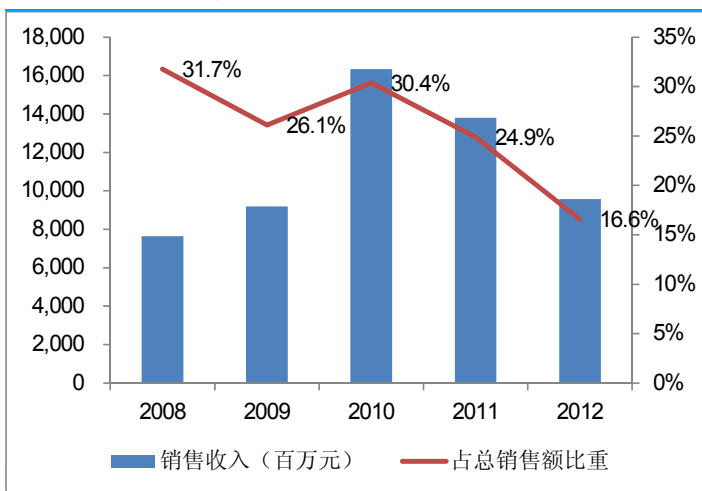


来源: wind、国金证券研究所

重卡业务有望大幅减亏

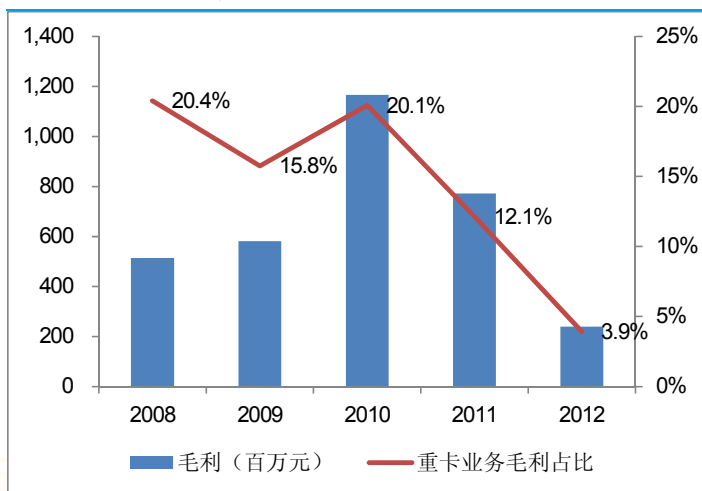
- **受行业大幅下滑影响，去年公司重卡业务出现较大亏损：**重卡业务曾是公司较为重要的收入及利润来源之一，但随着行业需求大幅下滑，公司重卡业务也明显受挫。尤其是 2012 年，一方面行业整体需求大幅下挫，公司对此也估计不足，由此重卡业务出现了大幅亏损，按公司内部口径亏损额约为 5-6 亿元。
- **重卡行业需求有所回升，公司销量也有望企稳回升。**今年以来重卡行业需求已有所回升，1-4 月我国重卡销量为 25 万辆，同比下滑 5.64%，降幅已经大为收窄。我们预计，全年重卡销量有望达约 70 万辆，增速约 11%。在行业需求回升的背景下，作为国内最大的重卡经销商，我们认为公司重卡业务也有望企稳回升。
- **严控库存、收缩亏损网点，今年重卡业务有望大幅减亏：**尽管当前重卡行业需求已有所回升，但公司仍保持谨慎态度，严防重蹈覆辙。公司一方面严格控制重卡库存，目前库存约为 2 个月水平，处于正常区间；另一方面，公司也将适当收缩重卡网点，一些亏损较为严重并较难扭转局面的网点将撤销。公司的目标是今年重卡业务实现盈亏平衡，我们认为通过一系列举措，公司至少有望实现大幅减亏。

图表23: 公司重卡业务近年收入及占比



来源: 公司资料、国金证券研究所

图表24: 公司重卡业务近年毛利及占比



图表25: 我国重卡月度销量及增速 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

盈利预测与投资评级

盈利预测

- 我们预测公司 2013-2015 年销售收入分别为 697.64、822.06、943.52 亿元，分别增长 20.71%、17.83%、14.78%；归属母公司净利润分别为 10.66、17.83、26.21 亿元，2014-2015 年分别增长 67.30%、47.01%，对应的 EPS 分别为 0.41、0.68、1.00 元。

■ 关键假设如下:

- 得益于今年乘用车市场景气度回升，公司轿车销售毛利率有所回升，我们预计值为 7.3%，比 2012 年提升 0.75 个百分点；
- 在公司推进“七项增值服务”带动下，公司售后业务、其它业务继续保持快速增长，并且毛利率保持基本稳定；

- 公司期间费用严格控制，其中 2013 年财务费用实现下降 2-3 亿元目标，销售费率、管理费率也有下降。

估值与投资建议

- 综合全文分析，我们认为公司业绩反转趋势已经确立而且具备较大的向上弹性，而公司当前估值水平存在较为明显的低估。
- 从图表 26 中可以看出，公司 PE 水平已高于可比公司均值，但实际上 PE 较低的几个公司均为 H 股公司，不同市场间公司可比性相对较差。与同为 A 股公司的亚夏汽车相比，公司估值水平则仍然略低。此外，考虑公司今年正处于从去年巨亏后恢复的第一年，按照今年业绩给 PE 估值本身也较不合理，类似于长安汽车，市场去年便已开始按今年业绩为公司估值。
- 若从 PB、PS 角度，则公司均低于可比公司均值水平。尤其作为流通企业，PS 估值理论上也较为适用，而公司这一比值显然也明显偏低。
- 综合考虑以上几点，我们认为公司可按 2014 年 15 倍 PE 估值，对应的目标价为 10.2 元，对应市值为 267 亿元，对应今年销售收入的 PS 约为 0.38 倍。我们上调公司评级至“买入”。

图表26：庞大与其它汽车经销上市公司估值对比（对应股价为 5 月 30 日）

代码	上市公司	股价(人民币)	市值(百万人民币)	PE-2012	PE-2013E	PB-2012	PS-2012
AN.N	AUTONATION	283.00	34335	18.06		3.33	0.36
0881.HK	中升控股	7.84	14962	20.64	11.29	2.04	0.30
1293.HK	宝信汽车	4.68	11973	17.17	13.83	3.17	0.66
1728.HK	正通汽车	3.44	7607	12.90	11.69	1.16	0.27
3669.HK	永达汽车	5.88	8705	17.77	11.28	2.92	0.40
002607.SZ	亚夏汽车	9.94	1749	22.59	18.07	2.00	0.42
均值				18.19	13.23	2.44	0.40
601258.SH	庞大集团	7.17	18796	-	17.49	2.07	0.32

来源：wind、bloomberg、国金证券研究所

风险提示

宏观经济严重衰退风险

- 汽车行业景气度直接受宏观经济走势影响，汽车经销商业绩也难以摆脱行业整体景气度影响。若宏观经济下滑严重，汽车需求增长可能低于预期，公司收入增长也将难达预期。

乘用车市场价格战风险

- 2012 年行业愈演愈烈的价格战是导致公司业绩大幅下滑的重要原因之一。尽管去年四季度以来市场价格已较为稳定，但这一风险仍不能完全排除。2013 年乘用车行业产能增加仍较快，若行业需求增长大幅放缓，供需矛盾将再次凸显，价格战可能卷土重来。

售后业务、增值服务开拓不力风险

- 公司未来业绩增长的主力是售后业务以及增值服务。尽管这些业务前几年已实现快速增长，今年以来公司又高度重视、大力推进，但毕竟公司网点众多，管控难度大，且市场竞争也在加剧，若开拓不力，公司业绩增长将不达预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	53,774	55,455	57,797	69,764	82,206	94,352
增长率		3.1%	4.2%	20.71%	17.83%	14.78%
主营业务成本	-47,966	-49,097	-51,698	-61,393	-71,855	-81,830
%销售收入	89.2%	88.5%	89.4%	88.0%	87.4%	86.7%
毛利	5,808	6,358	6,098	8,371	10,351	12,522
%销售收入	10.8%	11.5%	10.6%	12.00%	12.59%	13.27%
营业税金及附加	-70	-117	-132	-160	-189	-217
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-2,148	-2,566	-2,757	-3,070	-3,617	-4,151
%销售收入	4.0%	4.6%	4.8%	4.4%	4.4%	4.4%
管理费用	-1,082	-1,540	-1,999	-2,232	-2,631	-2,925
%销售收入	2.0%	2.8%	3.5%	3.2%	3.2%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	2,508	2,135	1,210	2,909	3,914	5,228
%销售收入	4.7%	3.8%	2.1%	4.2%	4.8%	5.5%
财务费用	-833	-757	-1,539	-1,264	-1,335	-1,428
%销售收入	1.5%	1.4%	2.7%	1.81%	1.6%	1.5%
资产减值损失	-7	-502	-238	-212	-106	-109
公允价值变动收益	5	0	0	0	0	0
投资收益	8	43	-2	-3	-3	-4
%税前利润	0.5%	4.2%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,682	919	-569	1,430	2,471	3,688
营业利润率	3.1%	1.7%	n.a	2.0%	3.0%	3.9%
营业外收支	50	110	123	135	149	163
税前利润	1,732	1,029	-447	1,565	2,619	3,851
利润率	3.2%	1.9%	n.a	2.2%	3.2%	4.1%
所得税	-489	-370	-380	-501	-838	-1,232
所得税率	28.2%	35.9%	n.a	32.0%	32.0%	32.0%
净利润	1,243	659	-826	1,064	1,781	2,619
少数股东损益	6	9	-1	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	1,236	650	-825	1,066	1,783	2,621
净利率	2.3%	1.2%	n.a	1.5%	2.2%	2.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1,243	659	-826	1,064	1,781	2,619
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	267	935	931	970	974	1,034
非经营收益	567	208	1,046	1,083	1,070	1,055
营运资金变动	2,586	-2,060	-3,144	3,909	2,184	2,058
经营活动现金净流	4,663	-258	-1,994	7,027	6,009	6,766
资本开支	-3,548	-4,350	-3,822	-316	-950	-937
投资	0	-149	-301	0	0	0
其他	0	8	0	-3	-3	-4
投资活动现金净流	-3,548	-4,491	-4,123	-318	-953	-940
股权募资	3	6,040	5	0	0	0
债权募资	6,533	2,060	9,470	-6	0	0
其他	-563	-918	-1,418	-1,215	-1,556	-1,556
筹资活动现金净流	5,973	7,182	8,057	-1,221	-1,556	-1,556
现金净流量	7,088	2,434	1,941	5,487	3,500	4,270

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	13,735	15,740	17,767	23,254	26,754	31,024
应收款项	3,169	4,616	5,428	5,933	6,974	7,985
存货	6,226	10,178	11,315	10,878	12,681	14,398
其他流动资产	4,439	7,564	10,037	11,046	11,988	12,886
流动资产	27,569	38,097	44,547	51,112	58,397	66,292
%总资产	81.0%	73.6%	71.1%	74.1%	76.4%	78.4%
长期投资	65	1,278	1,289	1,290	1,289	1,289
固定资产	3,481	6,685	9,356	9,053	8,671	8,642
%总资产	10.2%	12.9%	14.9%	13.1%	11.3%	10.2%
无形资产	2,764	5,332	7,066	7,060	7,674	7,877
非流动资产	6,468	13,631	18,126	17,819	18,049	18,224
%总资产	19.0%	26.4%	28.9%	25.9%	23.6%	21.6%
资产总计	34,037	51,728	62,673	68,930	76,446	84,516
短期借款	9,809	11,253	17,212	17,212	17,212	17,212
应付款项	20,093	28,241	29,992	35,123	41,113	46,823
其他流动负债	159	422	527	936	1,021	1,104
流动负债	30,061	39,915	47,731	53,271	59,346	65,139
长期贷款	1,625	2,248	3,574	3,574	3,574	3,574
其他长期负债	-954	-203	2,206	2,199	2,199	2,199
负债	30,731	41,960	53,511	59,045	65,120	70,912
普通股股东权益	3,272	9,732	8,829	9,554	10,996	13,276
少数股东权益	34	36	46	45	43	40
负债股东权益合计	34,037	51,728	62,386	68,643	76,159	84,229

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.361	0.248	-0.315	0.407	0.680	1.000
每股净资产	3.602	3.712	3.368	3.644	4.195	5.064
每股经营现金净流	5.132	-0.098	-0.762	2.680	2.292	2.581
每股股利	0.000	0.000	0.030	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	37.78%	6.68%	-9.34%	11.16%	16.22%	19.74%
总资产收益率	3.63%	1.26%	-1.32%	1.55%	2.33%	3.10%
投入资本收益率	12.21%	5.85%	6.98%	6.03%	7.77%	9.73%
增长率						
主营业务收入增长率	52.81%	3.13%	4.22%	20.71%	17.83%	14.78%
EBIT增长率	61.23%	-14.88%	-43.32%	140.40%	34.55%	33.58%
净利润增长率	22.23%	-47.43%	N/A	N/A	67.30%	47.01%
总资产增长率	80.75%	51.98%	21.16%	9.98%	10.90%	10.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.5	7.2	8.2	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	37.5	61.0	75.9	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	19.5	22.8	20.2	21.0	21.0	21.0
固定资产周转天数	16.0	28.5	37.2	33.9	28.0	23.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.77%	-22.92%	59.12%	-2.50%	-33.88%	-60.15%
EBIT利息保障倍数	3.0	2.8	0.8	2.3	2.9	3.7
资产负债率	90.29%	81.12%	85.84%	86.08%	85.56%	84.24%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	6	7
增持	0	3	10	12	15
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.71	1.73	1.75

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-29	增持	12.61	N/A
2 2011-10-30	增持	9.77	N/A
3 2011-12-20	增持	6.96	N/A
4 2012-04-12	增持	8.11	N/A
5 2012-04-24	增持	7.53	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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, 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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net