

汽车贸易、地产和期货共筑成长快车道

投资要点:

● 公司收购物产元通有望完成

由于诉讼出现转机,我们认为收购物产元通有望于2009年10月前完成,汽车销售及后服务、地产和期货经纪业务共同推动公司发展的经营模式将最终形成。

● 物产元通是汽车经销行业的领先者

物产元通以提升后服务为核心的业务模式具有很强的前瞻性和可复制性,通过横向和纵向拓展汽车经销空间,有望成为中国汽车综合服务商的第一品牌。我们预计2009-2011年汽车销售及后服务业务的利润增速为20-25%。

● 中大房产正进入收获期

中大房产土地储备充足,在建及储备项目总建筑面积346万平方米,2009-2011年进入收获期,预计结算面积将分别为30.51、39.04和40.10万平方米,营业收入和净利润的复合增长率分别为25.71%和41.24%。

● 中大期货正面临历史机遇

中大期货在期货研究和客户服务上具有很强的竞争优势,期货分类监管为公司提供了难得的发展机遇。我们预计2009-2011年中大期货的利润增速将保持在40-50%。

主要财务指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4138	4417	21818	24683	27358
EBITDA(百万元)	248	304	558	834	983
净利润(百万元)	148	151	276	417	483
摊薄 EPS(元)	0.39	0.40	0.63	0.95	1.10
PE(X)	42.9	41.8	26.9	17.8	15.4
EV/EBITDA(X)	28.4	43.5	26.0	15.8	11.6
PB(X)	3.2	1.2	1.5	1.3	1.2
ROIC	3.4%	1.5%	2.4%	3.9%	5.0%
总资产周转率	0.69	0.39	0.93	0.75	0.76

资料来源: 中国银河证券研究所

推荐 上调评级

合理估值: 25 元

分析师

陈雷

✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8162

潘玮

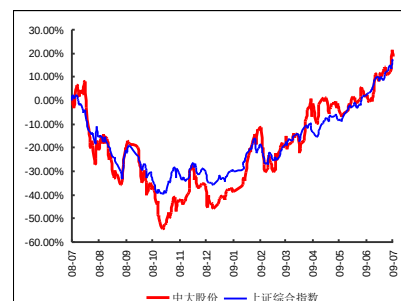
✉: panwei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8212

市场数据 时间 2009.07.23

A 股收盘价(元)	16.90
A 股一年内最高价(元)	16.90
A 股一年内最低价(元)	6.31
上证指数	3328.49
市净率	1.5
总股本(万股)	37475
实际流通 A 股(万股)	37475
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	63.33

相对上证综合指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

相关研究

中大股份 (600704): 汽车贸易服务行业未来的“苏宁电器”
2008.05.05

投资概要

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 随着汽车销售市场的全面复苏,我们预计 2009-2011 年物产元通整车销售收入增速为 5-10%,后服务收入增速为 25-30%。随着客户保有量的上升和管理集约度的提高,后服务收入比例将由 2009 年的 9%上升为 2011 年的 13%。

(2) 中大房产正进入收获期,2009-2011 年预计结算面积分别为 30.51、39.04 和 40.10 万平米。我们假设 2010 年房价在 2009 年基础上涨 10%,2011 年在 2009 年基础上涨 15%计算结算均价。

(3) 中大期货公司在期货研究和客户服务上具有很强的竞争优势,期货分类监管为公司提供了难得的发展机遇。我们预计 2009-2011 年中大期货的利润增速将保持在 40-50%。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为物产元通的汽车贸易业务将受到汽车生产商的制约。《汽车品牌销售管理实施办法》的出台使生产商在汽车销售领域拥有了更多的话语权。而中大房产的项目多分布在二三线城市,开发周期较长,对公司的业绩贡献有限。

我们的观点是:物产元通拥有品牌和网络的优势,并形成了具有前瞻性和可复制性的业务模式,通过向其它地区的延伸,有望成为中国汽车综合服务商的第一品牌。中大房产正进入收获期,2009-2011 年将成为公司业绩成长最重要的推动力。它们和市场普遍关注的中大期货共同成为公司发展的三大支柱。

行业估值与投资建议:

根据绝对估值模型,公司的合理估值为 28.50 元。在分部估值分析中,我们将公司业务划分为汽车贸易、房地产、期货和其它业务,并分别给予 25 倍、25 倍、35 倍和 20 倍的 PE,按照 2010 年业绩公司的每股估值为 23.85 元。考虑到股权投资具有的潜在价值,公司的合理估值为 25 元,相当于 2009 年、2010 年和 2011 年 EPS 的 40 倍、26 倍和 23 倍。我们提高公司评级至“推荐”。

股票价格表现的催化剂:

公司正积极推进收购物产元通 100%股权的工作。由于诉讼出现转机,我们认为收购物产元通有望在 2009 年 10 月前完成,汽车销售及后服务、地产和期货经纪业务共同推动公司发展的经营模式将最终形成。

主要风险因素:

- 1、如果国家汽车销售政策改变,将迫使公司对业务模式进行调整;
- 2、如果我国经济出现二次探底,汽车销售及后服务收入将会低于预期;
- 3、如果公司融资能力滞后,将影响公司的扩张计划;
- 4、如果国家继续收紧房贷政策并采取其它措施抑制市场,将会影响房地产业务;
- 5、如果期货市场的价格战继续加剧,期货业务的高速成长预期将会改变;

目 录

一、关键假设和敏感性分析.....	1
二、公司估值分析.....	3
（一）绝对估值分析- DCF 模型.....	3
（二）分部估值分析.....	3
三、资产注入有望着陆，三维发展空间广阔.....	4
四、物产元通是汽车经销行业的领先者	6
（一）我国汽车经销行业受到体制制约	6
（二）物产元通具有独特的竞争优势	7
（三）横向和纵向拓展汽车经销空间	11
五、中大房产正进入收获期	12
（一）土地储备超过 300 万平方米	12
（二） 2009-2010 年盈利预测.....	16
六、期货业务面临历史机遇	18
七、投资业务值得关注	19
八、风险因素	20
九、公司战略与竞争力分析	21
公司基本情况介绍	21
插图目录.....	24
表格目录.....	25

一、关键假设和敏感性分析

营业收入增长假设:

(1) 汽车销售及后服务: 随着汽车销售市场的全面复苏, 我们预计 2009-2011 年物产元通整车销售收入增速为 5-10%, 后服务收入增速为 25-30%。

(2) 房地产: 中大房产正进入收获期, 2009-2011 年预计结算面积分别为 30.51、39.04 和 40.10 万平方米。我们假设 2010 年房价在 2009 年基础上上涨 10%, 2011 年在 2009 年基础上上涨 15% 计算结算均价。

(3) 外贸: 全球经济有望在 2009 年触底, 对外贸易持续下滑的局面将得到扭转。我们预计 2009-2011 年外贸收入的增速分别为 -5%、2% 和 5%。

表 1: 营业收入增长预测 (万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
外贸	304513	262348	249231	254215	266926
增长率	-14.63%	-13.85%	-5.00%	2.00%	5.00%
房地产	91249	156521	173561	248984	274274
增长率	53.23%	71.53%	10.89%	43.46%	10.16%
汽车贸易	-	-	1333894	1467421	1646922
增长率	-	-	-	10.01%	12.23%
其它	18037	22862	425148	497721	547637
增长率	112.08%	26.75%	1759.63%	17.07%	10.03%
营业收入	413799	441731	2181834	2468340	2735759
增长率	-2.27%	6.75%	393.93%	13.13%	10.83%

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究所

毛利率变化假设:

(1) 汽车销售及后服务: 我们预计 2009-2011 年物产元通整车销售毛利率为 2-3%, 后服务毛利率为 35-40%。随着客户保有量的上升和管理集约度的提高, 后服务收入比例将由 2009 年的 9% 上升为 2011 年的 13%。

(2) 房地产: 中大房产的土地成本相对较低。但由于工期相对较长, 项目又大多处于二三线城市, 我们预计 2009-2011 年毛利率水平将保持在 34-37%。

(3) 外贸: 公司外贸以纺织品为主。全球需求的下降和外贸竞争的加剧将会压缩外贸业务的毛利空间。

表 2: 毛利率变化假设 (%)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
外贸	4.34%	4.41%	4.20%	4.10%	4.10%
房地产	38.21%	28.87%	36.29%	35.98%	34.31%
汽车贸易	-	-	6.53%	7.09%	7.74%
其它	95.69%	96.06%	5.50%	5.00%	5.00%
综合	15.79%	17.82%	8.43%	9.27%	9.50%

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究所

表 3: 敏感性分析

		2008E	2009E	2010E
每股收益 (元)		0.63	0.95	1.10
房地产收入	+10.0%	0.69	1.04	1.20
	-10.0%	0.56	0.86	0.99
房地产毛利率	+5.0%	0.74	1.11	1.27
	-5.0%	0.52	0.79	0.92
汽车贸易收入	+10.0%	0.63	0.97	1.13
	-10.0%	0.62	0.93	1.07
汽车贸易贸易毛利率	+0.5%	0.71	1.04	1.20
	-0.5%	0.55	0.86	1.00

数据来源: 中国银河证券研究所

二、公司估值分析

(一) 绝对估值分析-DCF 模型

表 4: 绝对估值基本参数假设

无风险收益率	5.0%	风险溢价	15.0%
目标资产负债率	50.0%	税率	25.0%
债务融资成本	7.5%	股权融资成本	18.0%
WACC	11.81%	永续增长率	2.0%

资料来源: 中国银河证券研究所

根据 DCF 模型, 中大股份的合理估值为 28.50 元。

(二) 分部估值分析

物产元通是我国最大的汽车经销企业, 公司以 4S 店为核心, 业务模式具有很强的前瞻性和可复制性。通过不断提升后服务的收入和利润比例, 2009-2011 年汽车销售及后服务利润增速将为 20-25%。

中大房产土地储备充足, 成本较低, 2009-2011 年进入收获期, 结算面积分别为 30.51、39.04 和 40.10 万平米, 营业收入和净利润的复合增长率分别为 25.71%和 41.24%。

中大期货在期货研究和客户服务上具有很强的竞争优势, 期货分类监管为公司提供了难得的发展机遇。我们预计 2009-2011 年中大期货的利润增速将保持在 40-50%。

表 5: 相对估值分析

	2009	2010	2011
汽车销售及后服务	0.12	0.15	0.19
估值: X25	3.00	3.75	4.75
房地产	0.30	0.57	0.62
估值: X25	7.50	14.25	15.50
期货	0.13	0.15	0.21
估值: X35	4.55	5.25	7.35
其它	0.03	0.03	0.03
估值: X20	0.60	0.60	0.60
估值	15.65	23.85	28.20

资料来源: 中国银河证券研究所

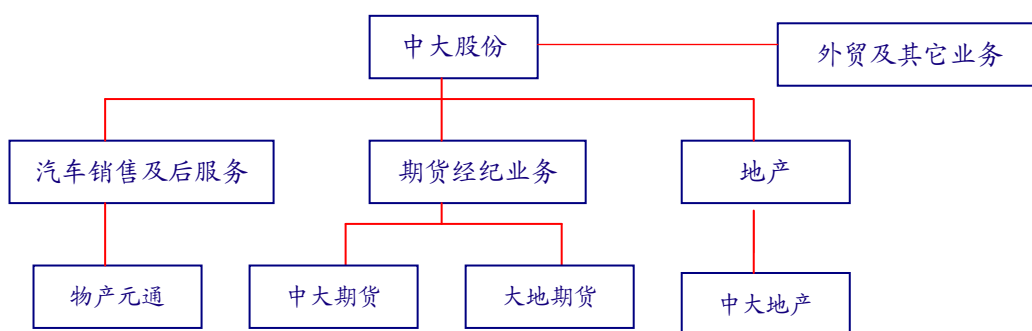
我们以 2010 年业绩为基准, 考虑到股权投资具有的潜在价值, 中大股份的合理估值为 25 元。

三、资产注入有望着陆，三维发展空间广阔

公司原有的经营模式是以外贸和地产业务为主。在我国外贸政策调整，人民币升值和产品成本上升等不利因素的影响下，外贸业务规模呈逐年下滑的趋势，地产和期货经纪业务成为公司的利润重心。

物产集团入主中大股份后，致力于通过注入物产元通将中大股份的业务重心由原来的外贸、房地产和期货经纪业务转变为汽车销售及后服务、房地产和期货经纪业务，以提高资产质量和增强赢利能力。

图 1、资产收购完成后中大股份业务结构图



资料来源：中国银河证券研究所

但 2008 年 10 月诉讼的出现使自 2007 年 12 月启动的资产注入面临很大的不确定性。以下是公司资产重组过程中发生的主要事件：

2007 年 8 月 中大股份原控股股东浙江中大集团控股有限公司将持有的中大股份 22.67% 股权无偿划转给浙江省物产集团公司。

2007 年 12 月 中大股份计划以发行价格 16.57 元向物产集团定向增发 7861 万股收购浙江物产集团全资子公司-浙江物产元通机电（集团）有限公司 100% 股权。收购完成后浙江物产集团的股权比例将由 22.67% 上升为 36.08%。

2008 年 10 月 中大股份定向增发申请获证监会核准，增发股数调减为 6424 万股。收购完成后浙江物产集团的股权比例将由原来的 36.08% 下降为 34.02%。

2008 年 10 月 物产元通涉及大额诉讼事项。物产元通与常熟科弘和常熟星岛的商业合同因对方暂时停产未能履行完毕，标的金额合计人民币 156,828,420 元。

2009 年 4 月 根据审计结果，诉讼标的金额调整为人民币 176,906,424 元。

2009 年 5 月 中大股份成立董事会特别委员会对未来公司每股收益和净资产、资产状况、业务开展、再融资、持续稳定发展等方面进行检讨和评估，安排优化有关重大资产重组后续措施。特别委员会履行职责的期限暂定为 3 个月。

影响资产注入实施的问题主要集中在以下两个方面：

（1）由于物产元通尚难以有效落实实质性债务保全安排，无法预估可能造成的损失，因

此无法准确评估诉讼对本次交易可能造成不利影响的程度。

(2) 物产集团对物产元通出具了业绩承诺，若物产元通在 2007 年 10-12 月、2008 年的实际赢利水平低于 563.97 万元和 10049.83 万元，以及 2009 年和 2010 年的实际赢利水平低于 10811.28 万元和 11661.59 万元，物产集团将就其差额部分进行现金补偿。受汽车经销市场持续低迷的影响，物产元通 2008 年的实际赢利水平低于承诺，2009 年和 2010 年的赢利也有可能低于承诺。如果收购完成，物产集团不仅需要对 2008 年的赢利差额进行补偿，还需要对 2009-2010 年可能出现的业绩差额进行补偿。

由于证监会的批文将于 2009 年 10 月到期，为保证此次收购能够在此时点前完成，目前有两种解决方案：

(1) 物产集团就可能的诉讼损失做出承诺并对物产元通的业绩差额进行补偿；

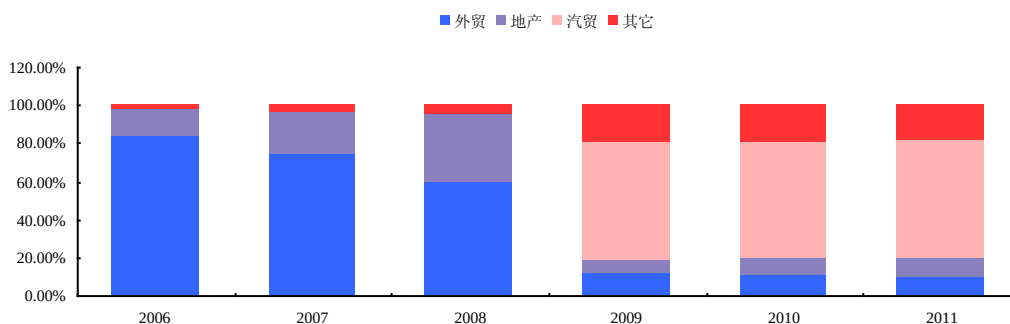
(2) 对资产进行重新评估，并根据评估价值对增发的股票数量进行调整；

由于第二种方案需经过证监会的重新审批，从双方意愿分析并不现实。因此最终的解决方案将取决于物产集团，即物产集团保证物产元通的资产质量不受诉讼事件和经营变化的影响。如果简单放弃资产注入将与物产集团入主中大股份的初衷相背离，也将不利于公司的长远发展。

2009 年 7 月公司发布公告，物产元通所涉及不良债权的重整参与人已提出可行的重组方案。重整参与人将配合常熟科弘等 4 家公司管理人完善和细化重整计划，并向法院提交。经债权人大会审议通过或法院判决的重整计划即为最终的重整计划。同时公司正积极推进收购物产元通 100%股权的工作。

由于诉讼出现转机，我们认为收购物产元通有望在 2009 年 10 月前完成，汽车销售及后服务、地产和期货经纪业务共同推动公司发展的经营模式将最终形成。

图 2、中大股份各业务收入比例 (%)



资料来源：中国银河证券研究所

从表面看，汽车销售及后服务、地产和期货经纪业务似乎是互不相关的业务，是公司发展过程中形成的不同业务路径。从公司战略角度出发，汽车销售及后服务、地产和期货经纪业务将在“资金互融”“客户互融”和“业务互融”上形成协同效应。

1、无论是对外贸易还是汽车贸易，在业务过程中都会产生充足的现金流，但贸易业务的

毛利率相对较低。因此毛利率相对较高，对资金需求量较大的地产业务和贸易业务可以在资金平台上实现优势互补。

2、“客户互融”表现为各业务在“客户资源”、“服务体系”和“区域发展”的一致性。(1)元通汽车俱乐部和中大房产星客会两大客户平台可以相互融合；(2)公司可在统一的客户平台上加强品牌建设并提升服务质量；(3)中大房产在长江沿岸的布局也为元通汽车走出浙江提供了目标市场和业务扶持。

3、中大房产、中大期货和物产集团在大宗商品交易上也可实现协同发展。

公司的多元发展战略可围绕消费升级这一背景构筑相互关联的有机整体，特别是向好的经济环境对汽车销售及后服务、地产和期货经纪业务具有很强的拉动效应。因此公司将步入业绩成长的快车道。

四、物产元通是汽车经销行业的领先者

(一) 我国汽车经销行业受到体制制约

2006 年底国家正式实施的《汽车品牌销售管理实施办法》规定经销商必须获得汽车供应商的授权才能开展汽车销售业务。管理办法的核心是品牌授权和区域限制，这就强化了生产商的话语权。生产商为完成销售网络的布局，大力推广 4S 店的建设，造成我国 4S 店数量扩张过快，过度投资造成过度竞争，因此汽车经销体制成为影响行业发展的重要原因。在这种经销体制的制约下，汽车经销行业的整体赢利状况不容乐观：

(1) 从价值链分析，大多 4S 店还处于 2S 店的阶段，赢利模式主要通过整车和零配件销售来维系，因此位于价值链的低端。随着市场竞争的加剧，整体利润率逐步走低已成为事实。汽车经销商只有通过发展后服务才能确保赢利能力的稳定增长。

(2) 从产业链分析，大多 4S 店依托汽车厂商品牌的影响力，未能建立和培养自己的品牌，对厂家有极为明显的依附性，因此在产业链中处于从属的地位，在市场行情低迷时往往成为厂家转嫁经营风险的对象。

(3) 从品牌选择分析，4S 店持续发展的基础是主流品牌重在规模，高端品牌重在厚利，即主流品牌依托较高的汽车销量和保有量，高端品牌则受益于高价格产生的高毛利。其它品牌的经销商相对更易受到市场的冲击。

(4) 从规模效益分析，高昂的门店投入要求规模化和集约化经营。目前高端品牌 4S 店建店成本超过 3000 万元，主流品牌也需要 1000-2000 万元，中级 4S 店的年运营费用在 700-1000 万元，这为日常经营埋下了高风险的伏笔。只有在扩大经营规模的基础上实现资源整合才能提高抗风险能力。

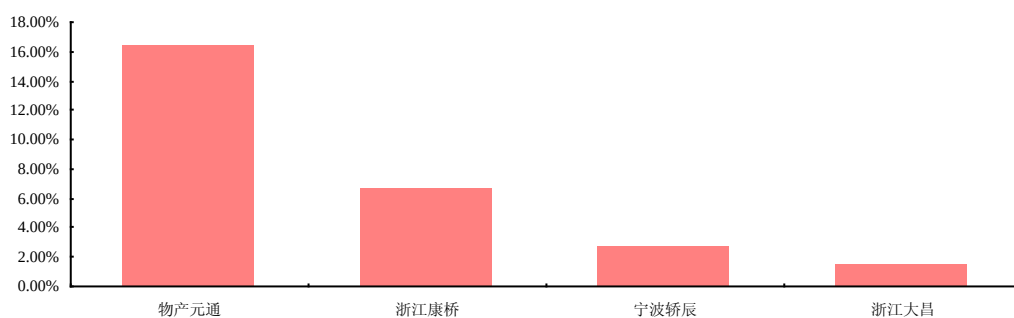
随着国内汽车普及程度的不断提高，我国汽车经销行业正处于一个快速发展的时期，也处于一个蜕变升级的时期。我们认为行业的发展趋势将是培养自身品牌为核心，向价值链高端的后服务市场延伸，以多品牌经营为中心，向集团化和规模化的方向发展。

(二) 物产元通具有独特的竞争优势

1、物产元通在浙江汽车经销市场处于领先地位

公司是浙江省汽车销售的龙头企业，汽车销售占浙江省新上牌量的 15-20%。公司被国内外 60 余家汽车品牌授权为特许经销服务商。公司拥有的 4S 店数量近 90 家，公司最大的竞争对手-浙江康桥的 4S 店数量不超过 30 家。除直接从汽车厂商取得授权外，公司还运用收购的方式实现规模的扩张。许多业务模式单一、品牌效应较弱的汽车经销商目前处于较为困难的境地。收购可以使公司以较为合理的价格整合这些资源，充分发挥公司的品牌和网络优势，不断巩固公司在浙江汽车销售行业领跑者的地位。“买汽车，到元通”已成为浙江省汽车消费者的共识。

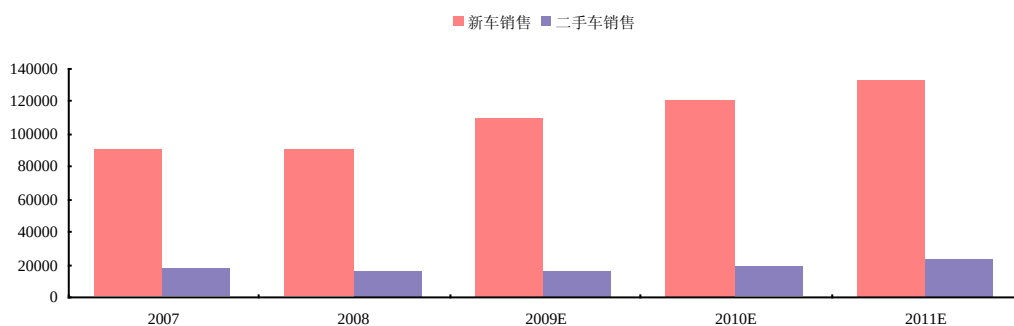
图 3、浙江省主要汽车经销商市场占有率 (%)



资料来源：中国银河证券研究所

2008 年受汽车市场低迷的影响，物产元通的新车销售出现了停滞的局面。随着汽车市场进入全面复苏，我们预计 2009-2011 年物产元通新车销售将保持 5-10% 的增长。

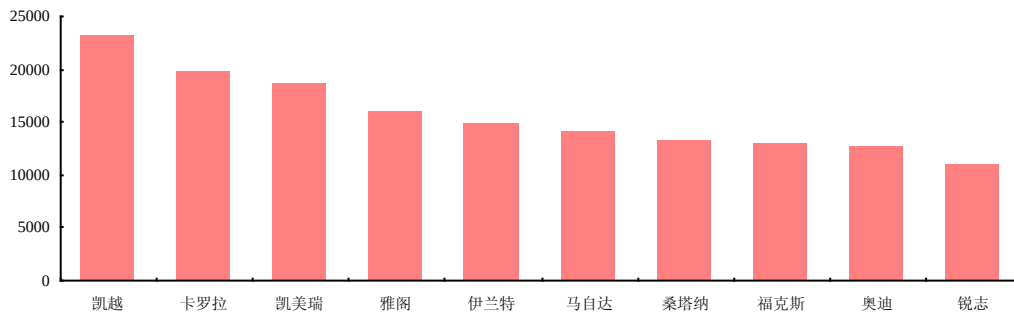
图 4、物产元通新车和二手车销售量 (量)



资料来源：中国银河证券研究所

浙江省的私人汽车拥有量居全国第三位，其中中高档车的消费量居全国首位。2008 年上牌量排名前十位的轿车多为中高档汽车，占浙江 2008 年汽车销量的 47.69%。奥迪和宝马在浙江的销量远远超过奇瑞 QQ 和夏利销量的事实，更是反映了浙江以中高档车为主的汽车消费习惯。

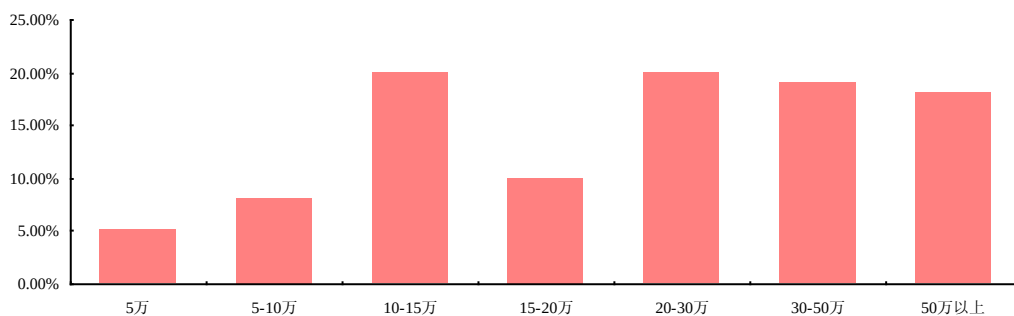
图 5、2008 年浙江省国产轿车上牌量前十名（辆）



资料来源：中国银河证券研究所

在物产元通的汽车销售结构中，奥迪等中高档品牌汽车不仅是收入的贡献主体，更是利润的贡献主体。但从高端到低端的完整的产品系列不仅可以扩大公司的客户范围，而且有助于提高公司与厂商的谈判实力。

图 6、物产元通汽车销售额按汽车单价分布（%）

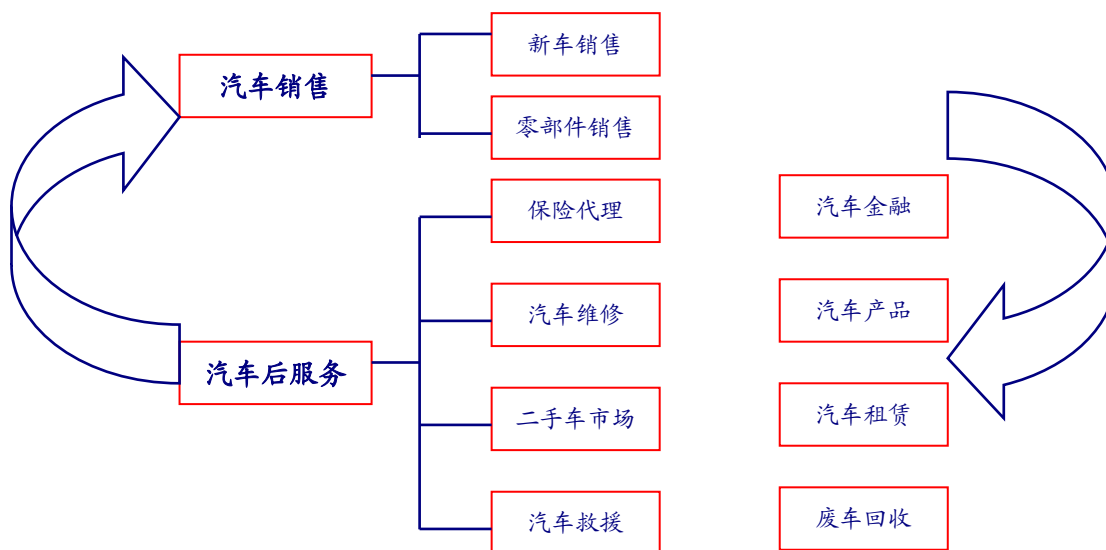


资料来源：中国银河证券研究所

2、后服务将成为汽车经销业务的利润重心

汽车后服务市场主要是指汽车从售后到报废整个生命周期中的服务产业。从销售利润看，国外成熟汽车市场中，整车的销售利润约占整个汽车业利润的 20%，零部件利润约占 20%，而 50% 至 60% 的利润是在服务领域中产生的。在一般情况下，汽车在使用四年到九年之间，其售后服务的市场最大。因此从 2007 年开始，我国将进入后服务市场的一个较高增长期。

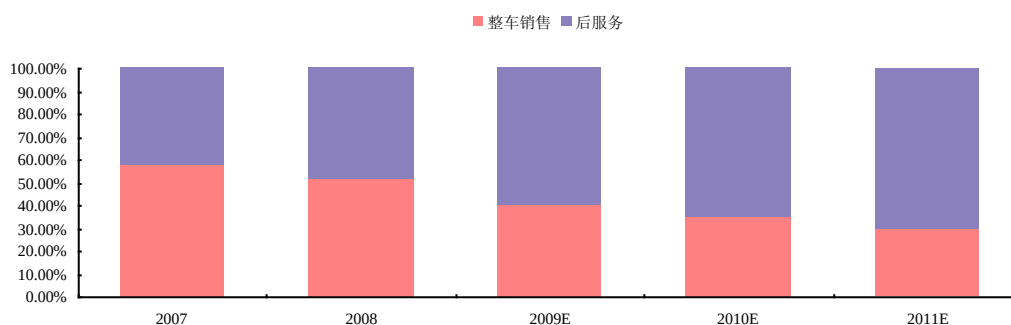
图 7、物产元通汽车贸易服务业务链



资料来源：中国银河证券研究所

物产元通具有完整的汽车后服务产业链，后服务的收入增速大大高于整车销售。由于整车销售的毛利率仅为 2-3%，而后服务的毛利率高达 35-40%。因此后服务正逐步取代整车销售，成为汽车经销业务的利润重心。

图 8、整体销售和售后服务的毛利贡献率（%）

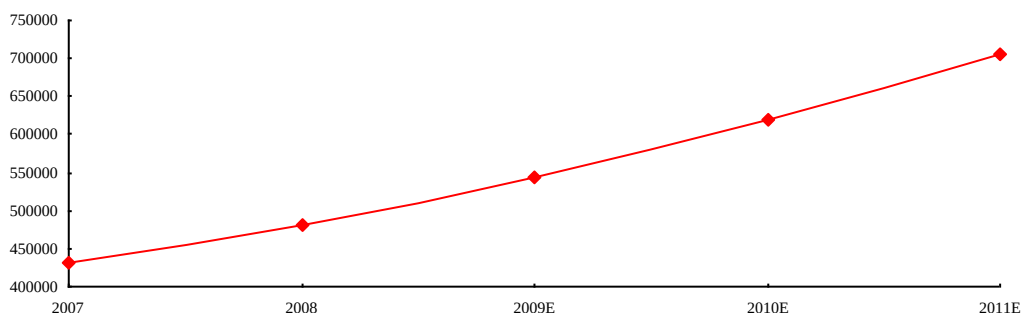


资料来源：中国银河证券研究所

1、品牌优势有助于提高客户保有量

后服务是建立保有客户的基础上的。客户保有量的增加主要取决于公司的品牌形象。“元通”品牌在浙江省享有很高的声誉。公司通过销售和服务丰富品牌内涵，不断提高品牌的认知度和客户的忠诚度。而客户的忠诚度对公司的后服务，特别是保证客户长期选择 4S 店的服务，是极为关键的。根据客户调查，90%使用过元通服务的消费者都会向周围推荐元通。据估计 70-80%通过元通购买新车的用户都会继续使用元通的服务。

图 9、物产元通售后服务业务客户保有量



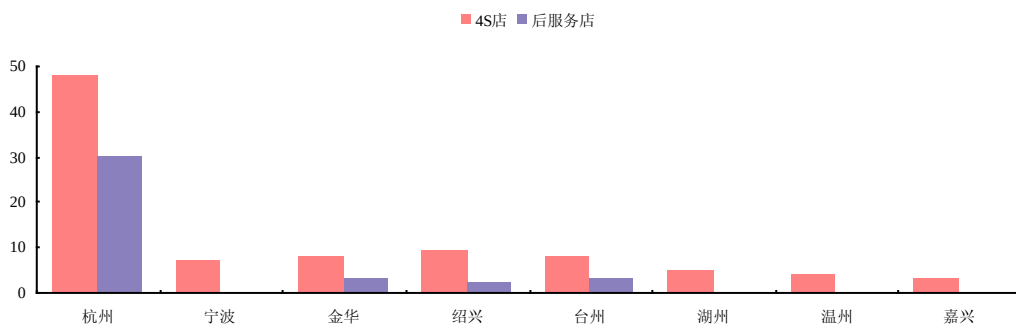
资料来源：中国银河证券研究所

2、销售网络推动后服务体系的深化

在浙江省主要的汽车经销商中，浙江康桥、宁波轿辰和浙江大昌的业务分别集中于杭州、宁波和金华地区，只有物产元通建立了遍及浙江的销售网络。这对提高物产元通的汽车销量，特别是推动汽车后服务业务，是十分重要的。

例如，公司的汽车救援实行会员制，分为单位会员和个人会员。其目的不在于赢利，主要是支撑整个汽车服务体系，并且可以带来更多的维修业务。由于公司拥有遍布浙江的网络，可以实现杭州市区半小时、浙江省 1 小时的服务承诺，在价格上也具有竞争力。这大大增强了公司在汽车经销市场的影响力。

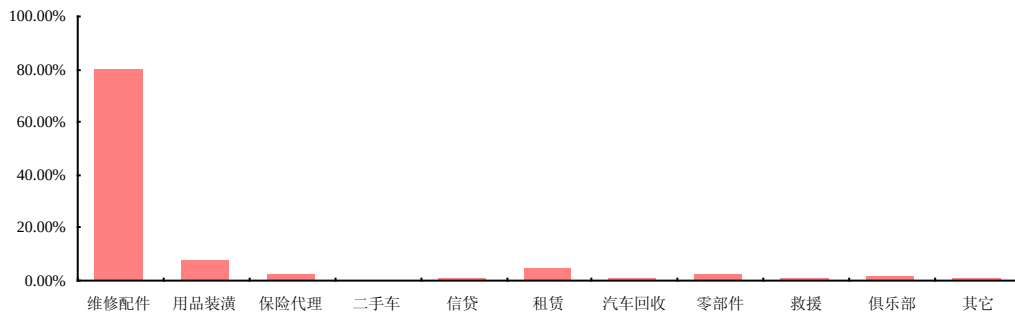
图 10、物产元通汽车销售网络地区分布



资料来源：中国银河证券研究所

提高后服务收入和利润的比例是提升公司赢利能力的重要手段，而集约化经营又是提升后服务的重要途径。例如通过对保险代理实行统一管理，2009 年上半年保险代理收入同比上升了 110%。

图 11、后服务业务收入比例

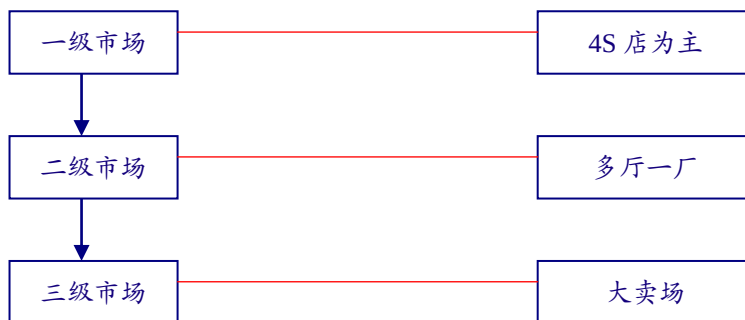


资料来源：中国银河证券研究所

（三）横向和纵向拓展汽车经销空间

1、利用多种模式向二三级城市扩展

图 12、物产元通三级市场模式



资料来源：中国银河证券研究所

4S 店由于成本较高，在二三级城市往往显得并不经济。物产元通利用多种模式向二三级城市扩张，特别是大卖场模式，有望成为未来汽车经销的一种主流趋势。

2、向省外复制经营模式

物产元通在不断扩大浙江省汽车销售份额的同时，将通过收购或与当地汽车经销商合作的方式，将这一模式复制到全国其它地区。扩张对象不仅是市场环境 with 浙江类似的地区，例如江苏省，而且还包括尚未进入 R 值临界点的地区。

从汽车市场比较发达国家的普遍规律看，R 值（汽车销售均价/人均 GDP）大于 3 时，汽车保有量提升很慢；R 值达到 3，尤其是达到 2 以后，汽车的保有量会出现迅速的提升。目前浙江省 R 值已达到 3，汽车消费进入快速增长的时期，而且根据国际经验，这一时期将持续 20-30 年。目前我国进入 R 值临界点的地区普遍存在竞争激烈、利润向售后服务转移的趋势。而那些尚未进入 R 值临界点的地区，无论在市场空间、竞争程度还是赢利前景上，都是物产元通潜在的目标市场。

五、中大房产正进入收获期

中大房产成立于1992年，上世纪90年代在杭州创建了中大广场、中大宾馆、中大凤栖花园、中大文锦苑、中大吴庄等一系列代表当时行业顶尖水平的楼盘。通过“中大·吴庄”这一杭州首个地王项目的挑战，奠定了全国性品牌地位。世纪之交中大房产的年销售额一度位居浙江省第二位，仅次于绿城。2002年起公司从杭州走出，选择了长江沿岸的城市作为重点拓展领域。通过历年的积累，已经在长江沿线八个城市（上海、杭州、宁波、绍兴、无锡、南昌、武汉、成都）拥有11个在建及储备项目，总计土地面积3057亩，总建筑面积346万平方米（含富阳项目792亩，总建筑面积约57万平方米），逐步形成了独有的战略布局模式——“长江战略”。

表6、公司发展历史纵览

1992年	浙江中大（集团）房地产开发公司正式成立。
1995年	通过招标获得杭州中大广场地块的开发权。
1996年	中大宾馆和中大广场开工建设。
1998年	获得房地产开发企业二级资质，同年，杭州中大·凤栖花园开盘。
1999年	竞标获得吴山地区四宜路附近的土地开发权，开发“吴庄”项目。
2001年	7月 中大·吴庄被评为建设部“21世纪人居经典方案竞赛”最高奖——综合大奖。 2000年10月首日开盘销售过亿。
2002年	3月公司参与无锡荷花里低洼地区旧城改造项目合作开发项目； 4月公司参与南昌市土管局出让的青山湖西岸地块的拍卖并成立南昌中大房地产公司。
2003年	5月公司竞拍获得无锡锡山区东亭镇柏庄地块330亩土地。 9月公司中标上海松江涞坊路5号地块开发权。
2004年	公司房地产开发资质晋升为一级资质。同年成立中大成都公司。同年组建了中大房地产有限公司为母公司，八家地产公司为子公司的房地产企业集团。10月，成立中大武汉永丰房地产开发公司。
2005年至今	先后开发了上海九里德、无锡诺卡小镇、南昌青山湖花园、南昌紫都项目、武汉长江紫都、成都君悦金沙项目等项目，并陆续获得绍兴、武汉城中村改造项目、杭州西郊富阳项目等土地储备，为公司未来五年内的持续快速发展奠定了基础。

资料来源：中国银河证券研究所

（一）土地储备超过300万平方米

中大房产的竞争优势首先在于公司生于杭州，擅于打造临水江景房，所选地块位置均处于长江沿岸省会城市的临水地块，擅于结合地块的风景性进行开发。一直秉持“建设和美人居，创造城市品格”的开发理念。其次开发面积一般比较大，处于当地的核心地段或者风景优美的地段。而且拿地时间较早，平均地价1200元/平方米，由于开发周期比较长，客观上使得公司项目获得了土地升值的收益。

表 7、中大房产各地项目储备情况

城市	项目	位置	权益	总建 面积	权益 建面	性质	楼面价 (元/平方米)	均价 (元)	进展
上海	九里德	松江区涞坊路 666 弄	85%	22.5	19.13	公寓、联排别墅	1431	16000	在售
杭州	富阳项目		60%	57	34.20		2759		未开盘
嵊州	嵊州项目		85%	12.3	10.46		1780		未开盘
无锡	颐和湾	苏州北塘区北大街	90%	20.4	18.36	高层	1260	7500	售完
	诺卡小镇	柏庄路跟新明路交汇处	90%	34.5	31.05	多层、高层住宅	858	5200	在售
南昌	青山湖花园	南昌青山湖西岸	90%	23	20.70	别墅，多层， 小高层	700	5600	在售
	紫都	南昌解放西路	90%	20.4	18.36	多层、小高层	1192	4500	在售
武汉	长江紫都	武昌南外滩白沙洲阮家巷	45%	74	33.30	小高层、高层	449	6500	在售
	水墨兰轩		45%	4.7	2.12		1505		未开盘
	城中村项目		45%	22.5	10.13		2000		未开盘
成都	君悦金沙	成都青羊区青江西路	78%	54.8	42.74	多层、小高层	515	6800	在售
总计				346.1	240.53				

资料来源：中国银河证券研究所

上海 中大九里德

中大九里德(九如堂)位于松江北九亭板块，A9 高速、沪松公路、地铁九号快速直达徐家汇、虹桥两大城市中心。中大九里德总占地面积约为 25 万平方米，总建筑面积约 23 万平方米。小区以别墅物业规划，整体容积率仅为 0.9，绿化率达到 46%。由小高层公寓、联排别墅、商业街区组成。小区分二期开发，其中一期由 6 幢高层公寓组成（含 1 栋酒店式公寓、1 栋精装修），建筑面积约 5 万方，共 556 户宽景小高层。二期联排别墅总建面超过 9 万平方米。该项目 5 月份创下一个月销售 32 套的记录，二期均价 15000 元。

无锡 诺卡小镇

中大诺卡小镇（诺卡花园）位于锡山区新明中路与规划道路交汇处，总建筑面积 32.5 万平米，容积率 1.50，绿化率 47.1%。

项目分 3 期开发，一期为 25 栋多层住宅以及会所，商品房总建筑面积为 106821.8 平方米，其中住宅面积为 86209.62 平方米，商业用房面积为 1477.08 平方米，地下车库（位）面积为 18756.59 平方米，公建配套面积为 378.51 平方米。

二期圣塔广场，户型上可供选择的种类很多，从 60 平方米到 144 平方米的各种户型都有，基本能满足各种消费层次的需要。

南昌 青山湖花园

中大·青山湖花园位于风景秀美的青山湖西岸，317 公顷的青山湖湖面广阔、碧波荡漾，青山湖西岸上万棵香樟的生态优势在南昌可以说是得天独厚，所以青山湖一直被称为“南昌市的绿肺”。中大青山湖总规划 240 亩，总户数是 1685 户，小区规划有别墅、多层、小高层和高层。在小区的外围还规划了部分店铺做商业街。

南昌 紫都

项目位于南昌市东南部，北侧为解放路，东临玉带河，南临规划用地。项目设计为高层和小高层住宅。总建筑面积约为 234902 平方米，其中地上建筑面积为 205270 平方米。项目一期开发总面积为 56823.11 平方米，其中地上面积 45606.9 平方米，包括住宅面积 39311.2 平方米。商业面积 3082.4 平方米，办公用房面积 3213.3 平方米。

图 13、中大九里德(上海)



资料来源：中国银河证券研究所

图 15、南昌中大青山湖花园



资料来源：中国银河证券研究所

图 17、南昌 紫都



资料来源：中国银河证券研究所

图 14、无锡诺卡小镇



资料来源：中国银河证券研究所

图 16、南昌中大青山湖实景



资料来源：中国银河证券研究所

图 18、无锡颐和湾公寓



资料来源：中国银河证券研究所

武汉 长江紫都

中大长江紫都位于武昌南外滩，北起湖北省造船厂，东临武金堤，南至八坦路，西靠长江，总占地面积约为 1500 亩，总建筑面积约为 150 万平方米，拟入住人口约 4 万人，总建设开发周期约为 10 年左右，是和武昌区政府共同开发建设的。

项目一期和二期总建筑面积 30 万平方米，绿化率高达 40%以上。一期总建筑面积约 13 万平方米，总户数 1110 户，2005 年开盘，现已全线交房。二期为高品质一线江景房，由 10 栋 11 层的小高层和 5 栋 18 层的高层组成，总建筑面积约为 17.6 万平方米，总户数 1156 户，户型面积从 95 平米—240 平米不等。自 2007 年 5 月第一组团开盘后，二组团、三组团、四组团相继开盘热销。

成都 君悦金沙

中大·君悦金沙是中大房地产集团进军西南的首个地标性地产项目，位于金沙遗址旁，占地面积 235 亩，项目规模逾 70 万平米，其中住宅用地 145.2 亩，可建建筑面积 30 万平方米，商业用地 89.8 亩。项目总投资超过 10 亿元，是金沙核心唯一的城市生活大城。一期、二期已经交房。

图 19、武汉长江紫都一期紫薇苑



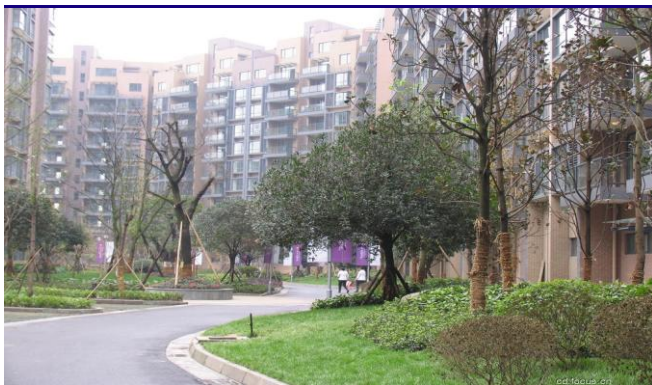
资料来源：中国银河证券研究所

图 20、武汉长江紫都二期紫兰苑



资料来源：中国银河证券研究所

图 21、成都 君悦金沙



资料来源：中国银河证券研究所

图 22、成都 君悦金沙



资料来源：中国银河证券研究所

公司未开发项目有三个，分别为嵊州项目，权益建筑面积 12 万平米；武汉十里城中村项目，权益建面 10.1 万平米；杭州富阳项目（西郊半岛），权益建面 34 万平米。这三个项目的开发周期为 2010 年到 2015 年之间。

富阳项目(西郊半岛项目)

中大·杭州西郊半岛项目位于“两江一湖”接合部、“西湖-富春江-千岛湖-黄山”中国黄金旅游线上，总占地约 800 亩、总建筑面积达 57 万平方米。项目距离杭州市区 40 公里左右，通过杭富沿江公路及杭千高速与杭州市区相接，从项目到市中心武林广场的车程在 40 分钟左右，是公司重回杭州的重要项目。

(二) 2009-2011 年盈利预测

1、基本假设和赢利预测：

- 1) 地产 2009、2010、2011 年的利润来自于在建项目，包括上海九里德、无锡诺卡小镇、南昌青山湖花园、南昌紫都项目、武汉长江紫都、成都君悦金沙项目。
- 2) 未来三年结算面积及均价假设见下表，假设 2010 年房价在 2009 年基础上上涨 10%，2011 年在 2009 年基础上上涨 15% 计算结算均价。
- 3) 各项目毛利率预测如下表。
- 4) 各项目开发周期预测如下表。

表 8、中大房产在建项目未来三年结算面积及价格预测（万平方米）

城市	项目	项目总权益 建筑面积	未结算建面 (含未开发)	09 年结 算面积	10 年结 算面积	11 年结 算面积	09 年结算 均价（元/ 平米）	预测 毛利率	开发 周期
上海	九里德	19.13	17.77	2.91	4.5	5	16000	40%	2008-2012 年
无锡	诺卡小镇	31	25.41	3.17	7.5	8	4600	28%	2008-2012 年
南昌	青山湖花园	20.7	14.37	5.76	6.5	2.71	5800	47%	2007-2011 年
	紫都	18.36	17.15	7.87	4.5	4.5	4500	29%	2007-2010 年
武汉	长江紫都	33	43.9	4.79	8	10	6100	28.9%	2007-2012 年
	水墨蓝轩	2.1	4.9	2.1	2.3		6000	29%	2008-2010 年
	十里城中村	10.13	31				6300	30%	2009-2013 年
成都	君悦金沙	42	46.06	6.01	8.5	7.4	5800	35%	2008-2010 年
嵊州	剡溪花园	12	12.3				6000	25%	2010-2012 年
杭州	西郊半岛	34	52			3.2	10000	25%	2009-2015 年
合计			264.87	30.51	39.5	40.81			

资料来源：中国银河证券研究所

表 9、中大房产 09、10、11 年各项目净利润预测

城市	项目	09 年净利润 (百万元)	10 年净利润 (百万元)	11 年净利润 (百万元)	权益 比例	09 年权益净 利润 (百万元)	10 年权益净利 润 (百万元)	11 年权益净利 润 (百万元)
上海	九里德	7719.50	11937.38	13263.75	0.85	6561.58	10146.77	11274.19
无锡	诺卡小镇	289.82	2643.13	4907.28	0.90	260.84	2378.82	4416.55
南昌	青山湖花园	7071.84	10143.41	3437.70	0.90	6364.66	9129.07	3093.93
	紫都	2068.83	2344.78	3864.33	0.90	1861.94	2110.30	3477.90
武汉	长江紫都	781.37	4104.90	8980.99	0.45	351.62	1847.21	4041.44
	水墨蓝轩				0.45			
	十里城中村				0.46			
成都	君悦金沙	2352.92	5823.17	10358.11	0.78	1835.27	4542.07	8079.33
嵊州	剡溪花园				0.85			
杭州	西郊半岛				0.60			
合计						17235.90	30154.24	34283.34
EPS 贡献						0.30	0.57	0.62

资料来源：中国银河证券研究所

2、RNAV 估值

表 10、中大房产已经开发及未开发项目储备的权益净利润现值 (百万元)

城市	项目	权益比例	净利润现值	权益净利润现值
已开发项目:				
上海	九里德	85%	48081.72	40869.46
无锡	诺卡小镇	90%	3195.00	2875.50
南昌	青山湖花园	90%	20500.11	18450.10
	紫都	90%	9833.88	8850.49
武汉	长江紫都	45%	27339.74	12302.88
	水墨兰轩	45%	3098.00	1394.10
成都	君悦金沙	78%	38834.00	30290.52
未开发项目:				
杭州	富阳项目	60%	27697.78	16618.67
嵊州	嵊州项目	85%	5826.34	4952.39
武汉	城中村项目	45%	14104.52	6347.03
总计			150429.36	142951.14

资料来源：中国银河证券研究所

对已开发项目未结算部分每年的预测权益净利润按照开发周期进行折现，折现率采用 8% 来计算权益净利润的现值；对未开发项目根据预测的开发周期进行分期权益净利润的估算后，采用 8% 进行折现；加总两者的折现值，得到地产业务的土地储备权益净利润的净现值。中大房产业务净资产值为 5.5 亿元。地产业务的重估净资产值为 19.8 亿元。

表 11、中大房产 RNAV 计算表 (亿元)

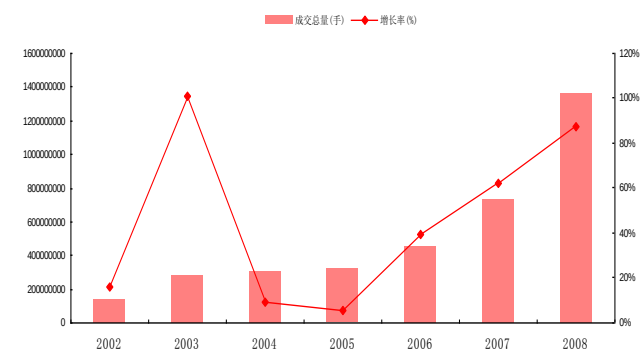
按增发前股本计算		按增发后股本计算	
项目储备权益净利润现值	14.3	项目储备权益净利润现值	14.3
房地产业务净资产	5.5	房地产业务净资产	5.5
重估净资产值	19.8	重估净资产值	19.8
总股本（亿股）	3.74	总股本（亿股）	4.3
RNAV（元）	5.35	RNAV（元）	4.6

资料来源: 中国银河证券研究所

六、期货业务面临历史机遇

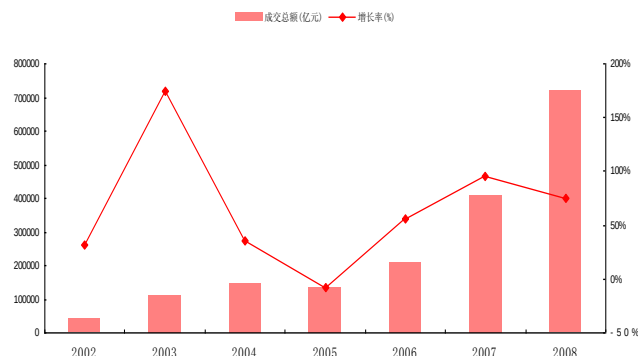
2008 年我国期货市场成交量达到 13.6 亿手, 成交额为 71.9 万亿元, 同比分别增长了 87.24% 和 75.52%。期货市场的飞跃得益于我国宏观经济的高速增长和期货品种的不断增长。随着大宗商品市场的重新活跃和钢材期货等新品种的不断推出, 我们预计 2009-2011 年我国期货市场将依然保持高速增长。

图 23、我国期货市场成交总量 (手) 和增长率 (%)



资料来源: 中国银河证券研究所

图 24、我国期货市场成交总额 (亿元) 和增长率 (%)

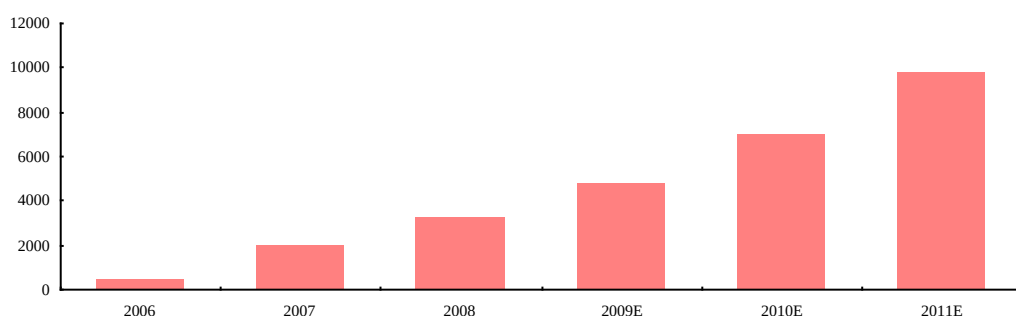


资料来源: 中国银河证券研究所

资产收购完成后, 公司拥有中大期货和大地期货两大期货公司。根据 2007 年全国期货公司按代理金额排名, 中大期货位于第 4 位, 大地期货位于第 35 位, 其中中大期货连续 7 年代理金额全国十强。在股指期货上, 中大期货获中金所交易结算会员资格, 大地期货获交易会员资格。目前中大期货在杭州、北京、上海、重庆、福州、永康、温岭和温州设有营业部, 大地期货在杭州、温州、宁波、衢州和台州设有营业部。

期货市场竞争激烈, 费率从长期看是下降趋势。虽然中大期货拥有股指期货牌照, 但股指期货出台后将面临券商系期货公司的有力竞争。公司在期货研究和客户服务上具有很强的竞争优势, 浙江期货市场为公司搭建了广阔的空间, 而期货分类监管也为公司提供了难得的发展机遇。我们预计 2009-2011 年中大期货的利润增速将保持在 40-50%。

图 25、中大期货净利润增速（%）



资料来源：中国银河证券研究所

七、投资业务值得关注

中大股份还持有部分上市公司的股权，并持有部分非上市金融企业的股权。

表 12、持有上市公司股权情况

证券代码	证券简称	持股数量(万股)	持股比例	持股成本(万元)	最新市值(万元)
002050	三花股份	1793	6.79%	7040	28502
002263	大东南	184	0.75%	273	1405

资料来源：中国银河证券研究所

表 13、持有非上市金融企业股权情况

企业名称	持股数量(股)	持股比例	初始投资(万元)	账面价值(万元)
国泰君安	9529993	0.16%	800	972
广发银行	24142305	0.21%	6000	6000

资料来源：中国银河证券研究所

八、风险因素

1、汽车销售政策

我国《汽车品牌销售管理实施办法》要求汽车经销商须获得汽车供应商品牌汽车销售权。如果国家的汽车销售政策出现调整，必然会对汽车销售服务市场的格局产生重大影响，公司的业务模式可能需要根据环境进行改变。

2、汽车市场环境

随着经济指标逐步向好，中国宏观经济触底逐渐成为共识，消费者信心正得到恢复，汽车市场出现全面复苏。如果经济出现二次探底，消费者信心将会受到冲击，汽车销量将会再度下滑，汽车销售及后服务收入将会低于预期。

3、公司融资能力

公司在浙江省的汽车网络建设和向全国其它地区的扩展必然需要资金的支持，特别是汽车经销行业正成为一个资金密集型的行业。如果公司未能如期获得所需的资金，公司的扩张计划将会推迟。

4、国家房产政策

目前国内房地产市场进入全面繁荣期，部分地区房价超过 2007 年高点。国家已出台房贷政策抑制二手房投机。如果房价加速上升的势头无法得到控制，国家预计将继续收紧房贷政策并采取其它措施给市场降温，这将引发房地产市场需求下降，从而影响公司的房地产业务。

5、期货市场竞争

我国期货市场处于高速发展时期，但期货公司的竞争日趋激烈，价格战不断升级，特别是券商系期货公司为争夺市场份额不断降低费率水平。如果这一局面加剧，将影响公司期货业务的赢利预期。

九、公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

中大股份是国家原外经贸部（现商务部）推荐的首家上市公司，原来的主营业务为外贸、房地产业和投资业务三大领域。浙江物产入主后，主营业务转变为汽车销售及后服务、房地产和期货。公司的汽车贸易概念独特，业务模式具有很强的前瞻性和可复制性，发展前景广阔。中大房产是长三角地区著名的地产品牌，土地储备充足，取得成本较低，目前正进入收获期。我国期货行业正进入高速发展期，中大期货和大地期货位居我国期货公司前列，将依托物产集团，重点发展商品期货。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	物产元通拥有品牌和网络优势，在浙江省处于领先地位 汽车销售和后服务模式具有很强的前瞻性和可复制性 中大房产土地储备充足，成本较低	分值：4.5
劣势	物产元通的扩张受到汽车生产商的制约 中大房产开发周期长，资金成本较高	分值：3.5
机会	汽车经销行业集中度低，整合空间巨大 新品种不断推出，期货行业面临发展机遇	分值：4.5
威胁	地产市场受国家宏观调控 中大期货面临券商系期货公司竞争	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.4
供应商力量	随着《汽车品牌销售管理实施办法》出台，生产商对经销商的控制不断加强	分值：2.0
新进入壁垒	行业壁垒较低，但资金壁垒不断提高	分值：3.0
客户力量	议价能力较强，对服务的要求不断提高	分值：4.0
替代产品	新的经销模式不断出现	分值：4.0
竞争对手	竞争激烈，但主要集中于价格竞争	分值：4.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

表 14、公司报表和主要财务指标预测表

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1626	1500	3273	3703	4104	营业收入	4138	4417	21818	24683	27358
应收票据	36	160	0	0	0	营业成本	3485	3623	19979	22395	24759
应收账款	346	624	2989	3381	3748	营业税金及附加	97	113	262	296	328
预付款项	289	2173	2173	2173	2173	销售费用	222	256	698	790	875
其他应收款	628	306	1745	1975	2189	管理费用	129	144	393	444	492
存货	2730	5661	17516	19634	21707	财务费用	-1	12	30	30	30
其他流动资产	0	284	284	284	284	资产减值损失	-11	18	15	15	15
长期股权投资	141	1015	1015	1015	1015	公允价值变动收益	3	-1	0	0	0
固定资产	327	311	185	239	300	投资收益	88	53	60	45	20
在建工程	22	5	52	76	88	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	308	304	502	759	877
无形资产	2	514	463	411	360	营业外收支净额	-3	-5	0	0	0
长期待摊费用	5	22	20	18	16	税前利润	306	298	502	759	877
资产总计	7019	15808	31281	34574	37747	减: 所得税	91	80	125	190	219
短期借款	1134	1087	8950	7883	6367	净利润	214	218	376	569	658
应付票据	10	1598	2737	3068	3392	归属母公司净利	148	151	276	417	483
应付账款	1243	1653	8210	9203	10175	少数股东损益	66.79	67.05	100.35	151.71	175.47
预收款项	1350	2356	4537	7006	9741	基本每股收益	0.39	0.40	0.63	0.95	1.10
应付职工薪酬	38	127	127	127	127	稀释每股收益	0.39	0.40	0.63	0.95	1.10
应交税费	-7	84	84	84	84	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	114	576	576	576	576	成长性					
其他流动负债	59	23	23	23	23	营收增长率	-2.6%	6.8%	393.9%	13.1%	10.8%
长期借款	241	5388	1059	1059	1059	EBIT 增长率	63.5%	37.1%	72.9%	55.8%	19.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	107.0%	2.6%	82.2%	51.2%	15.7%
负债合计	5055	10419	26326	29050	31565	盈利性					
股东权益合计	1964	5389	4955	5524	6182	销售毛利率	15.8%	18.0%	8.4%	9.3%	9.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	3.6%	3.4%	1.3%	1.7%	1.8%
净利润	214	218	376	569	658	ROE	8.6%	3.0%	6.0%	8.3%	8.8%
折旧与摊销	43	23	71	76	81	ROIC	3.4%	1.5%	2.4%	3.9%	5.0%
经营活动现金流	566	-879	-5124	1682	2127	估值倍数					
投资活动现金流	77	25	-240	-155	-180	PE	42.9	41.8	26.9	17.8	15.4
融资活动现金流	61	407	7137	-1097	-1546	P/S	1.5	1.4	0.3	0.3	0.3
现金净变动	704	-447	1773	430	401	P/B	3.2	1.2	1.5	1.3	1.2
期初现金余额	933	1626	1500	3273	3703	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1637	1179	3273	3703	4104	EV/EBITDA	28.4	43.5	26.0	15.8	11.6

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究所预测

表 15、公司 DCF 折现模型

(万元)	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	28147	48674	75854	90235	49825	50872	53321	54472	55681	56951
所得税	7533	12169	18963	22559	12456	12718	13330	13618	13920	14238
NOPLAT	14403	20614	36506	56890	67676	37369	38154	39990	40854	41761
营运资金净变动	27426	-157636	-560907	105248	137810	281187	213788	224524	234759	245973
资本支出	3275	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000
自由现金流	-131497	-527272	159725	203602	317236	251203	264367	276061	288780	302105

WACC	11.81%	Ke	18.0%	28.50		G				
永续增长率	2.0%	Kd	7.5%			1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
终值	117647	t	25%	加权资本成本 WACC	9.31%	43.25	45.63	48.35	51.46	55.07
企业价值	2062600	Rf	5%		9.81%	39.02	41.04	43.33	45.93	48.91
非核心资产价值	251488	E(Rm)	0.15		11.31%	28.88	30.17	31.60	33.19	34.98
债务价值	811639	Rm - Rf	10%		11.81%	26.15	27.27	28.51	29.88	31.41
股权价值	1250961	D/A	50.8%		12.31%	23.67	24.66	25.73	26.92	28.23
股本	37475	E/A	49.2%		12.81%	21.42	22.28	23.22	24.25	25.39
每股价值	28.50	Beta	1.30		13.31%	19.35	20.11	20.94	21.84	22.83

资料来源：中国银河证券研究所

插图目录

图 1、资产收购完成后中大股份业务结构图.....	4
图 2、中大股份各业务收入比例 (%).....	5
图 3、浙江省主要汽车经销商市场占有率 (%).....	7
图 4、物产元通新车和二手车销售量 (量).....	7
图 5、2008 年浙江省国产轿车上牌量前十名 (辆).....	8
图 6、物产元通汽车销售额按汽车单价分布 (%).....	8
图 7、物产元通汽车贸易服务业务链.....	9
图 8、整体销售和售后服务的毛利贡献率 (%).....	9
图 9、物产元通售后服务业务客户保有量.....	10
图 10、物产元通汽车销售网络地区分布.....	10
图 11、售后服务业务收入比例.....	11
图 12、物产元通三级市场模式.....	11
图 13、中大九里德(上海).....	14
图 14、无锡诺卡小镇.....	14
图 15、南昌中大青山湖花园.....	14
图 16、南昌中大青山湖实景.....	14
图 17、南昌 紫都.....	14
图 18、无锡颐和湾公寓.....	14
图 19、武汉长江紫都一期紫薇苑.....	15
图 20、武汉长江紫都二期紫兰苑.....	15
图 21、成都 君悦金沙.....	15
图 22、成都 君悦金沙.....	15
图 23、我国期货市场成交总量 (手) 和增长率 (%).....	18
图 24、我国期货市场成交总额 (亿元) 和增长率 (%).....	18
图 25、中大期货净利润增速 (%).....	19

表格目录

表 1: 营业收入增长预测 (万元)	1
表 2: 毛利率变化假设 (%)	1
表 3: 敏感性分析	2
表 4: 绝对估值基本参数假设	3
表 5: 相对估值分析	3
表 6: 公司发展历史纵览	12
表 7: 中大房产各地项目储备情况	13
表 8: 中大房产在建项目未来三年结算面积及价格预测 (万平方米)	16
表 9: 中大房产 09、10、11 年各项目净利润预测	17
表 10: 中大房产已经开发及未开发项目储备的权益净利润现值 (百万元)	17
表 11: 中大房产 RNAV 计算表 (亿元)	18
表 12: 持有上市公司股权情况	19
表 13: 持有非上市金融企业股权情况	19
表 14: 公司报表和主要财务指标预测表	22
表 15: 公司 DCF 折现模型	23

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908