

公司简评 中大股份(600704)

► 2009年08月04日

资产收购即将落定，业务架构最终形成

推荐

维持评级

分析师：陈雷 ✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn ☎: 010-66568162

1. 事件

公司发布公告，董事会审议通过了《董事会特别委员会关于中大股份重大资产重组的报告》，同意在物产集团确保全面履行原有的所有承诺，确保物产元通在科弘的资产不受损失及物产元通其他资产质量的基础上，按原上报中国证监会的方案及申请文件，加快推进注入资产的验资工作，尽快完成此次定向增发。

2. 我们的分析与判断

1、中大股份收购物产元通的障碍得到解决

自2007年12月启动的中大股份通过定向增发收购物产元通的问题主要集中在以下两个方面：

(1) 2008年10月物产元通涉及诉讼案件，无法预估可能造成的损失及对资产质量的影响；

(2) 物产集团对物产元通出具了业绩承诺，若物产元通在2008-2010年的实际赢利水平低于10049.83万元、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。

在向董事会提交的报告中，特别委员会关于重大资产重组形成了如下结论：

(1) 由于常熟科弘等4家公司认可物产元通参与提交的重整方案，诉讼债权有望通过合理方式处置；

(2) 物产集团将依照承诺对物产元通2008年的业绩差额部分进行补偿；

(3) 随着宏观经济向好，中大房产和物产元通汽车业务的赢利能力大幅提高，继续实施本次重组对公司总体利益有利，并有助于后续募集增量资金，推动公司快速发展。

因此影响中大股份通过定向增发收购物产元通的障碍基本得到解决。由于董事会在资产重组上已达成一致，收购工作有望于10月前完成。

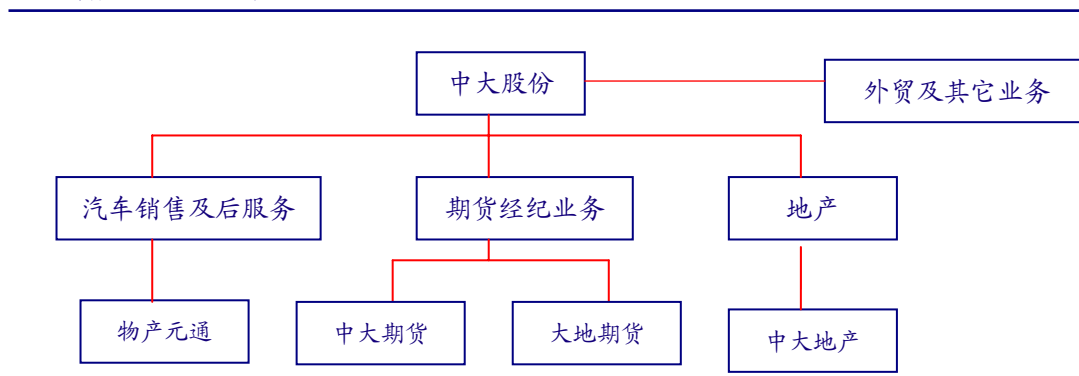
2、中大股份的业务架构最终形成

收购完成后，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业务架构将最终形成。物产元通是国内领先的汽车服务企业，虽然2008年受汽车市场低迷的影响经营业绩低于预期，但公司致力于发展后服务业务，在汽车市场回暖的环境下，赢利能力正得到恢复。中大房产土地储备充足，成本相对较低，2009年后将进入收获期，特别是富阳项目将成为房产业绩的重要动力源。中大期货和大地期货都处于高速成长期。这三项业务将推动公司业绩在经济复苏的大背景下步入快车道。

3. 投资建议

我们预计2009-2011年公司EPS分别为0.63元、0.95元和1.10元。我们认为公司的业绩成长不仅在于各业务的发展前景，还在于业务体系的协同效应和管理资源的整合效应。从本次资产收购的过程我们可以清晰地看出物产集团做大做强中大股份的意愿和投入。我们维持对公司“推荐”的评级。

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

表 1、中大房产 2009、2010 和 2011 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

表 2：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

数据来源：公司数据 中国银河证券研究所

表 3、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					
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						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 4、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	43899	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

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

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