



批零贸易业/可选消费品

中大股份 (600704)

三箭齐发，成长可期

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 22.20

上次预测:

当前价格: 17.48

2010.08.08

交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.81-28.74
总市值 (百万元)	7,396
总股本/流通 A 股 (百万股)	439/375
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	85%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	112

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,559
每股净资产	5.83
市净率	2.9
资产负债率	81%

52 周内股价走势图



	董乐	梁静	陈锡伟	孙建平
	021-38676650	021-38676850	021-38676385	021-38676316
	dongle@gtjas.com	liangjing@gtjas.com	chenxiwei@gtjas.com	sunjianping@gtjas.com
	S0880108063472	S0880200010278	S0880209020384	S0880209040413

本报告导读:

地产与汽车销售为公司业绩提供基石，期货业务同样具备快速增长空间。

投资要点:

- 中大股份主业已形成汽车服务、房地产和期货三足鼎立之势，2009 年，这三大业务对业绩贡献度分别为 38%、16%和 36%。
- 国内期货市场处于跨越式发展周期中，商品期货品种和交易规模快速增加；股指期货推出以来期现价比已达 1.4 倍。尽管期货交易佣金率水平较低且呈现快速下滑态势，但未来随着期货新品种的持续推出以及机构投资者更多的参与，期货市场仍将保持快速成长，市场规模的快速扩张将有效弥补佣金率的下滑。
- 中大期货的商品期货业务居行业领先地位，尽管在股指期货的竞争中较券商系期货公司处于弱势，但伴随着期货业的快速增长，依托于网点的快速扩张，中大期货仍将延续快速增长趋势。预计 2010-2011 年中大期货为公司贡献 EPS 0.13 元和 0.16 元。
- 房地产业务的看点在于：初具规模优势，地价成本低，项目毛利率高，分布在行业成长性更好的二三线城市。现有 212 万平米建面未结算面积，主要分布在杭州、武汉、成都和南昌。平均楼面地价约 1500 元。
- 上半年已完成 12 亿元左右销售，预计 6 月末预售房款 15 亿左右，相当于 10 年地产业绩 100%锁定。
- 09 年末 10 年初均价测算公司 11.48 元 RNAV，10-11 年 EPS 分别为 0.54 元和 0.7 元。按二线主流地产公司 10 年 17 倍 PE 和 RNAV 平价，综合估值房地产目标价 10.33 元。
- 汽车服务业务具备品牌和规模优势，发展空间大。物产元通是我国规模最大的乘用车经销商，09 年销售新车 12.7 万辆，拥有营销网点 125 家，此次募投项目将发挥元通品牌优势，依靠网络扩张与业务深化实现增长。保有量的增长将推动汽车后服务业务的稳定增长。随着整合后效益的提高以及募投项目效益逐渐体现，将进一步提升物产元通汽车业务的发展空间。
- 地产与汽车服务为公司业绩提供基石，并将决定公司估值的安全边际，而期货业务同样具备快速成长空间。不考虑增发对业绩摊薄，预计公司 2010-2012 年 EPS 为 1.06 元、1.31 元以及 1.52 元。根据分部估值，首次给予公司谨慎增持评级，目标价 22.2 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4417	24692	30929	38395	44480
(+/-)%	7%	459%	25%	24%	16%
经营利润 (EBIT)	253	615	1034	1283	1487
(+/-)%	-18%	143%	68%	24%	16%
净利润	151	276	464	576	667
(+/-)%	-65%	83%	68%	24%	16%
每股净收益 (元)	0.4	0.63	1.06	1.31	1.52
每股股利 (元)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	6%	2%	3%	3%	3%
市盈率	42.85	27.2	16.2	13.1	11.3
股息率 (%)	0.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

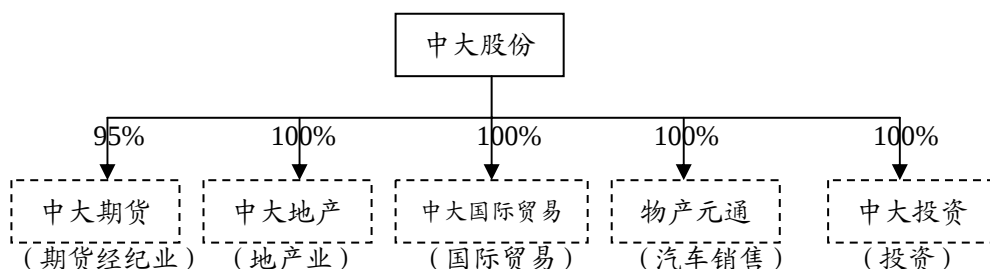
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 覆盖地产、金融、贸易等多领域的综合类公司

中大股份主营业务为汽车贸易与服务、房地产业、国际贸易、期货经纪和投资业务。旗下的子公司主要有：物产元通（汽车销售业务）、中大地产（地产业五）、中大国际贸易（国际贸易业务）、中大期货（期货业务）、中大投资（投资业务）等。

中大股份在汽车、地产和期货等业务上均已具备较强的竞争力，且各项业务实力较为均衡，2009 年，期货、地产、汽车销售三项业务业绩贡献比例分别为 36%、16%与 38%。期货业务：中大股份持有中大期货 95%的股权，中大期货为 22 家 A 级 A 类期货公司之一，期货交易额在行业 10 位左右，营业部网点布局在浙江当地为主，在省内排名第二，居永安期货之后；房地产业务：中大房产在上海、无锡、杭州等长三角城市以及南昌、武汉、成都等中西部核心城市拥有 11 个在建及储备项目，总建筑面积达到 425 万平米；汽车业务：物产元通是我国规模最大的乘用车经销商。为进一步做大做强汽车销售业务，公司于今年 4 月启动定向增发，目前正在推进中。

图 1 中大股份子公司分布情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券

表 1 中大股份主营业务构成（百万元）

子(参股)公司	持股比例	主营业务范围	净利润(09)	业绩贡献度(09)
中大地产	100%	房地产	98.8	35.8%
中大期货	95%	期货经纪	43.6	15.8%
中大国际贸易	100%	国内外贸易	6.4	2.3%
物产元通	100%	汽车销售	105	38.0%
中大投资	100%	投资	6.2	2.2%

数据来源：公司公告。净利润是指归属于中大股份的净利润。

注：由于年报数据限制，中大地产与物产元通实际净利润可能有所偏差

2. 地产：初具规模，地价低，重估价值高，业绩有保障

2.1. 在上海、杭州、武汉等一二线城市拥有 220 万方以上低成本未结项目资源

储备分布在经济发达的长三角一二线城市及内陆省会城市。中大房产在上

海、无锡、杭州等长三角城市以及南昌、武汉、成都等中西部核心城市拥有 11 个在建及储备项目，权益未结算建筑面积达到 209 万平米。按照公司目前每年开发 30-40 万平方米左右的进度，可满足公司未来 5 年左右的开发需要。此外，公司在杭州市中心中大广场拥有约 3 万平米的写字楼物业，目前该写字楼为公司自用。

土地成本较低，项目毛利空间大。公司项目获取时间较早，地价成本相对较低。除富阳西郊半岛与杭州石祥路项目外，其余项目地价成本均不足 2000 元，所有项目平均楼面价不到 1500 元。

表 2 中大房产主要项目储备情况(万平米，元/平米)

项目公司	建筑面积	未结面积	权益	权益未结面积	楼面价	现价
上海九里德	23.05	16.84	95%	15.99	1431	13000
杭州西郊半岛	67	52.0	60%	31.2	2800	11000
杭州石祥路	18.93	18.93	100%	17.04	5277	22000
宁波国际城	10	6.16	50%	3.08	---	9000
无锡诺卡小镇	34.4	27.7	90%	24.93	858	4800
嵊州剡溪花园	15.89	15.89	85%	13.52	1780	6500
成都君悦金沙	68.65	59.13	78%	46.12	515	6500
武汉长江紫都	39.09	25.94	45%	11.67	500	5800
武汉十里新城	30.31	30.31	58%	17.57	2000	8200
武汉水墨蓝轩	4.7	4.7	70%	3.29	1505	5500
南昌中大紫都	19.36	16.5	46%	7.59	1192	6800
南昌青山湖花园	26.49	10	90%	9	700	5000
合计	358.29	281.68	---	208.6	---	---

数据来源：国泰君安证券。

2.2. 预计全年销售业绩很好，二三线城市布局有望减轻政策对公司销售的负面影响

10 年中大房产计划实现销售面积 31.31 万平米，计划销售金额约 30 亿元，其中上半年 10 亿元。根据我们实地调研了解的情况，预计上半年已完成 12 亿元左右的销售额，相当于全年的 50%，考虑到二季度政策调控后销量急剧下降的行业表现情况，公司上半年销售业绩可以说很好了。

表 3 中大房产已开盘在售项目可售情况(万平米，元/平米，截至 4 月 26 日)

项目	签约面积	签约金额	大定套数	大定面积	大定金额
君悦金沙	2.48	23,127	89	1.31	15,569
中大紫都	0.33	3,478	1	0.02	85
青山湖	0.12	1,579	3	0.04	308
长江紫都	0.21	1,137	2	0.07	447
九里德	0.12	2,166	3	0.03	686
诺卡小镇	2.65	17,060	16	0.16	1,082
水墨兰轩	2.27	15,628	47	0.48	3,536
合计	8.18	64,176	161	2.12	21,713

数据来源：调研资料，国泰君安证券

公司全年计划新开工 92 万平方，考虑行业销售情况，假设新开工面积可能有一定调整，但公司目前在建面积仍有 73 万平方，可见下半年公司可售面积很充裕。

但因公司可售项目分布在武汉、南昌、成都和无锡等二三线城市，且地价成本很低带来项目毛利率高，所以预计房价下降对公司销售和业绩的影响将小于行业平均水平或同类公司。

2.3. 地产主业 RNAV 11.48 元，10-11 年 EPS 0.54、0.7 元，目标价 10.33 元

RNAV 测算：基于 09 年底和 10 年初的项目平均房价，相当于公司项目均价在 3-4 月高位均价上下跌 15-20% 左右，公司现有项目储备的 RNAV 为 11.48 元。

业绩预测：预计 10 年公司结算面积约 23 万平米，实现结算收入 14.6 亿元，毛利率比 09 年大幅提高，平均约 39%，净利润 2 亿元，相对于公司现有 4.39 亿总股本，EPS 为 0.46 元。此外，来自南昌中大紫都项目公司的投资收益大概 4013 万元，贡献 0.09 元 EPS。预计 10 年公司地产主业贡献 0.54 元 EPS。

预计公司 6 月末账面已有 14-15 亿的预售房款，相当于公司 10 年房地产业绩所对应的结算收入已经基本 100% 锁定。

预计 11 年公司结算房价略有增长，预计结算面积 21 万平米，实现收入约 14.9 亿元，因上海项目、四川君悦金沙项目的结算比重上升，所以毛利率进一步提升到 43%，预计净利润 2.58 亿元，同比增长 29%，相对于公司现有 4.39 亿总股本，EPS 为 0.59 元。此外，来自南昌中大紫都项目公司的投资收益大概 4887 万元，贡献 0.11 元 EPS。预计 10 年公司地产主业贡献 0.7 元 EPS。

目前房地产二线主流上市公司 10 年平均 PE 为 17 倍，RNAV 平价，以此估值，公司房地产业务 PE 估值对应目标价 9.18 元，RNAV 估值对应目标价 11.48 元，二者综合考虑，房地产业务目标价 10.33 元。

3. 期货业务：商品期货具前列，金融期货潜力巨大

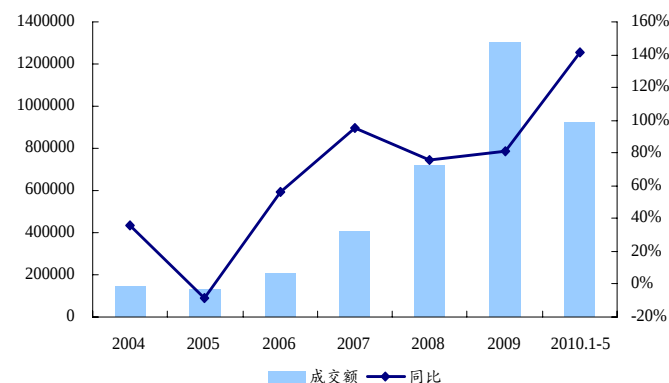
3.1. 期货行业处于跨越式发展期

行业规模快速扩张。目前，无论是国内商品期货市场还是金融期货市场，均处于跨越发展周期中：近 3 年内商品期货市场中白糖、锌、黄金、钢材等新品种不断推出，商品期货成交金额 2005-2009 年年复合增速高达 54.8%，但仍低于股票 66% 的增速。股指期货自 4 月推出以来，成交水平不断创出新高，目前日均交易额已达 2289 亿元，期现比达 1.4 倍，接近发达市场水平。

新品种持续推出提升行业成长空间。然而相对于境外金融市场，中国期货市场品种仍有大幅扩充空间，在今年“衍生与实体经济”会议上，证监会、期货交易所等相关领导均表示未来将陆续推出农产品、原油、铅期货等新

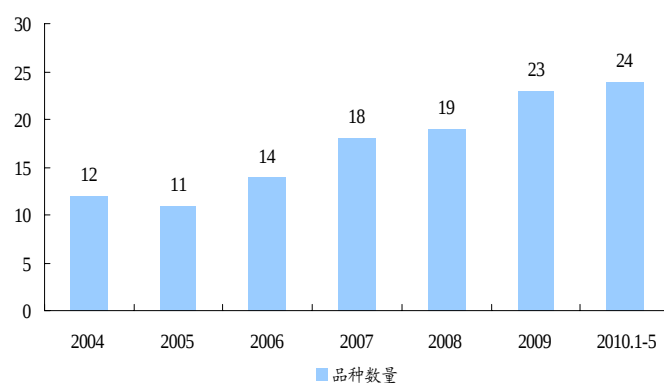
品种,; 金融期货未来空间更为广阔, 长期看 Mini 股指期货、利率期货、外汇期货等金融期货均有推出可能。

图 2: 商品期货成交额保持快速增长 (亿元)



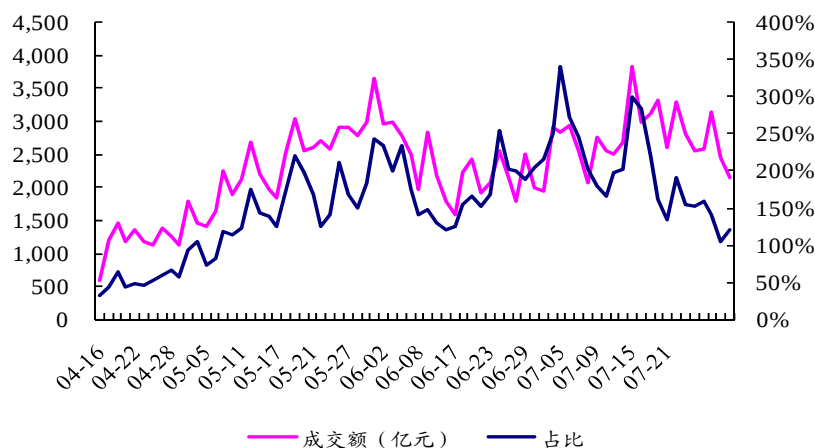
数据来源: 期货业协会, 国泰君安证券

图 3: 商品期货品种数量不断增加



数据来源: 期货业协会, 国泰君安证券

图 4 国内股指期货市场规模已经超过现货市场规模



数据来源: 中金所, 国泰君安证券

非券商系期货公司面临较大挑战。目前市场中券商系期货公司占期货公司总量不足 40%，非券商系期货公司仍占据了传统商品期货领域的主要市场份额，但股指期货市场则基本被券商系期货公司所垄断，非券商系期货公司竞争力相对较弱。从我们调研情况看，券商系期货公司目前主要竞争优势更多的来自于强大的研究实力以及强大的交易系统，市场给予较高预期的 IB 业务目前贡献的增量客户比例较低。我们判断，未来期货市场份额仍将向股东背景强大的券商系期货公司集中，对于股东背景相对较弱的非券商系期货公司，未来的生存与发展将更多的依赖于专业化的经营策略。

表 4 各类型期货公司经营情况及竞争优势

	代表公司	经营情况	竞争优势
券商系	国泰君安、海通期货	传统商品期货业务较弱、股指期货优势明显	研究实力、信息技术、IB 客户资源
	广发期货、永安期货	传统商品期货与股指期货均占优势	研究实力、信息技术、传统商品以及 IB 客户资源
非券商系	中大期货	传统商品期货较强、股指期货相对较弱	传统商品客户资源、佣金价格优势

数据来源: 国泰君安证券

激烈竞争导致行业增量不增收。尽管目前期货市场规模远小于传统资本市场，但期货公司家数已超过 170 家，加之券商系期货公司近年来的大举进入，行业竞争较传统证券行业更加激烈，传统商品期货佣金率水平快速下滑，股指期货佣金率远低于商品期货佣金水平，使得行业整体利润空间进一步压缩，行业增量不增收现象突出。以广东及深圳地区期货公司为例，两地今年 1-5 月期货交易额同比增速分别为 154%与 424%，均高于市场平均 141%的增速，但两地期货公司利润总额分别同比变化-21%与 151%，同业务量增速相差明显。

表 5 广东、深圳地区期货公司利润同交易量增速相差明显

	广东		深圳	
	数量	同比	数量	同比
期货公司数量 (家)	12		12	
商品期货交易额 (亿元)	77,728	125%		
金融期货交易额 (亿元)	9,953			
总交易额 (亿元)	87,681	154%	204,229	424%
保证金余额 (亿元)			100.8	44%
手续费收入 (亿元)	2.35	16%		
利润总额 (百万元)	35.3	-21%	153	151%

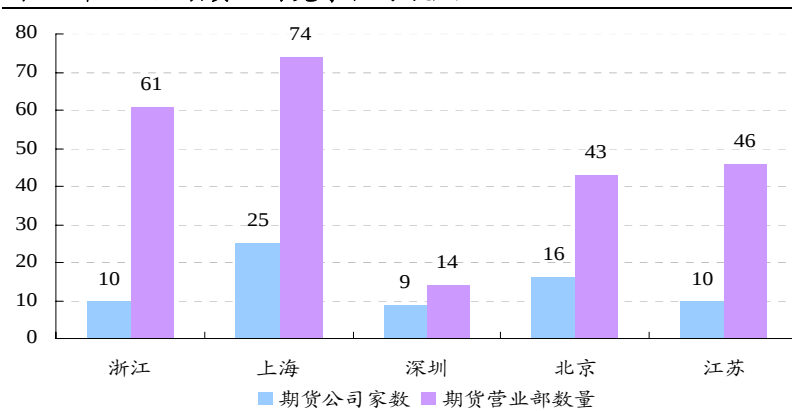
数据来源：广东、深圳证监局，国泰君安证券

3.2. 中大期货实力居行业前列，具备创新优势

具备创新优势。中大股份持有中大期货 95%的股权，在出售大地期货后，中大期货为公司期货业务唯一平台。公司被评为 22 家 A 级 A 类期货公司之一，对于未来推出的 CTA、境外业务等创新领域，以及新设营业部公司具备优先试点资格。

行业排名 10 位左右，网点处于快速扩张期。中大期货已连续 8 年位列期货公司成交排名前 10 位，目前在上海、大连、郑州交易所排名分别为 10 位、18 位与 19 位，商品期货市场份额 2%左右，股指期货市场份额 1%-2%，在浙江居永安期货之后列第二位。公司目前拥有 12 家营业部，主要分布在浙江地区，公司将继续通过新设网点提升份额，未来网点布局将以长三角、环渤海为主，按照每年新设 3-4 家营业部测算，5 年内营业部将达到 30 家。

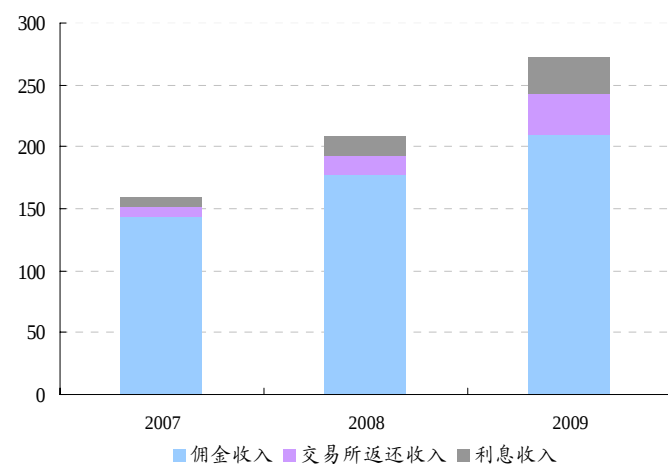
图 5 浙江地区期货公司竞争较为激烈



数据来源：证监会，国泰君安证券

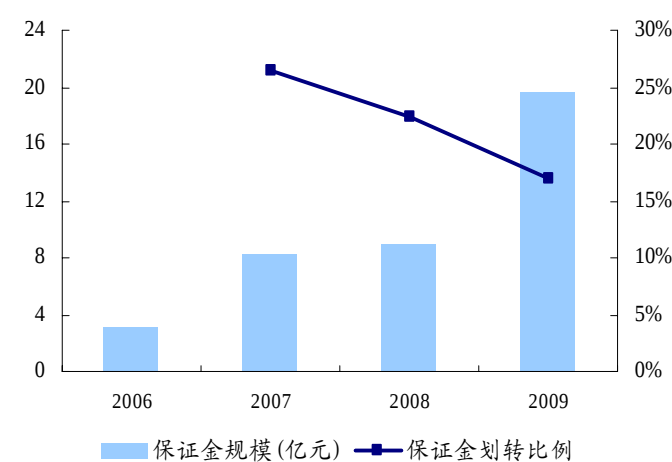
佣金率降幅明显，保证金转化比例快速下滑，但未来趋势应有所缓和。中大期货以期货经纪业务为主，2009 年佣金收入、交易所返还收入及保证金利息收入占比分别为 77%、12%、11%。由于竞争激烈，期货行业的佣金率水平持续下滑，中大期货也概莫能外，据我们了解，中大期货今年以来佣金率跌幅在 30%左右，平均佣金率降至 0.007%。受此影响中大期货的盈利能力呈下滑趋势，反映在保证金转化率上，2009 年保证金转换比例为 17%，仍高于行业平均水平，但较 2008 年的 22%大幅下降 24%。我们判断，受佣金率下降影响，公司未来保证金转换比例仍将处于下滑通道，但考虑到公司佣金率下滑空间已十分有限，未来下滑趋势有望得以缓和。

图 6 中大期货收入结构



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 7 中大期货保证金划转比例快速下滑



数据来源：公司公告，国泰君安证券

短期仍以低佣金方式拓展股指期货市场。中大期货为中金所交易结算会员，虽然在股指期货领域难敌券商系期货公司，但公司毕竟商品期货领域浸淫已久，积累了一定的客户资源，目前低佣金、低成本仍是公司拓展市场的主要方式，股指期货佣金率公司统一为 0.001%，处于行业较低水平。在期现比为 1.5 倍的假设下，预计今年股指期货业务将为公司贡献 0.22 亿元佣金收入，收入占比 7%。

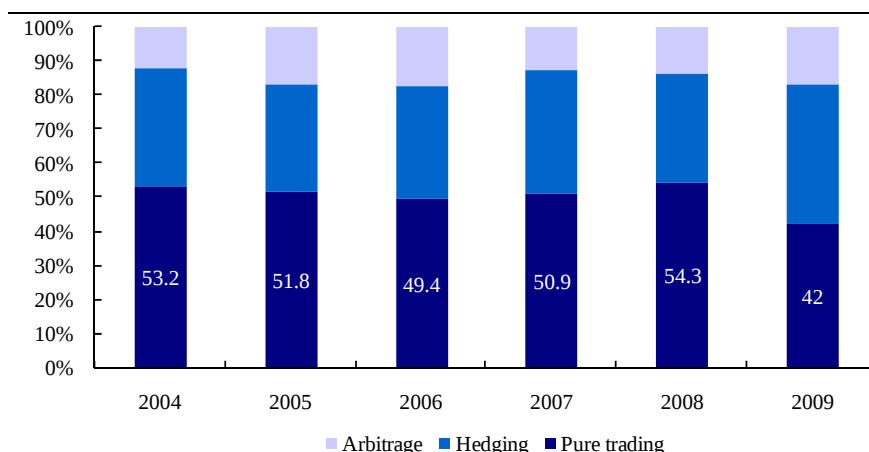
表 6: 中大期货股指期货收入敏感性分析 (百万元)

期指/股票交易额 市场份额	100% 150% 200% 250% 300%				
	100%	150%	200%	250%	300%
0.50%	5	7	10	12	15
1.00%	10	15	19	24	29
1.50%	15	22	29	36	44
2.00%	19	29	39	48	58
2.50%	24	36	48	61	73

数据来源：国泰君安证券

利差收入有望实现快速增长。随着机构投资者参与程度的逐步增加，股指期货市场中套利等参与者的比例将有明显提升，在这一背景下，市场佣金率及换手率将延续下滑趋势，但保证金规模应有较大幅度提升，相应利差收入有望实现快速增长。

图 8 香港股指期货市场中套利者占比较大



数据来源：香港联交所，国泰君安证券

3.3. 分享行业扩张，业绩快速增长

公司未来的增长将主要来自于市场规模的扩张：（1）商品期货：我们预期未来两年随着期货新品种的推出，商品期货仍将保持 30-40% 的增速。（2）股指期货：尽管股指期货期限比已接近 2 倍，同境外市场相当，但市场仍处起步阶段，机构客户仍未进入，市场规模仍有较大提升空间。（3）市场规模的扩张将提升公司收入空间，但佣金率的下滑以及营业部集中新设将会抑制公司目前的盈利水平。

表 7：期货业务盈利预测假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
商品期货假设					
商品期货交易额(亿元)	719,142	1,305,107	1,957,661	2,740,725	3,562,943
市场份额	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
商品期货佣金率	0.0067%	0.0064%	0.0051%	0.0043%	0.0041%
股指期货假设					
股指期货交易额/股票市场交易额			150%	200%	300%
股指期货交易额(亿元)			726,000	1,113,200	1,920,270
股指期货市场份额			1.50%	1.50%	1.50%
股指期货佣金率			0.001%	0.001%	0.001%

由此，我们预期 2010 年-2011 年中大期货分别实现净利润 0.62 亿元和 0.76 亿元，对应中大股份 EPS 0.13 元和 0.16 元。

表 8：中大期货盈利预测（百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	159	209	272	367	451
佣金收入	151	192	242	313	380
利息收入	8	16	30	55	71
利润总额	32	44	63		
净利润	20	32	46	62	76

中大股份持股比例	95%	95%	95%	95%
给中大股份贡献的净利润	30	44	59	72
中大股份期货业务 EPS (元)	0.069	0.099	0.134	0.164

4. 汽车后服务业务：具备品牌和规模优势，发展空间大

4.1. 物产集团支持上市公司做大做强：注入物产元通

07年8月，浙江省人民政府决定将中大股份8496.6万股（占总股本22.67%）国有股权无偿划转给物产集团，物产集团成为中大股份第一大股东。

07年12月，公司启动向物产集团定向增发收购其拥有的浙江物产元通（集团）有限公司（以下简称物产元通）100%股权事项，增发6442万股，增发价16.57元。09年8月19日，完成定向增发工作，物产元通整体注入上市公司，由于属于同一控制下的企业合并，物产元通2009年全年的净利润被并入上市公司。

物产集团承诺，物产元通2009-2010年的盈利（以扣除非经常性损益后孰低者为准）若分别低于10811万元、11662万元，物产集团将用现金进行补偿其差额。

物产元通主营业务包括汽车销售及后服务、不锈钢销售、典当、机电产品等，2009年实现净利润10902万元，扣除非经常损益后的净利润为12525万元，达到公司的业绩承诺。

4.2. 定向增发继续支持汽车业务做大

4月8日，公司发布定向增发预案，增发数量在4000-8500万股，增发价格不低于18.66元，其中物产集团认购金额不低于5000万元，发行后物产集团持有公司股权不低于30%。考虑到近期市场出现较大变化，我们预计公司在原有15亿募集资金计划的基础上将有所调整。

表 9：公司定向增发投资项目（单位：亿元）

项目	项目总投资额	拟投入募集资金金额
物产元通汽车经销及后服务网络建设项目	15.92	12

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

具体而言，募投项目主要投向：

- 建设战略性品牌的4S店，计划新建重建25家，进一步提升省内市场占有率，此外公司新开4S店主要以中高端汽车为主，整体毛利水平有望进一步提高。
- 实现省外扩张，在省外新建4S店，主要包括：1家青海丰田、2家福建长安微车，1家江苏三菱；
- 三级市场设立营业网点，实现渠道下沉；
- 大力发展二手车交易、汽车租赁等后服务市场。

我们认为，募投项目将进一步扩大公司在省内的影响力，省外扩张的途径并不排除收购有实力的汽车经销商。总之，公司将充分发挥元通的品牌优势，依靠网络扩张和业务深化实现增长。

4.3. 物产元通汽车业务竞争优势

● 规模优势。

物产元通是我国规模最大的乘用车经销商（汽车销售额已连续 11 年位居我国汽车经销商之首），2006、2007 分别实现整车销售收入 100.2 亿元、116.6 亿元，07 年销售汽车 10.7 万辆（其中新车 9.04 万辆，二手车 1.7 万辆），汽车销售占浙江省新上牌量的 16.4%。2009 年销售新车 12.74 万辆。

● 网络优势，营销网点众多。

目前物产元通拥有汽车品牌授权 42 个（仅广州本田、吉利等极少数几个品牌尚未授权），汽车营销服务网点 125 家，其中：4S 店 71 家、汽车后服务门店 54 家。目前已经形成了以杭州为中心、辐射全省 10 个地市的汽车营销服务网络。

● 汽车后服务空间巨大。

按照发达国家经验，汽车行业利润分布为：整车销售占 20%、零配件销售占 20%、汽车后服务业务占 50%-60%。因此，随着我国汽车保有量的增加，汽车后服务业还有很大的发展空间。

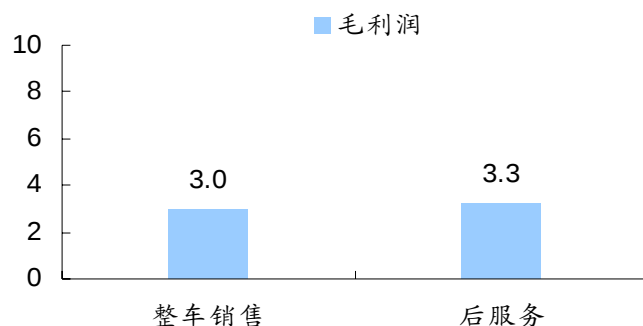
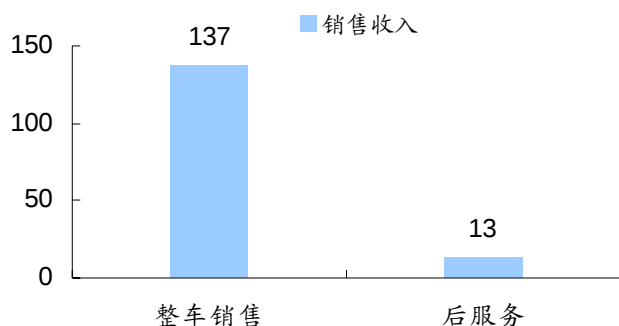
依靠完善的营销网络和良好的销售业绩，物产元通已经积聚了庞大的客户群体，为汽车后服务业务的开展提供了很好的基础。目前客户保有量超过 100 万辆，物产元通近年来汽车维修、汽车金融服务、二手车业务、汽车租赁等汽车后服务业务发展较好，年均业务量增速达到 25%。

● 汽车后服务业务毛利率高，利润占比逐步增大。

在 4S 店中的业务中，汽车后服务业务的毛利率一般为 20%-30%，要远高于整车销售的毛利率（2%-3%）。从 08 年开始，物产元通的后服务业务的利润已经开始超过整车销售业务，2009 年公司新车销售利润占比已下滑至 40%。随着汽车保有量的持续增长，物产元通目标是汽车后服务的利润占比要达到 80%。

图 9: 2009 年物产元通汽车分业务收入推算(单位: 亿元)

图 10: 2009 年物产元通汽车分业务毛利润推算(单位: 亿元)



注：我们按照 09 年收入 150 亿元计。

注：我们按照整车销售毛利率 2%、后服务毛利率 25% 计算。

数据来源: 国泰君安证券

数据来源: 国泰君安证券

● 汽车后服务业务稳定, 受经济波动影响小。

具备品牌和规模优势, 发展空间大。物产元通是我国规模最大的乘用车经销商, 09 年销售新车 12.7 万辆, 拥有营销网点 125 家, 此次募投项目将发挥元通品牌优势, 依靠网络扩张与业务深化实现增长。保有量的增长将推动汽车后服务业务的稳定增长。随着整合后效益的提高以及募投项目效益逐渐体现, 我们认为物产元通汽车业务发展空间较大。

● 高档车销售占比增加将提升毛利水平。

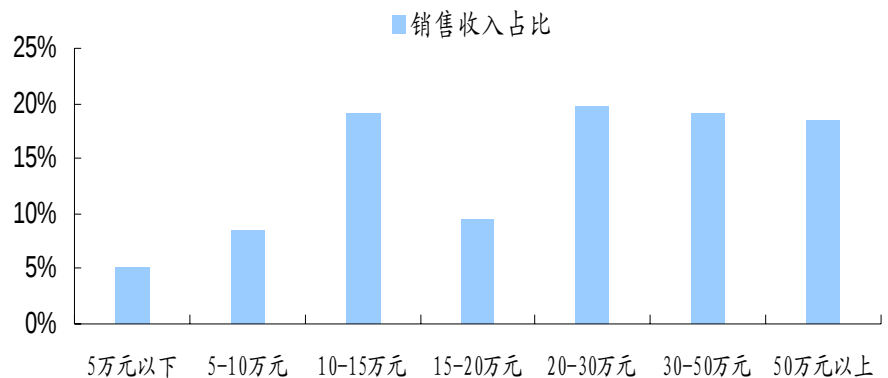
4S 店的特征就是销售高档车的利润最为丰厚, 如物产元通旗下利润规模超千万的 4S 店基本都以销售高档车为主, 如奥迪店、雷克萨斯店、进口大众店、奔驰店、沃尔沃店等。目前公司销售仍以中、低档车为主, 加之浙江当地 4S 店竞争激烈, 导致公司盈利水平整体偏低, 净利率仅 0.7%, 远低于以高端汽车销售为主的中升控股, 后者净利率达 3.4%。此外, 高档汽车保有量的增加将进一步增加公司后服空间。

表 10: 物产元通 4S 店不同档次的车型收入、利润占比情况。

	收入占比	利润占比
高档车	30-35%	70%
中档车	50%	20%-30%
低档车	15%-20%	持平或亏损

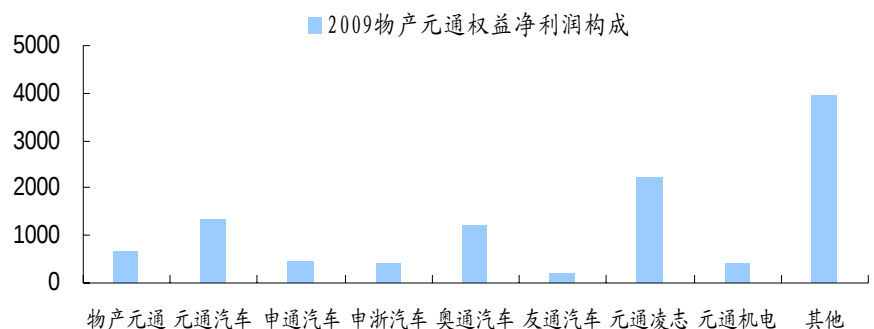
数据来源: 国泰君安证券

图 11: 2007 年物产元通汽车销售额按车辆单价区间分布, 以中高档车为主



数据来源: 公司公告、国泰君安证券

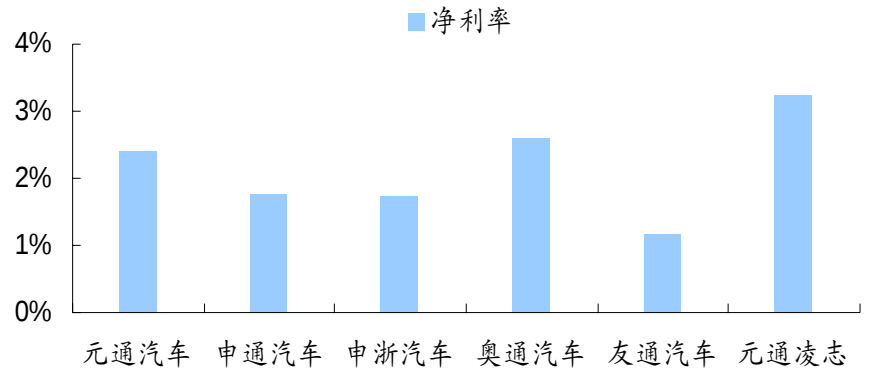
图 12: 2009 年物产元通净利润构成 (单位: 万元)



注: 图中物产元通是指其母公司业务, 不包含汽车业务等。

数据来源：公司 09 年年报、国泰君安证券研究

图 13：几家经营中高档车的 4S 店的净利率较高



数据来源：公司 09 年年报、国泰君安证券研究

● 内部整合提升营运效率

由于物产圆通注入上市公司时间不满一年，中大股份同物产圆通内部协调仍需时间磨合，随着两家公司内部整合的推进，汽车销售业务的营运效率仍有大幅提升空间。

4.4. 业绩预测

我们判断，2010 年汽车销量将回归正常增速，预计全年销量在 1700 万辆左右，同比增长 24.6%。尽管销量增速有所回落，但由于物产元通汽车售后服务业务比重逐渐加大，其不受新车销售影响，因此，我们预计 2010 年-2011 年物产元通净利润分别为 1.42 亿元、1.70 亿元，分别同比增长 30%、20%。

5. 其他业务：对估值影响较小

不锈钢业务：物产元通不锈钢年销售规模约 8 万余吨，销售量居浙江省第一，是太钢不锈、云南铜业的浙江省总代理。预计利润规模在 800 万左右。

典当业务：物产元通典当于 07 年 12 月取得商务部典当经营许可证，于 08 年 1 月开业，由于浙江中小企业众多，典当成为银行融资渠道的重要补充，依托物产集团的强大背景，物产元通典当业务具备一定的优势，由于发展时间不长，预计利润规模在 600-800 万。

股权投资：公司前期直投的三花股份与大东南已全部流通，并于前期持续减持，康盛股份已于今年 6 月完成发行上市，此外公司今年以 6.89 元成本参与中储股份定向增发，但目前浮亏 0.08 亿元。目前股权投资浮盈 3.55 亿元，折合 EPS0.81 元。

表 11：中大股份可兑现浮赢可观（百万元）

股票	持股数	投资成本	浮赢
三花股份	9.7	38.2	195.6
大东南	2.7	2.7	18.7
中储股份	12	96	-7.8

康盛股份	8.56	3.7	148.6
合计	33.0	140.6	355.2

数据来源：公司公告，国泰君安证券

目前持有国泰君安、广发银行等 9 家公司法人股，公司投资成本合计 1.03 亿元，以 2-3 倍收益率计算，公司股权投资每股价值约 0.5 元，结合已上市的三花股份与大东南，公司股权投资每股价值合计约 1.3 元。

表 12：中大股份股权投资情况（百万元）

	持股比例	投资成本	PB	重估价值
国泰君安	0.17%	9.72	1.5	59
广发银行	0.21%	60.00	1.5	47
惠兴织造	5.00%	0.35		
上海迪伊	9.50%	3.80		
海康信息	6.50%	3.68		
浙江电子口岸	16.67%	2.00		
国泰投资	0.17%	3.05		
德清凯通	19.00%	15.77		
中泰投资	10.00%	5.00		
合计		103.37		

数据来源：公司公告，国泰君安证券

6. 谨慎增持，目标价 22.2 元

地产与汽车销售为公司业绩提供基石，两项业务将决定公司估值的安全边际，而期货业务同样具备快速成长空间。在不考虑增发对业绩摊薄的情况下，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.06 元、1.31 元以及 1.52 元。根据分部估值，我们给予公司 22.2 元目标价，谨慎增持评级。

房产市场的回暖、汽车销量持续高增长以及期货市场的有序化竞争以及市场规模的快速扩张将成为公司未来业绩及股价的催化剂。风险因素在于宏观经济以及相关政策导致地产行业环境继续恶化、汽车销量增速下滑。

表 13 中大股份分部盈利预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	276	464	576	667
其中： 房地产	99	237	307	344
期货经纪	44	59	72	92
汽车销售	105	142	170	204
国内贸易	6	6	6	6
投资	6	20	20	20
EPS	0.63	1.06	1.31	1.52

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 14 中大股份分部估值情况

	2010 年业绩(元)	估值水平(PE)	每股价值(元)
房地产	0.54	19	10.3
期货经纪	0.13	30	4.0
汽车销售	0.32	20	6.5
国内贸易	0.01	10	0.1
投资	0.05		1.3
合计	1.06		22.2

数据来源：国泰君安证券

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		