

审慎推荐-A (首次)

中大股份 600704.SH

目标估值: 22.60 元

当前股价: 19.16 元

2010 年 9 月 7 日

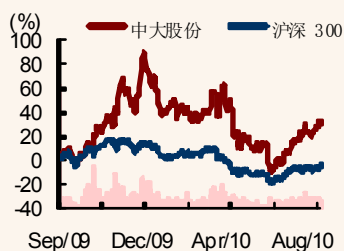
好房好车，品质生活

基础数据

上证综指	2696
总股本(万股)	43918
已上市流通股(万股)	37475
总市值(亿元)	84
流通市值(亿元)	72
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	15.7
资产负债率	81.1%
主要股东	浙江省物产集团公司
主要股东持股比例	34.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-7	31
相对表现	8	2	34



相关报告

贾祖国

010-88088569
jjazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理

洪俊骅

021-68407139
hongjh@cmschina.com.cn

中大股份为专业的控股投资公司，公司目前的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。五大业务中汽车贸易与服务与房地产业务为核心业务。我们看好公司“好房好车，品质生活”的理念和未来公司业绩快速提升的潜力，首次给予公司“审慎推荐-A”的投资评级。

- **物产元通是公司第一主业：**公司拥有 42 家品牌厂商的代理资格，拥有 87 家 4S 门店，年汽车销售额在 150 亿元以上。目前公司的汽车保有量为 100 万辆，杭州市的市场占有率达到 20%，后服务的吸收率达到了 72% 以上。未来公司的发展重点将从前台的汽车销售逐渐转移到毛利率更高的后台服务业务；
- **房地产业务是公司利润最主要来源：**目前公司在上海、无锡、南昌、武汉、成都、杭州、富阳以及嵊州 8 个城市共拥有项目 12 个，拥有土地储备（未结算面积）254.62 万平方米。按照公司以后年均 60 万平方米的开发速度，可供公司未来 4 年的开发。公司的项目成本较低，未来随着开工量的上升，房地产业务将在未来三年保持 30% 以上的快速增长；
- **期货业务位列全国五强：**中大期货目前全国规模排名第五，浙江省内排名第二。中大期货目前在北京、上海、重庆、福州、永康、温岭、温州、海宁、义乌设有 12 家营业部。公司拥有 2 万名期货客户，400 名股指期货客户。客户的保证金逾 20 亿元。目前中大期货的发展重点是努力发展商品期货，重点发展中高端客户；
- **股权投资起到平滑业绩的作用：**中大投资目前为中大集团管理的资产超过 10 亿元人民币，目前公司股权投资的市值近 5 亿元，获利丰厚。中大投资 2009 年实现投资收益 1.37 亿元，今年上半年实现投资收益 9 千万元；
- **业绩预测与投资评级：**我们预测公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 是 1.13 元、1.46 元及 1.93 元。公司 2010 年的 RNAV 为 18.26 元。我们按照 2010 年 20 倍 PE 给予公司股价 22.60 元的目标值，首次给予公司股票“审慎推荐-A”评级；
- **风险提示：**房地产市场调控风险，证券市场单边下跌风险。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4417	24692	25869	27665	31178
同比增长	7%	459%	5%	7%	13%
营业利润(百万元)	304	615	770	998	1447
同比增长	-2%	103%	25%	30%	45%
净利润(百万元)	151	276	498	641	846
同比增长	2%	83%	80%	29%	32%
每股收益(元)	0.40	0.63	1.13	1.46	1.93
PE	47.4	30.4	17	13.1	9.9
PB	4.7	3.4	2.9	2.3	1.9

资料来源：招商证券

正文目录

一、公司历史沿革.....	4
1、公司属于专业化投资控股公司	4
2、公司历史沿革	4
二、公司基本面介绍	6
1、核心业务之一：物产元通汽车销售服务业务.....	6
2、核心业务之二：房地产开发业务.....	9
3、国际贸易业务	10
4、期货经纪业务	10
5、投资业务	11
三、公司盈利预测与估值	13
1、公司 10-12 年房地产结算面积和收入假设	13
2、物产元通业务预测	13
3、其他业务盈利预测	14
4、10-12 年 EPS 分别为 1.13 元，1.46 元和 1.93 元	14
5、10 年 RNAV 为 18.26 元，目前股价有 4.6%的溢价	14
6、首次给予“审慎推荐-A”评级.....	15
7、风险提示	15

图表目录

图 1: 中大股份下属五大主营业务示意图	4
图 2: 中大股份股权结构图	4
图 3: 近年汽车销售数量及增速 (单位: 百万辆)	7
图 4: 2010 年汽车月度销售数量 (单位: 万辆)	7
图 5: 全国近年期货成交额及增速(单位: 百亿)	11
图 6: 中大股份历史 PE Band	16
图 7: 中大股份历史 PB Band	16
表 1: 中大集团发展年表	4
表 2: 物产元通部分汽车代理品牌表	6
表 3: 募投项目计划投资 4S 门店	8
表 4: 募投项目计划投资的多厅一厂	8
表 5: 中大股份房地产项目一览表	9
表 6: 中大股份股权投资一览表	11
表 7: 10-12 年公司结算项目, 结算面积和收入预测	13
表 8: 中大股份股权投资一览表	13
表 9: 公司盈利预测简表	14
表 8: 公司 RNAV 计算表	14
表 9: 重点公司估值表	15
附: 财务预测表	17

一、公司历史沿革

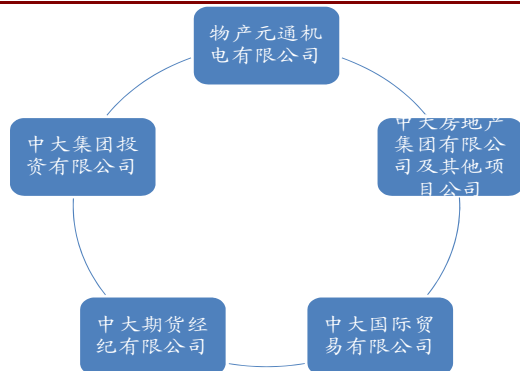
1、公司属于专业化投资控股公司

浙江中大集团股份有限公司是国家外经贸部（现商务部）推荐的首家上市公司，是浙江省“著名商号”。历年被省级各银行评定为 AAA 级信用企业，被评为全国对外贸易信用 AAA 级企业，公司于 1996 年在上海证券交易所挂牌交易。

公司目前的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。上市公司为专业化的控股投资公司，具体的五大业务由上市公司作为控股公司平台来独立运作。公司五大业务中汽车贸易与服务与房地产业务为核心业务。

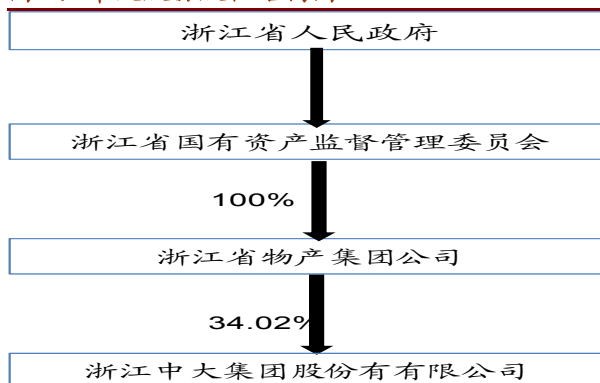
中大股份的大股东为浙江省物产集团公司，浙江省物产集团公司是 1996 年由原浙江省物资局成建制转体组建的大型国有流通企业，是浙江省政府授权经营管理国有资产的运营机构，是国家 120 家大型企业试点企业集团和 20 家重点培育发展的大型流通企业以及浙江省政府确定的 36 家重点流通企业之一，注册资本 3.5 亿元人民币。浙江物产集团以生产资料流通为主业，经营范围涉及国内外贸易、现代物流、配供配送、流通加工、金融服务等领域，拥有全资控股子公司 11 家、参股企业 3 家和一所全日制高等职业技术学院。浙江省物产集团公司的实际持有人是浙江省国有资产监督管理委员会。

图 1：中大股份下属五大主营业务示意图



资料来源：招商证券研发中心

图 2：中大股份股权结构图



资料来源：公司年报、招商证券研发中心

2、公司历史沿革

表 1：中大股份发展年表

时间	事件
1992 年 11 月 18 日	浙江中大集团股份有限公司召开创立大会。
1996 年 5 月 17 日	经中国证监会批准，公司首次向公众公开发行股票。
1996 年 6 月 6 日	“中大股份”股票（股票代码：600704）在上海证券交易所挂牌上市。

1997 年 4 月	公司决定收购浙江中盛期货经纪有限公司，并于 4 月 21 日更名为“浙江中大期货经纪有限公司”。
1997 年 8 月 1 日	经中国证监会批准，公司实施上市后第一次增资配股方案。
1998 年 5 月 5 日	浙江中大（集团）房地产开发公司更名为浙江中大集团房地产联合有限公司。
2001 年 12 月 31 日	中大期货公司 2001 年度交易额名列全国第七，第一次位列全国行业十强。
2002 年 3 月 28 日	举行无锡荷花里项目合作签字仪式。该项目（即中大·颐和湾）是中大房产实施“走出去”战略后第一个异地开发项目。
2002 年 4 月	公司董事会决定组建浙江中大国际贸易有限公司和浙江同德投资有限公司（后更名为浙江中大集团投资有限公司），公司原拥有的各外贸子公司和对外投资项目分别由以上两家子公司进行专业化管理。从此，公司正式形成了国际贸易、房地产业、期货经纪和投资业务四大经营板块。
2002 年 10 月	浙江中大集团房地产联合有限公司荣获“全国房地产 100 强”称号。
2004 年 2 月 11 日	经国家建设部批准，公司房地产开发资质晋升一级资质。
2006 年	中大期货公司荣膺中国财经风云榜“中国十大品牌期货公司”称号；连续第五年获得上海期货交易所“优秀会员”称号；交易额连续第六年位列全国十强。
2007 年 8 月 7 日	省政府决定公司的国有股权划转给浙江省物产集团公司。9 月 17 日，完成股权过户登记，省物产集团遂成为公司控股股东。
2007 年 9 月 16 日	中大房地产集团有限公司入选“中国最具竞争力房地产企业 100 强”。
2009 年 8 月	物产元通集团正式完成了注入上市公司的工作，2009 年 8 月完成了整体注入中大股债的相关工作，至此，公司正式形成了汽车销售服务、房地产业、国际服装贸易、期货经纪和投资业务五大经营板块。

资料来源：公司主页，招商证券研发中心

二、公司基本面介绍

1、核心业务之一：物产元通汽车销售服务业务

物产元通集团是一家拥有总资产近 67 亿元、120 多家成员公司的现代企业集团，具有新车销售、汽车金融、汽车维修、汽车俱乐部、二手车交易、汽车用品、汽车救援、汽车租赁、汽车回收等一整套完善的汽车服务体系，具备了国内屈指可数的贯穿汽车生命周期的全方位服务产业链。物产元通集团 2009 年 8 月完成了整体注入中大股份的相关工作，成为浙江物产中大股份有限公司的全资子公司，注册资本 4.65 亿元。

汽车贸易及服务业务是物产元通第一主业。除了没有比亚迪、雪福来、宝马这三家公司的品牌代理权外，公司拥有 42 个国内外汽车品牌系列的代理权，覆盖了国内外绝大多数汽车品牌；公司目前在福建、甘肃兰州各有一家 4S 店，江苏有两家丰田 4S 店，其余 83 家 4S 店均位于浙江省内。目前的 4S 店情况是 1/3 盈利，1/3 平手，1/3 亏损。形式主要是大卖场形式，多家品牌集中在前厅销售，一家维修店在后厅。4S 店的少数股东权益相对比较大，主要是因为目前汽车销售代理行业还是以厂商主导为主，非市场化因素相对较多。

表 2：物产元通部分汽车代理品牌表

国产汽车											
一汽集团	长安	上汽集团	华晨汽车	东风集团	南汽集团	广汽集团	北汽集团	哈飞	华泰现代	江淮汽车	长丰汽车
一汽马自达	长安汽车	上汽通用五菱	金杯通用	东风风行	南京菲亚特	广州丰田	北京三菱	中意	特拉卡	江淮瑞风	长丰帕杰罗
海南马自达	长安铃木	上海通用别克	华晨宝马	东风雪铁龙	南亚汽车	广州本田	北京奔驰	赛马	圣达菲	江淮货车	
一汽解放	长安福特	上汽通用雪佛兰	中华轿车	东风日产	依维柯		北京现代	路宝			
天津一汽		上海汇众	金杯汽车	东风本田	名爵		戴姆勒、克莱斯勒	赛豹			
一汽华利		上海大众		东风标致	跃进						
一汽丰越		上海大众斯柯达		东风悦达起亚							
四川丰田		上海通用凯迪拉克									
一汽轿车											
一汽奥迪											
一汽大众											
一汽丰田											
进口汽车											
宝马集团	大众集团	戴姆勒-克莱斯勒	菲亚特集团	丰田集团	进口本田	进口标致	进口福特	进口马自达	进口现代	进口雪铁龙	雷诺
进口宝马	进口奥迪	JEEP	法拉利	雷克萨斯	Legend (里程)	标致 206	翼虎	RX-8	Azera (雅尊)	雪铁龙 C6	VelSatis (威赛帝)
Mini	进口大众	克莱斯勒	进口菲亚特	进口丰田	Civic (思域)	标致 807		Demio (Mazda-2)	EQUUS (雅科仕)	雪铁龙 C4	SENIC (风景)
劳斯莱斯	进口斯柯达	道奇			Stream (时韵)	标致 607		Mazda	Coupe (酷派)	雪铁龙 C5	Laguna (拉古娜)
	宾利					标致 406		MPV	NewSantaFe (新胜达)		Avantime (古贝)
						标致 407			Matrix (现代美佳)		MEGANE (梅甘娜)
						标致 307					
沃尔沃	三菱集团	欧宝	进口奔驰	起亚	日产汽车	双龙	通用				
沃尔沃 S60	帕杰罗	雅特	ML 系列	PicantoSorento (索兰托)	郑州日产	ActYon (爱腾)	进口凯迪拉克				
volvo 卡车 FM380	EVO X	威达	CLK 系列	Sportage (狮跑)	日产	Rodius (路帝)					
沃尔沃 C30	欧蓝德 EX	赛飞利	GL 系列	Carens (佳乐)	无限	Chairman (主席)					

沃尔沃 C70	格蓝迪	SLK 系 列	Opirus (欧菲莱斯)	Rexton (雷斯特)
沃尔沃 S80		SL 系列	Rio (利欧)	Kyron (享御)
沃尔沃 XC90		CLS 系 列		
路之友半挂 ZHP9400		S 系列 R 系列		

资料来源：公司主页，招商证券研发中心

目前物产元通的汽车保有量为 100 万辆。杭州市的市场占有率达到 20%，后服务的吸收率达到 72%，公司计划年内上升到 75%。2010 年公司计划新车销售 160 亿（实现销售 138200 辆，均价 11.58 万/辆），销售毛利率达到 3-4%。机电实业业务实现销售 40 亿，整个销售规模大概 200 亿。后销售服务额计划实现营业收入 10 亿，毛利率达到 30-40%。从公司上半年的实际情况来看，汽车销售好于预期，公司上半年已经实现销售 91.94 亿元（71311）辆，同比增长 33.7%，后销售服务的吸收率达到了 77.5%，优于年度预期。下半年公司销售计划和上半年基本持平。

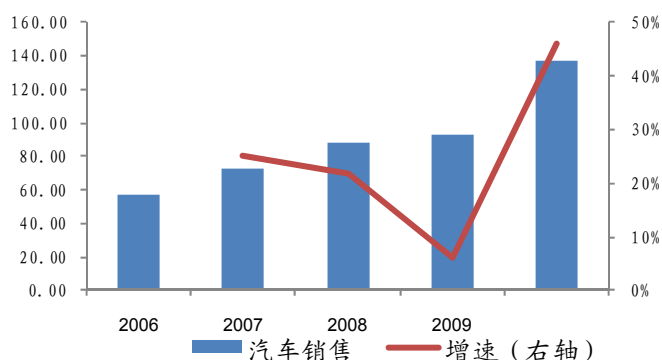
公司计划增发 13.8 亿元投向 17 家 4S 店。虽然增发还早，但其实公司已经在部分门店前期投入了自有资金。

汽车贸易及服务业务看点：

1、物产元通目前是 3 级模式。中心城市主要是 4S 店模式，二级城市采取“多厅一厂”的模式——多个品牌，每个品牌是独立的销售店，但是后服务的支撑是结合在一起的，包括行政后勤的服务、财力的支撑。三级市场采取多个品牌集约化服务，以快修服务加品牌卖场的服务形式，整合集团资源，用 4 大平台支撑。概括起来就是“一牌两网、三级集成、四方协同”的商业模式。

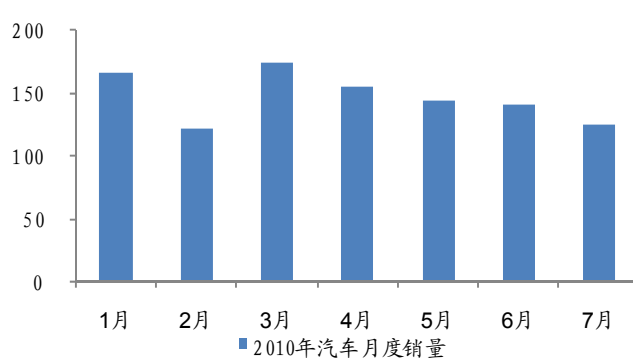
2、汽车行业经过了 2009 年的高速增长后，今年上半年销售仍然保持快速增长，马上汽车行业即将进入“金九银十”的传统销售旺季，下半年的汽车销售保持增长应该毫无悬念。

图 3：近年汽车销售数量及增速（单位：百万辆）



资料来源：CEIC、招商证券研发中心

图 4：2010 年汽车月度销售数量（单位：万辆）



资料来源：CEIC、招商证券研发中心

3、从目前的物产元通汽车销售和后服务业务来看，汽车销售虽然每年业务收入很大，但是由于毛利率不高，实际上利润贡献长期来看较为有限。而后服务业务的主营收入目前毛利率较高，并且一旦客户被吸收，基本上不会流失，从公司上半年的数据来看，后服务吸收率已经达到了 77.5%，好于公司的预期。

4、公司推出的增发计划里面，包含 17 家 4S 店，8 家多厅一厂，物产元通将依托自身在汽车流通行业中的品牌优势，投资建设战略性品牌的 4S 店，进一步提升市场占有率；

在尚不具备设立 4S 店的二、三级市场,将通过设立“多厅一厂”抢占市场;募投项目投资建成后公司的 4S 门店将达到 104 家,销售服务网点将增加到 166 家。通过本次非公开发行将进一步提升物产元通汽车销售和售后服务的业务规模,有助于提高上市公司整体经营规模,将增加上市公司的整体收入和利润,同时也有助于增强上市公司的资本实力。

表 3: 募投项目计划投资 4S 门店

序 号	项目名称	建设 地点	投资规模 (万元)
1	讴歌 4S 店	绍兴	3,717
2	一汽大众 4S 店	杭州	5,399
3	广汽丰田 4S 店	青海	5,475
4	广汽日野 4S 店	杭州	3,416
5	长安福特 4S 店	杭州	4,810
6	上海通用雪佛兰 4S 店	杭州	4,010
7	商用车 4S 店	绍兴	4,404
8	长安汽车超市 4S 店	杭州	3,029
9	长安汽车超市 4S 店	绍兴	2,711
10	上海大众斯柯达 4S 店	温州	3,036
11	沃尔沃 4S 店	杭州	3,873
12	沃尔沃 4S 店	台州	3,570
13	雷克萨斯 4S 店	温州	7,236
14	一汽大众 4S 店	湖州	3,985
15	广汽自主品牌 4S 店	杭州	2,821
16	上海通用雪佛兰 4S 店	永康	3,127
17	长安微车 4S 店	温州	2,574
合计			67,193

资料来源:公司公告,招商证券研发中心

表 4: 募投项目计划投资的多厅一厂

序号	项目名称	建设地点	授权情况
1	讴歌 4S 店	绍兴	意向授权
2	一汽大众 4S 店	杭州	意向授权
3	广汽丰田 4S 店	青海	意向授权
4	广汽日野 4S 店	杭州	已授权
5	长安福特 4S 店	杭州	意向授权
6	上海通用雪佛兰 4S 店	杭州	已授权
7	商用车 4S 店	绍兴	意向授权
8	长安汽车超市 4S 店	杭州	意向授权
9	长安汽车超市 4S 店	绍兴	意向授权
10	上海大众斯柯达 4S 店	温州	意向授权
11	沃尔沃 4S 店	杭州	意向授权
12	沃尔沃 4S 店	台州	意向授权
13	雷克萨斯 4S 店	温州	意向授权
14	一汽大众 4S 店	湖州	已授权
15	广汽自主品牌 4S 店	杭州	意向授权
16	上海通用雪佛兰 4S 店	永康	已授权
17	长安微车 4S 店	温州	已授权

资料来源:公司公告,招商证券研发中心

机电实业业务(包括不锈钢、电工产品、机械产品、国际贸易),物业经营,战略金融

业务（期货经纪、汽车租赁、典当）是物产元通的第二主业。公司在杭州建立了现代化的电线电缆生产基地、硅钢片剪切加工基地和元通不锈钢剪切配送中心，公司是山西太钢在浙江省的总代理商，年销售不锈钢 15 万吨，不锈钢销售规模省内第一；元通租赁公司拥有租赁车辆超过 1000 台，是省内最大的汽车租赁公司；元通线缆获得了“杭州市名牌产品”称号。但在盈利贡献中，机电实业业务贡献度较小。

2、核心业务之二：房地产开发业务

中大房地产业务主要由中大房地产集团以及部分区域公司负责具体运作。中大房地产集团下设上海、杭州、无锡、南昌、武汉、成都、宁波、嵊州、富阳等区域公司。由于公司历史的原因以及公司认为北方和南方的房地产市场不适应公司自身的特点，目前，公司的房地产业务全部集中在长江上下游流域的城市。

中大地产以“品质、品位、品格”为核心理念，在项目开发中注重传承城市文脉、弘扬区域景观特征，形成了自身的开发特色。上世纪 90 年代，在处于房地产市场发端之初的杭州，中大地产建设了中大广场、中大·吴庄等著名公建和住宅，在区域市场打下了坚实的品牌基础。

在今年年初的中大全体员工会议上，陈继达董事长阐释了中大地产所倡导的“三品”理念，摘录如下：

“品质，乃事物之本质。产品品质、服务品质是现代经营之生命，也是现代生活之基石。中大地产以优秀品质构筑百年声誉，不断追求符合更高的社会责任标准。品位，乃事物之水平。古今中外住居形态的多彩，源自人的内心偏好和愉悦感的丰富。中大地产以优秀品质为基础，努力锻造出房产品之人文时尚，不断创新满足消费者对生活品位的发展需要。品格，乃事物之精魂。每一项堪称经典的产品和服务，都拥有自己独特的品性和风格；每一家令人尊敬的优秀企业，也都有自己独特的内涵和神韵。中大地产以优秀品质、生活品位和城市品格有机融合为发展理念，不断探索真善美之真谛，努力无愧于这个时代的伟大精神。我们明确提出中大地产的商业模式创新总框架为：中大地产以一牌（优秀大牌）二品（精品作品）三联动（集团公司、物产公司、项目公司）为有效运行载体，着力提升房地产开发产业链优秀资源的整合能力，着力提升优秀产品和服务文化需求的供应能力，不断优化与各方利益相关的关系，持续追求更高的品牌地位和社会责任标准。”我们相信，有了如此坚定的理念，加以严格的执行，不断加强顾客满意度，未来公司的地产业务发展潜力将十分巨大。

目前公司在上海、无锡、南昌、武汉、成都、杭州、富阳以及嵊州 8 个城市共拥有项目 12 个，拥有土地储备（未结算面积）254.62 万平方米。按照公司以后年均 60 万平方米的开发速度，可供公司未来 4 年的开发。

表 5：中大股份房地产项目一览表

名称	区域	土地面积（万平）	项目可售面积（万平）	未结可售（万平）	权益	权益可售（万平）	楼面价
九里德	上海九亭	26.00	23.00	14.87	85%	12.64	1431
诺卡小镇	无锡锡山区	22.99	34.52	22.24	90%	20.02	858
青山湖花园	南昌	16.00	24.00	8.61	90%	7.75	500
中大紫都	南昌青云谱	9.23	23.49	9.35	46%	4.30	1192
南昌朝阳项目	南昌	2.29	7.9061	7.91	90%	7.12	2600
长江紫都	武汉	100.00	150	39.11	45%	17.60	630
水墨兰轩	武汉	3.37	5	2.30	100%	2.30	1505

十里新城	武汉	13.33	22.50	22.50	73%	16.43	2000
君悦金沙	成都	15.67	70	40.00	78%	31.20	515
剡溪花园	绍兴嵊州	6.17	16.8	16.80	85%	10.46	1780
机床厂	杭州	3.79	18.93	18.93	100%	18.93	5277
西郊半岛	富阳	52.80	70	52.00	60%	31.20	2800
合计		271.63	466.15	254.62		179.93	

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

房地产业务看点：

- 1、前文已经提及，公司追求“好房好车，品质生活”的理念，未来公司将不断追求产品的品质，追求客户满意度最大化。物产集团下达的指标是房地产销售 2015 年达到 100 个亿，2012 年达到 50 个亿。公司今年的新开工计划是 93 万平。加上 2009 年在建的面积，公司目前在建面积 160 万平，2011 年计划新开工 80 万平。今年公司的销售计划是 25 亿元，上半年公司已经实现预售 12.63 亿元。
- 2、公司下半年富阳西郊半岛项目将开始预售，该项目计划售价在 13000 元/平以上，项目为临江的高档社区。另外公司还计划在上海、杭州等区域加大土地储备。
- 3、公司项目绝大部分是和所在区域当地的房地产商合作开发的模式，权益很少是 100%，但是楼面价相对较低，在目前的市场上即使降价促销也仍然可以获得丰厚的利润。

3、国际贸易业务

浙江中大集团国际贸易有限公司是以浙江中大集团股份有限公司各外贸企业为基础组建的集团公司，2008 年进出口总额达到 4.9 亿美元。浙江中大集团国际贸易有限公司现有 16 家外贸经营主体，主要是：浙江中大华瑞经贸有限公司、浙江中大华盛纺织品有限公司、浙江中大华伟进出口有限公司、浙江中大新泰经贸有限公司、浙江中大新力经贸有限公司、浙江中大新诚家纺有限公司、浙江中大新佳贸易有限公司、浙江中大新景服饰有限公司、浙江中大新时代纺织品有限公司、浙江中大新纺进出口有限公司、浙江中大对外经济技术合作有限公司、浙江中大纺织品有限公司、浙江中大服装有限公司、浙江中大集团国际货运有限公司、上海康劲贸易有限公司、浙江瑞丽服饰有限公司。公司及所属企业出口以服装、纺织品为主，兼有茶叶、轻工业品、小机电产品、成套设备等，主要出口国家和地区为美加、欧盟、日本、非洲及东南亚等。股份公司在 16 家外贸主体的平均权益占比为 30%。

国际贸易业务 2009 年实现营业收入 21 亿，净利润 1060 万元。今年上半年实现营业收入 39.45 亿元，同比增长 45.73%。但是从实际盈利贡献来说，国际贸易这一块占比很小，基本可以忽略。

4、期货经纪业务

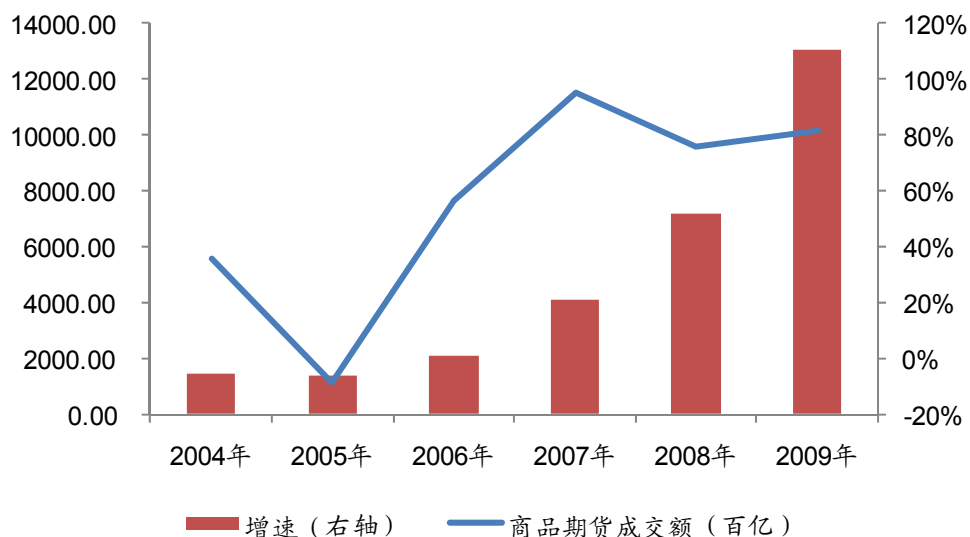
中大股份的期货业务由持股 95.1%的中大期货负责运作，中大期货经纪有限公司成立于 1993 年，注册资本金 1 亿元人民币，是上海期货交易所理事单位，大连商品交易所、郑州商品交易所和中国金融交易所会员单位。

中大期货总部设在杭州，营业场地 2700 多平方米，目前在北京、上海、重庆、福州、永康、温岭、温州、海宁、义乌设有 12 家营业部。公司目前拥有 2 万期货客户。400 名股指期货客户。客户的保证金逾 20 亿元。目前中大期货的发展重点是努力发展商品

期货，重点发展中高端客户。

2009 年中大期货实现了 4785 万净利润，目前全国规模排名第五，浙江省内排名第二。今年上半年期货经纪业务收入 1.35 亿元，同比减少 7.45%，主要系公司上半年转让了大地期货公司的控股权，公司仅合并 1-3 月的数据。

图 5：全国近年期货成交额及增速(单位：百亿)



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

未来随着期货业务竞争的加剧，客户佣金的降低不可避免，未来期货经纪业务将更加集中在服务质量、服务特色以及公司的研究能力上。

5、投资业务

中大股份的投资业务由全资子公司浙江中大集团投资有限公司负责，该公司成立于 2002 年 9 月，是一家拥有核心能力和专业人员、具备加速发展潜力的专业化投资管理公司。公司注册资本 9000 万元，目前为中大集团管理的资产超过 10 亿元人民币。公司 2009 年实现投资收益 1.37 亿元，今年上半年实现投资收益 9009.82 万元。

表 6：中大股份股权投资一览表

投资标的	最初成本 (亿元)	期末账面价值 (亿元)	持有数量	占公司股权比例	单位成本	投资类型
广东发展银行	0.6000	0.6000	25349420	0.21%	2.37	长期股权投资
国泰君安证券股份有限公司	0.0800	0.0800	9529993	0.17%	0.84	长期股权投资
国泰君安投资管理有限公司	0.0305	0.0305	2394998	0.17%	1.27	长期股权投资
杭州市工商托资股份有限公司	0.0320	0.0320	3200000	1.89%	1.00	长期股权投资
太原重工	0.0189	0.0176	160000		11.80	交易性金融资产
民生银行	0.0101	0.0091	150000		6.71	交易性金融资产
*ST 天一	0.0093	0.0088	144700		6.44	交易性金融资产
广济药业	0.0046	0.0045	50000		9.28	交易性金融资产
中科合臣	0.0005	0.0005	5000		9.32	交易性金融资产
闰土股份	0.0005	0.0005	1500		31.20	交易性金融资产
*ST 精伦	0.0003	0.0002	5000		5.68	交易性金融资产
国联水产	0.0001	0.0001	1000		14.38	交易性金融资产
方大炭素	0.0002	0.0001	2000		10.49	交易性金融资产

泸天化	0.0002	0.0001	2000		11.16	交易性金融资产
三花股份	0.3041	1.7797	7735200	2.93%	3.93	可供出售金融资产
大东南	0.0271	0.1916	3492825	0.75%	0.78	可供出售金融资产
中储股份	0.9600	0.7956	2044900	1.43%	46.95	可供出售金融资产
康盛股份	0.1560	1.4441	50321990	5.99%	0.31	可供出售金融资产
合计	2.2344	4.9950				

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

三、公司盈利预测与估值

1、公司 10-12 年房地产结算面积和收入假设

10 年预计结算面积 17.51 万平方米，结算收入 15.69 亿元；

11 年预计结算面积 27.5 万平方米，结算收入 24.15 亿元；

12 年预计结算面积 43.72 万平方米，结算收入 39.78 亿元。

表 7：10-12 年公司结算项目，结算面积和收入预测

万平，亿元	10 年结 算面积	11 年结 算面积	12 年结 算面积	10 年结 算收入	11 年结 算收入	12 年结 算收入
九里德	4.80	7.00	3.07	6.72	9.80	4.30
诺卡小镇	3.41	4.00	5.00	2.32	2.72	3.40
青山湖花园	1.50	2.00	3.00	0.93	1.24	1.86
中大紫都	3.00	3.00	3.35	2.16	2.16	2.41
南昌朝阳项目			4.00			2.80
长江紫都	0.80	1.50	2.00	0.44	0.83	1.10
水墨兰轩		1.00	1.30		0.70	0.91
十里新城						
君悦金沙	4.00	5.00	5.00	3.12	3.90	3.90
荆溪花园		4.00	5.00		2.80	3.50
机床厂						
西郊半岛			12.00			15.60
	17.51	27.50	43.72	15.69	24.15	39.78

资料来源：招商证券研发中心

2、物产元通业务预测

经过我们和汽车行业研究员的沟通，我们认为今年汽车行业销售保持增长没有悬念，对于未来两年的增速，我们认为每年 10% 左右的增速是较为合理的。公司的后服务销售业务我们认为明年增速将保持平稳，后年在新建的 4S 门店投产后，增速将会上升。

表 8：中大股份股权投资一览表

	2010 销售收入（亿元）	2011 销售收入（亿元）	2012 销售收入（亿元）
汽车代理销售业务	170.00	178.50	196.35
增速		10%	10%
毛利率	3%	3%	3%
后服务业务	10.00	11.00	12.65
增速		10%	15%
毛利率	30%	30%	30%
机电销售	40.00	40.00	40.00
增速		0%	0%
毛利率	3%	3%	3%
合计销售收入	220.00	229.50	249.00
合计销售成本	210.70	219.65	238.11

资料来源：招商证券研发中心

3、其他业务盈利预测

公司的国际贸易业务目前来说，毛利率较低，公司的所有者权益也只有 30% 左右，明后年的利润贡献将在 1 千万左右。

公司的期货业务随着股指期货的纵深发展，未来利润有望保持每年 10% 以上的增速。

公司的股权投资业务可以起到利润的平滑剂作用，我们假设未来三年的投资收益每年保持在 1.6 亿元左右。

4、10-12 年 EPS 分别为 1.13 元，1.46 元和 1.93 元

基于上述收入与成本假设，我们预计公司 10 年到 12 年，EPS 分别为 1.13 元，1.46 元和 1.93 元。

表 9：公司盈利预测简表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	24692	25869	27665	31178
二、营业总成本	24209	25259	26826	29891
其中：营业成本	22852	23658	24923	27618
营业税金及附加	176	393	574	784
营业费用	685	673	747	873
管理费用	373	388	443	530
财务费用	88	118	110	56
资产减值损失	35	30	30	30
三、其他经营收益	132	160	160	160
公允价值变动收益	-5	0	0	0
投资收益	137	160	160	160
四、营业利润	615	770	998	1447
加：营业外收入	37	40	40	40
减：营业外支出	52	40	40	40
五、利润总额	600	770	998	1447
减：所得税	171	192	250	362
六、净利润	429	577	749	1085
减：少数股东损益	153	79	108	240
七、归属母公司所有者净利润	276	498	641	846
股本（百万）	439	439	439	439
每股收益（元）	0.63	1.13	1.46	1.93

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

5、10 年 RNAV 为 18.26 元，目前股价有 4.6% 的溢价

公司 10 年的 RNAV 是 13.85 元，目前股价有 4.6% 的溢价。

表 10：公司 RNAV 计算表

开发项目评估溢价（亿元）	30.92
物产元通评估溢价（亿元）	9.25
期货业务评估溢价（亿元）	5.26
股权投资业务评估溢价（亿元）	8.09
国际贸易评估溢价（亿元）	1.10
帐面净资产（亿元）	25.59
重估净资产（亿元）	80.21

总股本	4.39
RNAV	18.26

资料来源：招商证券研发中心

6、首次给予 “审慎推荐-A” 评级

首次给予公司 “审慎推荐—A” 评级：我们认为公司股价还没有完全反映公司的价值，我们给予公司 2010 年 20 倍 PE 估值，目标股价 22.60 元。

未来公司股价的催化剂在于：

- 1) 公司再融资获批。公司在今年 8 月通过了以不低于 15.28 元/股的价格非公开发行融资 13.8 亿元的议案。目前来看，公司由于没有涉及房地产业务融资，该议案很有可能获得通过。
- 2) 公司下半年富阳项目销售火爆，超出市场预期。
- 3) 资本市场出现单边上涨，公司投资收益获利明显。

7、风险提示

公司的风险主要在于严厉政策调控带来的房地产市场萧条，房地产市场量价齐跌；汽车行业出现大拐点；证券市场出现单边下跌。

表 11：重点公司估值表

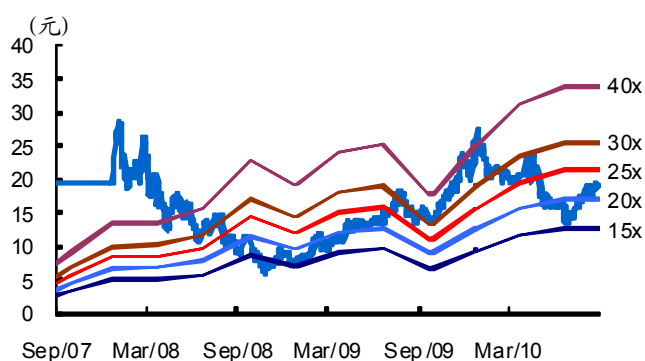
元,亿元,万平	总市值	每股净资产	土地储备	股价	RNAV	10EPS	11EPS	10 年 PE	11 年 PE	评级
服务类										
世联地产	83.34	5.00		38.30		1.01	1.33	37.92	28.80	审慎推荐—A
商业地产										
中国国贸	126.31	4.31	110	12.54	14.10	0.17	0.58	73.76	21.62	强烈推荐—A
开发加持有										
金融街	216.13	5.16		7.14	16.10	0.58	0.74	12.31	9.65	强烈推荐—A
世茂股份	152.88	5.85		13.06	22.90	0.80	1.04	16.33	12.56	强烈推荐—A
张江高科	152.39	3.66	362	9.84	13.65	0.60	0.68	16.40	14.47	审慎推荐—A
浦东金桥	91.12	3.62	91	9.81	13.00	0.46	0.52	21.33	18.87	审慎推荐—A
开发类										
冠城大通	73.92	2.54	215	10.05	11.30	1.02	1.59	9.85	6.32	强烈推荐—A
华业地产	45.92	3.37	122	7.12	10.60	0.50	0.80	14.24	8.90	强烈推荐—A
荣盛发展	173.18	2.86	1144	12.08	9.80	0.65	0.98	18.58	12.33	强烈推荐—A
格力地产	52.16	2.74	199	9.03	10.60	0.57	0.73	15.84	12.37	强烈推荐—A
首开股份	194.54	8.72	969	16.92	21.40	1.21	1.50	13.98	11.28	强烈推荐—A
金地集团	294.23	3.59	1480	6.58	7.46	0.52	0.63	12.65	10.44	强烈推荐—A
鲁商置业	81.48	0.68	274	8.14	8.83	0.63	0.92	12.92	8.85	强烈推荐—A
福星股份	69.44	6.22	315	9.78	11.90	0.64	0.89	15.28	10.99	强烈推荐—A
苏宁环球	151.71	1.81	1451	8.91	11.80	0.60	0.90	14.85	9.90	强烈推荐—A
招商地产	326.12	10.00	1051	18.99	28.40	1.21	1.60	15.69	11.87	审慎推荐—A
万科 A	955.48	3.62		8.69	8.90	0.60	0.74	14.48	11.74	审慎推荐—A
保利地产	549.08	5.76	2966	12.00	12.95	0.97	1.25	12.37	9.60	审慎推荐—A
北京城建	94.79	5.07	186	10.66	18.30	0.85	0.99	12.54	10.77	审慎推荐—B
华发股份	95.43	6.47	633	11.68	17.30	0.96	1.08	12.17	10.81	审慎推荐—A
天津松江	64.08	1.13	283	10.23	7.82	0.38	0.81	26.92	12.63	审慎推荐—A
新潮中宝	260.43	1.26	763	5.13	6.20	0.36	0.49	14.25	10.47	审慎推荐—A
龙元建设	51.74	5.00		10.92		0.50	0.80	21.84	13.65	审慎推荐—A
浙江广厦	47.51	2.39	219	5.45	5.10	0.43	0.48	12.67	11.35	审慎推荐—A

滨江集团	156.56	2.65	329	11.58	12.70	0.79	0.97	14.66	11.94	审慎推荐—A
信达地产	108.98	3.48	465	7.15	8.21	0.45	0.50	15.89	14.30	审慎推荐—A
苏州高新	55.63	2.99	263	6.31	6.20	0.45	0.49	14.02	12.88	审慎推荐—A
华丽家族	64.28	2.12	86	12.19	7.70	0.96	1.18	12.70	10.33	审慎推荐—A
亿城股份	53.63	2.88	185	5.40	6.37	0.48	0.60	11.25	9.00	审慎推荐—A
建发股份	162.46	2.28	545	7.26	6.53	0.55	0.68	13.20	10.68	审慎推荐—A
中南建设	115.97	3.61	1027	9.93	13.90	0.79	0.87	12.57	11.41	审慎推荐—A
中天城投	92.90	1.48	1027	10.17	11.24	0.59	0.98	17.24	10.38	审慎推荐—A
凤凰股份	100.97	2.23		9.32	11.51	0.34	0.44	27.41	21.18	审慎推荐—A
上实发展	50.81	1.64	125.46	6.86	4.73	0.29	0.48	23.66	14.29	审慎推荐—A
京投银泰	50.74	2.12	628	6.85	4.40	0.34	0.54	20.15	12.69	审慎推荐—A

注明：公司每股净资产和 EPS 等数据会根据公司股票调整以及最新研究报告预测数进行不定期修正

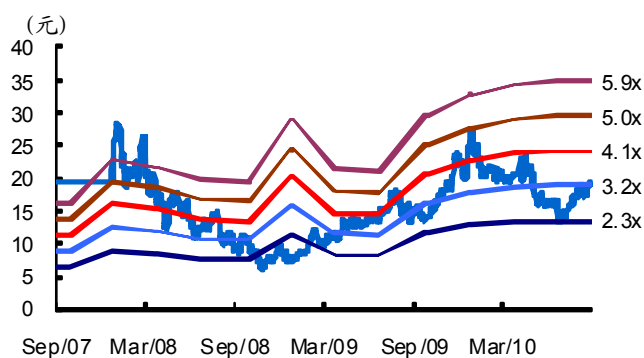
资料来源：招商证券研发中心

图 6：中大股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7：中大股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6062	12968	13549	14368	16133
现金	1176	3160	3500	3500	3500
交易性投资	0	109	100	100	100
应收票据	0	60	0	0	0
应收款项	214	334	309	330	372
其它应收款	296	377	388	415	468
存货	3846	6213	6624	7228	8562
其他	531	2715	2628	2795	3131
非流动资产	824	2899	2691	2515	2359
长期股权投资	175	314	314	314	314
固定资产	311	1066	947	840	745
无形资产	0	597	537	484	435
其他	337	922	892	877	864
资产总计	6886	15868	16240	16883	18492
流动负债	4457	11577	11210	11004	11427
短期借款	1347	1865	2144	1935	2739
应付账款	545	817	2366	2492	2762
预收账款	589	1769	1893	1994	2209
其他	1977	7126	4808	4583	3717
长期负债	579	1160	1322	1422	1522
长期借款	539	1068	1168	1268	1368
其他	40	92	154	154	154
负债合计	5036	12737	12532	12426	12950
股本	375	439	439	439	439
资本公积金	628	1279	1279	1279	1279
留存收益	522	717	1216	1857	2702
少数股东权益	326	695	774	882	1121
归属于母公司所有者权益	1524	2436	2934	3575	4421
负债及权益合计	6886	15868	16240	16883	18492

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(879)	2271	(143)	59	(1009)
净利润	151	276	498	641	846
折旧摊销	0	0	200	177	156
财务费用	0	0	118	110	56
投资收益	0	0	(160)	(160)	(160)
营运资金变动	0	0	(873)	(816)	(2146)
其它	(1030)	1995	74	108	240
投资活动现金流	25	(156)	20	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	25	(156)	20	0	0
筹资活动现金流	407	(1348)	464	(59)	1009
借款变动	0	0	360	(109)	905
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	407	(1348)	104	50	104
现金净增加额	(447)	767	340	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4417	24692	25869	27665	31178
营业成本	3623	22852	23658	24923	27618
营业税金及附加	113	176	393	574	784
营业费用	256	685	673	747	873
管理费用	144	373	388	443	530
财务费用	12	88	118	110	56
资产减值损失	18	35	30	30	30
公允价值变动收	(1)	(5)	0	0	0
投资收益	53	137	160	160	160
营业利润	304	615	770	998	1447
营业外收入	8	37	40	40	40
营业外支出	13	52	40	40	40
利润总额	298	600	770	998	1447
所得税	80	171	192	250	362
净利润	218	429	577	749	1085
少数股东损益	67	153	79	108	240
归属于母公司净	151	276	498	641	846
EPS (元)	0.40	0.63	1.13	1.46	1.93

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	7%	459%	5%	7%	13%
营业利润	-2%	103%	25%	30%	45%
净利润	2%	83%	80%	29%	32%
获利能力					
毛利率	18.0%	7.5%	8.5%	9.9%	11.4%
净利率	3.4%	1.1%	1.9%	2.3%	2.7%
ROE	9.9%	11.3%	17.0%	17.9%	19.1%
ROIC	5.9%	8.2%	9.4%	10.8%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	73.1%	80.3%	77.2%	73.6%	70.0%
净负债比率	29.9%	18.9%	20.7%	19.3%	22.5%
流动比率	1.4	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.6	1.6	1.6	1.6	1.7
存货周转率	1.3	4.9	4.0	4.0	3.9
应收帐款周转率	15.8	90.2	80.5	86.6	88.8
应付帐款周转率	4.1	33.6	14.9	10.3	10.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.40	0.63	1.13	1.46	1.93
每股经营现金	-2.34	5.17	-0.33	0.14	-2.30
每股净资产	4.07	5.55	6.68	8.14	10.07
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	47.4	30.4	16.8	13.1	9.9
PB	4.7	3.4	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	267.4	123.9	82.2	69.5	53.9

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》2010/01/2

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，本报告清晰、准确地反映了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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作。一年证券从业经验，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。