

# 中大股份 (600704.SH) 贸易行业

评级：买入 维持评级

公司研究

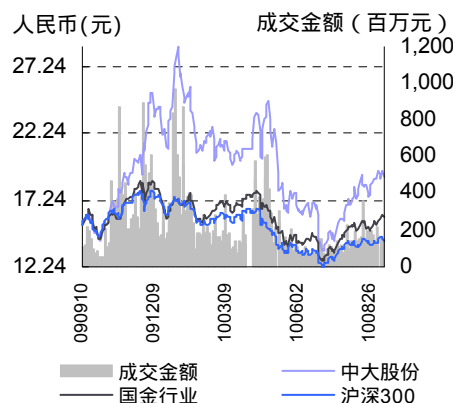
市价（人民币）：18.93 元

## 汽车业务成长已非雾里看花

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) | 374.75      |
| 总市值(百万元)       | 8,313.59    |
| 年内股价最高最低(元)    | 28.69/13.50 |
| 沪深 300 指数      | 2903.19     |
| 上证指数           | 2638.80     |



### 相关报告

1. 《业绩符合预期,看好公司汽车业务价值》, 2010.8.17
2. 《增发募集资金助力公司汽车业务更上一层楼》, 2010.8.17
3. 《业绩预增,符合预期》, 2010.7.8

张锦 联系人  
(8621)61038231  
zhangjin@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212

### 公司基本情况(人民币)

| 项 目         | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.403  | 0.629  | 1.133  | 1.091  | 1.432  |
| 每股净资产(元)    | 4.07   | 5.55   | 6.58   | 9.03   | 10.36  |
| 每股经营性现金流(元) | -2.34  | 5.17   | 1.91   | 1.71   | 2.07   |
| 市盈率(倍)      | 19.25  | 42.21  | 16.86  | 17.51  | 13.34  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 14.82  | 45.24  | 45.24  | 45.24  | 45.24  |
| 净利润增长率(%)   | 2.38%  | 82.90% | 80.04% | 16.47% | 31.25% |
| 净资产收益率(%)   | 9.91%  | 11.34% | 17.22% | 12.08% | 13.82% |
| 总股本(百万股)    | 374.75 | 439.18 | 439.18 | 531.18 | 531.18 |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **增发募投项目将助力物产元通汽车经销服务业务步入跨越式增长**：中大股份在 8 月 17 日公布的定向增发预案中，计划将募得全部 13.3 亿投入汽车经销服务网络的建设（具体项目包括 17 家汽车 4S 店、8 家“多厅一厂”、4 家二手车网点、以及汽车租赁业务）；我们认为募投项目将有助于公司在行业新一轮“跑马圈地”过程中占得先机，实现汽车业务的跨越式增长；我们测算募投项目对公司 11-13 年 EPS 贡献分别为 0.010、0.135 和 0.263 元（增发摊薄后）；
- **行业景气下滑影响有限，公司汽车业务净利 2011 年仍将保持增长**：2011 年汽车行业景气下滑的风险，会对公司新车销售业务的收入增速和毛利率产生消极影响；但是，考虑到公司在浙江省内汽车经销龙头和多个品牌浙江省总代的地位，我们认为降价对公司毛利率的侵蚀风险将是有限的，而售后业务将推动 2011 年公司汽车业务净利仍保持增长（不考虑新建 4S 店，预计 11 年汽车业务净利 161 百万元，对应摊薄后 EPS 0.303 元）；
- **积极布局外省，向全国性汽车经销服务龙头发展**：由于浙江省内较高的汽车保有量和 4S 店竞争程度，向外省特别是中西部地区扩张成为公司长期发展的必然选择；除此募投外，公司还计划在未来 2 年内利用自有资金建设约 40 家 4S 店，其中至少 60% 将位于外省（包括独资建设和合资建设），这将为公司向全国性汽车经销服务龙头发展奠定基础；除新建外，收购已有 4S 店也有望成为公司跨省扩张的手段之一；

### 盈利预测

- 我们预测公司 2010-2013 年 EPS 分别为 1.133、1.091、1.432 和 1.872 元，其中 2011 年 EPS 同比下降是由于增发后股本摊薄的作用，而汽车业务是公司 2012-2013 年业绩增长的主要动力。

### 投资建议

- 公司股价对应 10-13 年动态 PE 分别为 17、17、13 和 10 倍，这一估值水平显然没有充分反映公司（物产元通）汽车经销服务业务在未来 3 年中快速增长的潜力，公司股价仍处于被低估状态，我们建议投资者“买入”。

### 风险提示

- 房地产调控对于中大房地产公司的消极影响仍是中大股份目前面临最大的风险，但稳健的经营风格和较低的历史拿地成本有助于公司规避该风险。

## 内容目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 募投项目助力物产元通汽车业务步入跨越式增长..... | 4  |
| 2011 年：机遇与风险并存.....        | 10 |
| 长期发展：走向“全国布局”而非“偏安一隅”..... | 16 |
| 盈利预测与投资建议.....             | 18 |
| 附录：三张报表预测摘要.....           | 22 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1：中大股份增发预案中公告募集资金项目一览.....        | 4  |
| 图表 2：募集资金项目拟建汽车 4S 店一览.....          | 4  |
| 图表 3：募集资金项目拟建多厅一厂一览.....             | 5  |
| 图表 4：国内汽车经销商前 50 强一览.....            | 6  |
| 图表 5：国内主要汽车经销服务集团概况.....             | 7  |
| 图表 6：元通、中升、中进汽车业务盈利水平对比.....         | 7  |
| 图表 7：物产元通汽车业务中少数股东损益占比较高.....        | 7  |
| 图表 8：物产元通公司代理汽车品牌一览.....             | 8  |
| 图表 9：物产元通原有汽车网点多分布于浙江省内一线地区.....     | 8  |
| 图表 10：国内二手车销量占比依然偏低.....             | 9  |
| 图表 11：国内二手车成交量预测.....                | 9  |
| 图表 12：浙江省汽车保有密度处于国内较高水平.....         | 9  |
| 图表 13：物产元通部分 4S 店销售净利率比较.....        | 9  |
| 图表 14：物产元通部分 4S 店 ROE 比较.....        | 9  |
| 图表 15：募投项目新建汽车经销服务网点利润贡献测算.....      | 10 |
| 图表 16：二次购车意向更倾向于中高档车型.....           | 11 |
| 图表 17：二次购车意向更倾向于进口品牌.....            | 11 |
| 图表 18：2010 年上半年进口轿车销量增长迅速.....       | 11 |
| 图表 19：2010 年上半年 SUV 销量增长迅速.....      | 11 |
| 图表 20：浙江省城市化水平处于全国领先.....            | 11 |
| 图表 21：浙江省居民收入水平处于全国领先.....           | 11 |
| 图表 22：浙江省高档车型市场份额高于全国平均水平（08 年）..... | 12 |
| 图表 23：物产元通公司销售车型价格分布结构（07 年）.....    | 12 |
| 图表 24：物产元通公司现有 4S 店品牌及地区分布情况.....    | 12 |
| 图表 25：国内乘用车价格已逐步接近国外.....            | 13 |
| 图表 26：国产乘用车价格指数走势.....               | 13 |
| 图表 27：国内乘用车销量变化.....                 | 14 |
| 图表 28：国内乘用车保有量变化.....                | 14 |

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 29：物产元通汽车业务销售费用率变化.....               | 15 |
| 图表 30：物产元通汽车业务管理费用率变化.....               | 15 |
| 图表 31：4S 店盈利模式图示 .....                   | 15 |
| 图表 32：2011 年中大汽车业务 EPS 对新车销量增速及降价水平敏感性测试 | 16 |
| 图表 33：中西部省份乘用车市场更具增长潜力 .....             | 16 |
| 图表 34：目前国内 4S 店主要分布于东部地区 .....           | 17 |
| 图表 35：国内主要汽车经销集团网点分布地区 .....             | 17 |
| 图表 36：中大股份（物产元通）汽车经销服务业务收入与盈利预测.....     | 18 |
| 图表 37：中大股份资产与业务构成 .....                  | 18 |
| 图表 38：中大股份 2009 全年净利润来源分布 .....          | 19 |
| 图表 39：中大股份 2010 上半年净利润来源分布.....          | 19 |
| 图表 40：2010 年中期公司房地产开发项目预售情况 .....        | 20 |
| 图表 41：中大股份分拆盈利预测 .....                   | 21 |

## 募投项目助力物产元通汽车业务步入跨越式增长

- 中大股份于 2010 年 8 月 17 日公布定向增发预案，除发行价和发行股数的调整外，最值得注意的是两点：
  - 1、投向汽车经销和后服务网点建设的资金由第一次预案的 12 亿提高到 13.3 亿；
  - 2、列出了项目具体的网点建设计划，即：17 家汽车 4S 店、8 家“多厅一厂”、4 家二手车网点、以及汽车租赁业务；

图表1：中大股份增发预案中公告募集资金项目一览

| 序号      | 项目名称  | 投资规模   |        |         | 拟使用<br>募集资金 |
|---------|-------|--------|--------|---------|-------------|
|         |       | 固定资产   | 流动资金   | 小计      |             |
| 汽车经销网络  |       |        |        |         |             |
| 1       | 汽车4S店 | 33,000 | 34,193 | 67,193  | 65,493      |
| 2       | 多厅一厂  | 17,500 | 17,234 | 34,734  | 34,734      |
| 汽车后服务网络 |       |        |        |         |             |
| 3       | 汽车租赁  | 17,000 | 1,694  | 18,694  | 18,694      |
| 4       | 二手车   | 8,500  | 5,847  | 14,347  | 14,347      |
| 合计      |       | 76,000 | 58,968 | 134,968 | 133,268     |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：募集资金项目拟建汽车4S店一览

| 序号 | 项目名称       | 建设地点 | 投资规模   |        |        | 拟使用募集资金 | 预计投入使用时间 | 授权情况 | 物业取得方式 |
|----|------------|------|--------|--------|--------|---------|----------|------|--------|
|    |            |      | 固定资产   | 流动资金   | 小计     |         |          |      |        |
| 1  | 讴歌4S店      | 绍兴   | 2,100  | 1,617  | 3,717  | 3,717   | 2011.6   | 意向授权 | 自建     |
| 2  | 一汽大众4S店    | 杭州   | 2,000  | 3,399  | 5,399  | 5,399   | 2011.9   | 意向授权 | 自建     |
| 3  | 广汽丰田4S店    | 青海   | 2,600  | 2,875  | 5,475  | 5,475   | 2011.12  | 意向授权 | 自建     |
| 4  | 广汽日野4S店    | 杭州   | 2,500  | 916    | 3,416  | 3,416   | 2011.1   | 已授权  | 自建     |
| 5  | 长安福特4S店    | 杭州   | 2,000  | 2,810  | 4,810  | 4,310   | 2011.8   | 意向授权 | 自建     |
| 6  | 上海通用雪佛兰4S店 | 杭州   | 2,000  | 2,010  | 4,010  | 4,010   | 2011.11  | 已授权  | 自建     |
| 7  | 商用车4S店     | 绍兴   | 2,000  | 2,404  | 4,404  | 4,404   | 2011.7   | 意向授权 | 自建     |
| 8  | 长安汽车超市4S店  | 杭州   | 2,000  | 1,029  | 3,029  | 3,029   | 2011.12  | 意向授权 | 自建     |
| 9  | 长安汽车超市4S店  | 绍兴   | 1,900  | 811    | 2,711  | 2,711   | 2011.9   | 意向授权 | 自建     |
| 10 | 上海大众斯柯达4S店 | 温州   | 2,000  | 1,036  | 3,036  | 2,336   | 2011.9   | 意向授权 | 自建     |
| 11 | 沃尔沃4S店     | 杭州   | 1,800  | 2,073  | 3,873  | 3,873   | 2011.9   | 意向授权 | 租赁     |
| 12 | 沃尔沃4S店     | 台州   | 1,500  | 2,070  | 3,570  | 3,570   | 2011.1   | 意向授权 | 租赁     |
| 13 | 雷克萨斯4S店    | 温州   | 2,900  | 4,336  | 7,236  | 7,236   | 2011.6   | 意向授权 | 租赁     |
| 14 | 一汽大众4S店    | 湖州   | 1,300  | 2,685  | 3,985  | 3,485   | 2011.8   | 已授权  | 租赁     |
| 15 | 广汽自主品牌4S店  | 杭州   | 1,500  | 1,321  | 2,821  | 2,821   | 2011.2   | 意向授权 | 租赁     |
| 16 | 上海通用雪佛兰4S店 | 永康   | 1,400  | 1,727  | 3,127  | 3,127   | 2011.3   | 已授权  | 租赁     |
| 17 | 长安微车4S店    | 温州   | 1,500  | 1,074  | 2,574  | 2,574   | 2010.12  | 已授权  | 租赁     |
| 合计 |            |      | 33,000 | 34,193 | 67,193 | 65,493  |          |      |        |

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表3：募集资金项目拟建多厅一厂一览**

| 序号 | 项目名称 | 建设地点 | 投资规模   |        |        | 拟使用<br>募集资金 | 预计投入<br>使用时间 | 物业<br>取得方式 |
|----|------|------|--------|--------|--------|-------------|--------------|------------|
|    |      |      | 固定资产   | 流动资金   | 小计     |             |              |            |
| 1  | 多厅一厂 | 杭州富阳 | 2,600  | 2,396  | 4,996  | 4,996       | 2011.6       | 自建         |
| 2  | 多厅一厂 | 绍兴袍江 | 1,500  | 1,312  | 2,812  | 2,812       | 2011.9       | 自建         |
| 3  | 多厅一厂 | 宁波奉化 | 2,100  | 1,831  | 3,931  | 3,931       | 2011.12      | 自建         |
| 4  | 多厅一厂 | 嘉兴   | 7,500  | 4,505  | 12,005 | 12,005      | 2011.1       | 自建         |
| 5  | 多厅一厂 | 宁波   | 1,000  | 1,596  | 2,596  | 2,596       | 2011.8       | 租赁         |
| 6  | 多厅一厂 | 台州玉环 | 900    | 1,880  | 2,780  | 2,780       | 2011.11      | 租赁         |
| 7  | 多厅一厂 | 绍兴嵊州 | 900    | 1,879  | 2,779  | 2,779       | 2011.7       | 租赁         |
| 8  | 多厅一厂 | 衢州   | 1,000  | 1,836  | 2,836  | 2,836       | 2011.12      | 租赁         |
|    | 合计   |      | 17,500 | 17,234 | 34,734 | 34,734      |              |            |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 此次增发募投项目无疑将助于中大股份（物产元通）在汽车经销服务行业新一轮“跑马圈地”中占得先机，实现跨越式增长：
  - 与汽车制造行业的寡头垄断格局不同，目前国内汽车经销服务行业集中度还很低，即使是国内最大的汽车经销商，市场占有率也不过3%，这给行业内领先企业扩大市场份额，成为全国性的汽车经销服务集团带来了机会；

**图表4：国内汽车经销商前50强一览**

| 序号 | 集团名称             | 09年度营收<br>(亿元) | 序号 | 集团名称                 | 09年度营收<br>(亿元) |
|----|------------------|----------------|----|----------------------|----------------|
| 1  | 庞大汽贸集团股份有限公司     | 355.0          | 2  | 广汇汽车服务股份公司           | 325.0          |
| 3  | 浙江物产元通机电（集团）有限公司 | 224.0          | 4  | 利星行（北京）汽车有限公司        | 205.0          |
| 5  | 广东物资集团汽车贸易公司     | 152.4          | 6  | 中国进口汽车贸易有限公司         | 138.1          |
| 7  | 中升(大连)集团有限公司     | 137.4          | 8  | 上海永达控股（集团）有限公司       | 110.4          |
| 9  | 山东远通汽车贸易集团       | 106.0          | 10 | 深圳市中汽南方投资集团有限公司      | 103.3          |
| 11 | 北京市汽车修理公司        | 100.1          | 12 | 天津市浩物机电汽车贸易有限公司      | 94.8           |
| 13 | 湖北圣泽实业有限公司       | 88.0           | 14 | 开隆汽车集团               | 78.0           |
| 15 | 内蒙古利丰汽车有限公司      | 69.0           | 16 | 哈尔滨运通（汽车）集团          | 60.0           |
| 17 | 润华集团股份有限公司       | 58.8           | 18 | 长久汽车投资有限公司           | 55.4           |
| 19 | 海南嘉华控股有限公司       | 52.2           | 20 | 重庆中汽西南汽车有限公司         | 50.2           |
| 21 | 徐州润东实业集团有限公司     | 43.5           | 22 | 北京惠通陆华汽车销售有限公司       | 42.4           |
| 23 | 深圳市鹏峰汽车（集团）有限公司  | 40.1           | 24 | 重庆商社汽贸有限公司           | 40.0           |
| 25 | 广东新协力集团有限公司      | 39.8           | 26 | 江苏常隆汽车集团公司           | 39.0           |
| 27 | 宁波轿辰集团有限公司       | 36.2           | 28 | 北京百得利汽车进出口集团有限公司     | 35.1           |
| 29 | 四川申蓉汽车股份有限公司     | 35.0           | 30 | 尊荣亿方集团有限公司           | 32.0           |
| 31 | 贵州通源投资有限公司       | 31.0           | 32 | 上海云峰集团汽车产业发展有限公司     | 29.8           |
| 33 | 赵龙集团有限公司         | 28.6           | 34 | 北京联拓机电集团有限公司         | 26.5           |
| 35 | 红旭集团股份有限公司       | 26.1           | 36 | 温州华能汽车集团有限公司         | 23.6           |
| 37 | 盈众控股集团有限公司       | 22.5           | 38 | 中兵投资集团有限公司           | 22.4           |
| 39 | 成都万友经济技术开发总公司    | 22.2           | 40 | 厦门泰成集团有限公司           | 21.8           |
| 41 | 浙江宝利德控股集团有限公司    | 20.0           | 42 | 沈阳中晨集团有限公司           | 18.6           |
| 43 | 上海绿地汽车服务（集团）有限公司 | 18.3           | 44 | 北京生产资料贸易有限公司         | 18.0           |
| 45 | 绍兴宝顺汽车销售服务有限公司   | 17.4           | 46 | 欧龙汽车贸易集团有限公司         | 17.0           |
| 47 | 浙江广成集团           | 15.7           | 48 | 广州市南菱汽车销售服务有限公司集团有限公 | 15.5           |
| 49 | 重庆百事达汽车有限公司      | 15.2           | 50 | 贵州乾通企业集团投资有限公司       | 13.0           |

来源：国金证券研究所

- 根据公司披露的信息和我们的测算，募集资金项目建成后，物产元通将拥有接近 160 家汽车经销服务网点，总营业收入超过 300 亿元（旗下所有网点汇总，包括并表部分与计入投资收益部分），进一步巩固公司在国内汽车经销服务行业的领先地位；

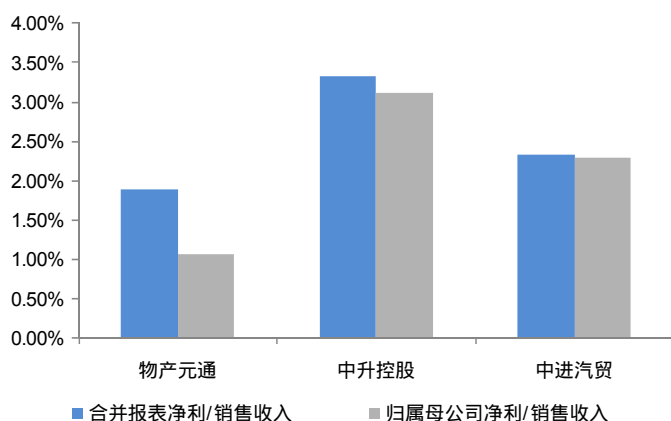
图表5：国内主要汽车经销服务集团概况

| 汽车经销集团                        | 门店数量分布及代理品牌                                                                          | 销售规模                                                                |
|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| 庞大汽车<br>(冀东物贸)                | 截至2010年初,拥有4S店257家,非4S专卖店140家,各类汽车市场173家,主要分布在北方各省和南方部分省份;代理品牌包括各主流汽车品牌(包括部分商用车)。    | 2008年,实现汽车销量23万辆;2009年,销售汽车36万辆,实现销售收入355亿元。                        |
| 广汇汽车                          | 截至2009年初,共拥有4S店160家;主要分布在广西、安徽、新疆、河南、重庆、四川等;代理品牌包括各主流汽车品牌。                           | 2007年实现销售收入120亿元,销售汽车10万辆;2008年销售收入164亿元,销售汽车12万辆;2009年销售收入325亿元。   |
| 物产元通<br>(中大股份)<br>(600704.SH) | 截至2008年下半年,拥有4S店89家,汽车后服务门店38家;主要分布在浙江,但已计划向其他省扩张;代理品牌包括各主流汽车品牌。                     | 2009年,销售汽车近13万辆,销售收入(含参股4S店)共计224亿元。                                |
| 利星行(北京)<br>汽车有限公司             | 主要专注于国产及进口梅赛德斯·奔驰汽车的批发及零售业务,旗下4S店主要分布于北京地区。                                          | 2009年实现销售收入205亿元。                                                   |
| 广物汽贸                          | 截至2010年,共拥有150多家连锁店,属下有40多家子公司;主要分布在广东各地,及重庆、江苏、贵州、江西、陕西、安徽等省份。                      | 汽车销售量分别占广东和广州市市场份额的30%和60%,2009年销售汽车13.3万辆,销售收入118亿元(协会数据位152.4亿元)。 |
| 中进汽贸                          | 主要专注于进口汽车批发及进口、合资品牌汽车销售、服务业务;拥有4S店18家,主要分布与北京、天津、上海、江苏、浙江等地。                         | 占中国进口汽车市场份额近10%,2009年实现销售收入138.1亿元;2010年上半年实现销售收入139亿元。             |
| 中升控股<br>(881.HK)              | 截至2010年初,共拥有4S店47家,主要分布在东北及东部沿海各省以及四川、云南等;代理品牌以中高档车为主,包括雷克萨斯、奔驰、奥迪、丰田、通用、日产、本田等。     | 2008年,实现汽车销量4.1万辆,销售收入105.5亿元;2009年销售收入137.4亿元。                     |
| 永达汽车                          | 截至2010年初,拥有品牌专卖店49家,其他汽车服务门店10余家;主要分布在上海地区,以及北京、福建、山西、浙江、江苏、海南等省份;代理品牌以中高档合资和进口品牌为主。 | 2009年实现销售收入110.4亿元。                                                 |
| 山东远通                          | 主要分布在山东南部临沂、日照及其附近地区,拥有50多家经销服务网点,代理国内主要合资、自主品牌乘用车及部分重卡、轻卡、微车品牌等。                    | 2008年公司销售各类汽车4.8万辆,维修汽车38万台次,实现销售收入达38亿元;2009年销售收入106亿元。            |
| 深圳中汽南方                        | 主要代理沃尔沃、路虎、捷豹、劳斯莱斯、奔驰及部分国产合资品牌;拥有超过30家经销服务网点,主要分布在深圳周边及北京、天津、福建等省。                   | 2009年实现销售收入103.3亿元。                                                 |

来源：行业资料，各公司网站，国金证券研究所

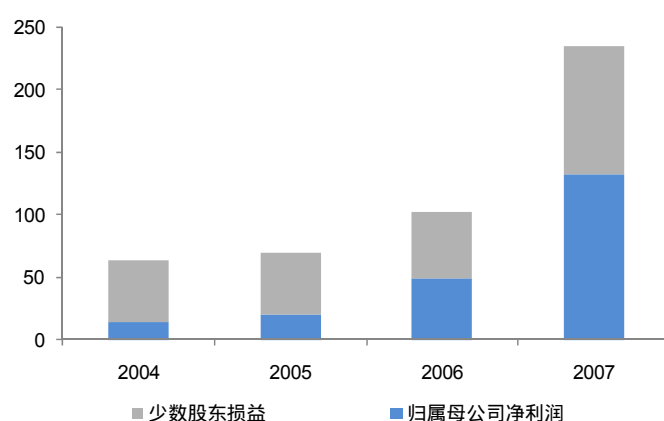
- 在过去，物产元通汽车业务盈利水平偏低的一个原因是其旗下有多家4S店为合资建设，造成公司少数股东损益占比较大（占并表净利近50%）；而此次募投项目的新建网点将主要为独资建设，因而项目带来净利的增幅将显著大于销售收入的增幅；

图表6：元通、中升、中进汽车业务盈利水平对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：物产元通汽车业务中少数股东损益占比较高



- 物产元通汽车业务盈利水平偏低的另一个原因是代理品牌中包括如长安微车、华晨金杯、哈飞汽车等低端汽车品牌，而此次募投项目新建4S店则以中高端为主，其中包括4家豪车品牌4S店（讴歌、雷克萨斯、沃尔沃），将有助于公司汽车业务整体盈利水平的提高；

图表8：物产元通公司代理汽车品牌一览

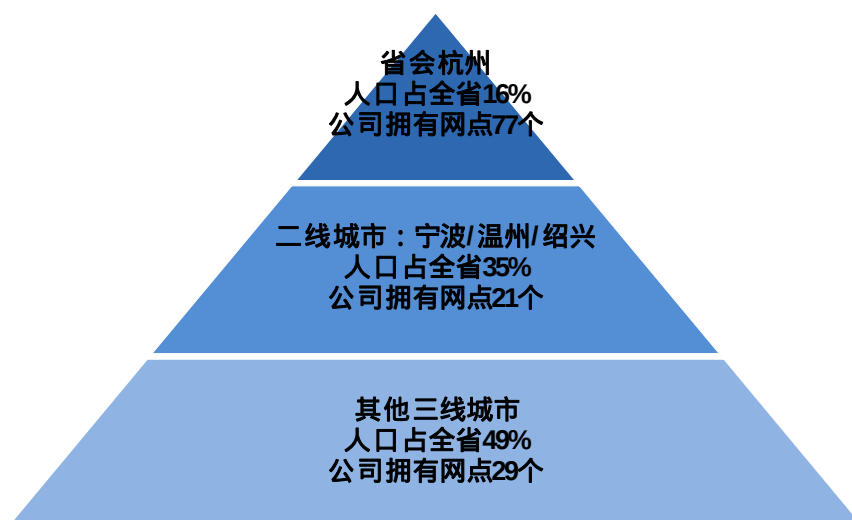


来源：公司资料，国金证券研究所

事实上，“多厅一厂”这一模式恰恰最适于物产元通这种 1、代理品牌众多，2、且在某一区域有绝对优势的汽车经销与服务集团。

- 公司原有的汽车经销服务网点多分布于省会杭州市，而在浙江省二、三线地区分布较少；考虑到杭州、宁波等城市 4S 店分布已较为密集，竞争充分，进入二、三线市场是公司进一步挖掘浙江省内需求潜力的必然选择；
- 此次募集资金项目中，包含 8 家“多厅一厂”形式的汽车经销服务网点，这一形式为国内创新，即在同一卖场内销售多个不同品牌的汽车，多个品牌共用一个维修、服务、管理平台，这一经营形式对于需求批量较小的二、三线市场将极为有效；

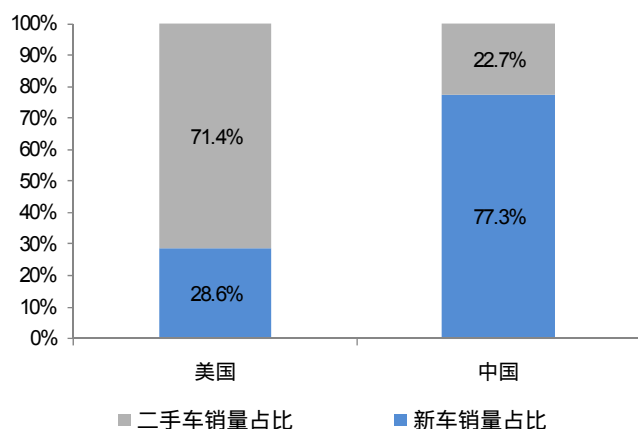
图表9：物产元通原有汽车网点多分布于浙江省内一线地区



来源：公司资料，国金证券研究所

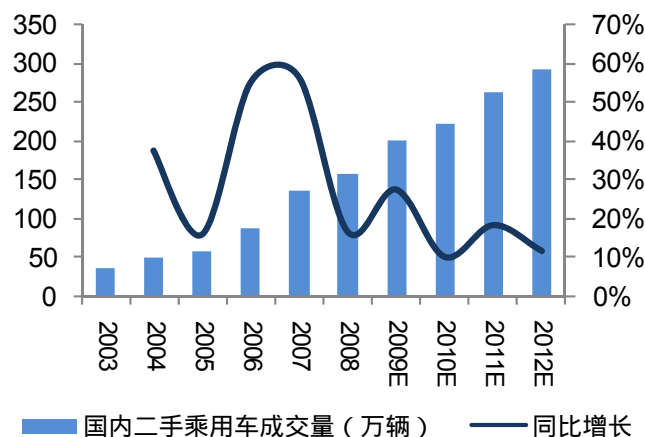
- 募投项目中的 4 个二手车网点建设则可以充分利用浙江省汽车消费启动较早，保有密度较大的特点，以及物产元通在浙江省内网点分布广、客户资源丰富、品牌信誉好的优势；事实上，物产元通是国内较早开展二手车业务的汽车经销商之一；
- 由于信息不对称的缘故，二手车业务的盈利水平往往高于新车销售，毛利率可达到 7%-10%；

图表10：国内二手车销量占比依然偏低

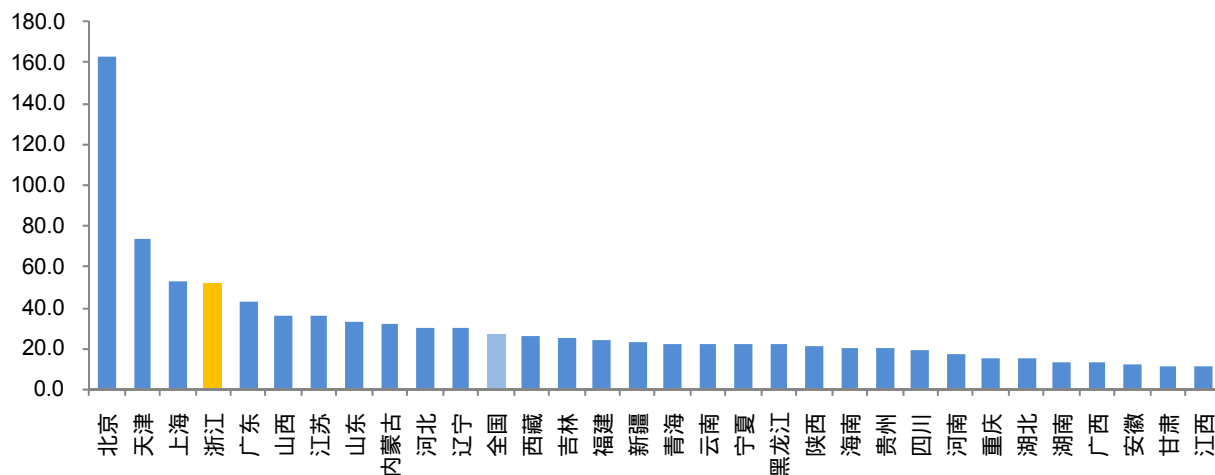


来源：NADA，中国汽车流通协会，中汽协，国金证券研究所

图表11：国内二手车成交量预测



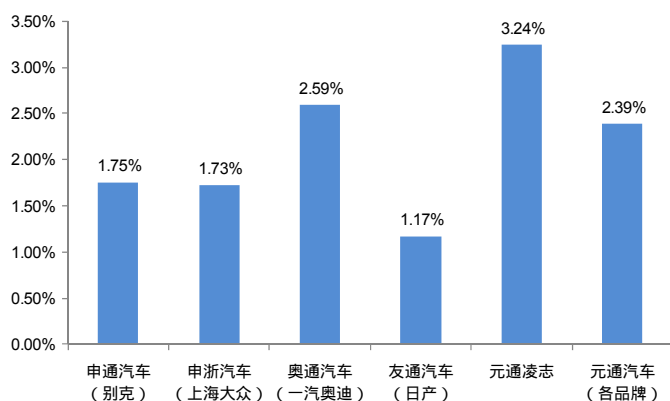
图表12：浙江省汽车保有密度处于国内较高水平



来源：Wind，国金证券研究所

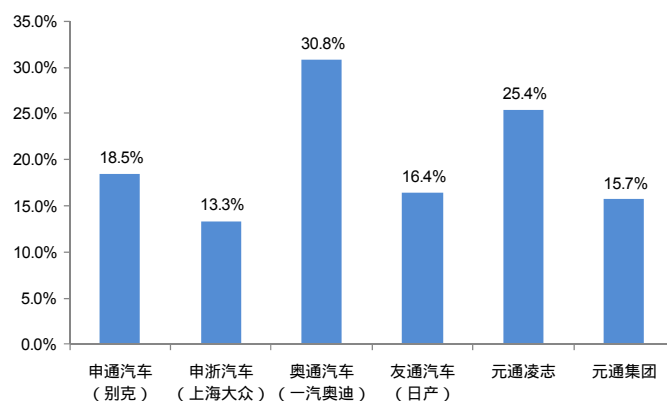
■ 对于募投项目盈利水平，我们参考物产元通原有的 4S 店进行测算：

图表13：物产元通部分 4S 店销售净利率比较



来源：公司公告，国金证券研究所

图表14：物产元通部分 4S 店 ROE 比较



- 从销售净利率分析，物产元通原有 4S 店总体水平在 1.5%-2.0%，部分豪车品牌 4S 店在 2.5%以上；
- 从净资产收益率 ROE 分析，物产元通原有 4S 店总体水平在 15%左右，部分豪车品牌 4S 店在 25%以上；
- 考虑到此次募投项目以中高端品牌为主，且新建 4S 店在管理方面有进一步改善的空间，我们认为待 4S 店（包括其他网点）经营成熟后，总体销售净利率有望达到 2.0%左右，ROE 有望达到 16%-18%；
- 4S 店经营的一般经验是：新 4S 店建成后第 1 年盈亏平衡或略有亏损，第 2 年开始由于客户保有量和售后业务的增加而开始贡献利润，第 3-5 年逐步进入成熟期；

**图表15：募投项目新建汽车经销服务网点利润贡献测算**

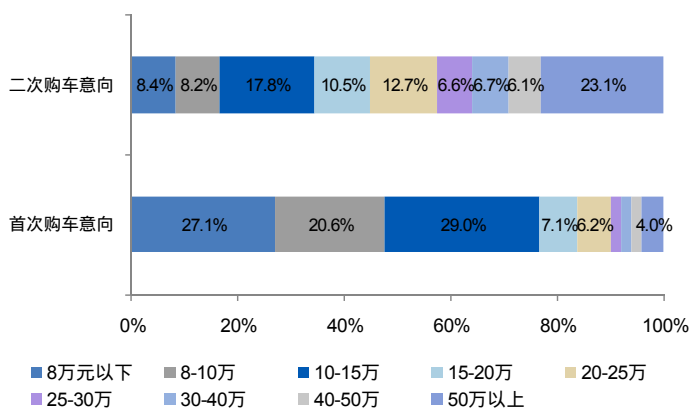
|              |         |      | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|--------------|---------|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 17家<br>汽车4S店 | 新车销售    | 销售收入 | 2,678.1 | 3,213.7 | 3,599.3 | 3,959.3 | 4,276.0 |
|              |         | 毛利   | 64.3    | 86.8    | 104.4   | 118.8   | 128.3   |
|              | 售后服务    | 销售收入 | 111.6   | 169.1   | 270.9   | 344.3   | 422.9   |
|              |         | 毛利   | 33.5    | 55.8    | 94.8    | 123.9   | 156.5   |
|              | 净利润（合计） |      | -6.6    | 32.8    | 72.1    | 91.7    | 108.1   |
| 8家<br>多厅一厂   | 新车销售    | 销售收入 | 1,545.0 | 1,823.1 | 2,005.4 | 2,165.9 | 2,317.5 |
|              |         | 毛利   | 32.4    | 45.6    | 54.1    | 60.6    | 64.9    |
|              | 售后服务    | 销售收入 | 57.2    | 76.0    | 105.5   | 138.2   | 161.1   |
|              |         | 毛利   | 16.0    | 22.8    | 33.8    | 47.0    | 56.4    |
|              | 净利润（合计） |      | -3.5    | 13.9    | 34.7    | 45.1    | 52.1    |
| 4家<br>二手车网点  | 销售收入    |      | 336.5   | 572.0   | 794.4   | 978.4   | 1,144.0 |
|              | 毛利      |      | 23.6    | 42.9    | 63.6    | 83.2    | 103.0   |
|              | 净利润     |      | 5.7     | 10.0    | 14.3    | 18.6    | 22.9    |
| 汽车租赁         | 销售收入    |      | 60.0    | 69.7    | 79.8    | 93.5    | 107.5   |
|              | 净利润     |      | 9.4     | 15.0    | 18.7    | 22.4    | 26.2    |
| 总计净利润（百万元）   |         |      | 5.1     | 71.6    | 139.8   | 177.8   | 209.2   |
| 对公司EPS贡献     |         |      | 0.010   | 0.135   | 0.263   | 0.335   | 0.394   |

来源：国金证券研究所测算

## 2011 年：机遇与风险并存

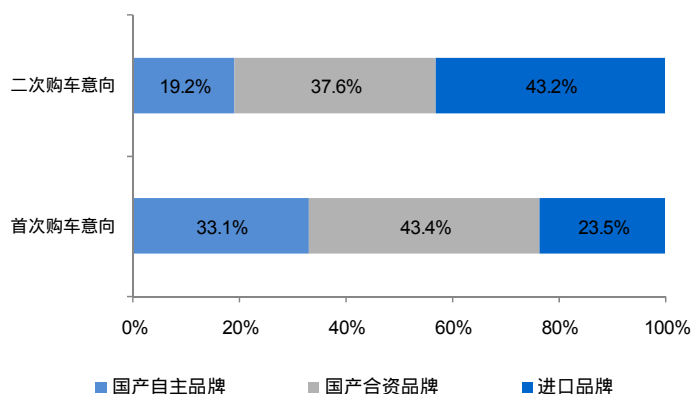
- 我们对于未来 6-12 个月国内汽车行业的总体判断是景气向下，因此 2010 年物产元通汽车经销服务业务将主要面临 2 个风险：一是销量增速的下降、二是价格战的风险，这也是目前市场对于公司汽车业务短期最大的担心所在；
- 对于以上风险，我们的观点是：行业景气下滑对公司汽车业务的影响将局限于新车销量的增速和利润率方面，考虑到售后业务的增长，2011 年物产元通汽车经销服务业务利润贡献下降的风险有限；
- 1、新车销量增速：
  - 从全国汽车市场整体来看，2011 年销量增速从 09、10 年的高增速基础上下滑几乎已成必然，但是考虑到我国仍处于乘用车消费中期阶段，我们预计 2011 年全国乘用车销量仍将高于 10%-12%；对于浙江省和物产元通公司而言，浙江省较高的乘用车保有量水平使其销量增速将低于全国总体水平，但我们认为仍将至少达到 8%-10%；
  - 值得一提的是：进入 2010 年上半年以来，受益于“汽车二次消费”的增加，国内高档乘用车的消费呈加速趋势，豪车品牌、进口品牌、SUV 等附加值较高的品牌或车型销量增速显著大于乘用车整体增速；

图表16：二次购车意向更倾向于中高档车型

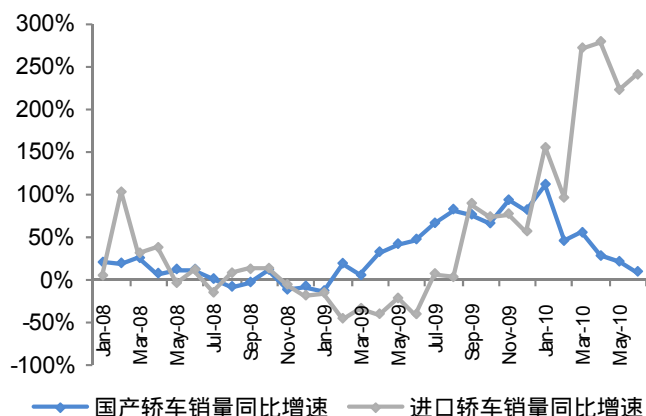


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表17：二次购车意向更倾向于进口品牌

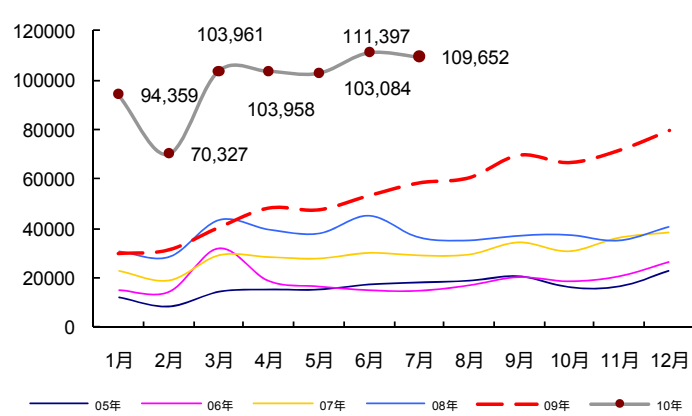


图表18：2010年上半年进口轿车销量增长迅速



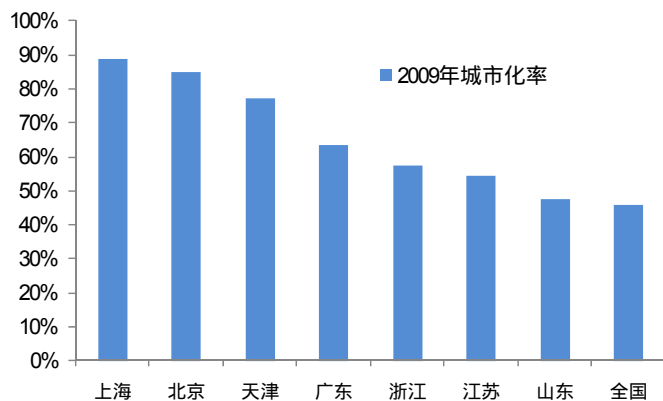
来源：中汽协，国金证券研究所

图表19：2010年上半年SUV销量增长迅速



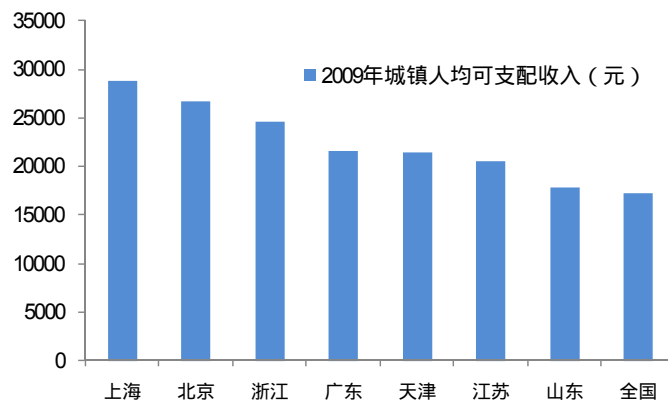
- 浙江省的城市化水平和居民收入水平处于全国领先地位，乘用车消费起步也较早，“汽车二次消费”带来的高档乘用车销量升级也应处于国内领先；事实上，10年上半年，物产元通多个豪车或进口车品牌销量同比超过30%甚至35%，显著大于公司27.9%的总体销量增速；我们认为这一趋势有望持续，2011年公司高档车型（豪车品牌、进口品牌、SUV等）销量增速仍有望超过15%；

图表20：浙江省城市化水平处于全国领先

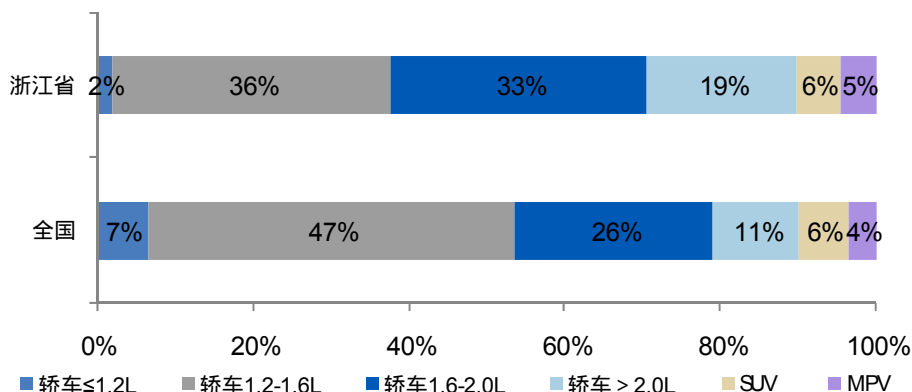


来源：Wind，国金证券研究所

图表21：浙江省居民收入水平处于全国领先

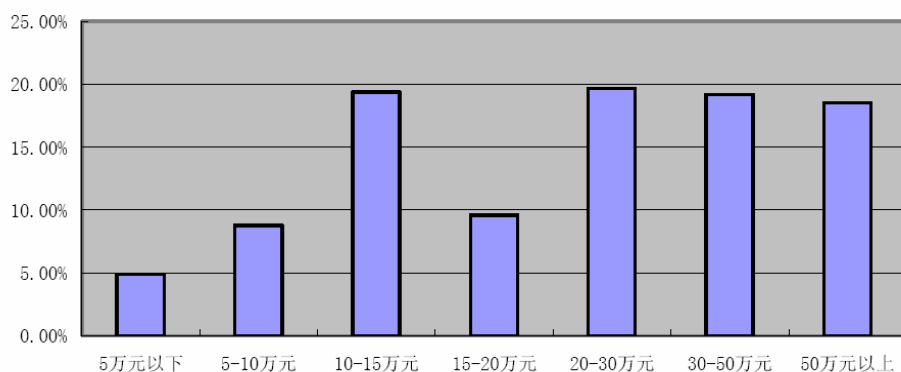


图表22：浙江省高档车型市场份额高于全国平均水平（08年）



来源：公安部，国金证券研究所

图表23：物产元通公司销售车型价格分布结构（07年）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表24：物产元通公司现有4S店品牌及地区分布情况

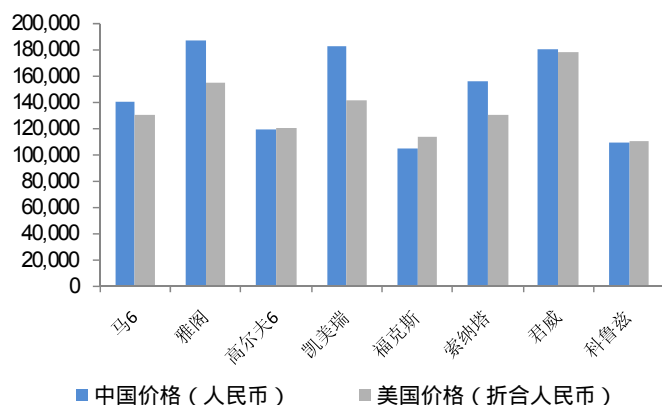
| 汽车品牌         | 杭州 | 宁波 | 温州 | 绍兴 | 台州 | 其他地区 | 品牌小计 |
|--------------|----|----|----|----|----|------|------|
| 高端品牌         |    |    |    |    |    |      |      |
| 奥迪           | 1  | -  | 1  | -  | -  | 1    | 3    |
| 奔驰           | 2  | -  | -  | -  | -  | -    | 2    |
| 雷克萨斯         | 1  | -  | -  | -  | -  | -    | 1    |
| 凯迪拉克         | 1  | -  | -  | -  | -  | -    | 1    |
| 沃尔沃          | 2  | -  | -  | -  | -  | -    | 2    |
| 中端品牌         |    |    |    |    |    |      |      |
| 三菱/克莱斯勒/JEEP | 2  | 1  | -  | 1  | 1  | 1    | 6    |
| 福特/马自达       | 2  | -  | -  | 1  | 1  | -    | 4    |
| 通用别克/雪佛兰     | 8  | -  | -  | -  | -  | 5    | 13   |
| 丰田           | 3  | -  | -  | -  | -  | 3    | 6    |
| 尼桑           | 2  | 2  | -  | -  | -  | 2    | 6    |
| 大众/斯柯达       | 6  | -  | 2  | -  | 2  | 3    | 13   |
| 北京现代         | 1  | -  | -  | 1  | -  | -    | 2    |
| 其他中档车        | 3  | 1  | -  | 1  | -  | -    | 5    |
| 自主品牌         |    |    |    |    |    |      |      |
| 长安/哈飞        | 5  | -  | -  | 1  | 1  | 3    | 10   |
| 金杯/中华        | 3  | 1  | -  | 1  | 1  | -    | 6    |
| 依维柯/解放卡车     | 3  | -  | -  | -  | -  | -    | 3    |
| 风行           | 2  | -  | -  | -  | -  | -    | 2    |
| 区域小计         | 46 | 5  | 2  | 6  | 6  | 17   | 82   |

来源：公司网站，国金证券研究所

## ■ 2、车价变动与盈利水平：

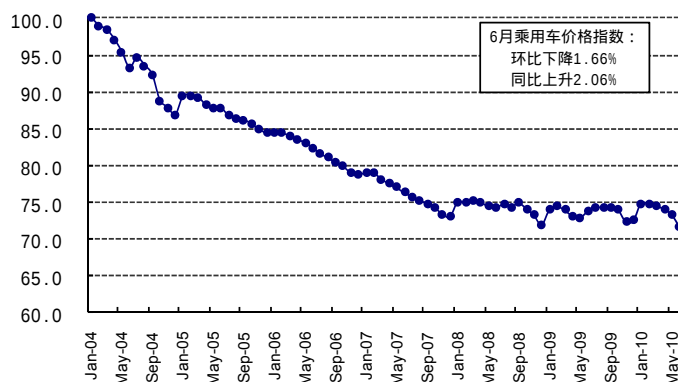
- 对于乘用车行业的降价风险，我们在此前的报告中已多次讨论：目前国内汽车行业的背景和 04 年有着较大区别，且国内汽车价格已逐步接近欧美水平，进一步发生大幅降价的可能性有限；这一点可一定的程度上从 08 年以来的车价走势得到参考；

图表25：国内乘用车价格已逐步接近国外



来源：网上车市，国金证券研究所

图表26：国产乘用车价格指数走势

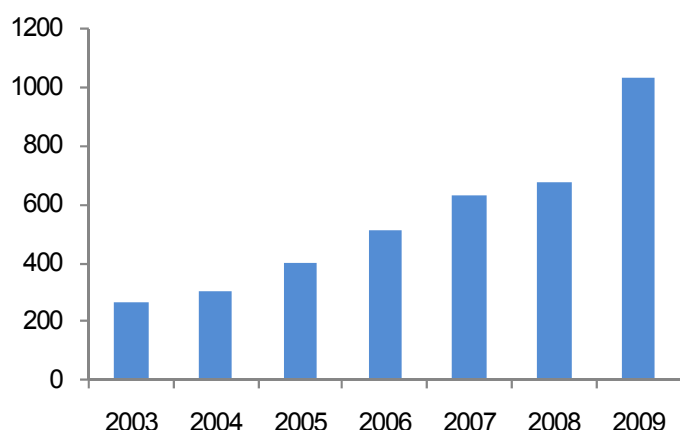


- 对于汽车销量和汽车降价对公司盈利水平的影响，我们需要结合 4S 店的盈利模式来讨论：
- 一般而言，4S 店在新车销售上获得的利润分为 2 部分：1、向顾客售出价格和从厂商进货价格之间的差价；2、厂商给予经销商的返点（一般在年终作为奖励）；
- a、买卖价差：
- 新车销售的买卖差价计入 4S 店的毛利，通常情况下，厂商会规定一个车型在某一地区固定的毛利率（一般在 2%-3%，部分豪车品牌有可能达到 4%以上），并按照指导价和这个固定的毛利率计算出的统一供货价给区域内所有 4S 店供货（部分总代理 4S 店有可能得到稍低的供货价，但这一情况较为少见）；如果厂商调整指导价（即厂商官方降价），则供货价也相应调整，毛利率不会发生显著变动；
- 但是，如果汽车市场环境发生显著恶化，经销商之间爆发恶性竞争，则有可能出现经销商按照低于指导价销售的个别降价行为；这种行为对经销商利润腐蚀极为严重，4S 店需 100%承担降价损失；但是，考虑到物产元通在浙江省特别是杭州地区的龙头地位，对终端价格有一定的控制力度；从历史来看，除了 08 年 4 季度汽车市场急剧恶化的极端情况，公司旗下 4S 店都没有出现过严重的价格战；
- b、经销商返点：
- 经销商返点一般由厂商根据 4S 店销量任务完成情况或 4S 店的综合表现在年终以奖励的形式返回给经销商，如果销量任务完成较好，返点额常可以达到总销售额的 0.5%-1%，部分高档车品牌可以达到 2%以上；不同经销商对返点的会计处理有所区别，或直接计入毛利，或用来冲减销售费用；
- 返点相关的销量任务一般由整车厂商根据厂商自身和经营目标和 4S 店所在地的实际情况来制定；从历史情况来看，公司绝大多数高档车品牌 4S 店和 50%以上中档品牌、自主品牌 4S 店在多数年份都能够获得返点；返点的另一种发放形式是厂商根据对所属品牌所有 4S 店做“综合评比”决定，物产元通旗下部分综合实力较强的 4S 店（如国内最大的 3 家奥迪 4S 店中物产元通拥有 2 家）通常能够获得此类返点；

- 根据我们的测算，10 年上半年公司汽新车销售业务毛利率约为 3.1%-3.2%，预计全年在 3.0%左右；即使 2011 年汽车市场出现较为显著的降价情况，我们预计新车销售毛利率也不会低于 2.5%-2.7%；
- 我们认为，2011 年中大股份（物产元通）汽车业务在新车销量增速下滑、新建 4S 店尚未贡献利润的情况下，最主要的机遇仍然来自于售后服务业务的增长；
  - 在目前物产元通公司 4S 店总体收入利润结构中，新车销售与售后业务收入比约为 10:1，毛利比约为 1:1，售后业务毛利率稳定在 40%；近年来物产元通旗下 4S 店售后业务收入年均增速接近 20%，2010 年上半年公司整体后服务对成本吸收率已达到 77.3%；
  - 2009 年-2010 年上半年，国内汽车销量获得井喷式增长，一般而言，新车在售出后 12-18 个月开始产生较多的售后服务业务，因而 2011-2012 年将是公司汽车后服务业务获得快速增长的时期，预计增速有望超过 20%；

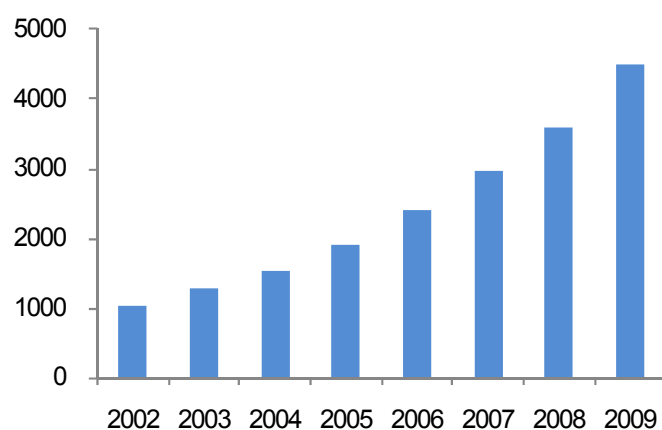
图表27：国内乘用车销量变化

单位：万辆



图表28：国内乘用车保有量变化

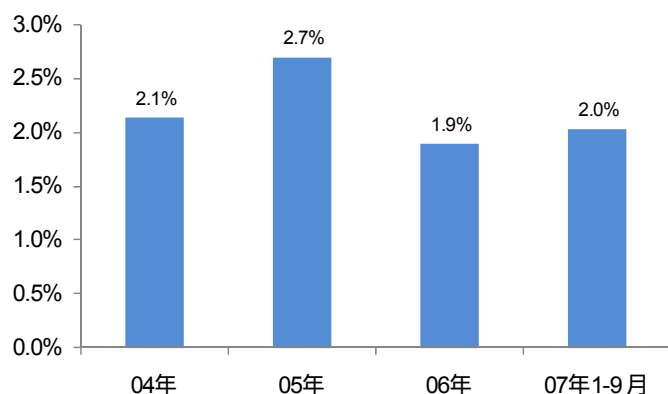
单位：万辆



来源：中汽协，Wind，国金证券研究所

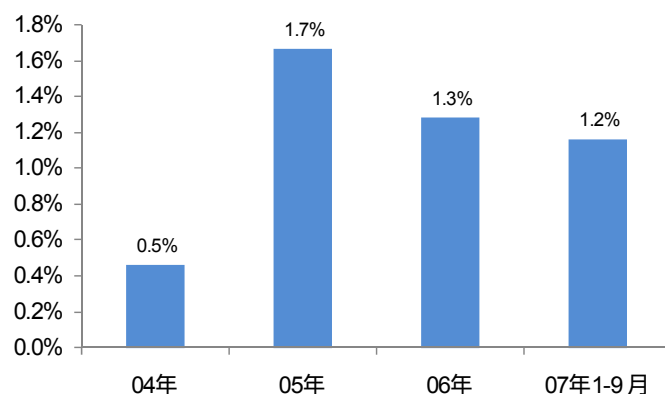
- 与新车销售相比，售后服务业务的需求更为“刚性”，盈利水平也大致稳定，我们预计未来 2 年公司售后业务毛利率将维持在 40%左右；
- 4S 店的销售费用包括薪酬福利开支、广告及业务推广开支、折旧等，管理费用包括办公设备开支、应酬费用、税项、公用服务费及差旅费等；一般而言，4S 店在初建的第 1-2 年由于销售规模小而造成费用率较高，但是到第 3-5 年进入成熟后，费用率将趋于稳定，在过去几年中，物产元通汽车业务的销售费用率稳定在 2%左右，管理费用率稳定在 1.2%-1.4%，我们预计未来 1-2 年物产元通原有 4S 店销售和管理费用率仍将保持稳定，但是考虑到新建经销服务网点，预计公司汽车业务总体的费用率在 2011 年将有可能有所提高 0.2-0.4 个百分点；

图表29：物产元通汽车业务销售费用率变化

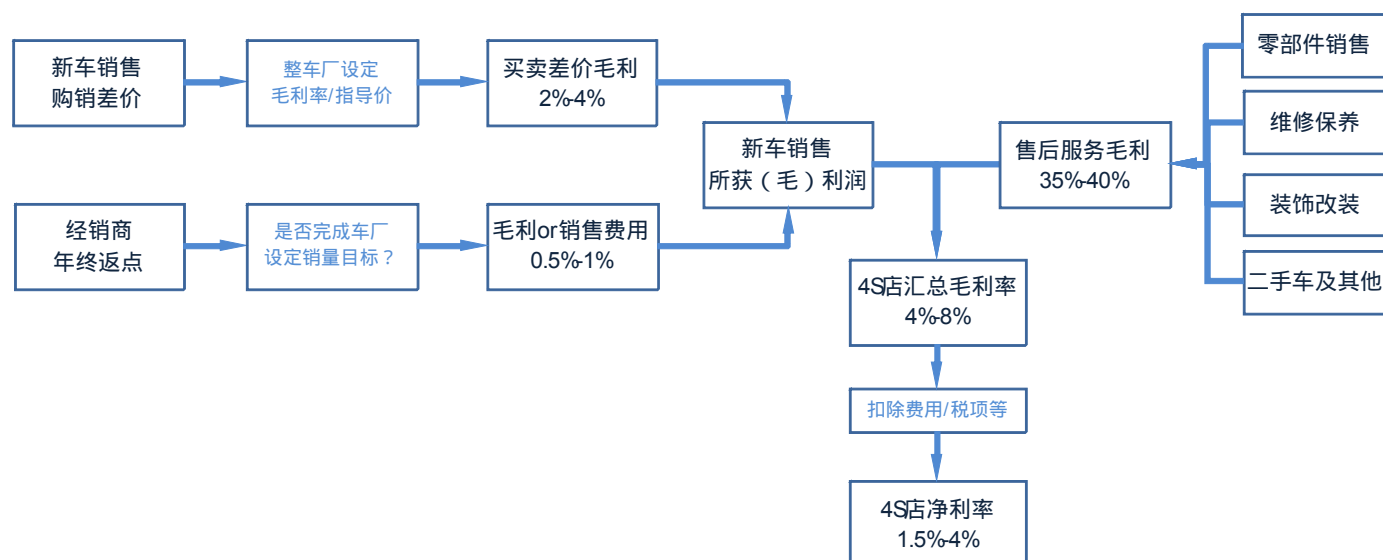


来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：物产元通汽车业务管理费用率变化



图表31：4S店盈利模式图示



来源：行业资料，国金证券研究所

图表32：2011 年中大汽车业务 EPS 对新车销量增速及降价水平敏感性测试

|                       |     | 公司旗下4S店平均个别降价幅度 |       |       |       |       |       |
|-----------------------|-----|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                       |     | 0.00%           | 0.30% | 0.50% | 0.70% | 1.00% | 1.50% |
| 公司旗下<br>4S店新车<br>销量增速 | 20% | 0.425           | 0.411 | 0.403 | 0.395 | 0.385 | 0.369 |
|                       | 15% | 0.380           | 0.367 | 0.360 | 0.352 | 0.342 | 0.326 |
|                       | 13% | 0.362           | 0.350 | 0.342 | 0.335 | 0.324 | 0.309 |
|                       | 11% | 0.344           | 0.332 | 0.325 | 0.317 | 0.307 | 0.292 |
|                       | 9%  | 0.326           | 0.314 | 0.307 | 0.300 | 0.290 | 0.275 |
|                       | 7%  | 0.316           | 0.304 | 0.297 | 0.290 | 0.280 | 0.266 |
|                       | 5%  | 0.306           | 0.294 | 0.287 | 0.280 | 0.271 | 0.257 |
|                       | 0%  | 0.280           | 0.269 | 0.262 | 0.255 | 0.247 | 0.233 |
|                       | -5% | 0.273           | 0.262 | 0.256 | 0.250 | 0.241 | 0.228 |

关键假设：

- 1、公司新车销售（购销差价）汇总毛利率在不考虑4S店个别降价情况下为3.1%；
- 2、2011年公司销量增速5%时平均获得返点0.5%，销量增速15%时平均获得返点1.0%；
- 3、2011年公司旗下4S店及其他网点售后业务同比增速20%，毛利率稳定在40%；
- 4、2011年公司成功增发9,200万股，新股本为5.31亿股。

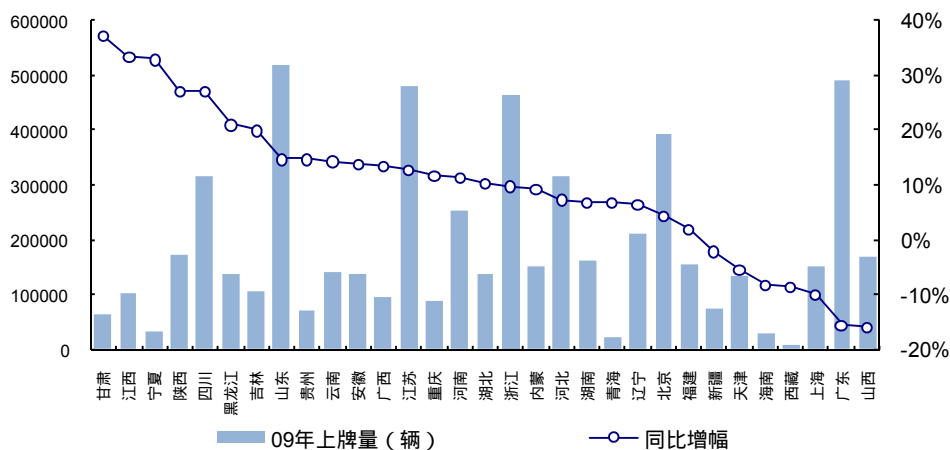
来源：国金证券研究所估算

- 根据我们的测算，2010 年上半年物产元通汽车业务的净利润在 75 百万元左右（合 EPS 约 0.171 元），预计全年将在 148 百万元（合 EPS 约 0.338 元）；而 2011 年汽车业务净利贡献在保守估计下，约为 161 百万元，较 2010 年增长约 8.5%（不考虑新建网点利润贡献）；

### 长期发展：走向“全国布局”而非“偏安一隅”

- 从中短期来看，深度挖掘浙江省内二、三线市场有望使公司获得超额收益，但是在长期，走出浙江、布局全国是公司做大做强的必然选择；
  - 浙江省由于乘用车消费启动较早，目前乘用车保有密度在国内已仅次于京津沪三地，长期来看市场增长潜力相对较低；2010 年上半年，公司汽车销量同比增速 27.9%（浙江省的整体增速也与此大体相当），低于乘用车行业 48.6%整体增速；向外省、尤其是中西部地区扩张无疑将扩大公司汽车业务长期发展空间；

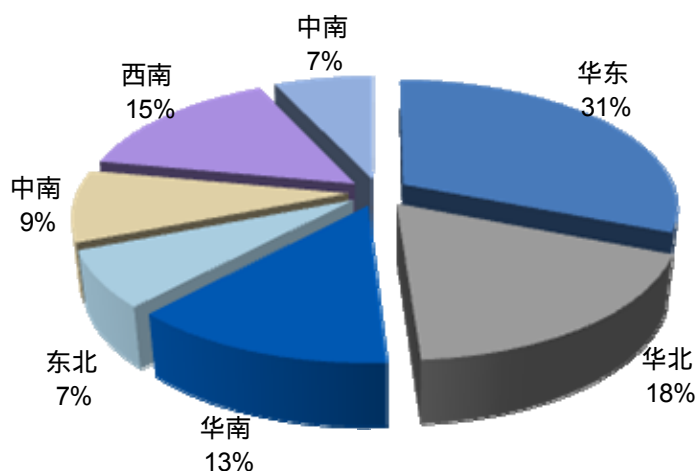
图表33：中西部省份乘用车市场更具增长潜力



来源：公安部，国金证券研究所

- 目前，国内约 1.5 万家 4S 店中，近 70% 的 4S 店位于东部地区，高密度带来的充分竞争必然使经销商盈利水平逐步受到挤压；向中西部地区发展也有利于公司在长期提高 4S 店的盈利水平；

图表34：目前国内 4S 店主要分布于东部地区



来源：华通人，国金证券研究所

- 除物产元通外，国内其他主要汽车经销集团如庞大汽车、广汇汽车、广物汽贸、中进汽贸、中升控股等，旗下 4S 店均已多省布局，如果“偏安”于浙江一省则有可能是公司在长期发展中失去先机；

图表35：国内主要汽车经销集团网点分布地区

| 汽车经销集团         | 网点分布地区                          |
|----------------|---------------------------------|
| 庞大汽贸<br>(冀东物贸) | 北方所有省份，以及南方的江西、湖南、广西、重庆、云南、西藏等省 |
| 广汇汽车           | 河南、新疆、广西、河南、重庆、四川等省             |
| 物产元通<br>(中大股份) | 以浙江省内为主，少量分布在福建省                |
| 利星行(北京)        | 北京及周边地区为主                       |
| 广物汽贸           | 广东省各地，重庆、江苏、贵州、江西、陕西、安徽等        |
| 中进汽贸           | 北京、天津、上海、江苏、浙江等省                |
| 中升控股           | 东北三省、山东、江苏、浙江、上海、福建、广东、云南、四川等省  |
| 永达汽车           | 上海为主，其他包括北京、福建、山西、浙江、江苏、海南等     |

来源：各公司资料，国金证券研究所

- 目前物产元通旗下的 4S 店和售后网点仍主要分布在浙江省内（少数位于福建省），而向省外、尤其是中西部地区扩张则是公司下一步的重要工作目标之一：
  - 在公司此次增发预案公布的募投项目中，值得注意的是有 1 家广汽丰田 4S 店位于青海省，这说明公司网点向外省扩张的实质性步伐已经开始；
  - 在此次募投项目以外，公司还计划在未来 2 年时间内投资建设 40 家左右汽车 4S 店，其中 60% 以上将位于外省（包括独资或合资建设）；
  - 除新建 4S 店外，运用资本手段收购现有 4S 店也是公司可能使用的扩张手段，这一手段有利于规避“厂商授权制”给经销商异省扩张带来的限制，缺点是成本较高，一般为 4S 年均净利润的 6-8 倍；

- 事实上，汽车行业未来 1-2 年的调整恰恰有可能为物产元通公司汽车经销网络的外省扩张带来机遇：在授权代理制下，车厂在某一地区一般不会轻易更换代理经销商或设置多个代理商——除非原有的代理商经营能力或业绩较差；中大股份 09 年底曾公告对香港龙华汽车（在浙江和广东拥有 11 家 4S 店）的收购意向，而我们认为经营效应低于预期有可能就是出售方有意出售资产的原因之一；

图表36：中大股份（物产元通）汽车经销服务业务收入与盈利预测

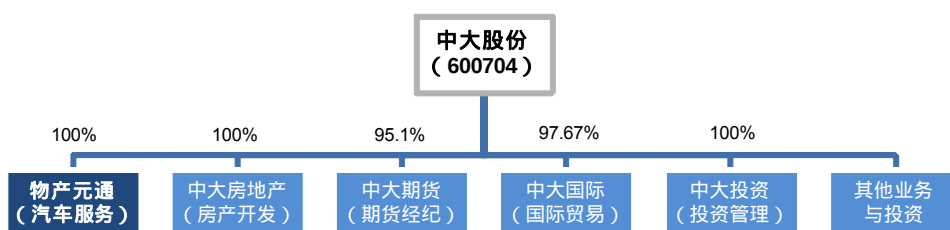
| 单位：百万元       |         | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 原有网点         | 销售收入    | 19,320.7 | 21,033.4 | 23,657.7 | 26,161.5 | 28,462.0 | 30,981.9 |
|              | 新车销售    | 17,928.3 | 19,362.6 | 21,686.1 | 23,854.7 | 25,763.1 | 27,824.1 |
|              | 售后服务    | 1,392.4  | 1,670.9  | 1,971.6  | 2,306.8  | 2,698.9  | 3,157.8  |
|              | 归属母公司净利 | 148.3    | 160.9    | 189.8    | 216.2    | 244.7    | 277.3    |
| 募投项目<br>新建网点 | 销售收入    | --       | 4,788.4  | 5,923.6  | 6,855.5  | 7,679.6  | 8,429.0  |
|              | 归属母公司净利 | --       | 5.1      | 71.6     | 139.8    | 177.8    | 209.2    |
| 自有资金<br>新建网点 | 销售收入    | --       | 1,595.0  | 5,132.5  | 6,101.4  | 7,017.8  | 7,906.9  |
|              | 归属母公司净利 | --       | -2.9     | 8.8      | 61.6     | 108.1    | 137.1    |
| 汽车业务<br>合计   | 销售收入    | 19,320.7 | 27,416.8 | 34,713.8 | 39,118.4 | 43,159.3 | 47,317.8 |
|              | 归属母公司净利 | 148.3    | 163.1    | 270.2    | 417.6    | 530.6    | 623.6    |
|              | 对EPS贡献  | 0.338    | 0.307    | 0.509    | 0.786    | 0.999    | 1.174    |

来源：国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

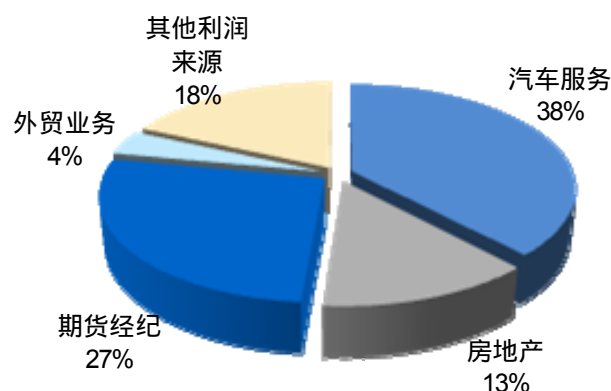
- 中大股份 2010 年中报公布 10 年上半年 EPS 为 0.532 元，其中汽车业务贡献约 0.17 元、房地产业务贡献 0.20 元、中大期货（不包括大地期货）贡献 0.06 元（根据中报数据测算）；

图表37：中大股份资产与业务构成



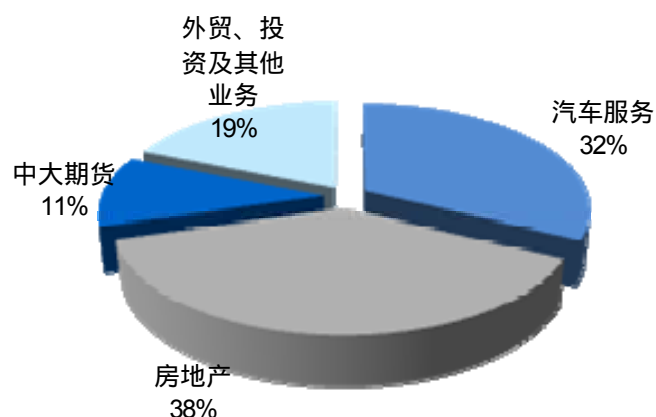
来源：公司公告，国金证券研究所

图表38：中大股份 2009 全年净利润来源分布



来源：公司公告，国金证券研究所

图表39：中大股份 2010 上半年净利润来源分布



- **房地产业务：**根据公司上半年良好的预收账款情况，我们预计中大房地产公司 2010 年全年有望实现净利润 2.5 亿左右；上半年公司完成合同销售额 1,263 百万元，同比增长 11.4%，我们认为公司 2011 年的结算收入和净利润至少不会低于 2010 年；
  - 中大房地产公司经营风格一贯较为稳健，历史拿地成本较低，面临风险相对有限；
  - 公司目前新增土地储备较少，但我们认为这并不能预示公司未来成长乏力：公司近期拿地较少主要是管理层基于对行业的判断，公司的 3 大竞争优势：1、大型国企背景，2、一二线城市均衡布局，3、坚持高品质开发理念，并没有发生改变；如果房地产政策或市场在 4Q10-1Q11 回暖，我们预计公司在土地市场上仍会有所行动；我们认为中大房地产公司未来 3 年业绩的复合增速仍有望达到约 20%；

**图表40：2010 年中期公司房地产开发项目预售情况**

| 项目名称         | 预售款         | 竣工时间  | 预售比例    |
|--------------|-------------|-------|---------|
| 无锡中大诺卡小镇一期   | 4           | 已竣工   | 96.26%  |
| 无锡中大诺卡小镇二期   | 2           | 已竣工   | 90.40%  |
| 无锡中大诺卡小镇三期   | 394         | 2010年 | 58.96%  |
| 南昌中大青山湖花园一期  | 12          | 已竣工   | 99.00%  |
| 南昌中大青山湖花园二期A | 19          | 已竣工   | 97.00%  |
| 南昌中大青山湖花园二期B | 16          | 已竣工   | 98.00%  |
| 南昌中大青山湖花园三期  | 32          | 已竣工   | 61.00%  |
| 武汉中大长江紫都一期   | 9           | 已竣工   | 85.00%  |
| 武汉中大长江紫都二期A  | 10          | 已竣工   | 97.00%  |
| 武汉中大长江紫都二期B  | 6           | 已竣工   | 98.00%  |
| 成都中大君悦金沙花园一期 | 8           | 已竣工   | 91.00%  |
| 成都中大君悦金沙花园二期 | 15          | 已竣工   | 88.00%  |
| 成都中大君悦金沙花园三期 | 13          | 已竣工   | 90.00%  |
| 成都中大君悦金沙花园四期 | 520         | 2010年 | 50.00%  |
| 成都中大君悦金沙花园五期 | 168         | 2011年 | 18.00%  |
| 上海中大九里德苑一期   | 2           | 已竣工   | 100.00% |
| 上海中大九里德苑二期   | 32          | 已竣工   | 96.36%  |
| 上海中大九里德苑三期   | 282         | 2010年 | 43.50%  |
| 武汉水墨兰轩       | 163         | 2010年 | 55.50%  |
| 嵊州中大剡溪花园     | 100         | 2012年 | 50.00%  |
| <b>合计</b>    | <b>1805</b> |       |         |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **期货业务：**由于股权转让，公司从 10 年 2 季度开始不再合并大地期货，因此上半年经纪业务收入同比下降 7.5%，我们预测中大期货公司上半年收入实际增长 10%-15%，全年利润增长约 15%-20%；
  - 非券商系期货公司地位使中大期货公司开展股指期货业务受到消极影响，公司将主要通过加快营业网点布局以应对（中大期货 09 年底拥有 12 家营业部，计划年内新增 2-4 个）；受益于行业整体交易量的提高和公司网点的增加，我们认为未来 3 年中中大期货业绩复合增速有望达到 20%以上；
- 我们预测公司 2010-2013 年分别实现归属母公司净利润 498、580、761 和 994 百万元，同比增幅为 80.1%、16.5%、31.3%和 30.7%，对应 10-13 年 EPS 分别为 1.133、1.091、1.432 和 1.872 元，其中 2011 年 EPS 同比下降是由于增发后股本摊薄的作用，而汽车业务是公司 2012-2013 年业绩增长的主要动力；
- 公司目前股价对应 10-13 年动态 PE 分别为 17、17、13 和 10 倍，这一估值水平显然没有充分反映公司（物产元通）汽车经销服务业务在未来 3 年中快速增长的潜力，公司股价仍处于被低估的状态，我们建议“买入”；

**图表41：中大股份分拆盈利预测**

| 单位：百万元      | 1H2010 | 2010E  | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E   | 2015E   |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 物产元通汽车业务净利润 | 75.0   | 148.3  | 163.1 | 270.2 | 417.6 | 530.6   | 623.6   |
| 同比增速        | --     | 41.3%  | 9.9%  | 65.7% | 54.5% | 27.1%   | 17.5%   |
| 对EPS贡献      | 0.171  | 0.338  | 0.307 | 0.509 | 0.786 | 0.999   | 1.174   |
| 物产元通其他业务净利润 | 12.1   | 24.8   | 28.5  | 31.9  | 35.1  | 38.7    | 42.5    |
| 物产元通净利合计    | 87.1   | 173.1  | 191.6 | 302.1 | 452.7 | 569.3   | 666.1   |
| 同比增速        | --     | 58.8%  | 10.7% | 57.7% | 49.8% | 25.8%   | 17.0%   |
| 对EPS贡献      | 0.198  | 0.394  | 0.361 | 0.569 | 0.852 | 1.072   | 1.254   |
| 中大房地产公司净利润  | 90.0   | 240.0  | 286.8 | 340.9 | 404.4 | 444.9   | 489.4   |
| 同比增速        | --     | 558.1% | 19.5% | 18.9% | 18.6% | 10.0%   | 10.0%   |
| 对EPS贡献      | 0.205  | 0.546  | 0.540 | 0.642 | 0.761 | 0.838   | 0.921   |
| 中大期货公司净利润   | 26.0   | 53.9   | 67.3  | 80.8  | 97.0  | 111.5   | 128.2   |
| 同比增速        | --     | 17.5%  | 25.0% | 20.0% | 20.0% | 15.0%   | 15.0%   |
| 对EPS贡献      | 0.056  | 0.117  | 0.121 | 0.145 | 0.174 | 0.200   | 0.230   |
| 中大股份其他业务净利润 | 31.7   | 33.2   | 37.2  | 40.9  | 45.0  | 49.5    | 54.5    |
| 同比增速        | --     | --     | 12.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0%   | 10.0%   |
| 对EPS贡献      | 0.072  | 0.076  | 0.070 | 0.077 | 0.085 | 0.093   | 0.103   |
| 中大股份归属母公司净利 | 233.5  | 497.6  | 579.7 | 760.8 | 994.4 | 1,169.8 | 1,331.9 |
| 同比增速        | --     | 80.1%  | 16.5% | 31.3% | 30.7% | 17.6%   | 13.9%   |
| 公司EPS预测     | 0.532  | 1.133  | 1.091 | 1.432 | 1.872 | 2.202   | 2.508   |
| 中大股份总股本     | 439.2  | 439.2  | 531.2 | 531.2 | 531.2 | 531.2   | 531.2   |

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表（人民币百万元）**

|             | 2007   | 2008   | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入      | 4,138  | 4,417  | 24,692  | 29,223  | 34,715  | 41,550  |
| 增长率         |        | 6.8%   | 459.0%  | 18.4%   | 18.8%   | 19.7%   |
| 主营业务成本      | -3,485 | -3,623 | -22,852 | -27,235 | -32,341 | -38,674 |
| % 销售收入      | 84.2%  | 82.0%  | 92.5%   | 93.2%   | 93.2%   | 93.1%   |
| 毛利          | 653    | 795    | 1,840   | 1,988   | 2,374   | 2,876   |
| % 销售收入      | 15.8%  | 18.0%  | 7.5%    | 6.8%    | 6.8%    | 6.9%    |
| 营业税金及附加     | -97    | -113   | -176    | -152    | -181    | -216    |
| % 销售收入      | 2.4%   | 2.6%   | 0.7%    | 0.5%    | 0.5%    | 0.5%    |
| 营业费用        | -222   | -256   | -685    | -678    | -812    | -972    |
| % 销售收入      | 5.4%   | 5.8%   | 2.8%    | 2.3%    | 2.3%    | 2.3%    |
| 管理费用        | -129   | -144   | -373    | -392    | -483    | -578    |
| % 销售收入      | 3.1%   | 3.3%   | 1.5%    | 1.3%    | 1.4%    | 1.4%    |
| 息税前利润（EBIT） | 205    | 281    | 606     | 767     | 899     | 1,111   |
| % 销售收入      | 5.0%   | 6.4%   | 2.5%    | 2.6%    | 2.6%    | 2.7%    |
| 财务费用        | 1      | -12    | -88     | -113    | -138    | -123    |
| % 销售收入      | 0.0%   | 0.3%   | 0.4%    | 0.4%    | 0.4%    | 0.3%    |
| 资产减值损失      | 11     | -18    | -35     | -4      | -6      | -3      |
| 公允价值变动收益    | 3      | -1     | -5      | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益        | 88     | 53     | 137     | 192     | 211     | 232     |
| % 税前利润      | 28.8%  | 17.8%  | 22.8%   | 22.8%   | 21.9%   | 19.1%   |
| 营业利润        | 308    | 304    | 615     | 842     | 966     | 1,217   |
| 营业利润率       | 7.5%   | 6.9%   | 2.5%    | 2.9%    | 2.8%    | 2.9%    |
| 营业外收支       | -3     | -5     | -15     | 0       | 0       | 0       |
| 税前利润        | 306    | 298    | 600     | 842     | 966     | 1,217   |
| 利润率         | 7.4%   | 6.8%   | 2.4%    | 2.9%    | 2.8%    | 2.9%    |
| 所得税         | -91    | -80    | -171    | -168    | -193    | -243    |
| 所得税率        | 29.8%  | 26.8%  | 28.5%   | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |
| 净利润         | 214    | 218    | 429     | 673     | 773     | 973     |
| 少数股东损益      | 67     | 67     | 153     | 176     | 194     | 213     |
| 归属于母公司的净利润  | 148    | 151    | 276     | 498     | 579     | 761     |
| 净利率         | 3.6%   | 3.4%   | 1.1%    | 1.7%    | 1.7%    | 1.8%    |

**现金流量表（人民币百万元）**

|          | 2007 | 2008   | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 0    | 218    | 429    | 673   | 773   | 973   |
| 少数股东损益   | 0    | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 0    | 40     | 194    | 143   | 164   | 181   |
| 非经营收益    | 0    | -26    | -95    | 3     | -26   | -54   |
| 营运资金变动   | 0    | -1,008 | 1,742  | 21    | -2    | -1    |
| 经营活动现金净流 | 0    | -776   | 2,271  | 840   | 909   | 1,099 |
| 资本开支     | -22  | -40    | -170   | -207  | -504  | -505  |
| 投资       | 52   | 179    | -34    | 44    | -23   | -24   |
| 其他       | 47   | -115   | 48     | 192   | 211   | 232   |
| 投资活动现金净流 | 77   | 25     | -156   | 29    | -317  | -298  |
| 股权募资     | 15   | 55     | 10     | 0     | 1,379 | 0     |
| 债权募资     | 127  | 576    | -897   | -139  | -83   | -58   |
| 其他       | -82  | -224   | -461   | -205  | -231  | -233  |
| 筹资活动现金净流 | 61   | 407    | -1,348 | -344  | 1,065 | -292  |
| 现金净流量    | 138  | -344   | 767    | 526   | 1,658 | 510   |

**资产负债表（人民币百万元）**

|          | 2007  | 2008  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 1,626 | 1,176 | 3,160  | 3,685  | 5,343  | 5,854  |
| 应收款项     | 1,010 | 510   | 771    | 855    | 1,011  | 1,209  |
| 存货       | 2,730 | 3,846 | 6,213  | 7,313  | 8,683  | 10,384 |
| 其他流动资产   | 392   | 531   | 2,824  | 3,334  | 3,940  | 4,692  |
| 流动资产     | 5,758 | 6,062 | 12,968 | 15,187 | 18,978 | 22,139 |
| % 总资产    | 82.0% | 88.0% | 81.7%  | 83.8%  | 85.1%  | 85.7%  |
| 长期投资     | 808   | 445   | 926    | 882    | 905    | 930    |
| 固定资产     | 349   | 316   | 1,090  | 1,297  | 1,588  | 1,863  |
| % 总资产    | 5.0%  | 4.6%  | 6.9%   | 7.2%   | 7.1%   | 7.2%   |
| 无形资产     | 32    | 32    | 795    | 652    | 703    | 750    |
| 非流动资产    | 1,261 | 824   | 2,899  | 2,934  | 3,318  | 3,689  |
| % 总资产    | 18.0% | 12.0% | 18.3%  | 16.2%  | 14.9%  | 14.3%  |
| 资产总计     | 7,019 | 6,886 | 15,868 | 18,121 | 22,296 | 25,827 |
| 短期借款     | 1,857 | 1,521 | 1,934  | 1,794  | 1,709  | 1,648  |
| 应付款项     | 2,716 | 1,418 | 6,582  | 7,712  | 9,160  | 10,956 |
| 其他流动负债   | 96    | 1,518 | 3,084  | 3,707  | 4,405  | 5,261  |
| 流动负债     | 4,668 | 4,457 | 11,600 | 13,214 | 15,274 | 17,865 |
| 长期贷款     | 241   | 539   | 1,068  | 1,068  | 1,068  | 1,069  |
| 其他长期负债   | 145   | 40    | 69     | 80     | 95     | 113    |
| 负债       | 5,055 | 5,036 | 12,737 | 14,361 | 16,436 | 19,047 |
| 普通股股东权益  | 1,721 | 1,524 | 2,436  | 2,889  | 4,795  | 5,503  |
| 少数股东权益   | 243   | 326   | 695    | 871    | 1,064  | 1,277  |
| 负债股东权益合计 | 7,019 | 6,886 | 15,868 | 18,121 | 22,296 | 25,827 |

**比率分析**

|            | 2007    | 2008   | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |        |         |         |         |         |
| 每股收益       | 0.394   | 0.403  | 0.629   | 1.133   | 1.091   | 1.432   |
| 每股净资产      | 4.593   | 4.067  | 5.546   | 6.579   | 9.028   | 10.360  |
| 每股经营现金净流   | 1.511   | -2.345 | 5.171   | 1.913   | 1.712   | 2.070   |
| 每股股利       | 0.100   | 0.100  | 0.200   | 0.100   | 0.100   | 0.100   |
| 回报率        |         |        |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 8.57%   | 9.91%  | 11.34%  | 17.22%  | 12.08%  | 13.82%  |
| 总资产收益率     | 2.10%   | 2.19%  | 1.74%   | 2.75%   | 2.60%   | 2.94%   |
| 投入资本收益率    | 3.43%   | 5.22%  | 7.00%   | 9.16%   | 8.25%   | 9.26%   |
| 增长率        |         |        |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | -2.27%  | 6.75%  | 458.98% | 18.35%  | 18.79%  | 19.69%  |
| EBIT增长率    | 178.78% | 37.11% | 115.33% | 26.47%  | 17.28%  | 23.54%  |
| 净利润增长率     | 133.17% | 2.38%  | 82.90%  | 80.04%  | 16.47%  | 31.25%  |
| 总资产增长率     | 43.13%  | -1.89% | 130.43% | 14.20%  | 23.04%  | 15.84%  |
| 资产管理能力     |         |        |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 32.3    | 23.1   | 4.0     | 5.0     | 5.0     | 5.0     |
| 存货周转天数     | 260.0   | 331.3  | 80.3    | 98.0    | 98.0    | 98.0    |
| 应付账款周转天数   | 108.7   | 90.1   | 10.9    | 11.0    | 11.0    | 11.0    |
| 固定资产周转天数   | 28.8    | 25.7   | 15.8    | 14.7    | 13.3    | 11.8    |
| 偿债能力       |         |        |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | 23.10%  | 47.81% | -8.52%  | -24.79% | -45.66% | -47.88% |
| EBIT利息保障倍数 | -142.7  | 23.5   | 6.9     | 6.8     | 6.5     | 9.0     |
| 资产负债率      | 72.02%  | 73.14% | 80.27%  | 79.25%  | 73.72%  | 73.75%  |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 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  |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 0    | 1    | 2    | 2    | 6    |
| 买入 | 1    | 7    | 8    | 10   | 18   |
| 持有 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 2.00 | 1.89 | 1.84 | 1.84 | 1.80 |

来源：朝阳永续

### 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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价           |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2010-04-29 | 买入 | 22.36 | 31.00 ~ 34.00 |
| 2 2010-07-08 | 买入 | 14.29 | N/A           |
| 3 2010-08-17 | 买入 | 18.34 | N/A           |
| 4 2010-08-17 | 买入 | 18.34 | N/A           |

来源：国金证券研究所



### 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：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；  
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；  
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；  
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；  
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室