

汽车业务发展驶入快车道

——中大股份(600704)公司投资价值分析

核心观点

1、浙江省汽车市场发展领先全国。浙江省是我国汽车消费增长最为迅速的省份之一，2003年—2009年的民用汽车数量的年均增速在30%以上，快于全国平均25%的水平。我国的汽车千人保有量仅为46辆，远低于欧美等发达国家600辆以上的水平，未来我国汽车消费市场将继续呈现出低基数、高增速的特点；而浙江省作为经济强省，其汽车消费市场发展有望继续领先于全国平均水平。

2、售后服务成为汽车业务的新亮点。伴随汽车4S店业务竞争的加剧，汽车销售业务的利润空间日趋微薄（毛利率在3%—6%），而售后服务则具备更强的盈利能力（毛利率在40%以上），因此，售后服务的发展在很大程度上决定着公司未来的盈利表现。从公司的收入和毛利结构来看，售后服务虽然仅贡献10%的收入，却贡献了52%的毛利。浙江省的汽车保有量居全国第三，公司是浙江省最大的汽车经销商，良好的市场环境为公司的售后服务发展提供了广阔的空间。

3、非公开增发全力支持汽车业务发展。根据8月份的非公开增发方案，公司拟募集13.3亿元全部用于汽车业务拓展，具体包括：17家4S店、8家“多厅一厂”、4家二手车网点和汽车租赁业务。我们认为，上述项目的实施有助于公司进一步扩大市场份额，巩固在浙江市场的领先地位；同时公司未来会加快省外市场拓展的步伐。此外，物产元通旗下的少数股东权益占比在40%左右，公司表示未来会收回该项部分权益，这将直接增厚公司未来的业绩。

4、房地产业务进入结算高峰。从2010年中报来看，房地产业务贡献净利润1.2亿元，占净利润的50%，地产项目已经进入结算高峰期，该业务未来3年的净利润复合增长率在33%左右。

5、期货业务稳健发展。公司旗下的中大期货目前排名全国第五位，拥有12家营业部；预计2010年贡献净利润在5000万以上；股指期货的推出和营业部数量的增加将确保该业务净利润实现稳定增长。

6、盈利预测与评级。公司业务的分类测算和估值：预计2010—2012汽车经销业务的EPS分别为0.39元、0.49元和0.66元；合理股价在12.25元—14.7元；地产业务EPS分别为0.77元、1.08元和1.38元，合理股价在10.48元—12.96元；期货及其他业务EPS分别为0.16元、0.19元和0.22元，合理股价在3.3元；综合测算，公司未来12个月的合理股价在26元—30.9元，给予“强烈推荐”评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	43917.54
流通A股(万股)	37475.21
52周内股价区间(元)	12.81-28.74
总市值(亿元)	92.62
总资产(亿元)	158.68
每股净资产(元)	5.55
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	24,692	30,631	36,442	44,704
同比增速	-7%	24%	19%	23%
净利润(百万)	276	579	773	992
同比增速	30%	109%	33%	28%
EPS(元)	0.63	1.32	1.76	2.26
P/E	34	16	12	9

研究员：徐昊

电话：010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号：S0940210060003

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1、汽车经销成为公司主业	4
2、汽车经销业务进入快车道	5
2.1、我国汽车消费市场前景广阔	5
2.2、浙江市场为公司发展提供优良环境	5
2.3、售后服务成为汽车经销业务的新亮点	6
2.4 非公开增发全力支持汽车经销业务	10
2.5 汽车业务盈利预测	11
3、地产业务将进入结算高峰期	11
3.1 未来三年将进入结算高峰期	11
3.2 土地成本较低，RNAV 估值溢价明显	12
3.3 未来三年房地产业务盈利预测	12
3.4 地产部分估值	13
4、期货和其他业务稳定增长	13
5、非公开增发测算	14
6、公司盈利预测和评级	14

图表目录

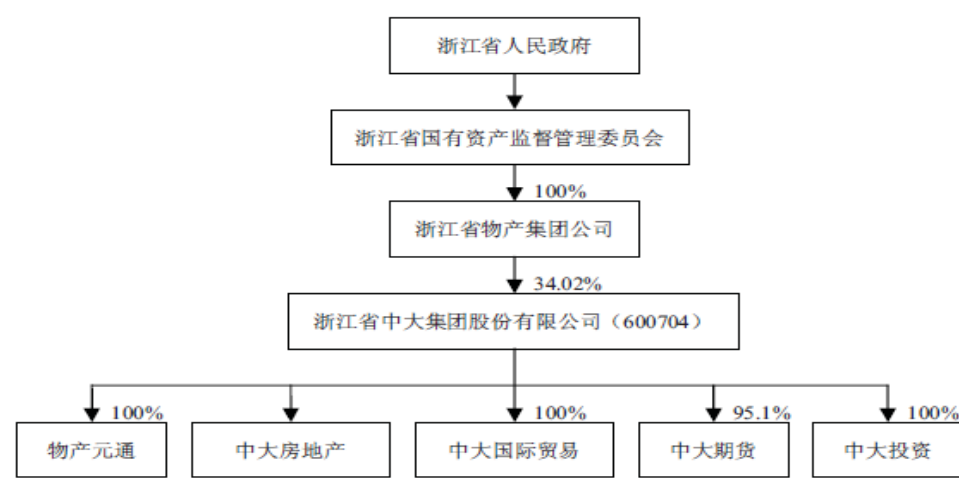
图 1: 公司股权结构	4
图 2: 各业务收入占比	4
图 3: 各业务净利润占比	4
图 4: 我国汽车产量及增速	5
图 5: 我国汽车销量及增速	5
图 6: 浙江新注册民用汽车数量及增速	5
图 7: 浙江私人汽车拥有量及增速	5
图 8: 汽车产业链的微笑曲线	6
图 9: 汽车经销商的业务分类	7
图 10: 中大股份汽车销售价格区间分布	7
图 11: 汽车销售业务的收入构成	8
图 12: 汽车销售业务的毛利构成	8
图 13: 中大股份旗下各品牌汽车销售情况	8
图 14: 浙江汽车拥有量及增速	9
图 15: 各省汽车保有量排名	9
图 16: 汽车业务收入构成	9
图 17: 汽车业务净利润构成	9
图 18: 未结算项目可售面积分布（万平方米，%）	11
图 19: 未结算项目权益可售面积分布（万平方米，%）	11
表 1: 我国汽车经销商收入及排名	6
表 2: 募投资金的使用范围	10
表 3: 4S 店开设计划	10
表 4: 多厅一厂发展规划	10
表 5: 汽车业务的盈利预测	11
表 6: 中大股份房地产业务 RNAV 估值计算	12
表 7: 中大股份房地产项目结算均价、结算面积假设	12
表 8: 中大股份房地产项目未来三年盈利预测（并表）	13
表 9: 公司非公开增发模拟测算	14
表 10: 分业务预测	15
表 11: 公司盈利预测表	15

1、汽车业务成为公司主业

公司的大股东是浙江省物产集团，经营业务涉及汽车经销、房地产、贸易、期货和投资业务等，旗下的子公司，如物产元通（汽车经销）、中大地产（房地产）、中大期货（期货业务）均为所在行业的龙头公司。

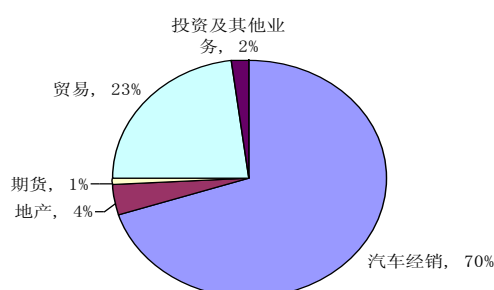
2009 年完成非公开增发后，汽车经销成为公司的主要业务；从目前的收入构成来看，汽车经销业务占比在 70%、贸易业务占比在 25%、房地产和期货业务占比在 5%；从 2010 年上半年净利润贡献来看，汽车经销（占比在 34%）和房地产（占比在 40%）成为公司净利润的主要来源，其中，房地产主要是受益于当期地产结算收入的增加。我们认为，从长期来看，汽车经销业务对公司未来的发展影响最为深远，该业务的收入和净利润贡献仍会逐步提高。

图 1：公司股权结构



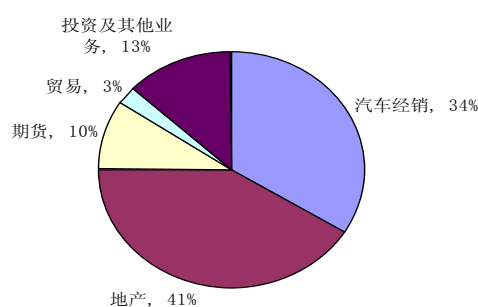
数据来源：国都证券

图 2：各业务收入占比



资料来源：国都证券

图 3：各业务净利润占比



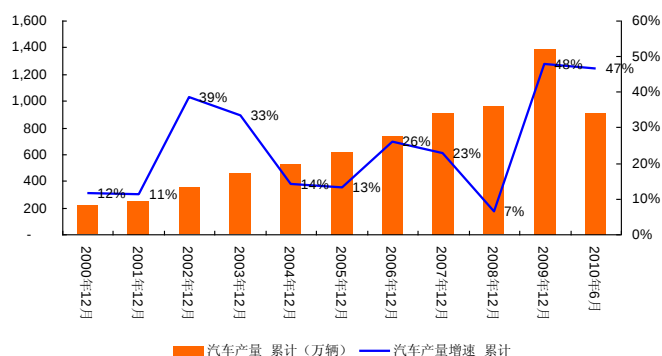
资料来源：国都证券

2、汽车经销业务进入快车道

2.1、我国汽车消费市场前景广阔

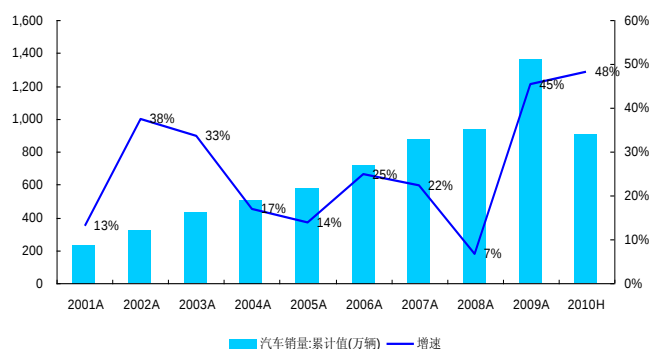
我国汽车消费市场增长迅速，从数据来看，2000年—2009年的汽车销量的平均增长率在25%以上；2010年上半年增速达到48%。从汽车拥有量来看，截止2009年，我国汽车千人保有量仅为46辆，远低于欧美等发达国家600辆以上的水平，也远低于俄罗斯（124辆）和巴西（134辆）等发展中国家的水平。总体来看，我国未来的汽车消费市场将继续呈现出低基数、高增速的特点。

图 4：我国汽车产量及增速



资料来源：国都证券

图 5：我国汽车销量及增速



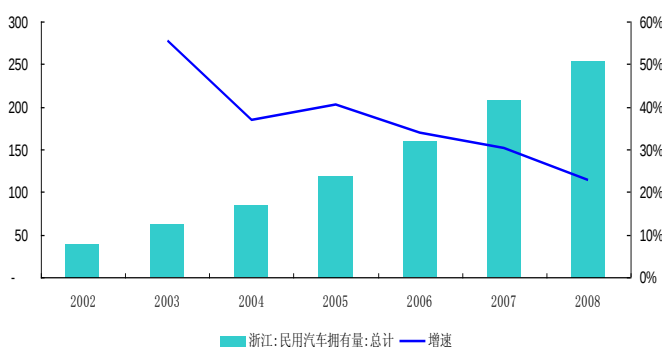
资料来源：国都证券

2.2、浙江市场为公司发展提供优良环境

浙江是我国的汽车大省，自2003年至今，汽车销量增速保持在22%以上；浙江省的新注册民用汽车数量的增速（年均增速在30%以上）和私人汽车拥有量（年均增速在25%以上）的增速均保持快速发展；良好的汽车消费环境为公司的快速发展提供了空间。

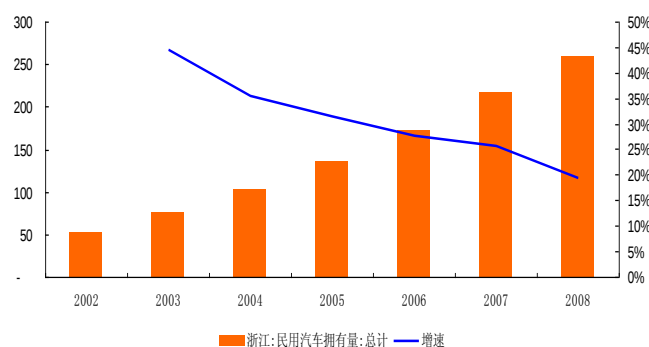
公司旗下的元通物产是浙江省最大的汽车经销商，目前共拥有42个汽车品牌代理权，全省有135家汽车销售服务专营店，其中，4S店有87家。2009年销售汽车12.7万辆（占浙江省汽车销售市场15%的份额），国内排名第三位。

图 6：浙江新注册民用汽车数量及增速



资料来源：国都证券

图 7：浙江私人汽车拥有量及增速



资料来源：国都证券

表 1: 我国汽车经销商收入及排名

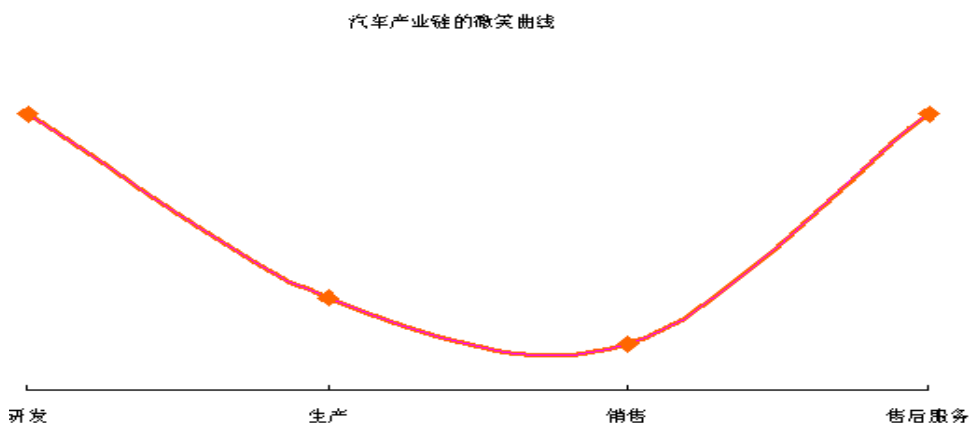
名称	收入	排名	名称	收入	排名
庞大汽贸集团股份有限公司	355	1	江苏常隆汽车集团公司	39	26
广汇汽车服务股份公司	325	2	宁波轿辰集团有限公司	36	27
浙江物产元通机电有限公司	224	3	北京百得利汽车进出口有限公司	35	28
利星行(北京)汽车公司	205	4	四川申蓉汽车股份有限公司	35	29
广东物资集团汽车贸易公司	152	5	尊荣亿方集团有限公司	32	30
中国进口汽车贸易有限公司	138	6	贵州通源投资有限公司	31	31
中升(大连)集团有限公司	137	7	上海云峰集团汽车有限公司	30	32
上海永达控股有限公司	110	8	赵龙集团有限公司	29	33
山东远通汽车贸易集团	106	9	北京联拓机电集团有限公司	27	34
深圳中汽南方投资有限公司	103	10	红旭集团股份公司	26	35
北京市汽车修理公司	100	11	温州华能汽车集团有限公司	24	36
天津浩物机电汽车有限公司	95	12	盈众控股集团有限公司	23	37
湖北圣泽实业有限公司	88	13	中兵投资集团有限公司	22	38
开隆汽车集团	78	14	成都万友经济技术开发总公司	22	39
内蒙古利丰汽车有限公司	69	15	厦门泰成集团有限公司	22	40
哈尔滨运通(汽车)集团	60	16	浙江宝利德控股集团有限公司	20	41
润华集团股份有限公司	59	17	沈阳中晨集团有限公司	19	42
长久汽车投资有限公司	55	18	上海绿地汽车有限公司	18	43
海南嘉华控股有限公司	52	19	北京生产资料贸易有限公司	18	44
重庆中汽西南汽车有限公司	50	20	绍兴宝顺汽车销售服务有限公司	17	45
徐州润东实业集团有限公司	44	21	欧龙汽车贸易集团有限公司	17	46
北京惠通陆华汽车有限公司	42	22	浙江广成集团	16	47
深圳市鹏峰汽车有限公司	40	23	广州市南菱汽车有限公司	16	48
重庆商社汽贸有限公司	40	24	重庆百事达汽车有限公司	15	49
广东新协力集团有限公司	40	25	贵州乾通企业集团投资有限公司	13	50

资料来源: 国都证券 注: 以 2009 年经营数据为依据(单位: 亿)

2.3、售后服务成为汽车经销业务的新亮点

汽车产业链主要包括研发、生产、销售和售后服务四个方面, 其价值分布服从“微笑曲线”, 即研发和售后服务具有更高的利润空间。

图 8: 汽车产业链的微笑曲线

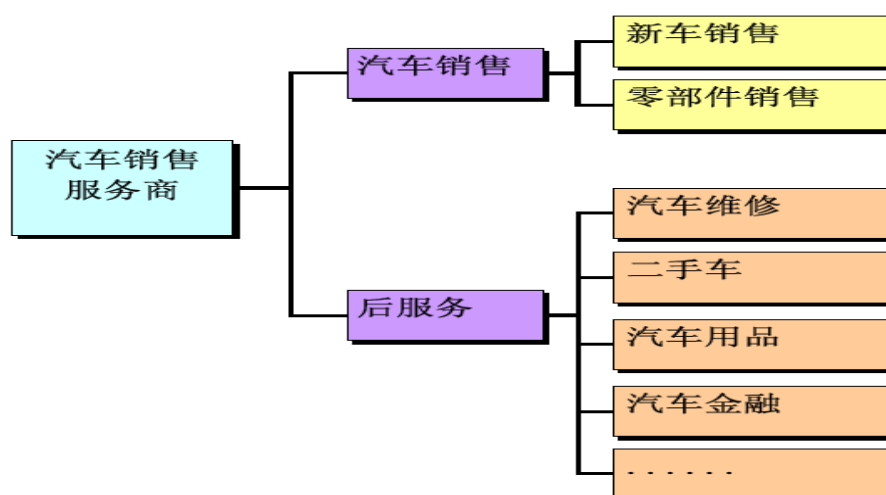


数据来源: 国都证券

汽车经销业务包括汽车销售和售后服务两个环节：汽车销售业务的经营模式主要是进销差价或者佣金提成，经营方式相对单一；伴随汽车 4S 店业务竞争的加剧，汽车销售业务的利润空间日趋微薄（毛利率在 3%—6%）。

售后服务主要涉及汽车维修、二手车交易、汽车金融和汽车用品销售等业务；该业务更加依赖汽车经销商的后台服务水平和品牌等因素，具备更强的盈利能力（毛利率在 40%以上）。我们认为，从整个经销行业的发展趋势来看，加强售后服务的发展成为汽车经销业务的新亮点。

图 9：汽车经销商的业务分类

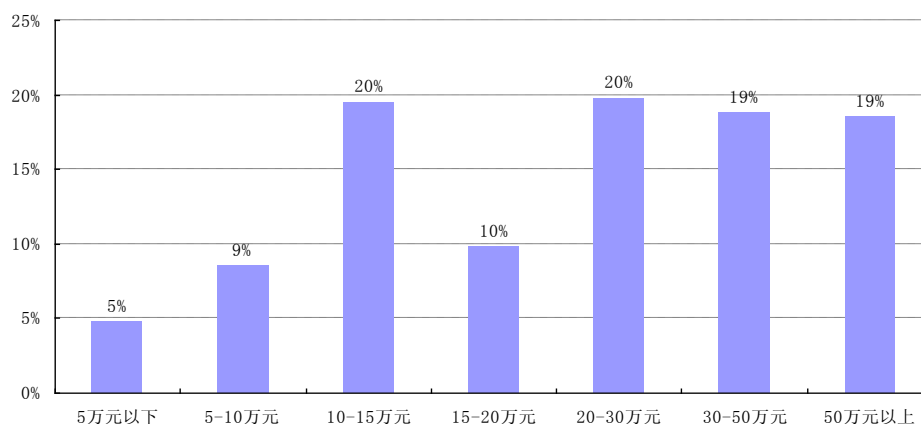


数据来源：国都证券

1、汽车销售业务分析

从产品类别来看，豪华车较中高档车具备更高的利润空间；从价格的角度来看，价格与毛利率具备正相关性，即零售价格越高的汽车具备越高的毛利率，考虑到浙江省良好的消费环境（其人均 GDP 居全国首位），未来豪华车的销售占比将进一步提高。

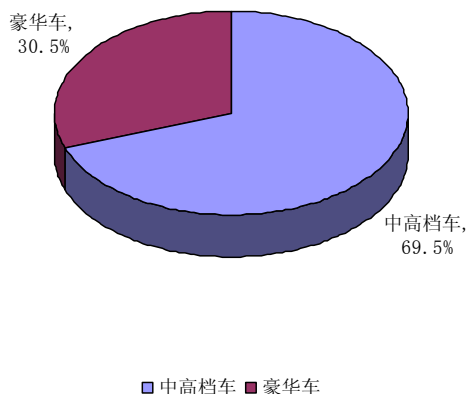
图 10：中大股份汽车销售价格区间分布



数据来源：国都证券

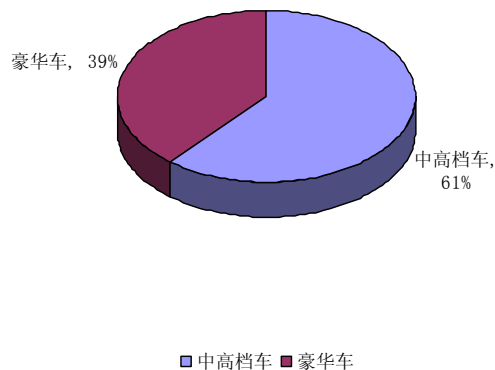
从豪华车与中高档汽车的收入和毛利贡献占比来看，豪华车具备收入占比小，盈利能力强的特点。由于公司没有详细披露各类车型的数据，我们以在香港上市的中升控股为例进行分析，豪华车贡献汽车业务收入的 30%，毛利方面贡献却达到 39%。

图 11: 汽车销售业务的收入构成



资料来源：国都证券

图 12: 汽车销售业务的毛利构成



资料来源：国都证券

公司目前所涉及的豪华车品牌有奔驰、奥迪、雷克萨斯、沃尔沃、克莱斯勒等；中高档品牌有丰田、上海大众、别克、日产、尼桑、马自达、三菱、现代等品牌；另外还有部分国产品牌，如金杯、长安、解放、中华等品牌。从销量来看，部分高档品牌，如奥迪、雷克萨斯、克莱斯勒等品牌的销量在全国名列前茅。

图 13: 中大股份旗下各品牌汽车销售情况

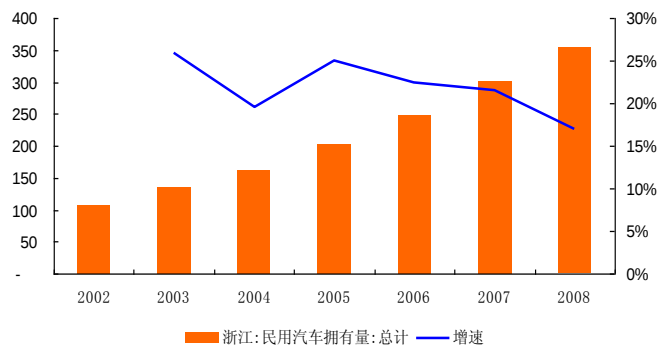
汽车品牌	下属品牌企业	2007 年荣誉/行业排名
奥迪	浙江奥通汽车有限公司	奥迪整车销售全国第一
雷克萨斯	浙江元通凌志汽车有限公司	雷克萨斯整车销售全国第二
凯迪拉克	浙江米卡迪汽车有限公司	凯迪拉克整车销售全国第七
克莱斯勒、进口三菱	浙江辰通汽车有限公司	克莱斯勒销量全国第二；进口三菱全国第四；
进口大众、进口通用	浙江捷通汽车有限公司	进口通用年度销量全国第一、优秀服务站；进口大众年度销售全国第五，售后服务资质世界锦标赛中国赛区亚军
上海通用别克	浙江申通汽车有限公司	上海通用别克整车销售浙江第一，全国前十（排名不分先后），上海通用华东地区销售顾问 MOT 大赛冠军。维修产值浙江第一，2007 年上海通用三项技能竞赛全国第三、华东第一
上海大众	浙江申浙汽车有限公司	上海大众五星级经销商、全国十佳明星服务商、整车销售浙江第一
郑州日产	浙江友佳汽车有限公司	郑州日产全国十佳经销商，客户满意度全国第一
广汽丰田	浙江广通汽车有限公司	广汽丰田全国十大经销商
长安汽车	浙江祥通汽车有限公司	连续 5 年长安微车销售金奖；长安轿车综合排名全国第一；品牌推广最高奖；
华晨金杯、中华	浙江元润汽车有限公司	华晨全国十佳商用车经销商；十佳经销商华鼎奖；全国优秀服务站，全国售后服务维修技能大赛团体第一、个人第一；
东风雪铁龙	浙江富通汽车有限公司	东风雪铁龙销售全国第三，客户满意度浙江第二

数据来源：国都证券

2、汽车售后服务分析

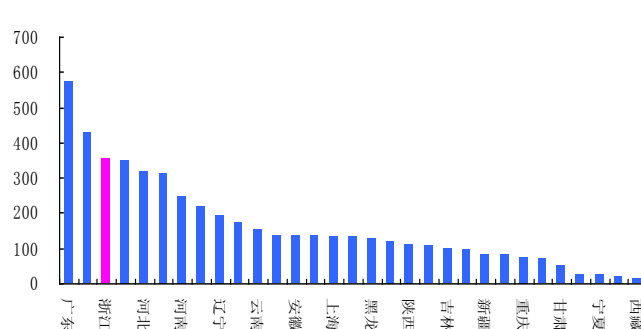
公司作为汽车经销商，从汽车销售和售后服务两个环节的地位来看，销售业务带来的仅是收入和规模的增加，而售后服务的发展在更大程度上决定着公司未来的盈利表现。浙江省位居全国前列的汽车保有量为公司的售后业务发展提供了广阔的空间。

图 14: 浙江汽车拥有量及增速



资料来源: 国都证券

图 15: 各省汽车保有量排名



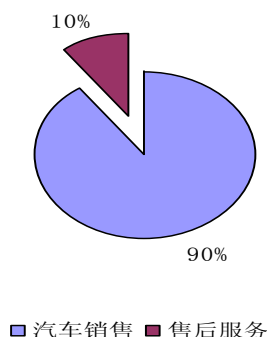
资料来源: 国都证券

从元通物产 2009 年经营数据来看，汽车销售和售后服务分别占收入的 90%和 10%；净利润方面，售后服务的贡献（52%）已经超过汽车销售（48%）；我们认为，随着汽车保有量的进一步增加，售后服务的净利润贡献有望进一步提升。

根据汽车行业的统计资料，新车在售出 3 年后便开始进入保养和维修期，6 年内的保养维护费用占新车购买费用的 30%左右；因此，在汽车销售达到一定数量后，售后服务便成为产业链中增长最为稳定的环节。

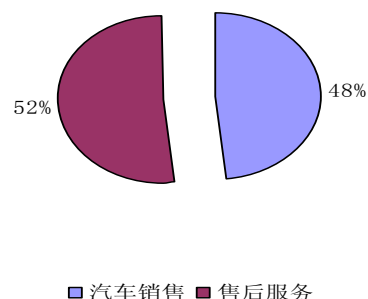
以 2008 年数据测算，浙江省的汽车保有量为 352 万辆，全国排名第 3 位。公司旗下元通物产目前的汽车保有量在 100 万辆左右，按照每辆车 10—15 万元的价格测算，未来将提供 300 亿—450 亿元的售后服务市场，按照 10 年进行平均计算，每年带来的售后服务收入将在 30 亿—45 亿元左右。

图 16: 汽车业务收入构成



资料来源: 国都证券

图 17: 汽车业务净利润构成



资料来源: 国都证券

2.4 非公开增发全力支持汽车经销业务

根据 8 月份的非公开增发方案，公司拟募集 13.3 亿元全部用于汽车业务拓展，具体包括：17 家 4S 店、8 家“多厅一厂”、4 家二手车网点和汽车租赁业务。我们认为，上述项目的实施有助于公司进一步扩大市场份额，巩固在浙江市场的领先地位。

表 2：募投资金的使用范围

项目名称	投资规模（单位：万）			拟使用募集资金
	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

资料来源：国都证券

表 3：4S 店开设计划

序号	项目名称	地点	投资金额	开业时间	授权情况	物业性质
1	讴歌 4S 店	绍兴	3,717	2011.6	意向授权	自建
2	一汽大众 4S 店	杭州	5,399	2011.9	意向授权	自建
3	广汽丰田 4S 店	青海	5,475	2011.12	意向授权	自建
4	广汽日野 4S 店	杭州	3,416	2011.1	已授权	自建
5	长安福特 4S 店	杭州	4,310	2011.8	意向授权	自建
6	通用雪佛兰 4S 店	杭州	4,010	2011.11	已授权	自建
7	商用车 4S 店	绍兴	4,404	2011.7	意向授权	自建
8	长安汽车超市 4S 店	杭州	3,029	2011.12	意向授权	自建
9	长安汽车超市 4S 店	绍兴	2,711	2011.9	意向授权	自建
10	上海斯柯达 4S 店	温州	2,336	2011.9	意向授权	自建
11	沃尔沃 4S 店	杭州	3,873	2011.9	意向授权	租赁
12	沃尔沃 4S 店	台州	3,570	2011.1	意向授权	租赁
13	雷克萨斯 4S 店	温州	7,236	2011.6	意向授权	租赁
14	一汽大众 4S 店	湖州	3,485	2011.8	已授权	租赁
15	广汽自主品牌 4S 店	杭州	2,821	2011.2	意向授权	租赁
16	通用雪佛兰 4S 店	永康	3,127	2011.3	已授权	租赁
17	长安微车 4S 店	温州	2,574	2010.12	已授权	租赁
	合计		65,493			

资料来源：国都证券

表 4：多厅一厂发展规划

序号	项目名称	地点	拟使用募集资金	使用时间	物业性质
1	多厅一厂	杭州富阳	4,996	2011.6	自建
2	多厅一厂	绍兴袍江	2,812	2011.9	自建
3	多厅一厂	宁波奉化	3,931	2011.12	自建
4	多厅一厂	嘉兴	12,005	2011.1	自建
5	多厅一厂	宁波	2,596	2011.8	租赁
6	多厅一厂	台州玉环	2,780	2011.11	租赁
7	多厅一厂	绍兴嵊州	2,779	2011.7	租赁
8	多厅一厂	衢州	2,836	2011.12	租赁
	合计		34,734		

资料来源：国都证券

2.5 汽车业务盈利预测

根据公司上半的经营情况判断,我们假设汽车销售业务 2010—2012 年增长率分别为 25%、20%和 25%;同期的售后服务业务增长率达到 28%、22%和 30%;公司的售后服务占汽车经销业务的比重上升带动汽车业务的净利润率不断提升。此外,物产元通的少数股东权益在 40%左右,公司表示未来会通过适当方式收回该部分权益,这将直接增厚汽车业务的业绩。

根据测算,公司 2010—2012 年汽车业务的净利润分别为 1.73 亿、2.17 亿和 2.9 亿元,对应的 EPS 分别为 0.39 元、0.49 元和 0.66 元,我们认为给予汽车业务 2011 年 25—30 倍的市盈率,汽车业务对应的股价在 12.25 元—14.7 元。

表 5: 汽车业务的盈利预测

收入(百万)	2009A	2010E	2011E	2012E
汽车站销售业务	17,840	22,300	26,760	33,450
售后服务业务	1,380	1,766	2,155	2,802
合计	19,220	24,067	28,915	36,252
收入增长率假设	2009A	2010E	2011E	2012E
汽车站销售业务	30%	25%	20%	25%
售后服务业务	30%	28%	22%	30%
售后服务占比	7.7%	7.9%	8.1%	8.4%
净利润率	0.70%	0.72%	0.75%	0.80%
净利润(百万)	135	173	217	290
每股收益(元)	0.31	0.39	0.49	0.66

资料来源:国都证券

3、地产业务将进入结算高峰期

3.1 未来三年将进入结算高峰期

中大股份目前在 8 大城市共有 12 个房地产在建及储备项目,主要分布在杭州(27%)、武汉(25%)、成都(16%)、南昌(10%)、无锡(9%)、绍兴(7%)、上海(6%)等地,未结可售面积达 255 万平方米,其中权益可售面积 180 万平方米。公司计划今年开工面积约 90 万平方米,依据此开工进度,公司的土地储备能够满足 3 年快速发展所需,未来 3 年将进入结算的高峰期。

图 18: 未结算项目可售面积分布(万平方米, %)

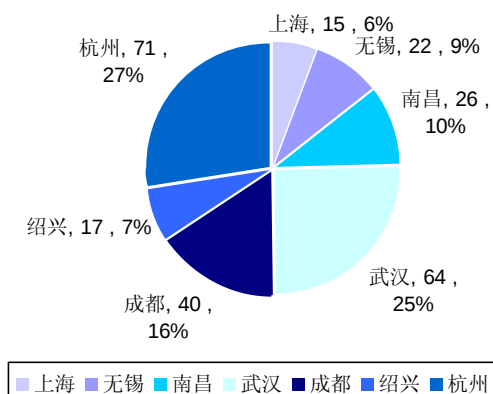
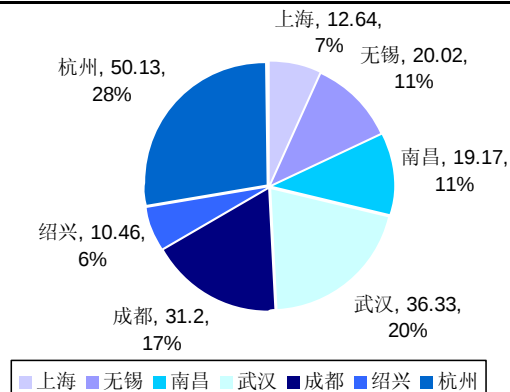


图 19: 未结算项目权益可售面积分布(万平方米, %)



资料来源:公司资料、国都证券研究所

资料来源:公司资料、国都证券

3.2 土地成本较低，RNAV 估值溢价明显

公司土地成本较低，大部分项目土地成本在 2000 左右（元/平，楼面地价），部分项目土地估值溢价十分明显。富阳、成都、武汉等地的项目都有很大盈利空间。

我们基于以下假设对公司进行房地产业务 RNAV 估值计算，重估价值为 11.65 元/股，按 10%折价作为公司 RNAV 估值目标价，合理价值为 10.48 元/股。

（1）基于当前房价及未来两年房价预期（表 2）、12%项目净利润率重估土地增值。

（2）基于公开资料无法分解公司净资产构成，我们简化了地产业务净资产的计算，以 60%的资产负债率估算地产业务净资产。

表 6：中大股份房地产业务 RNAV 估值计算

项目名称	所在城市	土地面积 (万平)	可售面积 (万平)	未结算 可售面积 (万平)	权益	权益 可售面积 (万平)	楼面价 元/平	RNAV 估值 百万
1 机床厂	杭州	3.79	18.93	18.93	100%	18.93	5277	1710
2 西郊半岛	杭州富阳	52.8	70	52	60%	31.2	2800	1285
3 长江紫都	武汉	100	150	39.11	45%	17.6	630	111
4 水墨兰轩	武汉	3.37	5	2.3	100%	2.3	1505	19
5 十里新城	武汉	13.33	22.5	22.5	73%	16.43	2000	165
6 君悦金沙	成都	15.67	70	40	78%	31.2	515	528
7 青山湖花园	南昌	16	24	8.61	90%	7.75	500	66
8 中大紫都	南昌青云谱	9.23	23.49	9.35	46%	4.3	1192	45
9 南昌朝阳项目	南昌	2.29	7.91	7.91	90%	7.12	2600	74
10 诺卡小镇	无锡锡山区	22.99	34.52	22.24	90%	20.02	858	157
11 九里德	上海九亭	26	23	14.87	85%	12.64	1431	751
12 剡溪花园	绍兴嵊州	6.17	16.8	16.8	85%	10.46	1780	204
合计			466.15	254.62		179.95		5116
股本								439
RNAV (元/股)								11.65

数据来源：公司资料、国都证券研究所

3.3 未来三年房地产业务盈利预测

根据对各个项目结算均价、结算面积的预测及平均净利润率的假设（表 2），我们预计 2010 年、2011 年、2012 年三年结算收入分别达到 23.05 亿元、32.02 亿元、40.59 亿元，复合增长率约为 33%。

表 7：中大股份房地产项目结算均价、结算面积假设

项目名称	未结可 售面积 (万 平)	权益	平均 净利 润率	预计结算均价 (元/平)			预计结算面积 (万平)			预计结算收入 (百万)		
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
1 机床厂	18.93	100%	25%									
2 西郊半岛	52	60%	22%		14000	15000		4	6		560	900
3 长江紫都	39.11	45%	18%	5000	5600	5600	6	6	6	300	336	336
4 水墨兰轩	2.3	100%	17%		7200	7200	1.8	0.5			36	
5 十里新城	22.5	73%	15%			7800			5			390
6 君悦金沙	40	78%	19%	7500	7700	7800	5	6	7	375	462	546
7 青山湖花园	8.61	90%	17%	6000	6200	6500	7	1.61		420	100	
8 中大紫都	9.35	46%	16%	7000	7200		5	4.35		350	313	
9 南昌朝阳项目	7.91	90%	12%		7200	7500			3			225

10 诺卡小镇	22.24	90%	18%	6000	6500	7000	5	6	7.24	300	390	507
11 九里德	14.87	85%	25%	14000	15000	15000	4	5	6	560	750	900
12 刺溪花园	16.8	85%	18%		8500	8500		3	3		255	255
合计	254.62						33.8	36.46	52.24	2305	3202	4059

数据来源：公司资料、国都证券研究所

未来三年公司房地产业务每股收益（EPS）贡献值分别为 0.77 元、1.08 元、1.38 元，符合增长率 34%。

表 8：中大股份房地产项目未来三年盈利预测（并表）

单位：百万元	2010E	2011E	2012E
营业收入	2305	3202	4059
营业成本	1222	1649	2131
营业税金及附加	254	376	487
营业费用	99	128	142
管理费用	83	112	142
财务费用	55	80	101
资产减值损失	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0
投资净收益	0	0	0
营业利润	593	857	1055
营业外收入	0	0	0
营业外支出	0	0	0
利润总额	593	857	1055
所得税	148	214	264
净利润	447	648	810
少数股东损益	109	173	204
归属母公司净利润	337	476	606
EBITDA			
EPS（元）	0.77	1.08	1.38

注：由于绝大部分项目权益比重均在 50% 以上，房地产业务按财务并表计算。

数据来源：公司资料、国都证券研究所

3.4 地产部分估值

目前，地产板块受地产调控影响，整体估值水平仍处于历史低位，大多数地产公司 2010 年动态市盈率处于 15 倍附近（2010-10-11）。我们认为，地产板块整体估值有望明显提升，15 倍动态市盈率是地产股合理估值下限。公司未来 3 年业绩增速将在 30% 以上，我们以 11.55 元/股（2010 年 15 倍市盈率）作为公司未来 6 个月房地产业务市盈率估值目标价格，以 12.96~16.20 元/股（2011 年 12~15 倍市盈率）作为公司未来 12 个月房地产业务市盈率估值目标价格。

综上，我们给予公司房地产业务 6 个月目标价 10.48~11.55 元/股，12 个月目标价 12.96 元/股。

4、期货和其他业务稳定增长

公司旗下的中大期货目前排名全国第五位，2009 年贡献净利润在 4785 万元；2010 年上半年实现收入 1.35 亿元（净利润在 2100 万元），同比减少 7.5%，主要是上半年转让了大地期货公司的控股权，公司仅合并了 1-3 月的数据所致。

虽然期货业务竞争日趋激烈，交易佣金率下降是大概率事件；但公司依托强大的综合实力，可以通过加强研发能力和产业链服务能力来提高公司的综合竞争水平。此外，从行业总体来看，股指期货的推出对行业总体形成利好，我们认为公司的期货业务将保持稳健发展。

我们预计公司的期货业务 2010—2012 年的净利润贡献分别在 5000 万元、6200 万元和 7500 万元左右，对应的 EPS 分别为 0.11 元、0.14 元和 0.17 元，给予期货业务 2011 年 20 倍市盈率，对应的股价为 2.8 元。

外贸等其他业务 2010—2012 年的净利润稳定在 2000 万元左右，对应的 EPS 在 0.05 元，由于上述业务的相对缺乏成长空间，给予 2011 年 10 倍的市盈率，对应的股价在 0.5 元。

5、非公开增发测算

根据公司公布的非公开增发方案，公司拟募集资金不超过 13.8 亿元，发行数量为 4000 万—9200 万股，发行价格不低于 15.28 元/股；其中，大股东—物产集团拟投入不低于 5000 万元现金参与增发，且增发后的持股比例不低于 30%。

我们假设物产集团参与此次增发的金额为 5000 万元，以此推算出此次增发价格要高于 21 元/股时，才能确保其持股比例在 30% 以上。

表 9：公司非公开增发模拟测算

增发方案模拟	增发前		增发后 增发价 15.28		增发后 增发价 21.0		增发后 增发价 26.5	
	持股量	持股比例	持股量	持股比例	持股量	持股比例	持股量	持股比例
物产集团	14,939	34.02%	14,939	28.21%	14,939	29.59%	14,939	30.41%
参与增发量			327	0.62%	238	0.40%	189	0.40%
累计持股			15,266	28.83%	15,177	29.99%	15,128	30.81%
其他持股机构	28,979	66.00%	28,979	54.73%	28,979	57.30%	28,979	60.50%
参与增发量			8,704	16.44%	6,333	12.54%	5,019	10.22%
累计持股			37,683	71.17%	35,312	69.84%	33,997	70.72%
总股本	43,918		52,949		50,489		49,125	
物产集团投入额				5,000		5,000		5,000
其他投资者投入				133,000		133,000		133,000
募集资金规模				138,000		138,000		138,000
增发数量				9,031		6,571		5,208

数据来源：国都证券研究所

6、公司盈利预测和评级

我们综合各个业务的净利润贡献，对各业务进行分类预测和估值。预计 2010—2012 汽车经销业务的 EPS 分别为 0.39 元、0.49 元和 0.66 元；合理股价在 12.25 元—14.7 元；房地产业务 EPS 分别为 0.77 元、1.08 元和 1.38 元，合理股价在 10.48 元—12.96 元；期货及其他业务 EPS 分别为 0.16 元、0.19 元和 0.22 元，合理股价在 3.3 元。

综合测算，公司未来 12 个月的合理股价在 26 元—30.9 元，给予“强烈推荐”评级。

表 10: 分业务预测

各业务贡献 EPS (元)	2010E	2011E	2012E
汽车经销业务	0.39	0.49	0.66
房地产业务	0.77	1.08	1.38
期货业务	0.11	0.14	0.17
外贸和其他业务	0.05	0.05	0.05
公司总体的 EPS	1.32	1.76	2.26
各项业务对应的股价			
汽车经销业务	12.25 元—14.7 元		
房地产业务	10.48 元—12.96 元		
期货业务	2.8 元		
外贸和其他业务	0.5 元		
12 个月目标价	26 元—30.9 元		

数据来源: 国都证券研究所

表 11: 公司盈利预测表

报告期间	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	24,692	30,631	36,442	44,704
收入同比增长(%)	-7	24	19	23
减: 营业成本	22,852	28,028	33,235	40,725
毛利率(%)	7.45	8.50	8.80	8.90
营业税金及附加	176	184	219	268
资产减值损失	35	16	16	16
销售费用	685	781	856	1,006
管理费用	373	490	576	711
财务费用	88	153	164	188
投资净收益	137	137	137	137
加: 公允价值变动净收益	-5	0	0	0
二、营业利润	615	1,117	1,513	1,928
加: 营业外收入	37	0	0	0
减: 营业外支出	52	0	0	0
三、利润总额	600	1,117	1,514	1,930
减: 所得税费用	171	313	424	540
四、净利润	429	804	1,090	1,390
归属母公司净利润	276	579	773	992
少数股东权益	153	225	318	397
五、EPS(全面摊薄/元)	0.63	1.32	1.76	2.26

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com