

股票名称 (600704)

推荐 (维持)

高端品牌网点扩张加速

市场数据

报告日期	2011-8-3
收盘价(元)	12.09
总股本(百万股)	658.76
流通股本(百万股)	562.19
总市值(百万元)	7964.02
流通市值(百万元)	6796.32
净资产(百万元)	3948.07
总资产(百万元)	22150.93
每股净资产	4.95

主要财务指标

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	31256	37665	45364	51744
同比增长(%)	28.6%	20.5%	20.4%	14.1%
净利润(百万元)	501	636	820	1001
同比增长(%)	81.2%	27.0%	28.8%	22.1%
毛利率(%)	6.3%	7.9%	8.0%	8.1%
净利率(%)	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
净资产收益率(%)	16.8%	17.6%	18.9%	19.0%
每股收益(元)	0.76	0.97	1.24	1.52
每股经营现金流(元)	-0.86	2.51	1.26	1.81

相关报告

投资要点

事件:

2011年8月1日,我们对物产中大进行调研,与公司高管进行了深入交流。

点评:

● 有房、有车的地方国有大型综合性企业

中大股份主营业务涉及汽车销售及服务、房地产、外贸和期货经纪四大板块,是浙江第一大、全国第四大(2010年)汽车经销商集团,也是浙江省国际贸易及房地产业的骨干企业。2010年,公司实现销售收入315.8亿元,归属于上市公司股东的净利润5.01亿元,净利润中房地产业务贡献约2.5亿元,汽车销售与服务贡献1.4亿元,机电设备贸易等贡献约6000万元,期货等其他业务约5000万元。

● 汽车经销利润主要来自豪华品牌经销商,受益豪华品牌销量快速增长

公司汽车销售与服务利润中,超过60%是来自于七八家豪华品牌的经销商。2011年豪华品牌汽车销量仍然保持高速增长,公司进口豪华汽车上半年销量同比增长20%以上,远超公司上半年10%左右的汽车总体销量增速。此外,公司售后服务收入上半年仍然保持了接近30%的高速增长。估计公司汽车销

分析师 李纲领

021-3856 5920

ligangl@xyzq.com.cn

SAC: S0190510120004

分析师 聂清廉

021-3856 5954

nieql@xyzq.com.cn

SAC: S0190511070002

售与服务利润总额 2011 年上半年同比增长 20%左右。

- **公司增资将缓解物产元通的资金瓶颈，网点扩张速度有望加快**

此前，物产元通主要依靠自有资金和银行信贷来建设新店，网点扩张速度较慢。目前公司在考虑对物产元通进行增资，以加快汽车销售与服务业务的发展。我们预计增资最快将于年内完成，物产元通网点扩张速度有望加快。

- **高档品牌网点的快速扩张是主要亮点**

2011 年，公司获得了 5 个高端品牌的授权，包括 1 家奥迪、2 家雷克萨斯、1 家英菲尼迪、参股 1 家宝马，除 1 家雷克萨斯店在西安外，其他都在浙江省内。此前，公司同档次的店不多，主要包括奥迪 3 家，雷克萨斯 2 家，奔驰 1 家，沃尔沃 3 家，进口大众 1 家。由于公司汽车经销利润来源主要来自高端品牌经销店，由于高端品牌 4S 店的快速扩张，同时考虑到新店 2 年左右开始贡献利润，我们认为公司汽车经销业绩在 2013 年左右将出现加速增长。

- **区域风险偏高，省外扩张有利于降低风险**

公司长期扎根于浙江省内，截止 2010 年底已经建立了 97 家 4S 店，其中 40%左右的店在杭州，区域风险偏高。目前，公司已经开始在省外进行扩张，2011 年将分别于贵阳、成都、西安等地开设 4S 店。汽车经销网点的跨区域扩张，将有效降低公司的区域风险。同时，考虑到其他省份汽车经销行业竞争激烈程度普遍低于浙江，盈利能力普遍高于浙江市场，我们认为省外扩张将有利于提高公司汽车经销业务的总体盈利能力。

- **房地产收入近两年仍将高速增长，拿地工作稳步推进**

2010 年，公司房地产结算收入 18.7 亿元，同比增长 47%，毛利额同比增长 62%；2011 年 1 季度，公司房地产结算收入 7.6 亿元，同比增长 53.5%，毛利额同比增长 132%。公司地产项目较多，截止 2010 年末，公司共有房地产项目 11 个，其中已完工 2 个，在建 6 个，未开工的 3 个，上述项目已签约面积为 37.65 万平米，已竣工未签约的建筑面积为 56.78 万平米，已开工尚未竣工的建筑面积为 119.29 万平米。我们预计今明两年公司房地产收入仍将保持 30%以上的高速增长。

- 业绩稳步增长，小幅调高盈利预测，维持“推荐”评级

考虑到公司房地产结算收入可能的超预期和较强的持续性，我们小幅调高对公司 2011 年、2012 年每股收益的预测，按照最新股本摊薄，从原来 0.95 元、1.12 元分别调高 2%和 11% 约 0.02 元、0.12 元至 0.97 和 1.24 元。按 2011 年 8 月 3 日的收盘价 12.08 元计算，对应 2011、2012 年动态市盈率为 12.5 倍、9.7 倍，以公司 2010 年 3 月 31 日的每股净资产 4.95 元计算，公司目前的 P/B 为 2.44 倍。鉴于公司盈利稳步增长，汽车销售业务发展前景较佳，目前估值水平较低，我们维持对公司的“推荐”评级。

- 风险提示

1. 汽车限购的风险；
2. 房地产市场持续调控的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15373	16686	20179	22961
货币资金	3233	3896	4693	5353
交易性金融资产	2	0	0	0
应收账款	436	523	631	719
其他应收款	325	463	530	615
存货	9036	10280	12538	14220
非流动资产	3219	4429	4846	5174
可供出售金融资产	561	502	522	515
长期股权投资	255	275	268	270
投资性房地产	73	73	73	73
固定资产	1080	2262	2575	2756
在建工程	9	151	65	57
油气资产	0	0	0	0
无形资产	633	839	981	1145
资产总计	18592	21116	25025	28135
流动负债	13436	15191	18155	20121
短期借款	2354	3749	4639	5039
应付票据	2854	2359	3120	3793
应付账款	951	3008	2981	2837
其他	7277	6076	7415	8452
非流动负债	1567	1547	1554	1551
长期借款	1414	1414	1414	1414
其他	153	133	140	137
负债合计	15003	16738	19709	21672
股本	439	659	659	659
资本公积	1417	1285	1285	1285
未分配利润	958	1493	2234	3160
少数股东权益	602	771	971	1194
股东权益合计	3588	4378	5317	6463
负债及权益合计	18592	21116	25025	28135

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	642	636	820	1001
折旧和摊销	124	233	332	386
资产减值准备	24	32	-1	12
无形资产摊销	63	57	59	58
公允价值变动损失	2	-3	-2	-3
财务费用	93	185	230	238
投资损失	-198	-100	-100	-100
少数股东损益	142	169	200	223
营运资金的变动	-1326	-458	618	569
经营活动产生现金流	-569	1650	830	1191
投资活动产生现金流	-352	-1621	-615	-618
融资活动产生现金流	1199	634	581	87
现金净变动	278	663	796	660
现金的期初余额	2731	3233	3896	4693
现金的期末余额	3009	3896	4693	5353

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	31256	37665	45364	51744
营业成本	29281	34688	41732	47545
营业税金及附加	217	265	318	363
销售费用	778	900	1034	1160
管理费用	484	584	712	812
财务费用	120	185	230	238
资产减值损失	24	27	26	27
公允价值变动	-2	-3	-2	-3
投资收益	198	100	50	50
营业利润	871	1113	1409	1696
营业外收入	82	67	72	71
营业外支出	51	51	51	51
利润总额	902	1129	1430	1716
所得税	259	324	410	492
净利润	642	805	1020	1224
少数股东损益	142	169	200	223
归属母公司净利润	501	636	820	1001
EPS(元)	0.76	0.97	1.24	1.52

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	28.6%	20.5%	20.4%	14.1%
营业利润增长率	41.6%	27.9%	26.6%	20.4%
净利润增长率	81.2%	27.0%	28.8%	22.1%
盈利能力(%)				
毛利率	6.3%	7.9%	8.0%	8.1%
净利率	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
ROE	16.8%	17.6%	18.9%	19.0%

偿债能力(%)

资产负债率	80.7%	79.3%	78.8%	77.0%
流动比率	1.14	1.10	1.11	1.14
速动比率	0.47	0.42	0.42	0.43

营运能力(次)

资产周转率	1.81	1.90	1.97	1.95
应收帐款周转率	79.33	77.83	77.53	75.71

每股资料(元)

每股收益	0.76	0.97	1.24	1.52
每股经营现金	-0.86	2.51	1.26	1.81
每股净资产	4.53	5.48	6.60	8.00

估值比率(倍)

PE	15.91	12.52	9.72	7.96
PB	2.67	2.21	1.83	1.51

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。