

物产中大 (600704.SH) 贸易行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

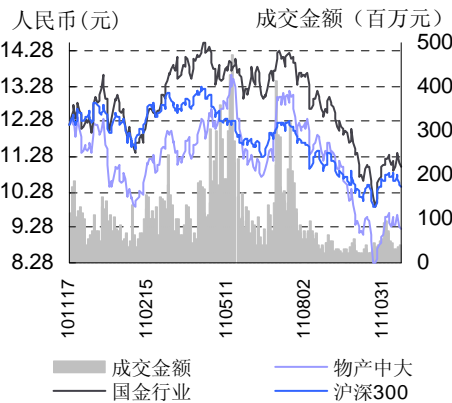
市价(人民币): 9.24元

增发受阻不改汽贸业务积极扩张

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)	562.13
总市值(百万元)	6,086.97
年内股价最高最低(元)	13.59/8.28
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.629	1.140	0.915	1.111	1.368
每股净资产(元)	5.55	6.80	5.45	6.56	7.93
每股经营性现金流(元)	5.17	-1.30	7.27	2.92	2.58
市盈率(倍)	22.10	12.16	10.10	8.32	6.75
行业优化市盈率(倍)	42.83	38.36	35.98	35.98	35.98
净利润增长率(%)	82.90%	81.20%	20.34%	21.49%	23.14%
净资产收益率(%)	11.34%	16.76%	16.79%	16.94%	17.26%
总股本(百万股)	439.18	439.18	658.76	658.76	658.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **增发受阻不改汽贸业务扩张步伐:** 虽然公司增发项目受地产调控暂时搁浅, 但其汽贸业务扩张步伐并未因此放缓, 2011年上半年已在省内外新建或收购14家4S店。未来, 公司省内扩张将以并购为主, 进一步稳固龙头地位; 省外扩张将走高端化路线, 新增4S店70%将为中高端品牌。按照公司计划, 公司未来3年内经销网点数有望比2010年翻番。
- **售后业务利润占比高, 盈利增长有保障:** 公司汽车经销售后业务毛利占比已达65%左右, 远超同行15%-40%的水平。依托不断增长的售后保有量以及稳定的高毛利水平, 公司汽贸业务盈利可保持稳健增长。
- **新车销售毛利率有提高可能, 业绩改善空间大:** 公司新车销售毛利率仅约2%, 远低于行业4%-8%的水平, 杭州较为激烈的竞争环境与较高的运营成本是重要原因。事实上, 公司新车销售基础良好, 且未来省外4S店比重将逐渐扩大, 新车销售盈利能力改善前景较好。
- **地产业务受调控影响小, 有望稳健增长:** 公司项目多在武汉、成都等二、三线城市的核心地段, 拿地成本低且房价尚未出现实质性下跌。公司现有土地储备足以销售至2013年底, 三季度末的预收款已足够2012年的业绩释放, 且截止10月份现金流仍较为稳健, 是调控期间相对较为安全的地产公司。

盈利预测与估值

- 我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.92、1.11、1.37元, 按分业务分拆估值, 我们认为公司合理价格区间为11.3-13.3元。

投资建议

- 公司属于稳健经营的综合性企业集团, 具备较强的抗风险能力。公司地产业务依托充足的土地储备、丰裕的预收款与现金流可实现稳健增长, 而汽贸业务的积极扩张则有望使公司业绩增长明显加快。公司当前股价为9.24元, 低于我们测算的合理区间, 我们首次给予公司“买入”评级。

风险提示

- 汽车行业景气度大幅下滑的风险, 汽贸业务省外扩张受阻的风险, 地产行业调控力度持续加大的风险。

吴文剑 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

内容目录

汽贸：从省内龙头向省内外均衡分布快速扩张	4
物产元通汽贸业务浙江第一、国内前五	4
后市场毛利占比较高，汽贸业务未来盈利有可靠保障	6
增发项目暂时受阻不改扩张进程，扩张资金较为充裕	9
新车销售盈利能力远低同行，省外建店带来改善前景	13
地产：土地储备充足，现金流稳健，受调控影响较小	16
地产调控短期对公司的影响较为有限	16
预收款丰裕，现金流稳健，高盈利项目逐步进入结算期	17
其他业务：期货经纪与国际贸易业务	18
盈利预测与估值	19
盈利预测	19
估值与投资建议	19
风险提示	20
汽车行业景气度大幅下滑风险	20
汽贸业务省外扩张受阻的风险	20
地产行业调控力度持续加大的风险	20
附录：三张报表预测摘要	22

图表目录

图表 1：浙江主要汽车经销商 2010 年情况比较	4
图表 2：物产中大 4S 店按品牌及地域归类-截止 2010 年 10 月	5
图表 3：国内前 10 大汽车经销商概况	6
图表 4：物产汽贸业务收入占比	7
图表 5：物产汽贸业务毛利占比	7
图表 6：主要上市汽贸企业 2010 年后市场收入占比	7
图表 7：主要上市汽贸企业 2010 年后市场毛利占比	7
图表 8：主要上市汽贸公司后市场毛利率比较	8
图表 9：主要上市汽贸企业单店后市场毛利（万元）	8
图表 10：物产元通各时间段汽车销量（万辆）	8
图表 11：物产后市场业务分析及预测	9
图表 12：公司 2011 年上半年新建网点情况	9
图表 13：主要上市汽贸企业资产负债率比较	10
图表 14：中西部省份乘用车市场更具增长潜力	10
图表 15：公司部分省外已获授权或在建网点	11
图表 16：2009 年底全国各省(市)千人汽车保有量（辆）	11

图表 17: 浙江省各级城市人均 GDP 与千人汽车保有量	12
图表 18: 物产元通销售网点及新车销量分析与预测	12
图表 19: 主要上市汽贸公司新车销售毛利率比较—2010 年	13
图表 20: 主要上市汽贸企业毛利率比较—2010 年	13
图表 21: 主要上市汽贸企业 10 年单店毛利比较 (万元)	13
图表 22: 2010 年底国内各省 (市) 的 4S 店数量	14
图表 23: 物产中大拟布局区域的汽车经销环境 (家)	15
图表 24: 中等规模 4S 店各项费用占比测算	15
图表 25: 主要上市汽贸公司 2010 年单店销量 (辆)	16
图表 26: 主要上市公司 2010 年单车售价 (万元/辆)	16
图表 27: 物产中大各地区未竣工面积占比	16
图表 28: 2011 年武汉商品房交易均价 (元/m ²)	17
图表 29: 2010-2011 年成都商品房交易均价 (元/m ²)	17
图表 30: 物产中大房地产业务关键数据	17
图表 31: 物产中大主要楼盘售价、楼面地价及预测毛利率 (元/m ²)	18
图表 32: 公司期货业务近年净利润及增速 (百万元)	18
图表 33: 公司国际贸易业务营收及增速 (百万元)	19
图表 34: 公司国际贸易业务毛利及增速 (百万元)	19
图表 35: A 股可比汽贸企业盈利预测及估值-2011 年 11 月 8 日	20
图表 36: 公司地产存货 NAV 估值	20
图表 37: 物产中大分业务预测	21

汽贸：从省内龙头向省内外均衡分布快速扩张

物产元通汽贸业务浙江第一、国内前五

- **物产元通是浙江省汽贸龙头：**公司汽贸业务通过物产元通经营，近年在浙江市场的份额维持在 15%左右，且呈稳步提升趋势，在杭州市的份额则达 30%。截至 2010 年底，公司拥有销售网点店约 110 家（包括部分多厅一厂及 2S 店，不含后服务门店），分布在浙江省 8 个地级市。公司汽贸业务无论在门店数量、代理品牌还是汽车销量，均稳居浙江省首位。排名第二位的康桥汽贸，门店数及销量不及物产元通的 50%。值得一提的是，浙江的汽贸企业中，除物产元通经销网络覆盖全省外，其余如康桥汽贸、浙江金昌、宁波轿辰等，均仅是省内的区域性经销商，物产元通的省内龙头地位难被撼动。

图表1：浙江主要汽车经销商 2010 年情况比较

企业	4S店数	经营地区	10年收入 (亿元)	10年销量 (万辆)	2010年市 场份额	经营品牌
物产元通	76	覆盖全省，杭州占60%	190	15.9	15.0%	奥迪、雷克萨斯、宝马、大众、别克、雪佛兰、现代等42个
康桥汽车	20	杭州15家店，另在萧山、绍兴等地	91.5	7.4	7.0%	丰田、斯巴鲁、上海大众、一汽大众、斯柯达、奥迪、凯迪拉克等约
浙江金昌	9	杭州4家，另有7家待建	66.27	1.7	1.6%	宝马、MINI、本田、沃尔沃、现代等8个
宁波轿晨	18	宁波市区及县级市	56.75	6.0	5.7%	宝马、奥迪、别克、雪佛兰、本田、丰田、荣威等约20个
浙江和诚	11	杭州为主，约8家	46.22	n/a	n/a	奥迪、丰田、日产、现代、沃尔沃、宝马等7
浙江广成	11	杭州为主，布局周边	39.86	n/a	n/a	本田、马自达、日产、北京现代、讴歌等10余

来源：各公司网站、国金证券研究所

- **高端品牌收入占比近四成、利润占比近六成：**据物产元通网站数据，公司经销的奥迪等 6 个高档品牌拥有 9 家 4S 店，占公司 4S 店数量的 11.8%；中档品牌约 15 个，共有 4S 店 50 家，占比达 65.8%，其中通用系与大众系各有 12 家；低端品牌 4S 店 15 家，占比为 19.7%，此外还有 2 家商用车 4S 店。从销量与营收看，2009 年高端品牌分别达 8.6%与 39.4%；从净利润看，高端品牌占比约 60%，为主要利润来源。

图表2: 物产中大 4S 店按品牌及地域归类-截止 2010 年 10 月

	汽车品牌	杭州	宁波	温州	绍兴	台州	省内其他	品牌小计
高端品牌	奥迪	1		1			1	3
	奔驰	1						1
	雷克萨斯	1						1
	凯迪拉克	1						1
	进口大众	1						1
	沃尔沃	2						2
中端品牌	进口三菱	2						2
	克莱斯勒/JEEP	1	1					2
	福特/马自达	1			1	1		3
	马自达	1						1
	通用别克	3					3	6
	雪佛兰	4					2	6
	丰田	2	1				3	6
	日产	3	2				2	7
	上海大众	1	1	1		1	1	5
	斯柯达	1		1		1		3
	一汽大众	1	1					2
	北京现代	1			1			2
	其他中档车	3	1		1			5
低端品牌	长安/哈飞	4			1	1	3	9
	金杯/中华	2	1		1	1		5
	风行	1						1
商用车	依维柯/解放卡	2						2
区域小计		38	8	3	5	5	15	76

来源: 公司网站、国金证券研究所

- **物产汽贸业务国内领先:** 放眼全国, 物产在国内汽车经销行业也一直处于领先地位, 近几年稳居中国汽车流通企业百强排行榜的前五位。

图表3: 国内前10大汽车经销商概况

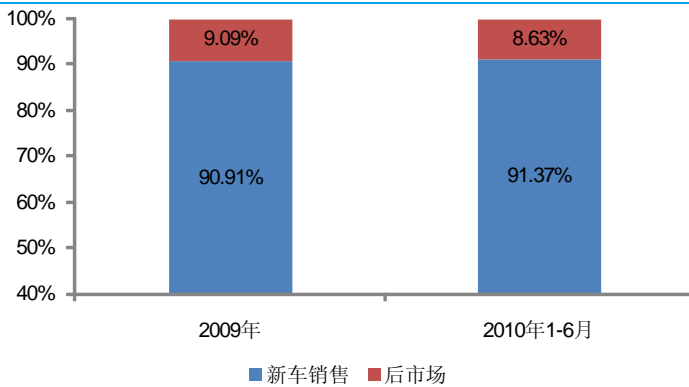
名称	门店数量分布及代理品牌	销售规模
庞大汽车	截至2010年12月底,共有926家经销网点,主要集中在华北地区,包括汽车专卖店699家,其中轿车4S店306家。经69家汽车供应商授权,销售83个品牌的汽车。	2010年共销售汽车46.9万辆,实现销售收入537.7亿元,净利润12.4亿元,自2006年行业评比以来,一直位居“中国汽车销售服务十大企业集团”第一名。
广汇汽车	截至2011年初,共有4S店355家;分布新疆、广西、河南、重庆、安徽、甘肃、河北等多省;代理各主流汽车品牌	2010年整车销售35.8万辆,维修台次320万辆,营业收入521亿
利星行	专注进国内及进口奔驰的批发与零售,占奔驰国内40%的销量,旗下4S店主要分布在北京地区。	2009年营业收入205亿,2010年收入390亿。
物产元通 (物产中大)	截至2009年末,共有4S店95家,主要分布在浙江,但已经计划向其他省份扩张;代理各主流汽车品牌。	2009年销量12.7万辆,汽车业务收入151.6亿;10年上半年销售7.1万辆,汽车业务收入91.9亿。
广物汽贸	广东、重庆、江苏、贵州、江西、陕西、安徽等省区设立了140多家经销网点。销售奥迪、通用、本田、大众、福特、凯迪拉克等,其中09年奥迪占比12.5%。	2009年与2010年1-9月分别营收147.7亿与107.3亿;销售分别为12万与10万辆。
中进汽贸	控股17家4S店,分布北京、天津、上海、江苏、浙江等地;主要进口中高端汽车品牌。	2009年收入141.5亿,销售3.2万辆,占全国进口车上牌量的9.1%,10年1-9月该比例上升到10.8%
中升控股 (0881.HK)	截至2011年3月,共有98家4S店;分布在北京、天津、辽宁、四川、山东、江苏、浙江、陕西等地,以中高端品牌为主,包括奔驰、雷克萨斯、奥迪、保时捷、丰田、日产、本田等。	2009、2010年新车销量分别为6.1万与10.0万辆;销售收入分别为137.2亿元、240.4亿元。
永达汽车	截至10年初,共有4S店49家,其他服务门店10余家;主要分布上海地区,北京、福建、山西、浙江、江苏、海南等省市也有销售网络;代理中高档合资及进口品牌为主。	2009年收入110.4亿;2010年收入176亿元。
山东远通	七大经营园区,8个县区高标准分公司,52个名优汽车品牌4S店,60多个经营分支机构。	2009年销售8.6万辆,维修53.52万台次,收入72亿元;2010年销售10.3万辆,收入124亿元。
中汽南方	网络100多家,位于深圳、广州、北京、天津、福建、湖南等省市。有沃尔沃、捷豹、路虎、奔驰、英菲尼迪、讴歌、一汽丰田、福特、一汽大众等品牌。	2009年营收103.3亿;2010年收入162亿元。

来源:公司公告,公司网站,国金证券研究所

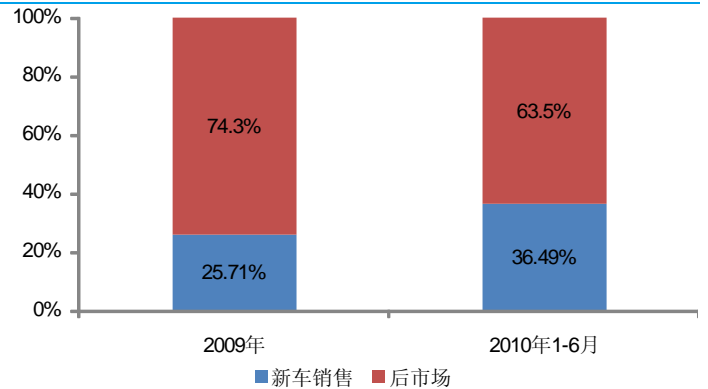
后市场毛利占比较高,汽贸业务未来盈利有可靠保障

- **后市场是汽贸毛利的主要来源:**与其它汽贸企业类似,公司后市场收入仅占汽贸业务总收入的8%-10%;不同的是,2009-2010年后市场分别贡献汽贸毛利的74.29%与63.51%,远高于其余公司15%-40%的水平。与新车销售较大的波动性相比,售后业务的收入与盈利能力明显更为稳定;即使汽车行业销量增速放缓、盈利能力下滑,依靠后市场业务的稳健收入与盈利水平,公司汽贸业务60%-70%的毛利也能获得可靠的保障。

图表4: 物产汽贸业务收入占比

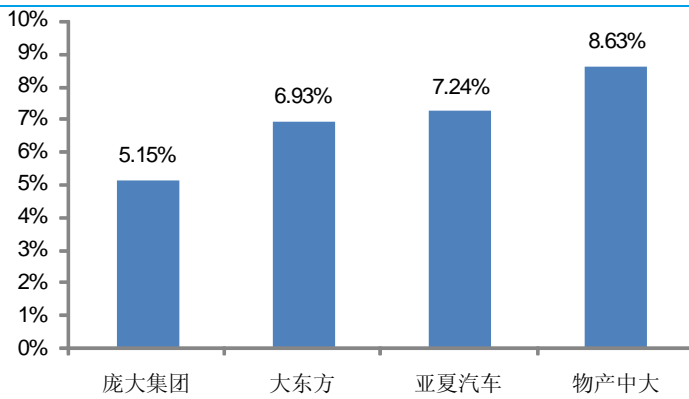


图表5: 物产汽贸业务毛利占比

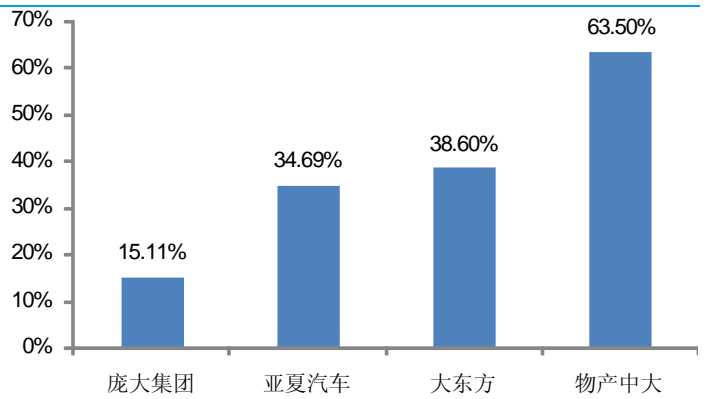


来源: 公司资料、国金证券研究所

图表6: 主要上市汽贸企业2010年后市场收入占比



图表7: 主要上市汽贸企业2010年后市场毛利占比

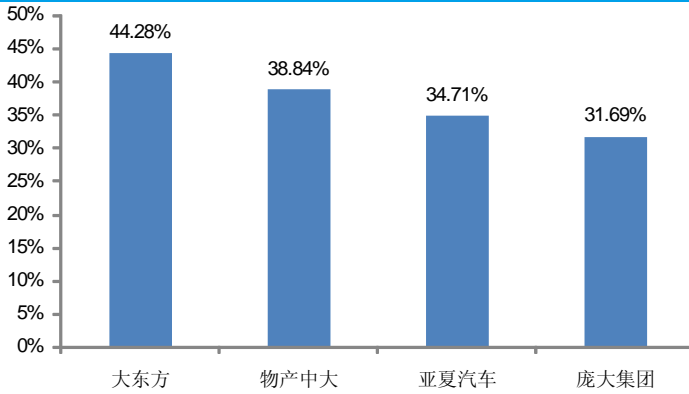


来源: 各公司公告、各公司资料、国金证券研究所

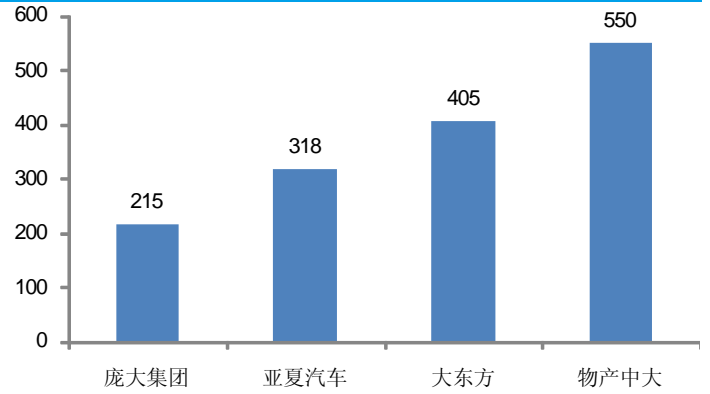
注: 物产中大为2010年1-6月数据

- 物产元通后市场业务已领先同行:** 从综合盈利能力看, 2010年1-6月, 公司后市场毛利率为38.84%, 略高于4家A股上市公司37.38%的平均水平。从单店盈利看, 2010年物产单店后市场毛利为500万元, 远高于庞大集团的215万元与亚夏汽车的318万元。据我们了解, 物产元通的部分4S店, 仅依靠后市场业务已能承担门店全部费用并有盈余。我们认为, 物产元通后市场业务明显优于其余公司的主要原因, 首先是公司4S店成立时间普遍较早, 单店保有量较高且车龄较大, 从而使单店承接维修的次数与单次维修的收入相对较高; 其次是公司高端品牌销量占比相对较高, 且浙江车主对车辆维修的支出相对宽裕。从目前看, 物产元通在这两方面的优势均是可持续的, 我们认为公司后市场业务有望持续领先。

图表8: 主要上市汽贸公司后市场毛利率比较



图表9: 主要上市汽贸企业单店后市场毛利(万元)

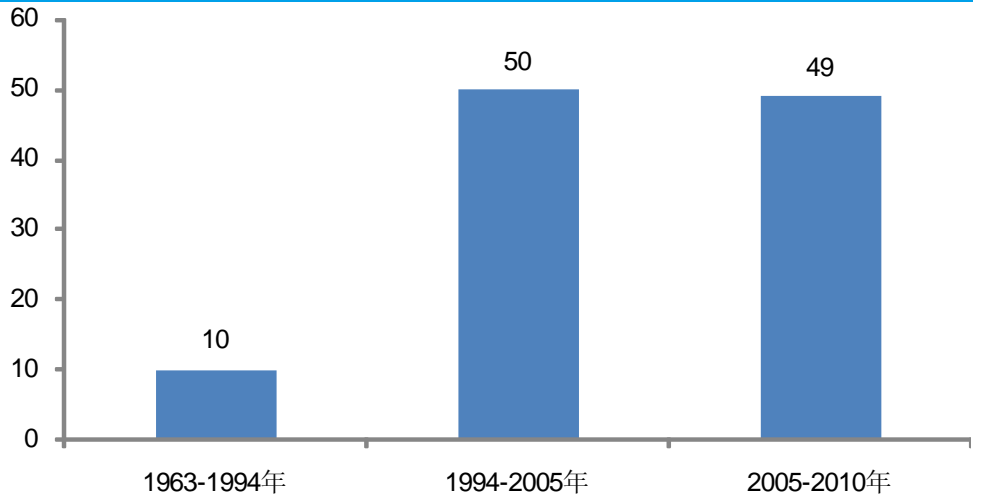


来源: 各公司公告、各公司资料、国金证券研究所

注: 物产中大为 2010 年 1-6 月数据

- 后市场为汽贸提供盈利保障:** 较高的保有量是公司后市场业务的坚实基础, 自 1963 年卖出浙江省第一辆汽车以来, 物产元通已累计销售乘用车约 110 万辆, 其中 2005-2010 年约 49 万辆。我们粗略估计, 物产元通 2010 年底的保有量约有 60 万辆, 部分 4S 店的单店保有量已超 2 万辆。按此测算, 预计公司 2011-2013 年后市场收入将达 23.0、27.7、33.3 亿元, 毛利分别为 8.86、10.80、13.15 亿元, 占汽贸业务当期毛利的 67.6%、66.3%、64.8%。也就是说, 即使未来汽车行业盈利能力下滑, 公司汽贸业务 65%左右的毛利仍有较为可靠的保障。

图表10: 物产元通各时间段汽车销量(万辆)



来源: 国金证券研究所

图表11: 公司后市场业务分析及预测

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
新车销量(辆)	100,000	127,400	158,939	175,723	208,359	249,565
保有量(辆)	408,660	501,927	620,000	756,331	910,555	1,093,990
增速		22.8%	23.5%	22.0%	20.4%	20.1%
返店率		71.6%	76.6%	78.0%	78.0%	78.0%
返店车辆(辆)		359,380	474,920	589,938	710,233	853,312
增速			32.1%	24.2%	20.4%	20.1%
单车收入(元)		3,834	3,790	3,900	3,900	3,900
后市场收入(百万元)		1,378	1,800	2,301	2,770	3,328
增速			30.6%	27.8%	20.4%	20.1%
毛利率		41.94%	38.00%	38.50%	39.00%	39.50%
毛利(百万元)		578	684	886	1,080	1,315
增速			18.3%	29.5%	22.0%	21.7%

来源: 公司公告、公司资料、国金证券研究所

增发项目暂时受阻不改扩张进程, 扩张资金较为充裕

- **新店扩张步伐并未受募投项目影响:** 公司 2010 年 8 月公布增发计划, 拟新建 17 家 4S 店与 8 家多厅一厂。虽然公司增发项目受地产调控暂时不能实施, 但这并未放缓公司的扩张步伐。2011 年上半年, 公司在省内外共新建或收购 14 家 4S 店, 10 月又在衢州收购 1 家 4S 店, 均表明公司扩张正在加速。值得说明的是, 虽然公司上半年新店仍以省内为主, 但其未来数年的扩张重心将在省外, 公司为此已有所准备。

图表12: 公司 2011 年上半年新建网点情况

区域	地点	公司	品牌
省外	苏州	苏州元佳	郑州日产
	贵阳	贵州元通	进口三菱
	成都	四川元通	进口三菱
省内	绍兴	绍兴元佳	郑州日产
	绍兴	绍兴骏通	通用宝骏
	上虞	上虞日通	东风日产
	杭州	浙江元吉	上汽大通
	杭州	浙江日通	东风日产
	台州	台州元现	北京现代
	台州	台州市隆通	东风裕隆
	宁波	宁波英菲尼迪	英菲尼迪
	金华	金华日通瑞风	江淮
	金华	金华物产	郑州日产
	金华	金华日通瑞达	奇瑞

来源: 公司公告、国金证券研究所

- **扩张资金较为充裕, 资产负债率属合理水平:** 市场普遍认为公司汽贸业务扩张面临较大的资金压力, 但我们认为公司资产负债率尚处合理水平, 负债风险也较为可控; 汽贸业务的利润滚存与母公司的 4 亿元增资, 足以应付汽贸未来几年扩张的资金需求。总体而言, 公司汽贸业务扩张有较为充裕的资金保障。
- **汽贸利润滚存较为可观:** 在二线城市新建一家中等规模 4S 店的前期投入约 1,000 万元, 考虑到整车厂对购车的信贷支持, 每家 4S 店从筹建至运营约需 2,000-3,000 万元自有资金。公司汽贸业务 2011 年净利润可达约 2 亿元, 按 50% 的融资杠杆, 4 亿元可保障 13-20 家新店建设的资金需求。

- **母公司资金支持力度较大:** 2011年11月,上市公司向集团公司发行2亿元的中期票据,之后便给物产元通增资4亿元。按50%的杠杆,4亿元新增现金足够25-40家新店的资金需求。此外,公司外贸业务现金周转量较大,授信额度较大,能给汽贸带来额外支持,集团公司作为浙江省首家世界500强企业,亦能在必需时获得较充足的资金。总体而言,公司汽贸业务扩张资金较为充裕。
- **资产负债率属合理水平:** 物产元通2010年末资产负债率为77.0%,预计增资后约为72.0%,略好于庞大集团,且与汽贸企业70%-80%的历史均值持平。虽然物产中大9月末的资产负债率为81.1%,但考虑到地产预收款和期货保证金的因素,其实际资产负债率约74%;与地产公司相比,三季度末万科资产负债率为79.0%、保利为80.7%、金地为74.8%,物产中大的负债水平也较为合理。

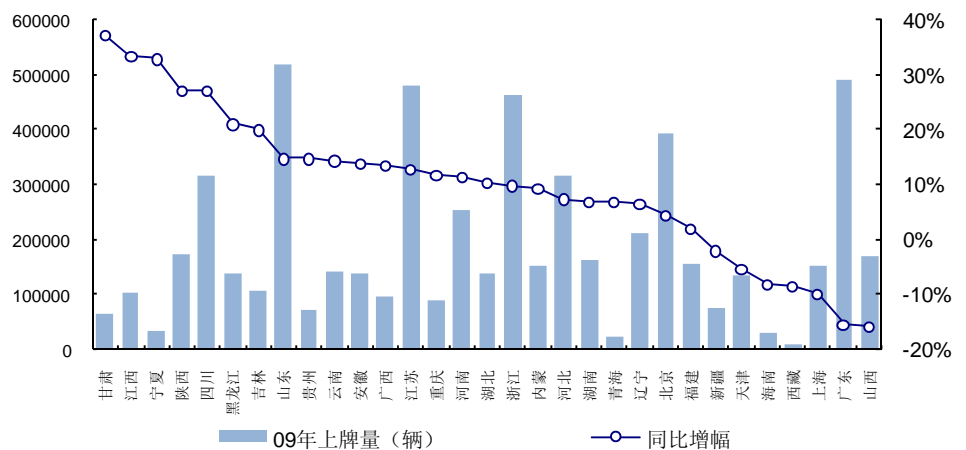
图表13: 主要上市汽贸企业资产负债率比较

公司	2008年	2009年	2010年	11年9月末	备注
庞大集团	89.0%	89.0%	91.0%	77.8%	11年4月上市
亚夏汽车	66.9%	71.6%	74.5%	51.0%	11年7月上市
中升控股	59.6%	61.0%	58.6%	63.1%	10年3月上市
正通汽车	93.1%	81.7%	39.5%	18.9%	10年12月上市
物产元通	n/a	n/a	77.0%	72.0%	
行业平均	76.3%	76.7%	70.2%	60.7%	

来源: 各公司公告、国金证券研究所

- **省外市场前景广阔,也是公司未来扩张的主要区域:** 我国汽车消费还存在严重的区域不平衡。北京、上海、浙江等一线省市的汽车普及率已相对较高,销量增速亦已趋于平缓;相比之下,更为广大的二、三线城市与中西部地区,仍有非常广阔的发展空间。这些区域已逐渐成为带动我国汽车销量增长的主导区域,其近两年的销量增速也远超一线市场。按照公司规划,公司未来将重点在省外市场进行扩张,未来数年省外网点数将达其网点总数的50%,且其中70%将是中高端品牌。

图表14: 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

- **公司在省外已暂露头角:** 上半年,物产元通在浙江省外新设或收购了3家4S店,分别是成都与贵阳两地的进口三菱店,以及苏州的郑州日产店,这是公司首次在浙江省外布局。此外,根据我们了解,公司正在福建、陕西、云南、青海等地筹建或建设4S店,品牌包括雷克萨斯、克莱斯勒、雪铁龙、广汽丰田等,扩张序幕已然拉开。

图表15: 公司部分省外已获授权或在建网点

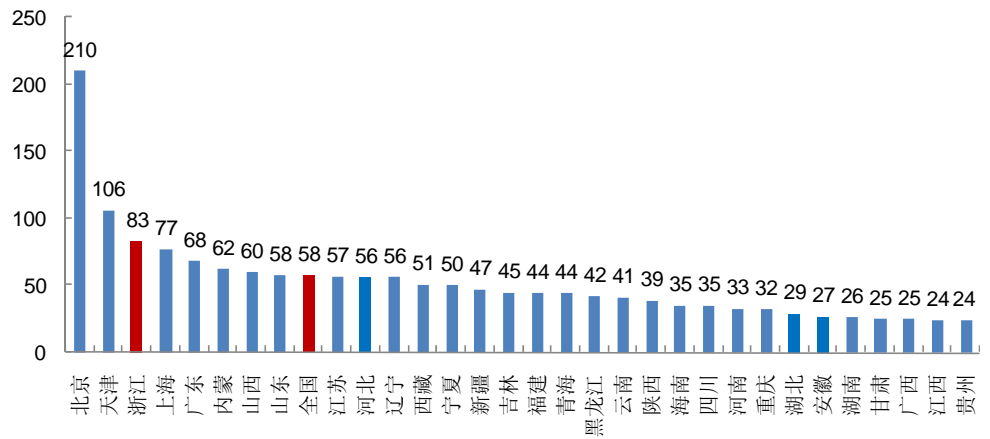
省份	品牌
江苏	雷克萨斯
福建	三菱
陕西	克莱斯勒
四川	雪铁龙
贵州	丰田
云南	本田
青海	

注：品牌与省份并无对应关系

来源：国金证券研究所

- **省内仍有增长潜力：**2009年，浙江省千人汽车保有量约83辆，位列全国第三，超过全国平均的58辆。从整体保有量看，浙江省汽车市场看似饱和；但分地区看，浙江省的二、三线城市仍有一定的增长空间。

图表16: 2009年底全国各省(市)千人汽车保有量(辆)



来源：WIND、国金证券研究所

- **省内二、三线城市仍有扩张空间：**我们根据人均GDP与千人保有量等指标，将浙江省内的地级市划分为三个层次。从划分的指标看，二线城市中的绍兴、湖州与嘉兴仍有较好增长潜力，其中湖州与嘉兴的4S店竞争环境相对较好。衢州与丽水为三线城市，人均保有量与人均GDP均处较低水平，是省内未来重要的增长点；截止2011年11月，两地仍未有奥迪4S店，通用别克与上海大众4S店数量也均在2家以下，汽贸业务发展仍有可观前景。

图表17: 浙江省各级城市人均GDP与千人汽车保有量

级别	地级市	人均GDP(元)	10年销量(万辆)	10年销量增速	千人保有量(辆)	人口数(万)
一级城市	杭州	63,333	24.0	58.6%	101	683
	宁波	60,720	20.8	41.5%	155	571
二级城市	绍兴	54,316	10.0	56.4%	99	439
	温州	32,588	15.2	12.0%	101	779
	金华	34,294	14.2	40.0%	129	464
	台州	35,489	12.0	n/a	98	583
	湖州	38,865	5.4	34.2%	84	260
二级城市	嘉兴	44,898	6.4	42.0%	83	342
	舟山	55,311	1.4	n/a	62	97
	衢州	25,127	4.5	63.3%	56	250
三级城市	丽水	23,717	2.9	38.5%	54	257
	浙江	44,641			99	

来源: WIND、国金证券研究所

- **省内扩张将以并购为主, 巩固省内龙头地位:** 2011年上半年, 公司在浙江省内新设或收购 11 家 4S 店, 10 月再次收购衢州的 1 家雪佛兰店。截止 11 月, 物产元通在浙江省内销售网点总数约 105 家。根据公司规划, 未来公司省内扩张将以并购为主, 主要目的是补充和完善现有的网点体系, 巩固省内龙头地位。
- **未来 3 年内网点数有望翻番, 市场份额有望逐渐提升:** 公司已制定了较为积极的扩张计划, 目标是未来 3 年网点数较 2010 年翻番, 其中大部分将在省外。我们预测, 公司 2011-2013 年年底的销售网点数量分别为 134 家、161 家与 193 家, 各年新车销量分别为 17.6、20.8、25.0 万辆, 增幅分别为 10.6%、18.6%与 19.8%, 公司市场份额也有望从 2010 年的 1.16%提升至 2013 年的 1.42%。

图表18: 物产元通销售网点及新车销量分析与预测

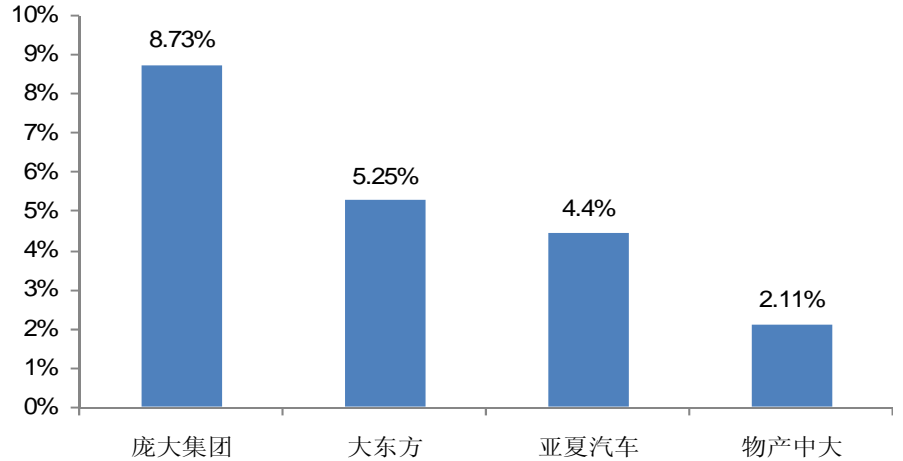
	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
第一年新店	第1年新店(家)	5	6	17	22	32
	单店销量(辆)	200	200	200	200	200
	销量小计(辆)	1,000	1,200	3,400	4,400	6,400
第二年新店	第2年老店(家)	6	5	6	17	27
	单店销量(辆)	500	500	500	500	500
	销量小计(辆)	3,000	2,500	3,000	8,500	11,000
第三年及以上老店	第3年及老店(家)	78	84	89	95	112
	单店销量(辆)	1,231	1,473	1,714	1,714	1,714
	老店销量小计(辆)	96,000	123,700	152,539	162,823	191,959
网点与销量合计	网点总数(家)	89	95	112	134	193
	单店综合销量(辆)	1,124	1,341	1,419	1,311	1,293
	新车销量(辆)	100,000	127,400	158,939	175,723	208,359
	销量增速		27.4%	24.8%	10.6%	18.6%
新车销售收入合计	单车售价(万元)		10.82	10.95	11.5	11.7
	新车销售收入(百万元)		13,779	17,400	20,208	24,378
	增速		n/a	26.3%	16.1%	20.6%

来源: 公司公告、公司资料、国金证券研究所

新车销售盈利能力远低于同行，省外建店带来改善前景

- **新车销售盈利能力远低于同行：**2010年1-6月，物产元通新车销售的毛利率仅2.11%，远低于行业平均水平。剔除拥有斯巴鲁业务的庞大集团，与运营模式基本相同的大东方、亚夏两家公司相比，物产元通新车销售的毛利率仍明显偏低。

图表19：主要上市汽贸公司新车销售毛利率比较—2010年

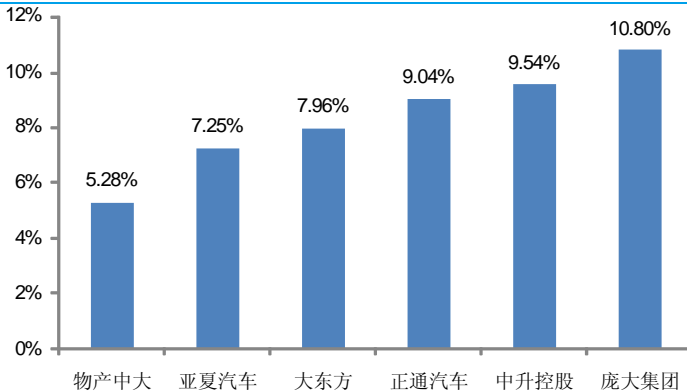


来源：各公司公告、各公司资料、国金证券研究所

注：物产中大为2010年1-6月数据

- **新车销售拖累汽贸综合盈利能力：**受较低的新车销售毛利率影响，物产2010年1-6月汽贸综合毛利率仅5.28%，远低于其余上市公司8.94%的平均水平；从单店盈利看，物产元通单店毛利仅866万元，仅高于安徽的亚夏汽车，与其余公司相差较大。

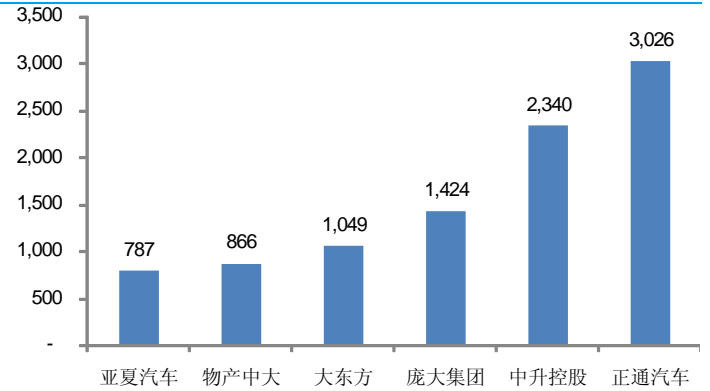
图表20：主要上市汽贸企业毛利率比较—2010年



来源：各公司公告、各公司资料、国金证券研究所

注：物产中大为2010年1-6月数据

图表21：主要上市汽贸企业10年单店毛利比较（万元）



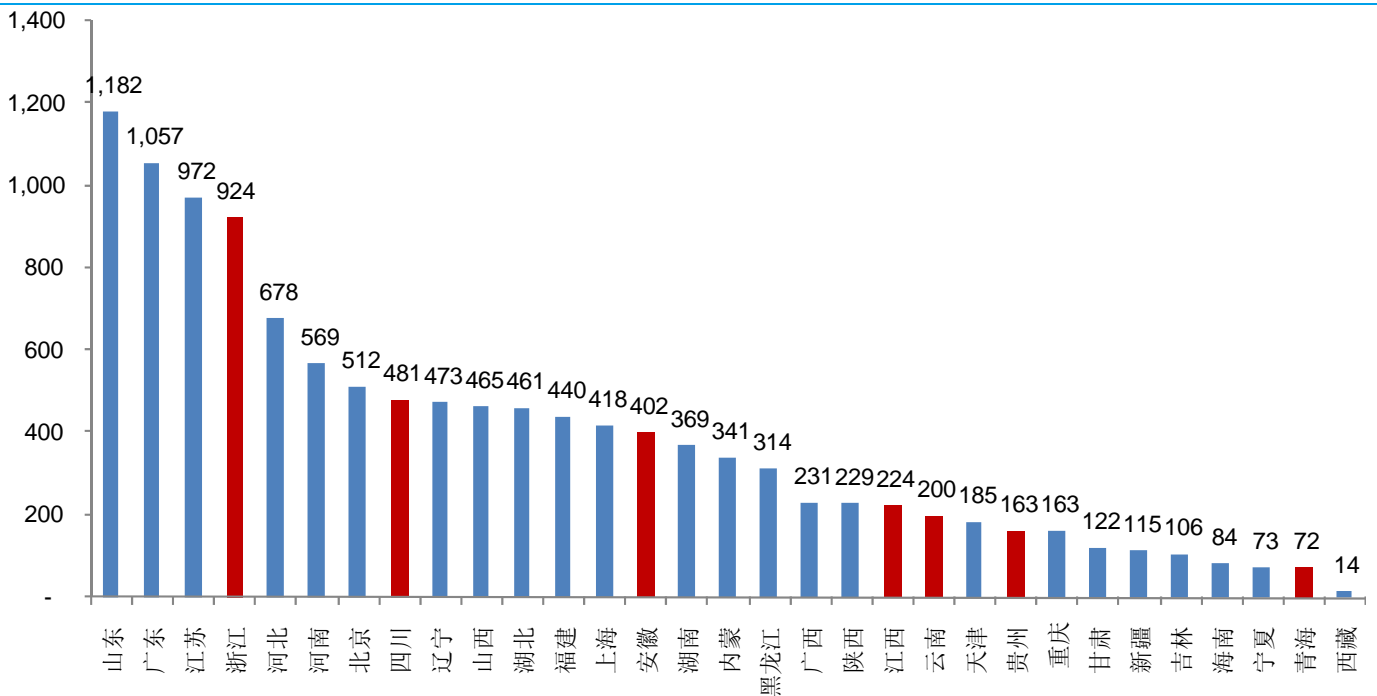
- **地区差异是拖累新车销售毛利率的主因：**杭州市较为激烈的市场竞争以及较高的运营成本，是物产元通新车销售毛利率相对较低的主要原因。此外，公司的国企性质，也一定程度地拖累了其新车销售的毛利率。

- **省内竞争环境相对激烈，运营成本相对较高：**作为汽车消费相对发达的地区，浙江省内的新车销售明显较安徽、河北等地更为激烈。以杭州市为例，当地2011年底的奥迪4S店将达10家、雷克萨斯4S店将

达 7 家；而目前安徽全省仅有 3 家奥迪 4S 店与 1 家雷克萨斯 4S 店，河北全省也仅有 9 家奥迪店与 2 家雷克萨斯店。此外，浙江省的人工、土地等成本亦明显高于安徽、河北等地，也拖累了公司新车销售的毛利率。我们认为，地域差异是影响公司新车销售盈利能力的主要原因。

- **公司的国企性质：**作为国有企业，物产元通在运营机制与成本控制等方面与民营企业相比有一定劣势，这可能也是公司新车销售毛利率相对较低的重要原因。
- **新车销售毛利率有较大的改善空间：**公司新车销售业务较低的毛利率并非无法改变，我们从竞争环境与运营成本两个角度分析，发现如果公司在省外扩张较为顺利，则公司新车销售毛利率有望得到明显改善。
- **省外市场竞争环境更优：**浙江省 2010 年底 4S 店数量为 924 家，位列全国第四，远高于安徽、江西、四川等省份，浙江可谓是全国汽车市场中竞争最为激烈的区域。公司潜在的建店地区中，无论是雷克萨斯、进口三菱等高端品牌，还是广州丰田、广州本田等中端品牌，4S 店的密集度均不如杭州，这也意味着公司如果成功在省外市场顺利扩张，公司面临的整体竞争环境将更为缓和，从而也有望获得较好的盈利水平。

图表22：2010 年底国内各省（市）的 4S 店数量



来源：华通人、国金证券研究所

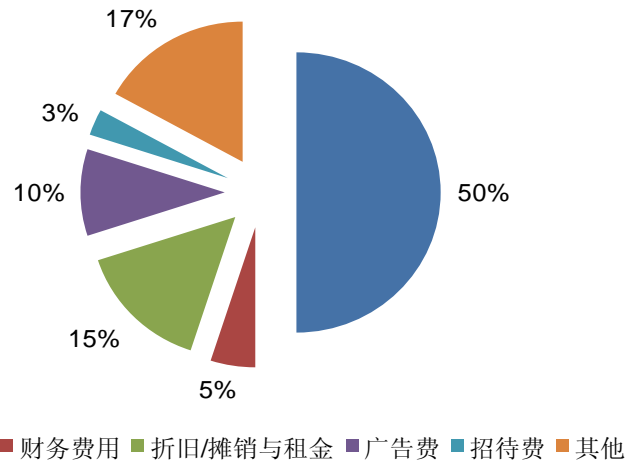
图表23: 物产中大拟布局区域的汽车经销环境(家)

城市	10年销量(万辆)	10年底保有量(万辆)	雷克萨斯	进口三菱	克莱斯勒	广汽丰田	广汽本田	郑州日产
杭州	27	160	3	3	2	5	11	2
苏州	25	128	2	0	2	3	9	2
成都	22	180	2	2	2	3	6	3
西安	20	96	1	0	2	3	4	3
昆明	15	83	1	2	2	2	4	3
合肥	9	50	1	1	1	2	5	2
贵阳	8	72	1	1	1	2	2	0
福州	8	40	1	2	1	2	4	1
南昌	7	50	1	1	1	2	4	2
西宁	5	20	0	1	1	1	1	2

来源: 各公司网站、国金证券研究所

- 运营成本更低:** 运营成本差异主要来自占比高达 50% 的人工成本。贵州、西安等地的 4S 店, 每年需为员工支付的工资与福利约 5-6 万元/人, 而杭州则需要 7-8 万元/人; 按一家中等规模 4S 店 150 人的配备测算, 人工费用差异约 300-400 万元; 按 1 亿元的年收入计算(年销 1,000 辆, 10 万元/辆), 仅人工成本差异便能影响综合毛利率 3-4 个百分点; 按新车销售分摊 30% 的比例测算, 人工成本拖累杭州 4S 店新车销售毛利率约 1-1.5 个百分点, 影响不可谓不大。

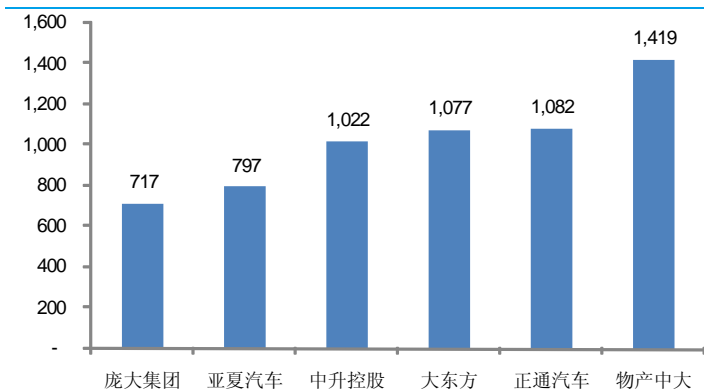
图表24: 中等规模 4S 店各项费用占比测算



来源: 国金证券研究所

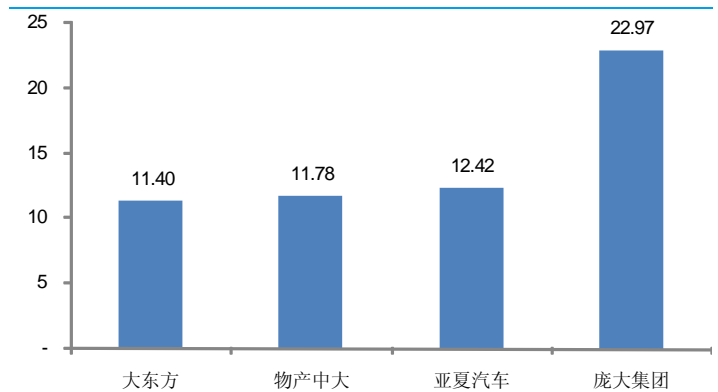
- 省外市场新车销售毛利率的确更高:** 据我们了解, 江西、四川等地区 4S 店的新车销售毛利率的确高于浙江, 且在高端与中端品牌均是如此。高端品牌如奥迪, 江西南昌某奥迪店 2010 年的新车销售毛利率约 6%, 而元通杭州奥通店只有 3%-4%, 且前者销量仅有后者的 50%。中端品牌如东风本田, 四川成都某中等规模东本 4S 店 2010 年的综合毛利率约 8%, 而杭州市仅约 5%。
- 汽贸业务基础良好, 内部管理有改善可能:** 对 4S 店而言, 单店销量以及单车均价是衡量其业务扩展能力的关键指标。2010 年, 物产单店销量为 1,419 辆, 位主要上市汽贸企业首位; 单车售价为 11.78 万元/辆, 与亚夏汽车、大东方等持平, 表明公司业务拓展能力并不逊色。倘若公司管理能力有所提升, 自身潜能的发挥也将有利于公司汽贸业务盈利能力的改善。

图表25: 主要上市汽贸公司 2010 年单店销量 (辆)



来源: 各公司公告、国金证券研究所

图表26: 主要上市公司 2010 年单车售价 (万元/辆)



来源: 各公司公告、各公司资料、国金证券研究所

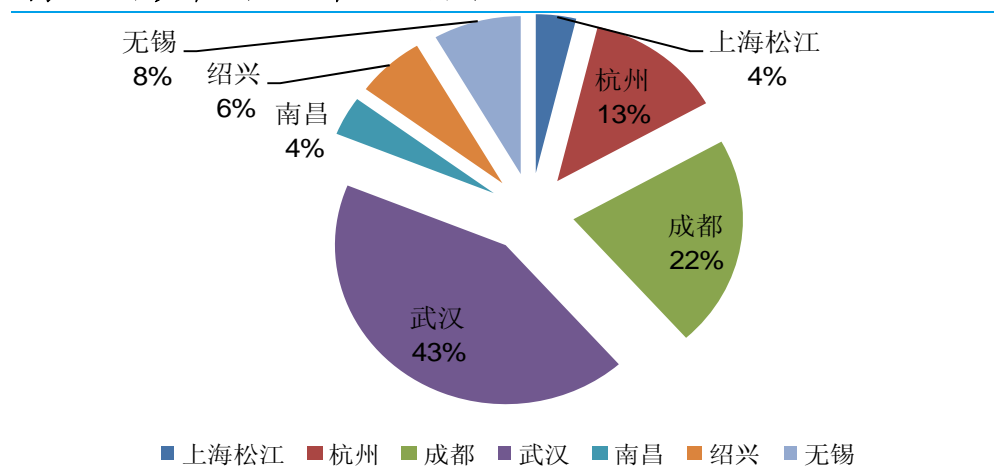
注: 物产中大为 2010 年 1-6 月数据

地产: 土地储备充足, 现金流稳健, 受调控影响较小

地产调控短期对公司的影响较为有限

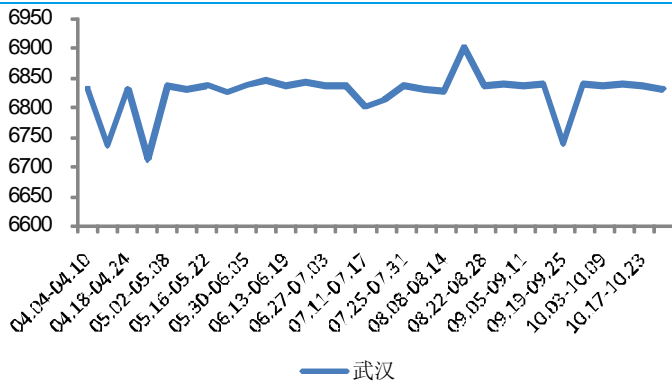
- **土地储备充足:** 截止 2010 年底, 公司未开工与未竣工面积分别为 185.8 与 305.1 万平方米, 为 2010 年销售面积的 500%与 810%, 按公司地产项目 30%的年销售增速, 现有项目已足够销售至 2013 年底, 表明公司短期内并无为拿地而支付现金的压力。
- **地产调控短期对公司影响相对有限:** 中大地产主要项目沿长江沿岸布局, 由江浙向中西部地区、由一线城市向二三线城市延伸, 形成了较为合理的项目梯队。截止 2010 年, 公司未竣工面积中, 武汉占 43%、成都 22%、杭州占 13%; 且公司在武汉、成都、南昌等二、三线城市的地产项目, 均在当地的核心地段, 受调控的影响相对较小。根据国金证券地产组跟踪的数据, 截止 2011 年 10 月底, 武汉、成都等地城市的成交均价并未出现实质性下滑。我们认为, 即使未来地产调控延续, 武汉、成都等主要二线城市核心地段的楼盘, 相对而言仍较为安全, 即中大地产业务的稳健性与安全性也将好于大部分企业。

图表27: 物产中大各地区未竣工面积占比

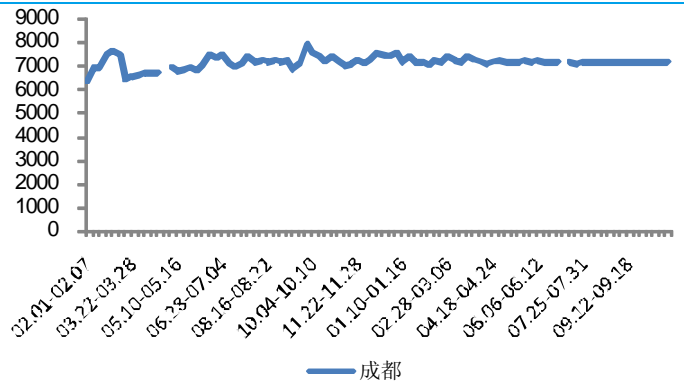


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表28: 2011年武汉商品房交易均价(元/m²)



图表29: 2010-2011年成都商品房交易均价(元/m²)



来源: 国金证券研究所

预收款丰裕, 现金流稳健, 高盈利项目逐步进入结算期

- **预收款充裕, 现金流稳健:** 截止2011年6月30日, 公司地产业务预收款为32.3亿元, 为2010年地产收入的173%, 未来业绩释放的余地较大。2011年上半年, 公司地产业务回笼资金(19.2亿元)>合同销售额(14.2亿元)>结算额(10.6亿元), 表明现金流周转仍非常稳健; 据我们了解, 截止2011年10月, 公司地产销售回款仍处正常水平。虽然房地产行业正处严厉的调控时期, 但依靠丰裕的预收款以及稳健的现金流, 中大能较为从容地应对当前的政策调控。

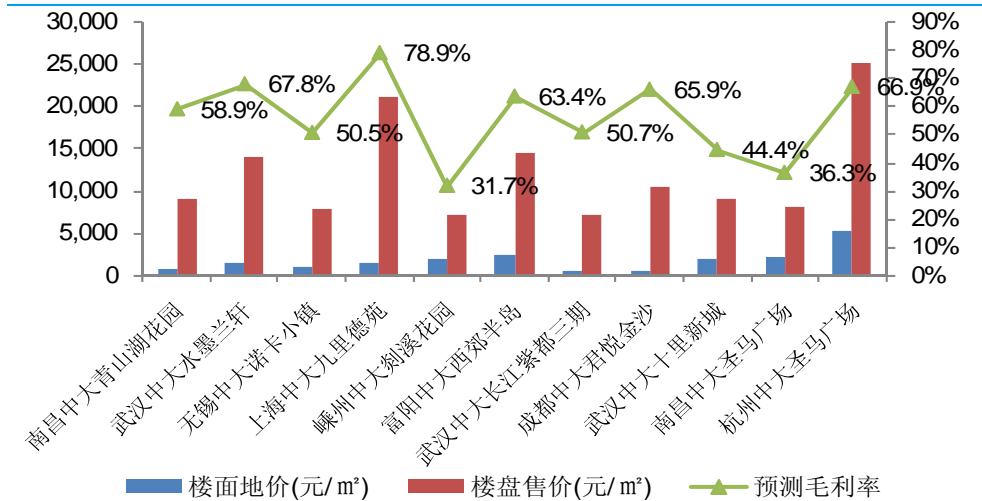
图表30: 物产中大房地产业务关键数据

	2007年	2008年	2009年	2010年	11年1-6月
新开工面积(万m ²)	21.1	13.6	58.73	75.81	n/a
在建总面积(万m ²)	66	35.2	74.68	130.45	n/a
竣工面积(万m ²)	18.3	44.4	30.32	20.04	n/a
销售面积(万m ²)	30	13.3	31.09	37.65	n/a
回笼资金(亿元)	15.29	7.68	23.68	29.6	19.2
合同销售额(亿元)	n/a	9.6	20.0	35.6	14.21
结算金额-收入(亿元)	9.1	15.6	12.7	18.7	10.6
销售价格(万元/m ²)	n/a	7,195	6,433	9,456	n/a
结算/销售	n/a	163%	64%	53%	75%
地产业务预收款(亿元)	12.8	5.1	13.4	24.2	32.28

来源: 公司资料、国金证券研究所

- **高毛利项目逐步进入结算期:** 不考虑已售罄的南昌青山湖与武汉墨兰轩两个项目, 上海、富阳、武汉、成都等项目的盈利能力较好。按项目的建设进度与公司的结算进程, 上海、成都与富阳等毛利率较高的项目将陆续进入结算期, 公司地产业务盈利能力仍有望维持较好水平。我们预测公司今年地产收入可达27亿元, 贡献EPS约0.50元。

图表31: 物产中大主要楼盘售价、楼面地价及预测毛利率(元/m²)

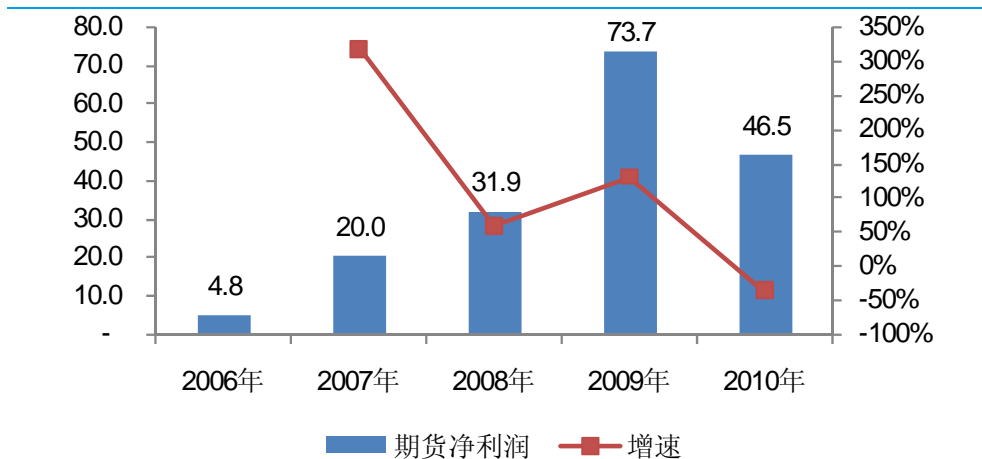


来源: 公司公告、国金证券研究所

其他业务: 期货经纪与国际贸易业务

- 国内领先的期货经纪公司:** 公司期货经纪业务由中大期货主导, 近年代理成交量排名位列行业前十, 2011 年被评为 A 类期货经纪公司。但因公司并非券商期货公司, 在股指期货业务的竞争中相对落后, 期货业务近期发展较为缓慢。2010 年, 公司因“一参一控”问题被迫出售大地期货的控股权, 使期货业务净利润有较大波动。总体来看, 我国期货市场仍处快速发展期, 交易品种的逐渐丰富与成交规模的日益增加是大势所趋; 作为国内领先的期货企业, 中大期货有望凭借自身的品牌、规模、网点等优势, 继续受益国内期货市场的发展。2011 年上半年, 公司期货业务收入为 1.16 亿元, 同比下滑 28.6%。我们预计公司今年全年期货收入为 2.21 亿元, 同比下滑 10.0%。

图表32: 公司期货业务近年净利润及增速(百万元)

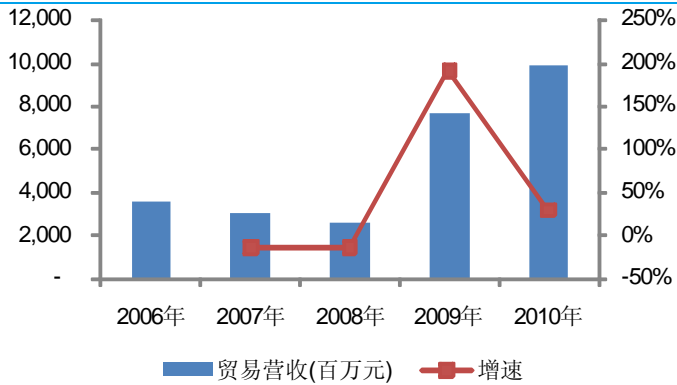


来源: 公司公告、国金证券研究所

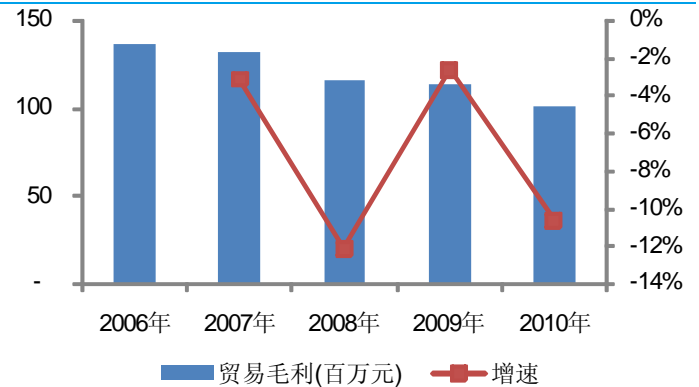
- 贸易板块为重要收入来源:** 公司贸易板块由中大集团国际贸易等子公司执行, 出口产品主要包括大宗商品、纺织服装、茶叶等, 出口地区包括欧洲、美国、日本以及部分发展中国家。当前, 尽管欧债危机仍此起彼伏, 但国际金融危机最严重的时候已经过去, 全球经济也已重新进入增长轨

道。公司计划未来仍将大力拓展大宗商品贸易，我们预计公司外贸收入仍有望保持较快增长。我们预测公司 2011 年外贸收入约 125 亿元，同比增加 27%。

图表33: 公司国际贸易业务营收及增速 (百万元)



图表34: 公司国际贸易业务毛利及增速 (百万元)



来源: 公司资料、国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测公司 2011-2013 年销售收入分别为 379.9 亿元、463.2 亿元、563.2 亿元，分别增长 20.3%、21.9%、21.6%；归属母公司净利润分别为 6.03、7.31、9.00 亿元，分别增长 20.34%、21.38%、22.99%，对应的 EPS 分别为 0.92、1.11、1.37 元。
- 分业务看，2011 年汽贸营收与归属母公司净利润分别为 225.1 亿元与 1.9 亿元，分别占公司当期营收与净利润的 59.3%与 32.3%；地产的营收与净利润为 27.2 亿元与 3.3 亿元，占比分别为 7.1%与 54.7%。
- 关键假设如下：
 - 物产元通销售网点规模按公司计划积极扩张，预计 2011-2013 年年底，公司 4S 店的规模分别为 134 家、161 家与 193 家，年增幅为 19.6%、20.1%与 19.9%。
 - 地产项目销售与结算平稳增长，且高毛利率项目逐步进入结算期；预计 2011-2013 年地产业务结算收入年复合增速达 30%，但受地产调控影响，预计未来地产业务毛利率将有所回落。
 - 虽然地产与后市场占比提高将可拉升公司毛利率，但受宏观调控影响，地产业务自身毛利率将有下滑，进而拖累公司整体毛利率逐步下滑，预测公司未来三年综合毛利率分别为 7.95%、7.91%、7.88%。
 - 值得说明的是，出于谨慎原则我们的预测暂未考虑公司新车销售毛利率的改善，如未来公司在这一领域有所突破，业绩有望大幅超预期。

估值与投资建议

- 我们对公司各业务独立估值：
 - **汽贸业务**：A 股上市的纯汽贸企业有庞大集团与亚夏汽车两家，2011 年 EPS 的平均估值 25.55 倍。我们测算公司 2011 年汽贸业务贡献 EPS 为 0.30 元，按 20-25 倍 PE 估值测算，公司汽贸业务对应估值为 5.9-7.4 元。

图表35: A股可比汽贸企业盈利预测及估值-2011年11月17日

公司	收盘价	EPS				PE			
		2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
庞大集团	9.86	1.18	0.43	0.62	0.89	8.43	23.30	16.18	11.17
亚夏汽车	33.41	1.14	1.23	1.67	2.34	29.13	27.10	19.96	14.24
A股平均						18.78	25.20	18.07	12.71

来源: 聚源、国金证券研究所

- 房地产业务:** 根据 NAV 估值测算, 公司楼盘重估增值 28.7 亿元, 加上约 10 亿元的净资产, 房地产业务价值 38.7 亿元, 按目前房地产上市公司 40% 的折价计算, 房地产业务的合理价值为 23.2 亿元, 对应每股价值为 3.5 元; 从 PE 看, 房地产业务 2011 年 EPS 约 0.50 元, 按地产企业 2011 年 8 倍的估值中枢, 公司房地产业务对应的合理价值为 4.0 元。我们认为 3.5-4.0 元是公司房地产业务较为合理的估值。

图表36: 公司地产存货 NAV 估值

	结算面积(万m ²)	均价(元/m ²)	总价值(亿元)	毛利率	账面值(亿元)	税费合计(亿元)	净值(亿元)	增值额(亿元)	公司权益	权益增值额(亿元)
2011年	25.0	9000	22.5	48%	5.6	6.5	9.8	4.1	78%	3.2
2012年	30.3	8100	24.5	47%	6.8	6.9	11.2	4.4	78%	3.4
2013年	36.6	8900	32.6	44%	8.2	8.7	13.8	5.6	78%	4.4
2014年	44.3	9167	40.6	41%	10.0	10.1	15.4	5.5	78%	4.3
2015年	53.6	9442	50.6	39%	12.1	12.1	17.4	5.3	78%	4.1
2016年	64.8	9725	63.1	37%	14.6	12.2	20.9	6.3	78%	4.9
2017年	78.5	10017	78.6	35%	17.7	14.8	23.3	5.6	78%	4.4
综合/平均	333.0		312.4	40%	75	71.3	111.8	36.8	78%	28.7

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 期货业务:** 中国中期是 A 股唯一的上市期货公司, 2011 年 EPS 对应的 PE 超过 100 倍。中国中期是行业龙头, 中大期货与其相差较远。我们认为公司期货业务参考券商股平均 20 倍的估值较为合适。公司期货业务 2011 年可贡献 EPS 为 0.07 元, 对应的价值水平为 1.40 元。
- 外贸及其他:** 公司外贸及其他 2011 年贡献 0.05 元 EPS, 我们按 2011 年 10 倍估值, 对应价值为 0.5 元。
- 综合以上,** 我们认为公司对应的合理价格区间应为 11.3-13.3 元; 公司目前股价仅为 9.24 元, 我们首次给予公司“买入”评级。

风险提示

汽车行业景气度大幅下滑风险

- 随着节能车补贴政策门槛的提高, 以及明年整车厂较大规模的产能释放, 汽车行业明年景气度仍有可能面临较大下滑, 特别是如果行业爆发严重的价格战, 汽车经销商的利润空间难免受到挤压, 公司汽贸业务盈利有可能大为受损。

汽贸业务省外扩张受阻的风险

- 2011 年起, 公司加速其汽贸业务在浙江省外的扩张速度, 并计划以中高端品牌 4S 店为主。虽然公司已有 40 多年的汽贸业务运营经验, 在人才储备、品牌运营等方面均有较为深厚的积累; 但毕竟省外扩张将面临诸如地方保护主义等诸多不确定因素, 如应对不利, 公司省外扩张有可能受阻或达不到预期目标。

地产行业调控力度持续加大的风险

- 2011 年以来, 国内地产行业正经历着极为严厉的宏观调控。物产中大依靠稳健的拿地风格与较为充裕的现金流, 目前尚未受到较大影响。但如果国

内地产行业调控力度加大、调控时间继续延长，公司地产业务仍有可能受到较大影响。

图表37：物产中大分业务预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
商品贸易(汽贸+外贸)							
销售收入(百万元)	3,045	2,622	22,793	29,043	35,009	42,648	51,936
增长率(YOY)	n/a	-13.89%	769.30%	27.42%	20.54%	21.82%	21.78%
毛利率	4.33%	4.42%	3.91%	3.79%	4.10%	4.26%	4.41%
销售成本(百万元)	2,913	2,506	21,902	27,941	33,574	40,833	49,644
增长率(YOY)	n/a	-13.97%	773.98%	27.57%	20.16%	21.62%	21.58%
毛利(百万元)	132.00	116.00	891.00	1,101.62	1,435.16	1,814.77	2,292.03
增长率(YOY)	n/a	-12.12%	668.10%	23.64%	30.28%	26.45%	26.30%
占总销售额比重	73.45%	59.36%	92.31%	91.97%	92.16%	92.07%	92.22%
占主营业务利润比重	19.97%	14.60%	48.43%	47.96%	47.54%	49.55%	51.68%
房地产							
销售收入(百万元)	912	1,562	1,274	1,873	2,716	3,395	4,074
增长率(YOY)	n/a	71.27%	-18.44%	47.03%	45.00%	20.00%	20.00%
毛利率	38.16%	29.26%	33.05%	36.61%	49.00%	47.00%	46.00%
销售成本(百万元)	564.00	1,105.00	853.00	1,187.40	1,385.16	1,799.35	2,199.96
毛利(百万元)	348.00	457.00	421.00	685.70	1,330.84	1,595.65	1,874.04
增长率(YOY)	n/a	31.32%	-7.88%	62.87%	94.08%	19.90%	17.45%
占总销售额比重	22.00%	35.36%	5.16%	5.93%	7.15%	7.33%	7.23%
占主营业务利润比重	52.65%	57.52%	22.88%	29.86%	44.09%	43.56%	42.26%
期货经纪							
销售收入(百万元)	172	209	380	246	221	221	232
增长率(YOY)	n/a	21.51%	81.82%	-35.26%	-10.00%	0.00%	5.00%
毛利率	97.09%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售成本(百万元)	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利(百万元)	167.00	209.00	380.00	246.00	221.40	221.40	232.47
增长率(YOY)	n/a	25.15%	81.82%	-35.26%	-10.00%	0.00%	5.00%
占总销售额比重	#DIV/0!	4.73%	1.54%	0.78%	0.58%	0.48%	0.41%
占主营业务利润比重	81504.39%	26.30%	20.65%	10.71%	7.33%	6.04%	5.24%
其他业务							
销售收入(百万元)	17	24	245	416	42	56	73
增长率(YOY)	n/a	45.92%	907.05%	69.88%	-90.00%	35.00%	30.00%
毛利率	83.91%	51.59%	60.35%	63.34%	75.00%	55.00%	50.00%
销售成本(百万元)	2.68	11.77	97.08	152.49	10.40	25.27	36.50
毛利(百万元)	13.98	12.54	147.76	263.44	31.19	30.88	36.50
增长率(YOY)	n/a	-10.29%	1078.09%	78.29%	-88.16%	-1.00%	18.18%
占总销售额比重	0.40%	0.55%	0.99%	1.32%	0.11%	0.12%	0.13%
占主营业务利润比重	0.40%	0.35%	0.65%	0.90%	0.09%	0.07%	0.07%
销售总收入(百万元)	4,146	4,417	24,692	31,578	37,988	46,321	56,316
销售总成本(百万元)	3,485	3,623	22,852	29,281	34,969	42,658	51,881
毛利(百万元)	661	795	1,840	2,297	3,019	3,663	4,435
平均毛利率	15.94%	17.99%	7.45%	7.27%	7.95%	7.91%	7.88%

来源：公司公告、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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	4,417	24,692	31,578	37,988	46,321	56,316	货币资金	1,176	3,160	3,233	6,068	7,700	9,334
增长率		459.0%	27.9%	20.3%	21.9%	21.6%	应收款项	510	771	848	1,188	1,851	2,246
主营业务成本	-3,623	-22,852	-29,281	-34,969	-42,658	-51,881	存货	3,846	6,213	9,036	7,645	8,730	10,607
%销售收入	82.0%	92.5%	92.7%	92.1%	92.1%	92.1%	其他流动资产	531	2,824	2,256	2,172	2,441	2,764
毛利	795	1,840	2,297	3,019	3,663	4,435	流动资产	6,062	12,968	15,373	17,073	20,722	24,951
%销售收入	18.0%	7.5%	7.3%	7.9%	7.9%	7.9%	%总资产	88.0%	81.7%	82.7%	84.2%	86.1%	88.5%
营业税金及附加	-113	-176	-217	-247	-301	-366	长期投资	445	861	1,117	1,117	1,117	1,117
%销售收入	2.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	316	1,090	1,089	1,206	1,353	1,274
营业费用	-256	-685	-778	-893	-1,112	-1,352	%总资产	4.6%	6.9%	5.9%	5.9%	5.6%	4.5%
%销售收入	5.8%	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	32	795	856	812	791	771
管理费用	-144	-373	-484	-532	-672	-817	非流动资产	824	2,899	3,219	3,211	3,337	3,239
%销售收入	3.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	%总资产	12.0%	18.3%	17.3%	15.8%	13.9%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	281	606	818	1,347	1,578	1,901	资产总计	6,886	15,868	18,592	20,284	24,059	28,190
%销售收入	6.4%	2.5%	2.6%	3.5%	3.4%	3.4%	短期借款	1,521	1,934	2,894	804	804	804
财务费用	-12	-88	-120	-233	-233	-249	应付款项	1,418	6,582	7,871	10,265	12,949	15,747
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	其他流动负债	1,518	3,084	2,671	2,951	2,997	3,053
资产减值损失	-18	-35	-24	-24	-21	-24	流动负债	4,457	11,600	13,436	14,020	16,750	19,604
公允价值变动收益	-1	-5	-2	35	32	30	长期贷款	539	1,068	1,414	1,814	1,814	1,815
投资收益	53	137	198	80	100	120	其他长期负债	40	69	153	0	0	0
%税前利润	17.8%	22.8%	22.0%	6.6%	6.8%	6.7%	负债	5,036	12,737	15,003	15,834	18,564	21,419
营业利润	304	615	871	1,205	1,456	1,777	普通股股东权益	1,524	2,436	2,987	3,589	4,321	5,223
营业利润率	6.9%	2.5%	2.8%	3.2%	3.1%	3.2%	少数股东权益	326	695	602	862	1,174	1,548
营业外收支	-5	-15	31	10	14	20	负债股东权益合计	6,886	15,868	18,592	20,284	24,059	28,190
税前利润	298	600	902	1,215	1,470	1,797	比率分析						
利润率	6.8%	2.4%	2.9%	3.2%	3.2%	3.2%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-80	-171	-259	-352	-426	-521	每股指标						
所得税率	26.8%	28.5%	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%	每股收益	0.403	0.629	1.140	0.915	1.111	1.368
净利润	218	429	642	863	1,044	1,276	每股净资产	4.067	5.546	6.801	5.448	6.560	7.928
少数股东损益	67	153	142	260	312	374	每股经营现金净流	-2.345	5.171	-1.296	7.274	2.916	2.579
归属于母公司的净利润	151	276	501	603	732	901	每股股利	0.100	0.200	0.030	0.000	0.000	0.000
净利率	3.4%	1.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.91%	11.34%	16.76%	16.79%	16.94%	17.26%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	2.19%	1.74%	2.69%	2.97%	3.04%	3.20%
净利润	218	429	642	863	1,044	1,276	投入资本收益率	5.22%	7.00%	7.29%	13.53%	13.81%	14.37%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	40	194	210	189	204	233	主营业务收入增长率	6.75%	458.98%	27.89%	20.30%	21.94%	21.58%
非经营收益	-26	-95	-97	-53	-20	-44	EBIT增长率	37.11%	115.33%	35.04%	64.60%	17.16%	20.44%
营运资金变动	-1,008	1,742	-1,326	3,793	693	234	净利润增长率	2.38%	82.90%	81.20%	20.34%	21.49%	23.14%
经营活动现金净流	-776	2,271	-570	4,792	1,921	1,699	总资产增长率	-1.89%	130.43%	17.17%	9.10%	18.61%	17.17%
资本开支	-40	-170	-227	-135	-296	-90	资产管理能力						
投资	179	-34	192	0	0	0	应收账款周转天数	23.1	4.0	4.4	5.0	5.2	5.2
其他	-115	48	-316	115	132	150	存货周转天数	331.3	80.3	95.0	80.0	75.0	75.0
投资活动现金净流	25	-156	-352	-20	-164	60	应付账款周转天数	90.1	10.9	11.0	12.0	12.0	12.0
股权募资	55	10	18	0	0	0	固定资产周转天数	25.7	15.8	12.5	10.5	9.0	7.9
债权募资	576	-897	1,719	-1,745	0	1	偿债能力						
其他	-224	-461	-538	-192	-126	-126	净负债/股东权益	47.81%	-8.52%	29.90%	-77.56%	-92.51%	-99.20%
筹资活动现金净流	407	-1,348	1,199	-1,937	-126	-125	EBIT利息保障倍数	23.5	6.9	6.8	5.8	6.8	7.6
现金净流量	-344	767	277	2,835	1,631	1,634	资产负债率	73.14%	80.27%	80.70%	78.06%	77.16%	75.98%

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	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	3	11	13
买入	1	1	1	6	7
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	1.50	1.38	1.36	1.36

来源：朝阳永续

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	14.61	31.00 ~ 34.00
2 2010-07-08	买入	9.37	N/A
3 2010-08-17	买入	12.17	N/A
4 2010-08-17	买入	12.17	N/A
5 2010-09-10	买入	12.79	31.00 ~ 31.00
6 2010-10-12	买入	13.83	N/A
7 2010-10-28	买入	13.67	N/A

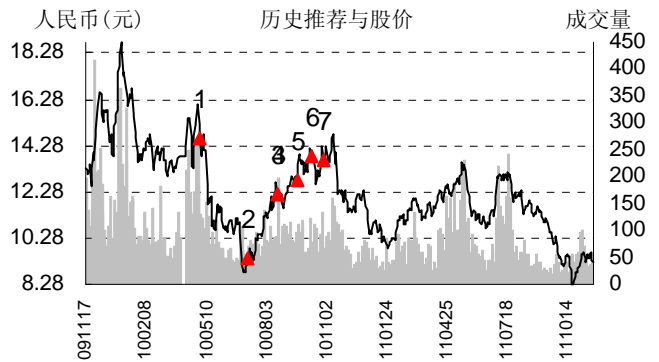
来源：国金证券研究所

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



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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B