

外延式扩张和内涵式提升酿稳定增长

2012年3月18日

推荐/首次

物产中大

调研快报

——物产中大（600704）调研快报

王明德	执业证书编号：S1480511100001
苏杨	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

我近日调研了物产中大，与公司领导进行了交流。

观点：

1. 业务结构持续向汽车倾斜。

从目前收入结构来看，汽车业务占比约为 60%-70%，其他业务合计约 30%。但由于汽贸业务利润水平较低，目前公司利润为 5:3.5:1.5，即地产超过 50%，汽车利润约 35%，其它业务 15%。汽车业务将是公司未来主要增长点，其利润占比也将进一步提升。公司未来的规划是利润来源形成汽车、地产并举的 4: 4: 2 格局，即汽车、地产各 40%，外贸、期货等其它五项业务合计贡献 20%。在结构转化的过程中，公司将力图实现利润来源从贸易型向服务增值型的转变。我们预计在汽车业务的带动下，公司将维持连续 5 年、收入和利润增速均超过 15% 的增长。

2. 汽车业务之外延式扩张：“省内+省外”、“自建+外购”的双并举，实现两个“4:6”

公司的外延式扩张仍将通过新开店面的方式实现。现有店面 160 家，其中 4S 店 107 家。今年预计将新开店面 40-50 家。新店结构将以实现“省内+省外”、“自建+外购”两个“4:6”为目标：①区域结构上，将重心逐步外移，摆脱浙江省内的激烈竞争，新开店面形成省内 40%、省外 60% 的格局；②建店方式上：以外购为主，即外购 60%、自建 40% 的比例建店。省外布局主要在福建全省、武汉、成都等地；③品牌结构上，以稳健成长为目标，考虑到自主品牌未来形势的不确定性和豪华品牌消费者冲动消费的特点，公司的新建店会以中高端合资品牌为主，做市场主流车型；④轻资产运作。在当前土地价格比较高的情况下，新建店以租赁为主。目前单店的年租金约 100-200 万元，相对自购土地要划算的多。但在土地成本较低的情况下，公司也会酌情自购土地。尤其是与当地政府的合建汽车园区的模式，由于公司本身具有地产业务的优势，该模式易于产生叠加效应。

3. 汽车业务之内涵式提升：造就核心竞争力

公司通过独特的集成链条模式，形成自身核心竞争力，并通过对集成运作的不断优化，实现内涵式提升。公司在申请和建店的时候都是从集成的角度考虑，尽可能将多家不同品牌 4S 店集中在一起，构成小的集群。前端是独立的各品牌 4S 店面，后端则是统一集成的服务供应体系，将相同或类似的环节进行合并，进行集约化管理，有效减少综合运营成本，实现相对行业的超额利润。而从整个集团层面来说，公司则力争在整个汽车业务领域构建五大统一平台，即统一零部件采购、统一的二手车平台、统一保险、统一汽车回收、统一按揭。集团为所有的 4S 店提供后台服务，但将利润留在前端店面，以提升 4S 店的积极性，促进整个蛋糕的扩大，使前后端真正实现共赢。

而这种集约化模式的打造则是公司通过与不同品牌的议价，按照品牌情况的不同因地制宜的施以三种不同程度的整合。①高端豪华品牌店面（如奔驰、奥迪等）：由于对方属于非常强势的品牌且消费人群相对较少，公司为其设立的全部为单独的 4S 店，同时后台的流程也全部独立运作；②中高端品牌店面（如大众等）：前端依然是独立的 4S 店面，但会将几个不同品牌的 4S 店集中在临近区域，后端环节以不影响效率和质量为原则尽可能统一运作；③综合销售服务店：将多种品牌放在一个大型的综合型店面销售，从而实现前端到后端的全面集成管理。

4. 地产业务：定位清晰，业绩明确

①定位专业型精细化产品，有效规避行业风险。在地产业务上，公司对保持稳健的控制能力非常重视，鲜有冲动性拿地，这也保证了地产业目前疲弱的市场形势并没有对公司产生很大的影响，只是目前的流转速度相对以前变缓。公司一方面方面放慢了节奏，等待行业的整合。另一方面，公司做的项目主要是一些专业型精细化的产品，注重与市场的产异。②未来两年的业绩确定。公司 2012 年和 2013 年的地产业务利润已经基本锁定（目前 2012 年的项目 60%以上的客户已缴纳首付款，账面上主要以预收账款体现）。2011 年地产收入主要来自上海，而 2012 年和 2013 年则分别是武汉和南昌③从长期来看，公司地产业务将逐渐由住宅向商业综合体转化，但商业综合体贡献业绩至少要在 2014 年之后。

5. 期货业务：区域扩张+业务拓展

期货业务将成为公司第三大业务，公司目前规模较小，未来仍有很大的成长空间，主要是区域扩张和业务拓展。①区域上持续扩张。公司期货业务省内、省外并行。浙江省内分布在温州、永康、温岭、海宁、义乌、上虞、宁波，省外则主要在北京、上海、重庆、福州等中心城市，合计有营业部 16 家。另外，目前成都、长沙、深圳、西安中心城市的营业部也正在筹备中，预计 2012 年新开业营业部约为 5 家。②积极拓展更多的业务类型，完善业务结构，目前公司正积极开拓 CTA 业务。

结论：

综上所述，我们认为汽车业务仍将是公司未来主要增长点，其以省外为重心的外延式扩张方式将带来快速增长，而公司不断优化的集成式的内部管理则将促成内涵式提升，保证公司良好的盈利能力。公司代理品牌集中于大众化中高端品牌的特点则支撑了汽车业务增长的稳定性。地产业务依托专业型精细化的定位，有效规避了行业风险，且未来两年的业绩已较为确定。我们认为公司的成长具有良好的稳定性，预计公司将维持连续 5 年以上、收入和利润增速均超过 15% 的增长。

预计 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.91、1.08 和 1.26 元，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍和 9 倍，考虑到其稳定的增长性，首次给予“推荐”评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	24,691.84	31,577.65	35,472.34	41,587.77	47,714.48
主营收入增长率	458.98%	27.89%	12.33%	17.24%	14.73%
EBITDA（百万元）	832.32	1,133.17	1,396.52	1,617.72	1,910.05
EBITDA 增长率	149.77%	36.15%	23.24%	15.84%	18.07%

净利润（百万元）	276.34	500.71	601.61	711.82	829.42
净利润增长率	82.90%	81.20%	20.15%	18.32%	16.52%
EPS（元）	0.630	1.140	0.913	1.081	1.259

资料来源：东兴证券

东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。