

## 物产中大 (600704.SH) 贸易行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

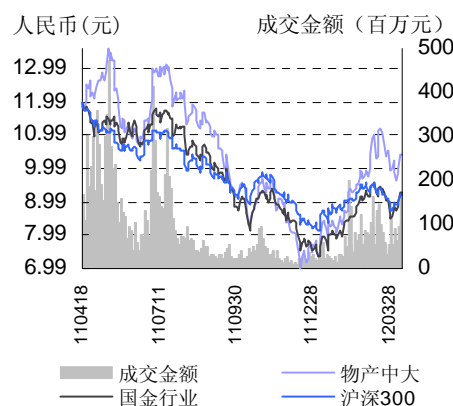
市价(人民币): 10.40元

## 汽贸扩张带动未来业绩增长

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)	6,851.14
年内股价最高最低(元)	13.59/6.99
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 相关报告

1. 《增发受阻不改汽贸业务积极扩张》，2011.11.18

厉叶淼 联系人  
(8621)61038244  
liyem@gjzq.com.cn

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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.140	0.801	0.971	1.191	1.455
每股净资产(元)	6.80	5.09	6.06	6.98	8.44
每股经营性现金流(元)	-1.30	-1.25	4.09	3.01	4.01
市盈率(倍)	9.19	13.08	10.79	8.80	7.20
行业优化市盈率(倍)	13.46	15.36	12.34	10.23	8.78
净利润增长率(%)	81.20%	5.38%	21.22%	22.72%	22.09%
净资产收益率(%)	16.76%	15.75%	16.03%	17.06%	17.24%
总股本(百万股)	439.18	658.76	658.76	658.76	658.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

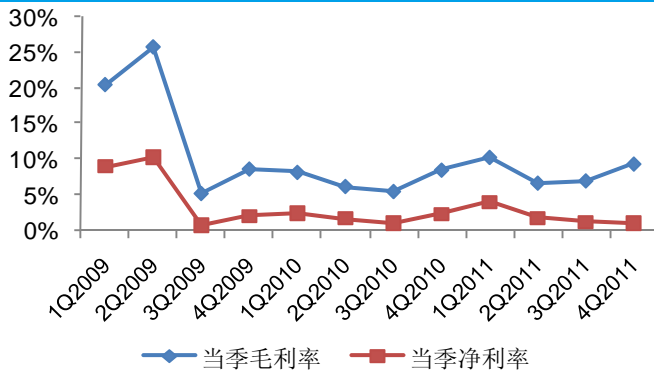
■ 物产中大 2011 年实现营收 369.2 亿元, 同比增长 16.9%; 归属母公司股东净利 5.28 亿元, 同比增加 5.4%, 对应 EPS 为 0.80 元。第四季度, 公司营收同比增加 12.7%, 归属母公司股东净利润同比下滑 44.4%, 对应 EPS 为 0.18 元。

## 经营分析

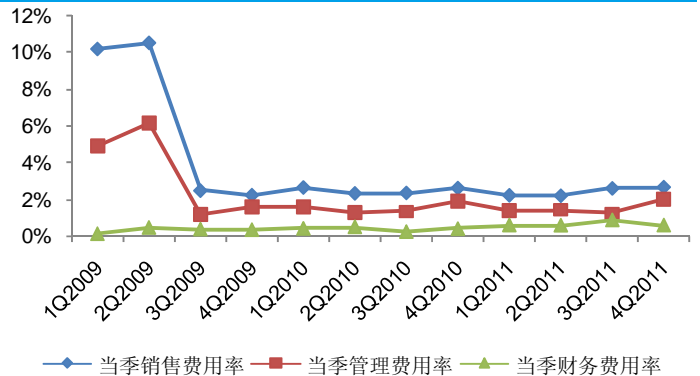
- **汽贸为营收主要来源, 毛利来源较为分散:** 2011 年, 公司汽贸业务(整车销售+维修与配件)营收 213.4 亿元, 占公司当期营收的 57.8%, 较 2010 年的 62.1%略有下滑; 贸易业务(机电实业+国际贸易)营收 120.4 亿元, 占总营收的 32.6%, 较 2010 年的 29.6%略有增加。2011 年, 公司汽贸毛利占比 34.5%, 较 2010 年略有下滑; 地产毛利占比为 39.4%, 较 2010 年的 29.8%大幅增加, 其余业务 2011 年贡献约 26%的毛利。据我们预测, 2011 年公司地产贡献约 50%的 EPS, 汽贸则约为 35%。
- **汽贸营收同比微增, 毛利大幅增加:** 2011 年, 公司汽贸营收增加 8.8%, 毛利同比增长 26.6%。细分来看, 公司 2011 年整车营收为 194.1 亿元, 同比略增 6.5%; 但毛利率从 3.28%提升至 3.95%, 毛利同比增加 28.3%至 7.67 亿元; 公司 11 年维修与配件营收增长 38.0%, 但毛利率下滑约 2 个百分点至 16.35%, 使毛利同比仅增长 22.6%。2011 年, 后市场对汽贸的营收与毛利占比分别达 9.1%与 29.2%。
- **省内省外加速扩张, 汽贸业绩有望较快增长:** 截止 2011 年末, 公司 4S 店数量为 107 个, 网点总数接近 160 个, 其中 2011 年新增网点 35 家, 当年增幅约 25%, 扩张步伐较之前明显加快。我们预计公司未来 3 年网点复合增速将超过 20%, 2014 年末网点总数有望达 290 家。在稳固省内龙头地位的同时, 公司省外建店速度也明显加快, 目前已在青海、四川、重庆、云南、福建等多地布局, 未来汽贸业务的盈利能力亦有望继续提升。
- **地产业绩大幅增长, 2012 年业绩锁定率较高:** 2011 年, 公司地产营收 23.94 亿元, 同比增加 27.8%, 占当期收入的 6.5%; 地产毛利达 12.36 亿元, 同比增加 80.2%, 占当期毛利的 39.4%。2011 年末, 公司商品房预收款达 34.48 亿元, 较 2010 年末增加 42.6%, 是 2011 年地产营收的 1.44 倍, 表明其地产业务 2012 年的业绩已基本锁定。

- **主要楼盘售价平稳，地产新开工明显放缓：**2011年，国家加强地产行业调控，导致部分地区商品房售价在下半年有所下滑。公司主要楼盘均为二、三线城市的核心区域，受调控影响相对较小，楼盘售价基本稳定。从搜房网的价格数据看，公司主要楼盘2011年仅无锡中大诺卡镇与武汉中大十里新城两处的售价下调5%-9%，其余楼盘价格均较为稳健。为控制现金流以应对调控，公司2011年的新开工面积明显下滑；但公司在建面积超过100万平方米，足够未来2年的销售，短期内对地产业务影响较小。
- **期货业务短期有所下滑，长期前景值得期待：**公司旗下中大期货并非非券商系期货公司，故股指期货的开通并未给其带来显著增量。公司2011年“利息+手续费及佣金收入”为2.91亿元，较2010年下滑10.6%。2011年，公司新增4家期货网点，未来计划每年新增2-3家网点；作为三大战略产业之一，公司未来将在期货业务持续增加投入，以增加该业务的业绩贡献，成长前景值得期待。
- **经营现金流有所恶化，但财务状况稳定：**2011年，公司经营净现金流为-8.26亿元，较2010年-5.69亿元有所恶化；但公司控制投资现金支出，并持续增加筹资现金流，使得2011年现金流净增加约1亿元，2010年该指标为2.76亿元。2011年末，公司资产负债率为81.7%，较2010年末的80.7%略有增加，但总体情况仍较为稳定。
- **地产与整车销售促2011年整体毛利率提升：**2011年，公司综合毛利率为8.44%，较2010年提升约1.2个百分点。其中，地产业务毛利率达51.62%，较2010年提升15.0个百分点；整车销售毛利率为3.95%，较2010年提升近0.7个百分点；虽然维修与配件及贸易业务的毛利率有所下滑，但公司整体毛利率仍同比增长。因投资收益的下滑及所得税率提高的影响，公司2011年净利率仍仅有2.04%，与2010年基本持平。

图表1：物产中大近年分业务与综合毛利率



图表2：物产中大近年分业务毛利率



来源：公司资料、国金证券研究所

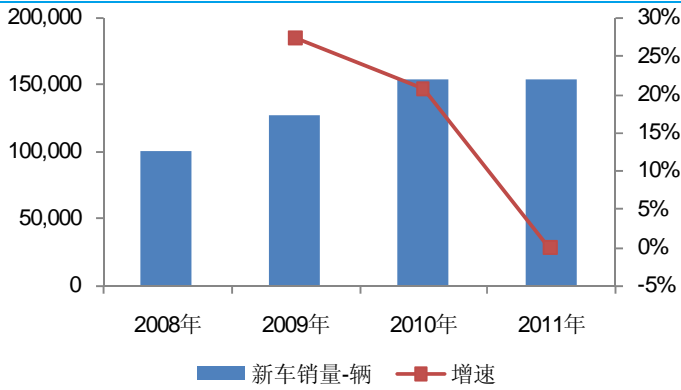
### 盈利预测

- 我们预测公司2012-2014可实现归属母公司净利润6.40、7.85、9.58亿元，同比分别增长21.22%、22.72%、22.09%，对应的EPS分别为0.97、1.19、1.45元。

### 投资建议

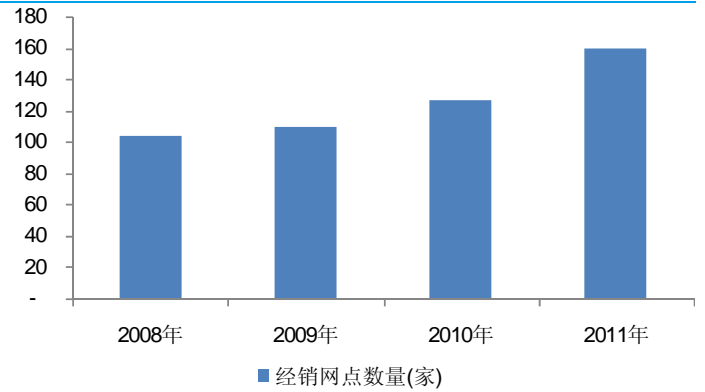
- 公司当前股价对应2012年PE分别为10.8倍PE，估值仍有一定提升空间，我们维持其“买入”评级。

图表3: 物产元通近年汽车销量及增速 (辆)

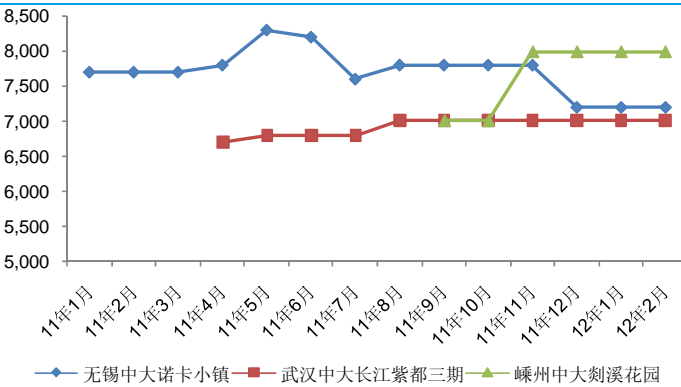


来源: 公司资料、国金证券研究所

图表4: 物产元通近年网点数量 (家)

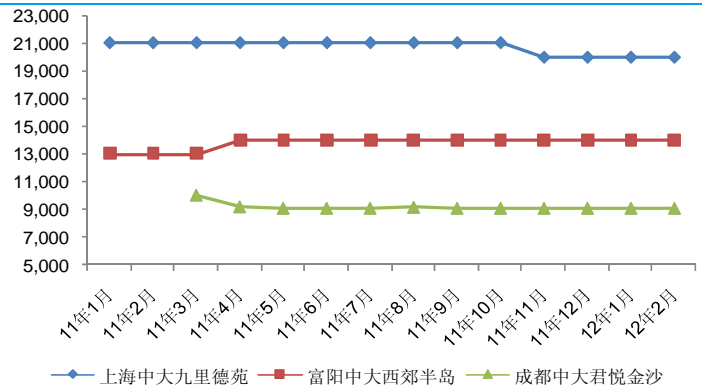


图表5: 公司主要楼盘 2011 年价格走势-1 (元/m<sup>2</sup>)

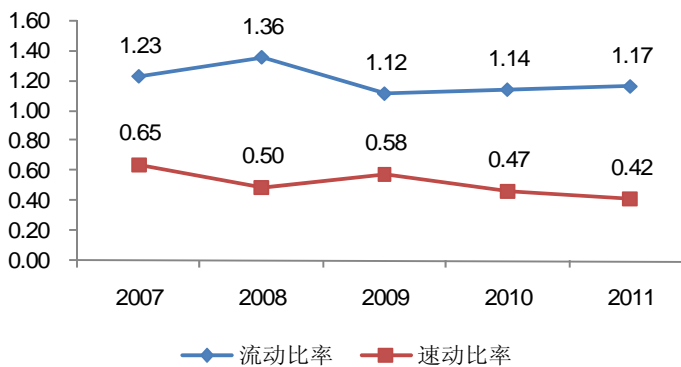


来源: 搜房网、国金证券研究所

图表6: 公司主要楼盘 2011 年价格走势-2 (元/m<sup>2</sup>)

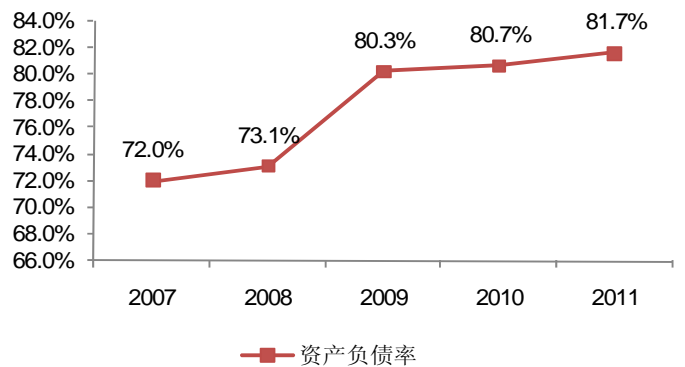


图表7: 公司近年流动比率与速动比率



来源: 公司资料、国金证券研究所

图表8: 公司近年资产负债率



**图表9: 物产中大分业务预测**

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>汽车销售</b>					
销售收入 (百万元)	19,620	21,340	26,434	32,787	40,236
增长率 (YOY)	n/a	8.76%	23.87%	24.03%	22.72%
毛利率	4.36%	5.07%	5.14%	5.19%	5.28%
占总销售额比重	62.13%	57.80%	58.00%	58.87%	59.44%
占主营业务利润比重	37.23%	34.76%	35.13%	36.27%	37.58%
<b>贸易(机电+国贸)</b>					
销售收入 (百万元)	9,422	12,037	14,444	17,044	20,112
增长率 (YOY)	23.39%	27.75%	20.00%	18.00%	18.00%
毛利率	2.60%	1.88%	1.90%	1.90%	1.90%
占总销售额比重	29.84%	32.60%	31.70%	30.60%	29.71%
占主营业务利润比重	10.67%	7.26%	7.10%	6.90%	6.77%
<b>房地产</b>					
销售收入 (百万元)	1,873	2,394	3,232	4,040	5,049
增长率 (YOY)	47.03%	27.80%	35.00%	25.00%	25.00%
毛利率	36.61%	51.62%	48.00%	46.00%	43.00%
占总销售额比重	5.93%	6.48%	7.09%	7.25%	7.46%
占主营业务利润比重	29.85%	39.67%	40.14%	39.59%	38.44%
<b>期货经纪</b>					
销售收入 (百万元)	325	291	305	321	337
增长率 (YOY)	-14.42%	-10.55%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
占总销售额比重	1.03%	0.79%	0.67%	0.58%	0.50%
占主营业务利润比重	14.16%	9.34%	7.90%	6.83%	5.96%
<b>其他业务</b>					
销售收入 (百万元)	338	857	1,157	1,504	1,955
增长率 (YOY)	38.01%	153.60%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率	55.07%	32.60%	32.50%	32.50%	32.50%
占总销售额比重	1.07%	2.32%	2.54%	2.70%	2.89%
占主营业务利润比重	8.10%	8.97%	9.73%	10.41%	11.25%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>31,578</b>	<b>36,919</b>	<b>45,572</b>	<b>55,696</b>	<b>67,689</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>29,281</b>	<b>33,804</b>	<b>41,708</b>	<b>51,002</b>	<b>62,041</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>2,297</b>	<b>3,115</b>	<b>3,865</b>	<b>4,694</b>	<b>5,648</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>7.27%</b>	<b>8.44%</b>	<b>8.48%</b>	<b>8.43%</b>	<b>8.34%</b>

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>24,692</b>	<b>31,578</b>	<b>36,919</b>	<b>45,572</b>	<b>55,696</b>	<b>67,689</b>	货币资金	3,160	3,233	3,410	3,500	3,800	6,122
增长率		27.9%	16.9%	23.4%	22.2%	21.5%	应收款项	771	848	1,245	1,345	1,637	1,980
<b>主营业务成本</b>	<b>-22,852</b>	<b>-29,281</b>	<b>-33,804</b>	<b>-41,708</b>	<b>-51,002</b>	<b>-62,041</b>	存货	6,213	9,036	11,859	12,544	13,924	15,221
%销售收入	92.5%	92.7%	91.6%	91.5%	91.6%	91.7%	其他流动资产	2,824	2,256	2,018	2,281	2,634	3,054
毛利	1,840	2,297	3,115	3,865	4,694	5,648	流动资产	12,968	15,373	18,532	19,671	21,995	26,377
%销售收入	7.5%	7.3%	8.4%	8.5%	8.4%	8.3%	%总资产	81.7%	82.7%	83.0%	84.6%	85.7%	87.8%
营业税金及附加	-176	-217	-462	-547	-668	-812	长期投资	861	1,117	933	933	933	933
%销售收入	0.7%	0.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,090	1,089	1,257	1,310	1,379	1,339
营业费用	-685	-778	-889	-1,117	-1,365	-1,658	%总资产	6.9%	5.9%	5.6%	5.6%	5.4%	4.5%
%销售收入	2.8%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	795	856	983	715	731	755
管理费用	-373	-484	-567	-706	-863	-1,049	非流动资产	2,899	3,219	3,797	3,582	3,667	3,651
%销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	%总资产	18.3%	17.3%	17.0%	15.4%	14.3%	12.2%
息税前利润 (EBIT)	606	818	1,197	1,495	1,798	2,128	<b>资产总计</b>	<b>15,868</b>	<b>18,592</b>	<b>22,329</b>	<b>23,253</b>	<b>25,662</b>	<b>30,028</b>
%销售收入	2.5%	2.6%	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%	短期借款	1,934	2,894	4,406	2,151	911	704
财务费用	-88	-120	-241	-318	-360	-365	应付款项	6,582	7,871	9,196	11,691	14,292	17,378
%销售收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	其他流动负债	3,084	2,671	2,295	2,375	2,482	2,609
资产减值损失	-35	-24	-24	-31	-33	-40	流动负债	11,600	13,436	15,896	16,217	17,685	20,692
公允价值变动收益	-5	-2	7	10	10	10	长期贷款	1,068	1,414	2,032	2,032	2,032	2,033
投资收益	137	198	127	150	180	216	其他长期负债	69	153	312	0	0	0
%税前利润	22.8%	22.0%	11.5%	11.2%	11.0%	10.8%	<b>负债</b>	<b>12,737</b>	<b>15,003</b>	<b>18,240</b>	<b>18,249</b>	<b>19,717</b>	<b>22,724</b>
营业利润	615	871	1,066	1,305	1,596	1,949	<b>普通股股东权益</b>	2,436	2,987	3,350	3,990	4,601	5,559
营业利润率	2.5%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	少数股东权益	695	602	740	1,015	1,345	1,745
营业外收支	-15	31	39	40	44	48	<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,868</b>	<b>18,592</b>	<b>22,329</b>	<b>23,253</b>	<b>25,662</b>	<b>30,028</b>
税前利润	600	902	1,104	1,345	1,640	1,997	<b>比率分析</b>						
利润率	2.4%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%	3.0%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-171	-259	-350	-430	-525	-639	<b>每股指标</b>						
所得税率	28.5%	28.8%	31.7%	32.0%	32.0%	32.0%	每股收益	0.629	1.140	0.801	0.971	1.191	1.455
净利润	429	642	755	915	1,115	1,358	每股净资产	5.546	6.801	5.085	6.056	6.984	8.438
少数股东损益	153	142	227	275	330	400	每股经营现金净流	5.171	-1.296	-1.254	4.091	3.014	4.009
归属于母公司的净利润	276	501	528	640	785	958	每股股利	0.200	0.030	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.1%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	11.34%	16.76%	15.75%	16.03%	17.06%	17.24%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	1.74%	2.69%	2.36%	2.75%	3.06%	3.19%
净利润	429	642	755	915	1,115	1,358	投入资本收益率	7.00%	7.29%	7.73%	11.06%	13.76%	14.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	194	210	243	233	258	296	主营业务收入增长率	458.98%	27.89%	16.91%	23.44%	22.21%	21.53%
非经营收益	-95	-97	-420	51	-39	-127	EBIT增长率	115.33%	35.04%	46.23%	24.90%	20.28%	18.37%
营运资金变动	1,742	-1,326	-1,404	1,497	652	1,113	净利润增长率	82.90%	81.20%	5.38%	21.22%	22.72%	22.09%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,271</b>	<b>-570</b>	<b>-826</b>	<b>2,695</b>	<b>1,985</b>	<b>2,641</b>	总资产增长率	130.43%	17.17%	20.10%	4.14%	10.36%	17.01%
资本开支	-170	-227	-324	53	-266	-192	<b>资产管理能力</b>						
投资	-34	192	-58	0	0	0	应收账款周转天数	4.0	4.4	4.9	5.0	5.0	5.0
其他	48	-316	233	160	190	226	存货周转天数	80.3	95.0	112.8	110.0	100.0	90.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-156</b>	<b>-352</b>	<b>-149</b>	<b>213</b>	<b>-76</b>	<b>34</b>	应付账款周转天数	10.9	11.0	12.1	12.0	12.0	12.0
股权募资	10	18	17	0	-174	0	固定资产周转天数	15.8	12.5	11.9	9.6	8.0	6.8
债权募资	-897	1,719	1,774	-2,507	-1,240	-206	<b>偿债能力</b>						
其他	-461	-538	-716	-311	-195	-148	净负债/股东权益	-8.52%	29.90%	73.79%	13.46%	-14.58%	-46.48%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,348</b>	<b>1,199</b>	<b>1,074</b>	<b>-2,819</b>	<b>-1,609</b>	<b>-354</b>	EBIT利息保障倍数	6.9	6.8	5.0	4.7	5.0	5.8
<b>现金净流量</b>	<b>767</b>	<b>277</b>	<b>99</b>	<b>90</b>	<b>300</b>	<b>2,322</b>	资产负债率	80.27%	80.70%	81.68%	78.48%	76.83%	75.68%

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	0	0	1	3
买入	0	2	3	3	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.89	1.78

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
8 2011-11-18	买入	8.73	13.10 ~ 15.90

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为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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B