

## 物产中大 (600704.SH) 贸易行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

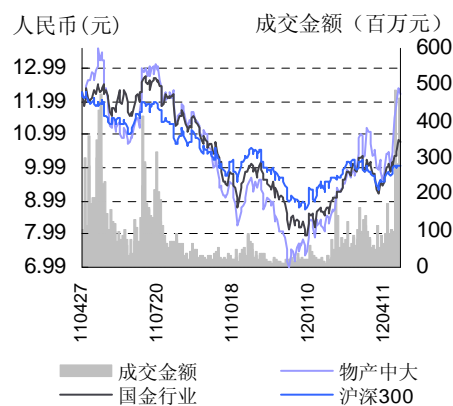
市价(人民币): 12.21元

## 毛利稳健增长, 税费等致净利润下滑

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)	8,043.50
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



## 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)	14.15	9.79	12.58	10.25	8.39
行业优化市盈率(倍)	38.36	35.98	35.98	35.98	35.98
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

- 一季度, 物产中大实现营收 91.53 亿元, 同比增长 11.5%; 归属母公司股东净利 1.79 亿元, 同比下滑 27.8%, 对应 EPS 为 0.27 元。

## 经营分析

- **营收与毛利均快速增长:** 一季度, 得益于新增网点等贡献的业绩, 公司营收与毛利同比分别增长 11.5% 与 22.1%。2012 年, 公司 2011 年新增 35 家网点将逐步贡献业绩, 汽贸业绩有望稳健增长; 与此同时, 预计公司今年将新增超过 40 家网点, 包括省内的收购与省外的新店, 2013-2014 年业绩将获得较好保障。
- **地产增值税与三费增加为业绩下滑主因:** 一季度, 公司部分房产项目计提土地增值税, 使当期营业税金及附加达 2.55 亿元, 同比增加 1.86 亿元, 大幅增长 271%, 并使费率同比提升 2.0 个百分点(但环比基本持平)。与此同时, 公司当季三项费用较去年同期增加约 8,500 万元, 费率同比提升 0.5 个百分点, 亦影响当期净利润。
- **毛利率有所提升, 净利率同比下滑:** 一季度, 公司毛利率为 11.37%, 同比与环比分别提高 1.0 与 1.9 个百分点; 与此同时, 营业税金及附加费率同比大幅提升 1.95 个百分点, 三费比率同比亦提升 0.50 个百分点, 影响公司当季净利率。一季度, 公司净利率为 2.77%, 同比下滑 1.3 个百分点, 但环比提升 1.6 个百分点。
- **经营现金流有所恶化, 但财务状况稳定:** 一季度, 因工资等现金支出的增加, 公司经营净现金流为 -11.2 亿元, 较去年同期的 -4.5 亿元有所恶化, 但筹资与投资现金流基本稳定。一季度末, 公司资产负债率为 81.9%, 与 2011 年末持平; 流动比例为 1.13, 亦较为平稳, 财务状况总体稳健。

## 相关报告

1. 《汽贸扩张带动未来业绩增长》, 2012.4.17
2. 《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  
wuwz@gjzq.com.cn

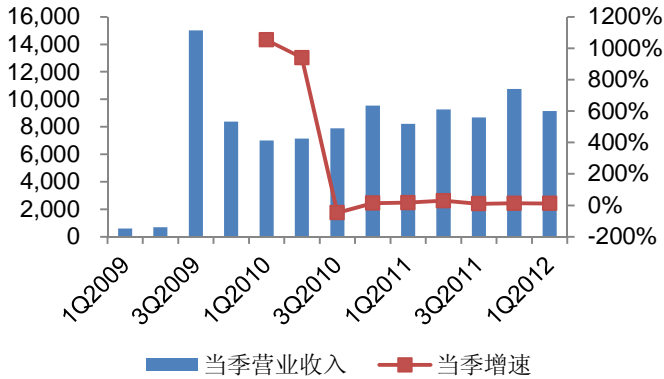
## 盈利预测

- 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。

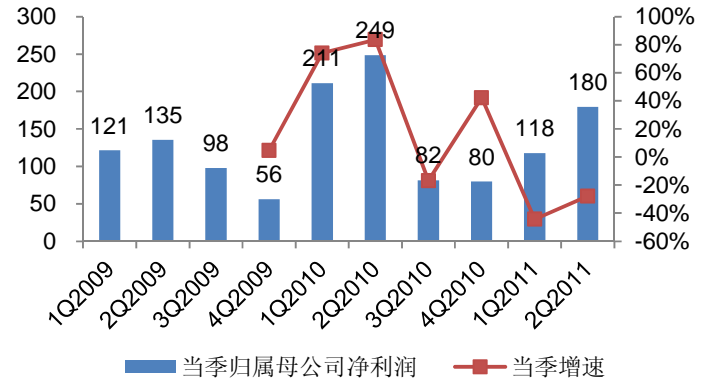
## 投资建议

- 公司当前股价对应 2012 年 PE 分别为 12.6 倍 PE, 维持其“买入”评级。

图表1: 公司当季营收与增速 (百万元)

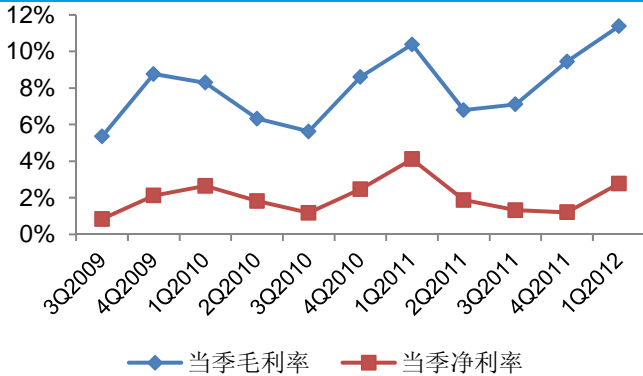


图表2: 当季归属母公司股东净利润与增速 (百万元)

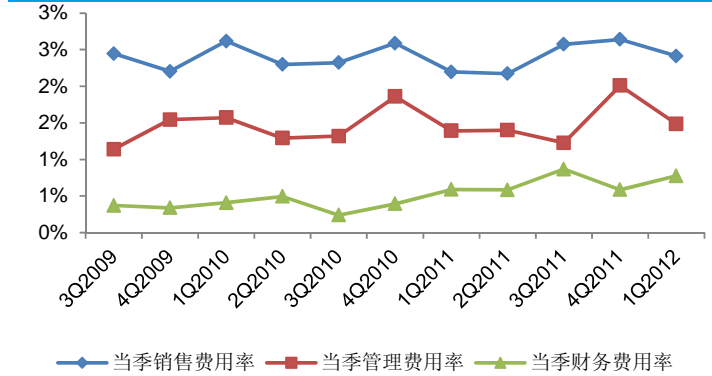


来源: 公司资料、国金证券研究所

图表3: 公司分季度毛利率与净利率

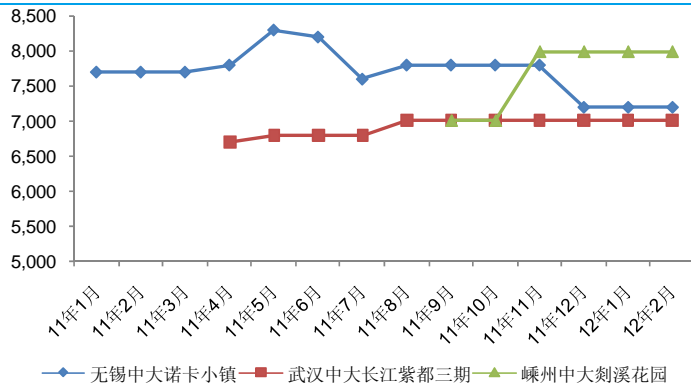


图表4: 物产中大近年分业务毛利率

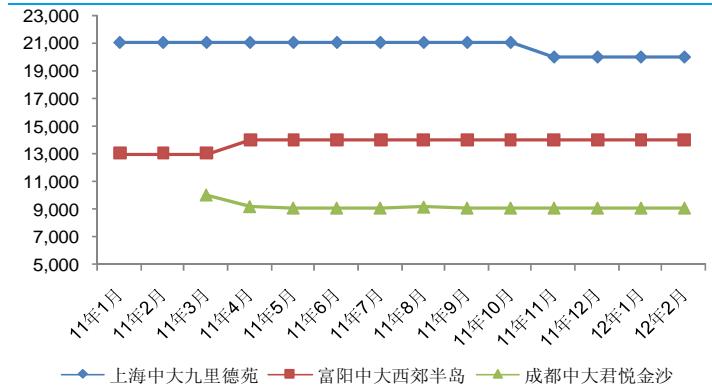


来源: 公司资料、国金证券研究所

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



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



来源: 搜房网、国金证券研究所

**图表7: 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
<b>毛利</b>	<b>1,840</b>	<b>2,297</b>	<b>3,115</b>	<b>3,865</b>	<b>4,694</b>	<b>5,648</b>	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%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-176</b>	<b>-217</b>	<b>-462</b>	<b>-547</b>	<b>-668</b>	<b>-812</b>	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
<b>营业费用</b>	<b>-685</b>	<b>-778</b>	<b>-889</b>	<b>-1,117</b>	<b>-1,365</b>	<b>-1,658</b>	%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
<b>管理费用</b>	<b>-373</b>	<b>-484</b>	<b>-567</b>	<b>-706</b>	<b>-863</b>	<b>-1,049</b>	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%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>606</b>	<b>818</b>	<b>1,197</b>	<b>1,495</b>	<b>1,798</b>	<b>2,128</b>	<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
<b>财务费用</b>	<b>-88</b>	<b>-120</b>	<b>-241</b>	<b>-318</b>	<b>-360</b>	<b>-365</b>	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
<b>资产减值损失</b>	<b>-35</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>	<b>-33</b>	<b>-40</b>	流动负债	11,600	13,436	15,896	16,217	17,685	20,692
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	长期贷款	1,068	1,414	2,032	2,032	2,032	2,033
<b>投资收益</b>	<b>137</b>	<b>198</b>	<b>127</b>	<b>150</b>	<b>180</b>	<b>216</b>	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>
<b>营业利润</b>	<b>615</b>	<b>871</b>	<b>1,066</b>	<b>1,305</b>	<b>1,596</b>	<b>1,949</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,436</b>	<b>2,987</b>	<b>3,350</b>	<b>3,990</b>	<b>4,601</b>	<b>5,559</b>
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
<b>营业外收支</b>	<b>-15</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	<b>48</b>	<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>
<b>税前利润</b>	<b>600</b>	<b>902</b>	<b>1,104</b>	<b>1,345</b>	<b>1,640</b>	<b>1,997</b>	<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
<b>所得税</b>	<b>-171</b>	<b>-259</b>	<b>-350</b>	<b>-430</b>	<b>-525</b>	<b>-639</b>	<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
<b>净利润</b>	<b>429</b>	<b>642</b>	<b>755</b>	<b>915</b>	<b>1,115</b>	<b>1,358</b>	每股净资产	5.546	6.801	5.085	6.056	6.984	8.438
<b>少数股东损益</b>	<b>153</b>	<b>142</b>	<b>227</b>	<b>275</b>	<b>330</b>	<b>400</b>	每股经营现金净流	5.171	-1.296	-1.254	4.091	3.014	4.009
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>276</b>	<b>501</b>	<b>528</b>	<b>640</b>	<b>785</b>	<b>958</b>	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%
<b>净利润</b>	<b>429</b>	<b>642</b>	<b>755</b>	<b>915</b>	<b>1,115</b>	<b>1,358</b>	投入资本收益率	7.00%	7.29%	7.73%	11.06%	13.76%	14.41%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>194</b>	<b>210</b>	<b>243</b>	<b>233</b>	<b>258</b>	<b>296</b>	主营业务收入增长率	458.98%	27.89%	16.91%	23.44%	22.21%	21.53%
<b>非经营收益</b>	<b>-95</b>	<b>-97</b>	<b>-420</b>	<b>51</b>	<b>-39</b>	<b>-127</b>	EBIT增长率	115.33%	35.04%	46.23%	24.90%	20.28%	18.37%
<b>营运资金变动</b>	<b>1,742</b>	<b>-1,326</b>	<b>-1,404</b>	<b>1,497</b>	<b>652</b>	<b>1,113</b>	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%
<b>资本开支</b>	<b>-170</b>	<b>-227</b>	<b>-324</b>	<b>53</b>	<b>-266</b>	<b>-192</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-34</b>	<b>192</b>	<b>-58</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	4.0	4.4	4.9	5.0	5.0	5.0
<b>其他</b>	<b>48</b>	<b>-316</b>	<b>233</b>	<b>160</b>	<b>190</b>	<b>226</b>	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
<b>股权募资</b>	<b>10</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>-174</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	15.8	12.5	11.9	9.6	8.0	6.8
<b>债权募资</b>	<b>-897</b>	<b>1,719</b>	<b>1,774</b>	<b>-2,507</b>	<b>-1,240</b>	<b>-206</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-461</b>	<b>-538</b>	<b>-716</b>	<b>-311</b>	<b>-195</b>	<b>-148</b>	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	1	1	1	4
买入	0	3	5	5	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.80	1.81	1.75

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 2010-07-08	买入	9.37	N/A
2 2010-08-17	买入	12.17	N/A
3 2010-08-17	买入	12.17	N/A
4 2010-09-10	买入	12.79	31.00 ~ 31.00
5 2010-10-12	买入	13.83	N/A
6 2010-10-28	买入	13.67	N/A
7 2011-11-18	买入	8.73	13.10 ~ 15.90
8 2012-04-17	买入	9.97	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