

物产中大 (600704.SH) 贸易行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

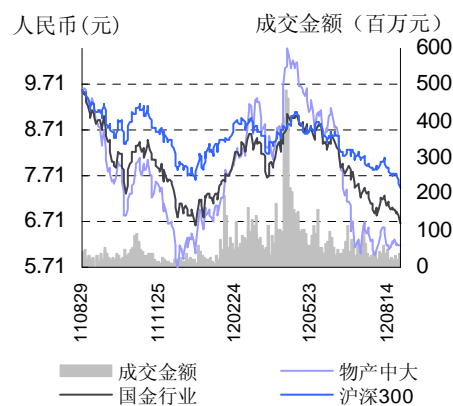
市价(人民币): 6.18元

行业低迷致业绩下滑, 下半年增速或有望回升

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)	674.55
总市值(百万元)	48.85
年内股价最高最低(元)	10.48/5.71
沪深 300 指数	2228.20
上证指数	2055.71



相关报告

- 《增资期货等子公司,加大金改受益幅度》, 2012.7.22
- 《毛利稳健增长,税费等致净利润下滑》, 2012.4.27
- 《汽贸扩张带动未来业绩增长》, 2012.4.17

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

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@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)	0.633	0.667	0.667	0.779	0.906
每股净资产(元)	6.80	5.09	4.91	5.68	6.59
每股经营性现金流(元)	-1.30	-1.25	3.40	2.19	2.76
市盈率(倍)	25.47	11.75	10.04	8.60	7.39
行业优化市盈率(倍)	47.62	13.45	18.52	18.52	18.52
净利润增长率(%)	81.20%	5.38%	0.00%	16.78%	16.25%
净资产收益率(%)	16.76%	15.75%	13.61%	13.71%	13.75%
总股本(百万股)	790.52	790.52	790.52	790.52	790.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

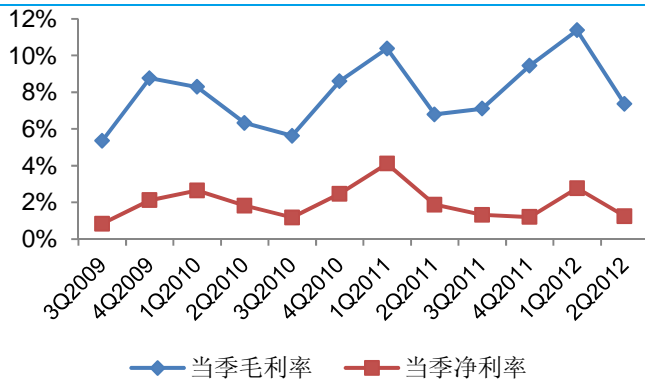
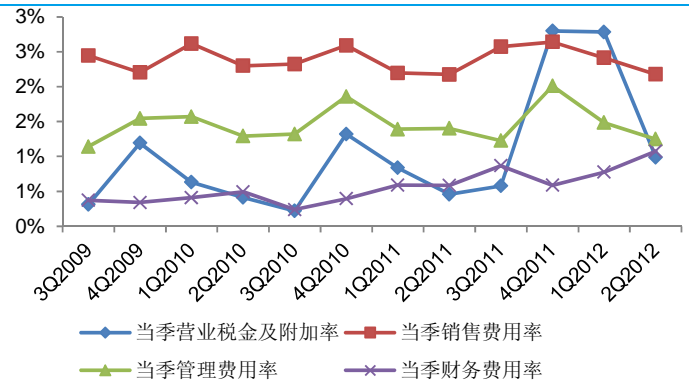
业绩简评

- 上半年公司实现营收 190.3 亿元, 同比增长 8.9%; 归属母公司股东净利润 2.63 亿元, 同比 20.5%, 对应 EPS 为 0.40 元。第二季度, 公司营收同比增加 6.5%, 归属母公司股东净利润同比增长 1.9%, 对应 EPS 为 0.13 元, 符合我们此前预期。

经营分析

- **汽贸为营收主要来源, 地产为毛利主要来源:** 上半年, 公司汽贸业务(整车销售+维修与配件)营收占比达 57.8%, 较去年同期的 61.8%略有下滑; 贸易业务(机电实业+国际贸易)的总营收占比 32.5%, 地产的营收占比为 8.4%。毛利方面, 上半年地产占比 44.1%, 较去年同期的 42.1%略有提升, 汽贸的毛利占比为 33.7%, 较去年同期的 37.3%略有下滑。
- **新车销售业绩微降, 后市场稳健增长:** 上半年, 公司新车销售营收同比微增 0.6%, 但行业价格战吞噬经销商新车销售的利润, 公司毛利率从 3.89% 下滑至 3.61%, 毛利同比下滑 6.8%。上半年, 公司维修与配件营收增长 12.5%, 集中采购使该业务毛利率从 17.01% 提升至 21.29%, 带动毛利同比增长 40.8%。综合来看, 上半年汽贸营收与毛利分别增长 1.7% 与 7.9%, 后市场的营收与毛利占比分别提升至 10.3% 与 40.4%, 较去年同期均有所提升。
- **汽贸业务持续扩张:** 截止 2012 年上半年, 公司网店总数约 190 家, 其中 4S 店为 117 家; 继 2011 年新增 35 家网店后, 上半年又新增约 25 家网店, 其中新增 4S 店 10 家, 继续保持较快的扩张步伐。2012 年汽贸行业集体低迷, 诸多中小经销商加速退出, 使行业的收购成本明显降低; 作为区域龙头, 物产元通采取逆势稳步扩张的战略, 其在浙江省内的市场占有率也获得稳步提升。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, 4S 店数量有望达 200 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, 未来省外 4S 店占比将持续提升。

- 地产业绩较快增长，业绩锁定率依旧较好：**上半年，公司地产营收 15.89 亿元，同比增加 33.0%；但因上半年毛利率较低的楼盘结算增加（主要为成都地区），地产毛利率从 52.18% 下滑至 49.05%，地产毛利增速为 25%，略低于营收增速。截至 6 月底，公司商品房预收款为 28.08 亿元，因上半年销售放缓及结算加速，预收款较去年同期下滑 18.5%；但该预收款已是公司过去一年地产营收的 1.01 倍，且 7 月份以来地产销售明显加速，预计三季度末的地产预收款已能保障明年中期的业绩，业绩锁定率依旧较好。
- 期货业务有所增长，大股东增资有望助其加速发展：**上半年，公司“利息+手续费及佣金收入”为 1.50 亿元，同比增长 18.9%。7 月 19 日，公司分别对旗下的期货公司、投资公司与典当公司进行增资，其中期货公司注册资本从 1 亿元增加至 3.6 亿元。我们认为，此举是公司大力发展期货业务的积极信号，也有望助公司充分享受“金改”的大潮；在政策的大力推动下，我们预计期货业务未来将进入较快的发展阶段，金融业务对净利润的贡献占比，也有望从 2011 年的 14.4% 持续提升。
- 地产增值税致净利率下滑，预计下半年盈利能力压力较大：**上半年，公司综合毛利率为 9.29%，较去年同期提升约 0.8 个百分点；虽然地产与新车销售的毛利率分别下滑 3.1 与 0.3 个百分点，但后市场毛利率提升 4.2 个点，且增速较高，从而带动整体毛利率上移。上半年，公司集中计提 2.18 亿元地产增值税，较去年同期的 2,490 万元大幅增加，使当期营业税金及附加的费率同比增加 1.2 个百分点，并致公司上半年净利率下滑 0.9 个百分点至 1.98%。第二季度，公司毛利率为 7.36%，同比增加 0.6 个点；净利率为 1.25%，同比下滑 1.2 个点。下半年，公司低毛利地产项目的结算将使地产业务继续下行，而汽车价格战亦将拖累新车销售的毛利率，故我们认为公司下半年盈利能力将面临较大压力。

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

- 经营现金流有所恶化，但资产负债率有所回落：**上半年，公司经营净现金流为 -9.23 亿元，较去年同期的 -7.11 亿元有所恶化，主要是存货增加较快；公司当期投资现金流较为平稳，但还款进度明显快于借款，使当期筹资现金流净额仅为 9.34 亿元，较去年同期的 22.93 亿元明显减小，主要是长期借款大幅减少；受此影响，公司资产负债率从年初的 81.7% 下滑至 81.2%。我们认为，虽然当前资产负债率略高，但其汽贸业务的扩张资金，以及地产拿地资金均较为充裕，从目前看现金流不会成为其业务拓展的瓶颈。

盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 可实现归属母公司净利润 5.28、6.16、7.16 亿元，同比分别增长 0.0%、16.78%、16.25%，对应摊薄后 EPS 分别为 0.67、0.78、0.91 元。

投资建议

- 公司当前股价对应 2012 年 PE 分别为 9.2 倍 PE，我们维持公司“增持”评级。

图表3: 物产中大分业务预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
汽车销售					
销售收入 (百万元)	19,620	21,340	25,471	30,408	35,916
增长率 (YOY)	n/a	8.76%	19.36%	19.38%	18.11%
毛利率	4.36%	5.07%	4.54%	4.72%	4.97%
毛利 (百万元)	855.23	1,082.86	1,156.12	1,435.59	1,784.70
增长率 (YOY)	n/a	26.62%	6.77%	24.17%	24.32%
占总销售额比重	62.13%	57.80%	60.28%	61.00%	61.53%
占主营业务利润比重	37.23%	34.76%	34.36%	36.44%	39.14%
贸易(机电+国贸)					
销售收入 (百万元)	9,422	12,037	12,639	14,535	16,715
增长率 (YOY)	23.39%	27.75%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利率	2.60%	1.88%	1.90%	1.90%	1.90%
占总销售额比重	29.84%	32.60%	29.91%	29.16%	28.63%
占主营业务利润比重	10.67%	7.26%	7.14%	7.01%	6.97%
房地产					
销售收入 (百万元)	1,873	2,394	2,681	3,083	3,453
增长率 (YOY)	47.03%	27.80%	12.00%	15.00%	12.00%
毛利率	36.61%	51.62%	48.00%	46.00%	43.00%
毛利 (百万元)	686	1,236	1,287	1,418	1,485
增长率 (YOY)	62.87%	80.21%	4.15%	10.21%	4.70%
占总销售额比重	5.93%	6.48%	6.35%	6.18%	5.92%
占主营业务利润比重	29.85%	39.67%	38.25%	36.00%	32.57%
期货经纪					
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%	0.72%	0.64%	0.58%
占主营业务利润比重	14.16%	9.34%	9.08%	8.14%	7.39%
其他业务					
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%	2.74%	3.02%	3.35%
占主营业务利润比重	8.10%	8.97%	11.17%	12.41%	13.94%
销售总收入 (百万元)	31,578	36,919	42,254	49,851	58,376
销售总成本 (百万元)	29,281	33,804	38,889	45,911	53,817
毛利 (百万元)	2,297	3,115	3,365	3,940	4,559
平均毛利率	7.27%	8.44%	7.96%	7.90%	7.81%

来源: 公司资料、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
主营业务收入	24,692	31,578	36,919	42,254	49,851	58,376	货币资金	3,160	3,233	3,410	3,500	3,800	5,568
增长率		27.9%	16.9%	14.4%	18.0%	17.1%	应收款项	771	848	1,245	1,247	1,465	1,707
主营业务成本	-22,852	-29,281	-33,804	-38,889	-45,911	-53,817	存货	6,213	9,036	11,859	11,697	12,534	13,204
%销售收入	92.5%	92.7%	91.6%	92.0%	92.1%	92.2%	其他流动资产	2,824	2,256	2,018	2,174	2,441	2,741
毛利	1,840	2,297	3,115	3,365	3,940	4,559	流动资产	12,968	15,373	18,532	18,618	20,240	23,220
%销售收入	7.5%	7.3%	8.4%	8.0%	7.9%	7.8%	%总资产	81.7%	82.7%	83.0%	83.9%	84.7%	86.4%
营业税金及附加	-176	-217	-462	-507	-598	-701	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	-1,014	-1,196	-1,401	%总资产	6.9%	5.9%	5.6%	5.9%	5.8%	5.0%
%销售收入	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	795	856	983	715	731	755
管理费用	-373	-484	-567	-655	-773	-905	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%	16.1%	15.3%	13.6%
息税前利润 (EBIT)	606	818	1,197	1,189	1,372	1,553	资产总计	15,868	18,592	22,329	22,200	23,907	26,871
%销售收入	2.5%	2.6%	3.2%	2.8%	2.8%	2.7%	短期借款	1,934	2,894	4,406	2,159	1,000	704
财务费用	-88	-120	-241	-319	-363	-374	应付款项	6,582	7,871	9,196	10,871	12,830	15,033
%销售收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	其他流动负债	3,084	2,671	2,295	2,341	2,422	2,512
资产减值损失	-35	-24	-24	-29	-28	-33	流动负债	11,600	13,436	15,896	15,371	16,252	18,249
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%	14.4%	14.8%	15.2%	负债	12,737	15,003	18,240	17,403	18,284	20,282
营业利润	615	871	1,066	1,001	1,171	1,373	普通股股东权益	2,436	2,987	3,350	3,878	4,494	5,210
营业利润率	2.5%	2.8%	2.9%	2.4%	2.3%	2.4%	少数股东权益	695	602	740	920	1,130	1,380
营业外收支	-15	31	39	40	44	48	负债股东权益合计	15,868	18,592	22,329	22,200	23,907	26,871
税前利润	600	902	1,104	1,041	1,215	1,421	比率分析						
利润率	2.4%	2.9%	3.0%	2.5%	2.4%	2.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-171	-259	-350	-333	-389	-455	每股指标						
所得税率	28.5%	28.8%	31.7%	32.0%	32.0%	32.0%	每股收益	0.350	0.633	0.667	0.667	0.779	0.906
净利润	429	642	755	708	826	966	每股净资产	5.546	6.801	5.085	4.905	5.685	6.591
少数股东损益	153	142	227	180	210	250	每股经营现金净流	5.171	-1.296	-1.254	3.400	2.193	2.757
归属于母公司的净利润	276	501	528	528	616	716	每股股利	0.200	0.030	0.050	0.000	0.000	0.000
净利率	1.1%	1.6%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.34%	16.76%	15.75%	13.61%	13.71%	13.75%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	1.74%	2.69%	2.36%	2.38%	2.58%	2.67%
净利润	429	642	755	708	826	966	投入资本收益率	7.00%	7.29%	7.73%	8.99%	10.78%	11.32%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	194	210	243	231	254	289	主营业务收入增长率	458.98%	27.89%	16.91%	14.45%	17.98%	17.10%
非经营收益	-95	-97	-420	51	-36	-124	EBIT增长率	115.33%	35.04%	46.23%	-0.69%	15.45%	13.17%
营运资金变动	1,742	-1,326	-1,404	1,698	689	1,048	净利润增长率	82.90%	81.20%	5.38%	0.00%	16.78%	16.25%
经营活动现金净流	2,271	-570	-826	2,688	1,733	2,179	总资产增长率	130.43%	17.17%	20.10%	-0.58%	7.69%	12.40%
资本开支	-170	-227	-324	53	-266	-192	资产管理能力						
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
投资活动现金净流	-156	-352	-149	213	-76	34	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	0	0	固定资产周转天数	15.8	12.5	11.9	10.3	8.9	7.9
债权募资	-897	1,719	1,774	-2,500	-1,159	-295	偿债能力						
其他	-461	-538	-716	-312	-198	-151	净负债/股东权益	-8.52%	29.90%	73.79%	14.21%	-13.83%	-43.11%
筹资活动现金净流	-1,348	1,199	1,074	-2,811	-1,357	-446	EBIT利息保障倍数	6.9	6.8	5.0	3.7	3.8	4.2
现金净流量	767	277	99	90	300	1,768	资产负债率	80.27%	80.70%	81.68%	78.39%	76.48%	75.48%

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	0	1
买入	0	1	2	2	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	2.00	2.00	2.00	1.93
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 2010-09-10	增持	10.82	31.00 ~ 31.00
2 2010-10-12	增持	11.70	N/A
3 2010-10-28	增持	11.57	N/A
4 2011-11-18	增持	7.24	13.10 ~ 15.90
5 2012-04-17	增持	8.33	N/A
6 2012-04-27	增持	10.03	N/A
7 2012-07-22	增持	6.55	N/A

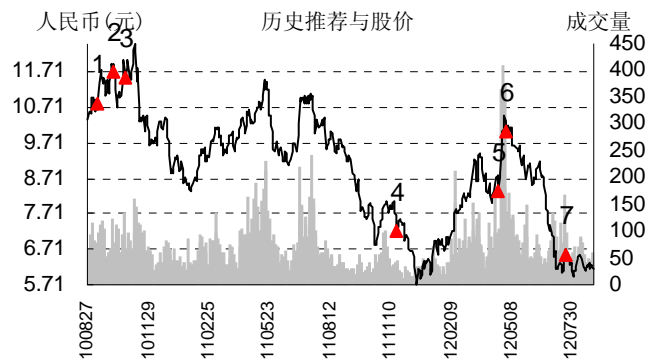
来源：国金证券研究所

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B