

物产中大 (600704.SH) 贸易行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

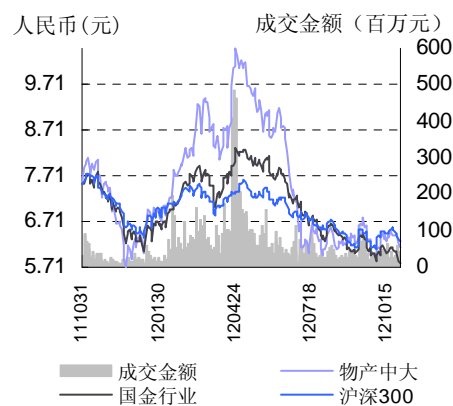
市价(人民币): 6.13元

日系 4S 店占比达 20%，当季业绩继续下滑

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)	674.55
总市值(百万元)	48.46
年内股价最高最低(元)	10.48/5.71
沪深 300 指数	2235.85
上证指数	2058.94



相关报告

1. 《行业低迷致业绩下滑,下半年增速或有望回升》, 2012.8.27
2. 《增资期货等子公司,加大金改受益幅度》, 2012.7.22
3. 《毛利稳健增长,税费等致净利润下滑》, 2012.4.27

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

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	0.597	0.692	0.801
每股净资产(元)	6.80	5.09	4.83	5.53	6.33
每股经营性现金流(元)	-1.30	-1.25	3.68	2.18	2.71
市盈率(倍)	14.15	9.79	10.26	8.84	7.64
行业优化市盈率(倍)	47.62	13.45	18.22	18.22	18.22
净利润增长率(%)	81.20%	5.38%	-10.62%	16.00%	15.70%
净资产收益率(%)	16.76%	15.75%	12.34%	12.52%	12.66%
总股本(百万股)	439.18	658.76	790.52	790.52	790.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **业绩略低于预期:** 前三季度,公司实现营收 278.6 亿元,同比增长 6.5%;实现归属母公司股东净利润 3.27 亿元,同比下滑 20.4%,对应 EPS 为 0.41 元。第三季度,公司当季营收同比增长 1.69%,归属母公司股东净利润同比下滑 20.0%,当季 EPS 为 0.08 元。

经营分析

- **日系 4S 店占比约 20%,汽贸业务受到一定影响:** 根据我们统计,截至 2011 年底公司日系 4S 店数量约为 25 家,约占公司当期 4S 总量的 20%。公司日系店新车销售受钓鱼岛事件影响较大,这也是当期营收增速下滑的重要原因。所幸的是,日系整车厂在 9-10 月份纷纷放弃对经销商销量目标的考核,同时在压库方面也有所放松,使公司经营压力并未剧烈恶化。从现在看,日系事件影响有渐渐平息的迹象,但对经销商的影响还需看日系厂家后续的商务政策。
- **盈利能力继续下滑:** 第三季度,公司毛利率为 6.38%,同比与环比分别下滑 0.7 与 1.0 个百分点,连续两个季度下滑;我们认为,地产营收比例的下滑,以及日系车对汽贸业务的冲击,是公司当季度毛利率下滑的主要原因。费率方面,当季三项费用数额同比与环比均有所增加,导致三项费率同比与环比分别提升 0.7 与 0.9 个百分点;第三季度,公司净利率仅 0.93%,同比与环比分别下滑 0.4 与 0.3 个百分点。
- **地产预收款充裕,地产业绩锁定率较高:** 第三季度末,公司“预收款项”项目余额为 42.3 亿元,较第二季度末的 35.1 亿元提升 7.2 亿元;公司上半年地产营收为 15.9 亿元,三季度末的预收款足够地产业务结算至 2013 年中,地产业务的业绩锁定率较高。
- **公司当前情景有喜有忧:** 喜的是,公司已在第三季度注资旗下的期货、投资与典当公司,该板块有望更加充分地受益政策推动;公司金融板块 2011 年归属母公司股东净利润为 7,463 万元,未来有望扩大业绩贡献比例。忧的是,除乘用车行业激烈的价格战和日系受冲击的影响外,当前尚不能排除杭州限牌的可能,如果杭州实施限牌政策,则将对公司汽贸业务造成重大冲击,业绩亦将受到较大影响。

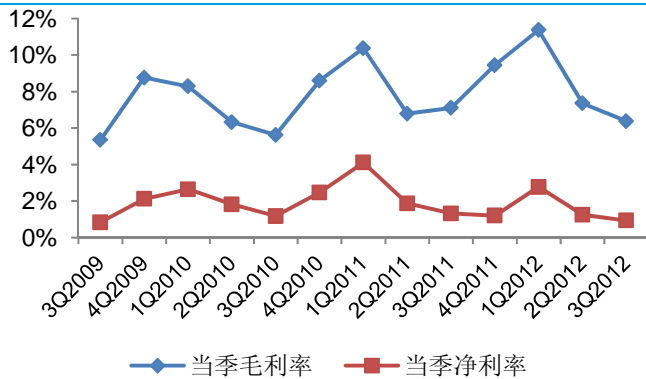
盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 可实现归属母公司净利润 4.72、5.47、6.33 亿元，同比分别下滑 10.6%、增长 16.0%、15.7%，对应摊薄后 EPS 分别为 0.60、0.69、0.80 元。

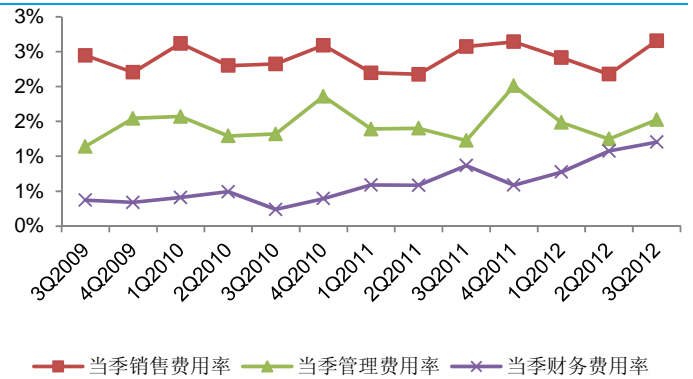
投资建议

- 公司当前股价对应 2012 年 PE 分别为 10.0 倍 PE，维持其“增持”评级。

图表1：公司分季度毛利率与净利率



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

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	22,583	26,884	31,678
增长率 (YOY)	n/a	8.76%	5.83%	19.04%	17.83%
毛利率	4.36%	5.07%	4.41%	4.70%	4.93%
毛利 (百万元)	855.23	1,082.86	996.08	1,264.65	1,563.09
增长率 (YOY)	n/a	26.62%	-8.01%	26.96%	23.60%
占总销售额比重	62.13%	57.80%	57.37%	58.03%	58.51%
占主营业务利润比重	37.23%	34.76%	31.08%	33.56%	36.03%
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%	32.11%	31.37%	30.87%
占主营业务利润比重	10.67%	7.26%	7.49%	7.33%	7.32%
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%	6.81%	6.66%	6.38%
占主营业务利润比重	29.85%	39.67%	40.16%	37.63%	34.23%
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%	0.78%	0.69%	0.62%
占主营业务利润比重	14.16%	9.34%	9.53%	8.51%	7.76%
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%	2.94%	3.25%	3.61%
占主营业务利润比重	8.10%	8.97%	11.73%	12.97%	14.65%
销售总收入 (百万元)	31,578	36,919	39,365	46,326	54,138
销售总成本 (百万元)	29,281	33,804	36,161	42,558	49,800
毛利 (百万元)	2,297	3,115	3,205	3,769	4,338
平均毛利率	7.27%	8.44%	8.14%	8.13%	8.01%

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
主营业务收入	24,692	31,578	36,919	39,365	46,326	54,138	货币资金	3,160	3,233	3,410	3,500	3,800	5,148
增长率		27.9%	16.9%	6.6%	17.7%	16.9%	应收款项	771	848	1,245	1,162	1,361	1,583
主营业务成本	-22,852	-29,281	-33,804	-36,161	-42,558	-49,800	存货	6,213	9,036	11,859	10,876	11,619	12,218
%销售收入	92.5%	92.7%	91.6%	91.9%	91.9%	92.0%	其他流动资产	2,824	2,256	2,018	2,071	2,314	2,589
毛利	1,840	2,297	3,115	3,205	3,769	4,338	流动资产	12,968	15,373	18,532	17,609	19,094	21,538
%销售收入	7.5%	7.3%	8.4%	8.1%	8.1%	8.0%	%总资产	81.7%	82.7%	83.0%	81.9%	82.8%	84.5%
营业税金及附加	-176	-217	-462	-472	-556	-650	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	-945	-1,112	-1,299	%总资产	6.9%	5.9%	5.6%	6.1%	6.0%	5.3%
%销售收入	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	795	856	983	1,021	1,036	1,060
管理费用	-373	-484	-567	-610	-718	-839	非流动资产	2,899	3,219	3,797	3,887	3,972	3,956
%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%	18.1%	17.2%	15.5%
息税前利润 (EBIT)	606	818	1,197	1,177	1,383	1,550	资产总计	15,868	18,592	22,329	21,496	23,066	25,495
%销售收入	2.5%	2.6%	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%	短期借款	1,934	2,894	4,406	2,305	1,260	704
财务费用	-88	-120	-241	-373	-426	-416	应付款项	6,582	7,871	9,196	10,118	11,907	13,925
%销售收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	其他流动负债	3,084	2,671	2,295	2,310	2,384	2,467
资产减值损失	-35	-24	-24	-27	-26	-30	流动负债	11,600	13,436	15,896	14,733	15,551	17,096
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	90	90	100	其他长期负债	69	153	312	0	0	0
%税前利润	22.8%	22.0%	11.5%	9.8%	8.4%	7.9%	负债	12,737	15,003	18,240	16,765	17,583	19,128
营业利润	615	871	1,066	877	1,030	1,213	普通股股东权益	2,436	2,987	3,350	3,822	4,369	5,002
营业利润率	2.5%	2.8%	2.9%	2.2%	2.2%	2.2%	少数股东权益	695	602	740	910	1,115	1,365
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	21,496	23,066	25,495
税前利润	600	902	1,104	917	1,074	1,261	比率分析						
利润率	2.4%	2.9%	3.0%	2.3%	2.3%	2.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-171	-259	-350	-275	-322	-378	每股指标						
所得税率	28.5%	28.8%	31.7%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.629	1.140	0.801	0.597	0.692	0.801
净利润	429	642	755	642	752	883	每股净资产	5.546	6.801	5.085	4.834	5.526	6.327
少数股东损益	153	142	227	170	205	250	每股经营现金净流	5.171	-1.296	-1.254	3.683	2.180	2.712
归属于母公司的净利润	276	501	528	472	547	633	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						
							净资产收益率	11.34%	16.76%	15.75%	12.34%	12.52%	12.66%
							总资产收益率	1.74%	2.69%	2.36%	2.19%	2.37%	2.48%
							投入资本收益率	7.00%	7.29%	7.73%	9.09%	11.03%	11.92%
							增长率						
							主营业务收入增长率	458.98%	27.89%	16.91%	6.63%	17.68%	16.86%
							EBIT增长率	115.33%	35.04%	46.23%	-1.63%	17.46%	12.06%
							净利润增长率	82.90%	81.20%	5.38%	-10.62%	16.00%	15.70%
							总资产增长率	130.43%	17.17%	20.10%	-3.73%	7.30%	10.53%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	4.0	4.4	4.9	5.0	5.0	5.0
							存货周转天数	80.3	95.0	112.8	110.0	100.0	90.0
							应付账款周转天数	10.9	11.0	12.1	12.0	12.0	12.0
							固定资产周转天数	15.8	12.5	11.9	11.1	9.6	8.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-8.52%	29.90%	73.79%	17.49%	-9.44%	-38.02%
							EBIT利息保障倍数	6.9	6.8	5.0	3.2	3.2	3.7
							资产负债率	80.27%	80.70%	81.68%	77.99%	76.23%	75.03%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	429	642	755	642	752	883
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	194	210	243	229	251	286
非经营收益	-95	-97	-420	116	68	1
营运资金变动	1,742	-1,326	-1,404	1,925	652	974
经营活动现金净流	2,271	-570	-826	2,912	1,723	2,144
资本开支	-170	-227	-324	-252	-266	-192
投资	-34	192	-58	0	0	0
其他	48	-316	233	100	100	110
投资活动现金净流	-156	-352	-149	-152	-166	-82
股权募资	10	18	17	0	0	0
债权募资	-897	1,719	1,774	-2,353	-1,045	-555
其他	-461	-538	-716	-317	-212	-159
筹资活动现金净流	-1,348	1,199	1,074	-2,670	-1,257	-714
现金净流量	767	277	99	90	300	1,348

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	1
买入	0	0	1	6	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	2.00	1.88	1.88
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 2011-11-18	增持	7.24	13.10 ~ 15.90
2 2012-04-17	增持	8.33	N/A
3 2012-04-27	增持	10.03	N/A
4 2012-07-22	增持	6.55	N/A
5 2012-08-27	增持	6.18	N/A

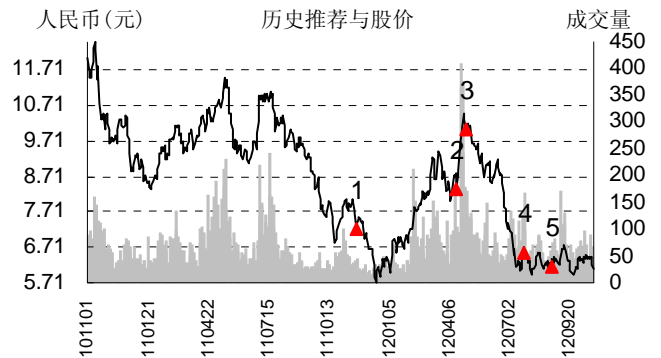
来源：国金证券研究所

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