



分析师

宏源汽车组
联系人:陈盛军

电话: 010-88085967

Email: chenshengjun@hysec.com

中大股份 (600704)
增持(首次)

综合/调研报告



开拓汽车销售市场 期待股指期货惊喜

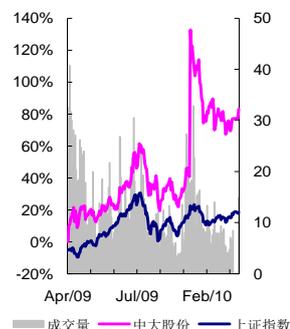
公司数据

总股本(万股)	43918
流通股(万股)	37475
每股净资产	5.04
主要股东	浙江物产集团公司
主要股东持股比例	19.35%

交易数据

一年价格波动区间	11.41~27.41
半年绝对表现	50.38%
半年相对表现	42.36%
半年换手率	3.27%

市场表现



投资要点:

➤ **汽车销售及售后服务业务。**公司旗下的物产元通,拥有汽车品牌授权 42 个,汽车营销服务网点 125 家(其中 4S 店 71 家),是我国规模较大、综合实力较强的汽车销售及综合服务集成商之一。2009 年,公司累计销售新车 12.74 万辆、二手车 3 万辆,维修汽车 107 万辆次,约为上市公司贡献净利润 1.06 亿。

公司计划通过增设战略性品牌的 4S 店、调整关闭微利或亏损的 4S 店、对外并购等方式来提升汽车销售业务的利润,目前正在进行相关筹划和实施具体措施。预计汽车业务 2010 年、2011 年贡献净利润 1.3 亿元、2.0 亿元,给予 30 倍 PE 估值,合理价值为 39 亿元。

➤ **房地产业务。**中大地产以“精品作品、长江战略”为指针,下设上海、杭州、无锡、南昌、武汉、成都、宁波、嵊州、富阳等区域公司,在长江流域各大城市同期开发十个以上精品项目。采用 NAV 法,中大地产的 NAV 为 42.47 亿元,而中大地产的净资产约为 12 亿元,中大地产的合理价值为 54.47 亿。

➤ **期货业务。**公司持有中大期货 95.1%的股权、大地期货 9.97%的股权。其中,中大期货 2007 年完成代理交易额 1.26 万亿元,市场份额 3.08%,位居全国第四。股指期货的推出,将提升公司期货业务的利润,预计 2010 年期货业务贡献净利润 8000 万元:中大期货贡献 7500 万元、大地期货贡献 500 万元。给予 30 倍 PE 估值,合理价值为 24 亿元。

相关研究:

➤ **风险提示:**宏观经济风险、房地产市场波动、汽车销量波动、股指期货市场不如预期。

采用分块估值,中大股份的每股合理价值为 27.2 元,给予“增持”评级。

目录

1. 公司介绍.....	3
2. 美国汽车经销商行业——售后服务为中流砥柱.....	3
3. 我国的汽车销售及售后服务业.....	5
3.1. 新车销售快速增长.....	5
3.2. 售后服务市场潜力巨大.....	5
4. 中大汽车销售及售后服务业.....	6
5. 房地产业务.....	7
6. 期货业务.....	7
7. 估值及投资建议.....	8
8. 风险因素.....	9

图表目录

表 1: 中大股份利润构成(单位: 百万).....	3
表 2: 美国汽车零售商毛利构成.....	4
表 3: 中大股份房地产业务 NAV 估值.....	7
图 1: 美国汽车经销商各业务收入增长情况.....	4
图 2: 中国乘用车销售额.....	5
图 3: 售后服务市场规模.....	6
图 4: 中国期货市场成交金额.....	8

1. 公司介绍

中大股份的主要利润来源为房地产、汽车销售及售后服务、期货中介，各业务的净利润贡献如下表 1。2010 年，公司对大地期货实际持股比例降为 9.97%。

表 1: 中大股份利润构成(单位: 百万)

	2007	2008	2009
归属于母公司的净利润	148	212	276
物产元通		61	106
中大地产	60	134	63
中大期货	19	30	44
大地期货		-	25
中大外贸	8	2	6
总部及其他	60	-15	32

资料来源：公司公告，宏源证券

注：总部，剔除投资收益；其他，主要是处置可供出售金融资产的收益、成本法核算的投资收益。

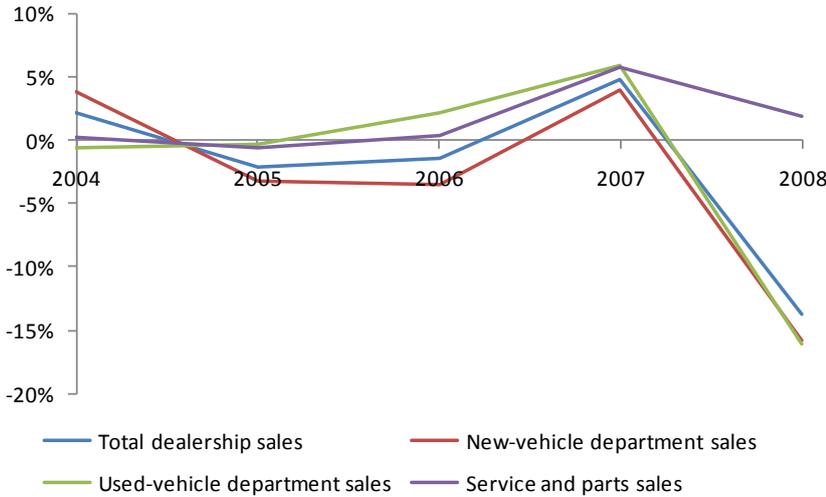
公司控股股东为浙江物产集团公司，持股比例 34.02%。浙江省物产集团公司是 1996 年由原浙江省物资局成建制转体组建的大型国有流通企业，拥有金属材料、汽车服务、能源、化工、现代物流、木业等六大主业板块，连续七年位列浙江省百强企业前两位（2009 年列第 1 位）。2009 年，物产集团实现营业收入 960 亿元，净利润 12.09 亿元。

物产集团主要通过提供互保、委托贷款等支持公司的汽车销售、房地产业务。

2. 美国汽车经销商行业——售后服务为中流砥柱

在美国，汽车经销商的业务主要有新车销售、二手车销售、售后服务、金融服务。其中，汽车售后业务的稳定性远远高于汽车销售业务，特别是在发生金融危机的 2008 年。

图 1: 美国汽车经销商各业务收入增长情况



资料来源: 宏源证券

在美国, 新车销售的毛利率 6.5%–8%, 二手车销售的毛利率会比新车的毛利率高 2–4 个百分点, 而售后服务的毛利率则高达 50%–57%。

售后服务、金融服务可以为汽车经销商代理 60% 的毛利, 在危机的时候可以贡献 67% 的毛利。其中, 售后服务可以贡献 40% 的毛利, 在危机时候可以贡献 50% 的毛利。

表 2: 美国汽车零售商毛利构成

企业	业务	2007 年	2008 年	2009 年
GPI	售后服务	39.14%	44.10%	49.60%
	金融服务	20.84%	20.37%	17.58%
	合计	59.98%	64.48%	67.19%
AN	售后服务	39.27%	44.55%	48.46%
	金融服务	21.03%	20.45%	18.21%
	合计	60.29%	65.00%	66.67%
SAH	售后服务	45.91%	49.59%	52.45%
	金融服务	16.69%	16.37%	15.01%
	合计	62.60%	65.96%	67.46%
PAG	售后服务	41.03%	43.60%	46.02%
	金融服务	15.10%	14.48%	14.07%
	合计	56.13%	58.08%	60.09%

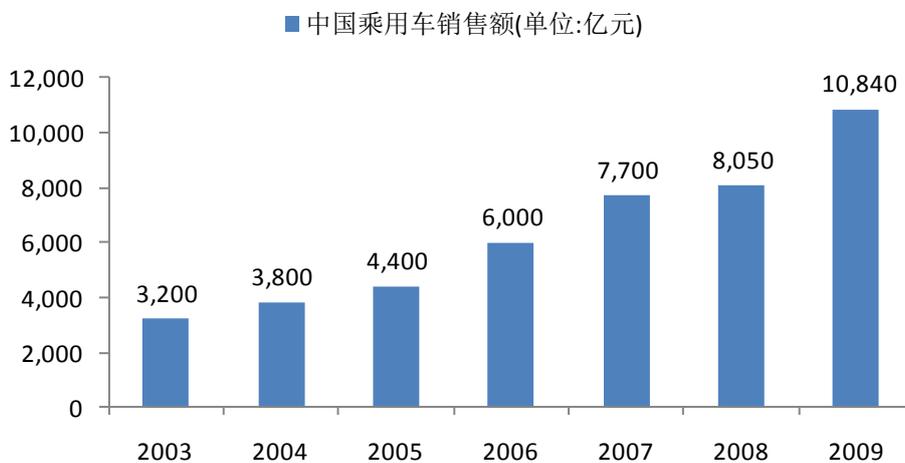
资料来源: 宏源证券

3. 我国的汽车销售及售后服务业

3.1. 新车销售快速增长

受益于经济的增长和居民收入水平的提高，我国乘用车销售额逐年提升。2003年为3200亿，2009年为10840亿，复合增长率为22.55%。而目前我国千人轿车拥有量为23.5辆，正处于快速增长的时期。

图2：中国乘用车销售额



资料来源：宏源证券

3.2. 售后服务市场潜力巨大

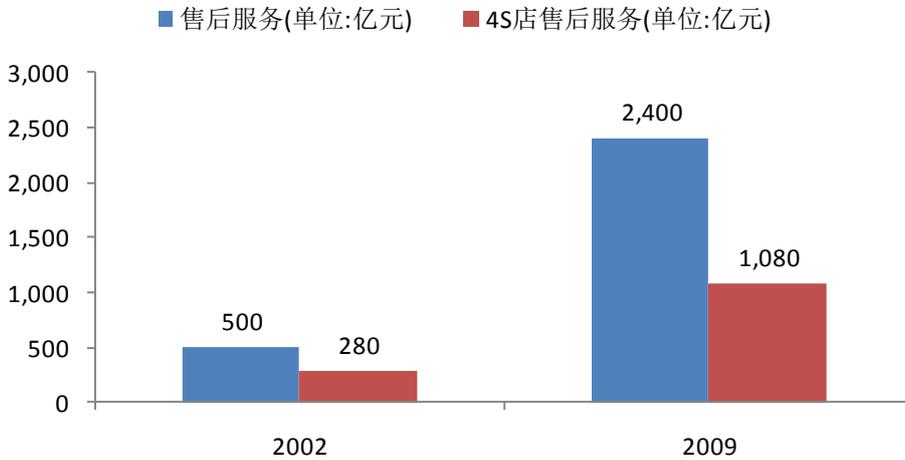
中国乘用车售后市场一般分为维修、保养及美容服务市场，以及汽车用品及零部件市场。

一般而言，在使用期里的第4至9年内，汽车对售后服务的需求最大。在中国，预计使用超过三年的乘用车比例，将由2008年约50%增加至2012年约66%。中国乘用车售后市场的规模呈快速增长，2002年约为500亿元，2009年约为2400亿元，复合增长率为25.12%。预计到2012年将进一步增长至约4860亿元。

2009年，4S店售后服务市场规模为1080亿，2002年以来的年复合增长率为21.27%。目前，4S点售后服务占整个售后市场的45%。其中，中高档及豪华品牌乘

用车车主约有 80%选择 4S 经销店提供的汽车服务。

图 3：售后服务市场规模



资料来源：宏源证券

4. 中大汽车销售及售后服务业

物产元通是中大股份下属的汽车销售企业，其拥有汽车品牌授权 42 个，汽车营销服务网点 125 家（其中 4S 店 71 家），是我国规模较大、综合实力较强的汽车销售及综合服务集成商之一。2009 年，公司累计销售新车 12.74 万辆、二手车 3 万辆，维修汽车 107 万辆次，为上市公司贡献净利润约为 1.06 亿（不含大地期货贡献的 0.25 亿）。

如果此次定向增发成功募集资金，将有 12 亿元投于物产元通。公司计划：1、投资建设战略性品牌的 4S 店，进一步提升浙江市场占有率；2、适当地实现向省外区域的扩张，为业务走向全国做好区域战略布局；3、在尚不具备设立 4S 店的三级市场，将通过设立网点方式抢占先期市场；4、同时大力发展二手车交易、汽车租赁等汽车后服务业务，为消费者提供全程服务，并形成新的利润增长点。

除了自己新建汽车经销店外，公司还计划通过收购来进一步扩大汽车经销网络。例如，公司正在洽谈收购龙华汽车的 30% 股权。龙华汽车在广东和浙江两地等主要中心城市拥有 4 家 LEXUS 雷克萨斯特许经营授权店、5 家一汽 TOYOTA 丰田特许经营授权店、1 家广汽 TOYOTA 丰田特许经营授权店和 1 家日产 INFINITI 英菲尼迪特许经营授权店等，此外，还有一些雷克萨斯、丰田的 4S 店在建设中。

此外，鉴于下属的一些 4S 店微利或亏损，公司正关停或调整这些 4S 店，这将有利于提升公司汽车业务的整体盈利水平。

5. 房地产业务

中大地产，是中大股份的地产开发平台。中大地产以“精品作品、长江战略”为指针，下设上海、杭州、无锡、南昌、武汉、成都、宁波、嵊州、富阳等区域公司，在长江流域各大城市同期开发十个以上精品项目。

我们采用 NAV 法，估算出中大地产的 NAV 为 42.47 亿元，而中大地产的净资产约为 12 亿元，中大地产的合理价值为 54.47 亿。

表 3：中大股份房地产业务 NAV 估值

项目名称	权益	权益可结算面积（万平方米）	楼面地价（元）	开发成本（元）	销售均价（元）	NAV（万元）
武汉长江紫都二期	45.00%	13.08	630	2,500	4,800	8,356
武汉水墨兰轩	100.00%	5.20	1,505	2,700	7,200	6,373
武汉十里新城-城中村	55.00%	20.06	2,000	2,700	8,000	27,011
南昌紫都	41.40%	3.93	1,192	2,500	4,497	385
无锡诺卡小镇	90.00%	40.13	858	2,600	4,494	10,891
嵊州项目	85.00%	13.60	1,780	2,500	6,500	11,460
成都君悦金沙	78.00%	55.59	515	2,500	5,542	59,157
杭州富阳西郊半岛项目	72.42%	33.05	2,800	2,800	16,000	150,987
杭州石祥路项目	100.00%	18.93	5,277	3,000	16,000	62,571
上海九里德	85.00%	24.70	1,431	3,500	13,000	87,510
合计		228.27				424,701

资料来源：宏源证券

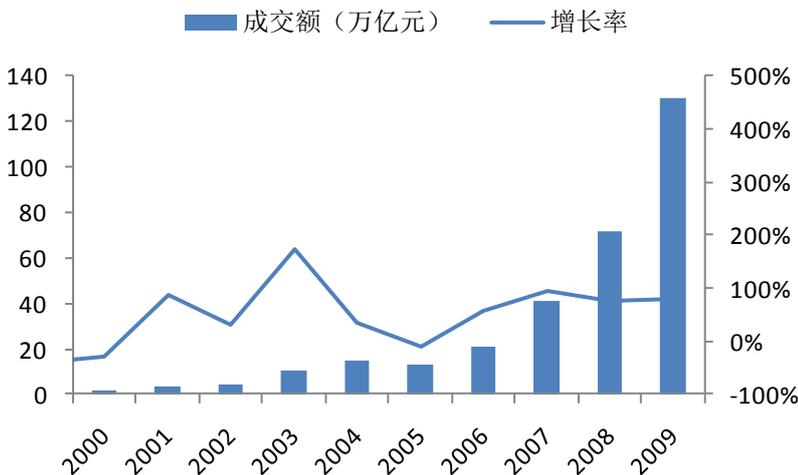
6. 期货业务

目前，公司持有中大期货 95.1% 的股权、大地期货 9.97% 的股权。其中，中大期货 2007 年完成代理交易额 1.26 万亿元，市场份额 3.08%，位居全国第四。2009 年，中大期货营业部数量为 13 家。

中大期货 2008 年、2009 年的净利润分别为 3191 万元、4585 万元，为上市公司

贡献净利润 3035 万元、4360 万元。股指期货的推出，将提升公司期货业务的利润，预计 2010 年期货业务贡献净利润 8000 万元：中大期货贡献 7500 万元、大地期货贡献 500 万元。

图 4：中国期货市场成交金额



资料来源：中国期货业协会，宏源证券

7. 估值及投资建议

我们分块估算公司各块业务的价值：

房地产：采用 NAV 法，估算出中大地产的 NAV 为 42.47 亿元，而中大地产的净资产约为 12 亿元，中大地产的合理价值为 54.47 亿。

汽车销售及售后服务：预计 2010、2011 年，汽车业务贡献净利润 1.3 亿元、2.0 亿元，给予 30 倍 PE 估值，则汽车业务价值为 39 亿元。

期货业务：预计 2010 年、2011 年贡献净利润 0.8 亿元、1.1 亿元，给予 30 倍 PE 估值，则期货业务为 24 亿元。

其他：预计公司总部、贸易业务、成本法核算的投资收益 2010 年、2011 年贡献净利润-0.25 亿元、-0.25 亿元，给予 20 倍 PE 估值，则这些业务合计价值为-5 亿元。

持有金融股权、其他上市公司股权：公司持有三花股份、中储股份、广发银行、国泰君安证券股份有限公司、国泰君安投资管理有限公司等股权，预计价值为 7 亿

元。

综合以上各部分，中大股份的合理价值为 119.47 亿元，每股合理价值为 27.2 元，给予“增持”评级。

8. 风险因素

宏观经济风险、房地产市场波动、汽车销量波动、股指期货市场不如预期。

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上