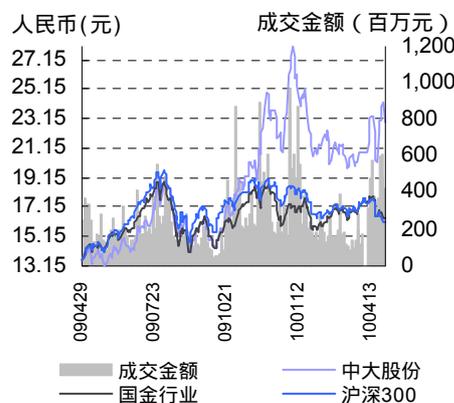


市价(人民币)：22.95元
目标(人民币)：31.00-34.00元

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)	374.75
总市值(百万元)	10,079.08
年内股价最高最低(元)	28.04/13.15
沪深300指数	3097.35
上证指数	2900.33



汽车经销服务行业 A 股首选标的

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.394	0.403	0.629	1.147	1.289
每股净资产(元)	4.59	4.07	5.55	8.58	9.45
每股经营性现金流(元)	1.51	-2.34	5.17	1.83	1.99
市盈率(倍)	52.03	19.25	42.21	20.02	17.80
行业优化市盈率(倍)	42.93	14.82	45.24	45.24	45.24
净利润增长率(%)	133.17%	2.38%	82.90%	117.50%	12.46%
净资产收益率(%)	8.57%	9.91%	11.34%	13.37%	13.65%
总股本(百万股)	374.75	374.75	439.18	524.18	524.18

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **汽车经销服务业务(物产元通)发展空间巨大**：中大股份旗下物产元通是浙江最大、国内领先的汽车经销服务集团；对于公司汽车经销服务业务，既存在业务升级、盈利改善带来的内生性成长机会，又存在整合市场、提高份额带来的外延式扩张机会；特别是物产元通注入上市公司、借力融资平台后，其4S店数量有望进入新一轮快速扩张期；
- **期货经纪业务(中大期货)快速增长预期明确**：中大期货是国内排名领先的期货经纪公司；随着国内期货市场交易品种日益丰富、交易规模不断增长，加之公司在融资平台的帮助下进一步提高资本规模和营业网点，公司在未来3年内收入与利润保持40%以上的年均增速是大概率事件；
- **房地产开发业务(中大房地产)经营稳健，风险较低**：中大房地产公司经营风格稳健，其开发项目多为2008年之前拿地，楼面地价低廉；公司现金流状况也较为充裕，销售回款状况好，购地资金压力低；以上因素使得公司能够较为从容地面对房地产行业调整，风险较低；

投资建议

- 在市场对汽车及零部件制造行业陷入观望的情况下，具备轻资产、弱周期、高现金流、高扩张性等特点的汽车经销服务行业的投资价值开始凸显；中大股份是目前A股中该行业的首选投资标的，而公司的期货经纪业务也具备广阔的成长空间，我们给予公司“买入”评级，建议投资者积极关注；

估值

- 我们预测公司10-12年EPS分别为1.147、1.289和1.678元；我们对公司的不同业务板块分拆进行估值，对汽车/期货/房地产/其他业务分别给予40/40/12/25倍的市盈率；此外，还应考虑到公司所持有金融资产、潜在的分拆上市可能性等因素；我们给予公司未来6-12个月31-34元的目标价；

风险

- 公司最大的不确定性仍来自于房地产行业的系统性风险；由于该业务占利润比较大，一旦房地产市场调整超出预期，公司盈利将难免受到影响；
- 汽车市场销量波动也是一个潜在风险，但是对于业务中心逐渐向售后服务转移的4S店来说，这一风险的消极影响正在逐步降低；

张锦

联系人
(8621)61038200
zhangjin@gjzq.com.cn

李孟滔

分析师 SAC 执业编号：S1130209030279
(8621)61038309
limengtao@gjzq.com.cn

曹旭特

分析师 SAC 执业编号：S1130208060236
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

内容目录

中大股份业务结构：汽车、期货、房地产三足鼎立	4
汽车业务：内生外延双轮驱动，发展潜力巨大	4
物产元通：汽车经销服务，浙江龙头，国内领先	4
借力资本市场，公司 4S 店将进入新一轮快速扩张期	7
由“经销”走向“服务”，盈利水平仍具提升空间	10
期货业务：受益期货市场，高速成长可期	12
期货市场：品种日益丰富，规模不断提升	12
中大期货：行业领先者，成长确定性高	12
房地产业务：稳健扩张，地价低廉，风险较低	13
公司估值	14
汽车经销服务业务应给予高溢价	14
盈利预测、股票估值与投资建议	15

图表目录

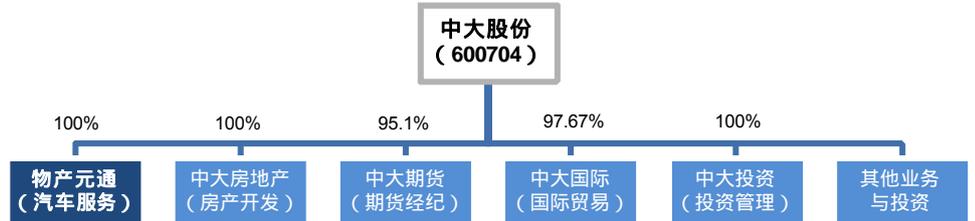
图表 1：中大股份股权与业务结构	4
图表 2：中大股份 2009 年净利润来源分布	4
图表 3：物产元通在浙江各地市销售网点分布	5
图表 4：公司汽车代理经销涉及各大主流品牌	5
图表 5：国内主要汽车经销集团	5
图表 6：浙江省主要汽车经销商 4S 店数量对比	6
图表 7：浙江省主要汽车经销商市场份额对比	6
图表 8：浙江省中高档车份额显著高于全国总体水平	6
图表 9：浙江省进口车份额显著高于全国总体水平	6
图表 10：物产元通汽车销量以 20 万元以上中高档车型为主	6
图表 11：06-08 年国内主要汽车经销集团市场份额	7
图表 12：汽车经销商行业集中度呈提高趋势	7
图表 13：物产元通在浙江二三线城市仍有较大发展空间	8
图表 14：中国绝大多数 4S 店位于东部沿海地区	9
图表 15：中西部省份乘用车保有密度依然较低	9
图表 16：中西部省份乘用车市场更具增长潜力	9
图表 17：国内 4S 店收入来源分布	10
图表 18：中国目前 4S 店卖力来源分布	10
图表 19：欧美国家 4S 店毛利来源分布	10
图表 20：国内乘用车保有量快速提升	11
图表 21：国内汽车售后服务市场预测	11

图表 22：我国二手车市场发展与欧美国家相比仍不足	11
图表 23：国内二手车成交量预测	11
图表 24：国内二手车和售后服务毛利率高于新车销售	11
图表 25：物产元通汽车业务盈利水平变化	11
图表 26：国内期货市场成交量快速增长	12
图表 27：国内期货市场成交额快速增长	12
图表 28：欧美成熟期货市场交易品种丰富	12
图表 29：国内期货市场交易品种依然较为单一	12
图表 30：07 年国内主要期货公司代理成交量排名	13
图表 31：07 年国内主要期货公司代理成交额排名	13
图表 32：中大期货净利润快速增长	13
图表 33：中大房地产项目土地储备地区分布	14
图表 34：中大房地产开发项目楼面地价较低	14
图表 35：中大房地产开发业务历年收入及毛利率	14
图表 36：中升控股与物产元通的汽车业务对比	15
图表 37：中大股份盈利预测及估值	16
图表 38：公司所持有部分金融资产一览	17

中大股份业务结构：汽车、期货、房地产三足鼎立

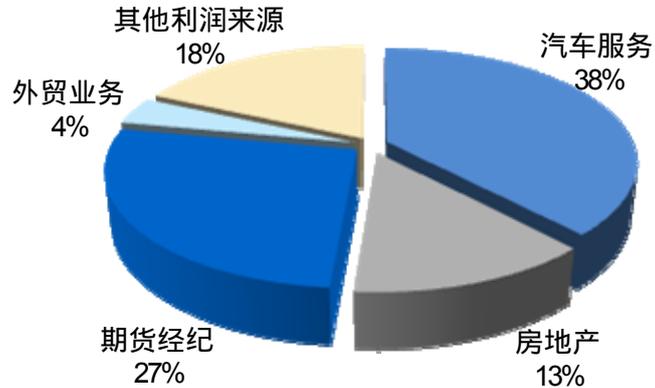
- 在完成对物产元通 100% 股权的收购后，汽车经销与服务成为中大股份的主营业务之一，中大股份也成为以汽车服务、期货经纪、房地产开发为三大主要发展方向的多元化控股型公司；

图表1：中大股份股权与业务结构



来源：公司公告，国金证券研究所，其中中大房地产与中大期货股权份额为直接间接持有合计

图表2：中大股份 2009 年净利润来源分布



来源：公司公告，国金证券研究所估算；其中期货经纪业务包括中大期货与大地期货

汽车业务：内生外延双轮驱动，发展潜力巨大

物产元通：汽车经销服务，浙江龙头，国内领先

- 中大股份 100% 控股的浙江物产元通机电（集团）有限公司，是浙江省最大的汽车经销服务商，销售网点遍布浙江省除衢州外的全部 10 个地级市；截至 2008 年，共拥有汽车授权品牌 60 多个，4S 店 89 家（包括少数 2S 店和其他品牌门店），汽车后服务门店 38 家；

图表3：物产元通在浙江各地市销售网点分布

地区	4S/品牌店 家数	后服务门店 家数	小计
杭州	44	30	74
宁波	7	0	7
金华	8	3	11
绍兴	9	2	11
台州	7	3	10
湖州	5	0	5
温州	3	0	3
嘉兴	3	0	3
舟山	2	0	2
丽水	1	0	1
合计	89	38	127

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司汽车代理经销涉及各大主流品牌



来源：国金证券研究所

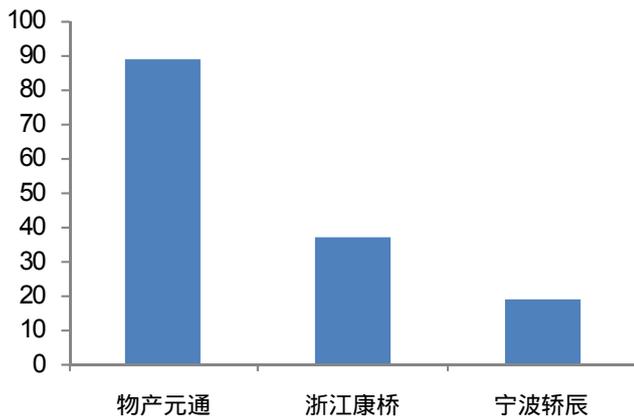
图表5：国内主要汽车经销集团

上市公司	门店数量	销售规模
庞大汽车 (冀东物贸)	截至2010年初,拥有4S店257家,非4S专卖店140家,各类汽车市场173家,主要分布在北方各省和南方部分省份。	2008年,实现汽车销量23万辆;2009年,实现销车36万辆,实现销售收入355亿元。
广汇汽车	截至2009年初,共拥有4S店160家;主要分布在广西、安徽、新疆、河南、重庆、四川等。	2007年实现销售收入120亿元,销售汽车10万辆;2008年销售收入164亿元,销售汽车12万辆。
物产元通 (中大股份旗下) (600704.SH)	截至2008年下半年,拥有4S店89家,汽车后服务门店38家;主要分布在浙江,但已开始向其他省份扩张。	2009年,销售汽车近13万辆,公司共实现销售收入超过160亿元,其中汽车业务占比85%以上。
中升控股 (881.HK)	截至2010年初,共拥有4S店47家;主要分布在东北及东部沿海各省以及四川、云南等。	2008年,实现汽车销量4.1万辆,销售收入105.5亿元。
永达汽车	截至2010年初,拥有品牌专卖店49家,其他汽车服务门店10余家;主要分布在上海及江浙一带。	--
广物汽贸	截至2010年初,共拥有140多家连锁店,属下有40多家子公司;主要分布在广东及周边省份。	汽车销售量分别占广东和广州市市场份额的30%和60%。
云南东建国	截至2009年,在云南、四川拥有41家子公司及206个汽车销售服务网点。	--
山东润华汽车	截至2008年,共拥有31家标准4S店及若干其他销售服务门店,主要分布在山东及周边省份。	--

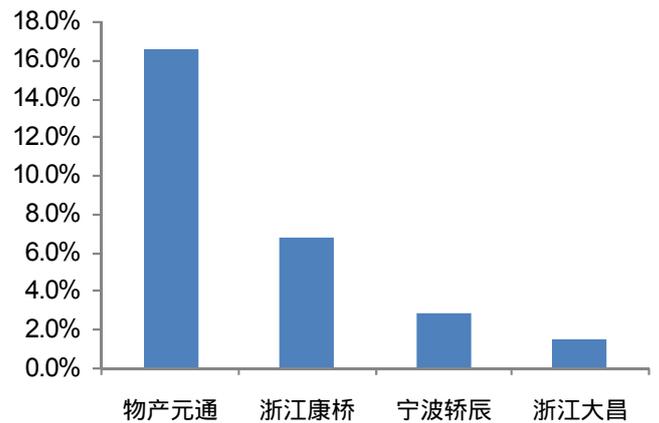
来源：国金证券研究所

- 物产元通牢固占据浙江省汽车经销服务商的龙头地位,省内汽车销售市场份额长期稳定在 15%以上,而浙江第二大汽车经销商——浙江康桥集团,经营规模与市场份额仅相当于元通的 40%,公司区域汽车经销霸主的地位难以撼动;

图表6：浙江省主要汽车经销商 4S 店数量对比



图表7：浙江省主要汽车经销商市场份额对比

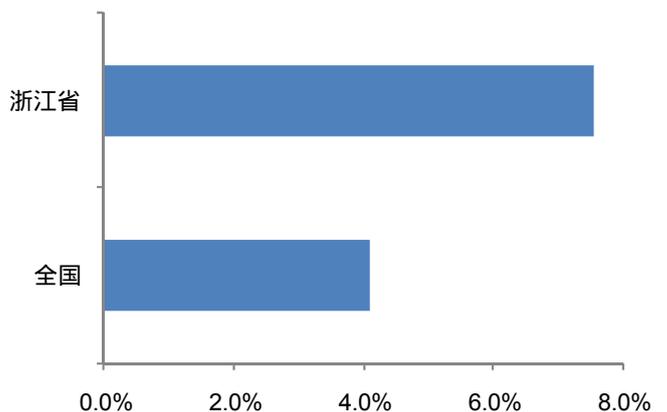
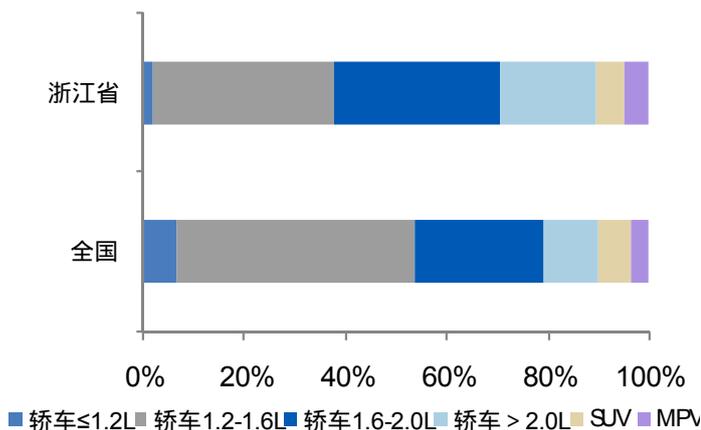


来源：各公司资料，国金证券研究所

- 而地处浙江——这一中国经济领先省份，也给予了公司在盈利能力上的先天优势：浙江省汽车市场较为发达，中高档车、进口轿车份额较高；从销量分布来看，公司所销售汽车以 20 万元以上中高档车型为主，盈利能力处行业内领先水平；

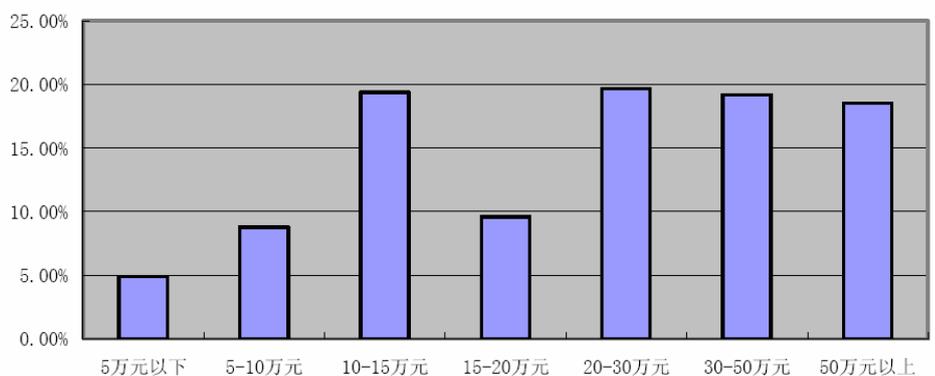
图表8：浙江省中高档车份额显著高于全国总体水平

图表9：浙江省进口车份额显著高于全国总体水平



来源：公安部，国金证券研究所

图表10：物产元通汽车销量以 20 万元以上中高档车型为主



来源：公司公告，国金证券研究所

借力资本市场，公司 4S 店将进入新一轮快速扩张期

- 与汽车制造行业寡头垄断的格局不同，国内汽车经销服务行业的集中度依然很低，大多数企业仅限于在 1、2 个省市经营，行业内最大企业的市场份额也不过在 2%左右；
 - 截至 2008 年底，国内共有约 1.5 万家 4S 店，分属数千家汽车经销企业，相当一部分经销商仅拥有 1-2 家门店，这些尚未完全摆脱个体经营模式的经销商，在日趋激烈的行业中的长期生存前景并不乐观；

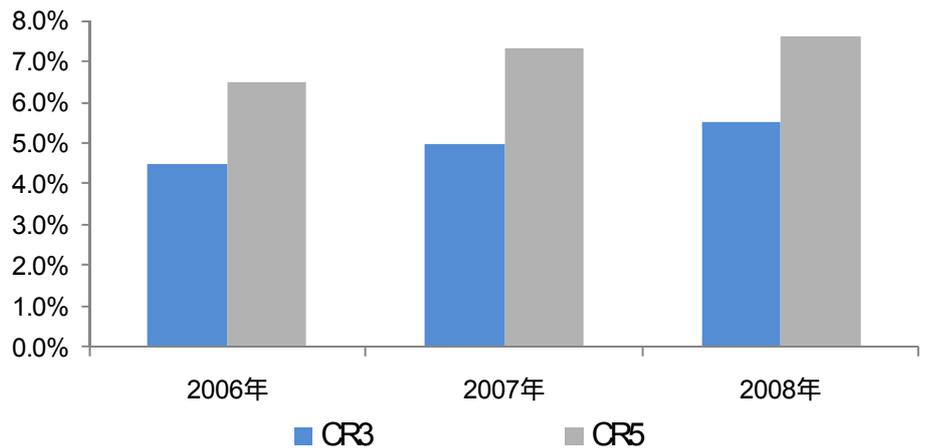
图表11：06-08 年国内主要汽车经销集团市场份额

汽车经销企业	市场份额		
	2008年	2007年	2006年
经销集团1	2.30%	2.00%	1.60%
经销集团2	1.70%	1.60%	1.60%
经销集团3	1.50%	1.40%	1.30%
中升控股	1.20%	1.10%	1.00%
经销集团5	0.90%	0.90%	1.00%
经销集团6	0.80%	1.20%	1.00%
经销集团7	0.70%	N/A	N/A
经销集团8	0.70%	0.60%	0.60%

来源：华通人，国金证券研究所；数据来自中升控股（881.HK）招股书，根据 08 年销量测算，我们认为经销集团 1-3 分别代表庞大汽车（冀东物贸）、广汇汽车、物产元通（中大股份）

- 事实上，以近两年来，汽车经销服务行业已经开始呈现集中度逐渐提高的趋势，大型经销商扩张的步伐开始加速，我们期待全国性汽车经销服务龙头的出现；而物产元通在注入上市公司、获得融资平台支持后，凭借资金、管理、品牌和话语权等方面的优势，极有可能成为这一角色；

图表12：汽车经销商行业集中度呈提高趋势



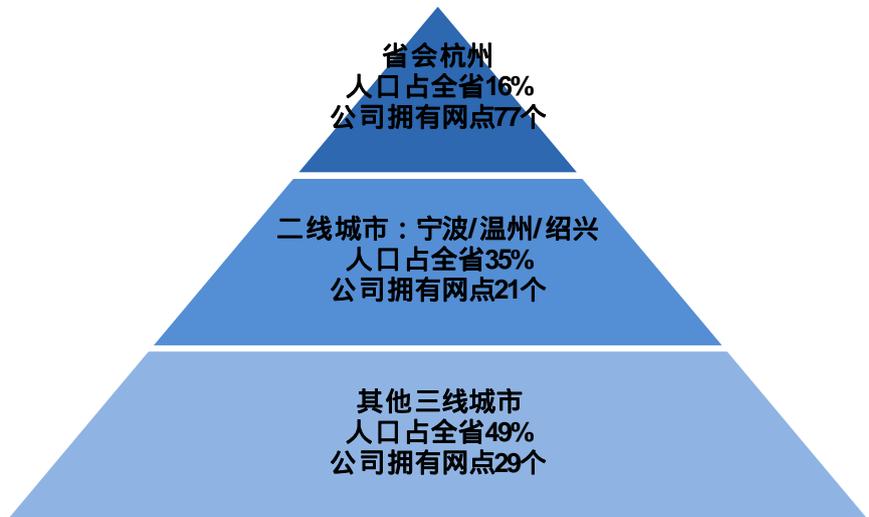
来源：华通人，国金证券研究所

- 在收购物产元通资产后，汽车经销服务已成为中大股份的主营业务与主要发展方向之一，公司原本具备的良好竞争力、加之融资平台的助力，我们认为公司有望进入新一轮的快速扩张期；
 - 在公司近期公布的增发方案中，计划有 12 亿元投入物产元通的汽车经销服务网络的建设；根据我们的测算，建设一个汽车 4S 店网点需要

资金 3000-4000 万元，以此计算 12 亿元可以用于建设 30-40 个汽车服务网点，相当于公司目前网点规模的近 30%；再考虑到 4S 店的 6-9 个月的建设期和 1.5-2 年的成熟期，我们认为公司汽车业务的利润贡献将在 2-3 年后迎来一轮跨越式的增长；

- 公司扩张的地域目标包括浙江省内和全国其他省份，而在这两类市场上，我们预计公司将采取不同的扩张策略：
- **浙江省内**：公司将以自建新 4S 店为主，而省内二三线城市或将成为公司主要掘金的地区，凭借公司已建立起的经销服务网络 and 良好口碑，我们预计公司在浙江省内份额仍有望提升；

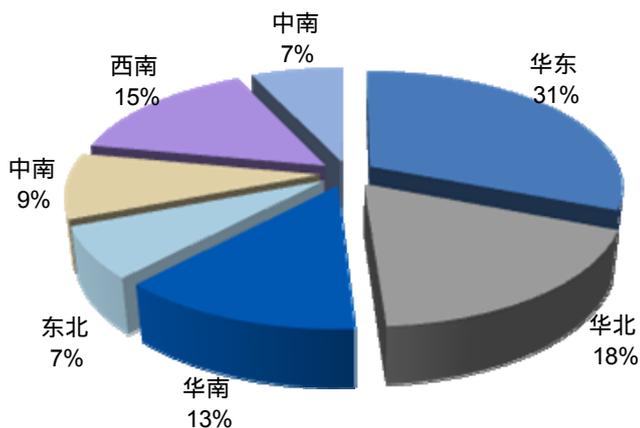
图表13：物产元通在浙江二三线城市仍有较大发展空间



来源：公司公告，国家统计局，国金证券研究所

- **其他省份**：收购兼并或成为公司跨省扩张重要形式；由于《汽车品牌经销管理实施办法》规定的车厂授权制，经销商新建网点需得到车厂同意，而汽车厂商在各省市一般均有相对固定的经销代理商，处于自身利益考虑，一般并不支持经销商异地扩张；这也成为物产元通进军外省的最大障碍；
 - 09 年底，中大股份通过决议，同意物产元通拟收购香港 Gain Gate 投资有限公司 100% 股权，从而间接持有香港龙华汽车有限公司 30% 股权；而香港龙华汽车司则以全资、控股、参股等方式在广东、浙江两地拥有下属成员法人公司合计 15 家（4 家雷克萨斯、5 家一汽丰田、1 家广汽丰田和 1 家英菲尼迪的特许授权店）；在直接建店受到限制的情况下，收购兼并有望成为公司跨省扩张重要形式；
 - 公司地处经济发达的浙江省，汽车市场起步早，经销商密集，而相比之下中西部地区汽车市场增长潜力更大；能否通过资本运作打开异地发展之门，成为公司长期成长的重要决定因素；

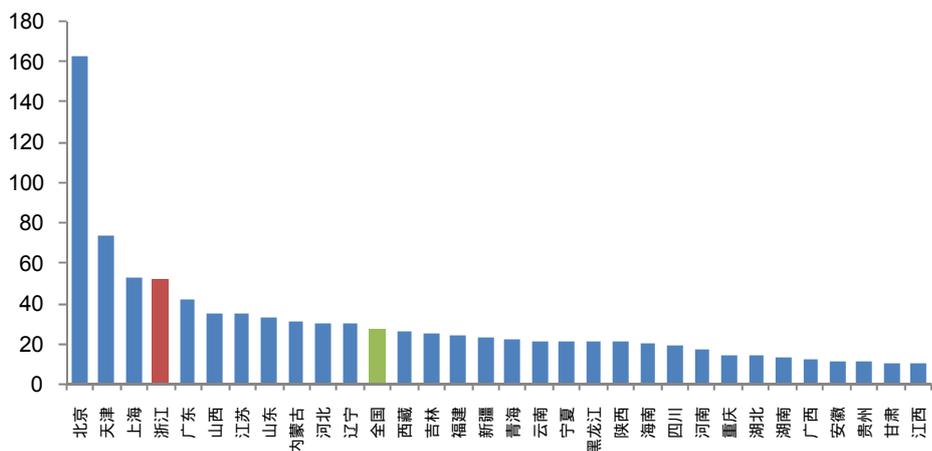
图表14：中国绝大多数4S店位于东部沿海地区



来源：华通人，国金证券研究所

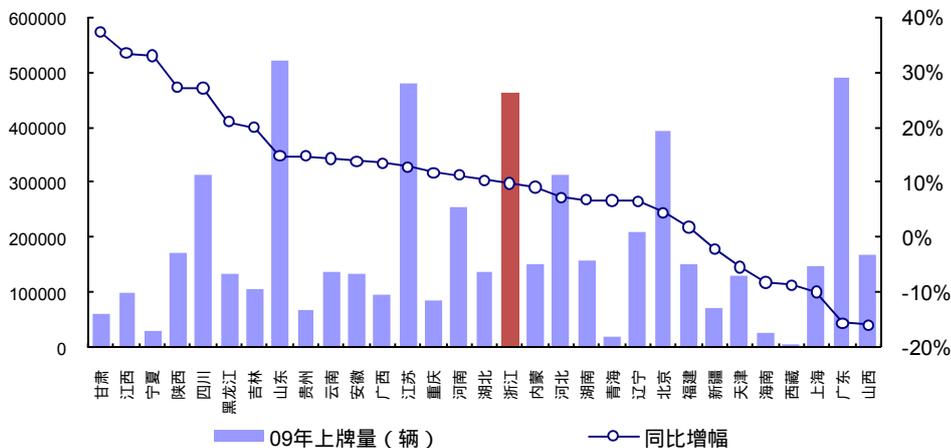
图表15：中西部省份乘用车保有密度依然较低

单位：辆/千人



来源：Wind，国金证券研究所

图表16：中西部省份乘用车市场更具增长潜力



来源：公安部，国金证券研究所

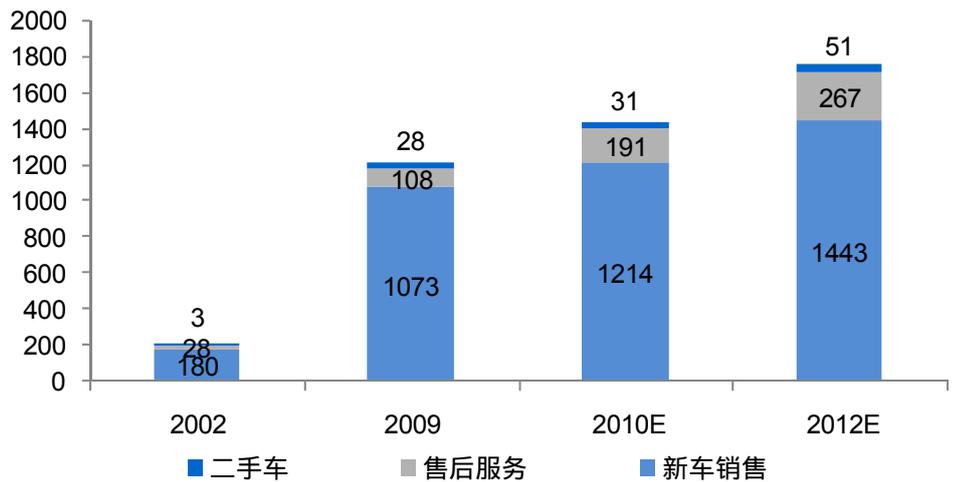
由“经销”走向“服务”，盈利水平仍具提升空间

- 内生性成长的主要动力来自于公司（主要是 4S 店）业务结构改善带来盈利水平的提升：
 - 由于汽车消费起步晚，保有量水平低等因素，国内 4S 店的业务仍以新车销售为主，占 4S 店总收入比近 90%，而毛利中则有 50%来源新车销售；

图表17：国内 4S 店收入来源分布

单位：十亿元

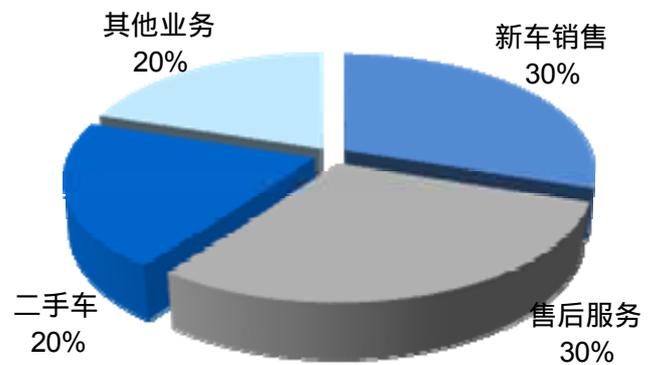
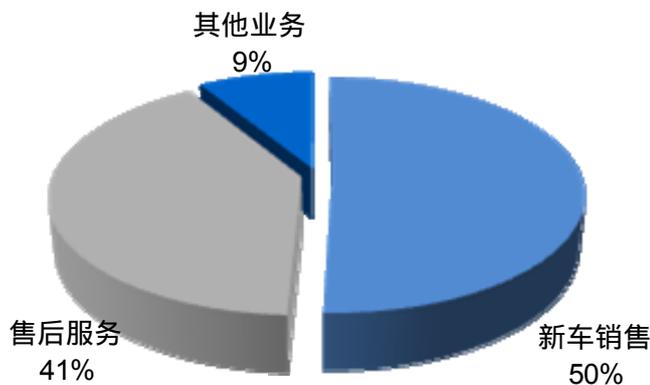
事实上，目前国内 4S 的售后服务，也仅以汽车维修为主，并且大部分利润来源为零部件的差价；所谓“4S 店”其实更像是销售整车（Sales）和零部件（Spare Part）的“2S 店”；



来源：华通人，国金证券研究所

图表18：中国目前 4S 店毛利来源分布

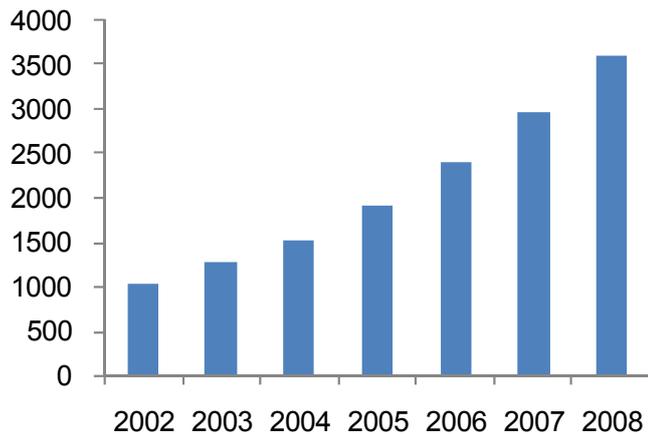
图表19：欧美国家 4S 店毛利来源分布



来源：国金证券研究所

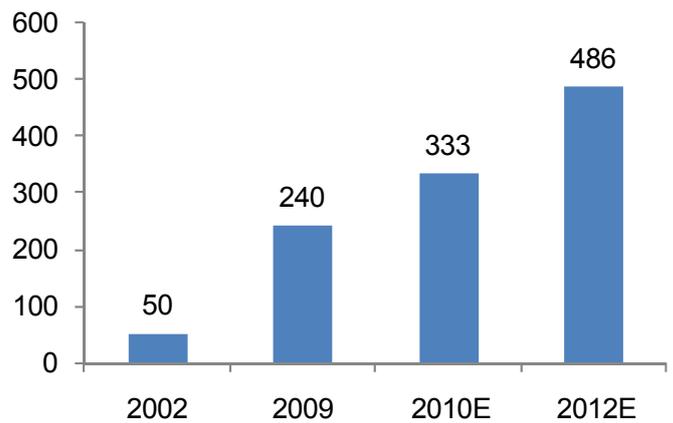
- 然而事实上，汽车售后服务才是 4S 店真正的盈利核心所在：售后服务业务和二手车销售的毛利率都显著高于新车销售，在欧美发达国家成熟汽车市场，4S 的毛利只有 30%来源于新车销售，售后服务、二手车及其他相关业务构成了其利润来源的大部分；
- 随着国内汽车保有量稳步上升、汽车消费逐步升级、二手车市场的发展成熟，利润较高的售后服务在汽车经销服务商业占比提高是必然的趋势；受益于此，我们认为未来中大股份（物产元通）汽车业务的盈利水平仍有提升空间；

图表20：国内乘用车保有量快速提升

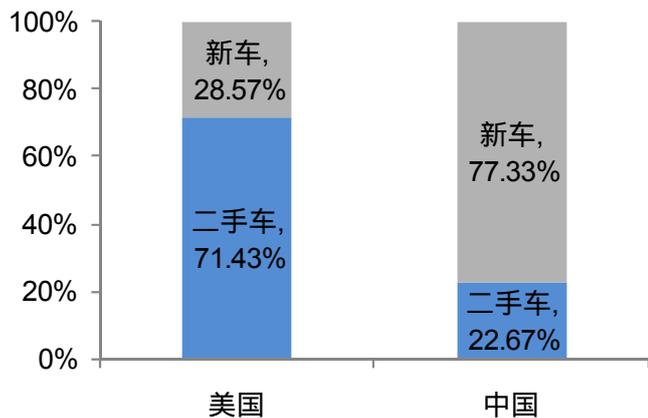


来源：国金证券研究所

图表21：国内汽车售后服务市场预测

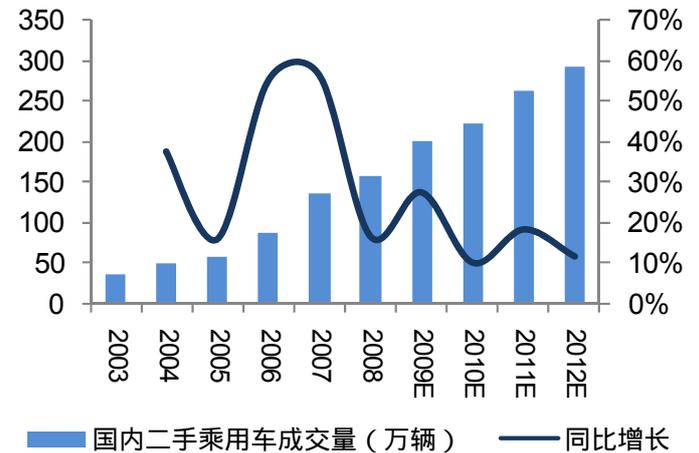


图表22：我国二手车市场发展与欧美国家相比仍不足

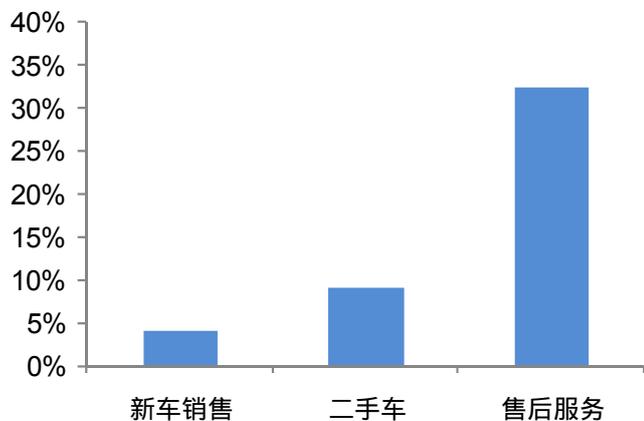


来源：国金证券研究所

图表23：国内二手车成交量预测

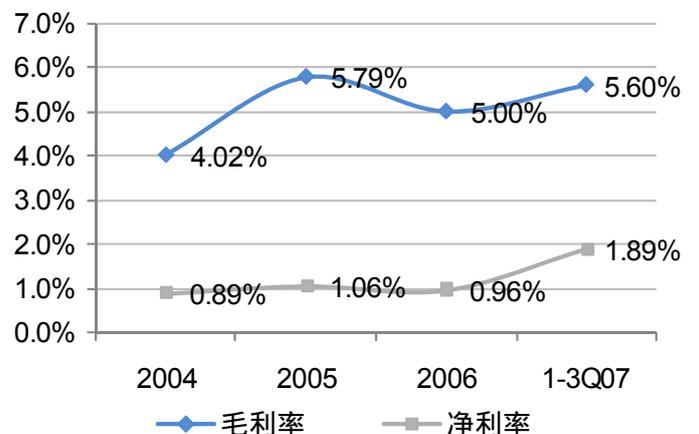


图表24：国内二手车和售后服务毛利率高于新车销售



来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：物产元通汽车业务盈利水平变化

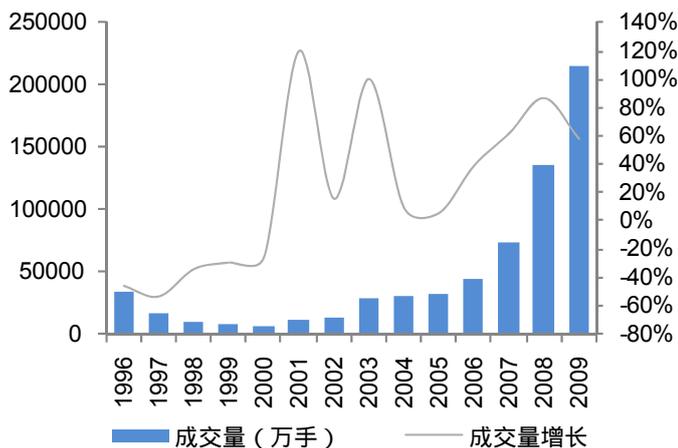


期货业务：受益期货市场，高速成长可期

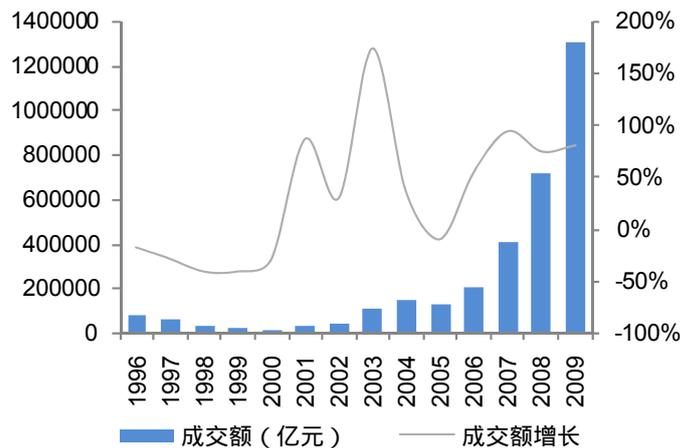
期货市场：品种日益丰富，规模不断提升

- 06 年以来，随着宏观经济发展和交易品种日益丰富，我国期货市场进入了新一轮的高速增长期，09 年交易量和交易额分别同比增长 58.18% 和 81.48%，成为仅次于美国的全球第二大期货市场；

图表26：国内期货市场成交量快速增长



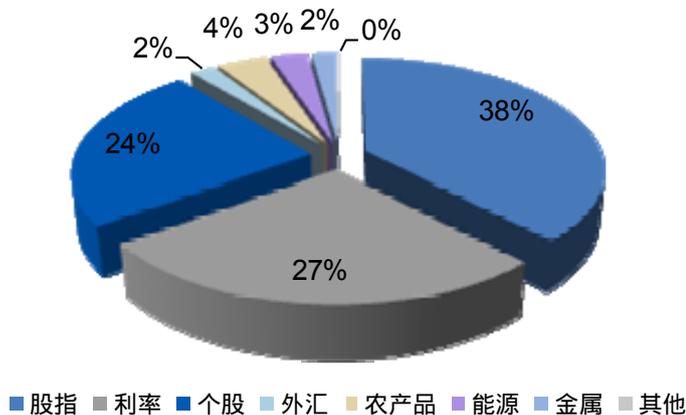
图表27：国内期货市场成交额快速增长



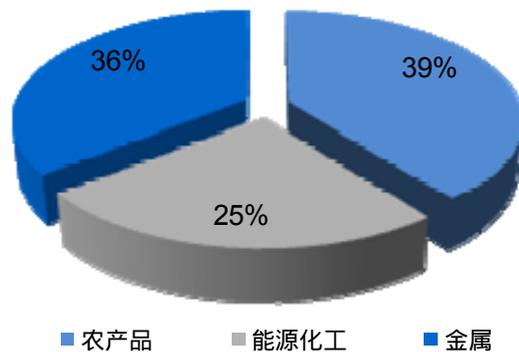
来源：国金证券研究所

- 期货市场机制和结构的特点决定了期货品种是期货市场规模的重要影响因素，与国外成熟金融市场相比，我国期货交易品种数量依然偏低（尤其是金融期货）；未来随着国内期货交易品种的继续丰富和市场体制的进一步完善，我国期货市场规模仍有着 10 倍以上的增长空间；

图表28：欧美成熟期货市场交易品种丰富



图表29：国内期货市场交易品种依然较为单一



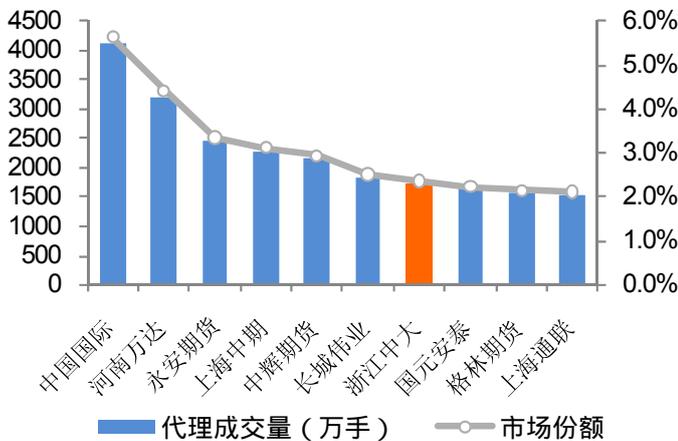
来源：国金证券研究所

中大期货：行业领先者，成长确定性高

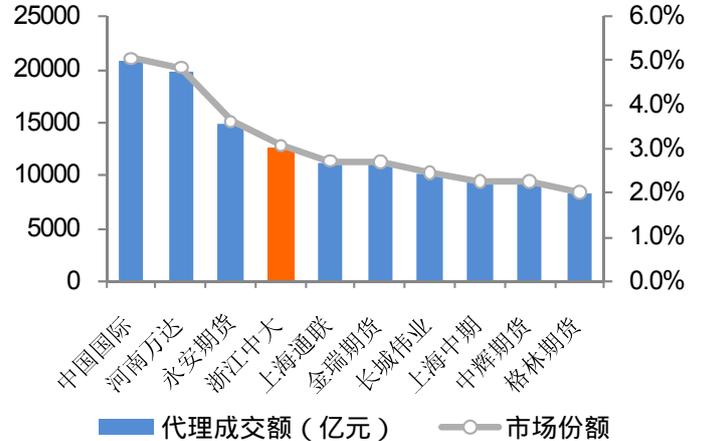
- 中大期货是国内领先的期货经纪公司，代理交易规模常年排名业内前列，收益与期货市场的快速发展，中大期货收入与盈利仍将保持高速增长；特别是在中大股份融资平台的支持下，中大期货未来有望在资本和营业网点上进一步扩张；我们认为中大期货 2010 年取得 50% 以上的利润增长是大概率事件；

- 对于股指期货推出的影响，由于中大期货并非券商系期货公司，短期内受益程度有限，近期发展将仍以商品期货为主；但是考虑到中大期货的行业地位，我们认为公司在长期仍将显著受益于金融期货的发展；

图表30：07年国内主要期货公司代理成交量排名



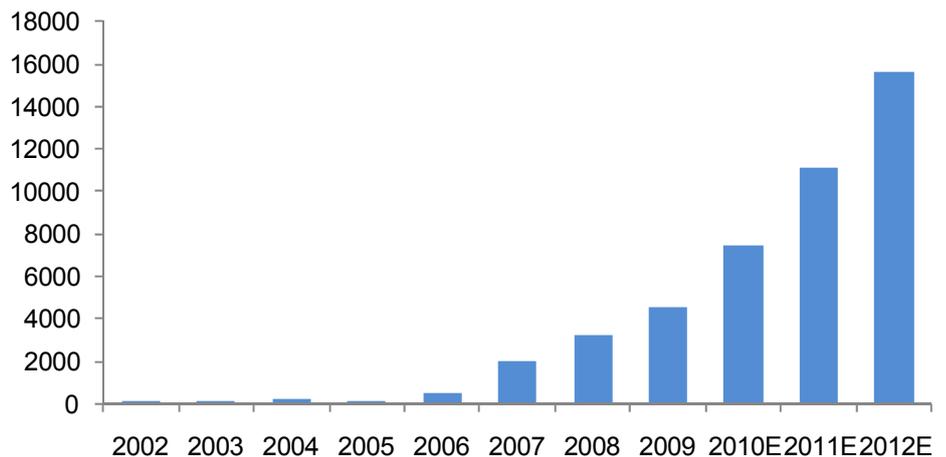
图表31：07年国内主要期货公司代理成交额排名



来源：中国期货业协会，国金证券研究所

图表32：中大期货净利润快速增长

单位：万元



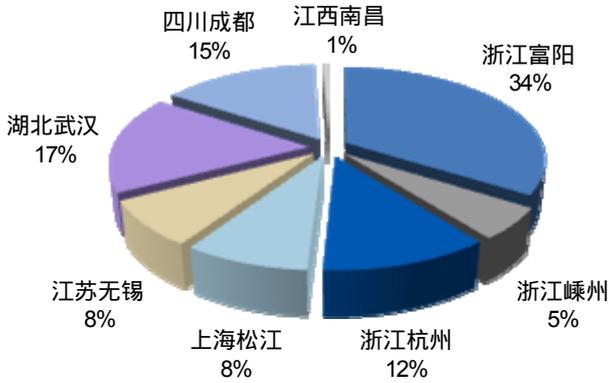
来源：公司公告，国金证券研究所

房地产业务：稳健扩张，地价低廉，风险较低

- 目前市场对于中大股份的主要担心在于其房地产业务，但是我们认为中大房地产公司稳健的经营风格、初始成本低廉的土地储备、充裕的现金流等因素将有助于其从容应对房地产行业的调控；
 - 中大房地产公司拿地风格较为稳健，并不追捧热点城市中心区域，而是采取“长江战略”的布局，由江浙向中西部地区、由一线城市向二三线城市延伸，形成了较为合理的项目梯队；
 - 公司土地储备初始成本低廉，除杭州机床厂地块外，全部拿于2008年之前，楼面地价仅相当于项目均价的20%-25%甚至更低；以此计算，即使房价未来出现20%-30%的调整，公司开发项目仍具备显著盈利空间；

- 公司房地产开发项目现金流较为充裕，销售回款状况良好，预售款达到近 15 亿；而目前唯一需要付款的土地是今年 3 月签订合同的杭州机床厂地块，需要在 2010 年 4 月、9 月和 2011 年 3 月前分别支付 49,944、19,978、19,966 万元；这一现金流状况足以使公司从容度过潜在的行业低谷；

图表33：中大房地产项目土地储备地区分布



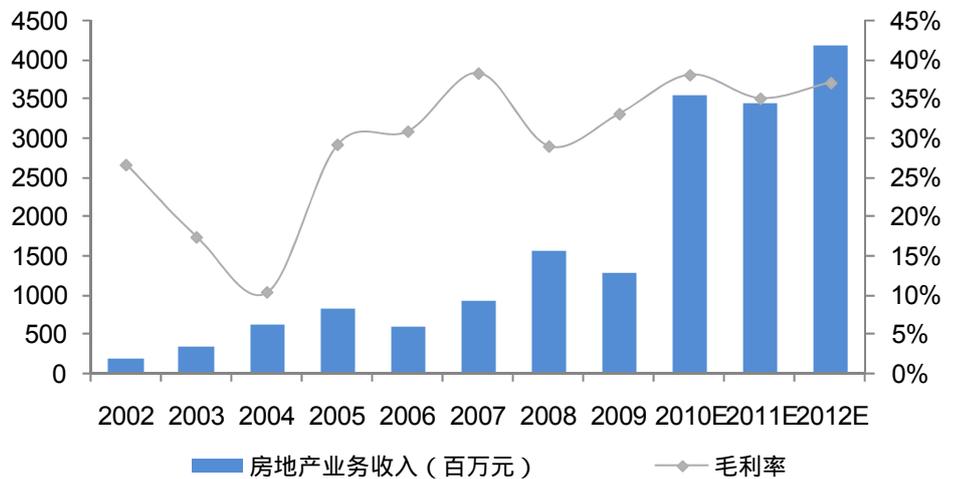
来源：公司公告，国金证券研究所

图表34：中大房地产开发项目楼面地价较低

项目	未结算面积	楼面地价
无锡中大诺卡小镇	13	858
武汉中大长江紫都	1	449
武汉中大水墨兰轩	4	1505
武汉十里新城	23	2000
成都中大君悦金沙花园	25	515
上海中大九里德苑	14	1431
嵊州中大淡溪花园	9	1780
富阳中大西郊半岛	56	6759 (考虑公建成本)
南昌中大青山湖花园	1	700
杭州机床厂地块	19	5277

- 在未来，公司仍将坚持“长江战略”的布局发展方向，充分利用长江这一条中国最为重要的经济带；在项目开发上坚持以“品质、品位、品格”为核心理念的精品开发战略，产品主要针对中高收入阶层，附加值高；
- 虽然房地产行业在近期会面临较大的不确定性，但从长期来看，中大房地产仍将受益于不可逆转的城市化过程而获得广阔发展空间；

图表35：中大房地产开发业务历年收入及毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

公司估值

汽车经销服务业务应给予高溢价

- 在国内，汽车经销服务企业的估值问题一直存在分歧：汽车经销商的运营模式无论同汽车制造商还是同其他商业贸易类企业均有一定区别，国内证

券市场长期缺乏标的性的汽车经销上市公司；而参考国外汽车经销上市公司的估值又难以反映我国汽车市场增长和升级的潜力；

- 而中升控股（0881.HK）则开辟了国内大型汽车经销商直接上市的先河，作为国内领先的汽车经销与服务企业，中升股份对于中国股市同类企业估值水平的确定具备较强的参考价值；
- 根据招股书预测，中升控股 2009 年实现归属母公司净利润不低于人民币 4.52 亿元，按 19.08 亿的股本全面摊薄后 09 年 EPS 为人民币 0.237 元，其最新收盘价 10.98 港元计算，09 年 PE 接近 40 倍；
- 我们认为，市场给予中升控股如此高的市盈率是基于以下几点理由：
 - 1、国内汽车市场增长与汽车消费升级的广阔空间；
 - 2、汽车经销服务类企业具有轻资产、弱周期性（相对于制造商）、高现金流、高扩张性和成长性的特点，这与商业类公司获得高溢价是相似的原因；
- 我们对中升控股和物产元通的汽车经销服务业务进行了对比：
 - 元通在网点规模、授权品牌、汽车销量等方面均强于中升，而在业务结构方面则于中升不相伯仲；
 - 元通相比中升主要劣势在于盈利水平较低，这可能与公司的业务特点和股权结构有关，但也从另一个方面说明了元通的业绩具有更大的提升空间；
- 按最新 10.98 港元的收盘价计算，中升控股的市值超过 200 亿港元（约合人民币 180 亿元），而中大股份目前的总市值仅仅为 97 亿元（须知物产元通净利贡献仅占中大股份的约 30%-40%，且 A 股估值水平一般是高于港股的）；
- 我们认为，中大股份（物产元通）汽车业务的理应得到市场的高溢价；

图表36：中升控股与物产元通的汽车业务对比

	中升控股	物产元通（中大股份）
服务网点	共有4S店47家。	共有4S店89家及售后服务门店38家。
网点分布	东部沿海各省及四川、云南。	以浙江省内为主，目前已开始计划向其他省份发展。
授权品牌	丰田、雷克萨斯为主，其他包括奔驰、奥迪、本田、日产、通用。	获得60多个汽车品牌的授权，覆盖国内各主要品牌。
业务结构	90%以上收入来自新车销售。	售后服务收入占比低于10%，但二手车销售收入占比显著高于中升。
汽车销量	2008年销售汽车4.1万辆。	2008年销售汽车超过11万辆，其中二手车约2万辆。
销售收入	2008年实现销售收入人民币105.5亿元。	2008年汽车业务实现销售收入超过人民币160亿元。
盈利情况	预计2009年实现归属母公司净利润人民币4.52亿元以上。	预计2009年共实现归属母公司净利润1.3亿元，其中75%以上来自汽车业务。

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测、股票估值与投资建议

- 我们预计 2010-2012 年公司分别实现 EPS1.147、1.289 和 1.678 元（按照增发 8500 万股后，总股本 524.18 百万股计算），其中：
 - 物产元通（包括汽车及其他业务）10-12 年对中大股份 EPS 贡献分别为 0.334、0.413、0.524 元；
 - 中大房地产 10-12 年对中大股份 EPS 贡献分别为 0.605、0.590、0.775 元；

- 中大期货 10-12 年对中大股份 EPS 贡献分别为 0.135、0.201、0.282 元；
- 投资、外贸、物业管理等其他业务对中大股份 EPS 贡献分别为 0.073、0.084、0.097 元；
- 由于中大股份为多元化控股型公司，我们将公司各主要业务分拆进行估值：
 - 物产元通（汽车业务）我们给予 40 倍的 2010 年 PE，每股价值 13.35 元，理由是汽车业务广阔的发展空间和未来进一步扩张的可能性；
 - 房地产业务我们给予 12 倍的 2010 年 PE，每股价值 7.27 元，理由是房地产调控下行业的消极预期和潜在风险；
 - 期货业务我们给予 40 倍的 2010 年 PE，每股价值 5.40 元，理由是期货市场规模的高速增长和公司期货业务高确定性的成长预期；
 - 其他业务包括投资、外贸、物业管理等，参考类似公司我们给予 25 倍的 2010 年 PE，价值 1.83 元；
 - 公司持有金融资产，价值约合每股 1.42 元；
- 以上各部分价值合计为 29.26 元，但公司整体层面仍具备溢价因素：
 - 汽车、商贸、房地产等业务目前相互独立，但并不排除在未来协同合作，产生“1+1>2”的可能性；尤其是汽车经销和房地产业务，不仅所面向客户群体具有相似性，而且“商业提供现金流、房地产提供利润率”这一模式也多次被资本市场证明是成功的；
 - 公司作为控股型综合类公司，各子公司业务相对独立，具备潜在的分拆上市的可能性，而公司管理层具有这一意向的可能性也不能排除；
- 综合以上所有因素，我们最终给予公司 31-34 元的目标价，建议投资者“买入”；

图表37：中大股份盈利预测及估值

单位：百万元		2009E	2010E	2011E	2012E	2010PE	估值
物产元通	销售收入（汽车业务）	14245.75	17622.11	21331.94	25839.37	40X	13.35
	毛利率	7.28%	7.39%	7.67%	8.00%		
	毛利	1037.69	1302.64	1636.92	2067.21		
	其中：						
	新车销售	12819.50	15767.99	18921.58	22705.90		
	毛利率	3.70%	3.66%	3.64%	3.63%		
	售后服务	1426.25	1854.13	2410.36	3133.47		
	毛利率	39.50%	39.11%	39.30%	39.69%		
	归属母公司净利	105.03	144.74	181.88	234.91		
	其他业务净利	27.50	30.25	34.79	40.01		
	物产元通净利润	132.53	174.99	216.67	274.92		
	对上市公司EPS贡献	0.302	0.334	0.413	0.524		
中大地产	房地产业务收入	1213.29	3542.62	3453.14	4172.47	12X	7.27
	房地产业务净利	36.47	317.38	309.26	406.12		
	对上市公司EPS贡献	0.083	0.605	0.590	0.775		
中大期货	期货业务净利	73.71	74.41	110.94	155.32	40X	5.40
	对上市公司EPS贡献	0.168	0.135	0.201	0.282		
其他业务	其他业务净利润	33.63	38.26	44.00	50.61	25X	1.83
	其他业务对EPS贡献	0.077	0.073	0.084	0.097		
金融资产价值						-	1.42
上市公司整体	上市公司EPS	0.629	1.147	1.289	1.678	25.5X	29.26
总股本数（百万股）		439.18	524.18	524.18	524.18		

来源：国金证券研究所

图表38：公司所持有部分金融资产一览

	参股公司	持股比例	价值/百万元	每股价值/元
上市公司	三花股份 (002050.SZ)	4.15%	287.70	0.55
	中储股份 (600787.SH)	1.43%	104.52	0.20
	大东南 (002263.SZ)	0.75%	28.48	0.05
非上市公司	广东发展银行	0.21%	116.50	0.22
	国泰君安证券	0.17%	201.25	0.38
	国泰君安投资管理	0.17%	4.79	0.01
	总计		743.24	1.42

来源：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)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4,138	4,417	24,692	30,542	34,875	42,048	货币资金	1,626	1,176	3,160	5,273	5,460	6,084
增长率	6.8%	459.0%	23.7%	14.2%	20.6%		应收款项	1,010	510	771	894	1,016	1,223
主营业务成本	-3,485	-3,623	-22,852	-28,085	-32,100	-38,658	存货	2,730	3,846	6,213	7,541	8,619	10,380
% 销售收入	84.2%	82.0%	92.5%	92.0%	92.0%	91.9%	其他流动资产	392	531	2,824	3,374	3,839	4,604
毛利	653	795	1,840	2,457	2,774	3,390	流动资产	5,758	6,062	12,968	17,082	18,934	22,291
% 销售收入	15.8%	18.0%	7.5%	8.0%	8.0%	8.1%	% 总资产	82.0%	88.0%	81.7%	85.3%	85.1%	85.8%
营业税金及附加	-97	-113	-176	-183	-209	-252	长期投资	808	445	926	882	905	930
% 销售收入	2.4%	2.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	349	316	1,090	1,297	1,588	1,863
营业费用	-222	-256	-685	-837	-956	-1,152	% 总资产	5.0%	4.6%	6.9%	6.5%	7.1%	7.2%
% 销售收入	5.4%	5.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	无形资产	32	32	795	652	703	750
管理费用	-129	-144	-373	-431	-485	-584	非流动资产	1,261	824	2,899	2,934	3,313	3,684
% 销售收入	3.1%	3.3%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	% 总资产	18.0%	12.0%	18.3%	14.7%	14.9%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	205	281	606	1,006	1,125	1,401	资产总计	7,019	6,886	15,868	20,016	22,247	25,975
% 销售收入	5.0%	6.4%	2.5%	3.3%	3.2%	3.3%	短期借款	1,857	1,521	1,934	1,794	1,706	1,644
财务费用	1	-12	-88	-115	-125	-122	应付款项	2,716	1,418	6,582	7,989	9,129	10,997
% 销售收入	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	其他流动负债	96	1,518	3,084	3,718	4,238	5,099
资产减值损失	11	-18	-35	-4	-5	-3	流动负债	4,668	4,457	11,600	13,502	15,073	17,741
公允价值变动收益	3	-1	-5	0	0	0	长期贷款	241	539	1,068	1,068	1,068	1,069
投资收益	88	53	137	149	164	181	其他长期负债	145	40	69	80	91	110
% 税前利润	28.8%	17.8%	22.8%	14.4%	14.2%	12.4%	负债	5,055	5,036	12,737	14,650	16,231	18,919
营业利润	308	304	615	1,036	1,159	1,456	普通股股东权益	1,721	1,524	2,436	4,496	4,951	5,778
营业利润率	7.5%	6.9%	2.5%	3.4%	3.3%	3.5%	少数股东权益	243	326	695	871	1,064	1,277
营业外收支	-3	-5	-15	0	0	0	负债股东权益合计	7,019	6,886	15,868	20,016	22,247	25,975
税前利润	306	298	600	1,036	1,159	1,456	比率分析						
利润率	7.4%	6.8%	2.4%	3.4%	3.3%	3.5%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-91	-80	-171	-259	-290	-364	每股指标						
所得税率	29.8%	26.8%	28.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.394	0.403	0.629	1.147	1.289	1.678
净利润	214	218	429	777	869	1,092	每股净资产	4.593	4.067	5.546	8.576	9.446	11.024
少数股东损益	67	67	153	176	194	213	每股经营现金净流	1.511	-2.345	5.171	1.831	1.991	2.410
归属于母公司的净利润	148	151	276	601	676	879	每股股利	0.100	0.080	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	3.6%	3.4%	1.1%	2.0%	1.9%	2.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.57%	9.91%	11.34%	13.37%	13.65%	15.22%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	2.10%	2.19%	1.74%	3.00%	3.04%	3.39%
净利润	0	218	429	777	869	1,092	投入资本收益率	3.43%	5.22%	7.00%	9.09%	9.51%	10.65%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	40	194	143	164	181	主营业务收入增长率	-2.27%	6.75%	458.98%	23.69%	14.19%	20.57%
非经营收益	0	-26	-95	46	21	-3	EBIT增长率	178.78%	37.11%	115.33%	65.96%	11.82%	24.54%
营运资金变动	0	-1,008	1,742	-6	-11	-7	净利润增长率	133.17%	2.38%	82.90%	117.50%	12.46%	30.11%
经营活动现金净流	0	-776	2,271	960	1,044	1,263	总资产增长率	43.13%	-1.89%	130.43%	26.14%	11.15%	16.76%
资本开支	-22	-40	-170	-207	-503	-505	资产管理能力						
投资	52	179	-34	44	-23	-24	应收账款周转天数	32.3	23.1	4.0	5.0	5.0	5.0
其他	47	-115	48	149	164	181	存货周转天数	260.0	331.3	80.3	98.0	98.0	98.0
投资活动现金净流	77	25	-156	-13	-362	-349	应付账款周转天数	108.7	90.1	10.9	11.0	11.0	11.0
股权募资	15	55	10	1,511	-168	0	固定资产周转天数	28.8	25.7	15.8	14.0	13.2	11.6
债权募资	127	576	-897	-139	-88	-58	偿债能力						
其他	-82	-224	-461	-205	-239	-233	净负债/股东权益	23.10%	47.81%	-8.52%	-46.96%	-46.48%	-49.32%
筹资活动现金净流	61	407	-1,348	1,167	-494	-291	EBIT利息保障倍数	-142.7	23.5	6.9	8.7	9.0	11.5
现金净流量	138	-344	767	2,113	187	623	资产负债率	72.02%	73.14%	80.27%	73.19%	72.96%	72.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3
买入	3	6	6	6	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.90	1.88	1.88	1.84

来源：朝阳永续

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

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：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室