深挖潜力、紧握机遇

——中大股份深度报告

深度报告

2010 年 7 月 28 日 星期三

中小盘小组
卢媛媛
证书编号：S0630208010054
021-50586660-8635
lyy@longone.com.cn

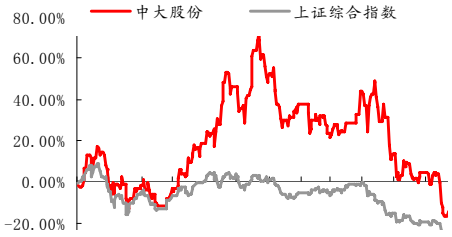
中小盘小组
张先萍
证书编号：S0630208010054
021-50586660-8633
zxp@longone.com.cn

报告联系人：徐玲玲
021-50586660-8634
xll@longone.com.cn

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据	
总股本（亿股）	4.39
流通股本（亿股）	3.75
总市值（亿元）	62.45
流通市值（亿元）	53.29

市场表现	绝对涨幅%	相对涨幅%
1 个月	64.55	42.77
3 个月	96.61	55.65
6 个月	11.85	23.65



投资要点

公司推荐理由论述

理由一：进入汽车销售领域较早，已经形成了完善的产业链和产业平台。积累了众多品牌和大量的保有客户，开始进入业绩释放期。

理由二：汽车行业进入快速发展期，汽车销售行业的行业集中度仍然很低，公司拥有资金、技术、网络优势，公司有成为全国性汽车经销商潜力。

理由三：市场对汽车销售行业极度看好，给予估值水平较高，从销售收入规模角度看公司较香港上市的中升控股估值相对较低。

理由四：公司地产土地储备多，拿地价格低廉，受房地产政策收紧影响相对较小。未来公司地产业务仍然是利润的主要来源之一。

理由五：随着金融衍生品的不断推出，公司期货业务每年的交易量快速增长，成为公司利润的稳定器。

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	24,692	28,889	31,576	33,594
增长率	459.0%	17.0%	9.3%	6.4%
营业利润(百万元)	615	1,085	1,123	1,364
增长率	102.6%	76.4%	3.50%	21.5%
净利润(百万元)	276	529	547	665
增长率	82.9%	91.3%	3.5%	21.5%
每股净资产（元）	5.55	6.39	7.26	8.50
每股收益（元）	0.63	1.20	1.25	1.51
市盈率（P/E）	42.2	12.9	12.5	10.4
市净率（P/B）	4.8	2.4	2.1	1.8

目录

1. 汽车销售行业概述 4
2. 我国汽车销售行业现状 6
3. 公司概况 7
4. 汽车业务 9
4.1 浙江省汽车销售行业的竞争状况 9
4.2 公司汽车销售业务概况 11
4.3 公司汽车业务利润率过低的主要原因 13
4.4 汽车业务未来的增长 14
4.5 增发的必要性 15
5. 房地产业务 16
6. 期货业务 18
7. 估值 18
8. 投资建议 20
9. 盈利预测 21

图形目录

图 1、中国公路里程数 4
图 2、中国年可支配收入为 2500 美元以上家庭数目及比例 4
图 3、民间汽车拥有量 4
图 4、汽车保有量 4
图 5、技术周期图 6
图 6、2008 年各地区乘用车上牌数据 7
图 7、2008 年各地区乘用车上牌数据 7
图 8、公司股权结构图 8
图 9、公司各行业收入比例 9
图 10、公司各行业净利润比例 9
图 11、不同价格段的汽车占比情况 12
图 12、浙江新车上牌量 13
图 13、中升控股 4s点数量 15
图 14、中大期货历年净利润 18

表格目录

表格 1 各国近四年汽车销量情况 5
表格 2 跨地区经销集团市场份额 7
表格 3 浙江省主要汽车经销商概况 10
表格 4 公司 4s店和后服务门店数量 11
表格 5 主要品牌汽车的 4s店情况 12
表格 6 浙江车辆维修情况 13

表格 7 各竞争对手经营数据 14
表格 8 汽车业务预测 14
表格 9 中大地产产品介绍 16
表格 10 公司各项目楼面价和市场价的比较 17
表格 11 公司房地产土地储备情况 17
表格 12 各种业务的业绩预测 19

1. 汽车销售行业概述

汽车行业曾经是美国、日本经济起飞的动力，是一个国家综合国力的体现。我国汽车行业经过10余年的发展，自2005年以后进入了快速发展期，目前我国的汽车保有量已超过10%，汽车年产量和销售量已经超过美国位居世界第一。无论是从居民收入水平还是汽车技术的发展水平还是基础设施的建设，汽车行业已经具备了快速发展的基础。

图1、中国公路里程数

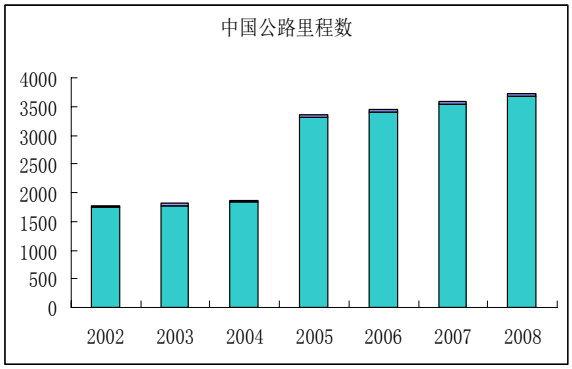


图2、中国年可支配收入为2500美元以上家庭数目及比例

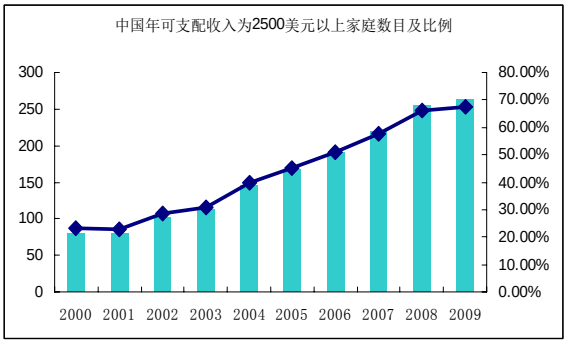


图3、民间汽车拥有量

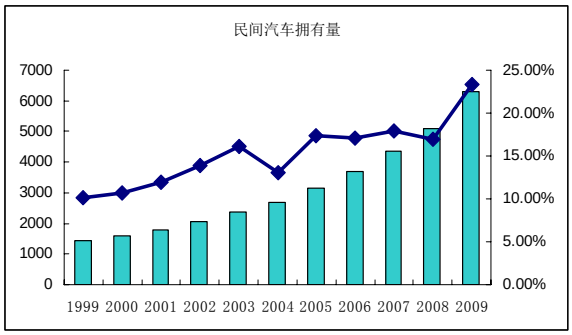
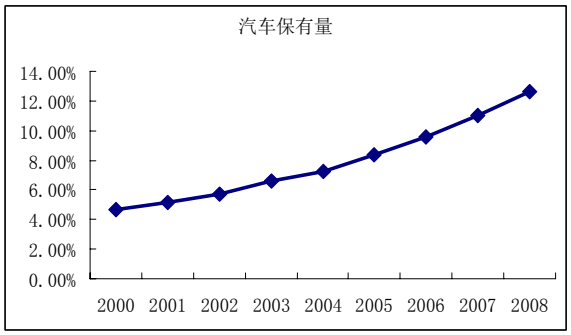


图4、汽车保有量



数据来源：东海证券研究所、CEIC

表格 1 各国近四年汽车销量情况

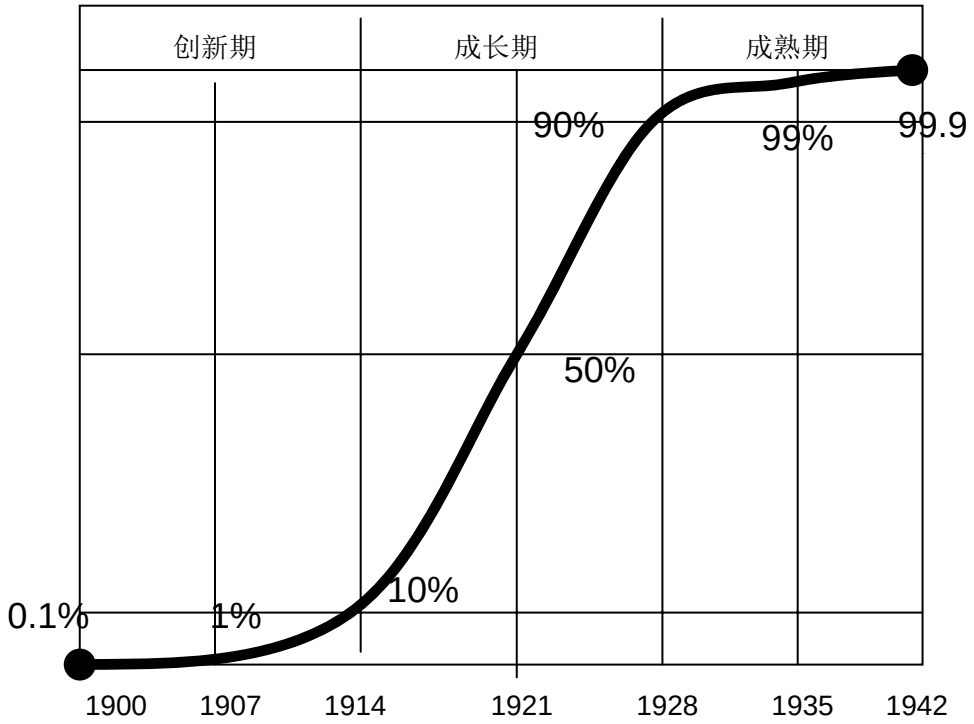
百万辆	2006	2007	2008	2009	年复合增长率
中国	4.45	5.58	6.06	8.75	25.30%
美国	7.79	7.6	6.81	5.46	-11.20%
日本	4.64	4.4	4.23	3.92	-5.40%
德国	3.47	3.15	3.09	3.81	3.20%
巴西	1.56	1.98	2.67	3.01	24.60%
法国	2	2.06	2.05	2.27	4.30%
意大利	2.33	2.49	2.16	2.16	-2.50%
英国	2.34	2.4	2.13	1.99	-5.20%
韩国	1.2	1.27	0.96	1.17	-0.80%
西班牙	1.63	1.61	1.16	0.95	-16.50%

数据来源：华通人调研、中升控股招股说明书

从产业链条看，随着保有量的提高，汽车销售行业开始迎来利润高速增长期。从美国汽车行业的演进过程看，技术革新的演进曲线是 s 型的（如图），也就是说汽车在城市家庭中的普及率从 0.1%增长到 10%所花的时间和从 10%增长到 90%所花的时间是一样的，增长速度在 S 曲线的后半周期自然变慢，最后普及率从 90%增长到 99.9%的时间跟前两阶段一样。

中国目前处于 S 曲线第二阶段的开始，在这一阶段生产规模不断扩大，技术成熟，单车成本下降，行业竞争加剧，市场价格下降，制造业利润开始下滑，竞争优势开始向优势企业集中。而处于产业链后端的汽车销售企业，由于汽车保有量的扩大，汽车后服务和二手车交易开始活跃，利润开始进入快速增长期，因此从汽车行业发展阶段来看，未来汽车销售企业的利润率增速将逐渐提高，汽车生产企业的利润率开始下降。中国家电的发展历程也说明了这一点，产业发展的最终结局是，制造业充分竞争，大量企业破产，优势向少数企业集聚，随着产业的成熟反而壮大了苏宁、国美等渠道企业，产业利润向下游渠道转移。在汽车产业发达的国家，整车的销售利润约占整个汽车行业利润的 20%、零部件供应的利润约占 20%，50%-60%的利润是在后服务领域产生的。

图 5、技术周期图



数据来源:《下一轮经济周期》、东海证券研究所

2. 我国汽车销售行业现状

中国乘用车市场的主要销售平台是 4S 经销店。经销商须与汽车厂家签订协议，获得授权在指定的地区从事特定品牌的销售活动。特别是商务部 2005 年出台的《汽车品牌销售管理办法》加强了 4S 经销店为现有零售平台的主导地位，该办法规定经销商必须在获得汽车厂家的授权后方可零售其品牌。2003 年至 2009 年间，4S 店汽车销售额由 2240 亿人民币增长到 10730 亿元人民币，年复合增长率为 29.8%。

从行业发展角度来看，汽车销售行业将迎来快速发展期。沿海地区汽车销售区域龙头企业已经形成，部分沿海区域竞争已经十分激烈，但从全国销售总量看每个经销商的市场份额偏小，行业集中度仍然很低。未来行业内的兼并重组，以及销售区域外延扩张将成为趋势。随着保有量的提高，汽车销售行业的利润率将明显好转。具有资金、品牌优势的企业将脱颖而出。

图 6、2008 年各地区乘用车上牌数据

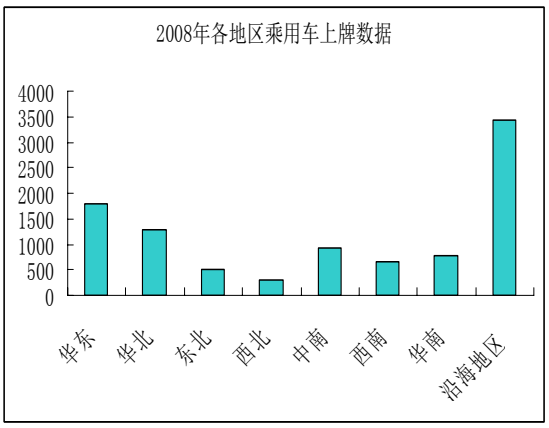
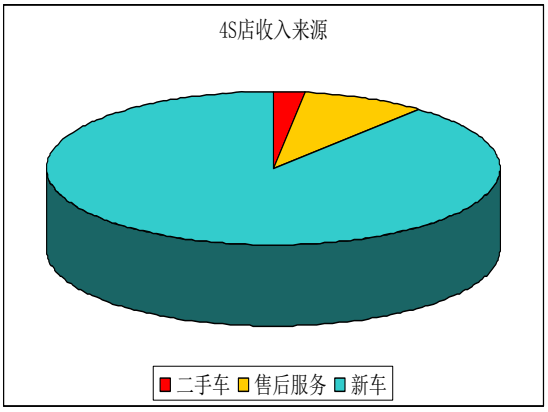


图 7、2008 年各地区乘用车上牌数据



数据来源：华通人调研、中升控股招股说明书

中国新乘用车市场高度分散。2008 年中国前十大汽车经销商的市场份额仅占乘用车市场总销售收入的 11.4%。

表格 2 跨地区经销集团市场份额

	2008	2007	2006
经销集团 1	2.3%	2.0%	1.6%
经销集团 2	1.7%	1.6%	1.6%
经销集团 3	1.5%	1.4%	1.3%
中升控股	1.2%	1.1%	1.0%
经销集团 4	0.9%	0.9%	1.0%
经销集团 5	0.8%	1.2%	1.0%
经销集团 6	0.7%	-	-
经销集团 7	0.7%	0.6%	0.6%

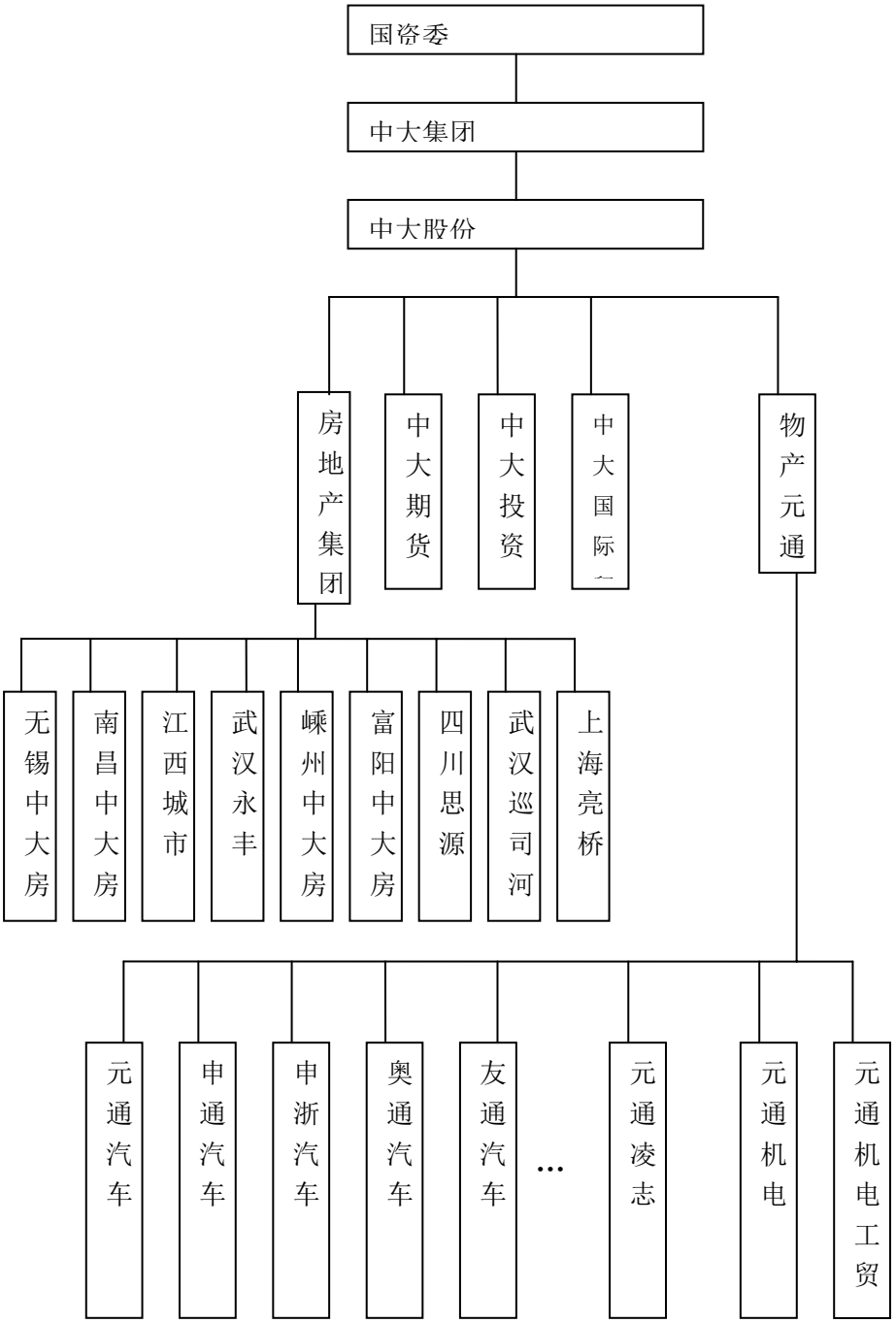
数据来源：华人通调研、中升控股招股说明书

3. 公司概况

中大股份前身是中国纺织品进出口总公司浙江服装分公司，1992 年以浙江省服装进出口公司为主体，联合中国纺织进出口总公司、中国银行杭州信托咨询公司、交通银行杭州分行四家单位作为发起人，以定向募集方式设立中大集团股份公司。主要从事国际贸易、房地产开发、期货和对外投资四大业务。2009 年通过向大股东物产集团定下增发，向上市公司注入物产元通 100%股权，由此公司形成了国际贸易、汽车销售、期货和房地产四大主业。

2009 年销售收入中汽车业务占比最大达到 64.18、外贸业务销售收入占比达到 29.52%。扣除少数股东权益前汽车、房地产、期货净利润占比分别为 28.99%、23.97%、17.79%。

图 8、公司股权结构图



资料来源：东海证券研究所

图 9、公司各行业收入比例

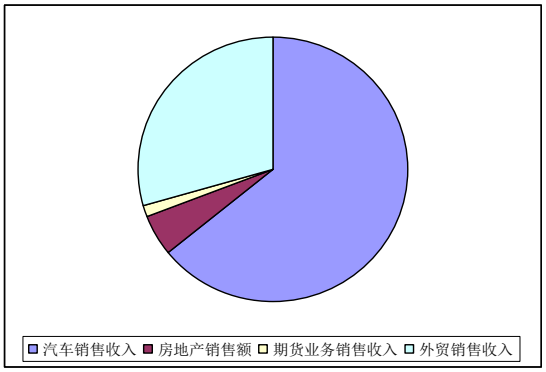
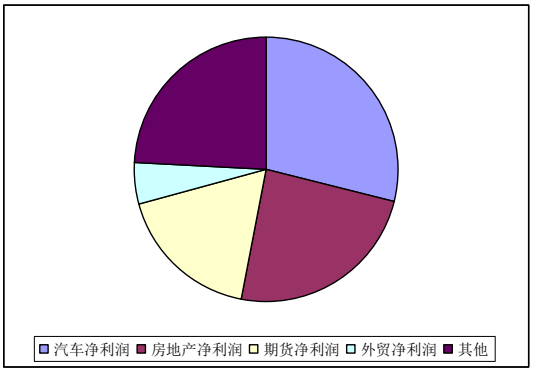


图 10、公司各行业净利润比例



数据来源：东海证券研究所

4. 汽车业务

看好公司汽车业务主要理由是看好公司 17 年来在汽车销售领域的经验，销售产业链完整，有 100 万辆汽车保有量，公司已经建立的品牌和销售网络具有一定的垄断效应。我们看好未来的后服务市场。汽车维修伴随着汽车从开始使用到报废的整个过程，根据国际经验，一辆车在使用年限里的维修费用将达到车价本身的 1.2 倍。中国汽车销售自 2005 年开始放量，未来汽车维修将进入快速增长期。在发达汽车发达国家汽车维修利润占整个产业链的 50%-60%，汽车后服务将成为公司汽车业务强有力的助推器。

4.1 浙江省汽车销售行业的竞争状况

公司在浙江的主要竞争对手有浙江康桥、农资金昌等。元通汽车不论在量还是销售总额都远远超过第二名和第三名。但是公司在杭州以外地区的优势并不十分明显，各地区都有领先的汽车经销商，可以看出浙江省的竞争十分激烈。同质化竞争严重，经销商利润率微薄。

表格 3 浙江省主要汽车经销商概况

浙江康桥	资产总值 25 亿元，4S 店 40 家，共 60 家店。大部分集中在杭州。主营标志、福特、奔驰、大众等 20 多个品牌，年销售 5 万多辆。省内市场占有率 6%-8%。2002 年销售车辆 25244 辆，维修 132078 万辆次，销售收入 33.2 亿元。
农资金昌	金昌汽车创建于 2000 年，以汽车品牌经营和股权投资为核心业务，旗下拥有宝马、沃尔沃、韩国现代、北京现代、东风本田等多个知名汽车品牌代理权，在杭州、宁波、金华、义乌、台州、绍兴六大市场分布有控股、参股子公司 11 家，已建成标准的 4S 店 7 家。2009 年实现营业收入 40 多亿元，已发展成为注册资本 7300 万元，总资产 11 亿元。市场占有率约 3%。
农资金诚	在浙江省内拥有 7 家分子公司。公司现已拥有通用 SAAB（萨博）、通用 OPEL（欧宝）、ISUZU（五十铃）品牌的区域代理权，下属的 7 家分子公司，品牌展示形象店分布在省内的杭州、宁波、台州、湖州等地市。
浙江宝利德控股集团	2008 年底销售收入 15 亿元。以奔驰、奥迪、广本高档车为主，销售网点分布绍兴、湖州、萧山、诸暨。11 家 4S 店。
浙江广成集团	11 家 4S 店，以本田、马自达、现代、讴歌为主。2008 年销售车辆 6000 辆，维修 10 万辆次，维修产值 1 亿，营业额 10 亿。
温州红旭集团	12 家 4S 店，分别位于温州、瑞安、乐清、丽水、台州、山东德州等地。总资产 8.8 亿元。
温州华能汽车集团有限公司	6 家 4S 店，销售收入 10.5 亿元，销售奔驰、广本、通用、本田、现代等品牌
欧龙汽车贸易集团有限公司	12 家 4S 店、1 家汽车超市、1 家驾校。销售奔驰、福特、一汽大众等品牌，销售网点分布在温州、台州、衢州。
宁波轿辰集团	20 家 4S 店，主营丰田、奥迪、现代、别克、荣威、雪佛兰品牌，销售网点分布在宁波。年销售收入 22 亿元。
绍兴宝顺汽车销售服务有限公司	隶属农资金昌，年销售宝马 2000 余辆
浙江大昌	金华市
赵龙集团有限公司	义乌市

资料来源：东海证券研究所

4.2 公司汽车销售业务概况

公司目前拥有 90 家 4S 及品牌店，今年新建 4S 店 10 家，2010 年底合计约 100 家。主要地区集中在浙江一、二级城市。在省内拥有较强的营销网络和较完善的营销平台。下表是公司 2008 年 10 月做增发预案是提供的数据，供参考。

表格 4 公司 4s 店和后服务门店数量

地区	4S/品牌店家数	后服务门店家数	小计
杭州	44.00	30.00	74.00
宁波	7.00	0.00	7.00
金华	8.00	3.00	11.00
绍兴	9.00	2.00	11.00
台州	7.00	3.00	10.00
湖州	5.00	0.00	5.00
温州	3.00	0.00	3.00
嘉兴	3.00	0.00	3.00
舟山	2.00	0.00	2.00
丽水	1.00	0.00	1.00

数据来源：公司资料

公司 2009 年销售汽车 12.7 万两，二手车 3 万余量，维修 107 万余次。业务呈现二手车交易和维修业务增速大大快于新车销售的情况。目前已拥有奔驰、雷克萨斯、奥迪、沃尔沃、丰田、通用、日产、大众、福特、克莱斯勒、三菱、标致、现代、长安、华晨等 45 个品牌系列的代理权，覆盖绝大多数的主流品牌。

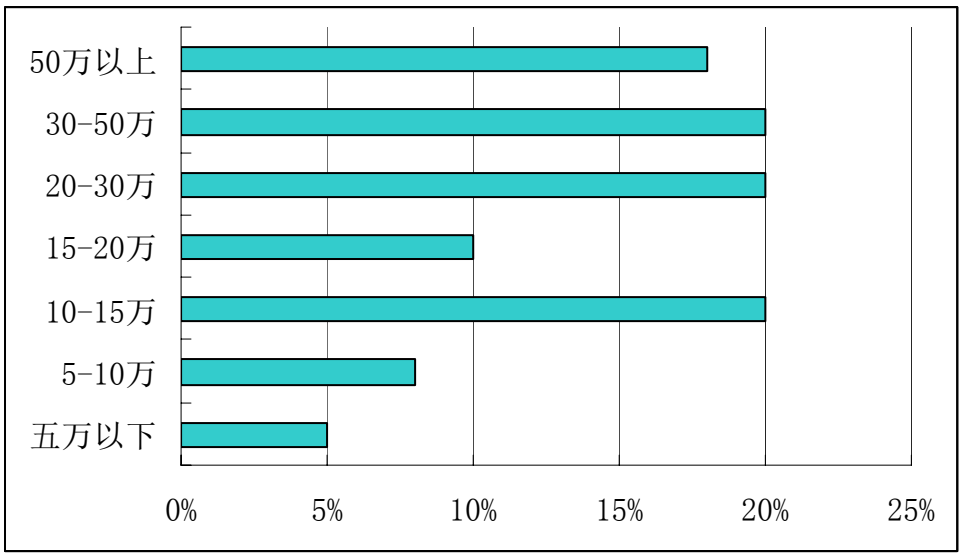
另外，品牌结构也以利润较好的中高端车为主。较高的定位保证了公司客户的品牌忠诚度，有利于公司后续服务的开展，从而避免恶性竞争，形成良性循环。新车促进后续汽车维修和品牌忠诚度，因此促进二手车市场发展和客户二次购车。

表格 5 主要品牌汽车的 4s 店情况

主要品牌	奥迪	大众	通用	丰田	东风日产	本田	雷克萨斯	华晨
4S 店家数	3	6	9	5	6	1	1	3
点名	浙江奥通、温州瓯通、湖州奥通	浙江申浙、台州申浙、金华申浙、余姚申浙、浙江宝通、宁波宝通、浙江捷通	浙江奥通、浙江申通、申通时代、湖州申通、金华申通、浙江兰通、浙江和通、湖州盛通、金华兰通	浙江广通、金华广通、义乌广通、杭州龙通、金华大江南	元通友通、元通港昌、元通友和、元通盛大、元通友米、元通广通	绍兴东元	浙江凌志	元通汽车、浙江元通、宁波元通

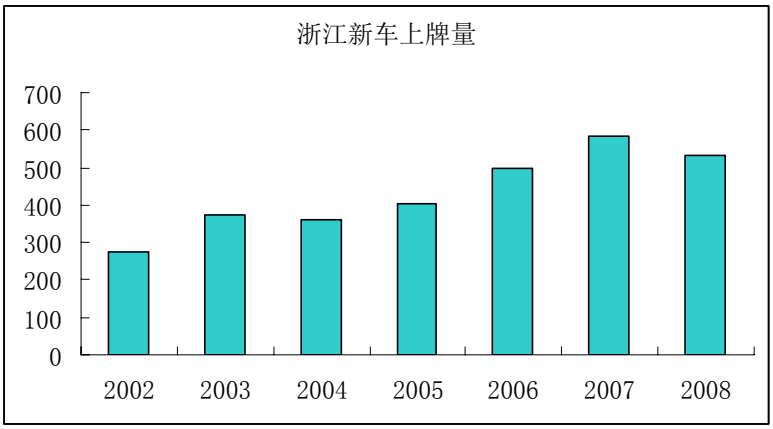
数据来源：东海证券研究所

图 11、不同价格段的汽车占比情况



数据来源：公司资料

图 12、浙江新车上牌量



数据来源：万得资讯

表格 6 浙江车辆维修情况

	2008	2009	截止 2008 年累计
新车（辆）	90000	127444	850000
二手车（辆）	20000	30000	200000
维修次数（万辆次）	950000	1070000	5000000
占浙江新车上牌比例	16.89%		

数据来源：东海证券研究所

4.3 公司汽车业务利润率过低的主要原因

公司目前汽车销售规模在 160 亿元左右，净利润 1 亿出头。毛利率 5%，净利润率不到 1%。对照香港上市的中升控股公司利润水平明显偏低。下面我们比较中升控股的数据试图解释公司利润率过低的原因。

首先，二者 4S 店分布的地理位置不同，中升控股 47 家 4S 店主要分布在东北、山东，其余主要散落在华南、西南，而元通 4S 店只局限于浙江省内，主要集中在杭州市。竞争环境较中升更激烈，市场更趋成熟。

其二，销售品牌有差异，中升控股主要销售以丰田、雷克萨斯、奥迪为主的中高档车，其平均单价高达 20.5 万元，远远高于元通单车 11 万元的售价。我们选取了元通以经营奥迪和雷克萨斯为主的浙江奥通和元通凌志，比较税前利润率和净利润率，我们发现利润率水平略低，但仍在合理范围内。

其三，元通经营历史较长，各 4S 店股权结构较为复杂，少数股东权益过

大。通过对历史数据的测算，50%净利润归属少数股东权益。公司正力图理顺权益关系逐步收回零散股权。

表格 7 各竞争对手经营数据

2009 年	销售收入	毛利率	税前利润率	净利润率	4S 店数	销售新车汽车数	单车价格	维修次数	汽车保有量	后服务利润占比
中升控股	137.2 亿元	8.60%	4.86%	3.40%	47	5.4 万辆	20.5 万	38 万辆次	10.1 万两	47.20%
中大股份	165 亿元	5%	1.04%	0.78%	95	12.74 万辆	11 万	107 万辆次	100 万两	60%
浙江奥通	9.4 亿元	-	3.14%	2.59%	-	-	-	-	-	-
元通凌志	7.64 亿元	-	4.32%	3.24%	-	-	-	-	-	-

数据来源：东海证券研究所

4.4 汽车业务未来的增长

公司汽车业务未来的增长主要依附于中国汽车行业的快速增长，销售收入的增长主要取决于新增 4S 店的外延式扩张。利润的增长主要取决于维修业务的快速增长。公司 2008 年累计销售新车 85 万辆、累计销售二手车 20 万辆，累计维修车辆 500 万次辆。而 2008 年、2009 年公司分别销售新车，9 万、12.7 万辆，分别销售二手车 2 万辆、3 万辆，分别维修车辆 95 万辆、107 万辆。可见各业务都呈现快速增长态势。

下表是我们对公司汽车业务的预测：

假设条件一：2010 年新开 10 家 4S 店，2011 年新开 20 家 4S 店。新车销售收入每年增长 14%。

假设条件二：二手车交易仍然呈现快速增长趋势，年交易量增长 20%。

假设条件三：汽车维修业务仍然增长高于新车销售业务增长，年增长 20%。

假设条件四：品牌结构向高档转移，维修业务占比逐年提高， 利润率逐年提高。

表格 8 汽车业务预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
新车销量	127444	152932.8	183519.36	201871.296
单车售价	110000	104500	99275	94311.25
二手车销量	30000	36000	43200	47520

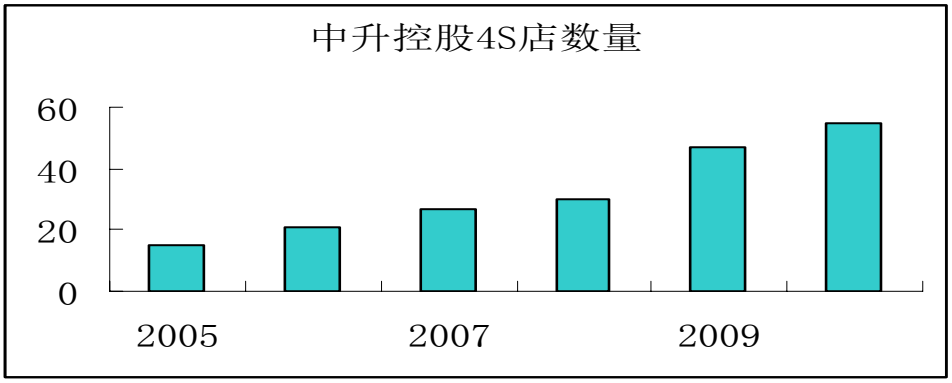
二手车售价	52,000.00	52,000.00	52,000.00	52,000.00
维修次数	1070000	1284019.95	1540845.885	1694952.42
单次价格	900	990	1089	1197.9

数据来源：东海证券研究所

4.5 增发的必要性

从全国的范围来看，中国汽车销售行业仍处于地方割据状态，行业集中度不高。但是区域间发展不平衡，部分区域呈现区域垄断态势。由于汽车销售后，后服务的要求和时间较长，因此快速抢占市场分额对汽车销售企业十分必要。因 4S 店进入门槛较高，占地面积大，设备复杂，存货价值高，因此对资金的要求特别高，根据区域和品牌不同每家 4S 店的资金投入在 5000 万元左右。4S 店全国布局已成为趋势。如中升控股去年发行 H 股，融资近 31 亿元，在短短 5 年的时间从 15 家门店扩张到 55 家门店。2006 年到 2009 年新车销售收入增长近 2 倍，售后业务增长 6.32 倍，净利润增长 3.18 倍。因此公司增发的必要性不言而喻。

图 13、中升控股 4s 点数量



数据来源：公司资料、东海证券研究所

公司计划定向增发募集 15 亿元，用于增设 4S 店 20 家。开店的主要地点在浙江二、三级城市，另有 5 家新开 4S 店进行外地渠道开拓主要有福建 2 家、江苏 2 家和兰州 1 家。在增发资金到位前公司已经开始利用自有资金在建 10 家 4S 店。预计 2010 年-2011 年两年间公司将新增 4S 店 30 家。另外公司还伺机收购省外 4S 店以及新开汽车租赁商店和二手车精品店，由此丰富汽车服务产业链。

5. 房地产业务

中大地产，始建于1992年。17年来，中大地产经历了从“基建科”到“跨区域、集团化”企业的嬗变，成为注册资金3亿元，拥有房地产综合开发一级资质，并经ISO9001:2008认证的现代企业。当前，中大地产下设上海、杭州、无锡、南昌、武汉、成都、宁波、嵊州、富阳等区域公司，目前在长江流域各大城市同期开发十个以上精品项目。

表格 9 中大地产产品介绍

中大九里德苑	占地387亩，地处上海西郊九亭。是以西方现代主义的建筑手法打造的，一个融都市、文化、自然于一体的现代居住小区。
中大诺卡小镇	地处无锡次市中心东亭板块，是占地近23公顷的欧陆风情小镇。中大地产将以之缔造无锡市一个大型次中央生活核心区
中大青山湖花园	占地230亩，位于南昌最大的青山湖景观居住开发区，自然、人文以及城市配套条件得天独厚。项目以生态、现代的规划设计、高品质用材、高水平配套树立了南昌城市生活的新标杆。
中大紫都	位于南昌市城南副中心，占地138亩。项目北临繁华的解放路，东邻秀美的玉带河，南临规划中的儿童公园，交通便利、环境优越，是南昌城市中心的优秀景观楼盘。
中大长江紫都	西倚长江，南北绵延3公里，均宽0.5公里，总占地面积约1平方公里，将建成约120万平方米自带教育、城市公园和公共中心的现代CLD，届时可容纳4万居住人口。
中大君悦金沙	地处成都西二环，总占地235亩。项目从区位及地形特征出发，将现代生活与蜀文化有机结合，在成都首创街区式休闲生活模式，导入全开放街区的空间与生活营造理念，成为成都外延形象展示区。

数据来源：东海证券研究所

公司房地产业务的特点是土地价格低廉，土地储备充沛。上半年公司房地产销售收入已经超过10亿元。我们认为房地产调控政策会影响公司房地产的销售进度，公司土地成本十分低廉，房地产业务不会对公司业绩产生负面影响。

表格 10 公司各项目楼面价和市场价的比较

项目名称	楼面价	市场价
上海九里德	1431	19000
武汉长江紫都二期	630	5500
无锡诺卡小镇	858	6500
南昌紫都	1192	6000
嵊州项目	1780	7000
武汉城中村项目	2000（目前价格）	-
成都君悦金沙	515	9600
武汉水墨兰轩	1505	7300
杭州富阳西郊半岛项目	2800	-
杭州石祥路项目	5277	-
南昌朝阳项目	2600	-

数据来源：东海证券研究所

表格 11 公司房地产土地储备情况

项目	总建筑面积（单位：平方米）					
	已完工	在建	未开工	合计	其中地上	地下
上海	128096	104846	57673	290615	234017	56598
无锡	152358	173400	120078	445836	344766	101070
南昌			95000	95000	80000	15000
杭州			220000	220000	189000	31000
成都	181910	302044	228682	712646	567042	145604
武汉			605,220	605,220	554220	51000
永丰		52,000		52,000	47000	5000
十里			364703	**364703**	310000	54703
			680000	680000	576630	103370
嵊州			160000	160000	120000	40000
合计	**508507**	**733824**	**1611426**	**2853767**	**2371048**	**482719**

数据来源：东海证券研究所

从公司历年收入确认情况看，公司年初预收账款一般都会在当年转结利润，目前无锡中大诺卡小镇、南昌中大青山湖、成都中大君悦金沙花园、上海九里德苑、武汉长江紫都成为公司 2010-2011 年收入的主要来源，2010 年、2011

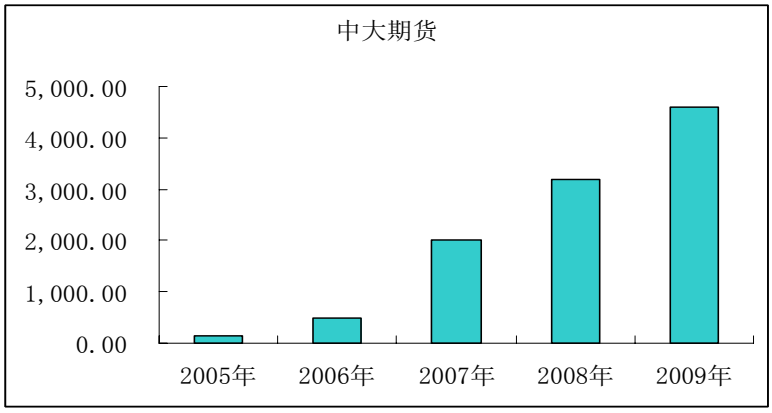
年是公司地产项目确认收入的高峰。后续嵊州项目、富阳西郊半岛、武汉城中村、杭州石祥路等项目陆续跟上，预计公司地产项目滚动跟上。从预收账款的角度来讲，公司 2009 年年底地产预收账款高达 13.39 亿元为历年最高，2010 年一季度预收账款进一步增加高达 19 亿元，公司上半年已经实现地产收入超过 10 亿元，其中大部分在 1 季度确认收入。我们在盈利预测时考虑了房地产政策的影响，对公司地产收入进行了平滑。

如果我们简单推算公司房地产业务的价值在建和未开工合计建筑面积 235 万平方米，按照 1 万元的均价推算得销售收入 235 亿元，净利润率 15%得 35 亿元，按照 10%折现率折算 3 年得到房地产业务净值 26 亿元。

6. 期货业务

中大期货经纪有限公司成立于 1993 年，注册资本金 1 亿元人民币，公司总部设在杭州，营业场地 2700 多平方米，目前在北京、上海、重庆、福州、永康、温岭、温州、海宁、义乌设有九家营业部。2001-2007 年连续七年期货代理额位列全国十强，2007 年交易金额 2.5 万亿元。去年贡献净利润约 4500 万元。未来随着更多金融衍生产品的推出，期货交易量仍将快速增长，中大期货将成为公司主要利润来源之一。

图 14、中大期货历年净利润



数据来源：公司资料、东海证券研究所

7. 估值

汽车业务假设

假设条件一：2010 年新开 10 家 4S 店，2011 年新开 20 家 4S 店。新车销

售收入每年增长 14%。

假设条件二：二手车交易仍然呈现快速增长趋势，年交易量增长 20%。

假设条件三：汽车维修业务仍然增长高于新车销售业务增长，年增长 20%。

假设条件四：品牌结构向高档转移，维修业务占比逐年提高， 利润率逐年提高。

假设条件五：少数股东权益高达 50%。

房地产业务预测

假设一：受房地产政策影响，对公司确认销售面积进行平滑。

假设二：公司土地成本低，上海、无锡、杭州项目售价相对较高，毛利率有所提高。

假设三：项目公司少数股东权益有所变动，少数股东权益减少。

综合假设

假设一：外贸业务维持目前的规模不变。

假设二：期货业务年销售收入增长 30%

假设三：投资收益每年贡献 5000 万元。

表格 12 各种业务的业绩预测

	2010	2011	2012	PE	对应股价
汽车销售收入	19124.66	22143.27	23540.16		
增长率	15.61%	15.78%	6.31%		
毛利率	6.26%	6.58%	6.96%	2011 年 40 倍	9.6 元
归属母公司净利润	79.92	107.05	132.17		
EPS	0.18	0.24	0.30		
房地产销售收入	1800	1350	1800		
增长率	41%	-25%	33%		
毛利率	50%	50%	50%	2011 年 12 倍	4.92 元
净利润	243.75	182.81	243.75		
EPS	0.56	0.42	0.56		
贸易销售收入	7305.45	7305.45	7305.45		
增长率	0%	0%	0%		
毛利率	4.00%	4.00%	4.00%	2011 年 20 倍	2.2 元
净利润	49.08	49.08	49.08		
EPS	0.11	0.11	0.11		
期货销售收入	454.13	590.37	767.48		
增长率	30%	30%	30%		
毛利率	92%	92%	92%	2011 年 20 倍	4.8 元
净利润	80.99	106.84	140.6		
EPS	0.18	0.24	0.32		
股本	439.18	439.18	439.18	合计	21.52 元

数据来源：东海证券研究所

FCFE 方法:

估值参数假设:	2.52%
无风险利率:	2.52%
风险溢价:	7%
贷款利率:	4%
税率:	25%
BETA:	1.1
股票价值:	8213.2 百万元
每股价值:	18.7

8. 投资建议

我们的估计十分保守，实际公司汽车业务的少数股东权益将逐步回收，少数股东权益比例逐年减少，另外随着物产元通治理结构的理顺，汽车业务利润率也将有所提高。我们暂且在估计中都排除了以上情况，继续观察公司待有所转变时再做调整。**公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.2、1.25、1.51 元/股。由此我们认为公司第一目标价位在 21-24 元。有 30%-54%的涨幅，给予“买入”评级。**

9. 盈利预测

资产负债表	2009	2010E	2011E
现金及现金等价物	3160	3697	4041
应收款项	771	902	986
存货净额	6213	6751	8564
其他流动资产	2715	3178	3473
流动资产合计	**12968**	**14528**	**17064**
固定资产	1090	1891	2534
无形资产及其他	597	577	557
投资性房地产	899	899	899
长期股权投资	314	344	374
资产总计	**15868**	**18239**	**21429**
短期借款及交易性金融负债	1934	4230	5969
应付款项	3749	4264	4671
其他流动负债	5893	4899	5367
流动负债合计	**11577**	**13393**	**16008**
长期借款及应付债券	1068	1068	1068
其他长期负债	92	92	92
长期负债合计	**1160**	**1160**	**1160**
负债合计	**12737**	**14553**	**17168**
少数股东权益	695	880	1071
股东权益	2436	2806	3189
负债和股东权益总计	**15868**	**18239**	**21429**

关键财务与估值指标	2008	2009	2010E
每股收益	0.63	1.20	1.25
每股红利	0.20	0.36	0.37
每股净资产	5.55	6.39	7.26
ROS	1%	2%	2%
ROE	11%	19%	17%
毛利率	7%	10%	10%
EBIT Margin	3%	4%	4%
EBITDA Margin	3%	5%	5%
收入增长	459%	17%	9%
净利润增长	83%	91%	4%
资产负债率	85%	85%	85%
息率	0.8%	2.3%	2.4%
P/E	42.2	12.9	12.5
P/B	4.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	20.2	19.6	20.5

利润表	2009	2010E	2011E
营业收入	**24692**	**28889**	**31576**
营业成本	22852	26055	28570
营业税金及附加	176	338	272
销售费用	685	867	947
管理费用	373	433	474
财务费用	88	191	270
投资收益	137	50	50
资产减值及公允价值变动	30	30	30
其他收入	(70)	0	0
营业利润	**615**	**1085**	**1123**
营业外净收支	(15)	0	0
利润总额	**600**	**1085**	**1123**
所得税费用	171	271	281
少数股东损益	153	285	295
归属于母公司净利润	**276**	**529**	**547**

现金流量表(百万元)	2008	2009	2010E
净利润	276	529	547
资产减值准备	17	(35)	0
折旧摊销	129	138	172
公允价值变动损失	(30)	(30)	(30)
财务费用	88	191	270
营运资本变动	1397	(1646)	(1317)
其它	190	220	192
经营活动现金流	**1980**	**(824)**	**(435)**
资本开支	(933)	(855)	(766)
其它投资现金流	(109)	109	0
投资活动现金流	**(1182)**	**(776)**	**(796)**
权益性融资	0	0	0
负债净变化	529	0	0
支付股利、利息	(88)	(159)	(164)
其它融资现金流	**303**	**2296**	**1739**
融资活动现金流	1186	2137	1575
现金净变动	1984	537	344
货币资金的期初余额	1176	3160	3697
货币资金的期末余额	3160	3697	4041
企业自由现金流	1212	(1444)	(903)
权益自由现金流	2043	708	633

资料来源：东海证券研究所

附注:

分析师简介及跟踪范围:

卢媛媛，消费品小组分析师，5 年从业经验。

张先萍，消费品小组分析师，3 年从业经验。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10% - 20%
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅>10%

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层
网址：http://www.longone.com.cn
电话：（86-21）50586660 转 8638
传真：（86-21）50819897
邮编：200122