中大股份 (600704.SH)　贸易行业

评级：买入　维持评级　　公司点评

张锦
联系人
(8621)61038231
zhangjin@gjzq.com.cn

董亚光
分析师 SAC 执业编号：S1130206110212

看好公司汽车经销业务长期成长性

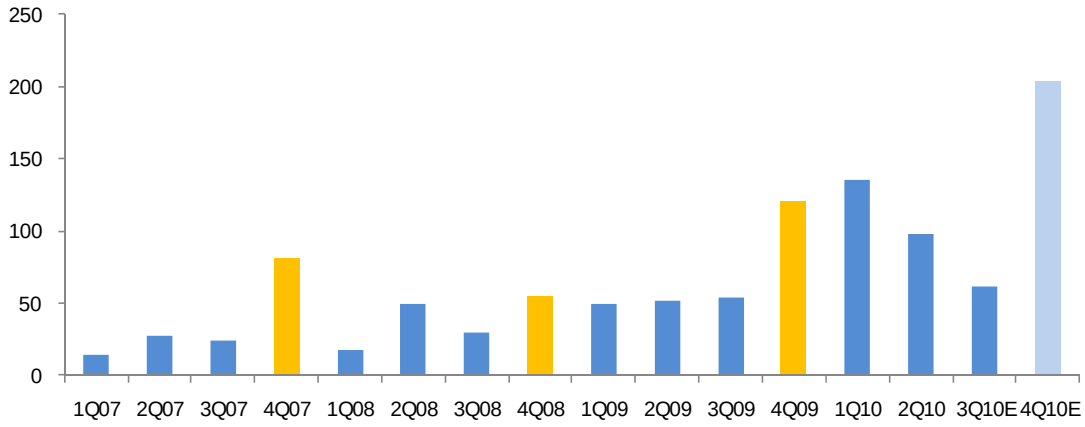
事件

中大股份于 2010 年 10 月 12 日发布公告：经公司财务部初步测算，预计公司 2010 年 1-9 月归属于母公司股东的净利润比上年同期增长 50%-100%；而 2009 年 1-9 月公司净利润为 155 百万元，以此计算公司 2010 年前 3 季度实现归属母公司净利润 233-310 百万元，EPS 为 0.53-0.71 元；但我们预计公司前 3 季度净利润同比增幅有望达 80%以上，实现 EPS0.65-0.70 元，其中 3 季度单季 EPS 为 0.12-0.17 元，较 2 季度环比有所下降。

评论

净利润环比下降属正常的业绩释放节奏原因：1、由于房地产业务收入结算的特殊性，事实上中大房地产公司的业绩早已基本锁定，考虑到公司上半年良好的预收账款情况，我们预计中大房地产公司 2010 年全年有较大概率实现 **2.5 亿元**左右的净利润；**2、**中大股份旗下物产元通公司的汽车业务利润来源分为“新车销售”和“售后服务”两部分（目前大约各占 1/2），“新车销售”业务利润又包括“购销差价”和“销售返点”两部分（返点在销量业绩完成较好时往往能占到 4S 店新车业务毛利的 30%-40%），而很大一部分“销售返点”往往由整车厂在**年终**根据 4S 业绩完成状况派发，我们预计公司汽车业务利润贡献为 **1.5 亿元**左右；**3、**从公司历史业绩变化情况来看，往往选择在 4 季度释放较多业绩；**4、**公司贸易业务和期货业务盈利水平预计仍保持总体稳定；**5、**综上，我们维持公司 2010 年全年 498 百万元的净利润预测，对应 EPS 为 **1.13 元**。

图表1：公司往往选择在 4 季度释放较多净利润　　***单位：百万元***



来源：公司公告，国金证券研究所

我们仍看好公司汽车经销服务业务的长期成长性和价值：1、由于 09 年-10 年上半年的汽车牛市，4S 店客户保有量获得显著增加，由于新车一般在销售后 12-18 个月产生较多的售后维修业务，因此我们预计 2011 年开始物产元通公司的汽车售后业务利润贡献将有望取得较快增速（预计 20%以上）；**2、**公司计划中的增发募投项目将建设 17 家 4S 店，新建店：**a)**以中高档品牌为主，避免了物产元通部分原有低档品牌 4S 店盈利能力较低问题、**b)**以独资建设为主，避免了部分原有合资 4S 店少数股东权益较大问题；**3、**除募投项目外，公司还计划利用自有资金建设 40 家左右 4S 店，其中 60%将位于浙江省外，公司有望由此开始成长为全国性的汽车经销服务龙头；

投资建议

我们维持对公司 10-13 年 EPS 分别为 1.133、1.091、1.432 和 1.872 元的预测，其中 11 年 EPS 同比下降是由于增发后股本摊薄的作用，而汽车业务是公司 2012-2013 年业绩增长的主要动力；维持对公司的“买入”建议。

敬请参阅最后一页特别声明

图表2：公司三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	**4,138**	**4,417**	**24,692**	**29,223**	**34,715**	**41,550**
增长率		*6.8%*	*459.0%*	*18.4%*	*18.8%*	*19.7%*
主营业务成本	-3,485	-3,623	-22,852	-27,235	-32,341	-38,674
% 销售收入	*84.2%*	*82.0%*	*92.5%*	*93.2%*	*93.2%*	*93.1%*
毛利	653	795	1,840	1,988	2,374	2,876
% 销售收入	*15.8%*	*18.0%*	*7.5%*	*6.8%*	*6.8%*	*6.9%*
营业税金及附加	-97	-113	-176	-152	-181	-216
% 销售收入	*2.4%*	*2.6%*	*0.7%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
营业费用	-222	-256	-685	-678	-812	-972
% 销售收入	*5.4%*	*5.8%*	*2.8%*	*2.3%*	*2.3%*	*2.3%*
管理费用	-129	-144	-373	-392	-483	-578
% 销售收入	*3.1%*	*3.3%*	*1.5%*	*1.3%*	*1.4%*	*1.4%*
息税前利润（EBIT）	205	281	606	767	899	1,111
% 销售收入	*5.0%*	*6.4%*	*2.5%*	*2.6%*	*2.6%*	*2.7%*
财务费用	1	-12	-88	-113	-138	-123
% 销售收入	*0.0%*	*0.3%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.3%*
资产减值损失	11	-18	-35	-4	-6	-3
公允价值变动收益	3	-1	-5	0	0	0
投资收益	88	53	137	192	211	232
% 税前利润	*28.8%*	*17.8%*	*22.8%*	*22.8%*	*21.9%*	*19.1%*
营业利润	308	304	615	842	966	1,217
营业利润率	*7.5%*	*6.9%*	*2.5%*	*2.9%*	*2.8%*	*2.9%*
营业外收支	-3	-5	-15	0	0	0
税前利润	**306**	**298**	**600**	**842**	**966**	**1,217**
利润率	*7.4%*	*6.8%*	*2.4%*	*2.9%*	*2.8%*	*2.9%*
所得税	-91	-80	-171	-168	-193	-243
所得税率	*29.8%*	*26.8%*	*28.5%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*
净利润	214	218	429	673	773	973
少数股东损益	67	67	153	176	194	213
归属于母公司的净	**148**	**151**	**276**	**498**	**579**	**761**
净利率	*3.6%*	*3.4%*	*1.1%*	*1.7%*	*1.7%*	*1.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	218	429	673	773	973
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	40	194	143	164	181
非经营收益	0	-26	-95	3	-26	-54
营运资金变动	0	-1,008	1,742	21	-2	-1
经营活动现金净流	**0**	**-776**	**2,271**	**840**	**909**	**1,099**
资本开支	-22	-40	-170	-207	-504	-505
投资	52	179	-34	44	-23	-24
其他	47	-115	48	192	211	232
投资活动现金净流	**77**	**25**	**-156**	**29**	**-317**	**-298**
股权募资	15	55	10	0	1,379	0
债权募资	127	576	-897	-139	-83	-58
其他	-82	-224	-461	-205	-231	-233
筹资活动现金净流	**61**	**407**	**-1,348**	**-344**	**1,065**	**-292**
现金净流量	**138**	**-344**	**767**	**526**	**1,658**	**510**

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,626	1,176	3,160	3,685	5,343	5,854
应收款项	1,010	510	771	855	1,011	1,209
存货	2,730	3,846	6,213	7,313	8,683	10,384
其他流动资产	392	531	2,824	3,334	3,940	4,692
流动资产	5,758	6,062	12,968	15,187	18,978	22,139
%总资产	*82.0%*	*88.0%*	*81.7%*	*83.8%*	*85.1%*	*85.7%*
长期投资	808	445	926	882	905	930
固定资产	349	316	1,090	1,297	1,588	1,863
%总资产	*5.0%*	*4.6%*	*6.9%*	*7.2%*	*7.1%*	*7.2%*
无形资产	32	32	795	652	703	750
非流动资产	1,261	824	2,899	2,934	3,318	3,689
%总资产	*18.0%*	*12.0%*	*18.3%*	*16.2%*	*14.9%*	*14.3%*
资产总计	**7,019**	**6,886**	**15,868**	**18,121**	**22,296**	**25,827**
短期借款	1,857	1,521	1,934	1,794	1,709	1,648
应付款项	2,716	1,418	6,582	7,712	9,160	10,956
其他流动负债	96	1,518	3,084	3,707	4,405	5,261
流动负债	4,668	4,457	11,600	13,214	15,274	17,865
长期贷款	241	539	1,068	1,068	1,068	1,069
其他长期负债	145	40	69	80	95	113
负债	**5,055**	**5,036**	**12,737**	**14,361**	**16,436**	**19,047**
普通股股东权益	1,721	1,524	2,436	2,889	4,795	5,503
少数股东权益	243	326	695	871	1,064	1,277
负债股东权益合计	**7,019**	**6,886**	**15,868**	**18,121**	**22,296**	**25,827**

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.394	0.403	0.629	1.133	1.091	1.432
每股净资产	4.593	4.067	5.546	6.579	9.028	10.360
每股经营现金净流	1.511	-2.345	5.171	1.913	1.712	2.070
每股股利	0.100	0.100	0.200	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	8.57%	9.91%	11.34%	17.22%	12.08%	13.82%
总资产收益率	2.10%	2.19%	1.74%	2.75%	2.60%	2.94%
投入资本收益率	3.43%	5.22%	7.00%	9.16%	8.25%	9.26%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.27%	6.75%	458.98%	18.35%	18.79%	19.69%
EBIT增长率	178.78%	37.11%	115.33%	26.47%	17.28%	23.54%
净利润增长率	133.17%	2.38%	82.90%	80.04%	16.47%	31.25%
总资产增长率	43.13%	-1.89%	130.43%	14.20%	23.04%	15.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.3	23.1	4.0	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	260.0	331.3	80.3	98.0	98.0	98.0
应付账款周转天数	108.7	90.1	10.9	11.0	11.0	11.0
固定资产周转天数	28.8	25.7	15.8	14.7	13.3	11.8
偿债能力						
净负债/股东权益	23.10%	47.81%	-8.52%	-24.79%	-45.66%	-47.88%
EBIT利息保障倍数	-142.7	23.5	6.9	6.8	6.5	9.0
资产负债率	72.02%	73.14%	80.27%	79.25%	73.72%	73.75%

来源：公司公告，国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-29	买入	22.36	31.00 ~ 34.00
2	2010-07-08	买入	14.29	N/A
3	2010-08-17	买入	18.34	N/A
4	2010-08-17	买入	18.34	N/A
5	2010-09-10	买入	19.23	31.00 ~ 31.00

来源：国金证券研究所

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：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

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