

2014年10月28日

物产中大 (600704)

——地产下滑致业绩承压，关注“后服务+类金融”转型及物产集团整体上市

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据:	2014年10月27日
收盘价(元)	10.38
一年内最高/最低(元)	13.45/7.24
上证指数/深证成指	2290/7829
市净率	1.8
息率(分红/股价)	0.96
流通A股市值(百万元)	8206

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	5.86
资产负债率%	75.62
总股本/流通A股(百万)	996/791
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《物产中大——浙江国资改革启动，集团资产整体上市打开市值空间》

2014/10/20

《物产中大(600704)点评：尚未发掘的汽车后服务标的》 2014/09/30

证券分析师

刘章明 A0230514040001
liuzm@swsresearch.com

研究支持

陆达 A0230114080012
luda@swsresearch.com

联系人

陆达
(8621)23297344
luda@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	40,235	2	506	18	0.64	7.4	12.1	16	15
14Q1-Q3	26,903	-3	323	-4	0.39	6.5	5.5		
2014E	43,051	7	592	17	0.59	8.1	12.8	18	13
2015E	46,496	8	728	23	0.73	8.3	13.0	14	10
2016E	49,750	7	874	20	0.88	8.4	13.1	12	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **业绩符合预期。**前三季度公司实现收入 269.03 亿，同比下降 3.15%，归母净利润 3.23 亿，同比下降 3.79%；扣非净利润为 1.67 亿，同比下降 40.63%，加权平均 ROE 为 7.07%，较去年同期减少 1.41 个百分点，EPS 为 0.39 元。其中，14Q3 实现收入 90.76 亿，同比下降 4.86%；归母净利润为 0.76 亿，同比增长 3.74%，扣非净利润为-0.06 亿，同比下降 112%。
- **限牌及地产下滑致收入微降。**前三季度公司实现收入 269.03 亿，同比下降 3.15%，其中 14Q3 实现收入 90.76 亿，同比下降 4.86%。我们认为，14Q3 杭州限牌政策对公司整车销售业务带来压力；同时，公司今年战略性对地产确认节奏进行调控，减少地产业务对公司收入利润的影响，且 14Q3 未有新地产项目开出，预计全年地产收入下滑依旧维持 50%以上。
- **费用控制得力，金融资产出售缓解业绩下滑压力。**公司前三季度期间费用率为 4.77%，较去年同期增加 0.07 个百分点，基本持平，展现良好费用控制能力。其中，销售、管理、财务费用率分别为 2.50%、1.60%、0.64%，分别较去年同期增加 0.15、-0.04、-0.04 个百分点。前三季度归母净利润 3.23 亿，同比下降 3.79%，其中非经常性损益 1.56 亿，包括出售债券及远期结售产生投资收益 1.88 亿；扣非后归母净利润为 1.67 亿，同比下降 40.63%。受地产收入大幅减少影响，公司前三季度盈利能力大幅下滑。
- **定增打造“后服务+金融投控”平台。**公司为物产集团旗下浙江省汽车 4S 店运营龙头企业，在省内拥有门店 160 余家，多年经验积累了良好的口碑和高净值客户；公司今年定增 15 亿，其中 3 亿用于成立汽车云服务公司，建立“车家佳”线上平台，通过线上布局及线下体验店建设，逐渐聚焦后服务领域；同时，公司以 12 亿增资元通租赁公司，将原有汽车租赁业务

拓展为综合类融资租赁，15年或实现方量增资。此外，除自身期货、租赁、典当外，已控股温州金融资产交易中心，并积极申请证券、保险、第三方支付牌照，打造金融业务闭环。未来将打造以“后服务+金融投控”为主业的上市平台，逐步实现轻资产化运营。

● **国企改革或带来集团整体上市。**公司已于10月14日与集团旗下另一家上市公司物产中拓同时停牌，筹备国企改革相关事宜，预计此次改革涉及集团整体上市。我们认为，相比于中拓，公司拥有更好的多元化业务基础和客户实力，或将充当本次改革的排头兵，吸纳更多与现有主业相关的优质资产注入上市公司体内，存在巨大的估值改善空间。

● **维持盈利预测，维持增持。**公司是“后服务+类金融+国企改革”优质标的，虽短期业绩受地产下滑影响承压，但长期来看公司所处行业景气度不断提升，叠加国企改革带来资产注入强烈预期，预计远期复盘后公司股价会有显著表现。**我们预测公司14-16年EPS为0.59元、0.73元、0.88元，当前股价对应PE为18倍、14倍、12倍，维持增持。**

表1：物产中大14-16年盈利预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	39,790.73	40,492.72	43,051.00	46,496.00	49,750.00
二、营业总成本	39,084.38	39,815.32	42,153.29	45,343.34	48,327.69
其中：营业成本	36,416.83	37,239.32	39,619.84	42,674.03	45,539.66
营业税金及附加	661.10	556.66	591.83	639.19	683.92
销售费用	938.06	951.83	1,011.70	1,069.41	1,094.50
管理费用	644.54	696.82	729.71	678.84	746.25
财务费用	324.77	224.76	263.58	271.04	253.13
资产减值损失	99.08	145.93	63.37	10.83	10.23
加：公允价值变动收益	0.48	2.27	1.79	0.00	0.16
投资收益	90.59	168.91	128.85	129.45	142.41
三、营业利润	797.42	844.04	1,028.35	1,282.11	1,564.56
加：营业外收入	126.18	113.65	98.95	112.92	108.51
减：营业外支出	32.77	41.76	30.96	35.16	35.96
四、利润总额	890.83	915.92	1,096.35	1,359.87	1,637.10
减：所得税	318.24	204.00	264.21	336.01	408.18
五、净利润	572.58	711.93	832.14	1,023.86	1,228.92
少数股东损益	144.35	205.45	240.15	295.47	354.65
归属于母公司所有者的净利润	428.23	506.47	591.99	728.39	874.27
六、基本每股收益	0.43	0.51	0.59	0.73	0.88
全面摊薄每股收益	0.43	0.51	0.59	0.73	0.88

资料来源：公司公告，申万研究

表2：公司各季度收入表（单位：百万元）

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
----	----	----	----	----	----

2009	606	688	6,104	8,389	15,788
2010	6,994	7,155	7,889	9,540	31,578
2011	8,210	9,273	8,687	10,749	36,919
2012	9,153	9,877	8,834	11,927	39,791
2013	9,030	9,334	9,610	12,519	40,493
2014	10,239	7,698	9,136		

资料来源:公司公告,申万研究

表 2: 公司各季度收入增速表

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2010	1053.5%	940.1%	29.2%	13.7%	100.0%
2011	17.4%	29.6%	10.1%	12.7%	16.9%
2012	11.5%	6.5%	1.7%	11.0%	7.8%
2013	-1.3%	-5.5%	8.8%	5.0%	1.8%
2014	13.4%	-17.5%	-4.9%		

资料来源:公司公告,申万研究

表 3: 公司各季度净利润表(单位:百万元)

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	50	52	35	121	257
2010	135	98	56	211	501
2011	249	82	80	118	528
2012	180	83	64	102	428
2013	134	133	71	168	506
2014	141	107	76		

资料来源:公司公告,申万研究

表 4: 公司各季度净利润增速表

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2010	173.2%	89.2%	62.2%	74.1%	94.6%
2011	83.7%	-16.8%	42.2%	-44.3%	5.4%
2012	-27.8%	1.8%	-20.0%	-13.5%	-18.8%
2013	-25.5%	59.8%	11.8%	65.7%	18.3%
2014	5.2%	-19.5%	6.2%		

资料来源:公司公告,申万研究

表 5: 公司期间费用率变化表

期间费用率	14H1	13H1	比上年同期增减
综合毛利率	7.10%	8.37%	减少 1.27 个百分点
销售费用率	2.50%	2.35%	增加 0.15 个百分点
管理费用率	1.60%	1.64%	减少 0.03 个百分点
财务费用率	0.64%	0.68%	减少 0.04 个百分点

期间费用率合计	4.74%	4.67%	增加0.08个百分点
---------	-------	-------	------------

资料来源：公司公告，申万研究

表 6：公司关键财务指标表（单位：百万元）

关键财务指标	14H1	13H1	同比增长
销售费用	676	657	2.90%
管理费用	434	457	-5.09%
财务费用	174	191	-8.87%
期间费用	1,284	1,305	-1.62%
营业收入	27,073	27,974	-3.22%
营业成本	25,151	25,632	-1.88%
营业税金及附加	173	389	-55.48%
毛利率	7.10%	8.37%	-1.27%
净利润	323	338	-4.29%
净利率	1.19%	1.21%	-0.01%

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。