

2014年08月26日

物产中大 (600704)

——地产调整致业绩下滑，类金融及汽车后服务助长期发展

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

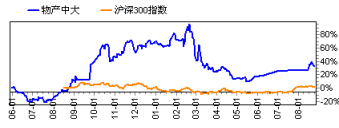
维持

市场数据:	2014年08月25日
收盘价(元)	9.22
一年内最高/最低(元)	13.45/6.94
上证指数/深证成指	2229/7935
市净率	1.7
息率(分红/股价)	1.08
流通A股市值(百万元)	7289

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	5.51
资产负债率%	79.48
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(600704):金融资产交易中心获批,全面转型金融投控平台》
2014/08/14

《物产中大(600704)——杭州限购政策松绑利好公司地产业务,转型类金融平台全面推进中》 2014/07/29

证券分析师

刘章明 A0230514040001
liuzm@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	14	15
2014H1	17,827	-2	248	-7	0.31	6.9	5.7		
2014E	43,051	7	592	17	0.75	8.1	12.8	12	13
2015E	46,496	8	728	23	0.92	8.3	13.0	10	10
2016E	49,750	7	874	20	1.10	8.4	13.1	8	9

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:

- **公司业绩符合预期。**公司14H1实现营收178.27亿，同比下降2.25%；实现归母净利润2.48亿，同比下降7.10%，扣非净利润1.73亿，同比下降26.63%；加权平均ROE为5.75%，较去年同期减少0.84个百分点。EPS为0.31元。
- **汽车业务稳定，地产收入下滑。**报告期公司主营业务收入177.23亿，同比下降2.58%。本期公司加快调整经营策略，积极推进“三个时代，三个面向”转型升级工作。其中，汽车销售业务收入97.04亿（占比54.75%），同比增长3.25%，汽车售后服务收入13.82亿（占比7.80%），同比增长6.80%，公司提前预判杭州三月的限牌政策，通过提前组织安排，确保了上半年业绩稳定；房地产业务收入7.72亿（占比4.36%），同比下降54.22%，下降主要系营销节奏改变；机电实业收入41.84亿（占比23.61%），同比增长9.30%，报告期积极推进实业园区建设和搬迁工作，同时加大丹特卫等新产品开发力度，助收入提升；受贸易环境低迷影响，纺织和一般贸易收入16.08亿（占比9.07%），同比下降14.91%；此外，公司其他业务收入7261万（占比0.41%），同比增长0.73%。
- **地产放缓致毛利率向下，期间费用稳定，业绩小幅下滑。**报告期公司毛利率6.94%，同比减少1.49个百分点，其中汽车销售、机电实业、纺织和一般贸易、汽车售后服务及房地产业务毛利率为2.32%、1.64%、3.75%、25.40%、51.18%，相较于同期分别变动0.19%、-0.08%、-0.87%、-0.43%、7.51%。公司毛利率下滑主要系本期地产收入减少。费用方面，期间费用率为4.69%，同比减少0.18个百分点。公司严控各项费用开支，期间费用稳中有降。其中，销售费用率2.44%，同比增加0.05个百分点，主要系收入减少所致；管理费用率1.59%，同比减少0.06个百分点，主要系管理人员薪酬同比下降12%；财务费用率0.66%，同比减少0.16个百分点，主要系汇兑收益有所增加。受净利率较高的地产结算减少影响，报告期公司实现归母净利润2.48亿，同比下降7.10%，净利率为1.92%，较去年同期减少0.1个百分点。

- **“汽车金融+车家佳+金融资产交易中心”**，类金融及汽车后服务奠定长期增长。公司旗下现拥有期货、租赁两大牌照，金融业务在浙江省内具有优势，将继续积极申请保险牌照，打造“期货、租赁、保险”三驾马车的金融业态。同时，公司定增三亿打造的“车家佳”汽车云服务平台已进入初步试运营阶段，产品除将新车、后服务、二手车、汽车用品等传统4S店业务上网外，还将提供车险、按揭、租赁等金融业务，并力图打造车友交流的“车圈”，形成网络社区效应，车家佳将借助省内160余家4S店，以汽车服务作为落脚点，实现O2O引流，向高净值汽车客户推送车险、按揭等金融产品；此外，近期公司旗下温州金融资产交易中心获批，将主要从事各类金融资产交易及相关服务，交易中心一方面可以为公司未来金融业务拓展提供资产变现出口，同时部分所交易资产亦可通过车家佳及线下门店进行销售，实现公司金融业务多元化。
- **维持盈利预测，维持增持。**公司为浙江省汽车4S店运营龙头企业，至今共在省内拥有门店160余家，多年经验积累了良好的口碑和高净值客户；同时，公司旗下金融资产丰富，拥有转型的基础。通过“汽车金融+车家佳+金融资产交易中心”模式，在做深汽车产业链的同时，拓宽公司金融业务渠道，助力金融投控平台转型。我们预测公司14-16年EPS为0.75元、0.92元、1.10元，当前股价对应PE为12倍、10倍、8倍；此前定增3.17亿股，考虑定增后总股本增加，摊薄后的EPS为0.59元、0.73元、0.88元，当前股价对应PE为15倍、12倍、10倍。

表1：公司主营业务拆分（单位：万元）

分类	项目	本期收入	占比	上期收入	占比	收入同比
分行业	整车销售	970,378.37	54.75%	939,808.09	51.73%	3.25%
	汽车售后服务	138,221.32	7.80%	129,419.10	7.12%	6.80%
	机电实业	418,362.06	23.61%	382,777.67	21.07%	9.30%
	纺织和一般贸易	160,800.03	9.07%	188,983.19	10.40%	-14.91%
	房地产	77,233.78	4.36%	168,712.69	9.29%	-54.22%
	其他	7,260.73	0.41%	7,208.02	0.40%	0.73%
分地区	内销	1,638,499.95	92.45%	1,692,934.38	93.18%	-3.22%
	外销	133,756.33	7.55%	123,974.39	6.82%	7.89%
	合计	1,772,256.28	100.00%	1,816,908.78	100.00%	-2.46%

资料来源：公司公告，申万研究

表2：销售费用明细（单位：万元）

项目	本期发生	占比	上期发生	占比	同比增长
职工薪酬	18,268.56	1.03%	19,797.35	1.09%	-7.72%
广告费	5,884.22	0.33%	4,519.41	0.25%	30.20%
租赁费	3,522.86	0.20%	3,565.21	0.20%	-1.19%
长期资产摊销	2,587.98	0.15%	2,627.13	0.14%	-1.49%

办公费	2,539.23	0.14%	4,582.79	0.25%	-44.59%
业务经费	1,812.61	0.10%	1,966.06	0.11%	-7.80%
运输商检费	1,623.07	0.09%	1,205.46	0.07%	34.64%
委托代销手续费	208.96	0.01%	219.33	0.01%	-4.73%
修理费	298.43	0.02%	239.87	0.01%	24.41%
保险费	323.64	0.02%	325.22	0.02%	-0.48%
其他	6,448.25	0.36%	4,629.48	0.25%	39.29%
合计	43,517.80	2.46%	43,677.32	2.40%	-0.37%

资料来源：公司公告，申万研究

表 3：管理费用明细（单位：万元）

项目	本期发生额	占比	上期发生额	占比	同比增长
职工薪酬	14,910.79	0.84%	17,008.30	0.94%	-12.33%
长期资产摊销	3,737.34	0.21%	3,691.40	0.20%	1.24%
办公费	1,773.88	0.10%	1,928.09	0.11%	-8.00%
租赁费	1,284.30	0.07%	1,034.58	0.06%	24.14%
税金	1,104.32	0.06%	1,135.33	0.06%	-2.73%
业务招待费	925.99	0.05%	1,409.79	0.08%	-34.32%
聘请中介机构费	857.18	0.05%	1,283.53	0.07%	-33.22%
差旅费	512.43	0.03%	939.53	0.05%	-45.46%
其他	3,268.32	0.18%	1,746.21	0.10%	87.17%
合计	28,374.55	1.60%	30,176.74	1.66%	-5.97%

资料来源：公司公告，申万研究

表 4：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			

资料来源：公司公告，申万研究

表 5：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%			

资料来源：公司公告，申万研究

表 6：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			

资料来源：公司公告，申万研究

表 7：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%			

资料来源：公司公告，申万研究

表 8：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	7.51%	9.06%	减少 1.55 个百分点
销售费用率	2.43%	2.38%	增加 0.05 个百分点
管理费用率	1.58%	1.64%	减少 0.06 个百分点
财务费用率	0.66%	0.82%	减少 0.16 个百分点
期间费用率合计	4.66%	4.84%	减少 0.18 个百分点

资料来源：公司公告，申万研究

表 9：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	435	437	-0.37%
管理费用	284	302	-5.97%
财务费用	118	150	-21.64%
期间费用	837	889	-5.86%
营业收入	17,937	18,364	-2.33%
营业成本	16,590	16,700	-0.66%
营业税金及附加	132	279	-52.68%
毛利率	7.51%	9.06%	-1.55%
净利润	248	267	-7.10%
净利率	1.38%	1.45%	-0.07%

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。