

增资物产融资租赁，财通上市浮盈可观

■事件：根据三季报，2017年前三季度公司实现营业总收入1928亿元，同比增长42%；实现归母净利润14.8亿元，同比增长19%；截至2017年9月末公司总资产达到882亿元，较年初增长15%。公司三季度核心边际变化包括：(1)公告拟对物产融资租赁增资10亿元，充足金融子公司资本；(2)子公司完成重组，设立浙江新联民爆器材有限公司，进一步聚焦供应链集成服务核心主业；(3)控股公司财通证券首发上市，浮盈可观。

■增资物产融资租赁，打造多元金融平台。报告期内，公司公告拟以自有资金对物产融资租赁增资10亿元。本次增资完成后，物产融资租赁注册资本将增加为24亿元。物产融资租赁2017年上半年实现净利润9367万元（同比上升24%），在其融资租赁业务规模扩大的影响下，公司三季度末长期应收款较年初增长43%。我们认为本次增资将保持其资本充足率，提升其抗风险能力与盈利能力，并推进其租赁资产证券化业务转型升级。目前，公司下属金融子公司涵盖期货、融资租赁、财务公司等业务，在大资管方面布局全面。

■控股子公司重组，利好聚焦供应链集成。2017年，公司继续推进“流通4.0”，即互联网+供应链金融+集成服务的商业模式，积极推进产融结合。报告期内，公司公告与浙江省机电集团共同出资设立浙江新联民爆器材有限公司。物产中大以其控股子公司的全部股权8308万元作为出资。本次重组完成后，物产民爆由公司的控股子公司变为间接参股公司，不再纳入上市公司合并报表范围。我们认为，本次重组使公司更加聚焦供应链集成服务核心主业，有利于其提升运营效率。

■财通证券上市，浮盈可观。财通证券本周上市之后累计上涨45%，市值达到712亿元。公司通过其全资子公司中大投资持有财通证券1.18亿股股票，占财通证券上市后股本的3.29%，投资成本为3.5亿元。按照最新收盘价计算，物产中大持有财通证券的股票市值达到23.4亿元，投资浮盈近20亿元。我们认为，投资财通证券的收益将进一步助力公司业绩。

■大健康与大公用板块稳健发展。大健康方面，报告期内公司控股的金华市人民医院的新址动工，中大地产的“朗和”高端养老机构已开始运行。大公用方面，公司供水和污水处理已于6月末达到近100万吨/天，拥有的5家热电厂6月末合计年发电量达到300兆瓦。我们认为，大健康与大公用板块将作为供应链集成与金融业务的补充，继续增厚公司利润。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价10.3元。我们预计公司2017年-2019年的EPS分别为0.52元、0.71元、0.85元。

■风险提示：宏观风险/市场风险/运营风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	182,573.2	207,172.4	269,324.2	314,436.0	364,745.7
净利润	1,384.5	2,154.3	2,228.3	3,046.6	3,681.9
每股收益(元)	0.32	0.50	0.52	0.71	0.85
每股净资产(元)	4.36	4.68	4.69	4.78	4.90

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	25.0	16.1	15.5	11.4	9.4
市净率(倍)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.9
净利润率	0.8%	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%
净资产收益率	7.4%	10.7%	11.0%	15.4%	20.1%
股息收益率	1.6%	4.2%	3.2%	4.6%	6.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

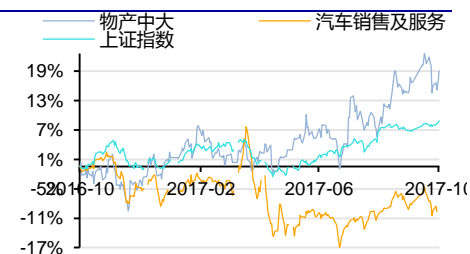
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**10.3元**
股价(2017-10-26) **8.03元**

交易数据

总市值(百万元)	34,582.66
流通市值(百万元)	10,741.69
总股本(百万股)	4,306.68
流通股本(百万股)	1,337.70
12个月价格区间	6.69/11.43元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.04	7.84	5.53
绝对收益	1.94	12.89	14.33

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaohx3@essence.com.cn
021-35082987

相关报告

物产中大：金融板块业绩向好，健康养老稳健布局/ 2017-08-29
赵湘怀
物产中大：立足浙江推进混改，布局金控打造全产业链/ 2017-04-25
赵湘怀

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	182,573.2	207,172.4	269,324.2	314,436.0	364,745.7	成长性					
减:营业成本	176,610.5	199,786.1	259,547.7	303,471.3	351,979.6	营业收入增长率	378.5%	13.5%	30.0%	16.8%	16.0%
营业税金	561.3	490.5	1,558.7	1,177.0	1,446.6	营业利润增长率	284.5%	60.9%	4.5%	44.7%	18.8%
销售费用	1,658.3	2,036.7	2,423.9	2,925.7	3,420.8	净利润增长率	285.1%	55.6%	3.4%	36.7%	20.9%
管理费用	1,647.5	1,813.2	2,693.2	3,144.4	3,647.5	EBITDA 增长率	245.6%	40.3%	0.0%	35.7%	14.4%
财务费用	728.7	676.0	536.0	646.9	619.6	EBIT 增长率	277.1%	42.5%	0.1%	41.3%	16.0%
资产减值损失	567.8	1,451.9	802.3	435.0	352.0	NOPLAT 增长率	375.0%	31.2%	-2.3%	41.3%	16.0%
加:公允价值变动收益	121.5	-142.0	286.0	156.4	-199.6	投资资本增长率	57.6%	-31.0%	-486.0%	-132.2%	-403.6%
投资和汇兑收益	1,044.4	2,386.0	1,256.0	1,989.0	2,599.0	净资产增长率	203.1%	7.5%	1.8%	1.2%	-3.3%
营业利润	1,965.0	3,161.9	3,304.3	4,781.1	5,679.0	利润率					
加:营业外净收支	248.1	143.3	191.1	194.2	176.2	毛利率	3.3%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%
利润总额	2,213.2	3,305.2	3,495.4	4,975.2	5,855.2	营业利润率	1.1%	1.5%	1.2%	1.5%	1.6%
减:所得税	368.4	767.3	873.8	1,243.8	1,463.8	净利润率	0.8%	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%
净利润	1,384.5	2,154.3	2,228.3	3,046.6	3,681.9	EBITDA/营业收入	1.7%	2.1%	1.7%	1.9%	1.9%
						EBIT/营业收入	1.5%	1.9%	1.4%	1.7%	1.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	6	8	6	5	3
货币资金	13,730.8	10,629.4	41,298.3	25,154.9	43,667.8	流动营业资本周转天数	10	4	-27	-21	-17
交易性金融资产	1,275.8	234.6	520.6	677.0	477.4	流动资产周转天数	77	88	81	81	77
应收账款	6,216.4	13,748.7	6,775.9	15,981.7	13,800.1	应收账款周转天数	8	17	14	13	15
应收票据	1,471.9	1,307.1	1,377.0	2,012.7	2,140.6	存货周转天数	39	30	18	16	14
预付账款	5,077.1	7,381.3	6,610.8	8,698.7	10,861.5	总资产周转天数	102	130	119	113	102
存货	22,890.6	12,169.0	14,313.3	13,884.4	13,970.2	投资资本周转天数	20	18	-17	-13	-11
其他流动资产	3,406.7	2,165.1	2,331.8	2,451.5	2,316.1	投资回报率					
可供出售金融资产	2,738.1	8,452.2	12,255.6	10,417.3	7,292.1	ROE	7.4%	10.7%	11.0%	15.4%	20.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.5%	3.3%	2.6%	3.9%	4.0%
长期股权投资	828.3	1,991.0	1,991.0	1,991.0	1,991.0	ROIC	28.1%	23.4%	33.2%	-12.1%	43.8%
投资性房地产	3,738.0	2,250.8	2,250.8	2,250.8	2,250.8	费用率					
固定资产	4,694.4	4,689.5	4,190.1	3,690.8	3,191.4	销售费用率	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
在建工程	272.9	688.0	688.0	688.0	688.0	管理费用率	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
无形资产	1,554.5	1,441.3	1,335.7	1,230.0	1,124.4	财务费用率	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	4,844.6	8,888.3	5,434.8	6,261.6	6,677.5	三费/营业收入	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
资产总额	72,969.3	76,571.2	101,679.8	95,747.3	110,848.3	偿债能力					
短期债务	10,572.5	11,228.3	-	3,955.8	-	资产负债率	69.7%	69.0%	75.9%	74.0%	78.4%
应付账款	7,236.5	8,545.5	29,682.5	13,360.7	25,308.9	负债权益比	230.4%	222.4%	314.6%	285.3%	362.3%
应付票据	10,129.4	10,672.3	16,262.8	11,914.8	23,370.9	流动比率	1.13	0.98	1.00	1.56	1.05
其他流动负债	19,832.2	17,976.9	27,632.8	15,007.5	34,072.1	速动比率	0.65	0.73	0.80	1.24	0.89
长期借款	2,079.7	408.6	-	23,092.0	-	利息保障倍数	3.70	5.68	7.16	8.39	10.16
其他非流动负债	1,031.7	3,992.7	2,488.0	2,504.1	2,995.0	分红指标					
负债总额	50,881.9	52,824.3	76,066.2	69,835.0	85,746.9	DPS(元)	0.13	0.33	0.26	0.37	0.48
少数股东权益	3,292.6	3,590.3	3,963.9	4,637.3	5,331.0	分红比率	39.9%	66.6%	49.4%	52.0%	56.0%
股本	2,208.6	2,871.1	4,306.7	4,306.7	4,306.7	股息收益率	1.6%	4.2%	3.2%	4.6%	6.0%
留存收益	11,755.3	12,411.1	15,907.4	15,532.7	14,028.1						
股东权益	22,087.4	23,746.9	24,178.0	24,476.7	23,665.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.32	0.50	0.52	0.71	0.85
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	4.36	4.68	4.69	4.78	4.90
净利润	1,844.8	2,537.9	2,228.3	3,046.6	3,681.9	PE(X)	25.0	16.1	15.5	11.4	9.4
加:折旧和摊销	552.0	701.8	605.0	605.0	605.0	PB(X)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.9
资产减值准备	567.8	1,451.9	-	-	-	P/FCF	5.1	8.3	1.1	-2.5	1.7
公允价值变动损失	-121.5	142.0	286.0	156.4	-199.6	P/S	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
财务费用	671.5	1,076.5	536.0	646.9	619.6	EV/EBITDA	10.3	4.1	-4.3	4.2	-2.4
投资损失	-1,044.4	-2,386.0	-1,256.0	-1,989.0	-2,599.0	CAGR(%)	26.5%	20.1%	78.8%	26.5%	20.1%
少数股东损益	460.2	383.6	393.2	684.9	709.5	PEG	0.9	0.8	0.2	0.4	0.5
营运资金的变动	5,091.9	-4,408.4	43,598.6	-45,730.3	42,519.2	ROIC/WACC	2.8	2.3	3.3	-1.2	4.3
经营活动产生现金流量	3,758.9	-544.0	46,391.1	-42,579.6	45,336.5	REP	0.9	0.9	0.2	-2.0	0.1
投资活动产生现金流量	-415.3	-4,724.3	-3,057.3	3,344.1	6,216.3						
融资活动产生现金流量	1,363.2	4,463.5	-12,664.9	23,092.0	-33,039.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034