

公司研究/首次覆盖

2020年04月26日

商业贸易/贸易 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 4.63  
合理价格区间(元): 5.48~6.03

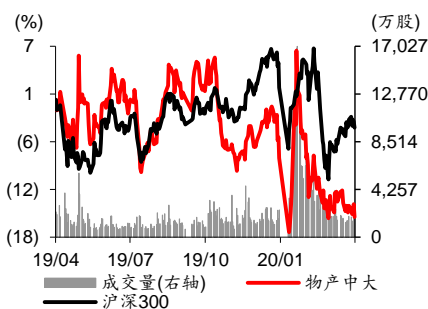
**林寰宇** 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-38972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**张萌** 执业证书编号: S0570519090004  
研究员 021-38476072  
zhangmeng016126@htsc.com

**袁钉** 执业证书编号: S0570519040005  
研究员 021-28972077  
yuanding@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 供应链服务龙头, 价值有望凸显

### 物产中大(600704)

#### 供应链集成服务领导者, 价值被低估, 首次覆盖给予“买入”评级

物产中大是中国供应链集成服务领导者, 自 2011 年起连续入围《财富》世界 500 强。公司依靠业务规模、资金实力、大宗产业链资源、精细化运营能力建立起强大的竞争壁垒, 未来有望受益于大宗供应链服务渗透率提升及行业集中度提高, 且公司新兴业务有望成为新的业绩增长点。因公司多元化业务, 市场给予了较低的估值, 我们预计公司 19/20/21 年 EPS 为 0.57/0.64/0.74 元, 预计 19-21 年复合增速超过 15%, 对应即期股价 8.2/7.2/6.3X PE。公司 PB 估值处于过去 5 年以来底部区域, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价区间 5.48-6.03 元。

#### 公司概况: 国内供应链集成服务龙头

物产中大集团股份有限公司前身是浙江省物资局和浙江省物产集团, 2015 年通过重大资产重组整体上市。2015 年至今, 公司按照“一体两翼”(供应链集成服务、金融服务、高端实业)发展战略, 以供应链思维做产业链整合, 构建别具一格的物产中大生态圈。15-18 年, 公司营收复合增速 18.07%, 归母净利润复合增速 20.06%, 2019Q1-Q3, 公司营收同比增长 18.52%, 归母净利润同比增长 29.93%。截至 2019 年底, 公司已成为中国最大的供应链服务集成商之一。

#### 大宗供应链: 市场份额扩张兑现盈利

海外对比研究表明, 能源资源消费强度呈现“倒 U”形规律。我们认可中国主要大宗商品需求已接近甚至达到顶部, 但即使以右侧稳态看, 龙头企业渗透率仍有较大提升空间。虽然价格趋于透明后, 贸易商利差收窄; 但通过“贸易利差”向“价值分享”转型, 供应链企业经营风险大幅下降。我们认为公司的即期估值已经基本反映大宗的悲观预期。

#### 新兴业务: 多元业务综合体

公司寻求新兴业务突破, 大力发展汽车供应链、金融和高端实业。随着汽车保有量增加和车龄结构老化, 汽车后市场空间广阔; 公司立足低利润率的整车销售业务, 加速拓展高利润率的后市场, 盈利能力持续改善。作为中国经济发达省份浙江省属国企, 公司具有较高的信用评级, 低廉融资成本为金融业务探索奠定基础, 业务领域包括期货、融资租赁、资产管理等。公司高端实业板块已形成热电联产、水务环保、医药、医疗健康、电线电缆、不锈钢等具有核心竞争力的业务格局。

#### 投资评级: 行业龙头, 给予“买入”评级

公司是国内大宗供应链行业龙头, 规模效应持续兑现。我们预测 19/20/21 年 EPS 为 0.57/0.64/0.74 元, 可比大宗供应链企业一致预期 PB (20E) 中值为 0.84X, 预测公司 20 年 BPS 为 6.16 元, 考虑到公司综合竞争优势显著, 在未来有望持续提升市场份额, 给予 0.89-0.98X 的 PB (20E), 对应目标价区间 5.48-6.03 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 大宗商品价格大幅下降、供应链业务操作风险。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	5,062
流通 A 股 (百万股)	4,307
52 周内股价区间 (元)	4.52-6.05
总市值 (百万元)	23,438
总资产 (百万元)	4,965
每股净资产 (元)	4.97

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	276,217	300,125	346,528	383,041	430,591
+/-%	33.50	8.66	15.46	10.54	12.41
归属母公司净利润 (百万元)	2,235	2,397	2,862	3,242	3,731
+/-%	3.74	7.27	19.38	13.27	15.10
EPS (元, 最新摊薄)	0.44	0.47	0.57	0.64	0.74
PE (倍)	10.49	9.78	8.19	7.23	6.28

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

投资摘要：大宗供应链龙头企业 .....	3
核心逻辑 .....	3
和市场认知的差异 .....	3
公司概况：国内供应链集成服务龙头 .....	4
历史沿革：从贸易商向供应链服务商转型 .....	4
财务绩效：龙头优势凸显，业绩稳健增长 .....	5
大宗供应链：市场份额扩张兑现盈利 .....	6
大宗需求：拐点渐近，无需悲观 .....	6
商业模式：贸易价差到价值分享 .....	6
三大品类：金属、能源和化工 .....	7
疫情不改长期趋势 .....	9
风险控制能力较强，坏账损失影响降低 .....	10
新兴业务：多元业务综合体 .....	11
汽车供应链：政策加持，释放增长潜力 .....	11
金融服务：支撑供应链业务发展，提升整体盈利能力 .....	12
高端实业：把握产业趋势，多元化布局 .....	13
投资评级：行业龙头，给予“买入”评级 .....	14
关键假设讨论 .....	14
盈利预测与评级 .....	15
风险提示 .....	16
PE/PB - Bands .....	16

## 投资摘要：大宗供应链龙头企业

### 核心逻辑

**(1) 产业生态组织者：**物产中大前身是浙江省物资局和浙江省物产集团，国有控股企业平台优势与生俱来。在大宗商品产业多年耕耘积累的同时，中国大宗需求或将很快接近天花板，公司正积极寻求新兴业务突破，大力发展汽车供应链、金融和高端实业，致力于打造具有国际竞争力的产业生态组织者。

**(2) 大宗供应链龙头：**物产中大凭借自身在大宗产业链多年的积累，在竞争中获得了规模优势、资金优势、技术优势等。并且由盈利来源于差价模式的大宗商品贸易商向供应链服务商转型，公司的经营风险大幅下降。通过金属、能源、化工三大核心布局，市场份额扩张兑现盈利。龙头企业具备规模经济优势，在大宗商品走低背景下，仍能保持相对强健优势，理应享有更高的估值。

**(3) 多元新兴业务：**公司竭力塑造汽车供应链、金融和高端实业多元业务格局。随着汽车后市场空间逐渐广阔，立足低利润率的整车销售业务，加速拓展高利润率的后市场，并且通过政策加持，公司盈利能力有望持续改善。金融方面，作为中国经济发达省份浙江省省属企业，低廉融资成本带来竞争优势，支撑供应链发展。高端实业板块把握产业趋势多元布局。公司拓展业务新赛道，差异化优势显著，让长期超额收益成为可能。

**(4) 估值处于历史底部：**我们预计公司的竞争优势将带动规模扩张，大宗商品供应链仍能稳健增长，进而带动汽车和金融增长，在国内经济增长放缓，产业结构转型升级的背景下，龙头供应链企业仍具备较强的竞争力，但公司目前的 PB (LF) 估值水平处于过去 5 年以来的底部区域。

### 和市场认知的差异

我们认为：1) 市场低估了公司的供应链龙头渗透率的提升空间，以及转型升级能力；2) 市场高估了供应链业务的风险，即高估了坏账率；3) 市场低估了新兴业务的成长空间，忽视新兴增长点带来的超额收益。

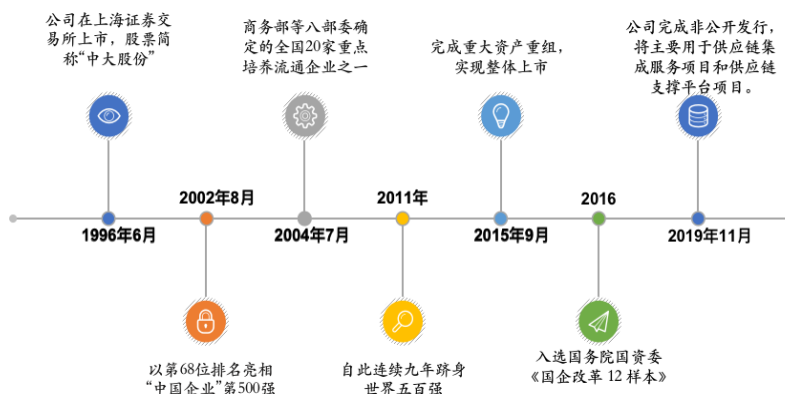
## 公司概况：国内供应链集成服务龙头

物产中大集团股份有限公司前身是浙江省物资局和浙江省物产集团，2015年通过重大资产重组整体上市。2015年至今，公司按照“一体两翼”（供应链集成服务、金融服务、高端实业）发展战略，以供应链思维做产业链整合，构建别具一格的物产中大生态圈。截至2019年底，公司已成为中国最大的供应链服务集成商之一；我们预计公司2019年实现收入3465.28亿元，归母净利润28.62亿元。

## 历史沿革：从贸易商向供应链服务商转型

1996-2006年，公司主要经营贸易业务，大宗商品贸易盈利来源于差价模式，包括时间价差，空间价差和分销价差。2006-2015年，公司向“互联网+供应链金融+集成服务”模式转型，“三流”（物流、资金流、信息流）结合打造差异化竞争优势。2015至今，公司按照“一体两翼”（供应链集成服务、金融服务、高端实业）发展战略，加快实施“流通4.0”，按照“以供应链思维、做产业链整合、构建物产中大生态圈”的实施路径，塑造战略协同、周期对冲、产融互动的产业格局。

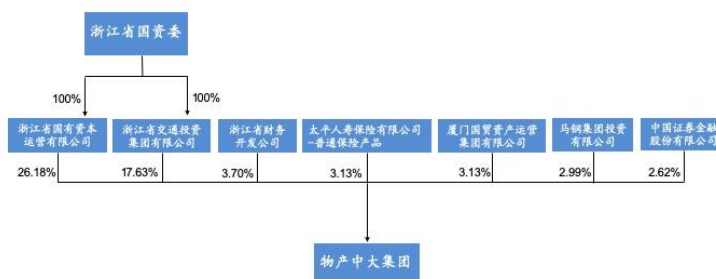
图表1：物产中大发展历史沿革



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司为国资控股平台，实际控制人为浙江省国资委（通过浙江省国有资本运营有限公司和浙江省交通投资集团有限公司分别持有物产中大26.18%和17.63%股权）。

图表2：公司股权结构图



资料来源：公司2019年11月12日《非公开发行股票发行结果暨股本变动公告》、华泰证券研究所

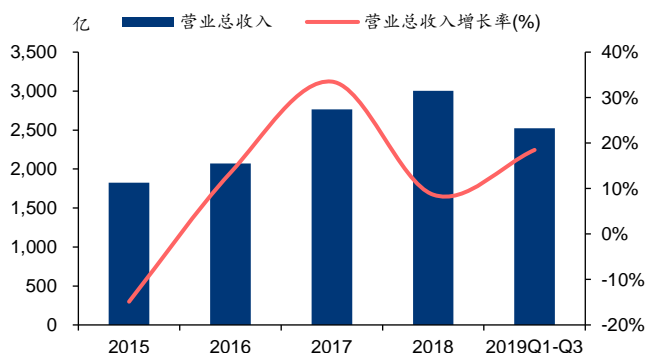
公司目前主营业务可分为大宗商品供应链服务、金融服务、高端实业三块，三大业务各有侧重点，但互相协同效应明显。大宗商品供应链业务依靠原有贸易业务积累下来的规模优势，给其他业务提供资金支持和产业链资源，金融服务及高端实业业务则是公司把握产业发展趋势，寻找的新兴增长点，给大宗商品供应链业务提供了横向和纵向延伸支持。

### 财务绩效：龙头优势凸显，业绩稳健增长

公司主营业务包括供应链集成服务、金融服务以及高端实业，其中供应链集成服务又包括金属（主要是钢材）、能源（主要是煤炭和原油）、化工、汽车四大业务。自从集团资产整体上市以来，公司经营业绩整体保持较快增长。2015-2018年，公司营收年均复合增速18.07%，归母净利润年均复合增速20.06%。2019Q1-Q3，公司实现营收2522.85亿元，同比增长18.52%；实现归母净利润23.72亿元，同比增长29.93%。

公司业绩虽有波动，但整体保持较快增长的主要原因：1) 经济增长进入平稳发展期，各行业优化资源配置、降本增效、并推动自身转型升级的需求越来越强，向系统化供应链集成服务提出了更大的需求；2) 公司凭借自身在大宗商品产业多年耕耘的积累，在竞争中占据了规模优势、资金优势、技术优势等；3) 公司一方面进一步拓展产业链上下游网络，在产业链垂直方向深度渗透，另一方面在横向发展上，不断开发新的增值服务，并拓展菲律宾、越南和南美等海外市场。

图表3：公司营业收入保持较快增长



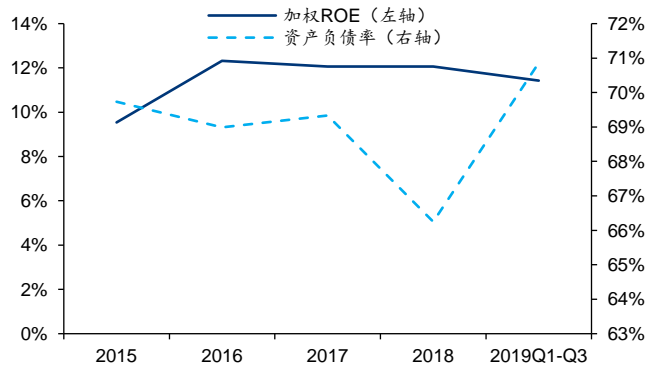
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：公司归母净利润增速提升



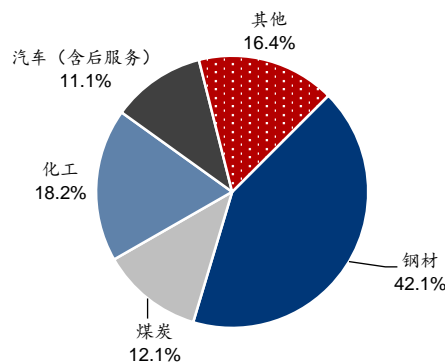
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：公司历加权ROE和资产负债率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：2019Q1-Q3公司营业收入结构



资料来源：《2020年度第一期中期票据募集说明书》、华泰证券研究所

## 大宗供应链：市场份额扩张兑现盈利

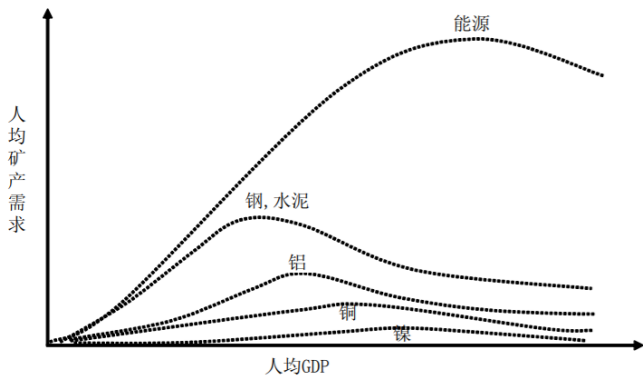
海外对比研究表明，能源资源消费强度呈现“倒U”形规律。我们认可中国主要大宗品需求已接近甚至达到顶部，但即使以右侧稳态看，龙头企业渗透率仍有较大提升空间。虽然价格趋于透明后，贸易商利差收窄；但通过“贸易利差”向“价值分享”转型，供应链企业经营风险大幅下降。我们认为公司的即期估值已经充分反映大宗的悲观预期。

## 大宗需求：拐点渐近，无需悲观

根据中国地质科学院的权威研究《矿产资源需求理论与模型预测/2010》，能源和资源消费强度在时间尺度和发展程度（人均GDP）上均呈现“倒U”形规律。各类资源因功能和用途差异，其需求顶点不同，从而构成需求的波次性：结构性材料（钢、水泥）=>兼具结构性和功能性的材料（铝、铜）=>功能性材料（镍）=>能源。每种资源消费强度的顶点具有相对集中的经验数值。按此规律，我国钢、水泥、铜和能源的消费强度已经进入或将进入顶点区域。

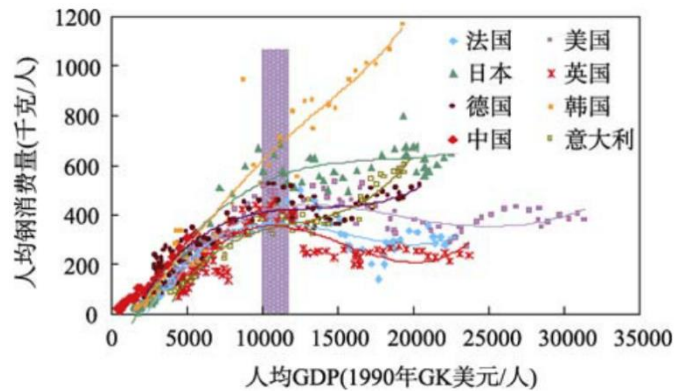
以粗钢为例，发达国家人均粗钢消费量的峰值集中于人均GDP 10000-12000 万美金，对应能源消费的转折点和工业结构比例的最大值点。此后，人均粗钢消费会有所回落，但我们并未观察到断崖式下跌。我们认为中国人均粗钢（乃至大宗消费）符合类似规律，但“倒U”曲线的右侧将较为平缓。

图表7：不同矿产需求波次递进序列模式



资料来源：《矿产资源需求理论与模型预测/2010》、华泰证券研究所

图表8：人均粗钢消费与人均GDP的关系曲线



资料来源：《矿产资源需求理论与模型预测/2010》、华泰证券研究所

## 商业模式：贸易价差到价值分享

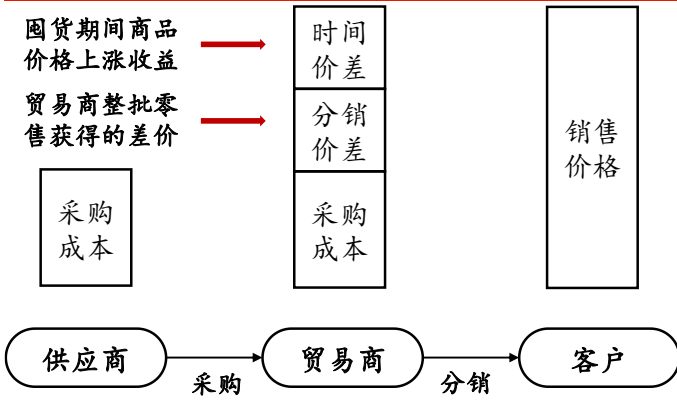
从严格意义上，供应链是一个学术概念，而非行业定义。根据《物流术语/2007》，供应链是指“生产及流通过程中，为了将产品或服务交付给最终用户，由上游与下游企业共同建立的需求链状网”。A股上市公司所从事的供应链业务，本质上是一种介于物流和贸易的中间业态，核心差异在于“货权特征”。供应链企业通过整合需求，叠加行业及商品分析、物流网络、资金信用等，为客户提供一揽子解决方案。即使信息对称，供应链企业仍能在降低成本（物流、融资等）的基础上，通过基础服务和价值分享获利（实质价差=>形式价差）。

图表9：贸易、供应链和物流业态比较

业态	货权关系	商业模式	结算特征
贸易	货权转移	交易价差，具体包括 分销价差和时间价差	双向货值结算， 通常存在账期
供应链	货权形式转移 (严格情形是双向锁定)	形式价差，实质上是服务费	双向货值结算， 通常存在账期
物流	货权不转移	物流费用 (部分存在代收货款等)	直接结算物流费用， 通常存在账期

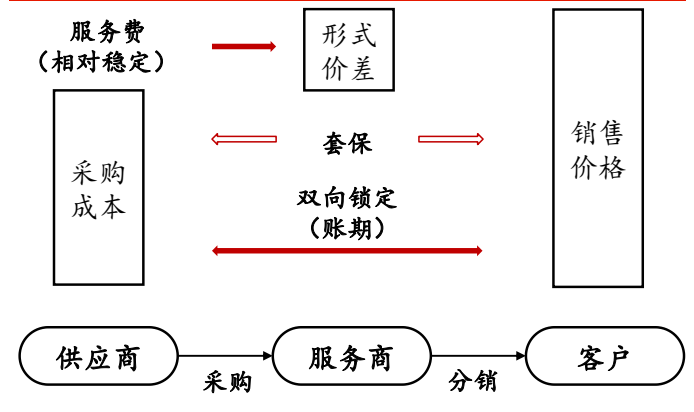
资料来源：华泰证券研究所

图表10: 贸易商盈利模式



资料来源：华泰证券研究所

图表11: 供应链服务商盈利模式

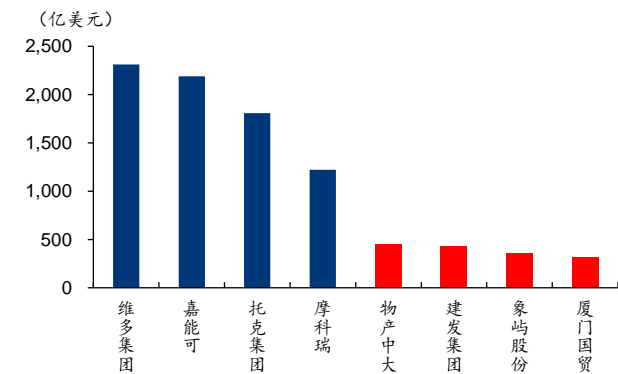


资料来源：华泰证券研究所

从历史渊源看，大宗供应链企业大都源于贸易（ICT 供应链企业大都源于物流），通过价差（自营业务）和佣金（代理业务）实现盈利，商业模式的核心是市场信息不对称、以及价格上升趋势中的时间差。2007 年以后，大宗商品价格持续下跌，加之市场愈发透明，贸易商利差收窄，还需承担库存跌价风险。因此，贸易企业纷纷从实质价差向形式价差转型，嵌套物流、融资、信息等增值服务，控制大宗敞口。

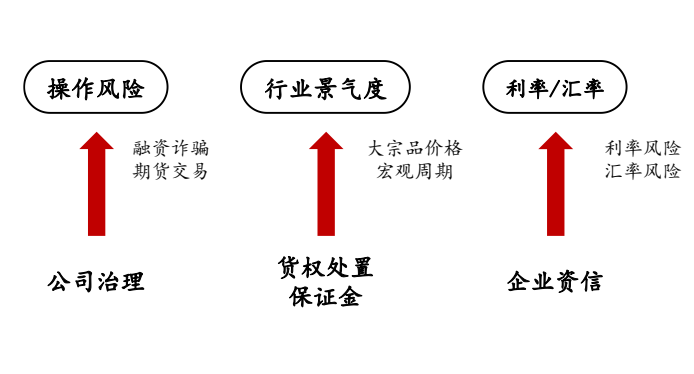
对于供应链企业，需要平衡规模、风险和盈利。对比海外巨头，中国龙头企业收入体量还有较大差距（部分原因是货种差异，国内大宗供应链企业不参与原油业务）。由于融资成本和风险控制能力的差异，市场化程度较高的国有企业具备比较优势。

图表12: 中国大宗供应链龙头 VS 全球供应链龙头收入 (2018)



注：基于 2018 年美元兑人民币平均汇率  
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表13: 供应链企业风控模型



资料来源：华泰证券研究所

### 三大品类：金属、能源和化工

公司旗下大宗品供应链服务主要包括金属、能源（煤炭为主）和化工品：

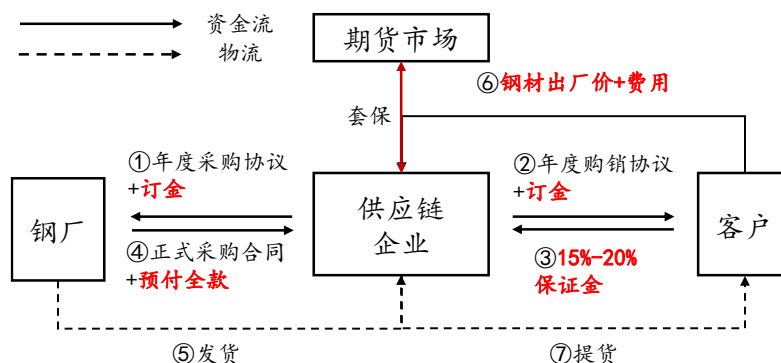
图表14: 物产中大大宗供应链情况

	经营主体 (股比)	品种	采购	销售	结算机制	风险控制
金属	物产金属 (57.17%) 和 物产国际 (87.28%)	钢材、铁矿石	国内外企业	大型央企和重点工程	保证金制度	期货市场套期保值
能源	物产环能 (76.01%)	煤炭	大型煤炭生产企业	浙江地区区域市场、煤炭分销企业	多种方式	形成热电联产业务对冲煤炭贸易风险
化工	物产化工 (90%)	化工原料、农产品、医药产品	合约采购、代理采购、市场采购	国内外大型化工企业	现款、银行承兑汇票、信用证	延伸聚酯产业链，把握多个价值链环节的利润空间

资料来源：Wind、华泰证券研究所

商业模式以钢材业务为例：公司与国内多家大型钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金，并且按月根据客户需求向钢厂订货，随后签订正式的采购合同，预付全款，锁定价格和供应量。公司与下游客户签订年度购销协议并收取年度保证金，公司完成采购后，下游客户在规定时间内向公司付款提货，少量客户经风险评估后给予赊销额度，结算价格为钢材出厂价+相关费用。公司要求采购货物储存在指定的仓库，控制货权。除二次定价、公式结价、保证金、市场研判外，公司还利用期货市场进行套期保值，控制大宗价格波动的风险。

**图表15： 钢材供应链模式**



资料来源：华泰证券研究所

**图表16： 物产中大大宗供应链财务指标**

货种	项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
钢材	收入	54624	93311	105061	126234	139968	164743
	贸易量	22.65	27.55	27.89	33.75	37.80	41.58
	价格(元)	2710.26	3967.59	3766.40	3740.03	3702.63	3961.82
	单位毛利(元)	53.07	58.87	65.17	74.80	70.35	79.24
	毛利率	2.20%	1.74%	1.73%	2.00%	1.90%	2.00%
煤炭	收入	22404	32941	35942	42200	46732	52012
	贸易量	50.78	59.01	64.40	75.99	85.87	91.02
	价格(元)	440.74	653.43	558.14	555.35	544.24	571.45
	单位毛利(元)	4.37	10.63	8.76	9.64	8.99	9.68
	毛利率	0.99%	1.90%	1.57%	1.74%	1.65%	1.69%
化工	收入	29868	45408	43958	51695	55671	60500
	贸易量	5.60	6.62	6.86	8.23	8.97	9.42
	价格(元)	5332.33	6864.19	6407.87	6279.71	6204.36	6421.51
	单位毛利(元)	92.48	70.90	62.10	60.86	60.13	62.23
	毛利率	1.73%	1.03%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%

注：预测依据见盈利预测部分

资料来源：公司公告、华泰证券研究所



### 疫情不改长期趋势

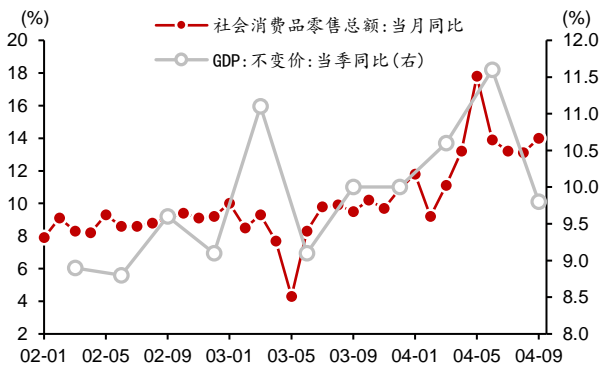
商品交易市场发展是供应链集成服务的需求根基。影响供应链服务行业的因素有：1) 存量商品交易规模；2) 下游商品景气度，包括大宗商品贸易量增速、交易价格变动等；3) 商品上下游企业对于降本增效、精细化经营的诉求。其中商品景气度主要影响短期供应链行业经营，商品交易规模、上下游企业效率提升诉求才是决定供应链服务行业天花板及长期增长趋势的关键因素。

龙头企业具备规模经济优势，强者恒强趋势明显。大宗商品供应链服务企业的核心竞争力在于规模经济，而规模经济又以业务体量、融资成本、产业链上下游资源、物流成本、技术效率等形式呈现。龙头企业在规模经济上显著优于同行，行业市场集中度有望快速提升。

龙头企业在大宗商品走低背景下，仍能保持相对稳健表现。一方面，在大宗商品交易市场中，大宗商品供应链服务占比将会进一步上升；另一方面，龙头企业凭借规模、资金、产业链延伸、多元化业务等综合优势，对风险的抵御能力更强，且在疫情冲击下，大量中小型企业或被迫退出市场，给龙头企业逆势扩张带来机遇。

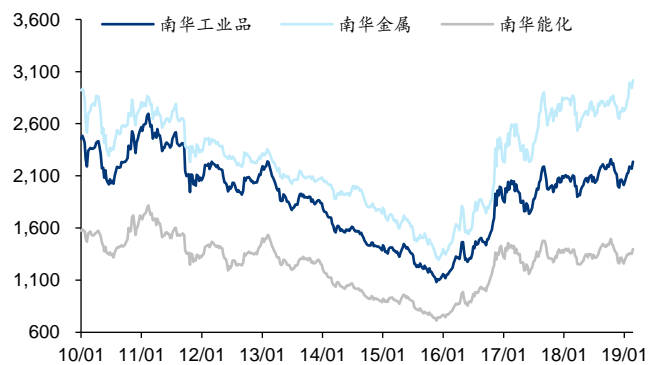
我们认为中国大宗品需求已接近甚至达到顶部，但即使以右侧稳态看，龙头企业渗透率仍有较大提升空间。虽价格趋于透明后贸易商利差收窄；但通过“贸易利差”向“价值分享”转型，企业经营风险大幅下降。2018年以来，大宗供应链行业风险事件频发，影响投资者风险偏好，但我们认为行业PB估值已基本反映市场对宏观经济的悲观预期。南华大宗商品价格指数仍处于16年以来高位，龙头企业受益集中度提升（参考09-18年，大宗商品供应链行业CR4收入复合增速24%，行业平均为19%），仍能实现稳健盈利增长。

图表17：非典期间宏观经济复盘



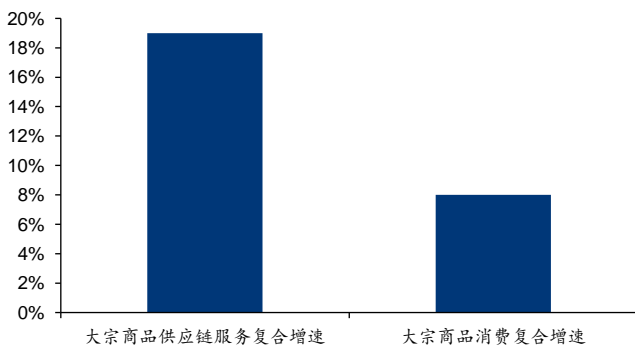
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表18：南华大宗工业品指数仍处于相对高位



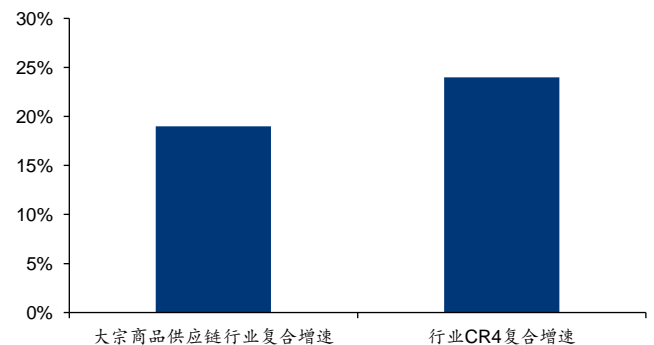
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表19：2009-2018年大宗商品供应链行业保持较快增长



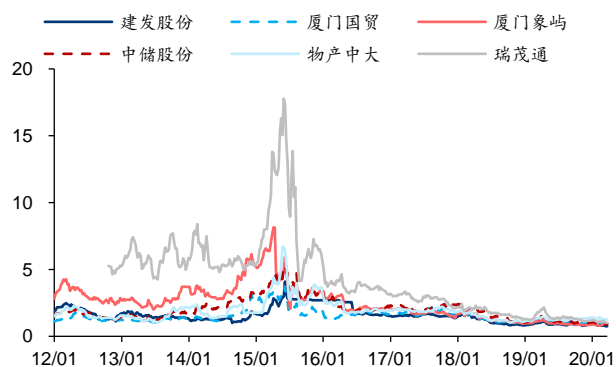
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表20：2009-2018年大宗商品供应链行业集中度提升



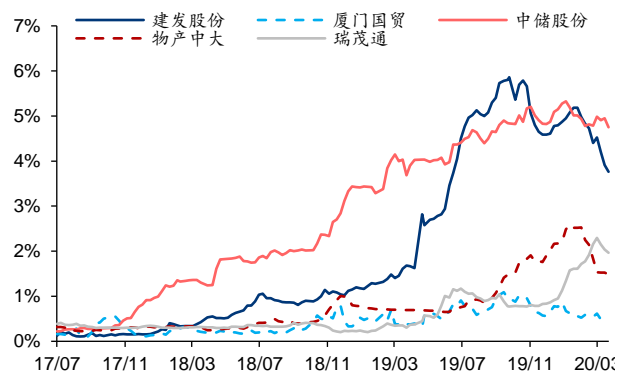
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表21: 供应链企业历史 PB 估值 (MRQ)**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表22: 供应链行业港股通持股比例变化**

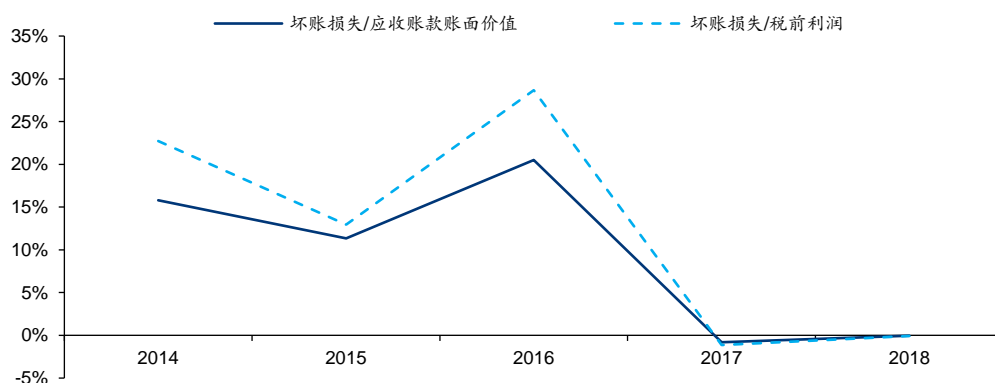


资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 持股比例=港股通持股/总股本)

### 风险控制能力较强, 坏账损失影响降低

公司大宗商品供应链业务下游主要客户大多为中大型企业, 合作长期稳定, 并且公司开展业务过程中重视财务风控, 近年来坏账损失控制能力明显提升。

**图表23: 公司坏账损失控制能力提升**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 新兴业务：多元业务综合体

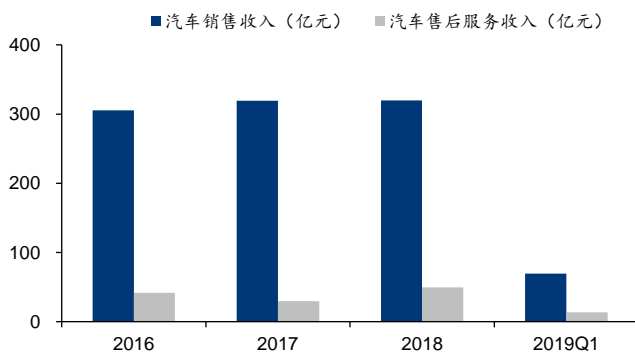
公司寻求新兴业务突破，大力发展汽车供应链、金融和高端实业。随着汽车保有量增加和车龄结构老化，汽车后市场空间广阔；公司立足低利润率的整车销售业务，加速拓展高利润率的后市场，盈利能力持续改善。作为中国经济发达省份浙江省属国企，公司具有较高的信用评级，低廉融资成本为金融业务探索奠定基础，业务领域包括期货、融资租赁、资产管理等。公司高端实业板块已形成热电联产、水务环保、医药、医疗健康、电线电缆、不锈钢等具有核心竞争力的业务格局。

## 汽车供应链：政策加持，释放增长潜力

公司下属子公司浙江物产元通汽车集团有限公司，是大型汽车经销商集团，位居全国前十强，覆盖汽车销售、汽车维修、汽车零部件服务、汽车救援与回收拆解、汽车金融等汽车全生命全周期服务产业链。2018年以来，国内汽车消费承受巨大需求压力，汽车销售额同比出现下滑，但是公司汽车业务保持了稳健的经营状态，整体表现优于同行（2018年，汽车行业限额以上企业社零增速为-2.39%，而公司汽车供应链业务收入增速为-1.03%）。

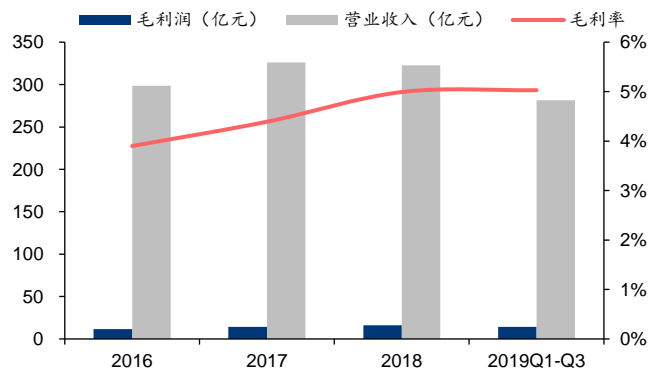
公司汽车业务板块兼顾低利润率的整车销售和高利润率的汽车后服务，增加客户粘性，保持平稳增长。通过汽车销售获取流量，打造线上线下融合的汽车新零售平台“车家佳”，利用O2O电子商务模式，为消费者提供优质选车、购车、养车、修车、卖车全周期一条龙服务，提供全链式覆盖的增值服务体系。

图表24：公司历年汽车销售金额与后服务销售收入



资料来源：《公司2020年度第一期中期票据募集说明书》、华泰证券研究所

图表25：公司近年汽车营业收入与毛利

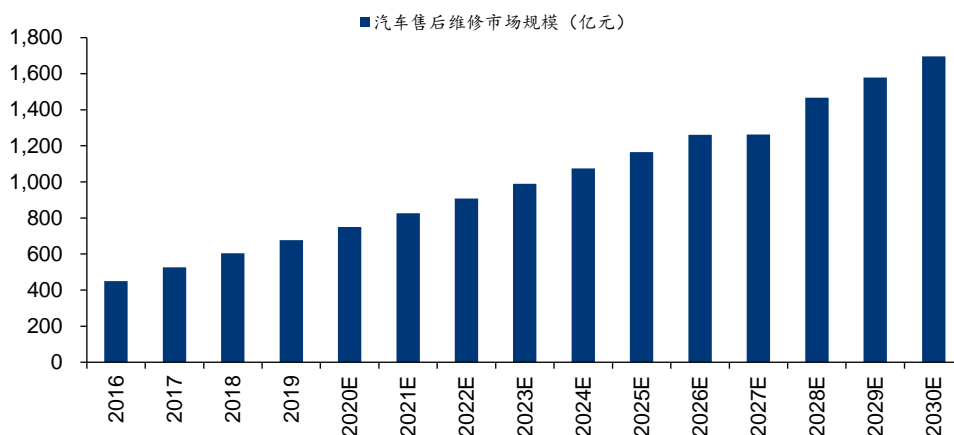


资料来源：《公司2020年度第一期中期票据募集说明书》、华泰证券研究所

**面对疫情，政策加持，释放增长潜力。**2020年初的新冠疫情可能导致汽车需求和销售短期进一步受到负面影响。但3月24日，浙江省印发《浙江省人民政府办公厅关于提振消费促进经济稳定增长的实施意见》鼓励杭州有序放宽汽车限购措施，释放汽车城乡消费潜力。疫情得到控制之后生产和销售逐步恢复正常，汽车需求有望逐步企稳改善，尤其是考虑到部分被推迟的汽车需求逐步释放。凭借物产中大较为成熟的汽贸业务和客户保有量，公司汽车供应链业务有望释放新的增长潜力。

**汽车后服务市场相对平稳，公司可充分利用汽车后服务增值优势，**使汽车售后服务、二手车交易、汽车保险服务、汽车精品销售等成为公司4S店的利润支撑点，提高营运质量和抵御风险能力。参考华泰证券研究所交运设备团队2020年3月22日外发的报告《美国汽车后市场：规模大牛股倍出》，基于中国汽车保有量增长和车龄老化带来的维修保养支出增加，中国汽车售后维修保养市场规模有望稳健增长。此外，公司售后服务业务毛利占汽车主业利润的比重稳中有升，我们认为公司汽车后服务市场规模将持续增长和多元化发展，成为公司未来盈利增长点。

图表26: 中国汽车售后维修保养市场规模



资料来源: Wind、中汽协、华泰证券研究所

**金融服务: 支撑供应链业务发展, 提升整体盈利能力**

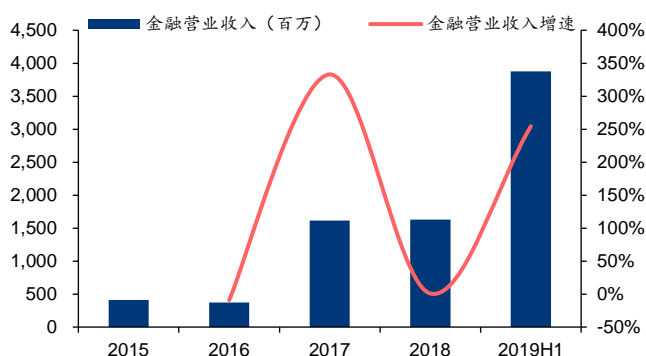
公司金融板块业务主要涉及融资租赁、期货经纪、资产管理等业务, 拥有了相对完整的类金融业务体系, 以“供应链金融服务商、综合金融服务供应商”为发展目标, 具有综合融资成本低, 资金使用效率高的竞争性优势。公司金融业务收入连年稳定增长, 提升盈利能力。

图表27: 物产中大主要金融业务

金融业务	代表公司	业务描述	业务细分	盈利模式
期货经济	中大期货	期现结合	商品期货 金融期货 期货投资咨询	手续费 咨询服务费
融资租赁	物产融资	整车租赁为主	直租 回租	利差收益、租金收入为主
资产管理	财务公司	集团一体化资金运营平台	合伙企业、信托资产、管理计划等	向客户收取管理费, 资产管理业绩提成
其他金融业务	中大金石等	产融结合	典当、金融资产交易平台等	各业务盈利

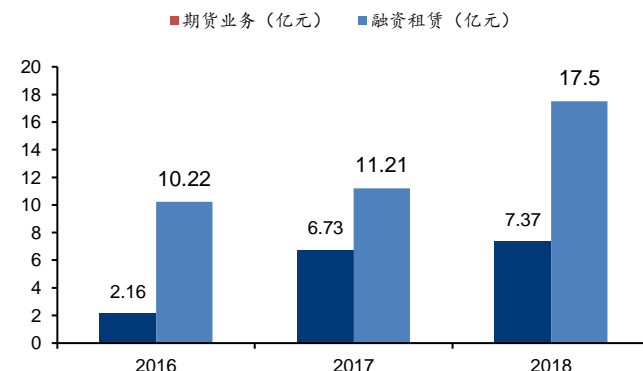
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表28: 公司历年金融服务营业收入与增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表29: 公司历年金融细分板块营业收入

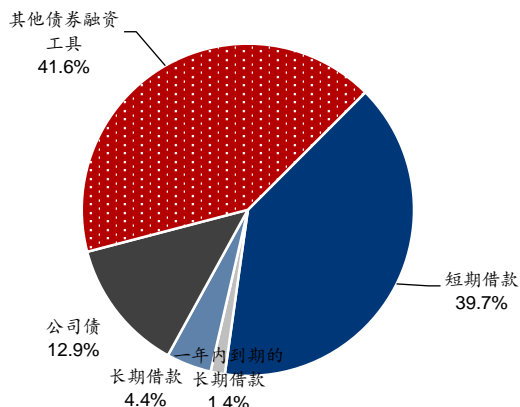


资料来源: 《公司2020年度第一期中期票据募集说明书》、华泰证券研究所

公司具有整体综合融资成本低于社会平均融资成本的竞争性优势。公司主要通过银行借款、债务融资和定向增发进行融资, 并且通过资金集中管理平台财务公司, 开展银企战略合作、创新融资方式降低融资成本。另一方面, 财务公司金融机构优势逐步凸显, 实现归集资金集中度 90%以上, 并通过再贴现、同业拆入、电子票据承兑等运作, 不仅提升了整个集团流动性管理, 也进一步降低了融资成本。

此外物产中大在供应链上下游成功探索“信用币”机制，提升资金使用效率。以旗下物产金属为例，公司与浙商银行合作，开发以区块链技术为核心的应收账款，并将下游客户签发的应收账款拆分或合并平台逐步推广，加强了与客户合作的紧密程度和粘性，激活原本沉淀的应收账款的支付与融资属性，提升了资金使用效率，促进业务短链条向全产业链疏通。

图表30: 2018年公司银行借款与债券融资工具金额占比



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表31: 2019年公司已发行债券列表

简称	债券规模 (亿元)	债券类型	债券期限	票面利率 (%)	最新评级
19物产中大 SCP0089	15	超短融	0.48Y(-)	2.45%	AAA
19物产中大 SCP008	10	超短融	0.49Y(-)	2.45%	AAA
19物产中大 MTN001	15	中票	3.00Y(-)	3.70%	AAA
19物产中大 SCP006	10	超短融	0.74Y(-)	2.95%	AAA
19物产中大 MTN002	10	中票	3.00Y(-)	3.78%	AAA
19中大01	8	公司债	3.00Y(-)	3.80%	AAA

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

### 高端实业: 把握产业趋势, 多元化布局

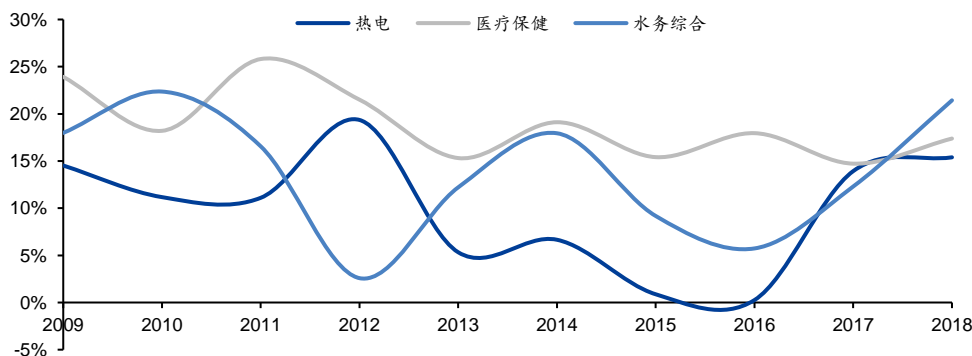
公司高端实业板块已形成热电联产、水务环保、医药、医疗健康、电线电缆、不锈钢等具有核心竞争力的业务格局。其中, 公司重点培育拓展医疗健康、环保公用两大高端实业领域, 用供应链思维做产业链整合, 全力构建战略协同、周期对冲、产融结合的业务格局。2009-2018年, 热电、医疗保健、水务综合行业的营业收入均实现了高速增长, 未来有望进一步提高。公司根据自身的资源禀赋和转型升级方向, 主动把握产业趋势, 依托政企合作优势, 积极布局政府扶持行业。

图表32: 高端实业主要子公司业务一览

子公司名称	涉及业务	经营模式	发展前沿	19H1 收入 (百万元)	19H1 净利润 (百万元)
物产环能	热电	与煤炭供应链业务相结合	污泥清洁焚烧集成、生物质焚烧综合利用	16726	241
物产化工	医药	研发、生产中间体和原料药	心血管和抗病毒化学药	25390	111
物产医药	医疗健康	轻重结合、非营结合、医养结合	城乡居民健康服务大生态平台	14	-2
物产环境	水务综合	PPP合作模式	打造公用环境全产业链生态圈	140	212

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表33: 2009-2018年高端实业子行业营收增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 投资评级：行业龙头，给予“买入”评级

### 关键假设讨论

#### 1) 大宗商品供应：竞争优势带动规模扩张

17/18/19Q1-Q3 公司大宗商品供应链服务营收分别增长 36.32%/7.97%/20.52%，其中 17/18 年，公司钢材营收增速为 70.82%/12.59%，煤炭营收增速为 47.03%/9.11%，化工品营收增速为 52.03%/-3.19%。

我们预计未来大宗商品供应链业务仍有望保持稳健增长，但 2020 年增速受疫情和油价下跌有所放缓：一方面，09-18 年大宗商品供应链行业年均复合增速为 19%，保持较快增长，且未来大宗商品行业仍有较强的精细化运营、降本增效需求；另一方面，公司从 18 年开始大力拓展业务渠道，钢材业务市场网络延伸至“一带一路”沿线国家及地区，煤炭业务下游大力开拓终端直接用户，化工品业务下属一批化工供应链集成服务项目陆续启动；最后 2020 年大宗商品供应链收入增速预计较 2019 年明显下降，但 2021 年将有所回升，主要是因为新冠疫情和 20 年油价下跌一定程度上影响大宗商品价格以及下游交易量。

17/18 年，公司钢材毛利率为 1.74%/1.73%，煤炭毛利率为 1.90%/1.57%，化工品毛利率为 1.03%/0.97%。公司销售模式逐渐成熟，行业竞争格局逐渐清晰，并且煤炭业务下游形成热电联产业务，化工品业务的智慧供应链数字化平台已完成顶层设计并进入实施阶段，对于毛利率稳定有积极作用。我们预计 19/20/21 年，钢材毛利率为 2.00%/1.90%/2.00%，煤炭毛利率为 1.74%/1.65%/1.69%，化工品毛利率为 0.97%/0.97%/0.97%。

#### 2) 汽车：提振消费

17/18 年，公司汽车业务收入增速分别为 9.12%/-1.03%，在汽车行业低迷期，公司汽车业务整体表现优于同行（2018 年，汽车行业限额以上企业社零增速为 -2.39%）。17/18/19H1 公司旗下物产元通（100%控股，公司汽车业务主要经营实体，与公司汽车业务收入略有出入，但是整体增速趋势较一致，因为公司除年报外不披露汽车业务收入，物产元通经营信息可作为参考）营收分别增长 5.21%/2.44%/18.60%。

在公司积极拓展汽车后服务业务的背景下，我们预计 19 年公司汽车业务收入增速明显改善，但受疫情影响 20-21 年汽车作为可选耐用消费品，整体销售增速受到拖累，预计 19/20/21 年，公司汽车营收增速为 15.50%/7.54%/7.54%。

17/18 年汽车业务毛利率为 4.39%/4.99%，随着公司汽车后服务业务的发展，预计 19 年毛利率有所提升，但是因为疫情对可选耐用品的持续冲击，预计 20-21 年毛利率较 19 年略有回落，预计 19/20/21 年汽车业务毛利率为 5.00%/4.50%/4.50%。

图表34: 业务收入和毛利预测

单位(百万)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	206899	276217	300125	346528	383041	430591
钢材	54624	93311	105061	126234	139968	164743
煤炭	22404	32941	35942	42200	46732	52012
化工	29868	45408	43958	51695	55671	60500
汽车	29867	32590	32255	37255	40062	43080
金融	18013	14562	18426	24145	30609	35256
yoy		33.50%	8.66%	15.46%	10.54%	12.41%
钢材		70.82%	12.59%	20.15%	10.88%	17.70%
煤炭		47.03%	9.11%	17.41%	10.74%	11.30%
化工		52.03%	-3.19%	17.60%	7.69%	8.67%
汽车		9.12%	-1.03%	15.50%	7.54%	7.54%
金融		-19.16%	26.53%	31.04%	26.77%	15.18%
毛利率	3.44%	2.58%	2.75%	3.10%	3.14%	3.24%
钢材	2.20%	1.74%	1.73%	2.00%	1.90%	2.00%
煤炭	0.99%	1.90%	1.57%	1.74%	1.65%	1.69%
化工	1.73%	1.03%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%
汽车	3.90%	4.39%	4.99%	5.00%	4.50%	4.50%
金融	14.86%	15.20%	18.37%	19.38%	18.88%	19.13%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所 (注: 公司业务较为复杂, 上表仅罗列核心业务, 红色为假设)

4) 三项费用: 过去几年, 公司长期坚持管理改革, 发挥互联网化降费优势, 费用率持续下降。展望 19/20/21 年, 我们对费用率假设较为审慎, 预计公司营业费用率为 0.71%/0.71%/0.71%, 管理费用率为 0.69%/0.69%/0.69%; 公司加大研发投入, 推动供应链服务升级, 预计研发费用率为 0.07%/0.08%/0.09%。

图表35: 三项费用预测

单位(百万)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
三项费用	3849.96	4075.02	4382.33	5094.54	5669.65	6416.53
销售费用	2036.75	2076.23	2129.75	2459.03	2718.14	3055.56
管理费用	1813.22	1998.79	2060.56	2379.15	2629.84	2956.30
研发费用			192.02	256.36	321.68	404.67
三项费用率	1.86%	1.48%	1.46%	1.47%	1.48%	1.49%
销售费用率	0.98%	0.75%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%
管理费用率	0.88%	0.72%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%
研发费用率			0.06%	0.07%	0.08%	0.09%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所 (注: 红色为基本假设)

## 盈利预测与评级

### 1) 盈利预测与估值

综合前述关键假设, 我们预测公司 19/20/21 年 EPS 为 0.57/0.64/0.74 元, 对应即期股价 8.2/7.2/6.3X PE。

图表36: 物产中大盈利预测&估值表

单位(百万)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	206898.87	276217.48	300125.13	346527.85	383041.49	430591.46
yoy		33.50%	8.66%	15.46%	10.54%	12.41%
归母净利润	2154.32	2234.85	2397.24	2,861.72	3,241.61	3,731.17
yoy		3.74%	7.27%	19.4%	13.3%	15.1%
毛利率	3.44%	2.58%	2.75%	3.10%	3.14%	3.24%
ROE	10.69%	11.15%	11.80%	10.53%	11.04%	11.98%
EPS (最新稀释)	0.43	0.44	0.47	0.57	0.64	0.74
P/E	11.04	10.65	9.92	8.31	7.34	6.38
P/B	1.18	1.08	1.00	0.82	0.76	0.71

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

## 2) 投资评级与目标价

可比大宗供应链企业 Wind 一致预期 PB (20E) 中值为 0.84X，考虑到公司业务体量大，能够相对充分发挥规模优势，作为龙头上市公司，融资渠道较为通畅，并且持续深耕大宗商品供应链服务业务，产业资源优于其他同行竞争对手，风险控制能力也更优，我们预计公司在未来有望持续提升市场份额，因此给予一定估值溢价，预测公司 20 年 BPS 为 6.16 元，给予 0.89-0.98X 的 PB (20E)，对应目标价区间 5.48-6.03 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表37: 可比供应链物流企业估值表 (2020.4.24)

代码	简称	股价	EPS				PE				PEG	PB (20E)	市值 (亿元)
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600153.SH	建发股份	7.97	1.50		1.74	1.83	5.3		4.6	4.3	0.77	0.65	225
000564.SZ	供销大集	2.81	0.03				111.1						153
600180.SH	瑞茂通	5.72	0.33	0.51	0.62	0.74	17.2	11.3	9.2	7.7	0.56	0.84	59
600755.SH	厦门国贸	6.21	0.28				22.2						116
600057.SH	厦门象屿	5.79	0.11		0.57	0.67	52.6		10.1	8.6	0.64	0.89	124
600787.SH	中储股份	4.41	0.01				376.9						100
<b>大宗商品供应链可比公司</b>							<b>37.4</b>	<b>11.3</b>	<b>9.2</b>	<b>7.7</b>	<b>0.64</b>	<b>0.84</b>	
600704.SH	物产中大	4.63	0.47	0.57	0.64	0.74	9.8	8.2	7.2	6.3	0.62	0.80	239

资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 18年可比公司为扣非后归母净利润, 19-21数据为 Wind 一致预期值, 行业估值为个股估值中位数)

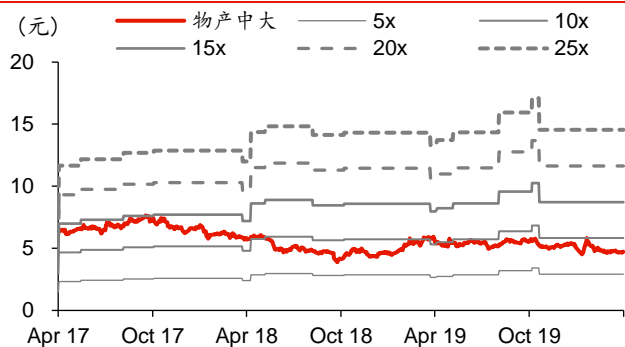
## 风险提示

1) 大宗品价格大幅下降: 大宗品分销为公司核心业务, 公司通过商业模式转型和风险管理, 尽力控制大宗价格敞口。但若宏观经济持续下挫, 进而导致大宗价格明显下跌, 公司盈利将承压。

2) 供应链业务操作风险: 2018年以来, 供应链行业风险事件频繁。公司已建立了严格的内控制度, 风险管理经验丰富; 但若供应链业务 (尤其是衍生业务) 操作风险暴露, 投资者可能面临较大损失。

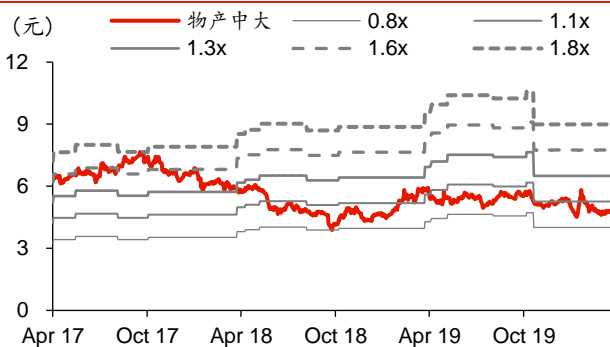
## PE/PB - Bands

图表38: 物产中大历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表39: 物产中大历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所



## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	51,017	54,732	75,956	78,422	90,349
现金	13,748	14,427	17,807	22,765	19,738
应收账款	5,493	5,920	7,257	7,309	9,066
其他应收账款	2,062	2,276	2,858	2,817	3,562
预付账款	6,866	7,976	11,825	10,706	15,390
存货	15,978	18,449	23,522	22,853	29,225
其他流动资产	6,871	5,683	12,687	11,972	13,368
非流动资产	34,926	31,321	27,783	27,335	26,907
长期投资	3,364	2,233	1,230	224.06	(781.03)
固定投资	6,225	7,284	8,149	8,566	9,137
无形资产	1,695	1,897	2,030	2,194	2,251
其他非流动资产	23,642	19,907	16,373	16,350	16,300
资产总计	85,944	86,053	103,739	105,757	117,256
流动负债	52,868	48,891	59,884	60,546	70,082
短期借款	14,867	8,624	10,673	10,673	10,673
应付账款	5,713	6,435	7,853	7,934	9,794
其他流动负债	32,288	33,832	41,358	41,939	49,615
非流动负债	6,713	8,118	8,331	6,987	5,547
长期借款	5,361	6,948	7,161	5,818	4,377
其他非流动负债	1,351	1,170	1,170	1,170	1,170
负债合计	59,581	57,009	68,215	67,533	75,629
少数股东权益	4,423	5,176	6,056	7,032	8,286
股本	4,307	4,307	5,062	5,062	5,062
资本公积	4,017	3,942	7,002	7,002	7,002
留存公积	7,514	8,810	10,774	12,909	15,646
归属母公司股东权益	21,941	23,868	29,468	31,191	33,341
负债和股东权益	85,944	86,053	103,739	105,757	117,256

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(8,359)	6,531	(2,447)	7,680	(97.33)
净利润	2,938	3,426	3,741	4,218	4,985
折旧摊销	704.56	871.63	885.49	1,024	1,152
财务费用	1,119	1,249	1,063	1,238	1,321
投资损失	(1,408)	(2,527)	(1,554)	(1,771)	(1,904)
营运资金变动	(12,416)	2,652	(6,432)	3,043	(5,533)
其他经营现金	703.53	858.19	(150.14)	(72.70)	(118.45)
投资活动现金	5,246	3,977	93.31	1,267	1,299
资本支出	3,011	2,817	1,887	1,582	1,728
长期投资	6,498	6,118	1,003	1,006	1,005
其他投资现金	14,756	12,912	2,983	3,856	4,033
筹资活动现金	4,709	(10,004)	5,733	(3,989)	(4,229)
短期借款	3,638	(6,243)	2,050	0.00	0.00
长期借款	1,561	1,587	213.12	(1,344)	(1,441)
普通股增加	1,436	0.00	755.50	0.00	0.00
资本公积增加	(1,440)	(74.62)	3,060	0.00	0.00
其他筹资现金	(486.25)	(5,274)	(344.93)	(2,645)	(2,788)
现金净增加额	1,579	521.04	3,380	4,958	(3,026)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	276,217	300,125	346,528	383,041	430,591
营业成本	269,092	291,869	335,771	370,998	416,620
营业税金及附加	280.39	263.19	303.88	335.90	377.60
营业费用	2,076	2,130	2,459	2,718	3,056
管理费用	1,999	2,061	2,379	2,630	2,956
财务费用	1,119	1,249	1,063	1,238	1,321
资产减值损失	(516.62)	(1,051)	(1,228)	(1,245)	(1,460)
公允价值变动收益	15.38	(46.99)	(13.04)	(46.68)	(22.83)
投资净收益	1,408	2,527	1,554	1,771	1,904
营业利润	3,833	4,543	4,992	5,633	6,649
营业外收入	73.55	81.15	77.35	79.25	78.30
营业外支出	81.03	64.92	81.19	87.98	80.43
利润总额	3,826	4,560	4,988	5,624	6,647
所得税	887.51	1,134	1,247	1,406	1,662
净利润	2,938	3,426	3,741	4,218	4,985
少数股东损益	703.46	1,029	879.46	976.36	1,254
归属母公司净利润	2,235	2,397	2,862	3,242	3,731
EBITDA	6,011	6,533	6,767	7,698	8,908
EPS (元, 基本)	0.44	0.47	0.57	0.64	0.74

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	33.50	8.66	15.46	10.54	12.41
营业利润	21.23	18.52	9.88	12.83	18.05
归属母公司净利润	3.74	7.27	19.38	13.27	15.10
获利能力 (%)					
毛利率	2.58	2.75	3.10	3.14	3.24
净利率	1.06	1.14	1.08	1.10	1.16
ROE	11.15	11.80	10.53	11.04	11.98
ROIC	29.39	29.41	20.99	28.51	25.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.32	66.25	65.76	63.86	64.50
净负债比率 (%)	27.60	7.04	7.67	(9.07)	(4.24)
流动比率	0.97	1.12	1.27	1.30	1.29
速动比率	0.46	0.51	0.59	0.66	0.58
营运能力					
总资产周转率	3.40	3.49	3.65	3.66	3.86
应收账款周转率	38.42	38.20	38.20	38.20	38.20
应付账款周转率	17.52	15.97	15.97	15.97	15.97
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.47	0.57	0.64	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.34	(0.48)	1.52	(0.02)
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.72	5.82	6.16	6.59
估值比率					
PE (倍)	10.49	9.78	8.19	7.23	6.28
PB (倍)	1.07	0.98	0.80	0.75	0.70
EV_EBITDA (倍)	5.79	4.65	4.09	2.92	2.86

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林寰宇、沈晓峰、张萌、袁钉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师林寰宇、沈晓峰、张萌、袁钉本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司