

2015年04月01日

物产中大 (600704.SH)

布局“一体两翼” 支撑长期发展

■14年归母净利润同比下降27.96%。公司14年实现营收379.27亿，同比下降5.74%；归母净利润3.59亿，同比下降27.96%；扣非后归母净利润0.40亿，同比下降88.60%；EPS为0.41元。

■多项业务收入下滑，主营业务毛利率经受考验。14年实现营收379.27亿，同比下降5.74亿，主营业务毛利率7%，同比减少0.44个百分点。

■期间费用率4.91%，同比增加0.25个百分点。公司对期间费用率管控较好，期间费用合计18.63亿元，较去年同比下降0.54%，期间费用率4.91%。其中，销售费用率2.55%，较13年增加0.2个百分点；管理费用率1.80%，同比增加0.08个百分点；财务费用率0.53%，同比减少0.03个百分点。

■物产集团整体上市，推进“一体两翼”产业布局。物产集团系浙江国资唯一500强企业，借力物产中大实现整体上市，吹响浙江国企改革冲锋号角，业务涉及国内外贸易、制造业、不动产、金融投资四大领域，钢铁、汽车、能源、化工、房地产、租赁期货六大板块，14年实现营收2143.64亿，利润总额24.32亿，依托资本市场强化“一体两翼”（流通+金融、实业）布局：第一、首推流通4.0概念。流通业务未来工作核心是搭建系列电商平台；第二、拓展金融全牌照。目前公司正申请保险与财务公司牌照，基金、证券牌照或将通过并购等形式获得，渐向全牌照领域拓展；第三、强化实业投资力度。实业模块将以投资为主，投资标的包括医药化工、环保热电、港口物流、养老地产、商业地产等领域。

■维持盈利预测，维持买入-A评级。考虑到资产注入带来的业绩增量及增发后的股本摊薄，我们预计15-17年EPS为0.66元、0.72元、0.80元，对应PE为31倍、29倍、26倍。

■风险提示：业内大宗商品流通纷纷发力线上，公司未来业务开展或将不达预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	40,492.7	38,156.8	231,513.1	250,034.2	270,036.9
净利润	506.5	359.5	1,446.7	1,573.9	1,747.8
每股收益(元)	0.51	0.36	0.66	0.72	0.80
每股净资产(元)	4.20	5.83	4.07	9.02	9.81
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	41.1	57.9	31.5	29.0	26.1
市净率(倍)	5.0	3.6	5.1	2.3	2.1
净利润率	1.3%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
净资产收益率	12.1%	6.2%	16.3%	8.0%	8.2%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.4%	0.3%
ROIC	10.4%	4.0%	29.3%	2.7%	11.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

贸易 II

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

25.00元

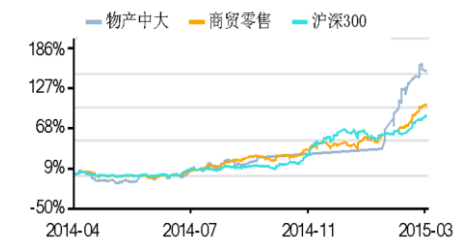
股价(2015-04-01)

20.78元

交易数据

总市值(百万元)	20,696.78
流通市值(百万元)	16,426.92
总股本(百万股)	996.00
流通股本(百万股)	790.52
12个月价格区间	7.34/21.80元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	17.02	83.49	55.85
绝对收益	32.44	100.19	146.50

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

物产集团整体上市 浙江国 企改革巨头诞生	2015-02-17
中大股份：汽车销售年终返 利有望提振四季度业绩：中 大股份2009年三季报点评	2009-10-29
中大股份：物产元通入主中 大股份，汽车流通第一股诞 生：中大股份2009年中报 点评	2009-08-28

14 年归母净利润同比下降 27.96%。公司 14 年实现营收 379.27 亿，同比下降 5.74%；归母净利润 3.59 亿，同比下降 27.96%；扣非后归母净利润 0.40 亿，同比下降 88.60%；EPS 为 0.41 元。其中，14Q4 实现营收 110.24 亿，同比下降 11.50%（Q1-Q3 同比增速分别为 13.47%、-17.48%、-4.87%）；归母净利润 0.36 亿，同比下降 77.89%（Q1-Q3 同比增速分别为 5.24%、-19.55%、3.74%）。同时公告每 10 股派现金股利 1.5 元（含税）。

多项业务收入下滑，主营业务毛利率经受考验。14 年实现营收 379.27 亿，同比下降 5.74 亿，主营业务毛利率 7%，同比减少 0.44 个百分点。分业务来看：汽车业务（整车销售+后服务）积极应对限牌，推进服务升级，整车销售实行品牌化、区域化聚焦，全年共实现收入 196.9 亿，同比下降 2.59%，毛利率 2.99%，同比减少 0.01 个百分点。车后服务加速发展“车家佳”平台，全年收入 25.23 亿，同比下降 6.85%，毛利率 20.77%，同比减少 1.49 个百分点；房地产业务方面，受房地产市场阶段性景气度下滑影响，全年实现收入 17.14 亿元，同比下降 40.64%，但受益于低成本拿地优势，房地产业务毛利率 51.55%，较上年提高 10.01 个百分点。14 年，中大地产与物产金属及其子公司进行钢材配送战略合作，14 年交易金额约为 6760 万（13 年 6300 万）；贸易实业业务（纺织和一般贸易+机电实业）坚持稳健发展，加强运营管理，国际贸易业务重点开展成套设备代理和外贸一站式平台服务，提供从报检报关到退税、国际物流等一体化外贸服务。全年受经济下滑、出口走弱影响，纺织和一般贸易实现收入 39.82 亿，同比下降 30.12%，毛利率 3.19%，同比减少 0.24 个百分点。机电实业持续完善“厂库前移、金融嵌入、物流监控”供应链金融业务模式，实现收入 95.36 亿，同比增长 14.61%，毛利率 1.74%，同比增加 0.2 个百分点。

期间费用率 4.91%，同比增加 0.25 个百分点。公司对期间费用率管控较好，期间费用合计 18.63 亿元，较去年同比下降 0.54%，期间费用率 4.91%。其中，销售费用率 2.55%，用工成本刚性提升以及本年度广告费用增加促进销售费用增长，而销售服务费支出下降部分抵消该增长，整体销售费用率与 13 年增加 0.2 个百分点；管理费用率 1.80%，同比增加 0.08 个百分点，主要系人工成本刚性上涨；财务费用率 0.53%，同比减少 0.03 个百分点，主要受益于利息收入及汇兑收益的增加。主营业务毛利率下降及期间费用率上升共致净利率下降，14 年实现净利率 1.21%，同比减少 0.56 个百分点。

物产集团整体上市，推进“一体两翼”产业布局。物产集团系浙江国资唯一 500 强企业，借力物产中大实现整体上市，吹响浙江国企改革冲锋号角，业务涉及国内外贸易、制造业、不动产、金融投资四大领域，钢铁、汽车、能源、化工、房地产、租赁期货六大板块，14 年实现营收 2143.64 亿，利润总额 24.32 亿，依托资本市场强化“一体两翼”（流通+金融、实业）布局：

第一、首推流通 4.0 概念。李克强总理政府工作报告首提“互联网+”，与浙江物产推出的流通 4.0 概念不谋而合，所谓流通 4.0 即基于互联网技术、平台化运营的供应链集成服务新阶段，依托互联网搭建产业集群，推动产业发展。流通业务未来工作核心是搭建系列电商平台，具体模块包括大宗商品电商平台（中拓钢铁电商、上海大宗钢铁、浙金电商）、汽车电商平台（云服务、元通汽车商城等）、外贸电商平台（义乌通、保税通、产业通）、化工电商平台（物融通、石化中心等），传统流通业务凭借电商平台转战线上，依托大数据、物联网、云计算搭建起供应链集成服务新体系；

第二、拓展金融全牌照。金融是流通 4.0 未来重要演替方向，公司目前具有期货、租赁、典当、小贷等金融牌照，14 年中大期货实现营收 1.79 亿，净利润 1122.76 万，中大融资租赁实现营收 1.46 亿，净利润 4225.22 万，目前公司正申请保险与财务公司牌照，基金、证券牌照或将通过并购等形式获得，渐向全牌照领域拓展（现持有财通证券 3.806% 股权、杭工商信托 1.89% 股权等）。流通业务庞大交易量有助于获得低成本融资，并可衍生出多种金融资产（应收账款、抵押品等），未来依托金融全牌照可加速互联网金融业务拓展及

资产证券化进程；

第三、强化实业投资力度。实业模块将以投资为主，投资标的包括医药化工、环保热电、港口物流、养老地产、商业地产等领域，未来将持续强化投资力度，投资标的或将新增工业自动化、机器人等前沿领域企业，存在整合浙江国资旗下优质高端制造资产预期。

维持盈利预测，维持买入-A 评级。国企改革重磅落地，物产集团实现整体上市，注入大宗商品供应链集成服务，与公司既有业务协同发力，规模效应逐渐彰显；伴随整体上市完成，物产中拓相关资产存在注入预期，公司未来或将成为投资控股平台；“一体两翼”发展规划下，线上多平台搭建、金融全牌照推进、实业投资领域拓展都将显著增厚公司长期业绩。考虑到资产注入带来的业绩增量及增发后的股本摊薄，我们预计 15-17 年 EPS 为 0.66 元、0.72 元、0.80 元，对应 PE 为 32 倍、29 倍、26 倍。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月01日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	40,492.7	38,156.8	231,513.1	250,034.2	270,036.9	成长性					
减:营业成本	37,239.3	35,270.8	214,057.0	230,981.6	249,109.0	营业收入增长率	1.8%	-5.8%	506.7%	8.0%	8.0%
营业税费	556.7	454.8	3,262.9	3,575.5	3,834.5	营业利润增长率	5.8%	-39.5%	442.7%	7.2%	10.8%
销售费用	951.8	973.4	5,903.6	6,500.9	7,156.0	净利润增长率	18.3%	-29.0%	302.4%	8.8%	11.0%
管理费用	696.8	686.6	4,398.7	4,875.7	5,400.7	EBITDA 增长率	-3.8%	-27.3%	312.9%	7.2%	11.4%
财务费用	224.8	203.3	722.0	723.0	765.0	EBIT 增长率	-4.8%	-33.2%	389.3%	5.7%	9.8%
资产减值损失	145.9	387.2	667.0	677.0	687.0	NOPLAT 增长率	15.2%	-43.1%	395.4%	7.3%	8.2%
加:公允价值变动收益	-2.3	-7.3	72.5	36.8	-48.7	投资资本增长率	47.9%	-32.7%	1,052.1	-74.5%	327.1%
投资和汇兑收益	168.9	337.5	199.0	235.1	257.2	净资产增长率	4.9%	27.8%	48.7%	104.5%	10.2%
营业利润	844.0	511.0	2,773.3	2,972.4	3,293.1	利润率					
加:营业外净收支	71.9	181.8	114.3	123.1	140.2	毛利率	8.0%	7.6%	7.5%	7.6%	7.8%
利润总额	915.9	692.9	2,887.6	3,095.6	3,433.4	营业利润率	2.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
减:所得税	204.0	234.3	952.9	990.6	1,133.0	净利润率	1.3%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
净利润	506.5	359.5	1,446.7	1,573.9	1,747.8	EBITDA/营业收入	3.1%	2.4%	1.6%	1.6%	1.7%
						EBIT/营业收入	2.6%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	11	13	2	3	3
货币资金	3,029.8	3,323.3	18,521.0	20,002.7	21,603.0	流动营业资本周转天数	65	68	73	79	78
交易性金融资产	306.4	51.4	123.2	160.3	111.6	流动资产周转天数	190	223	175	192	195
应收账款	1,429.1	1,917.3	13,832.4	4,414.7	16,172.0	应收账款周转天数	11	16	12	13	14
应收票据	122.9	164.1	1,547.2	160.0	1,797.2	存货周转天数	127	152	131	137	139
预付账款	1,150.1	1,117.6	13,562.1	1,873.2	14,709.0	总资产周转天数	230	272	183	199	203
存货	15,708.9	16,410.6	151,932.0	37,904.5	171,260.9	投资资本周转天数	88	94	78	83	83
其他流动资产	941.9	1,545.6	1,097.6	1,195.1	1,279.4	投资回报率					
可供出售金融资产	179.8	1,015.5	499.6	565.0	693.3	ROE	12.1%	6.2%	16.3%	8.0%	8.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	1.5%	0.9%	3.0%	1.0%
长期股权投资	553.3	276.0	276.0	614.0	614.0	ROIC	10.4%	4.0%	29.3%	2.7%	11.6%
投资性房地产	57.6	55.3	55.3	55.3	55.3	费用率					
固定资产	1,305.3	1,433.4	1,675.5	1,846.2	2,116.9	销售费用率	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%
在建工程	135.6	57.1	57.1	57.1	57.1	管理费用率	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%
无形资产	772.3	784.0	786.1	772.4	767.5	财务费用率	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	1,383.7	2,014.1	1,400.1	1,481.6	1,497.4	三费/营业收入	4.6%	4.9%	4.8%	4.8%	4.9%
资产总额	27,399.3	30,319.4	205,631.1	71,349.5	232,957.0	偿债能力					
短期债务	5,888.7	2,210.6	50,046.7	20,623.2	21,400.4	资产负债率	79.2%	76.0%	94.7%	68.9%	89.5%
应付账款	2,312.6	7,535.8	28,921.6	14,600.6	38,373.4	负债权益比	380.5%	316.1%	1,797.3	221.9%	853.9%
应付票据	2,467.3	2,349.1	28,843.5	4,045.2	31,217.3	流动比率	1.32	1.28	1.39	1.39	1.73
其他流动负债	6,526.0	7,119.1	36,192.5	7,868.0	40,093.9	速动比率	0.41	0.42	0.34	0.59	0.42
长期借款	2,410.9	1,378.0	49,169.8	-	75,413.7	利息保障倍数	4.76	3.51	4.84	5.11	5.30
其他非流动负债	2,091.9	2,439.7	1,618.6	2,050.1	2,036.2	分红指标					
负债总额	21,697.4	23,032.4	194,792.7	49,187.1	208,534.9	DPS(元)	0.08	-	0.11	0.08	0.07
少数股东权益	1,520.9	1,482.5	1,946.2	2,468.4	3,008.7	分红比率	15.6%	0.0%	16.3%	10.6%	9.0%
股本	790.5	996.0	2,183.0	2,183.0	2,183.0	股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.4%	0.3%
留存收益	3,390.5	4,753.8	6,709.2	17,511.0	19,230.4						
股东权益	5,701.9	7,287.0	10,838.4	22,162.4	24,422.1						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	711.9	458.6	1,446.7	1,573.9	1,747.8	EPS(元)	0.51	0.36	0.66	0.72	0.80
加:折旧和摊销	266.9	269.9	290.8	363.0	464.2	BVPS(元)	4.20	5.83	4.07	9.02	9.81
资产减值准备	145.9	387.2	-	-	-	PE(X)	41.1	57.9	31.5	29.0	26.1
公允价值变动损失	2.3	7.3	72.5	36.8	-48.7	PB(X)	5.0	3.6	5.1	2.3	2.1
财务费用	225.0	-206.1	722.0	723.0	765.0	P/FCF	242.1	165.1	3.8	-5.6	39.4
投资损失	-168.9	-337.5	-199.0	-235.1	-257.2	P/S	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
少数股东损益	205.5	99.1	488.0	531.1	552.6	EV/EBITDA	13.2	13.6	34.0	12.2	27.5
营运资金的变动	-3,521.3	-3,114.5	-83,131.1	68,903.6	-76,558.5	CAGR(%)	43.5%	71.2%	50.1%	43.5%	71.2%
经营活动产生现金流量	-1,887.7	-1,275.1	-80,310.1	71,896.2	-73,334.7	PEG	0.9	0.8	0.6	0.7	0.4
投资活动产生现金流量	-700.2	-358.1	-75.6	-744.1	-478.8	ROIC/WACC	2.8	1.1	7.9	0.7	3.1
融资活动产生现金流量	1,909.1	1,363.9	95,583.5	-69,670.4	75,413.7	REP	0.5	1.5	0.2	2.9	0.4

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shengcx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

