安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 04 月 28 日

物产中大（600704.SH）

公司快报

证券研究报告

贸易 II

业绩增长稳定，期待集团整体上市及新业务增长

■15Q1 归母净利润增长 5.87%，符合预期。公司 15Q1 实现营收 91.21 亿，同比下降 10.44%（14Q1-Q4 增速分别为+13.47%、-17.48%、-4.87%、-11.50%）；归母净利润 1.43 亿，同比增长 5.87%（14Q1-Q4 增速分别为+5.24%、-19.55%、+3.74%、-77.89%）；扣非后归母净利 0.95 亿，同比下降 12.58%；加权平均 ROE 2.42%；EPS 0.14 元。租赁业务盈利性强，业务规模扩大推动公司盈利能力提升。

■受限牌政策影响，整车销售下滑带动营收同比下降，租赁业务规模扩大致盈利能力提升。由于限牌政策及新年时间提前，整车销售出现下滑，致公司 15Q1 实现营收 91.21 亿，同比下降 10.44%。此外，受益高毛利租赁业务规模扩大，公司 15Q1 综合毛利率为 8.17%，同比增长 1.59 个百分点。

■传统业务增长乏力，车后服务成重要看点。公司传统业务包括机电、纺织贸易等，一方面，由于机电、纺织行业市场成熟，行业竞争激烈，公司产品市占率较低；另一方面，机电产品成本透明度高，盈利提升空间有限，纺织品受原材料供给制约严重，棉花等原材料受天气影响显著，盈利具有不确定性，传统业务利润贡献有限。公司依靠汽车金融和二手车业务成功切入汽车后市场,后服务有望成为业绩新亮点。

■集团整体上市，推行员工持股，打开市值成长空间。第一、物产集团借力物产中大实现整体上市，大宗商品流通业务注入公司体内，倾力打造系列电商平台。第二、推行员工持股，上下齐心推动公司未来发展。

■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 0.37 元、0.48 元、0.62 元，对应 PE 为 64 倍、49 倍、38 倍。

■风险提示：资产注入后业务协同性发展不达预期

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	810.7	1,054.8	1,353.6
每股收益(元)	0.51	0.36	0.37	0.48	0.62
每股净资产(元)	4.20	5.83	3.83	8.57	9.19

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	47.0	66.2	64.3	49.4	38.5
市净率(倍)	5.7	4.1	6.2	2.8	2.6
净利润率	1.3%	0.9%	0.4%	0.4%	0.5%
净资产收益率	12.1%	6.2%	9.7%	5.6%	6.7%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
ROIC	10.4%	4.0%	29.3%	2.9%	13.1%

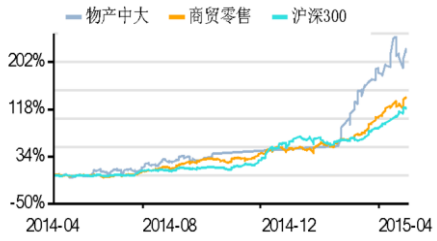
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价	27.48 元
股价（2015-04-27）	23.88 元

交易数据

总市值（百万元）	23,784.37
流通市值（百万元）	18,877.52
总股本（百万股）	996.00
流通股本（百万股）	790.52
12 个月价格区间	7.34/26.07 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.93	95.58	88.76
绝对收益	13.12	130.06	210.53

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

布局“一体两翼” 支撑长期发展	2015-04-02
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

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。

15Q1 归母净利润增长 5.87%，符合预期。公司 15Q1 实现营收 91.21 亿，同比下降 10.44%（14Q1-Q4 增速分别为+13.47%、-17.48%、-4.87%、-11.50%）；归母净利润 1.43 亿，同比增长 5.87%（14Q1-Q4 增速分别为+5.24%、-19.55%、+3.74%、-77.89%）；扣非后归母净利 0.95 亿，同比下降 12.58%；加权平均 ROE 2.42%；EPS 0.14 元。租赁业务盈利性强，业务规模扩大推动公司盈利能力提升。

受限牌政策影响，整车销售下滑带动营收同比下降，租赁业务规模扩大致盈利能力提升。公司业务结构中整车销售占比较高（14 年占比 51.92%），由于限牌政策及新年时间提前，整车销售出现下滑，致公司 15Q1 实现营收 91.21 亿，同比下降 10.44%。此外，公司大力发展租赁业务，受益高毛利租赁业务规模扩大，公司 15Q1 综合毛利率为 8.17%，同比增长 1.59 个百分点。报告期内由于工资刚性成本上升和广告、优惠力度增加，期间费用率为 4.68%，同比增长 0.62 个百分点。其中，销售费用率为 2.51%，同比增长 0.41 个百分点；管理费用率为 1.66%，同比增长 0.28 个百分点；财务费用率为 0.51%，同比下降 0.07 个百分点。受益毛利率提高，公司净利率为 2.17%，同比增长 0.26 个百分点。

传统业务增长乏力，车后服务成重要看点。公司传统业务包括机电、纺织贸易等，一方面，由于机电、纺织行业市场成熟，行业竞争激烈，公司产品市占率较低；另一方面，机电产品成本透明度高，盈利提升空间有限，纺织品受原材料供给制约严重，棉花等原材料受天气影响显著，盈利具有不确定性，传统业务利润贡献有限。而现阶段伴随中国汽车保有量日增，二手车市场呈现繁荣势态，带动汽车后市场规模日渐扩大，根据《2014 年中国汽车后市场连锁经营研究报告》显示，14 年中国汽车后市场规模达 6000 亿， 18 年有望破万亿。 公司依靠汽车金融和二手车业务成功切入汽车后市场，汽车金融已形成商务租赁、融资租赁、按揭服务三大业务模式，租赁车保有份额占到杭州市三分之一以上，14 年完成二手车交易达 4 万辆，车后服务有望成为业绩新亮点。

集团整体上市，推行员工持股，打开市值成长空间。第一、物产集团借力物产中大实现整体上市，大宗商品流通业务注入公司体内，倾力打造系列电商平台。集团流通业务分为汽车（位于上市公司体内）、大宗商品两大类，整体上市后，将依托资本市场，倾力打造系列电商平台，实现商流、金流、物流、信息流高效联接，平台将包括钢铁电商平台、汽车电商平台、化工电商平台、外贸电商平台等，目前义乌通、保税通、钢铁电商、车家佳等平台已上线，未来将依托电商平台后台、大数据集成化处理方式，打造统分结合平台架构体系，实现产业生态链资源有效整合，满足消费者多样化、个性化需求，创造业绩新亮点。此外，借本次整体上市契机，将推进金融全牌照获取和实业投资布局再完善，未来将开启“流通+金融、实业”一体两翼运营新篇章；第二、推行员工持股，上下齐心推动公司未来发展。本次员工持股计划，总人数为 1074 人（集团和公司高管 24 人，中层管理人员几业务骨干 1050 人），本次推行员工持股计划，一方面是响应中央号召、深化公司混合所有制改革进程的需要。另一方面是完善公司治理结构、强化约束激励机制的需要，员工持股有助于建立和完善公司与员工利益共享、风险共担机制，进一步增强员工凝聚力和公司发展活力，提升公司治理水平，打开长期业绩增长空间。

维持盈利预测，维持买入-A 评级。物产集团流通主业竞争优势显著，各类大宗商品贸易额位居全国前列，本次整体上市，将借力资本市场完善流通行业布局，通过打造系列电商平台，实现流通业务线上转移，创新盈利模式的同时，将显著增厚长期业绩，叠加推行员工持股，从企业内部激发经营活力，或将迸发巨大弹性，长期看好公司未来成长空间。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 0.37 元、0.48 元、0.62 元，对应 PE 为 64 倍、49 倍、38 倍。

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。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 04 月 27 日)

利润表

（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**
减:营业成本	37,239.3	35,270.8	214,057.0	230,981.6	249,109.0
营业税费	556.7	454.8	3,262.9	3,575.5	3,834.5
销售费用	951.8	973.4	5,903.6	6,500.9	7,156.0
管理费用	696.8	686.6	4,398.7	4,623.0	4,872.0
财务费用	224.8	203.3	722.0	723.0	765.0
资产减值损失	145.9	387.2	667.0	677.0	687.0
加:公允价值变动收益	-2.3	-7.3	72.5	36.8	-48.7
投资和汇兑收益	168.9	337.5	199.0	235.1	257.2
营业利润	**844.0**	**511.0**	**2,773.3**	**3,225.1**	**3,821.9**
加:营业外净收支	71.9	181.8	114.3	123.1	140.2
利润总额	**915.9**	**692.9**	**2,887.6**	**3,348.2**	**3,962.1**
减:所得税	204.0	234.3	952.9	1,071.4	1,307.5
净利润	**506.5**	**359.5**	**810.7**	**1,054.8**	**1,353.6**

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	3,029.8	3,323.3	18,521.0	20,002.7	21,603.0
交易性金融资产	306.4	51.4	123.2	160.3	111.6
应收帐款	1,429.1	1,917.3	13,832.4	4,414.7	16,172.0
应收票据	122.9	164.1	1,547.2	160.0	1,797.2
预付帐款	1,150.1	1,117.6	13,562.1	1,873.2	14,709.0
存货	15,708.9	16,410.6	151,932.0	37,904.5	171,260.9
其他流动资产	941.9	1,545.6	1,097.6	1,195.1	1,279.4
可供出售金融资产	179.8	1,015.5	499.6	565.0	693.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	553.3	276.0	276.0	614.0	614.0
投资性房地产	57.6	55.3	55.3	55.3	55.3
固定资产	1,305.3	1,433.4	1,675.5	1,846.2	2,116.9
在建工程	135.6	57.1	57.1	57.1	57.1
无形资产	772.3	784.0	786.1	772.4	767.5
其他非流动资产	1,383.7	2,014.1	1,400.1	1,481.6	1,497.4
资产总额	**27,399.3**	**30,319.4**	**205,631.1**	**71,349.5**	**232,957.0**
短期债务	5,888.7	2,210.6	49,975.0	20,336.0	21,094.5
应付帐款	2,312.6	7,535.8	28,921.6	14,600.6	38,373.4
应付票据	2,467.3	2,349.1	28,843.5	4,045.2	31,217.3
其他流动负债	6,526.0	7,119.1	36,192.5	7,868.0	40,093.9
长期借款	2,410.9	1,378.0	49,169.8	-	75,059.5
其他非流动负债	2,091.9	2,439.7	1,618.6	2,050.1	2,036.2
负债总额	**21,697.4**	**23,032.4**	**194,721.0**	**48,899.9**	**207,874.7**
少数股东权益	**1,520.9**	**1,482.5**	**2,550.3**	**3,752.0**	**5,024.1**
股本	790.5	996.0	2,183.0	2,183.0	2,183.0
留存收益	3,390.5	4,753.8	6,176.8	16,514.6	17,875.2
股东权益	**5,701.9**	**7,287.0**	**10,910.1**	**22,449.6**	**25,082.3**

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	1.8%	-5.8%	506.7%	8.0%	8.0%
营业利润增长率	5.8%	-39.5%	442.7%	16.3%	18.5%
净利润增长率	18.3%	-29.0%	125.5%	30.1%	28.3%
EBITDA 增长率	-3.8%	-27.3%	312.9%	13.9%	17.2%
EBIT 增长率	-4.8%	-33.2%	389.3%	13.0%	16.2%
NOPLAT 增长率	15.2%	-43.1%	395.4%	14.6%	14.5%
投资资本增长率	47.9%	-32.7%	1,052.1	-74.5%	327.1%
净资产增长率	4.9%	27.8%	49.7%	105.8%	11.7%
利润率					
毛利率	8.0%	7.6%	7.5%	7.6%	7.8%
营业利润率	2.1%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%
净利润率	1.3%	0.9%	0.4%	0.4%	0.5%
EBITDA/营业收入	3.1%	2.4%	1.6%	1.7%	1.9%
EBIT/营业收入	2.6%	1.9%	1.5%	1.6%	1.7%
运营效率					
固定资产周转天数	11	13	2	3	3
流动营业资本周转天数	65	68	73	79	78
流动资产周转天数	190	223	175	192	195
应收帐款周转天数	11	16	12	13	14
存货周转天数	127	152	131	137	139
总资产周转天数	230	272	183	199	203
投资资本周转天数	88	94	78	83	83
投资回报率					
ROE	12.1%	6.2%	9.7%	5.6%	6.7%
ROA	2.6%	1.5%	0.9%	3.2%	1.1%
ROIC	10.4%	4.0%	29.3%	2.9%	13.1%
费用率					
销售费用率	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%
管理费用率	1.7%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%
财务费用率	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
三费/营业收入	4.6%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	79.2%	76.0%	94.7%	68.5%	89.2%
负债权益比	380.5%	316.1%	1,784.8	217.8%	828.8%
流动比率	1.32	1.28	1.39	1.40	1.74
速动比率	0.41	0.42	0.34	0.59	0.43
利息保障倍数	4.76	3.51	4.84	5.46	6.00
分红指标					
DPS(元)	0.08	-	0.06	0.05	0.06
分红比率	15.6%	0.0%	16.3%	10.6%	9.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	711.9	458.6	810.7	1,054.8	1,353.6
加:折旧和摊销	266.9	269.9	290.8	363.0	464.2
资产减值准备	145.9	387.2	-	-	-
公允价值变动损失	2.3	7.3	72.5	36.8	-48.7
财务费用	225.0	-206.1	722.0	723.0	765.0
投资损失	-168.9	-337.5	-199.0	-235.1	-257.2
少数股东损益	205.5	99.1	1,124.0	1,222.0	1,301.0
营运资金的变动	-3,521.3	-3,114.5	-83,131.1	68,903.6	-76,558.5
经营活动产生现金流量	**-1,887.7**	**-1,275.1**	**-80,310.1**	**72,068.1**	**-72,980.5**
投资活动产生现金流量	**-700.2**	**-358.1**	**-75.6**	**-744.1**	**-478.8**
融资活动产生现金流量	**1,909.1**	**1,363.9**	**95,583.5**	**-69,842.3**	**75,059.5**

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.51	0.36	0.37	0.48	0.62
BVPS(元)	4.20	5.83	3.83	8.57	9.19
PE(X)	47.0	66.2	64.3	49.4	38.5
PB(X)	5.7	4.1	6.2	2.8	2.6
P/FCF	276.8	188.7	4.6	-5.9	133.1
P/S	0.6	0.6	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	13.2	13.6	35.9	13.2	26.2
CAGR(%)	47.3%	79.6%	50.1%	47.3%	79.6%
PEG	1.0	0.8	1.3	1.0	0.5
ROIC/WACC	2.7	1.0	7.6	0.8	3.4
REP	0.5	1.5	0.2	3.2	0.4

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
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@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

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。