

2015年08月25日

物产中大 (600704.SH)

金融投资助力业绩增长，搭建系列产业电商平台，业务转型扬帆起航

■ **金融投资表现优异，归母净利润同比增长 45.79%**。8月21日，公司发布半年报，15H1 实现营收 184.46 亿元，同比增长 3.47% (15Q1 同比下降 10.44%)；归母净利润 3.50 亿元，同比增长 45.79% (15Q1 同比增长 5.87%)；扣非后归母净利润 3.18 亿元，同比增长 92.95% (15Q1 同比下降 12.58%)，EPS0.35 元。金融投资表现优异，带动归母净利润实现大幅上涨。

■ **机电实业及房地产业务放量，营收同比增长 3.47%**。15H1 实现营收 184.46 亿元，同比增长 3.47%，分产品来看：整车销售实现营收 96.85 亿，同比下降 0.2%；汽车后服务实现营收 13.23 亿，同比下降 4.3%；机电实业实现营收 47.99 亿，同比增加 14.73%；纺织和一般贸易实现营收 11.5 亿，同比下降 28.46%；房地产实现营收 12.09 亿，同比增加 56.59%；其他业务实现营收 1.84 亿，同比增长 153.71%。

■ **成本把控合理，费用支出增多，盈利能力有所提升**。受益于地产高毛利业务营收大幅上涨，报告期内公司毛利率为 7.01%，同比增加 0.07 个百分点。报告期内费用控制合理，期间费用率 5.33%，同比增加 0.63 个百分点。受益于金融资产公允价值变动收益提升及投资收益增加，报告期内实现净利率 2.47%，同比增加 0.55 个百分点。

■ **物产集团整体上市，搭建系列产业电商平台，延伸业务服务半径，流通 4.0 扬帆起航**。① **义乌通外贸服务平台，聚焦于义乌市场采购跨境服务**，为义乌当地 10 万商户提供通关、物流信保、结汇、退税等基础服务，并推出退税通、赊销通、信融通、提单质押、一仓通等金融衍生服务，未来将结合贸易大数据，衍生其他相关平台服务。公司为提高外贸物流运输效率，预计今年将搭建 3-5 个海外仓，缩短商品配送时间、增强平台商户粘性；② **保税通提供海外海外仓到国内仓的供应链服务**，依托“保税进、行邮出”跨境试点政策，以 B2B2C 模式，为国外优质品牌产品进入中国市场，提供从货物代理进口、报关报检、保税仓配物流、电商代运营、电商营销、供应链融资和 O2O 等一站式的跨境电商服务，主要开发日韩系、欧美系、澳新系等不同品类产品，目前已与天猫国际、贝因美等企业签订了战略合作协议，未来将持续整合海外商品供应链，扩大与国内电商平台合作范围，计划今年实现 2 亿进口额；③ **车家佳重点拓展以“后服务预约+新车销售+二手车拍卖”为主体的汽车 O2O 模式**，着力打造线上的汽车生活服务圈，平台涵盖新车、后服务、二手车、用品、金融、车友圈和积分商城等版块。一方面，公司依托线下会员优势，逐渐向线上平台引流，目前线下会员近 150 万，线上会员达 8 万。另一方面，加强线下服务体验店推进，通过线上预约服务、线下体验的模式，提升服务效率和消费者满意度，目标 15 年实现后服务预约量 10 万单，开业线下体验店 900 家。此外，集团旗下的“物产通”PVC 电商平台也于 15 年 5 月上线，迈开向化工电子化交易进军的步伐，平台上线首日成交 6886 吨、交易额 4046 万。未来伴随线上平台搭建经验持续丰富、运营模式日益成熟，金属、煤炭等产业电商平台推进进程有望提速。

■ **上调盈利预测，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 0.43 元、0.54 元、0.67 元，对应 PE 为 37 倍、30 倍、24 倍，维持买入-A 评级。

■ **风险提示**：集团整体上市进展不达预期；产业由商平台搭建不达预期。

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	945.4	1,173.7	1,462.7
每股收益(元)	0.51	0.36	0.43	0.54	0.67
每股净资产(元)	4.20	5.83	3.82	8.51	9.01

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	31.9	44.9	37.4	30.1	24.2
市净率(倍)	3.9	2.8	4.2	1.9	1.8
净利润率	1.3%	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%
净资产收益率	12.1%	6.2%	11.3%	6.3%	7.4%
股息收益率	0.5%	0.9%	0.8%	1.0%	1.4%
ROIC	10.4%	4.0%	31.0%	3.0%	13.6%

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

18.00 元

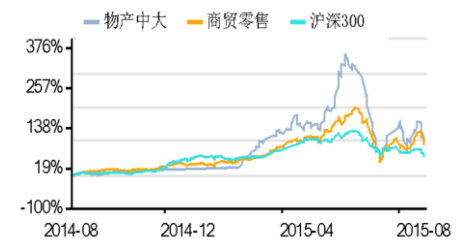
股价 (2015-08-24)

16.21 元

交易数据

总市值 (百万元)	16,145.08
流通市值 (百万元)	15,478.92
总股本 (百万股)	996.00
流通股本 (百万股)	954.90
12 个月价格区间	9.21/43.01 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.18	-13.74	31.79
绝对收益	-26.75	-47.59	70.27

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

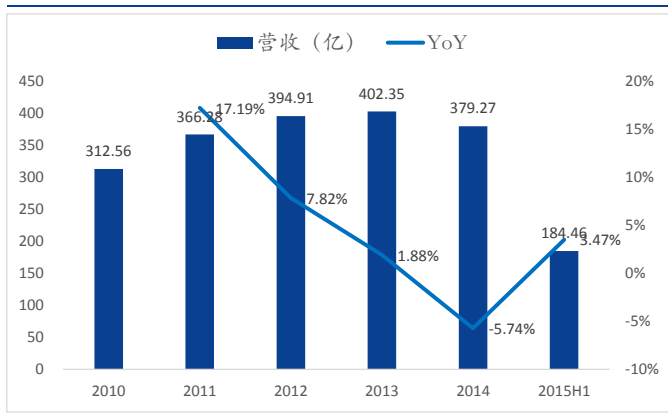
zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

业绩增长稳定，期待集团整体上市及新业务增长	2015-04-28
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

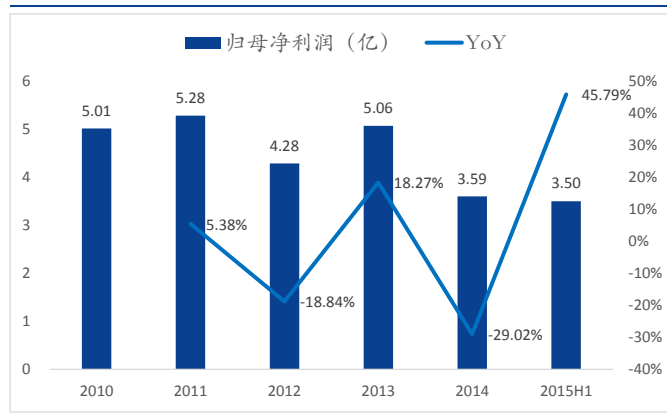
金融投资表现优异，归母净利润同比增长 45.79%。8 月 21 日，公司发布半年报，15H1 实现营收 184.46 亿元，同比增长 3.47% (15Q1 同比下降 10.44%)；归母净利润 3.50 亿元，同比增长 45.79% (15Q1 同比增长 5.87%)；扣非后归母净利润 3.18 亿元，同比增长 92.95% (15Q1 同比下降 12.58%)，EPS0.35 元。金融投资表现优异，带动归母净利润实现大幅上涨。

图 1：机电实业、房地产放量，带动 15H1 营收增长



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 2：金融投资表现优异，带动 15H1 业绩增长

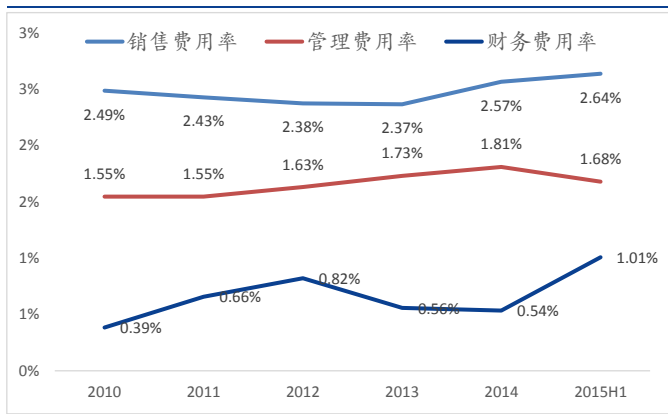


数据来源：公司公告 安信证券研究中心

机电实业及房地产业务放量，营收同比增长 3.47%。15H1 实现营收 184.46 亿元，同比增长 3.47%，分产品来看：整车销售实现营收 96.85 亿，同比下降 0.2%；汽车后服务实现营收 13.23 亿，同比下降 4.3%；机电实业实现营收 47.99 亿，同比增加 14.73%；纺织和一般贸易实现营收 11.5 亿，同比下降 28.46%；房地产实现营收 12.09 亿，同比增加 56.59%；其他业务实现营收 1.84 亿，同比增长 153.71%。分地区来看：国内市场贡献营收 166.51 亿，同比增长 1.62%，占营收比重达 90.74%；国外市场贡献营收 17 亿，同比增长 27.13%，占营收比重达 9.26%。

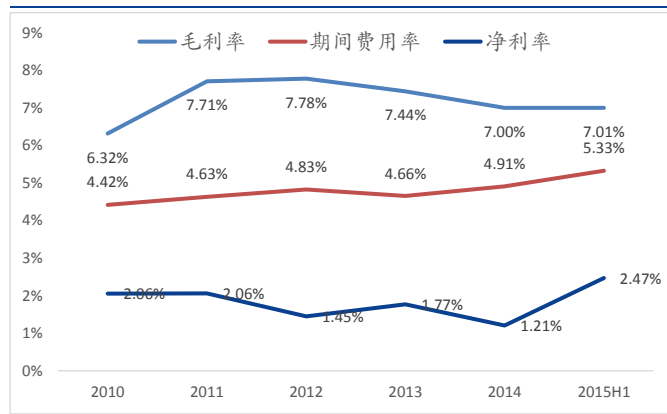
成本把控合理，费用支出增多，盈利能力有所提升。受益于地产高毛利业务营收大幅上涨，报告期内公司毛利率为 7.01%，同比增加 0.07 个百分点。报告期内费用控制合理，期间费用率 5.33%，同比增加 0.63 个百分点，其中，销售费用率 2.64%，同比增加 0.2 个百分点，主要系职工薪酬、租赁费、长期资产摊销增加所致；管理费用率 1.68%，同比增加 0.09 个百分点，主要系职工薪酬增加所致；财务费用率 1.01%，同比增加 0.35 个百分点，主要系本期融资规模扩大所致。受益于金融资产公允价值变动收益提升及投资收益增加，报告期内实现净利率 2.47%，同比增加 0.55 个百分点。

图 3：2010-2015H1 费用率情况



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 4：2010-2015 毛利率、期间费用率及净利率情况



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

物产集团整体上市，搭建系列产业电商平台，延伸业务服务半径，流通 4.0 扬帆起航。集团整体上市后，旗下流通领域相关资源将注入公司体内，公司在夯实线下业务的同时，依托产业资源优势搭建系列产业电商平台、延伸业务服务半径，推进流通 4.0 转型。目前已经培育外贸综合服务平台“义乌通”、“保税通”、汽车云服务电商平台“车佳家”等均已具备可观市场规模和行业影响力：**①义乌通外贸服务平台，聚焦于义乌市场采购跨境服务**，为义乌当地 10 万商户提供通关、物流信保、结汇、退税等基础服务，并推出退税通、赊销通、信融通、提单质押、一仓通等金融衍生服务，未来将结合贸易大数据，衍生其他相关平台服务。公司为提高外贸物流运输效率，预计今年将搭建 3-5 个海外仓，缩短商品配送时间、增强平台商户粘性；**②保税通提供海外海外仓到国内仓的供应链服务**，依托“保税进、行邮出”跨境试点政策，以 B2B2C 模式，为国外优质品牌产品进入中国市场，提供从货物代理进口、报关报检、保税仓配物流、电商代运营、电商营销、供应链融资和 O2O 等一站式的跨境电商服务，主要开发日韩系、欧美系、澳新系等不同品类产品，目前已与天猫国际、贝因美等企业签订了战略合作协议，未来将持续整合海外商品供应链，扩大与国内电商平台合作范围，计划今年实现 2 亿进口额；**③车家佳重点拓展以“后服务预约+新车销售+二手车拍卖”为主体的汽车 O2O 模式**，着力打造线上的汽车生活服务圈，平台涵盖新车、后服务、二手车、用品、金融、车友圈和积分商城等版块。一方面，公司依托线下会员优势，逐渐向线上平台引流，目前线下会员近 150 万，线上会员达 8 万。另一方面，加强线下服务体验店推进，通过线上预约服务、线下体验的模式，提升服务效率和消费者满意度，目标 15 年实现后服务预约量 10 万单，开业线下体验店 900 家。此外，集团旗下的“物产通”PVC 电商平台也于 15 年 5 月上线，迈开向化工电子化交易进军的步伐，平台上线首日成交 6886 吨、交易额 4046 万。未来伴随线上平台搭建经验持续丰富、运营模式日益成熟，金属、煤炭等产业电商平台推进进程有望提速。

上调盈利预测，维持买入-A 评级。浙江国企改革重磅落地，物产集团借力物产中大实现整体上市，注入大宗商品供应链集成业务，公司携集团资源优势打造系列电商平台，流通业务由线下单线发展到线上线下并行推进，流通 4.0 概念持续发酵，创新盈利模式的同时，打开未来发展空间。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 0.43 元、0.54 元、0.67 元，对应 PE 为 37 倍、30 倍、24 倍，维持买入-A 评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月24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%	482.0%	14.3%	17.2%
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%	163.0%	24.2%	24.6%
管理费用	696.8	686.6	4,398.7	4,623.0	4,872.0	EBITDA 增长率	-3.8%	-27.3%	334.8%	12.5%	16.2%
财务费用	224.8	203.3	722.0	723.0	765.0	EBIT 增长率	-4.8%	-33.2%	417.5%	11.5%	15.2%
资产减值损失	145.9	387.2	667.0	677.0	687.0	NOPLAT 增长率	15.2%	-43.1%	423.9%	13.2%	13.5%
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	400.0	410.0	420.0	净资产增长率	4.9%	27.8%	49.5%	104.9%	10.6%
营业利润	844.0	511.0	2,974.3	3,400.0	3,984.7	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	3,088.6	3,523.1	4,124.9	营业利润率	2.1%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%
减:所得税	204.0	234.3	1,019.2	1,127.4	1,361.2	净利润率	1.3%	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%
净利润	506.5	359.5	945.4	1,173.7	1,462.7	EBITDA/营业收入	3.1%	2.4%	1.7%	1.8%	1.9%
						EBIT/营业收入	2.6%	1.9%	1.6%	1.6%	1.8%
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%	11.3%	6.3%	7.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	1.5%	1.0%	3.4%	1.2%
长期股权投资	553.3	276.0	276.0	614.0	614.0	ROIC	10.4%	4.0%	31.0%	3.0%	13.6%
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%	1.8%	1.8%
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%	4.7%	4.7%
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	50,060.5	20,464.7	21,593.2	资产负债率	79.2%	76.0%	94.7%	68.7%	89.4%
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%	1,787.9	219.7%	843.4%
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	1.40	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	49,102.4	-	74,950.4	利息保障倍数	4.76	3.51	5.12	5.70	6.21
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	194,739.2	49,028.6	208,264.4	DPS(元)	0.08	0.15	0.13	0.16	0.23
少数股东权益	1,520.9	1,482.5	2,550.3	3,752.0	5,024.1	分红比率	15.6%	41.6%	30.1%	29.1%	33.6%
股本	790.5	996.0	2,183.0	2,183.0	2,183.0	股息收益率	0.5%	0.9%	0.8%	1.0%	1.4%
留存收益	3,390.5	4,753.8	6,158.6	16,385.9	17,485.6						
股东权益	5,701.9	7,287.0	10,891.9	22,320.9	24,692.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.51	0.36	0.43	0.54	0.67
净利润	711.9	458.6	945.4	1,173.7	1,462.7	BVPS(元)	4.20	5.83	3.82	8.51	9.01
加:折旧和摊销	266.9	269.9	290.8	363.0	464.2	PE(X)	31.9	44.9	37.4	30.1	24.2
资产减值准备	145.9	387.2	-	-	-	PB(X)	3.9	2.8	4.2	1.9	1.8
公允价值变动损失	2.3	7.3	72.5	36.8	-48.7	P/FCF	187.9	128.1	3.1	-4.1	46.5
财务费用	225.0	-206.1	722.0	723.0	765.0	P/S	0.4	0.4	0.2	0.1	0.1
投资损失	-168.9	-337.5	-400.0	-410.0	-420.0	EV/EBITDA	13.2	13.6	29.8	9.0	22.2
少数股东损益	205.5	99.1	1,124.0	1,222.0	1,301.0	CAGR(%)	49.9%	82.0%	53.5%	49.9%	82.0%
营运资金的变动	-3,521.3	-3,114.5	-83,131.1	68,903.6	-76,558.5	PEG	0.6	0.5	0.7	0.6	0.3
经营活动产生现金流量	-1,887.7	-1,275.1	-80,376.5	72,012.1	-73,034.2	ROIC/WACC	3.0	1.2	9.0	0.9	3.9
投资活动产生现金流量	-700.2	-358.1	125.4	-569.2	-316.0	REP	0.5	1.4	0.1	1.9	0.3
融资活动产生现金流量	1,909.1	1,363.9	95,448.9	-69,961.2	74,950.4						

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

刘章明声明, 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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@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	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

