



平安证券
PINGAN SECURITIES

商贸零售

2018年04月23日

物产中大 (600704)

国内供应链龙头：模式赋能、二次混改、乘风而立

推荐（首次）

现价：6.23 元

主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.wuchanzhongda.cn
大股东/持股	浙江国有运营/33.81%
实际控制人	浙江省人民政府
总股本(百万股)	4,307
流通 A 股(百万股)	1,338
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	268.33
流通 A 股市值(亿元)	83.36
每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	69.33

行情走势图



证券分析师

耿祥龙 投资咨询资格编号
S1060517100001
0755-33547539
GENGXIANGLONG885@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **中国供应链集成服务领导者：**物产中大是中国最大的供应链集成服务商之一，是浙江省省属特大型国有控股企业集团，2015 年借助旗下国家商务部（原外经贸部）直接推荐的首家上市公司——浙江物产中大元通集团股份有限公司，成功完成混合所有制改革并实现整体上市，是全国国企改革十二个样本之一。混改之后，公司业绩实现跨越式增长，2017 年实现营业收入 2766.20 亿元，同比+33.52%，扣非归母净利润 11.80 亿元，同比+29.54%。
- **政策加码，国内供应链行业进入快车道：**目前全国供应链企业 5000 余家，市场规模约 1.6 万亿美元，但整体仍处于初级发展阶段，功能单一，增值服务较为薄弱。2017 年 10 月，国务院办公厅发布“84 号文”，首次将供应链的创新与应用上升为国家战略。并明确到 2020 年培育 100 家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心。预计到 2023 年，国内供应链市场规模有望突破 3 万亿美元。
- **“模式赋能+二次混改”构筑供应链龙头地位：**公司从传统的贸易商转变为服务商，通过为客户提供具体的解决方案、增值服务获取价值，摆脱了从产品本身商业属性获取价值的方式。同时，公司积极探索创新型商业模式，通过与上下游加工企业深度合作，延伸产业链条、增强客户黏性、增厚利润率水平。此外，物产中大持续推进成员公司“二次混改”，积极探索产业基金、战略投资者等多元资本参与成员公司改革改制的实施路径，2018 年 2 月，物产旗下两家子公司员工持股试点获批，将激发员工的“二次创业”热情。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018-2020 年收入分别为 3234/3618/3849 亿元，同比增长 17.07%/11.89%/6.37%，归母净利润分别为 26.97/31.07/35.47 亿元，同比增长 20.69%/15.20%/14.15%。考虑到公司在大宗商品供应链领域拥有显著优势，叠加混改和员工持股，看好公司中长期价值，首次覆盖给予“推荐”评级。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	206899	276217	323364	361805	384865
YoY(%)	13.5	33.5	17.1	11.9	6.4
净利润(百万元)	2154	2235	2697	3107	3547
YoY(%)	55.6	3.7	20.7	15.2	14.2
毛利率(%)	3.4	2.6	2.8	2.9	3.0
净利率(%)	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
ROE(%)	10.7	11.1	11.9	12.5	12.8
EPS(摊薄/元)	0.50	0.52	0.63	0.72	0.82
P/E(倍)	12.5	12.0	9.9	8.6	7.6
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0

- **风险提示：**1）中美贸易摩擦升级：虽然公司海外收入占比较低，而且公司以高附加值、特种钢等产品为主，降低了反倾销的影响。但若中美贸易摩擦全面升级，程度进一步加深，将对公司业务造成一定连带影响。2）大宗商品价格大幅波动风险。受宏观环境、国际政治影响，大宗商品价格波动幅度较大，公司虽然采取期货等方式对冲，但仍留有一定比例库存，若大宗商品价格剧烈波动，将对公司业绩造成不利影响。3）解禁减持风险。2018 年 10 月 29 日和 11 月 6 日，公司定增配售股份将分别解禁 23.81 亿股和 5.88 亿股，为保持国有控股地位，前两大股东减持概率较低，而战略投资者与公司拥有长期合作关系，持股周期长，但不排除其通过大宗交易、二级市场竞价方式减持，成为影响股价波动因素。

正文目录

一、中国供应链集成服务领导者	6
1.1 公司简介	6
1.2 大股东实力雄厚	6
1.3 聚焦“供应链+”模式，构建产业生态	8
1.4 受益“混改+员工持股”，业绩快速增长	8
1.5 增值税调降，增厚公司利润规模	10
二、行业：政策加码，国内供应链行业进入快车道	11
2.1 国内供应链行业市场规模大，发展初级	11
2.2 “84 号文”助力供应链上升至国家战略	12
2.3 数字化供应链或将成为行业未来发展趋势	13
三、公司：模式赋能，铸就供应链龙头地位	14
3.1 从贸易商转型服务商，构筑竞争壁垒	14
3.2 创新商业模式，颠覆传统贸易格局	15
3.3 公司在规模和盈利方面处于行业领先地位	17
四、公司：二次混改，两千亿级“大象”再起舞	20
4.1 省政府及省国资委“凤凰行动”计划	20
4.2 物产中大改革 3.0 版本，两家成员公司获批员工持股试点	22
4.3 从供应链集成服务商向产业生态组织的转型设想	23
五、盈利预测与投资评级	24
六、风险提示	25
6.1 中美贸易摩擦升级	25
6.2 大宗商品价格大幅波动风险	25
6.3 解禁减持风险	25

图表目录

图表 1	物产中大集团发展历程	6
图表 2	公司股权结构图（2017）	6
图表 3	浙江省国资公司旗下投资企业	7
图表 4	浙江省国资公司旗下投资企业情况	7
图表 5	物产中大集团供应链网链结构体系	8
图表 6	公司营收及增速水平（亿元，%）	9
图表 7	归母净利及增速（亿元，%）	9
图表 8	公司毛利率和净利率水平	9
图表 9	公司收入构成（2017 年报）	9
图表 10	公司毛利构成（2017 年报）	9
图表 11	主要子公司业务介绍及业绩情况	10
图表 12	我国现行增值税税率一览表	10
图表 13	2014-2020E 我国供应链管理市场规模（亿美元）	11
图表 14	“供应链+”模式内涵	12
图表 15	“84 号文”重点内容梳理	12
图表 16	传统供应链向数字化供应链演变	13
图表 17	物产中大供应链集成服务发展的三个阶段	14
图表 18	可比公司物流和金融业务对比	14
图表 19	物产化工营收情况（亿元）	15
图表 20	物产化工净利润及净利率情况（亿元，%）	15
图表 21	物产化工业务布局	16
图表 22	物产化工与加工厂合作经营模式	16
图表 23	物产化工探索的“三化三链三结合”发展模式	17
图表 24	可比公司营业总收入对比（亿元，2017Q1-Q3）	18
图表 25	可比公司毛利率情况（%）	18
图表 26	可比公司净利率情况（%）	18
图表 27	可比公司资产负债率情况（%）	18
图表 28	可比公司存货周转天数情况（天）	18
图表 29	可比公司应收账款周转天数（天）	19
图表 30	商品流通公司对比	19
图表 31	浙江省企业上市和并购重组“凤凰行动”计划内容	20
图表 32	浙江省国资委关于“凤凰行动”计划的实施意见	21
图表 33	浙江省属国有控股上市公司梳理	21
图表 34	浙江国企混改员工持股试点名单	22
图表 35	流通 4.0 时代的产业组织构想	23
图表 36	“流通 4.0”五大特征	23

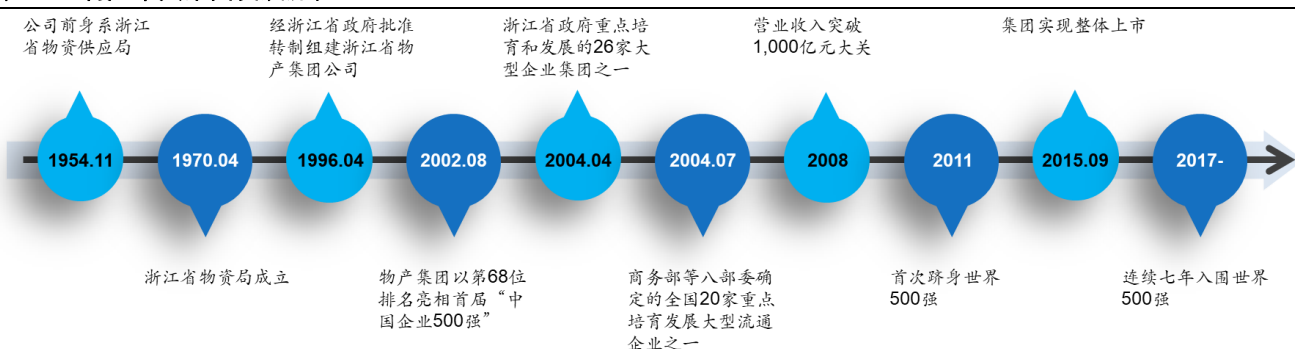
图表 37 公司盈利预测表.....	24
图表 38 公司近五年 PE-Band	24
图表 39 公司近五年 PB-Band	24

一、中国供应链集成服务领导者

1.1 公司简介

物产中大是中国最大的供应链集成服务商之一，是浙江省省属特大型国有控股企业集团，2015 年借壳旗下国家商务部（原外经贸部）直接推荐的首家上市公司——浙江物产中大元通集团股份有限公司，成功完成混合所有制改革并实现整体上市，是全国国企改革十二个样本之一。近年来，按照“一体两翼”发展战略，加快实施“流通 4.0”，不断创新升级，主营业务发展为供应链集成服务、金融服务和高端实业，全力构建产融互动业务格局，拥有各级成员公司 350 余家，员工近 2 万人。2008 年起，连续蝉联浙江省百强企业首位。2011 年以来，连续跻身世界 500 强。

图表1 物产中大集团发展历程

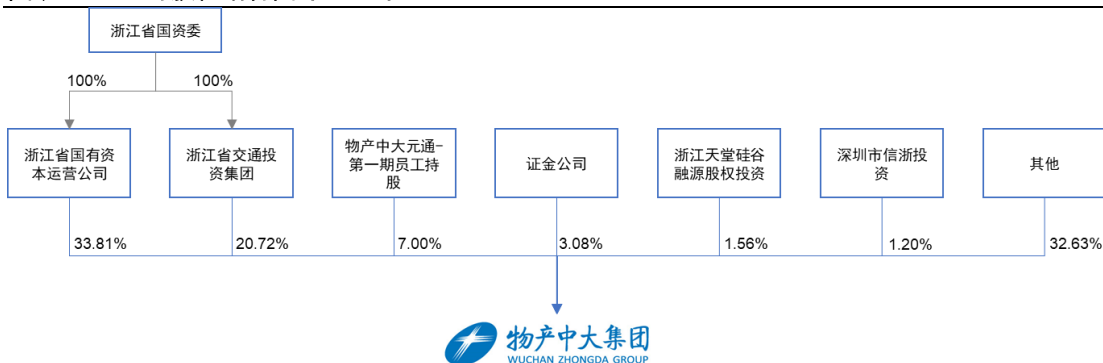


资料来源：公司网站

1.2 大股东实力雄厚

截至 2017 年底，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公司 14.56 亿股和 8.92 亿股，占总股本的比例分别为 33.81%和 20.72%，浙江省国有资本运营公司为物产中大集团的控股股东。

图表2 公司股权结构图（2017）

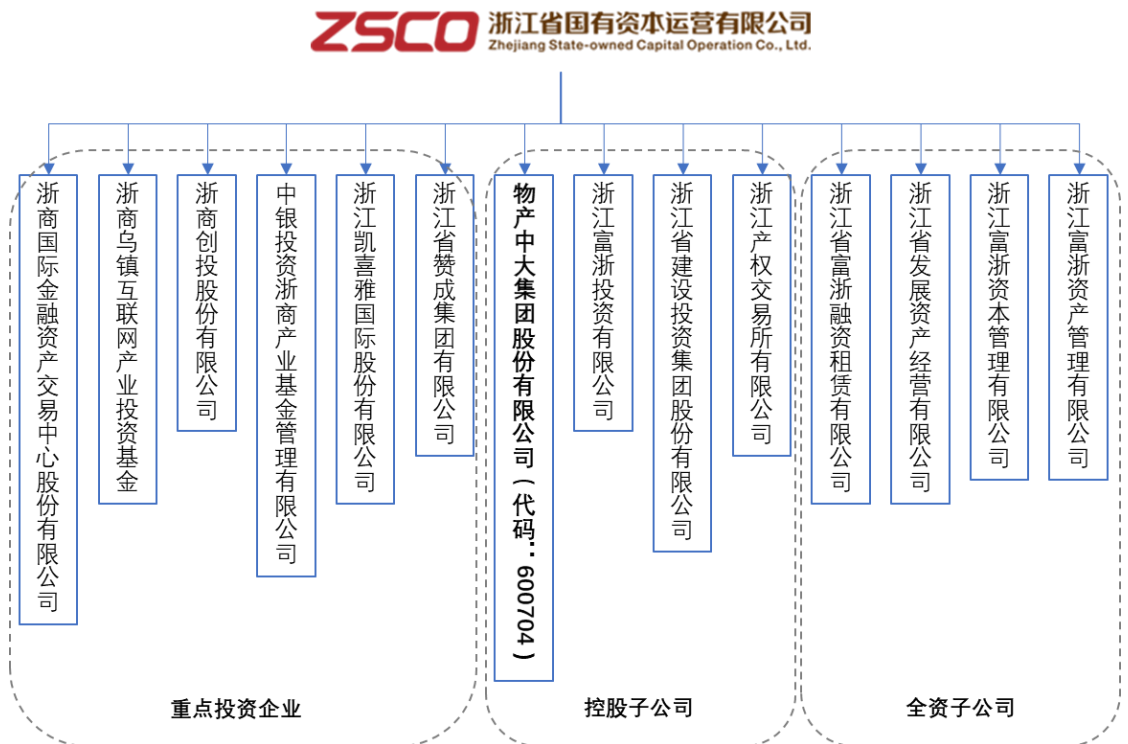


资料来源：wind，平安证券研究所

浙江省国有资本运营有限公司初创于 2007 年，是经浙江省人民政府批准设立，由浙江省国资委履行出资人职责的国有独资控股公司。公司注册资本金 100 亿元，经营范围为投资管理、资产运营、股权管理与资本运作、产业基金、金融服务等。截至 2016 年底，总资产 1342.27 亿元，净资产 335.61

亿元。浙江省国资公司是目前唯一的省级国有资本运营平台，持有物产中大集团股份有限公司、浙江省建设投资集团股份有限公司、浙商创投股份有限公司、浙江产权交易所有限公司、浙江省创业投资集团有限公司、浙江创新发展资本管理有限公司等一批重点企业股份。其中，物产中大集团是浙江省国资公司旗下唯一上市平台。

图表3 浙江省国资公司旗下投资企业



资料来源：浙江省国资公司官网，平安证券研究所

图表4 浙江省国资公司旗下投资企业情况

投资企业名称	主营业务	业绩情况	持股比例
浙江省赞成集团有限公司	房地产开发	资产总额 100 亿，净资产 15 亿元，2016 年实现销售收入 69.8 亿元	22.80%
浙江凯喜雅国际股份有限公司	丝绸纺织品国际贸易	进出口总额约 10 亿美元	20.00%
浙商创投股份有限公司	民营控股创投机构	管理资产规模达 300 亿元人民币，重点投资大文创、大健康、大消费、高端制造等领域，扶持一批企业成长为行业龙头企业。已成功投资华数传媒 (000156)、华策影视 (300133)、普路通 (002769)、贝因美 (002570)、品尚汇 (833788)、迪威视讯 (300167)、郑煤机 (601717)、慈星股份 (300307) 等 100 余家优秀公司，30 余个项目成功实现上市或并购退出	19.53%
中银投资浙商产业基金管理有限公司	浙商产业基金	基金第一期认缴规模 41.6 亿元，相继投资了中策橡胶、万事利、硕维新能源等优质项目	35.00%
浙商乌镇互联网产业投资基金	互联网产业基金	基金总规模为 100 亿元，首期规模 15 亿元，支持桐乡打造互联网基金特色小镇，并形成全国互联网产业孵化器和科技高地	NA
浙商国际金融资产交易中心股份有限公司	非标金融资产标准化交易平台	交易中心主要交易品种包括资产证券化产品、应收账款债权及其收益权、企业债权及其收益权、信托类资产收益权、专项融资计划、专项资产管理计划、全球配置型金融资产，以及法律法规允许的其他可交易品种等	20.00%

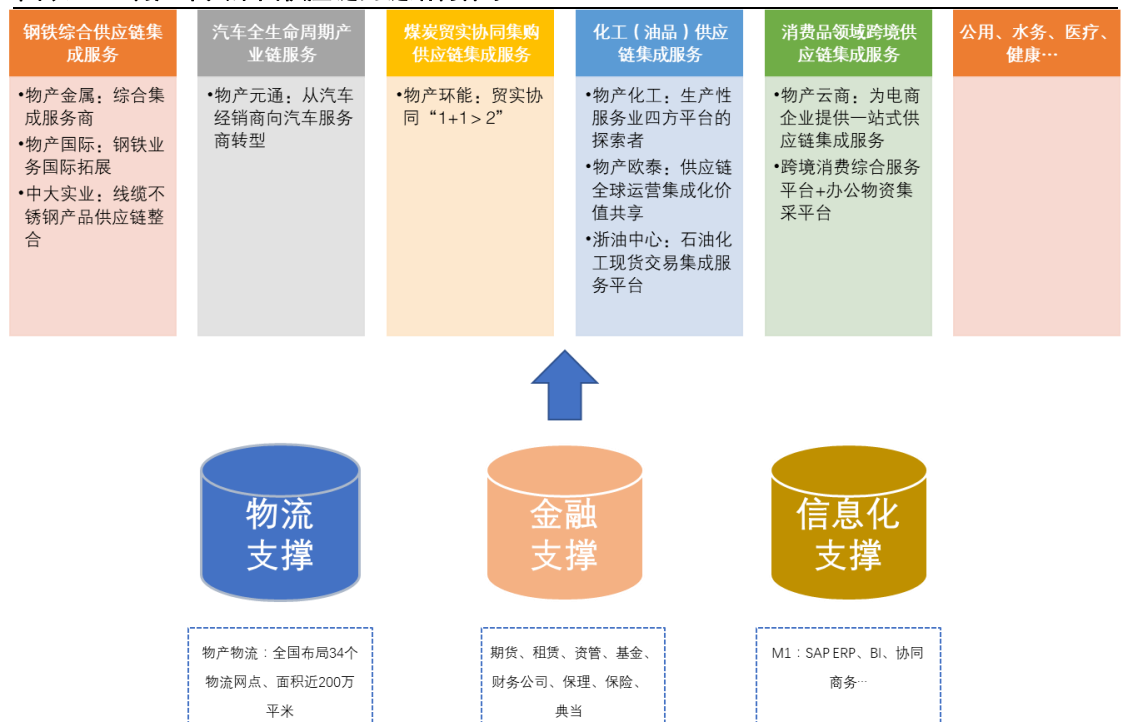
资料来源：浙江省国资公司官网，各公司官网，平安证券研究所整理

1.3 聚焦“供应链+”模式，构建产业生态

公司目前已经形成了“供应链+”的商业模式，即以供应链思维，做产业整合，构建物产中大生态圈。传统的供应链企业仅仅是单纯的对接上下游的贸易端口，赚取的是上下游的贸易差价。而物产中大的供应链布局则包括了物流智能化、泛金融话、互联网化的生态系统，能够和上下游企业形成较强协同效应，通过对采购端、供应端、生产运营端和物流端的管理，实现以最少的成本满足客户所有需求。

公司融合“供应链+”的模式内涵，并结合自身“流通 4.0”战略，形成了一套独家的供应链网链结构体系，即：以物流、金融、信息化作为底层支撑，对钢铁、汽车、煤炭、化工、消费品等各版块提供全流程管理、调度，并结合自身多年的贸易经验，深入生产端优化企业生产流程，最终以利润分成或服务费的形式获取收益。

图表5 物产中大集团供应链网链结构体系



资料来源：公司网站，平安证券研究所

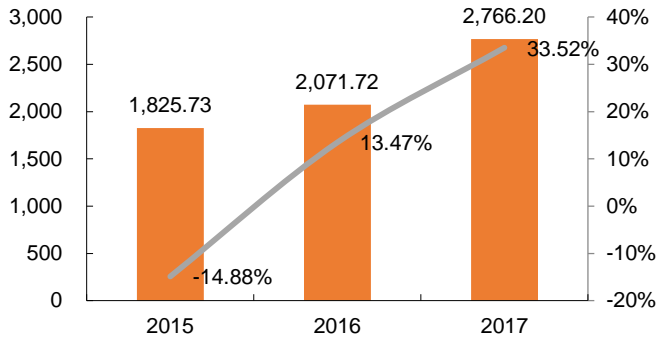
1.4 受益“混改+员工持股”，业绩快速增长

2014年10月集团正式启动整体上市工作，2015年9月21日正式取得证监会的核准批复，成为浙江省首家实施混合所有制改革并整体上市的地方国有企业。此次交易注入了物产集团多项优质资产，与此同时，物产中大引入了天堂硅谷、中信并购基金、君联资本、三花控股等战略投资者，并同步落地了员工持股计划，集团整体经营活力持续激发。

2016年公司完成混改并实现整体上市，混改之后，公司业绩实现跨越式增长。2016-2017营收分别达到2071.72亿元和2766.20亿元，同比增长13.47%和33.52%。扣非归母净利润分别达到9.11

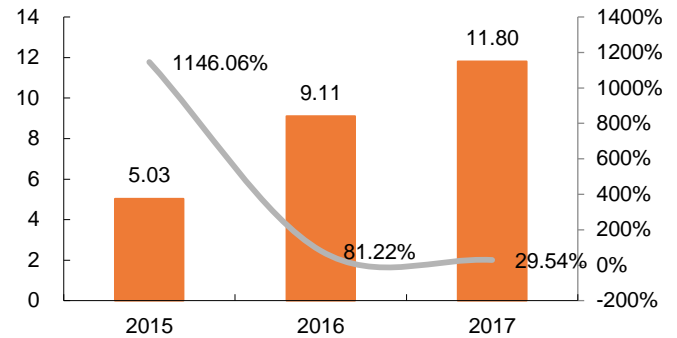
亿元和 11.80 亿元，同比增长 81.22%和 29.54%。2016-2017 毛利率分别为 3.44%和 2.58%，毛利率下降一方面受高毛利的地产项目转让影响，另一方面受大宗商品价格波动的影响。而净利率分别为 1.23%和 1.06%，得益于公司费用控制得当，净利率波动幅度较小。

图表6 公司营收及增速水平（亿元，%）



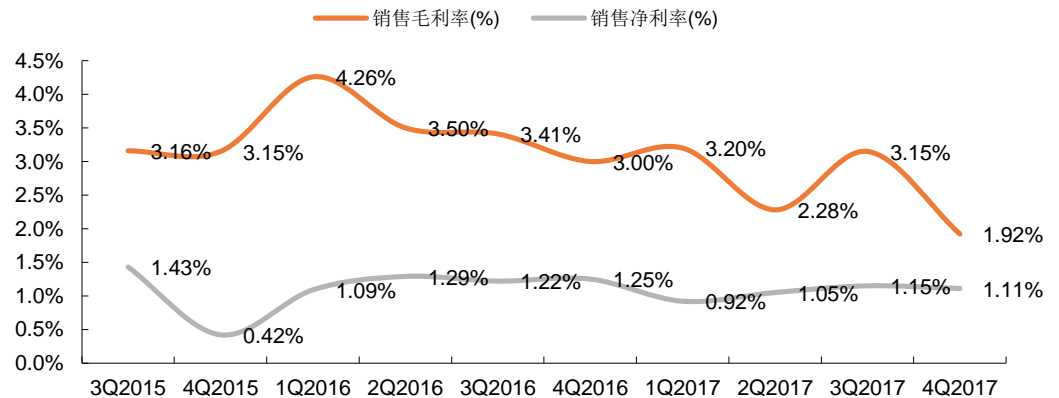
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 归母净利及增速（亿元，%）



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 公司毛利率和净利率水平

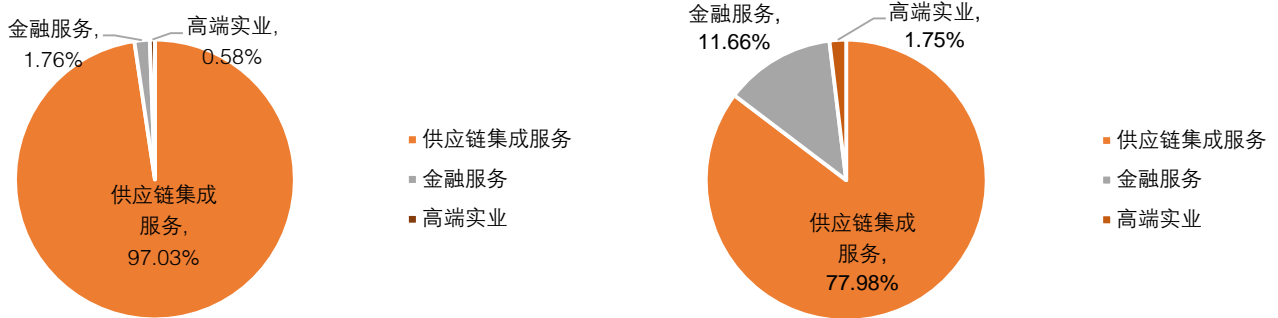


资料来源: wind, 平安证券研究所

从收入构成来看，供应链集成服务是公司主要收入来源，占比超 97%，供应链集成服务业主要涉及钢铁、汽车、煤炭、化工、铁矿石等五大核心品种。从毛利构成来看，供应链集成服务与金融服务是公司主要利润来源，合计占比 98.25%。从子公司层面来看，物产金属、物产元通、物产环能、物产化工和物产国际是公司营收（占 87%，2017）和毛利（占 68%，2017）贡献的主力。

图表9 公司收入构成（2017 年报）

图表10 公司毛利构成（2017 年报）



资料来源: wind, 平安证券研究所

资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 主要子公司业务介绍及业绩情况

公司名称	主要业务	2017 营业收入 (亿元)	2017 净利润 (亿元)
物产金属	主要经营钢材、铁矿砂、汽车等业务,同时还涉及项目工程配送、机电设备、汽车零配件、能源油品等多个业务领域。	771.83	5.49
物产元通	汽车经销及服务是公司的核心主业,目前经营网点已覆盖浙江全省,并着手布局长三角和中西部,拥有近 200 家成员公司	315.19	3.89
物产国际	主要经营钢材、铁矿砂等大宗产品业务,同时还涉及项目工程配送、机电设备、木业、煤炭等多个业务领域	500.27	1.73
物产环能	主营煤炭、煤炭综合利用、环保技术研发、焦炭、新能源产品、石油制品、仓储、进出口业务及物业管理服务等。近年来公司在热电联产等环保实业领域加快投资扩张,形成了五家热电、一家水务公司的规模。	326.51	4.27
物产化工	主要业务涉及化工原料、农产品和医疗器械等产品贸易服务,他汀及噻吩类原料药、中间体生产经营,以及码头、储罐等仓储服务等	498.57	2.72

资料来源: 公司官网, 公司公告, 平安证券研究所

1.5 增值税调降, 增厚公司利润规模

2018 年 3 月 28 日, 国务院常务会议确定, 5 月 1 日起增值税改革生效, 减税规模超过 4000 亿元。一是制造业等增值税税率从 17% 降至 16%, 交通运输、建筑、基础电信服务、农产品等从 11% 降至 10%, 预计全年可减税 2400 亿元, 占总减税规模的 60%。二是工商企业小规模纳税人年销售额门槛由 50 和 80 万元提高至 500 万元。三是装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的以及电网企业在一定时期内未抵扣完的进项税额予以一次性退还。

图表12 我国现行增值税税率一览表

应税行为	增值税税率
------	-------

销售或进口货物，提供加工、修理修配劳务，有形动产租赁服务	17%
基础电信、邮政、交通运输、建筑服务，不动产租赁，销售不动产，转让土地使用权	11%
销售无形资产（土地使用权除外），提供生活服务，增值电信服务，金融服务，现代服务（租赁服务除外）	6%
其他使用零税率的服务	0%

资料来源：国家税务总局，平安证券研究所

由于很多营业收入并不必然构成销项税额，很多成本也是增值税进项税额不可抵扣项，所以直接使用税法原理估算会产生一定误差。因而，我们使用税费附加科目进行倒推，具体公式如下：

$$\text{减税对利润提振} = \frac{(\text{应纳教育费附加} \div 3\% - \text{消费税} - \text{营业税}) \times 1.1 \times (1\% \div 17\%) \times 0.77}{\text{原净利润规模}}$$

其中：

- 1、 假设公司所有业务适用 17%的增值税税率；
- 2、 乘以 1.1 是指减税的同时税费附加也减少；
- 3、 乘以 0.77 是假设公司的企业所得税实际税率为 23%。

我们以公司 2017 年年报为例，计算结果显示，减税对公司净利润增厚规模约为 5640 万元，对应净利润提振幅度约 2%。由于公司仍存在大量业务适用 11%的税率，其减税对利润的提振幅度更高，因而，我们认为减税对公司整体利润的提振幅度是要高于所测算的 2%。

二、 行业：政策加码，国内供应链行业进入快车道

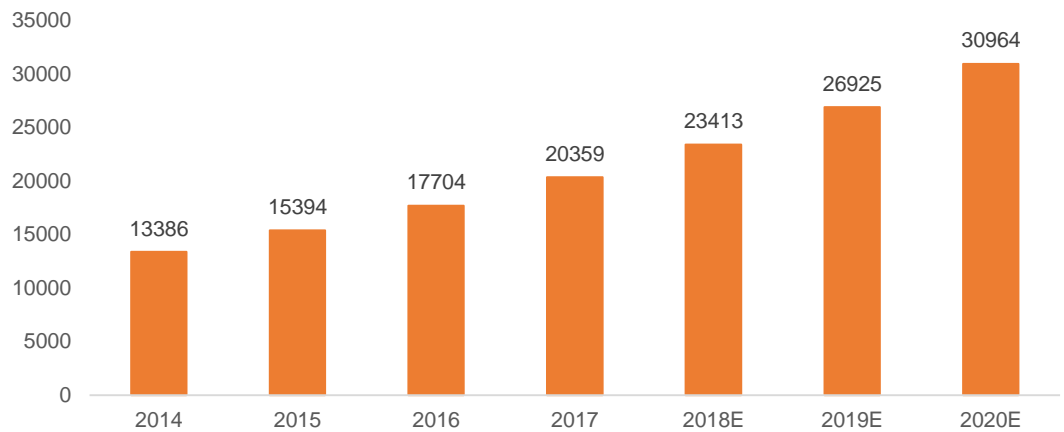
2.1 国内供应链行业市场规模大，发展初级

国家标准《物流术语》将供应链定义为生产流通过程中，涉及将产品或服务提供给最终用户活动的上下游企业所形成的网链结构。供应链管理，指使供应链运作达到最优化，以最少的成本，令供应链从采购开始，到满足最终客户的所有过程。

供应链按照产品形式可以分为：产品供应链和服务供应链。其中，产品供应链基于产品为主导，以制造业为主。而服务供应链基于服务为主导，以服务业为主。目前全国供应链企业 5000 余家，其中，80%以上的供应链企业发展于深圳。根据前瞻产业研究院数据，目前我国供应链管理服务行业的市场规模已经超过 1.6 万亿美元，到 2023 年，更是有望突破 3 万亿美元。

我国供应链管理行业仍处于初级发展阶段，功能单一，增值服务薄弱。目前仍然以物流服务作为主要收益来源，而增值服务如供应链整合服务、供应链金融服务以及供应链平台建设等服务收入占比较小。行业竞争主要体现在物流层面，行业渗透及集成化度有待提高。

图表13 2014-2020E 我国供应链管理市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻展业研究院，平安证券研究所

2.2 “84 号文”助力供应链上升至国家战略

2017 年 10 月，国务院办公厅发布《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》(简称“84 号文”)，首次将供应链的创新与应用，上升为国家战略。84 号文明确了国内供应链的发展目标，并指出：“到 2020 年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系。培育 100 家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心。”

图表14 “供应链+”模式内涵



资料来源：公司网站

图表15 “84 号文”重点内容梳理

任务、要求	内容
发展目标	到 2020 年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系。培育 100 家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心。
重点任务	一、推进农村一二三产业融合发展 (1) 创新农业产业组织体系；(2) 提高农业生产科学化水平； (3) 提高质量安全追溯能力。

二、促进制造协同化、服务化、智能化。	(1) 推进供应链协同制造；(2) 发展服务型制造；(3) 促进制造供应链可视化和智能化。
三、提高流通现代化水平。	(1) 推动流通创新转型。提升流通供应链智能化水平...构建采购、分销、仓储、配送供应链协同平台。 (2) 推进流通与生产深度融合。鼓励流通企业与生产企业合作，建设供应链协同平台，准确及时传导需求信息，实现需求、库存和物流信息的实时共享，引导生产端优化配置生产资源，加速技术和产品创新，按需组织生产，合理安排库存。 (3) 提升供应链服务水平。引导传统流通企业向供应链服务企业转型，大力培育新型供应链服务企业...提供采购执行、物流服务、分销执行、融资结算、商检报关等一体化服务。
四、积极稳妥发展供应链金融。	(1) 推动供应链金融服务实体经济；(2) 有效防范供应链金融风险。
五、积极倡导绿色供应链。	(1) 大力倡导绿色制造；(2) 积极推行绿色流通；(3) 建立逆向物流体系。
六、努力构建全球供应链	(1) 积极融入全球供应链网络；(2) 提高全球供应链安全水平；(3) 参与全球供应链规则制定

资料来源：国务院办公厅，平安证券研究所

2.3 数字化供应链或将成为行业未来发展趋势

我们认为，数字化供应链或将是未来供应链的发展趋势，数字化供应链最大的优势在于能够敏锐发现潜在的消费者，并且快速及时做出反应，为消费者提供更加高效的服务，提高企业的经济效益。数字化供应链解决了传统供应链两大痛点：(1) 信息共享。传统供应链属于结构性信息，信息非实时交换，形成信息孤岛。而数字化供应链处在于大数据、物联网、数字化协同平台，可以进行信息互换；(2) 战略协作。传统供应链与合作伙伴联合定制计划及流程，非实时，非智能认知分析和预测；数字化供应链在于物联网实现网络扩展，数字化协同及人工智能，机器学习帮助提高未来预测准确性。

由于新兴数字技术（物联网、大数据、人工智能）与数字经济的发展，驱动了数字化供应链转型。数字化供应链是以客户为中心的平台模型，通过多渠道实时获取，并最大化利用数据，实现需求刺激、匹配、感知与管理，以提升企业业绩，并最大程度降低风险。根据《数字供应链白皮书》数据，通过数字供应链战略，可以使公司降低成本、扩大市场份额、从而改变竞争格局，**数字供应链将降低 20% 的成本，提高 10% 的收入。**

图表16 传统供应链向数字化供应链演变



资料来源: JDA, LOGResearch

三、公司：模式赋能，铸就供应链龙头地位

3.1 从贸易商转型服务商，构筑竞争壁垒

公司过去是靠“三差”（即时间差、空间差、批零差）来获取价值和利润，经过十余年的转型发展，已经实现从传统的贸易商转变为服务商，通过为客户提供具体的解决方案、增值服务获取价值，摆脱了从产品本身商业属性获取价值的方式。

图表17 物产中大供应链集成服务发展的三个阶段

阶段	描述
初级阶段	满足点式、面式流通发展阶段，一买一卖的传统贸易阶段，服务内容单一
中级阶段	满足体式流通发展阶段，是在买卖过程中循序嵌入增值服务体系阶段，流通开始从卖产品向卖服务转变，提供除基础贸易服务外的物流、信息、加工、金融等服务，服务内容逐渐丰富。
高级阶段	是满足网式流通发展阶段，这个阶段对集成服务的要求进一步提高，是需要通过互联网、物联网等高新技术附加进行平台化智能化运营的阶段，也是物产中大仍在探索的阶段。

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

公司的核心竞争力是其供应链集成服务能力，其服务可以总结为“四流联动”，即商流、物流、资金流、信息流。所谓商流就是针对某一种具体的商品提供商业服务如签合同、商品的组织等。物流则是为客户提供最经济、最高效、最合理、最低成本的物流方案。资金流则是为下游中小规模民营企业提供供应链金融，公司的优势则是凭借较大的经营规模、良好的银行信用，可以获取更低资金成本。信息流是公司集成化、信息化的平台，为用户提供上游的信息机会，从而为客户提供性价比更高的解决方案。

图表18 可比公司物流和金融业务对比

物产中大	建发股份	象屿股份	厦门国贸	五矿发展
------	------	------	------	------

物流	全国 34 个物流网点、面积近 200 万平方米，服务区域覆盖华东、华南、华北等区域	30 万平方米的库容，华东、华南各省会城市的跨省配送服务，闽南地区 18-24 小时送达，闽北地区 36-48 小时送达	主要口岸自营和包租管理（非粮食）仓库面积超过 115 万平方米。厦门国际航运中心、厦门象屿配送中心、象屿泉州公路港、厦门象屿五金机电物流集散中心、福州象屿物流园区、上海罗泾物流园区等	物流服务仓储用地逾 30 万平方米	上海物流园加工及配送业务优势；无锡物流园依托仓储优势；东莞物流园拥有钢材贸易业务优势。
金融服务	中大期货； 财务公司； 物产融资租赁； 中大元通租赁； 云服务汽车租赁； 物产中大商业保理； 浙江石油化工交易中心； 温州金融资产交易中心； 物产万信水务基金； 中大投资（资产管理平台）； 中大金石（不动产金融平台）	星原融资租赁； 恒驰汇通融资租赁； 建发保险代理；	象屿资管； 象屿担保； 象屿典当； 象屿小额贷款； 象屿支付（第三方支付）； 象屿融资租赁； 象屿房盟； 象屿盈信（汽车金融）； 象屿商业保理； 象欣创业投资	国贸期货； 金海峡投资； 国贸投资	依托五矿集团

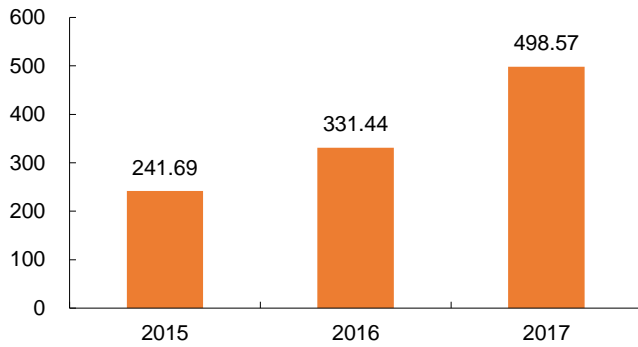
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 创新商业模式，颠覆传统贸易格局

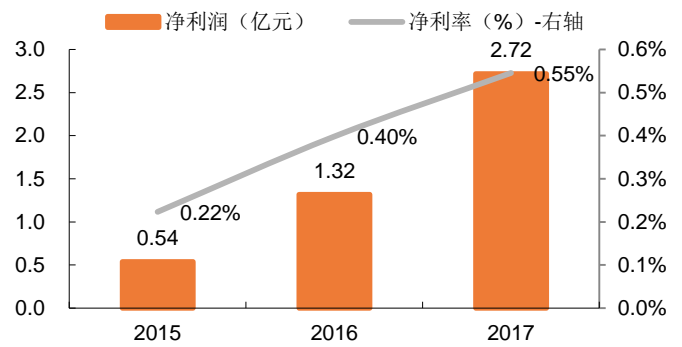
物产化工作为物产中大旗下一级子公司，其供应链集成服务主要应用在石化、橡胶、粮食三个领域，是集团业务增速较快的子公司之一。2015/2016/2017，物产化工营收分别为 241.69 亿元/331.44 亿元/498.57 亿元，三年营收翻番。在营收增长的同时，公司盈利能力不断提升，2015/2016/2017 净利率水平分别为 0.22%/0.40%/0.55%。

图表19 物产化工营收情况（亿元）

图表20 物产化工净利润及净利率情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所



资料来源：公司公告，平安证券研究所

物产化工创新性的商业模式是其业绩提升的主要动因。公司聚焦产业链的中游环节，该环节具有集中度低、产能相对过剩、上下游价格波动、精细化管理程度不高、控风险能力弱、融资成本高的特点。公司与制造加工厂进行深度合作，主要集中三个层面：共同管理形式的委托商品加工、企业管理输出、供应链业务延伸整合，三个层面的合作为物产化工带来贸易商品的利润增厚、商品贸易量的增加。有利于物产化工在化工供应链领域继续纵向横向发展，打造以物产化工业务为核心的化工企业生态圈+集成服务平台。

图表21 物产化工业务布局

供应链应用板块	目前供应链集成服务的具体领域	当前阶段起步时间	未来延伸产业链条
聚酯	PTA、MEG—聚酯纤维、涤纶丝	2006 年	往供应链上游：PX、乙烯—石脑油—石油 往供应链下游：织造经编—染整—成品布
橡胶	天然橡胶—轮胎	2017 年 11 月	往供应链上游：天然橡胶—橡胶种植 往供应链下游：合成橡胶—轮胎—运输车队
粮食	北方玉米—南方饲料	2014 年	往供应链上游：化肥 往供应链下游：养殖

资料来源：公司网站

图表22 物产化工与加工厂合作经营模式

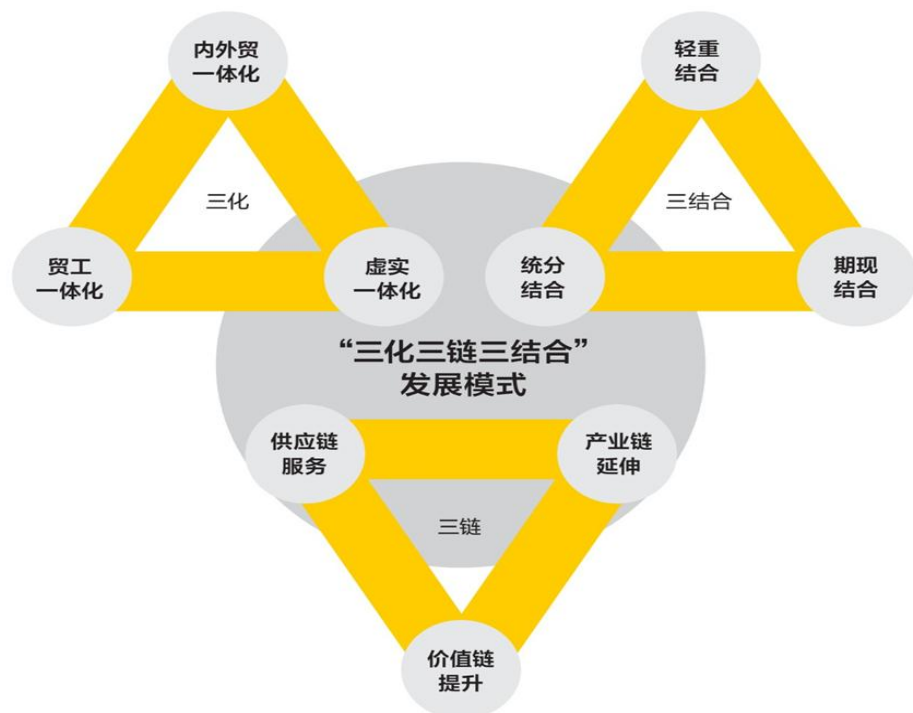
合作层面	合作内容
共同管理形式的委托商品加工	物产化工控制原料、产成品的物权，委托制造企业代工加工，核算把控原料成本、委托加工费用、产成品的统销金额，优化制造企业的经营现金流。将上下游贸易商品的差价（扣除加工费后）转为物产化工流通商品的贸易利润。
企业管理输出	通过向制造加工派驻管理人员，进行规范化的企业管理输入，节约制造企业期间费用，提高税前净利润，产生的收益，物产化工与制造企业按约定进行切分，物产化工切分到的收益主要在产成本价格中实现。
供应链业务延伸整合	围绕合作的制造企业，对主辅料、主副产品、上下游客户进行归集筛选，挖掘挑选出新的贸易业务增量（例如聚酯板块，从最初的 PTA 贸易已延伸到涤纶丝的工贸，目前涉足小批量塑料布；橡胶轮胎板块，在既有的天然橡胶贸易、轮胎制

造销售业务之外，延伸轮胎钢丝、炭黑、合成橡胶业务，也与产品终端运输公司开展轮胎供应合作；粮食板块，从最初的粮食贸易已延伸到饲料的工贸，并往化肥、养殖场供货延伸）。

资料来源：公司调研，平安证券研究所

对合作制造企业把控力方面，物产化工体现在六个方面：1）多年从事贸易业务，积累了丰富的渠道资源，为制造加工厂提供稳定的上游原料、下游订单，使工厂产能利用率和销售渠道得到保障；2）国企的良好信用，可以获得大量低成本资金，赢得合作企业的依靠；3）向制造企业进行管理输出，规范合作企业的同时，降低制造企业不必要的费用支出。4）委托加工的法律关系，确定原料及产成品的物权归属为物产化工，对生产的前端原料仓库、生产尾端的产成品仓库的存货收发存进入动态管理。5）利用资金优势、仓储优势、物流拼盘优势，把控原料采购、产品销售节奏，达到低价位时点采购，高价位时点销售的目标。6）利用期初长协合同、期货工具对冲，帮助中小制造企业应对现货商品价格周期波动，约定现货上涨的差价收益归制造企业，现货下跌的差价损失用期货工具对冲平抑。此外，物产化工通过与工商银行合作，定制开发的“工银聚”软件系统，对客户的订单及收款进行信息化管理。内设资金部门，实现资金的统筹调度，减少资金占用，优化票据管理，见款付货，绝大部分应收账款账期控制在 20 天内。

图表23 物产化工探索的“三化三链三结合”发展模式

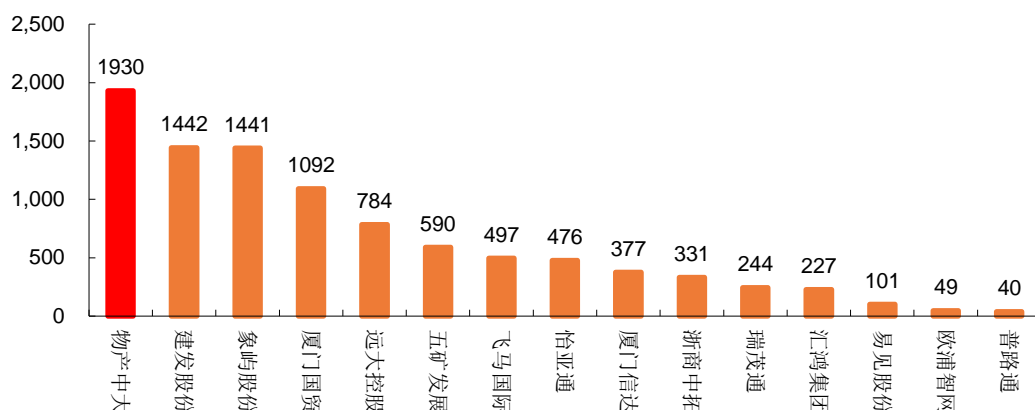


资料来源：公司网站

3.3 公司在规模和盈利方面处于行业领先地位

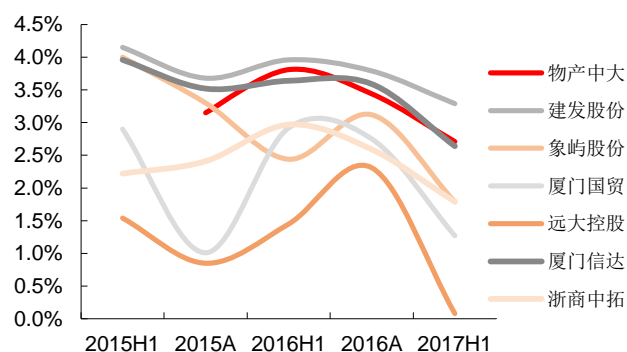
根据 2017Q1-Q3 财务数据，公司整体营收规模处于可比公司领先地位，前三季度营收 1930 亿元，大幅领先第二梯队（建发股份、象屿股份和厦门国贸）。盈利方面，物产中大毛利率水平处于商品流通可比公司的领先水平，而净利率则处于可比公司的中游，主要由于建发股份和厦门国贸有部分房地产业务对毛利贡献较高，推高了其净利率水平。若剔除房地产业务的影响，物产中大与厦门国贸盈利水平相当，盈利能力强于其他可比公司。

图表24 可比公司营业总收入对比（亿元，2017Q1-Q3）



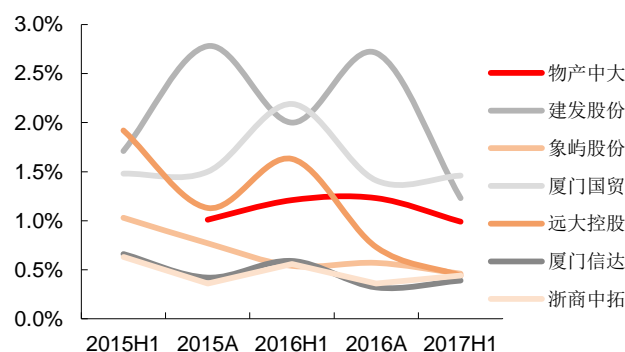
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 可比公司毛利率情况（%）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表26 可比公司净利率情况（%）

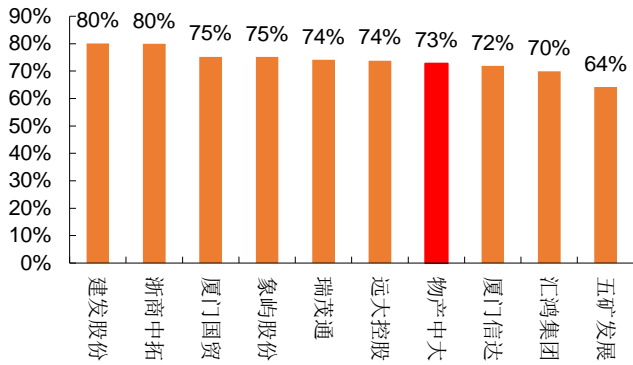


资料来源：wind，平安证券研究所

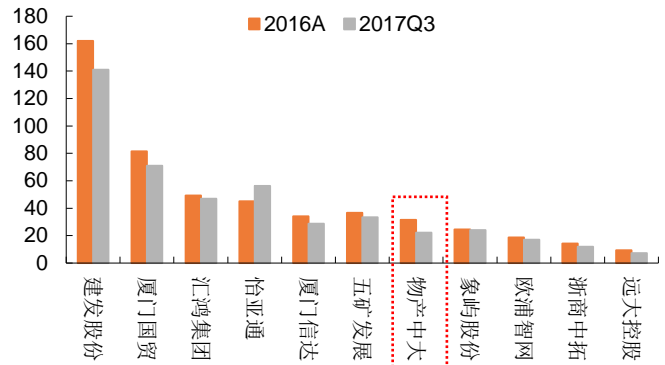
偿债能力方面，商品流通业是个资金占用量较大的行业，可比公司整体负债率较为接近，均处于 70%~80% 区间段。物产中大的负债主要以短期负债、应付票据和预收账款为主，其中，预收账款中贸易货款占比高，且近几个报告期占比持续加大，反映其对下游议价能力持续增强。营运能力方面，物产中大整体存货占比不高，存货周转天数在 30 天左右，处于可比公司较快水平。此外，公司应收账款周转天数仅 8 天，远低于可比公司平均水平，且一年以内应收账款占比 97%（2017H1），坏账风险较低。

图表27 可比公司资产负债率情况（%）

图表28 可比公司存货周转天数情况（天）



资料来源: wind, 平安证券研究所



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表29 可比公司应收账款周转天数 (天)



资料来源: wind, 平安证券研究所

从可比公司的大宗贸易产品类型来看,公司在钢材、煤炭、铁矿砂、化工业务具有明显优势。根据公司公告,公司金属材料年销售超 5000 万吨,列全国经销商前三位;汽车年销售量超 20 万辆,列全国经销商前十位;化工产品年销售量超 500 万吨,位列全国经销商前三位;煤炭年销售量超过 5000 万吨,位列全国经销商第一。

图表30 商品流通公司对比

	物产中大	建发股份	象屿股份	厦门国贸	远大控股	五矿发展
实际控制人	浙江国资委	厦门国资委	厦门国资委	厦门国资委	中国远大集团	国务院国资委
营收占比	供应链集成服务: 97.03%; 金融投资: 1.76%; 高端实业: 0.58% (2017年)	供应链运营业务: 86.22%; 房地产开发: 13.38% (2017年)	大宗商品采购供应及综合物流服务: 99.75%; 其他业务: 0.14%; (1H17)	供应链管理业: 84.30%; 金融服务业: 10.08%; 房地产: 5.62% (1H17)	贸易业务: 90.80%; 其他业务: 9.20% (1H17)	国内外贸易: 93.98%; 物流服务: 3.45% (2016年)
大宗贸易产品类型	钢材: 1251 万吨 (1H17); 煤炭: 2922 万吨	钢铁: 1718 万吨 (2016年) 矿产品: 3191 万	公司在主要口岸自营和包租管理(非粮食)仓库面积超过 115 万平	现有铁矿和钢铁两项年营收超百亿元的黑色金属业务品种;	远大物产主要从事大宗商品贸易、仓储物流等业务,大宗商品贸易品	公司主要从事冶金原材料供应业务、钢铁流通及制品业务、物流业

(1H17);	吨(2016年)	方米、堆场面积	物流服务仓储用	类主要为石油化	务、招标业务和电
铁矿砂: 1297 万	纸浆: 402 万吨	28 万平方米, 还	地逾 30 万平米。	工、能源化工、金	子商务平台运营
吨(1H17);	(2016年)	可提供每年 120		属、农产品、橡胶	
化工产品: 357 万		万吨的钢材开平		等	
吨(1H17)		纵剪加工及 6 万			
		吨的化工熟料灌			
		包加工服务; 公司			
		经营和管理的粮			
		食仓容约 1500 万			
		吨, 管理国储粮食			
		库存总量达 1356			
		万吨。			

经营模式	通过上控资源、中联物流、下建网络, 深入挖掘供应链全链供需服务, 向供应链集成服务商转型	为客户提供 购销、金融、物流和信息 四大类服务, 降低客户的运营风险和业务成本, 从而赚取稳定的服务收益。	盈利模式由传统的赚取贸易和物流差价转向 收取服务费以及与客户分享增值收益 。	从传统的流通模式向能够提供 采购、金融、物流、分销 等一体化服务的模式转变。	代理采购、自营、 分销及加工配送、钢材期货、电子商务和进出口贸易 等
------	--	--	---	---	---

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

四、公司：二次混改，两千亿级“大象”再起舞

4.1 省政府及省国资委“凤凰行动”计划

根据 2017 年 9 月 26 日浙江省政府印发的《浙江省人民政府关于印发浙江省推进企业上市和并购重组“凤凰行动”计划的通知》和 2018 年 3 月 27 日浙江国资委印发的《浙江省省国资委关于推进省属企业上市和并购重组“凤凰行动”计划的实施意见》，**到 2020 年，将实现全省上市公司数量倍增，其中省属国有控股公司达到 25 家左右，培育形成超过 10 家 200 亿元以上市值、5~7 家 500 亿元以上市值和 2~3 家 1000 亿元以上市值的省属国有控股上市公司队伍。**根据我们梳理，目前浙江省属国有控股上市公司约 18 家，截至 2018 年 3 月 30 日 500 亿以上市值公司共 4 家，200 亿以上市值仅 8 家。而物产中大作为浙江国资公司旗下重要上市平台，在提升国有资产证券化率中发挥积极作用，未来或有母公司优质资产注入预期。

图表31 浙江省企业上市和并购重组“凤凰行动”计划内容

总体要求	内容
一、数量和质量显著提升	到 2020 年，争取全省境内外上市公司达到 700 家 、重点拟上市企业达到 300 家 ，实现上市公司数量倍增
主要目标	
二、区域行业布局优化	到 2020 年，力争实现上市公司县县有、行（按证券市场行业分类）行有
三、并购重组深入实施	到 2020 年，并购重组活跃度持续提升，60% 以上的上市公司开展并购重组， 年均并购重组金额达到 800 亿元以上 ，主要并购标的为 高端技术、人才、品牌和营销渠道 等

主要任务	四、产业提升带动明显	到 2020 年,培育 80 家市值 200 亿元以上、20 家市值 500 亿元以上、3-5 家市值 1000 亿元以上的上市公司梯度发展队伍
	一、实施企业股改培育工程	到 2020 年,全省每年新增股份公司 800 家,动态管理 200 家重点拟上市企业
	二、实施上市公司倍增计划	到 2020 年,实现全省上市公司数量倍增,力争上市公司和重点拟上市企业总数达到 1000 家,通过境内外资本市场融资额实现倍增。
	三、实施并购重组行动	到 2020 年,全省上市公司累计并购达到 1000 起、金额达到 4000 亿元以上,涌现一批通过境内外并购加快企业发展、技术突破和产业转型升级的典型案例
	四、积极发挥上市公司产业引领作用	强化上市公司在区域经济发展中的主力军作用,利用资本优势,拓展产业发展空间,提升产业整体水平,引领区域经济转型升级
	五、深化服务平台建设	到 2020 年,国内外主要知名投资银行等中介机构在我省开展业务或设立专营机构,浙江股权交易中心培育重点拟上市企业 100 家、上市公司 50 家以上。

资料来源:《浙江省人民政府关于印发浙江省推进企业上市和并购重组“凤凰行动”计划的通知》,平安证券研究所

图表32 浙江省国资委关于“凤凰行动”计划的实施意见

要求		内容
总体目标	一、壮大省属上市公司队伍	力争到 2020 年,省属国有控股上市公司数量实现倍增,达到 25 家左右,每家省属企业集团至少控股 1 家上市公司,省属企业资产证券化率达到 75%左右。
	二、做强省属上市公司实力	力争到 2020 年,培育形成超过 10 家 200 亿元以上市值、5~7 家 500 亿元以上市值和 2~3 家 1000 亿元以上市值的省属国有控股上市公司队伍。

资料来源:《浙江省省国资委关于推进省属企业上市和并购重组“凤凰行动”计划的实施意见》,平安证券研究所

图表33 浙江省属国有控股上市公司梳理

序号	股票代码	证券简称	实际控制人	总市值(亿元) 截至 2018.3.30
1	600023	浙能电力	浙江省国资委	752
2	601018	宁波港	浙江省国资委	702
3	2016.HK	浙商银行	浙江省金融控股	688
4	601108	财通证券	浙江省财政厅	549
5	601878	浙商证券	浙江省交通投资集团	423
6	600704	物产中大	浙江省国资委	289
7	0576.HK	浙江沪杭甬	浙江省国资委	279
8	600160	巨化股份	浙江省国资委	251
9	600633	浙数文化	浙江日报报业集团	178
10	002061	浙江交科	浙江省国资委	173
11	000156	华数传媒	杭州市财政局,浙江省财政厅	163
12	600126	杭钢股份	浙江省国资委	161
13	600120	浙江东方	浙江省国资委	144
14	833840.OC	永安期货	浙江省财政厅	144
19	600798	宁波海运	浙江省能源集团	52
15	000411	英特集团	浙江省国资委	46

16	600526	菲达环保	浙江省国资委	42
17	000906	浙商中拓	浙江省国资委	40
18	002112	三变科技	浙江省三门县人民政府	20

资料来源: wind, 平安证券研究所整理

4.2 物产中大改革 3.0 版本，两家成员公司获批员工持股试点

改革迈入 3.0 阶段，二次混改再度激发经营活力

改革 1.0: 率先混改，初尝甜头。1998 物产中大率先在省属国企中打响改革第一枪，2003 年完成全部一级成员公司投资主体多元化的公司制改造。2004 年至 2015 年 12 年间，公司营业收入复合增长率 18.85%，利润总额复合增长率 17.61%，净资产复合增长率 22.09%，并实现从“中国 500 强”到“世界 500 强”的历史性跨越。

改革 2.0: 整体上市，乘风而立。2015 年以反向吸收合并方式实现整体上市，员工持股计划在配套融资环节同步落地。在上市公司及其子公司两个层面实现管理骨干的股权激励安排，探索搭建了以员工凝聚力为核心的共创共享共担机制，深度激发了广大管理骨干的创业创新动力，从而打造集团发展的新引擎，助力集团走上创新驱动发展道路。

改革 3.0: 二次混改，全国标兵。物产中大集团作为国务院国资委确定的全国国企改革 12 样本之一，目前正以“全员创新、合伙创业”为出发点，全力推进“二次混改”和股权改革 3.0 版本，并通过引入股权动态调整机制，有效解决“员工持股固化、股权激励错配、创新创业不足”等发展性新生问题，真正激发员工的“二次创业”热情。

两家子公司获批员工持股试点，经营效益有望持续提升

2018 年 2 月，浙江省国资委、浙江省财政厅、浙江证监局联合发布《关于公布第二批国有控股混合所有制企业员工持股试点企业名单的通知》。物产旗下两家子公司：物产中大公用环境投资有限公司和物产中大国际云商有限公司（筹）入选试点名单。我们认为，员工持股试点获批，将有效的实现员工利益与公司发展的一致性，优化公司的管理和激励机制，为公司未来经营效益的提升打下良好基础。

图表34 浙江国企混改员工持股试点名单

浙江第一批国有控股混合所有制企业员工持股试点名单（2017.4）	
序号	企业名称
1	浙江勿忘农种业股份有限公司
2	浙江中医药大学中药饮片有限公司
3	浙江省交通规划设计研究院
4	杭州热电集团有限公司
5	浙江海正药业股份有限公司
浙江第二批国有控股混合所有制企业员工持股试点名单（2018.2）	
1	物产中大公用环境投资有限公司（物产中大集团）

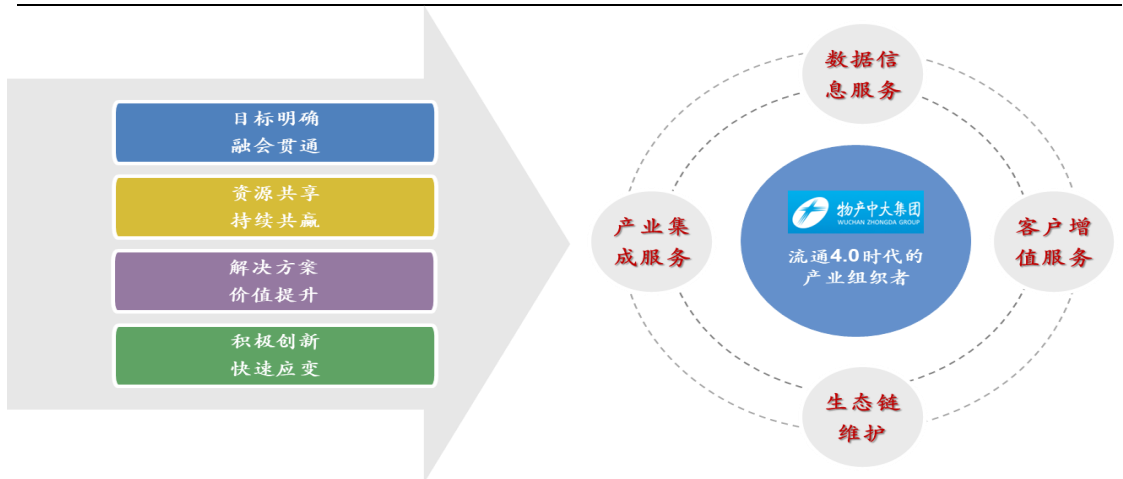
2	物产中大国际云商有限公司（筹）（物产中大集团）
3	浙江诺和机电股份有限公司（省机电集团）
4	浙江中国科技五金城集团有限公司（金华市国资委）

资料来源：浙江省国资委、浙江省财政厅和浙江证监局

4.3 从供应链集成服务商向产业生态组织的转型设想

公司多年来致力于探索现代化的供应链管理，并率先提出“流通 4.0”的理念，其核心是以互联网、物联网、大数据、云计算等现代信息技术为支撑，以消费者驱动为理念，以大型流通企业为核心，以供应链上的供应商、制造商、消费者等利益相关方跨界融合共建生态圈，实现共生共赢为宗旨，以线上线下结合的平台化运营为特征，以卖商品向卖服务转变的流通业发展新阶段。

图表35 流通 4.0 时代的产业组织构想



资料来源：公司网站

流通 4.0 的核心是五化，即平台化、集成化、智能化、金融化和国际化。公司在传统大宗商品贸易的基础上，上控资源、中联物流、下建网络，深挖供应链全链服务，并以供应链物流和供应链金融作为支撑，通过实体分销服务网络和电商平台虚实结合，凭借“商流”、“物流”、“资金流”、“信息流”四流联动实现产品在全球市场跨境互通、整合发展。

图表36 “流通 4.0”五大特征

特征	说明	措施
平台化	依托 IT 技术打造 O2O 运营管控平台	培育跨境电商（物产通、义务通、保税通等），以及钢铁（浙金钢材网）、汽车（车家佳）、化工（PVC）等电商平台群
集成化	上控资源、中联物流、下建网络，深入挖掘全供应链服务	持续深化与大企业、大集团的战略合作，同时，开发终端市场，增强客户黏度，此外，推进集购分销和增值服务。
智能化	实现生产端柔性化制造，满足消费者个性化修	以生产制造为出发点，以贸实结合为载体，以生产制造为核心节点，打造生产制造生态圈

金融化	产业资本、商业资本和金融资本深度结合	找准上下游合适的项目嵌入供应链金融；与银行探索开展在线融资业务等
国际化	依托平台实现全球市场跨境互通、资源整合发展	组织国内产能过剩产品出口，联合大型央企、名企组成承包商开拓国内外基础设施互联互通。加快推进“物产通”“义务通”“保税通”跨境电商平台建设

资料来源：公司网站

五、盈利预测与投资评级

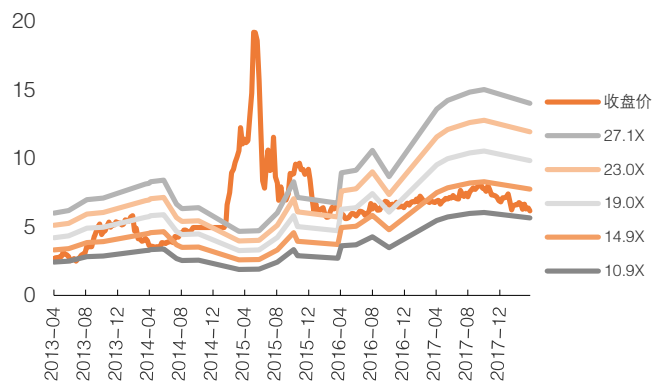
我们预计 2018-2020 年收入分别为 3234/3618/3849 亿元，同比增长 17.07%/11.89%/6.37%，归母净利润分别为 26.97/31.07/35.47 亿元，同比增长 20.69%/15.20%/14.15%。考虑到公司在大宗商品供应链领域拥有显著优势，叠加混改和员工持股，看好公司中长期价值，故首次覆盖给予“推荐”评级。

图表37 公司盈利预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
供应链集成服务	1968.90	2684.00	3134.91	3501.70	3718.80
yoy			16.80%	11.70%	6.20%
毛利率		2.07%	2.20%	2.25%	2.30%
高端实业	46.56	48.57	60.71	69.82	76.80
yoy			25.00%	15.00%	10.00%
毛利率		17.10%	18.00%	18.00%	18.00%
金融	40.52	16.15	21.80	27.25	32.70
yoy			35.00%	25.00%	20.00%
毛利率		7.73%	8.00%	8.00%	8.00%
其他	15.75	17.29	20.97	24.80	26.34
yoy			21.27%	18.30%	6.21%
毛利率		36.14%	43.36%	42.87%	47.24%
合计	2068.99	2762.17	3233.64	3618.05	3848.65
yoy		33.50%	17.07%	11.89%	6.37%
毛利率		2.58%	2.80%	2.88%	2.97%

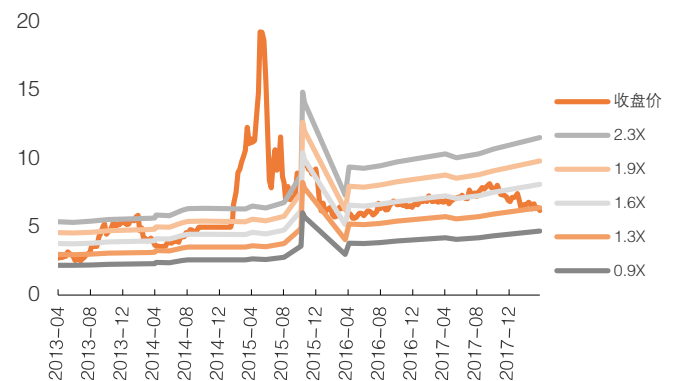
资料来源：wind，平安证券研究所

图表38 公司近五年 PE-Band



资料来源：wind，平安证券研究所

图表39 公司近五年 PB-Band



资料来源：wind，平安证券研究所

六、风险提示

6.1 中美贸易摩擦升级

近期，中美贸易摩擦不断，美国将对中国商品大规模加征关税。虽然公司海外收入占比仅 15.35%（2016 年），产品主要销往东南亚、非洲、中南美等区域，欧美地区占比较小。而且，公司通过调整钢材产品结构、区域结构以及客户分布等，以高附加值、特种钢等产品为主，降低了反倾销的影响。但是，若中美贸易摩擦全面升级，程度进一步加深，将对公司业务造成一定连带影响。

6.2 大宗商品价格大幅波动风险

受全球宏观环境、国际政治以及政策等多方面的影响，钢材、煤炭、化工产品等大宗商品的价格波动较为明显。公司通过提升管理、改进模式等举措，尽力消除无主库存，并通过期货手段对冲价格波动风险，但因经营规模大、客户众多、需求多样等因素，仍需保留一定比例库存，出现一定风险敞口受价格波动影响。若大宗商品价格大幅波动，将对公司经营和盈利带来一定影响。

6.3 解禁减持风险

2018 年 10 月 29 日和 2018 年 11 月 6 日，公司定增配售股份将分别解禁 23.81 亿股和 5.88 亿股，占解禁后总股本比例分比为 55.28%和 13.65%。为保持国有控股地位，大股东国资公司减持概率很小，二股东交通集团预计将发行偏债型可交债，转股概率较低。而战略投资者与公司拥有长期合作关系，持股周期长，但不排除其通过大宗交易、二级市场竞价方式减持，成为影响股价波动因素。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	51017	68978	67249	78067
现金	13748	18447	20640	21956
应收账款	5493	6959	6973	7847
其他应收款	1997	10414	3472	11299
预付账款	6866	9813	8848	11002
存货	15978	16898	19858	19203
其他流动资产	6936	6446	7457	6758
非流动资产	34926	37471	39580	41086
长期投资	3364	4885	6405	7926
固定资产	6225	7130	7640	7580
无形资产	1695	1799	1931	2094
其他非流动资产	23642	23657	23603	23486
资产总计	85944	106449	106829	119152
流动负债	52868	71211	69750	80258
短期借款	14867	24595	23856	29433
应付账款	5713	6160	7114	6993
其他流动负债	32288	40456	38780	43833
非流动负债	6713	6304	5379	4055
长期借款	5361	4953	4027	2703
其他非流动负债	1351	1351	1351	1351
负债合计	59581	77516	75129	84313
少数股东权益	4423	5157	6001	6912
股本	4307	4307	4307	4307
资本公积	4017	4017	4017	4017
留存收益	7514	9141	11291	13562
归属母公司股东权益	21941	23776	25699	27927
负债和股东权益	85944	106449	106829	119152

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-8359	-1611	7909	1002
净利润	2938	3432	3951	4459
折旧摊销	705	807	948	1060
财务费用	1119	1142	1392	1472
投资损失	-1408	-1487	-1507	-1451
营运资金变动	-12416	-5507	3122	-4571
其他经营现金流	704	3	2	33
投资活动现金流	5246	-1868	-1553	-1149
资本支出	3011	1024	588	-14
长期投资	6498	-1521	-1521	-1521
其他投资现金流	14756	-2364	-2485	-2684
筹资活动现金流	4709	-1551	-3424	-4115
短期借款	3638	0	0	0
长期借款	1561	-408	-926	-1324
普通股增加	1436	0	0	0
资本公积增加	-1440	0	0	0
其他筹资现金流	-486	-1143	-2498	-2791
现金净增加额	1579	-5030	2932	-4261

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	276217	323364	361805	384865
营业成本	269092	314303	351401	373438
营业税金及附加	280	328	367	391
营业费用	2076	2037	2171	2271
管理费用	1999	2005	2171	2213
财务费用	1119	1142	1392	1472
资产减值损失	517	605	677	720
公允价值变动收益	15	-3	-2	-33
投资净收益	1408	1487	1507	1451
营业利润	3833	4428	5130	5779
营业外收入	74	126	108	114
营业外支出	81	85	95	87
利润总额	3826	4469	5144	5806
所得税	888	1037	1194	1347
净利润	2938	3432	3951	4459
少数股东损益	703	734	843	912
归属母公司净利润	2235	2697	3107	3547
EBITDA	5373	6158	7123	7953
EPS (元)	0.52	0.63	0.72	0.82

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	33.5	17.1	11.9	6.4
营业利润(%)	21.2	15.5	15.9	12.6
归属于母公司净利润(%)	3.7	20.7	15.2	14.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	2.6	2.8	2.9	3.0
净利率(%)	0.8	0.8	0.9	0.9
ROE(%)	11.1	11.9	12.5	12.8
ROIC(%)	8.3	7.5	8.6	8.6
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	69.3	72.8	70.3	70.8
净负债比率(%)	26.0	42.6	27.0	33.0
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
应收账款周转率	51.9	51.9	51.9	51.9
应付账款周转率	52.9	52.9	52.9	52.9
每股指标 (元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.63	0.72	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	-0.37	1.84	0.23
每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.52	5.97	6.48
估值比率	-	-	-	-
P/E	12.01	9.95	8.64	7.56
P/B	1.22	1.13	1.04	0.96
EV/EBITDA	7.1	7.2	5.8	5.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033