

2018年04月26日

物产中大 (600704.SH)

## 聚焦供应链产融结合，打造金融健康生态圈

■事件：物产中大2017年全年实现营业总收入2766亿元（YoY+33%），归属于上市公司股东的净利润22亿元（YoY+3.7%）。2017年公司继续致力于布局“以供应链集成服务为主体，以金融服务和高端实业为两翼”的发展战略。公司2017年核心边际变化包括：（1）发展创新投融资运营模式，布局金控提升业绩增长预期；（2）供应链业务增厚盈利空间，推动营业收入创新高；（3）医疗与环保板块稳健发展，未来将与供应链以及金融业务实现互补。

■布局金控牌照提升利润。2017年公司金融业务带来营业收入16亿元，毛利率达到7.7%。2017年公司打造“产业+金融”发展格局，目前已参控股数十家金融和类金融牌照，并在申请保险牌照，预计未来毛利率相对较高的金融板块将成为公司的利润增长点之一。

（1）公司发展创新投融资运营模式。2017年公司致力于从前端（厂商融资租赁）、中端（服务增值）以及后端（租赁资产证券化）发展创新投融资运营模式，目前已成功发行首期6.9亿ABS，同时2017年新增社会化资产管理规模11亿元，此外公司创新都市养老理念，首个高端介护式医养中心“朗和”正式营业。

（2）金控牌照拓展带来业绩增长预期。物产中大参股数十家金融和类金融业务，包括期货业务（中大期货，持股占比95.1%，2017年在多个中心城市建立30多家营业部）、融资租赁（物产融资租赁，持股占比100%，2017年商用车租赁列全国前三）、财务公司（作为公司“内部银行”，统一资金管理平台）等，目前公司已初步拥有了相对完整的类金融业务体系，预计未来公司金控布局将进一步推动公司利润提升，带来公司发展空间提升。

■供应链业务增厚公司盈利空间。2017年公司供应链集成服务业务实现营业收入2684亿元（YoY+36%，占比97%），2017年公司聚焦供应链集成服务主业，打造供应链上下游跨界融合的生态圈。公司发展创新供应链集成服务模式，从传统贸易赚取差价逐步转向为供应链上各企业降低成本，同时开拓海外市场，全年热轧、涂镀板卷出口量同比增长140%，不锈钢出口同比增长超60%。未来公司将利用供应链为客户创造价值，提升客户黏度，实现盈利空间的持续增厚。

■医疗与环保板块持续稳健发展。2017年公司高端实业实现营业收入48亿元（YoY+4%）。医疗健康方面，2017年公司成立医疗健康投资公司，构建医联体内资源共享、专科互补的管理模式；环保能源方面，公司正式组建公用环境投资公司，截至2017年末已拥有5家供水公司，供水规模65万吨/天，运营管理18家污水处理公司，处理规模15万吨/天。预计未来医疗健康与环保能源板块将与供应链集成以及金融业务实现互补。

■实施战略重组混改，利好聚焦供应链集成。2017年公司将物产资本分拆为金融投资、健康产业、公用投资三家公司，并顺利完成物产民爆与浙江省机电集团旗下永联民爆重组，与此同时，2017年公司持续推进成员公司“二次混改”，我们认为2017年的重组与混改将使公司更加聚焦供应链集成服务核心主业，有利于其提升运营效率。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价8.36元。我们预计公司2018年-2020年的EPS分别为0.54元、0.57元、0.61元。

■风险提示：供应链业务发展低于预期/金融业务协同低于预期/高端业务发展低于预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	207,172.4	276,620.4	295,983.9	318,182.6	342,682.7
净利润	2,154.3	2,234.8	2,336.4	2,459.2	2,616.5
每股收益(元)	0.50	0.52	0.54	0.57	0.61
每股净资产(元)	4.68	5.09	5.12	5.14	5.15

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	12.6	12.1	11.6	11.0	10.3
市净率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
净利润率	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
净资产收益率	10.7%	10.2%	10.6%	11.1%	11.8%
股息收益率	5.3%	0.0%	3.1%	3.1%	2.2%
ROIC	23.4%	43.8%	50.0%	22.6%	54.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

汽车销售及服务

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**8.36元**  
股价(2018-04-25) **6.28元**

### 交易数据

总市值(百万元)	27,045.97
流通市值(百万元)	8,400.73
总股本(百万股)	4,306.68
流通股本(百万股)	1,337.70
12个月价格区间	6.16/11.24元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.73	-2.27	-7.92
绝对收益	-3.83	-14.67	-8.29

**赵湘怀** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaohx3@essence.com.cn  
021-35082987

**贺明之** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517060001  
hemz@essence.com.cn  
021-35082968

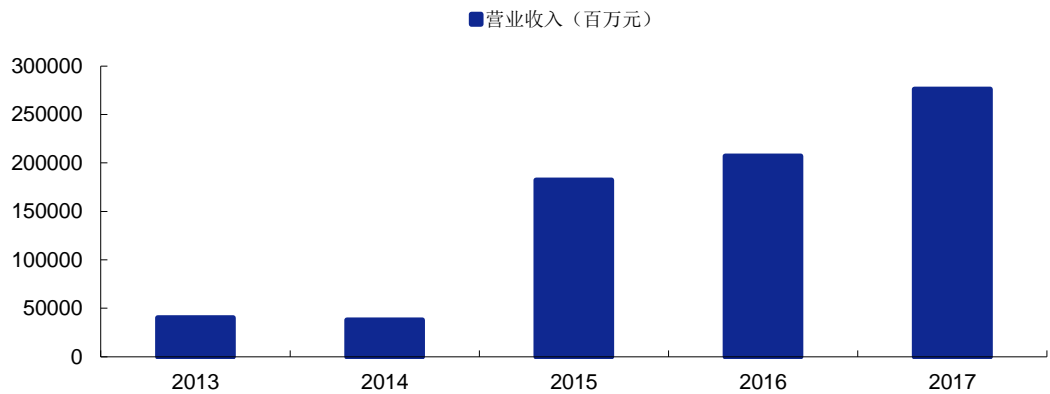
**马琦** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450518030001  
maqi@essence.com.cn  
021-35082773

### 相关报告

物产中大：增资物产融资租赁，财通上市浮盈可观/ 2017-10-26  
赵湘怀  
物产中大：金融板块业绩向好，健康养老稳健布局/ 2017-08-29  
赵湘怀  
物产中大：立足浙江推进混改，布局金控打造全产业链/赵湘怀 2017-04-25

事件：物产中大 2017 年全年实现营业总收入 2766 亿元 (YoY+33%)，归属于上市公司股东的净利润 22 亿元 (YoY+3.7%)。2017 年公司继续致力于布局“以供应链集成服务为主体，以金融服务和高端实业为两翼”的发展战略，加快实施“流通 4.0”。公司 2017 年核心边际变化包括：(1) 发展创新投融资运营模式，布局金控提升业绩增长预期；(2) 供应链业务增厚盈利空间，推动营业收入创新高；(3) 医疗与环保板块稳健发展，未来将与供应链以及金融业务实现互补。

图 1：营业收入 2017 年创新高

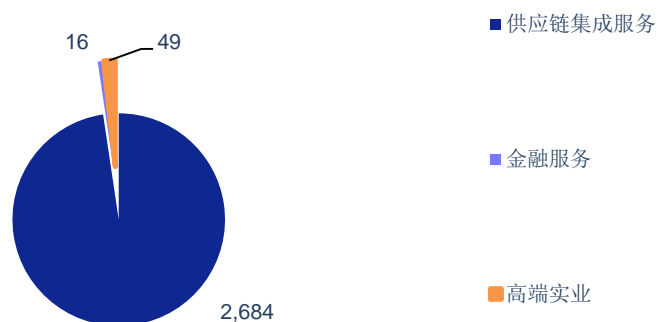


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 1. 布局金控牌照提升利润

2017 年公司金融业务带来营业收入 16 亿元，毛利率达到 7.7%。2017 年公司打造“产业+金融”发展格局，目前已参控股数十家金融和类金融牌照，并在申请保险牌照，预计未来毛利率相对较高的金融板块将成为公司的利润增长点之一。

图 2：2017 年物产中大金融板块营业收入占比较低 (亿元)

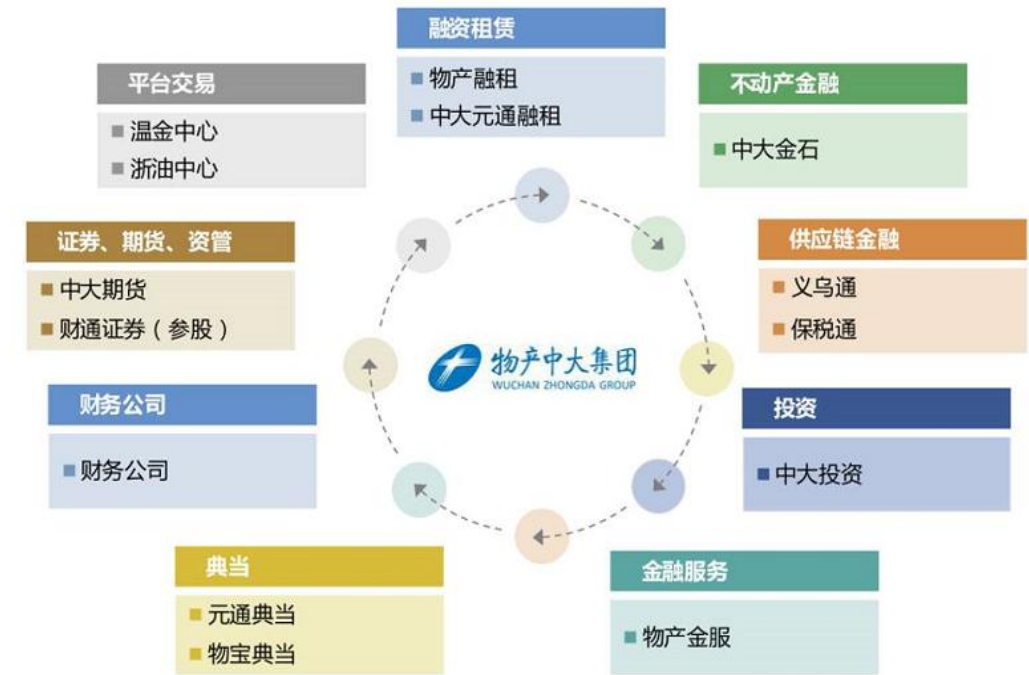


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

(1) 公司发展创新投融资运营模式。2017 年公司致力于从前端（厂商融租租赁）、中端（服务增值）以及后端（租赁资产证券化）发展创新投融资运营模式，目前已成功发行首期 6.9 亿 ABS，同时 2017 年新增社会化资产管理规模 11 亿元，此外公司创新都市养老理念，首个高端介护式医养中心“朗和”正式营业。

(2) 金控牌照拓展带来业绩增长预期。物产中大参股数十家金融和类金融业务，包括期货业务（中大期货，持股占比 95.1%，2017 年在多个中心城市建立 30 多家营业部）、融资租赁（物产融资租赁，持股占比 100%，2017 年商用车租赁列全国前三）、财务公司（作为公司“内部银行”，统一资金集中管理平台）等，目前公司已初步拥有了相对完整的类金融业务体系，预计未来公司金控布局将进一步推动公司利润提升，带来公司发展空间提升。

图 3：物产中大金控布局



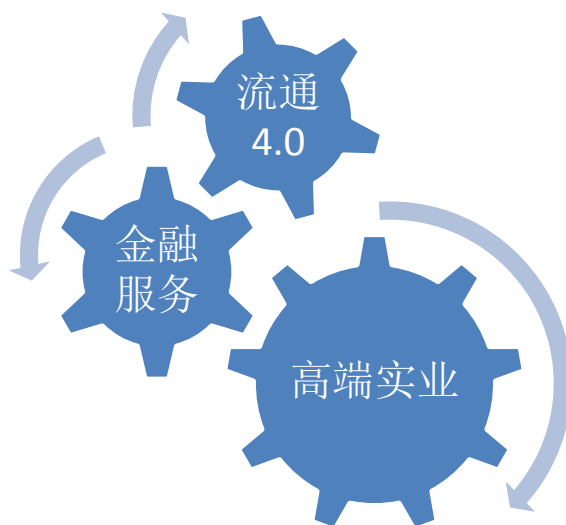
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 供应链业务增厚公司盈利空间

2017 年公司供应链集成服务业务实现营业收入 2684 亿元 (YoY+36%，占比 97%)，2017 年公司聚焦供应链集成服务主业，打造供应链上下游跨界融合的生态圈。公司发展创新供应链集成服务模式，从传统贸易赚取差价逐步转向为供应链上各企业降低成本，同时开拓海外市场，全年热轧、涂镀板卷出口量同比增长 140%，不锈钢出口同比增长超 60%。未来公司将利用供应链为客户创造价值，提升客户黏度，实现盈利空间的持续增厚。

2017 年公司按照“以供应链集成服务为主体，以金融服务和高端实业为两翼”发展战略，加快实施“流通 4.0”，构建战略协同、周期对冲以及产融结合的业务格局。

图 4：物产中大致致力于成为中国供应链集成服务领导者



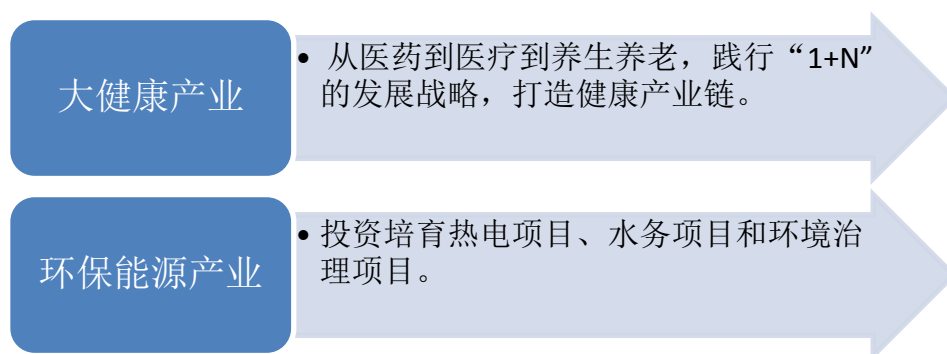
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 医疗与环保板块持续稳健发展

公司将医疗健康与环保能源统一归于高端实业。2017 年公司高端实业实现营业收入 48 亿元 (YoY+4%)。医疗健康方面，2017 年公司成立医疗健康投资公司，构建医联体内资源共享、专科互补的管理模式；环保能源方面，公司正式组建公用环境投资公司，截至 2017 年末已拥有 5 家供水公司，供水规模 65 万吨/天，运营管理 18 家污水处理公司，处理规模 15 万吨/天。预计未来医疗健康与环保能源板块将与供应链集成以及金融业务实现互补。

一方面，物产中大致致力于贸工一体无缝对接，通过贸易端集成社会需求，并构建规模化生产的基础，实现延伸产业链，另一方面，公司通过链主地位和资金流对高端实业赋能，以实现双向良性循环，此外公司通过培育周期对冲的新的利润增长点，提升盈利和抗风险能力。

图 5：高端实业培育新的利润增长点



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4. 公司 2018 年发展举措

公司 2018 年将致力于兼并重组、精细管理以及品牌建设三大方面发展。

(1) 举措之一：兼并重组

公司将对接浙江省“凤凰行动”计划，寻找优质并购标的，并谋划产业链上下游并购重组。此外公司还将统筹安排产业项目投资结构。

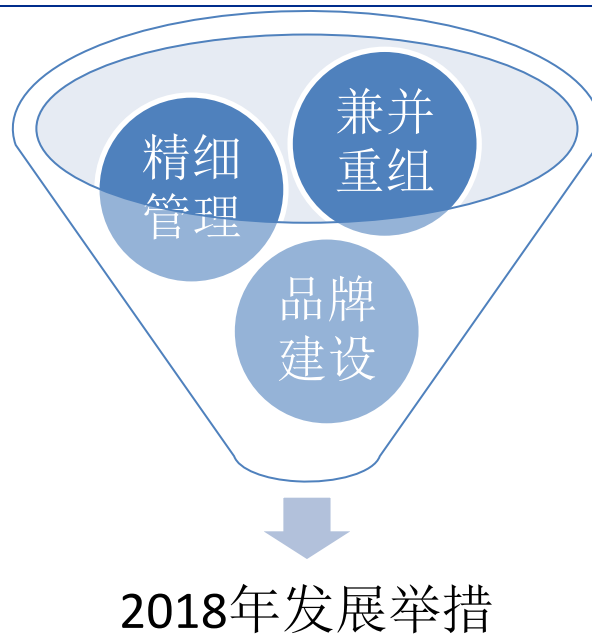
(2) 举措之二：精细管理

公司将通过对标等方式寻找短板，加强价值输出，提升运营效率，降低费用水平，同时公司将从“事先、事中、事后”三个环节加强风险管控，通过信息化改造提升，构建高效的数据资源体系。

(3) 举措之三：品牌建设

公司将实施品牌战略规划，增强母子品牌联动，打造专业化品牌经营管理团队。

图 6：物产中大 2018 年发展举措



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	207,172.4	276,620.4	295,983.9	318,182.6	342,682.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	199,786.1	269,091.9	285,328.4	306,409.9	330,688.8	营业收入增长率	13.5%	33.5%	7.0%	7.5%	7.7%
营业税费	490.5	280.4	637.0	586.9	572.3	营业利润增长率	60.9%	21.2%	0.0%	4.8%	9.3%
销售费用	2,036.7	2,076.2	2,606.6	2,772.8	2,858.7	净利润增长率	55.6%	3.7%	4.5%	5.3%	6.4%
管理费用	1,813.2	1,998.8	2,466.7	2,578.5	2,703.0	EBITDA 增长率	40.3%	5.5%	37.6%	9.0%	4.0%
财务费用	676.0	1,118.6	2,077.9	2,474.9	2,380.8	EBIT 增长率	42.5%	6.3%	44.9%	9.9%	4.3%
资产减值损失	1,451.9	516.6	845.4	938.0	766.7	NOPLAT 增长率	31.2%	29.1%	16.5%	9.9%	4.3%
加:公允价值变动收益	-142.0	15.4	197.5	-206.4	71.8	投资资本增长率	-31.0%	2.1%	143.1%	-56.8%	109.3%
投资和汇兑收益	2,386.0	1,407.8	1,612.7	1,802.2	1,607.6	净资产增长率	7.5%	11.0%	2.6%	2.7%	2.6%
<b>营业利润</b>	3,161.9	3,833.3	3,832.1	4,017.4	4,391.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	143.3	-7.5	128.0	88.0	69.5	毛利率	3.6%	2.7%	3.6%	3.7%	3.5%
<b>利润总额</b>	3,305.2	3,825.8	3,960.1	4,105.4	4,461.2	营业利润率	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
减:所得税	767.3	887.5	990.0	1,026.3	1,115.3	净利润率	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>净利润</b>	2,154.3	2,234.8	2,336.4	2,459.2	2,616.5	EBITDA/营业收入	2.1%	1.7%	2.2%	2.2%	2.1%
						EBIT/营业收入	1.9%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	固定资产周转天数	8	7	7	6	5
货币资金	10,629.4	13,748.4	23,678.7	25,454.6	27,414.6	流动营业资本周转天数	4	-2	4	5	4
交易性金融资产	234.6	342.6	617.7	398.3	452.8	流动资产周转天数	88	64	81	85	81
应收账款	13,748.7	7,489.5	13,988.8	12,071.7	14,343.2	应收账款周转天数	17	14	13	15	14
应收票据	1,307.1	2,436.2	1,106.4	3,020.9	1,373.8	存货周转天数	30	18	29	26	24
预付账款	7,381.3	6,865.6	7,436.9	9,459.6	7,980.3	总资产周转天数	130	106	124	124	116
存货	12,169.0	15,977.9	31,825.6	13,893.2	32,551.6	投资资本周转天数	18	11	18	17	15
其他流动资产	2,165.1	4,157.3	3,243.0	3,188.5	3,529.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	8,452.2	7,311.7	12,000.0	10,500.0	8,500.0	ROE	10.7%	10.2%	10.6%	11.1%	11.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.4%	2.5%	3.0%	2.8%
长期股权投资	1,991.0	3,364.1	3,364.1	3,364.1	3,364.1	ROIC	23.4%	43.8%	50.0%	22.6%	54.5%
投资性房地产	2,250.8	2,443.6	2,443.6	2,443.6	2,443.6	<b>费用率</b>					
固定资产	4,689.5	6,225.3	5,780.8	5,336.2	4,891.6	销售费用率	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%
在建工程	688.0	712.6	712.6	712.6	712.6	管理费用率	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
无形资产	1,441.3	1,694.6	1,591.4	1,488.3	1,385.2	财务费用率	0.3%	0.4%	0.7%	0.8%	0.7%
其他非流动资产	8,888.3	11,688.8	8,613.3	9,679.3	9,809.2	三费/营业收入	2.2%	1.9%	2.4%	2.5%	2.3%
<b>资产总额</b>	76,571.2	85,943.8	117,152.7	101,934.2	119,805.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	11,228.3	14,866.7	28,536.4	26,675.7	31,466.9	资产负债率	69.0%	69.3%	76.9%	72.7%	76.2%
应付账款	8,545.5	8,965.8	12,691.9	9,775.5	13,847.2	负债权益比	222.4%	226.0%	333.0%	266.8%	320.2%
应付票据	10,672.3	9,881.6	14,005.9	12,980.8	14,375.5	流动比率	0.98	0.96	1.07	0.97	1.07
其他流动负债	17,976.9	19,153.7	21,562.9	20,227.0	21,894.2	速动比率	0.73	0.66	0.65	0.77	0.68
长期借款	408.6	867.7	9,675.6	-	5,058.3	利息保障倍数	5.68	3.65	2.84	2.62	2.84
其他非流动负债	3,992.7	5,845.0	3,623.1	4,486.9	4,651.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	52,824.3	59,580.5	90,095.8	74,145.9	91,293.8	DPS(元)	0.33	-	0.19	0.19	0.14
少数股东权益	3,590.3	4,422.6	5,024.6	5,634.0	6,347.3	分红比率	66.6%	0.0%	35.5%	34.0%	23.2%
股本	2,871.1	4,306.7	4,306.7	4,306.7	4,306.7	股息收益率	5.3%	0.0%	3.1%	3.1%	2.2%
留存收益	12,411.1	11,530.5	17,725.7	17,847.6	17,857.5						
<b>股东权益</b>	23,746.9	26,363.3	27,056.9	27,788.3	28,511.4						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.50	0.52	0.54	0.57	0.61
净利润	2,537.9	2,938.3	2,336.4	2,459.2	2,616.5	BVPS(元)	4.68	5.09	5.12	5.14	5.15
加:折旧和摊销	701.8	704.6	547.7	547.7	547.7	PE(X)	12.6	12.1	11.6	11.0	10.3
资产减值准备	1,451.9	516.6	-	-	-	PB(X)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
公允价值变动损失	142.0	-15.4	197.5	-206.4	71.8	P/FCF	6.5	3.7	2.3	8.7	10.9
财务费用	1,076.5	1,167.0	2,077.9	2,474.9	2,380.8	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
投资损失	-2,386.0	-1,407.8	-1,612.7	-1,802.2	-1,607.6	EV/EBITDA	4.1	3.5	4.1	2.0	3.3
少数股东损益	383.6	703.5	633.6	619.8	729.5	CAGR(%)	6.7%	4.4%	17.2%	6.7%	4.4%
营运资金的变动	-4,408.4	-14,278.3	-10,085.4	10,608.8	-10,882.4	PEG	1.9	2.7	0.7	1.7	2.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	-544.0	-8,359.0	-5,905.0	14,701.8	-6,143.8	ROIC/WACC	2.9	5.5	6.3	2.8	6.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4,724.3	5,245.7	-1,780.6	3,497.9	3,045.4	REP	0.7	0.3	0.2	0.5	0.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	4,463.5	4,709.1	17,615.9	-16,423.8	5,058.3						

资料来源: 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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀、贺明之、马琦声明，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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034