

2018年10月30日

物产中大 (600704.SH)

一体两翼齐头发展, 经营效率显著提升

■事件: 2018年前三季度公司实现营业总收入2128亿元, 同比增长10%; 实现扣非归母净利润11.2亿元(剔除转让新东港45%股权影响), 同比增长41%, 增幅较上半年明显扩大。我们认为公司核心变化在于:(1) 盈利能力显著提升, 销售利润率由同期的1.4%提高至本期的1.66%, 毛利率由同期的2.87%提高至本期的2.98%。(2) 创新投融资运营模式持续推进, 金控平台提升协同效应;(3) 供应链业务稳步增长, 龙头地位稳固。

■金控: 创新投融资模式, 提升协同效应。2018年公司继续延续“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。截至上半年金融服务板块实现11亿元。金融服务核心竞争力主要源于公司庞大的供应链体系, 结合融资租赁、中大期货、财务公司等数家金融平台, 提升供应链金融服务能力。

(1) 拓宽融资渠道, 降低资金成本; 公司积极推动创新投融资运营模式, 加强应收账款、租赁资产等资产的ABS/ABN, 其中三季度子公司物产金属成功发行30亿元应收账款ABS。预计下半年公司融资渠道有望得以优化, 降低资金成本。

(2) 金控平台提升协同效应。目前公司已初步拥有了相对完整的类金融业务体系。物产中大参股数十家金融和类金融业务, 包括期货业务、融资租赁、财务公司等, 加强对供应链集成服务产业的支持与协同。我们预计未来公司的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: 集成服务龙头稳固。截至上半年, 供应链板块营业收入达1257亿元, 同比增长4%。占集团营业收入96%, 利润贡献76%。其中, 钢铁、铁矿石、煤炭、化工等四大生产资料核心品种营业规模均位列全国前三, 龙头地位稳固。根据公司公开发布的投资者调研纪要, 物产中大与美国的直接往来业务平均占比低于10%, 主要进出口品种不在征税产品目录中, 贸易摩擦影响有限。

■高端业务: 实业, 环保、医疗增添新动力。截至上半年, 高端实业实现营收35亿元, 主要布局医疗健康、环保公用等朝阳性行业。1) 医疗健康, 积极推进并购项目落地, 已布局综合医院4家, 床位数约3000张; 2) 环保公用, 具备城市日供水能力65万吨, 日污水处理能力30万吨能力。预计未来高端实业将与供应链集成以及金融业务实现互补。

■盈利能力显著提升。三季度公司进一步聚焦主业, 经营效率进一步提升, 销售利润率由同期的1.4%提高至本期的1.66%, 毛利率由同期的2.87%提高至本期的2.98%。

■投资建议: 买入-A 投资评级, 6个月目标价5.5元。我们预计公司2018年-2020年的EPS分别为0.54元、0.56元、0.60元。

■风险提示: 供应链发展低于预期/金融协同低于预期/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	2,328.7	2,432.3	2,563.1
每股收益(元)	0.50	0.52	0.54	0.56	0.60
每股净资产(元)	4.68	5.09	5.05	4.97	4.83

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	8.9	8.6	8.2	7.9	7.5
市净率(倍)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
净利润率	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
净资产收益率	10.7%	10.2%	10.7%	11.4%	12.3%
股息收益率	7.5%	4.5%	5.9%	6.5%	6.1%

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: 5.5元

股价(2018-10-30) 4.46元

交易数据

总市值(百万元)	19,207.80
流通市值(百万元)	16,585.11
总股本(百万股)	4,306.68
流通股本(百万股)	3,718.63
12个月价格区间	4.06/8.02元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.46	-5.85	-16.1
绝对收益	-10.44	-16.48	-40.94

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515060004

zhaoxh3@essence.com.cn

021-35082987

蒋中煜

报告联系人

jiangzy@essence.com.cn

021-35082609

相关报告

- 物产中大: 聚焦供应链产融结合, 打造金融健康生态圈/赵湘怀 2018-04-26
- 物产中大: 增资物产融资租赁, 财通上市浮盈可观/赵湘怀 2017-10-26
- 物产中大: 金融板块业绩向好, 健康养老稳健布局/赵湘怀 2017-08-29

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
营业收入	207,172.4	276,620.4	295,983.9	318,182.6	342,682.7	成长性					
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%	-0.4%	4.0%	8.3%
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%	4.2%	4.4%	5.4%
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	2,091.0	2,519.8	2,471.8	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%	1.5%	1.1%	0.3%
营业利润	3,161.9	3,833.3	3,819.0	3,972.5	4,300.7	利润率					
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%
利润总额	3,305.2	3,825.8	3,947.0	4,060.5	4,370.2	营业利润率	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%
减:所得税	767.3	887.5	986.8	1,015.1	1,092.5	净利润率	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
净利润	2,154.3	2,234.8	2,328.7	2,432.3	2,563.1	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%
						运营效率					
						固定资产周转天数	8	7	7	6	5
						流动营业资本周转天数	4	-2	4	5	4
						流动资产周转天数	88	64	81	85	81
						应收帐款周转天数	17	14	13	15	14
						存货周转天数	30	18	29	26	24
						总资产周转天数	130	106	124	124	116
						投资资本周转天数	18	11	18	17	15
						投资回报率					
						ROE	10.7%	10.2%	10.7%	11.4%	12.3%
						ROA	3.3%	3.4%	2.5%	3.0%	2.7%
						ROIC	23.4%	43.8%	50.0%	22.6%	54.5%
						费用率					
						销售费用率	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%
						管理费用率	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
						财务费用率	0.3%	0.4%	0.7%	0.8%	0.7%
						三费/营业收入	2.2%	1.9%	2.4%	2.5%	2.3%
						偿债能力					
						资产负债率	69.0%	69.3%	77.2%	73.5%	77.4%
						负债权益比	222.4%	226.0%	337.9%	277.0%	341.7%
						流动比率	0.98	0.96	1.06	0.96	1.06
						速动比率	0.73	0.66	0.65	0.76	0.66
						利息保障倍数	5.68	3.65	2.83	2.58	2.74
						分红指标					
						DPS(元)	0.33	0.20	0.26	0.29	0.27
						分红比率	66.6%	38.5%	48.4%	51.2%	46.0%
						股息收益率	7.5%	4.5%	5.9%	6.5%	6.1%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	10,629.4	13,748.4	23,678.7	25,454.6	27,414.6
交易性金融资产	234.6	342.6	617.7	398.3	452.8
应收帐款	13,748.7	7,489.5	13,988.8	12,071.7	14,343.2
应收票据	1,307.1	2,436.2	1,106.4	3,020.9	1,373.8
预付帐款	7,381.3	6,865.6	7,436.9	9,459.6	7,980.3
存货	12,169.0	15,977.9	31,825.6	13,893.2	32,551.6
其他流动资产	2,165.1	4,157.3	3,243.0	3,188.5	3,529.6
可供出售金融资产	8,452.2	7,311.7	12,000.0	10,500.0	8,500.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,991.0	3,364.1	3,364.1	3,364.1	3,364.1
投资性房地产	2,250.8	2,443.6	2,443.6	2,443.6	2,443.6
固定资产	4,689.5	6,225.3	5,780.8	5,336.2	4,891.6
在建工程	688.0	712.6	712.6	712.6	712.6
无形资产	1,441.3	1,694.6	1,591.4	1,488.3	1,385.2
其他非流动资产	8,888.3	11,688.8	8,613.3	9,679.3	9,809.2
资产总额	76,571.2	85,943.8	117,152.7	101,934.2	119,805.2
短期债务	11,228.3	14,866.7	28,844.1	27,422.9	32,877.8
应付帐款	8,545.5	8,965.8	12,691.9	9,775.5	13,847.2
应付票据	10,672.3	9,881.6	14,005.9	12,980.8	14,375.5
其他流动负债	17,976.9	19,153.7	21,562.9	20,227.0	21,894.2
长期借款	408.6	867.7	9,674.0	-	5,035.6
其他非流动负债	3,992.7	5,845.0	3,623.1	4,486.9	4,651.7
负债总额	52,824.3	59,580.5	90,401.9	74,893.1	92,681.9
少数股东权益	3,590.3	4,422.6	5,022.6	5,625.4	6,324.1
股本	2,871.1	4,306.7	4,306.7	4,306.7	4,306.7
留存收益	12,411.1	11,530.5	17,421.5	17,109.1	16,492.5
股东权益	23,746.9	26,363.3	26,750.8	27,041.1	27,123.3

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,537.9	2,938.3	2,328.7	2,432.3	2,563.1
加:折旧和摊销	701.8	704.6	547.7	547.7	547.7
资产减值准备	1,451.9	516.6	-	-	-
公允价值变动损失	142.0	-15.4	197.5	-206.4	71.8
财务费用	1,076.5	1,167.0	2,091.0	2,519.8	2,471.8
投资损失	-2,386.0	-1,407.8	-1,612.7	-1,802.2	-1,607.6
少数股东损益	383.6	703.5	631.5	613.0	714.6
营运资金的变动	-4,408.4	-14,278.3	-10,085.4	10,608.8	-10,882.4
经营活动产生现金流量	-544.0	-8,359.0	-5,901.7	14,713.0	-6,121.0
投资活动产生现金流量	-4,724.3	5,245.7	-1,780.6	3,497.9	3,045.4
融资活动产生现金流量	4,463.5	4,709.1	17,612.6	-16,435.0	5,035.6

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.50	0.52	0.54	0.56	0.60
BVPS(元)	4.68	5.09	5.05	4.97	4.83
PE(X)	8.9	8.6	8.2	7.9	7.5
PB(X)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
P/FCF	4.6	2.6	1.6	5.5	6.2
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	4.1	3.5	2.9	1.0	2.4
CAGR(%)	6.3%	3.7%	17.1%	6.3%	3.7%
PEG	1.4	2.3	0.5	1.3	2.0
ROIC/WACC	3.1	5.7	6.5	2.9	7.1
REP	0.7	0.3	0.1	0.3	0.1

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@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