

“一体两翼”成效显著，收购柒鑫共创“镁”好未来

投资要点

- **事件:** 物产中大公布2023年度报告。2023年公司实现营收5801.6亿元，同比增长0.6%；归母净利润36.2亿元，同比下降7.9%；扣非净利润30.3亿元，同比下降3.1%；每股收益0.68元，拟每10股派2.1元(含税)。在全球经济面临下行压力的情况下，公司营收仍保持增长，“一体两翼”战略成效开始体现。
- **在“稳一体”基础上，“两翼”不断丰满。**2023年公司智慧供应链集成服务/金融服务/高端制造板块分别实现营业收入5422.2/149.5/230亿元，占公司营业收入93.5%/2.6%/4%，分别实现利润总额44.3/9.8/18.9亿元，贡献占比60.7%/13.4%/26%。其中，高端制造板块毛利率16.8%，同比提升3.3pct。
- **充分发挥产业优势，高水平服务大宗商品配置。**公司是中国供应链集成服务引领者，金属、能源、化工、汽车服务等核心业务营业规模均位列全国前列。2023年实现钢材销售7151.6万吨，铁矿砂3755.4万吨，煤炭销售5548.5万吨，化工销售2084.5万吨，农产品销售489.8万吨，油品销售451.6万吨，元通汽车跻身2023年中国汽车经销商集团百强第七名。
- **强化研发创新，做强做大现有优势产业。**2023年研发费用投入超10亿元，同比增长41%，推进电线电缆、轮胎制造、热电联产等板块经营业绩的稳步提升。2023年电线电缆实现营收83.9亿元，同比增长10.1%；轮胎制造实现营收47.6亿元，同比增长11.8%；热电联产实现营收31.3亿元，同比增加0.8%。
- **增资信泰人寿扩大金融版图，收购柒鑫公司进军镁行业。**公司战略参股信泰人寿33%股权，有望发挥金融牌照价值，赋能养老等产业；11月完成国内镁行业龙头柒鑫公司82.3%股权收购，纳入合并范围后，柒鑫公司实现营业收入7.75亿元，利润总额5040.17万元，柒鑫公司生产镁锭6.79万吨、硅铁4.41万吨、焦炭105.5万吨、焦油4.56万吨、粗苯1.51万吨、白云石开采完成37.33万吨，原镁产品国内市场占有率8.3%，原镁销量连续多年位列国内第一梯队。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2024-2026年EPS为0.79、0.87、0.95元，对应PE为6x、5x、5x。考虑到物产中大营收稳定性强，高端制造板块毛利率持续改善，通过收购国内镁行业龙头，增强核心资源把控力，有望激活先进制造业板块发展新动能，我们看好公司中长期增长潜力，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 大宗商品价格波动风险、期货市场操作风险、实业投资风险等。

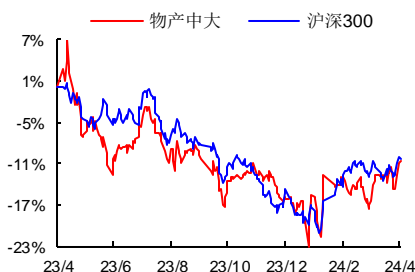
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	580160.61	592438.09	613673.46	639200.66
增长率	0.63%	2.12%	3.58%	4.16%
归属母公司净利润(百万元)	3617.06	4120.55	4519.80	4923.20
增长率	-7.85%	13.92%	9.69%	8.93%
每股收益EPS(元)	0.70	0.79	0.87	0.95
净资产收益率ROE	11.10%	11.45%	11.37%	11.24%
PE	7	6	5	5
PB	0.67	0.62	0.57	0.53

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	51.93
流通A股(亿股)	51.15
52周内股价区间(元)	4.06-5.83
总市值(亿元)	245.13
总资产(亿元)	2,040.31
每股净资产(元)	6.96

相关研究

1. 物产中大(600704): 持续混改激发内生活力, 产业探索打开外部空间 (2023-05-04)

盈利预测

关键假设：

我们认为随着国内经济复苏，公司供应链集成服务增速将有所改善，预计 2024-2026 年大宗供应链集成服务实物量同比为 3.5%、3.3%、3.0%，单吨收入同比为 -2.0%、0%、1.0%，得到 2024-2026 年大宗供应链集成服务营业收入同比为 1.4%、3.3%、4.0%；预计 2024-2026 年供应链集成服务整体毛利率为 1.6%、1.6%、1.6%。

表 1：供应链集成服务业务预测

供应链集成服务		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（百万元）	541,168.0	550,365.1	568,445.0	590,806.2
	YOY	-0.5%	1.7%	3.3%	3.9%
大宗供应链	营业收入（百万元）	500,316.0	507,470.5	523,963.3	545,079.0
	YOY	-	1.4%	3.3%	4.0%
	实物量（万吨）	19,481.4	20,163.2	20,818.6	21,443.1
	YOY	-	3.5%	3.3%	3.0%
	单吨收入（百元/吨）	25.7	25.2	25.2	25.4
	YOY	-	-2.0%	0.0%	1.0%
其他供应链	营业收入（百万元）	40,852.0	42,894.6	44,481.7	45,727.2
	YOY	-	5.0%	3.7%	2.8%

数据来源：西南证券

基于以上假设，我们预测公司收入和成本如下表：

表 2：收入成本预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（百万元）	580,160.6	592,438.1	613,673.5	639,200.7
	YOY	0.6%	2.1%	3.6%	4.2%
	营业成本（百万元）	564,856.5	577,195.1	597,341.8	621,762.7
	毛利率	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%
供应链集成服务	营业收入（百万元）	541,168.0	550,365.1	568,445.0	590,806.2
	YOY	-0.5%	1.7%	3.3%	3.9%
	营业成本（百万元）	532,016.0	541,559.3	559,349.9	581,353.3
	毛利率	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
其他业务	营业收入（百万元）	38,992.6	42,073.0	45,228.4	48,394.4
	YOY	18.7%	7.9%	7.5%	7.0%
	营业成本（百万元）	32,840.5	35,635.8	37,991.9	40,409.4
	毛利率	15.8%	15.3%	16.0%	16.5%

数据来源：西南证券

我们看好公司供应链集成服务，公司利润率也会因为高端制造的深入布局而得以提升。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 41.2、45.2、49.2 亿元，EPS 分别为 0.79、0.87、0.95 元，对应的 PE 为 6、5、5 倍。

相对估值

我们选取 A 股大宗供应链行业中，与物产中大营收体量相近的 2 家公司，2023 年 2 家公司平均 PE 为 9 倍，2024 年平均 PE 为 6 倍。考虑到物产中大营收稳定性强，高端制造板块毛利率持续改善，通过收购国内镁行业龙头，增强核心资源把控力，有望激活先进制造业板块发展新动能，我们看好公司中长期增长潜力，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

公司	代码	股价	EPS（元）				市盈率			
		（元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
厦门国贸	600755.SH	7.38	0.87	1.35	1.58	1.59	8.02	5.48	4.68	4.64
厦门象屿	600057.SH	6.77	0.69	0.97	1.21	1.26	9.67	7.01	5.58	5.36
可比公司估值							9	6	5	5
物产中大	600704.SH	4.72	0.70	0.79	0.87	0.95	7	6	5	5

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	580160.61	592438.09	613673.46	639200.66	净利润	5699.66	6493.06	7122.17	7757.85
营业成本	564856.20	577195.09	597341.79	621762.68	折旧与摊销	1894.26	1829.79	1890.47	1942.98
营业税金及附加	674.34	557.05	614.03	661.19	财务费用	1101.63	1615.09	1609.96	1652.34
销售费用	2679.64	2682.96	2817.62	2927.30	资产减值损失	-1201.40	-911.64	-995.05	-1053.68
管理费用	3745.52	3713.22	3828.30	3932.52	经营营运资本变动	-2939.92	-10213.27	-3656.29	-1614.66
财务费用	1101.63	1615.09	1609.96	1652.34	其他	-4150.79	1723.32	331.27	472.60
资产减值损失	-1201.40	-911.64	-995.05	-1053.68	经营活动现金流净额	403.44	536.35	6302.54	9157.43
投资收益	1389.14	534.75	508.79	441.34	资本支出	-3983.68	-1000.00	-800.00	-600.00
公允价值变动损益	0.93	40.30	-15.88	5.65	其他	-6037.54	-1450.97	-2364.01	-3915.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10021.22	-2450.97	-3164.01	-4515.04
营业利润	7091.18	8161.38	8949.72	9765.30	短期借款	10336.59	745.75	366.52	-814.51
其他非经营损益	207.70	173.72	184.84	184.94	长期借款	835.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	7298.88	8335.10	9134.56	9950.25	股权融资	226.65	0.00	0.00	0.00
所得税	1599.22	1842.05	2012.39	2192.40	支付股利	-779.00	-1085.12	-1236.17	-1355.94
净利润	5699.66	6493.06	7122.17	7757.85	其他	-777.74	-1596.63	-1631.83	-1706.12
少数股东损益	2082.60	2372.50	2602.38	2834.65	筹资活动现金流净额	9841.56	-1936.00	-2501.47	-3876.57
归属母公司股东净利润	3617.06	4120.55	4519.80	4923.20	现金流量净额	214.16	-3850.62	637.06	765.82
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21623.76	17773.14	18410.20	19176.02	成长能力				
应收和预付款项	38218.76	34616.46	37694.07	39590.47	销售收入增长率	0.63%	2.12%	3.58%	4.16%
存货	37735.91	35031.47	37796.77	39568.40	营业利润增长率	-6.61%	15.09%	9.66%	9.11%
其他流动资产	12012.48	10071.03	10055.95	10522.99	净利润增长率	-5.83%	13.92%	9.69%	8.93%
长期股权投资	3880.07	3880.07	3880.07	3880.07	EBITDA 增长率	-1.74%	15.06%	7.27%	7.31%
投资性房地产	4824.48	4824.48	4824.48	4824.48	获利能力				
固定资产和在建工程	16167.11	15615.28	14802.76	13737.74	毛利率	2.64%	2.57%	2.66%	2.73%
无形资产和开发支出	6682.03	6462.09	6242.16	6022.22	三费率	1.30%	1.35%	1.35%	1.33%
其他非流动资产	24990.21	27027.58	30073.73	34189.79	净利率	0.98%	1.10%	1.16%	1.21%
资产总计	166134.81	155301.62	163780.20	171512.17	ROE	11.10%	11.45%	11.37%	11.24%
短期借款	27434.66	28180.40	28546.93	27732.41	ROA	3.43%	4.18%	4.35%	4.52%
应付和预收款项	34589.65	34347.36	36164.81	37461.25	ROIC	13.28%	13.46%	13.18%	13.72%
长期借款	3491.84	3491.84	3491.84	3491.84	EBITDA/销售收入	1.74%	1.96%	2.03%	2.09%
其他负债	49276.04	32578.00	32960.97	33810.67	营运能力				
负债合计	114792.19	98597.60	101164.54	102496.18	总资产周转率	3.73	3.69	3.85	3.81
股本	5193.36	5193.36	5193.36	5193.36	固定资产周转率	44.29	39.83	43.06	47.56
资本公积	8468.49	8468.49	8468.49	8468.49	应收账款周转率	34.98	35.76	36.43	36.07
留存收益	20399.04	23434.48	26718.11	30285.37	存货周转率	15.29	15.69	16.08	15.84
归属母公司股东权益	36765.54	39754.42	43063.68	46629.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.26%	—	—	—
少数股东权益	14577.09	16949.59	19551.97	22386.62	资本结构				
股东权益合计	51342.63	56704.01	62615.65	69015.99	资产负债率	69.10%	63.49%	61.77%	59.76%
负债和股东权益合计	166134.81	155301.62	163780.20	171512.17	带息债务/总负债	34.64%	41.08%	40.40%	39.08%
					流动比率	1.10	1.17	1.21	1.25
					速动比率	0.72	0.75	0.77	0.79
					股利支付率	21.54%	26.33%	27.35%	27.54%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	10087.07	11606.26	12450.15	13360.63	每股收益	0.70	0.79	0.87	0.95
PE	6.78	5.95	5.42	4.98	每股净资产	7.08	7.65	8.29	8.98
PB	0.67	0.62	0.57	0.53	每股经营现金	0.08	0.10	1.21	1.76
PS	0.04	0.04	0.04	0.04	每股股利	0.15	0.21	0.24	0.26
EV/EBITDA	0.35	0.49	0.22	-0.24					
股息率	3.18%	4.43%	5.04%	5.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
