

物产中大（600704）深度研究报告

# 从供应链到“共赢链”，首次覆盖，“推荐”评级

推荐（首次）

目标价：5.4 元

当前价：4.45 元

- ❖ **与客户共赢：从供应链服务龙头到与客户共同创造价值。**1) 公司不断探索共赢链模式的升级，从贸易商（价差盈利）到供应链集成服务（依托经营优势，提供增值服务）再到目前探索成为产业生态组织者，打造“供应链+”产业生态圈，帮助客户提升价值的同时获取产业增值。2) **公司业务结构：**供应链为主体，金融与高端实业为两翼，围绕产业生态不断前行。**收入结构：**供应链集成服务占比 95%，其中金属材料业务收入占比近半；**毛利构成看：**供应链贡献毛利的 63%，其中物产金属贡献最大毛利来源（21.4%），金融服务及高端实业合计贡献约四分之一；**毛利率看：**19 年公司整体毛利率 2.7%，供应链业务毛利率 1.8%，金融服务 18.4%、高端实业 16.8%。近年来高速增长的金服服务与高端实业板块可视为公司打造供应链+产业生态圈的重要抓手。
- ❖ **案例分析：**1) **物产金属-港珠澳大桥项目**为例，通过解决上中下游痛点，体现了公司供应链综合集成服务能力；2) **物产化工-从海宁经编到山东轮胎**，展现公司垂直整合的供应链思维以及跨行业复制能力；3) **新东港药业**获取的丰厚回报是公司基于供应链服务价值链培育获取投资收益的经典案例；4) **物产环能**运营煤炭贸易与经营热电，通过热电项目培育煤炭流通的蓄水池，践行贸工一体化对冲行业风险。
- ❖ **与投资者共赢：稳定的业绩增长叠加分红。**1) 我们认为投资者将有望享受公司收入利润水平持续提升。2015 年公司整体上市，16-19 年收入、利润复合增速均超 18%，2019 年营业总收入 3589 亿元，归母净利润 27.3 亿元；16 年以来 ROE 水平稳定在 12% 左右，19 年 12.44%，达到新高。2) **公司多元业务组合熨平周期波动。**过去市场担忧大宗商品供应链公司受到经济周期波动的影响，而我们分析物产中大模式，通过多元业务组合熨平周期波动，体现在：**周期品**采用自营代理结合、贸工结合、内外贸结合、期现结合等熨平波动；**不同周期品种的组合**，降低行业风险；**公司培育新主业**降低行业波动。此外，龙头提升复合国家战略与产业趋势。3) **投资者将有望享受公司的分红。**我们观察传统大宗商品供应链公司如建发、象屿正在纷纷重视分红，有助于投资人享受稳定的股息率回报。物产中大近三年分红水平稳定，2019 年股利支付率为 52.95%，每股股利 0.25 元，对应股息率为 5.52%。
- ❖ **与员工共赢，持续推进混改。**公司历经多次改革，不断完善经营管理水平，激发公司活力。目前进入混改 3.0 阶段，下属成员公司在启动“二次混改”。
- ❖ **投资建议：**1) 我们预计公司 2020-22 年实现归属净利分别为 25.5、30.2 及 33 亿元，对应 PE 分别为 8.9、7.5 及 6.8 倍。2) 我们认为公司目前市值被低估。可比公司看：公司三年平均 ROE12.2%，仅次于建发的 16.4%（但建发地产业务贡献更大的利润体量），领先于象屿与瑞茂通；**对应 2019 年业绩：**公司 8.2 倍 PE，低于象屿的 12 倍与瑞茂通的 15 倍。**我们认为，当前 PB 破净，PE 不到 9 倍，股息率超 5%，属于低估值，高股息标的。**3) **投资建议：**依照公司整体上市以来 PB 中枢 1.15 倍，给予一年期目标价 5.4 元，预期较现价 19% 空间，对应股息率 4.6%，首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**经济大幅下滑，疫情冲击超出预期。

## 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	358,506	387,040	428,476	471,996
同比增速(%)	19.5%	8.0%	10.7%	10.2%
归母净利润(百万)	2,734	2,545	3,015	3,299
同比增速(%)	14.0%	-6.9%	18.5%	9.4%
每股盈利(元)	0.54	0.50	0.60	0.65
市盈率(倍)	8	9	7	7
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 5 月 29 日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

## 公司基本数据

总股本(万股)	506,218
已上市流通股(万股)	430,668
总市值(亿元)	225.27
流通市值(亿元)	191.65
资产负债率(%)	72.4
每股净资产(元)	5.1
12 个月内最高/最低价	5.91/4.37

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 投资主题

### 报告亮点

我们通过案例梳理，分析公司打造供应链+产业生态圈的模式。从**物产金属-港珠澳大桥**项目为例，解决上中下游痛点，体现了公司供应链综合集成服务能力；从**物产化工-从海宁经编到山东轮胎**，展现公司垂直整合的供应链思维以及跨行业复制能力；从**新东港药业**获取的丰厚回报是公司基于供应链服务价值链培育获取投资收益的经典案例；从**物产环能**运营煤炭贸易与经营热电，通过热电项目培育煤炭流通的蓄水池，践行贸工一体化对冲行业风险。

我们提出供应链公司的投资机会来自：与客户共赢：从供应链服务龙头到与客户共同创造价值；与投资者共赢：稳定的业绩增长叠加分红；与员工共赢，持续推进混改。

### 投资逻辑

与投资者共赢：稳定的业绩增长叠加分红。

1) 我们认为投资者将有望享受公司收入利润水平持续提升。2015 年公司整体上市，16-19 年收入、利润复合增速均超 18%，2019 年营业总收入 3589 亿元，归母净利润 27.3 亿元；16 年以来 ROE 水平稳定在 12% 左右，19 年 12.44%，达到新高。

2) 公司多元业务组合熨平周期波动。过去市场担忧大宗商品供应链公司受到经济周期波动的影响，而我们分析物产中大模式，通过多元业务组合熨平周期波动，体现在：周期品采用自营代理结合、贸工结合、内外贸结合、期现结合等熨平波动；不同周期品种的组合，降低行业风险；公司培育新主业降低行业波动。此外，龙头提升复合国家战略与产业趋势。

3) 投资者将有望享受公司的分红。我们观察传统大宗商品供应链公司如建发、象屿正在纷纷重视分红，有助于投资人享受稳定的股息率回报。物产中大近三年分红水平稳定，2019 年股利支付率为 52.95%，每股股利 0.25 元，对应股息率为 5.52%。

### 关键假设、估值与盈利预测

1) 盈利预测：我们预计公司 2020-22 年实现归属净利分别为 25.5、30.2 及 33 亿元，对应 PE 分别为 8.9、7.5 及 6.8 倍。

2) 我们认为公司目前市值被低估。可比公司看：公司三年平均 ROE12.2%，仅次于建发的 16.4%（但建发地产业务贡献更大的利润体量），领先于象屿与瑞茂通；对应 2019 年业绩：公司 8.2 倍 PE，低于象屿的 12 倍与瑞茂通的 15 倍。我们认为，当前 PB 破净，PE 不到 9 倍，股息率超 5%，属于低估，高股息标的。

3) 投资建议：依照公司整体上市以来 PB 中枢 1.15 倍，给予一年期目标价 5.4 元，预期较现价 19% 空间，对应股息率 4.6%，首次覆盖给予“推荐”评级。

# 目 录

一、与客户共赢：从供应链服务龙头到与客户共同创造价值.....	5
（一）模式变化——从贸易商升级为产业生态组织者 .....	5
1、公司经营模式变迁：从贸易商逐步升级为产业生态组织者 .....	5
2、公司业务结构：供应链为主体，金融与高端实业为两翼，围绕产业生态不断前行 .....	5
（二）物产金属-港珠澳大桥项目为例，解析公司供应链综合集成服务能力 .....	7
（三）物产化工-从海宁经编到山东轮胎，看公司垂直整合，跨行业复制能力 .....	9
（四）价值链培育获取投资收益，贸工一体化对冲行业风险 .....	11
1、基于供应链服务价值链培育获取投资收益：新东港药业 .....	11
2、贸实结合对冲行业风险 .....	12
二、与投资者共赢：稳定的业绩增长叠加分红.....	12
（一）投资者将有望享受公司收入利润水平持续提升 .....	12
1、公司利润复合增速稳健增长，ROE 水平持续提升 .....	12
2、公司多元业务组合烫平周期波动 .....	13
（二）投资者将有望享受公司的分红 .....	16
三、与员工共赢，持续推进混改，当前市值被低估 .....	16
四、风险提示 .....	17

# 图表目录

图表 1	公司业态发展阶段.....	5
图表 2	2019 年公司收入结构.....	6
图表 3	2019 年公司供应链服务细分板块占比.....	6
图表 4	2019 年公司毛利构成.....	6
图表 5	2019 年公司细分各业务毛利构成.....	6
图表 6	公司各版块收入及毛利.....	7
图表 7	公司供应链集成服务商业模式.....	7
图表 8	物产金属-港珠澳大桥案例.....	8
图表 9	公司金属材料板块业务收入.....	9
图表 10	公司钢材业务销售货量.....	9
图表 11	化工供应链服务收入.....	11
图表 12	化工供应链服务毛利.....	11
图表 13	新东港药业出售信息.....	11
图表 14	公司投资收益占利润比重.....	12
图表 15	近五年公司营业收入.....	13
图表 16	近五年公司归母净利润.....	13
图表 17	公司近五年 ROE 水平.....	13
图表 18	公司金融板块业务布局.....	14
图表 19	金融业务服务收入.....	15
图表 20	金融业务服务毛利.....	15
图表 21	高端实业服务收入.....	15
图表 22	高端实业服务毛利.....	15
图表 23	公司高端实业板块业务布局.....	15
图表 24	公司近五年分红水平.....	16
图表 25	可比公司数据比较.....	17

## 一、与客户共赢：从供应链服务龙头到与客户共同创造价值

### （一）模式变化——从贸易商升级为产业生态组织者

#### 1、公司经营模式变迁：从贸易商逐步升级为产业生态组织者

##### 公司发展历程：

公司前身为浙江省物资局，1996 年改制组建为浙江省物产集团公司；

2015 年，集团实现整体上市，并更名为物产中大集团股份有限公司；

2016 年入选国务院国资委《国企改革 12 样本》；

2011 年起连续跻身世界 500 强企业。

公司实际控制人为浙江省国有资产监督管理委员会。

##### 公司模式变迁：

我们认为从商业模式角度划分，公司不断探索共赢链业务商业模式的进程中，大致可分为三个阶段，

**第一阶段：**1996-2006 年，大宗商品贸易模式，以差价模式盈利，赚取批零差价、时间差价、空间差价，寻求套利空间

**第二阶段：**2006-2016 年，从贸易商模式转型为供应链集成服务模式，依托自身经营优势，提供更多增值服务。

**第三阶段：**2016 年以来，公司探索成为产业生态组织者，打造“供应链+”产业生态圈，打造共赢链，在帮助客户提升自身价值同时获取产业增值。

图表 1 公司业态发展阶段

阶段	年份	商业业态	盈利模式
第一阶段	1996-2006	大宗商品贸易商	差价模式（批零差、时间差跨期套利、空间差）
第二阶段	2006-2016	供应链集成服务模式	规模优势+服务增值（依托信息优势、资源优势、资金优势，提供更多增值服务如加工贸易、物流仓储、供应链金融等）
第三阶段	2016-	产业生态组织者，供应链+产业生态圈	共赢链（品牌提升获取品牌溢价、降本增效推动效能提升、产业组织集成提升）

资料来源：公司公告，华创证券

#### 2、公司业务结构：供应链为主体，金融与高端实业为两翼，围绕产业生态不断前行

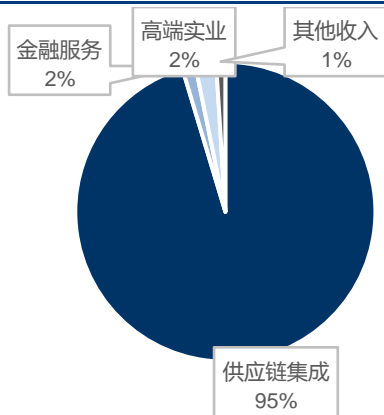
**收入结构：**供应链集成服务占比 95%。2019 年公司收入 3585 亿，同比增 19.5%，其中供应链服务贡献收入 3422.6 亿元，同比增长 18.11%，占比重 95.4%，金融服务与高端实业板块占收入比重分别为 1.4%、2.2%，其他收入占比 1%。

**细分看：**金属板块业务收入占比近半。供应链服务中各细分板块看，金属、化工、煤炭、汽车板块收入占比分别为



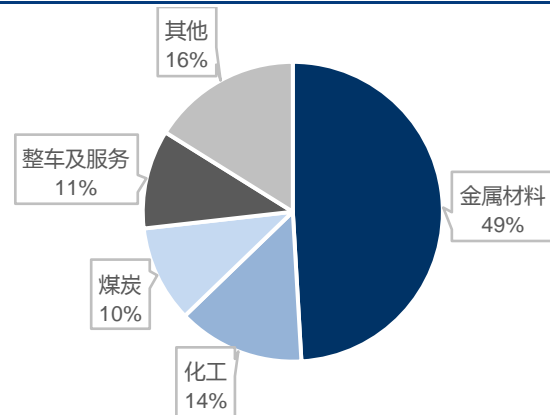
46.8%、13.7%、10.4%、10.7%，其他板块占比 16%。

图表 2 2019 年公司收入结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 2019 年公司供应链服务细分板块占比



资料来源：公司公告，华创证券

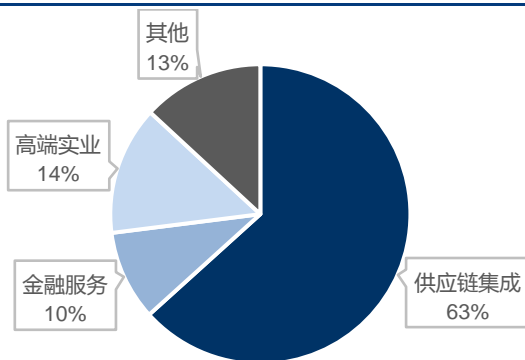
**毛利构成看：**物产金属贡献最大毛利来源，金融服务及高端实业合计贡献约四分之一。

公司 2019 年毛利 97 亿，同比增长 11.6%，其中供应链集成服务贡献毛利 61.25 亿元，同比增长 7.93%，占毛利比重为 63%；金融服务与高端实业占比分别为 10%、14%；其他业务毛利占比 13%。

进一步拆分供应链服务，金属、化工、煤炭、汽车板块分别占总毛利的 21.4%、6.7%、5%、16%。

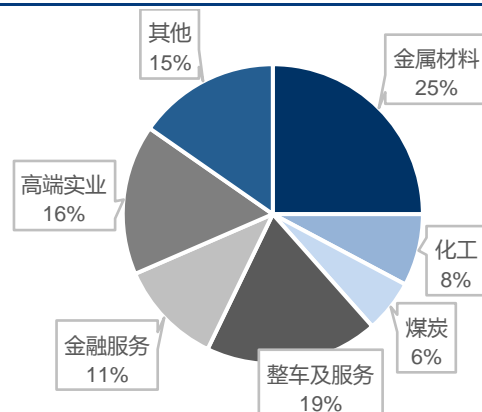
因此物产金属占公司毛利最大比例，而金融与高端实业合计已经达到约四分之一。

图表 4 2019 年公司毛利构成



资料来源：公司公告，华创证券

图表 5 2019 年公司细分各业务毛利构成



资料来源：公司公告，华创证券

**增速看：**金融服务与高端实业显著快于整体。

从毛利增速看，金融服务与高端实业，近两年复合增速分别为 174%及 27%，而供应链集成服务毛利增速为 5%，由此可以发现公司近年来 11%的复合增速更多来自金融服务与高端实业的推动。

**毛利率看：**2019 年公司整体毛利率 2.7%，其中供应链业务毛利率 1.8%，金融服务 18.4%、高端实业 16.8%。

近年来高速增长金融服务与高端实业板块可视为公司打造供应链+产业生态圈的重要抓手。

图表 6 公司各版块收入及毛利

亿元	2017	2018	2019	近两年复合增速	占总收入/毛利比重
<b>收入</b>					
整体收入	2,766	3,005	3,589	14%	
供应链集成	2,684	2,898	3,423	13%	95%
金属材料	1,103	1,224	1,680	23%	47%
化工	396	440	469	9%	13%
煤炭	332	359	357	4%	10%
整车及服务	327	323	365	6%	10%
金融服务	16	16	51	78%	1%
高端实业	49	71	80	28%	2%
其他收入	18	20	35	42%	1%
<b>毛利</b>					
毛利	75.3	86.7	96.8	13%	
供应链集成	55.5	56.8	61.3	5%	63.3%
金属材料	17.2	18.3	20.7	10%	21.4%
化工	5.9	4.3	6.4	4%	6.7%
煤炭	6.4	5.6	4.7	-14%	4.9%
整车及服务	13.3	16.1	15.5	8%	16.0%
金融服务	1.2	4.7	9.4	174%	9.7%
高端实业	8.3	13.5	13.4	27%	13.9%
其他	10.2	11.7	12.7	11%	13.1%

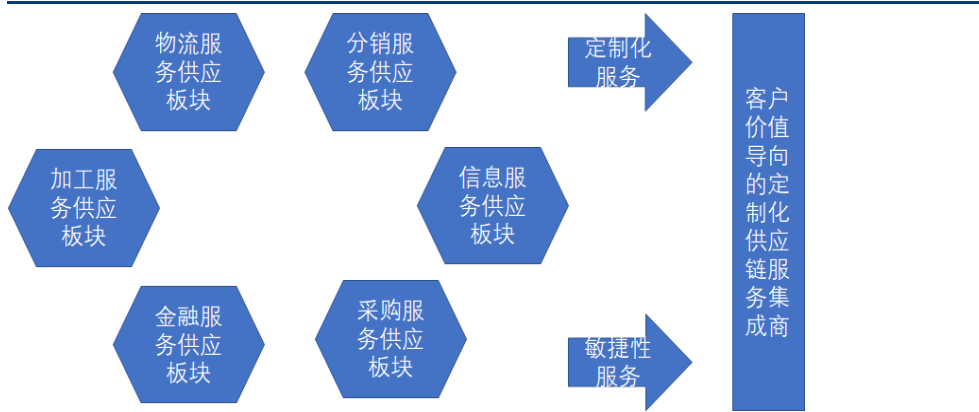
资料来源：公司公告，华创证券

## （二）物产金属-港珠澳大桥项目为例，解析公司供应链综合集成服务能力

在供应链集成服务中，公司依托强大的资源组织、网络渠道、品牌运营等专业优势，通过集购分销、配供配送、增值服务、期现结合、大平台+小前端等集成化平台化运营模式，联动商流物流资金流，为上下游供应链合作业务伙伴提供原材料采购加工分销等高效率的供应链集成服务，公司主营产品均位列全国经销商前茅。

我们以物产金属-港珠澳大桥项目为例，进一步解析公司综合服务能力。

图表 7 公司供应链集成服务商业模式



资料来源：公司官网，华创证券

## 物产金属：供应链集成服务为港珠澳大桥服务

2012 年，物产金属与武汉钢铁股份有限公司（现宝武集团）合作，为港珠澳大桥配送 12 万吨钢箱梁钢板用于桥梁段建造使用。物产金属团队作为钢箱梁第二中标单位，积极筹措资源，依托公司在钢铁供应链集成服务中的经验优势，携手武钢，为项目设计个性化配送方案，搭建起了钢厂与建造业主单位之间的合作桥梁，为大桥“大型化、标准化、工厂化、装配化”提供了质量、安全、效率并重的保供服务。

### 1、上游钢企痛点解决：

#### 商流：

- 1) 协调上游资源，境外调研特种钢材工艺，合作太钢打破技术壁垒。
- 2) 采购模式论证，多渠道降低采购成本，实现满足个性化需求。

**信息流：**终端信息实时反馈，生产计划可实现无缝衔接，提升钢企周转效率，降低库存。

**资金流：**期现结合锁定供销价格，规避价格风险。

**物流：**全流程物流输出方案及实施。

### 2、中游加工商痛点解决

**商流：**整合中小型加工商产能，统一调配，生产各类钢筋加工件超 500 种。钢箱梁钢板 12.15 万吨、不锈钢钢筋 8,300 吨。

**信息流：**物产中大统一协调上下游信息，匹配供需诉求。

**资金流：**提供金融服务，降低中小加工商资金压力。

**物流：**配送节点调配。

### 3、港珠澳大桥终端痛点解决

**商流：**现场驻点统筹，成立生产保障组，质控管理组等，把控项目配送及施工进度，所有材料到货即用，项目施工可达到零损耗标准。

**信息流：**终端施工项目信息与上游钢厂信息实现实时沟通，及时匹配，提升供应链效率，缩短项目施工周期。

**资金流：**提供金融服务，嵌入融资租赁服务。

**物流：**物流保供服务，及时、零差错。

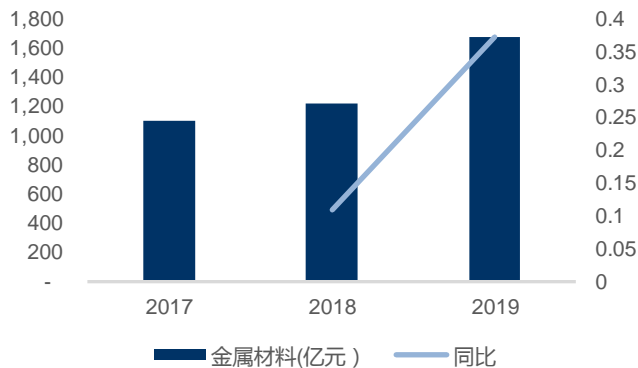
图表 8 物产金属-港珠澳大桥案例

	上游钢企痛点解决	中游加工商痛点解决	港珠澳大桥终端痛点解决
<b>商流</b>	1) 协调上游资源，境外调研特种钢材工艺，合作太钢打破技术壁垒。2) 采购模式论证，多渠道降低采购成本，实现满足个性化需求	整合中小型加工商产能，统一调配，生产各类钢筋加工件超500种。钢箱梁钢板12.15万吨、不锈钢钢筋8,300吨	现场驻点统筹，成立生产保障组，质控管理组等，把控项目配送及施工进度，所有材料到货即用，项目施工可达到零损耗标准
<b>信息流</b>	终端信息实时反馈，生产计划可实现无缝衔接，提升钢企周转效率，降低库存	物产中大统一协调上下游信息，匹配供需诉求	终端施工项目信息与上游钢厂信息实现实时沟通，及时匹配，提升供应链效率，缩短项目施工周期
<b>资金流</b>	期现结合锁定供销价格，规避价格风险	提供金融服务，降低中小加工商资金压力	提供金融服务，嵌入融资租赁服务
<b>物流</b>	全流程物流输出方案及实施	配送节点调配	物流保供服务，及时、零差错

资料来源：公司官网，华创证券

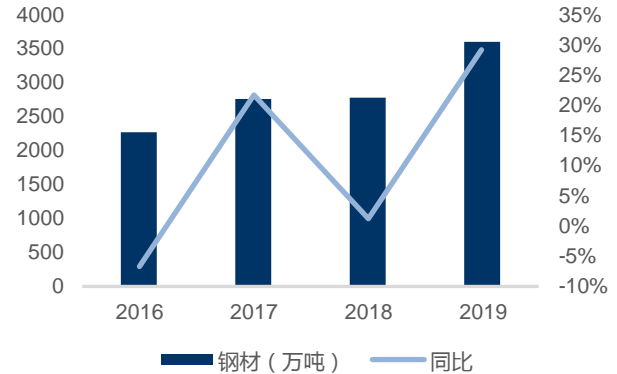


图表 9 公司金属材料板块业务收入



资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 公司钢材业务销售货量



资料来源：公司公告，华创证券

### （三）物产化工-从海宁经编到山东轮胎，看公司垂直整合，跨行业复制能力

物产金属的案例体现了公司供应链集成服务的综合能力，而我们研究物产化工模式后，认为其通过产业链垂直整合，提升整合企业的竞争力与行业影响力，获取产业价值增值，同时物产化工具备了跨行业复制能力。

其整合思路是：做好上游渠道延伸、中游生产主导、下游市场衔接，突破产业链各产品边界，通过向生产型企业提供主辅料采购、集中备库、物流配送、期现结合、价格管理、融资租赁等供应链服务，从业务经营发展到资产经营和资本运作，从中获得稳定的供应链服务价值收益。

#### 1、海宁经编供应链项目：物产-园区-龙头企业共同设立平台公司，打造产业新生态，实现价值共享

2018年，物产中大海宁经编供应链项目正式落地，项目公司成立之前，物产化工项目团队已经经过了大量的调研和一年的试运行，积累客户 103 家。

##### 项目背景：

浙江海宁经编产业园区是中国经编产业的腹地，拥有经编企业 400 多家，形成了从原料、织造到深加工、成品较为完善的产业链结构。经编产品年产量约占全国行业总量的 20% 左右。

而物产化工在经编产业链上游的聚酯环节深耕多年，对客户群体经编实体企业的痛点具有深刻理解。

**模式：**建立大宗商品交易平台，连接供应商、制造商、金融机构、物流企业等

**提供服务：**2019 年半年报中，公司披露：物产化工海宁经编平台为园区 220 多家企业提供融资授信、代理采购、风险管理、存货质押、物流等集成服务。

**解决痛点：**着力解决经编企业融资难、原材料议价能力弱、仓储空间紧张等“痛点”。

**形式：**物产化工与园区开发公司、9 家龙头企业联手设立平台公司，将经编企业、服务企业、聚酯企业等链接在集成服务平台，打造经编产业新生态。

平台公司物产化工出资占比 51%，园区开发公司占比 18%，园区 9 家龙头企业合计占比 31%。

目前物产化工海宁经编集成服务平台成功入选浙江省七个省级工业互联网平台。

我们认为物产化工的模式，利用产业链资源，垂直整合海宁经编产业园区内企业，多方共同持股，共享发展，背后实质是**促进经编企业从单打独斗（甚至相互竞争）到共同发展**，帮助完善现代企业制度和发展理念，助推经编企业发展模式转型升级。

而物产化工通过垂直产业链整合模式，推动自身具备优势的聚酯产业纵深延伸，

与上游企业对接，保障原料质量，并通过集中采购降低成本；同时提供期现套保、库存管理等服务；

与中游生产制造企业：提供精细化管理、保障运营资金，

与下游客户：拓宽销售市场，为生产企业带来更多的变现渠道。

**物产化工负责供应链组织，实体企业负责生产环节，最终形成产业价值增值，由平台各方共享。**

## 2、山东轮胎：又一成功复制。

与海宁经编是由产业链延伸推进不同的是，轮胎行业是此前物产化工并未涉及的领域，该案例也是公司运用供应链思想，进行产业链整合-价值链赋能。

山东是轮胎生产大省，而物产化工从轮胎产业集聚区以及轮胎企业的痛点出发，以轮胎供应链集成服务切入，整合橡胶-轮胎垂直产业链，搭建轮胎集成服务平台，以供应链思维做产业链整合，最终构建轮胎产业生态圈。

**2017年：**物产化工在莱州开展轮胎产业投资和供应链服务合作，帮助**山东豪克公司**恢复并保持了平稳有序的正常生产，提升了资产价值；

**2018年：**运营奥戈瑞轮胎项目，积极响应当地政府关于有效盘活优质存量轮胎产能、优化广饶当地轮胎行业竞争格局的整合目标；

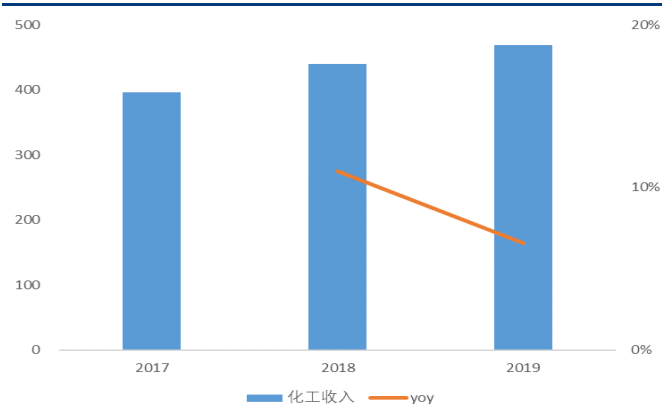
**2019年：**与山东华盛橡胶共同出资成立山东领航轮胎有限公司，参与奥戈瑞破产重整，并最终获得通过。

**2019年12月，**物产化工与山东莱州市政府、广饶县政府进行了战略合作签约，此举或也意味着轮胎企业的加速整合。

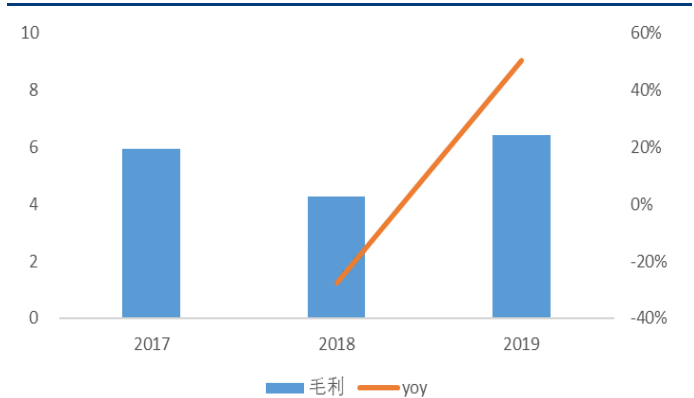
通过整合以及赋能，物产化工使得旧产能焕发新活力，消除同业竞争，进行产能升级，提升产品竞争力。在整合过程中，获得产业价值升值。

除上述项目外，物产化工在油品、聚烯烃、玉米、大豆等多个行业进行复制，深度整合流通环节，提高盈利质量。公司2019年报披露，目前海宁经编供应链平台、玉米“种植+保险+期货”农业产业化、山东领航轮胎等一批供应链集成服务项目取得良好成效。

2019年化工供应链板块实现收入468.55亿元，同比增长6.59%，贡献毛利为6.44亿元，同比增长50.47%。而推动垂直产业链整合项目以来，其收入占比从2015年占化工板块额8%提升到了2018年超过30%，收入近200亿。

**图表 11 化工供应链服务收入**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 12 化工供应链服务毛利**


资料来源：公司公告，华创证券

#### （四）价值链培育获取投资收益，贸工一体化对冲行业风险

##### 1、基于供应链服务价值链培育获取投资收益：新东港药业

公司价值链资本运营模式：

- 1) 价值发现，比市场更懂工厂：**基于丰富的行业经验，挖掘产业链中低估资产，判断最佳投资机会
- 2) 产业赋能，快速提升企业价值：**整合调动产业链上下游资源，盘活资产收益，同时改善公司治理结构，提供精细化管理能力。
- 3) 资本运营，获取稳定投资收益：**被投资企业业绩释放之后，公司可享有稳定的分红收益，物产中大基于对投资企业未来价值的判断，决定是否出售对应资产，以回笼资金获取资本利得。

其中新东港药业的投资是其中经典案例。

**第一阶段：低谷期带资源低价介入：**物产中大在新东港药业处于经营低谷时期介入，以资源嫁接、产业赋能为条件，按极低的交易对价购得该优质资产的控股权；

**第二阶段：赋能公司，提升企业价值：**通过物产中大强大的信用背书能力，为新东港药业带来大量低成本资金；通过物产中大强大销售渠道帮助新东港药业迅速摆脱经营困境；

**第三阶段：获取投资收益：**新东港药业业绩充分释放后，年复合业绩增长 40%，物产中大于 2018 年公开挂牌转让其股权。项目投资收益 6.88 亿，总投资收益率 525%。

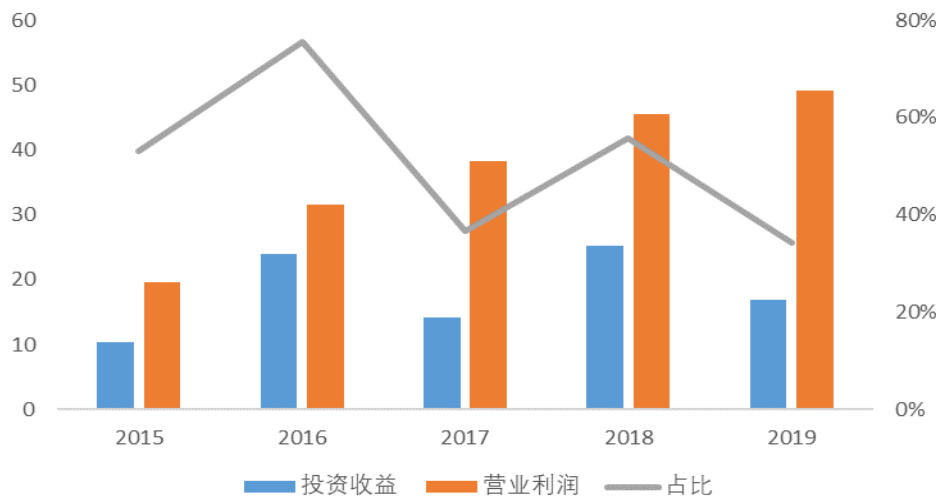
注：公司 2018 年年报披露，物产化工与乐普医疗签署了《浙江新东港药业股份有限公司 45% 股权交易合同》，转让标的成交价格 10.5 亿元，该次交易为公司带来 7.2 亿元的投资收益。

**图表 13 新东港药业出售信息**

指标名称	金额
项目投资收益	6.88 亿元
总投资收益率	525%
标的业绩年复合收益率	40%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 公司投资收益占利润比重



资料来源：公司公告，华创证券

## 2、贸实结合对冲行业风险

**贸实结合的本质是：**流通业务发挥资金、成本和信息优势，而通过实业生产经营相当于锁定部分贸易风险。

物产环能是实践贸实结合思路的样本。

按照能源贸易+能源实业的战略发展思路，为有效对冲煤炭贸易风险，物产环能通过新建、并购重组等方式扩大热电联产规模，并逐步拓展以垃圾焚烧、污泥处理、生物质发电等为核心技术的热电联产业务，旗下五家热电联产企业年处理污泥 85 万吨、年消耗生物质燃料 22 万吨、年供热能力 1100 万吨，并为产业链上下游企业提供绿色清洁能源。

这也就意味着：**流通业务发挥资金、成本和信息优势，降低发电成本；热电业务为煤炭业务稳定客户资源，降低市场风险。**

公司在能源煤炭业务上，通过经营热电公司，实际是培育了煤炭业务板块的蓄水池，即在煤炭行情下行时，物产环能自有的热电厂一方面可以弥补部分需求空缺，稳定煤炭板块的流通规模；另一方面煤炭价格下跌降低了热电厂运营成本，使得发电业务毛利率上升，一定程度弥补了煤炭流通业务盈利下滑带来的负面影响，保障物产环能盈利能力。

公司利用新嘉爱斯热电经验，成功并购泰爱斯热电、秀舟热电、富欣热电，新建桐乡泰爱斯和浦江热电；同时，积极探索公用事业项目，成功实施浦江水务和景宁污水项目。

## 二、与投资者共赢：稳定的业绩增长叠加分红

### （一）投资者将有望享受公司收入利润水平持续提升

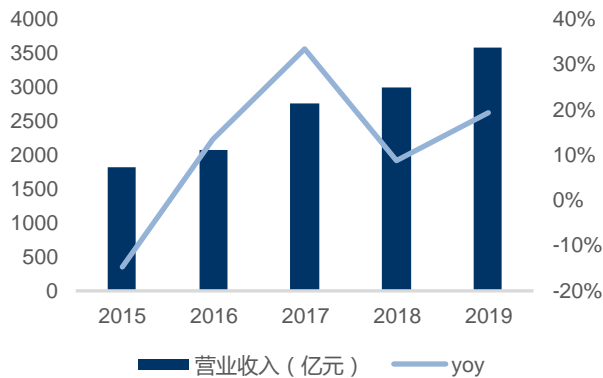
#### 1、公司利润复合增速稳健增长，ROE 水平持续提升

公司 2015 年整体上市，2016-19 年近 4 年收入复合增速 18.4%，利润复合增速 18.5%，2019 年营业总收入 3589.22

亿元，归母净利润为 27.34 亿元。

2016 年以来 ROE 水平稳定在 12% 左右，2019 年公司 ROE 12.44%，达到新高。

图表 15 近五年公司营业收入



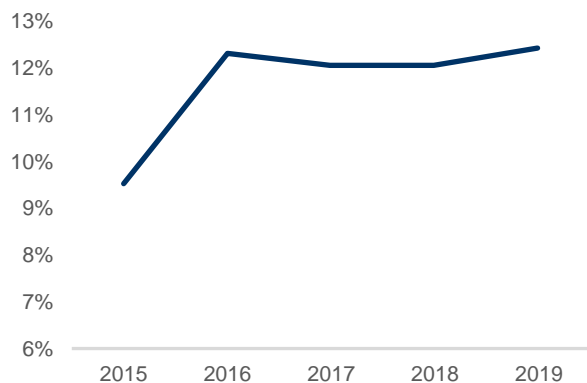
资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 近五年公司归母净利润



资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 公司近五年 ROE 水平



资料来源：公司公告，华创证券

## 2、公司多元业务组合烫平周期波动

过去市场担忧大宗商品供应链公司受到经济周期波动的影响，而我们分析物产中大模式，在通过多元业务组合烫平周期波动。

1) 周期品采用自营代理结合、贸工结合、内外贸结合、期现结合等。

如钢材贸易模式：

**期现结合：**用期货的工具来锁定价格风险，毛利率稳定在 2%-3% 之间。

钢材、铁矿石等金属材料上游有澳大利亚、巴西、印尼、南非等丰富的国际化采购渠道，

中游链接河钢集团、鞍钢集团、马钢集团等共计约 80 家长期合作的大中型钢厂，形成遍布全国的钢材资源网络，



下游围绕中交、中建、中铁、中铁建等央企头部客户在原材料组织、按时保供、物流规划和金融服务等配供配送基础需求之外，与浙江省内外的家电、汽摩配、电梯、电机、电线电缆等若干特色产业集群建设长期合作关系，为大型产业客户及终端产业集群在资源组织、成本控制、库存风险等方面提供一揽子解决方案。

此外，煤炭行业周期品，如前文描述煤炭-热电，上下游贸易结合方式对冲行业风险。

## 2) 不同周期品种的组合

目前公司经营的贸易品种包括金属矿石、能源煤炭、化工品、以及汽车产业链，多元的商品种类帮助公司抵御下游行业需求波动周期。

## 3) 公司培育新主业烫平行业周期波动：如大金融、高端实业等。

公司金融板块布局完善，目前已经涵盖了融资租赁、期货、财务公司、平台交易、资产管理、典当、保险代理等领域的金融服务平台功能架构，旗下十多家金融企业，主要包括物产融租、中大期货、财务公司、中大金石、中大投资、浙油中心等。

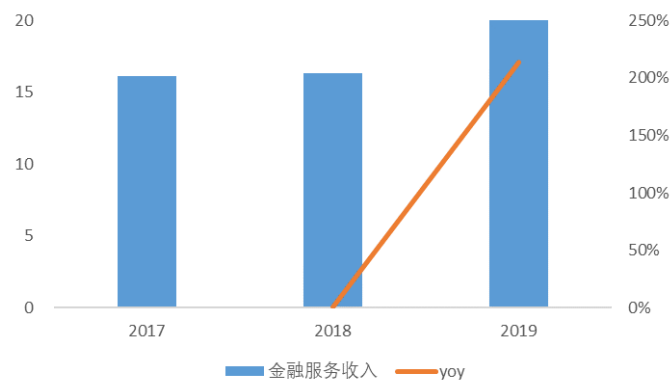
金融板块业务稳步发展，整体业绩较去年有明显提升，2019 年金融板块实现收入 51.05 亿元，同比增长 213.27%。公司投资入股湖州银行 10% 股份，公司商用车业务不断深化与厂商租赁合作。

图表 18 公司金融板块业务布局

经营领域	代表公司	业务范围
融资租赁	物产融租	集团融资租赁服务
期货	中大期货	期货经纪业务
财务公司	财务公司	以资金归集为基础、信贷业务和同业业务为核心、结算业务为支撑
不动产金融	中大金石	以产业基金为纽带，开展资产经营、代建服务、养老服务、物业服务
交易平台	浙油中心	综合性石油化工现货交易平台
投融资业务	中大投资	实业投资、资产管理、投资管理
转贷业务	中大金石	服务中小企业转贷业务

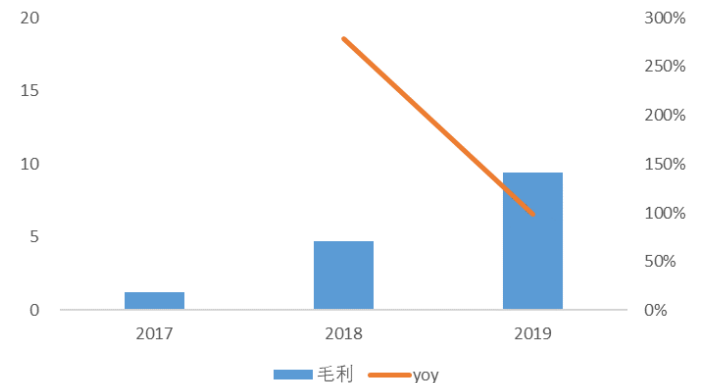
资料来源：公司公告，华创证券

图表 19 金融业务服务收入



资料来源：公司公告，华创证券

图表 20 金融业务服务毛利

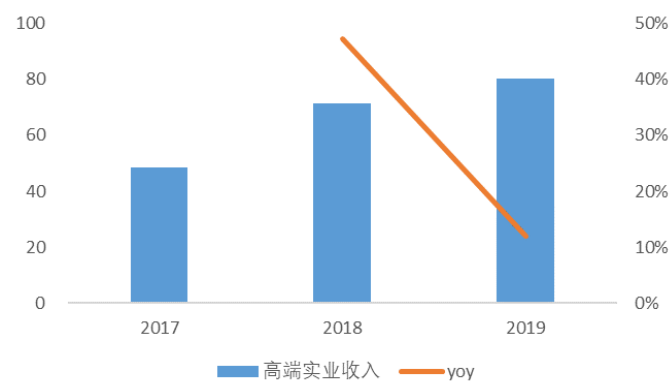


资料来源：公司公告，华创证券

高端实业板块是公司目前战略培育中心，目前高端实业板块已形成热电联产、水务环保、医药、医疗健康、电线电缆等具有核心竞争力的业务格局，为公司战略升级和利润贡献奠定扎实基础。

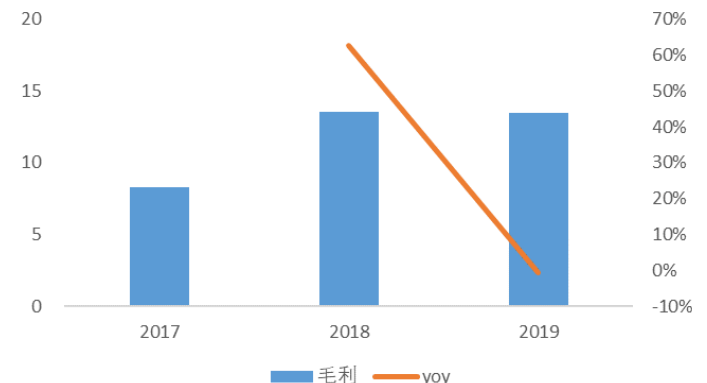
2019 年公司高端实业板块实现营业收入 80.03 亿元，同比增长 11.96%，贡献毛利为 13.44 亿元，同比下降 0.44%。

图表 21 高端实业服务收入



资料来源：公司公告，华创证券

图表 22 高端实业服务毛利



资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 公司高端实业板块业务布局

经营领域	代表公司	业务范围
热电	物产环能	热电联产业务包括电能、热能的生产销售
医药	物产化工	专注医药原料药和中间体的生产
医疗健康	物产健康	围绕医疗服务、健康服务及相关服务，推动布局医药医疗等产业链
公用事业	物产环境	公用环境全产业链生态圈
电线电缆	中大元通	致力于持续创新、打造中国防火电缆制造专家
不锈钢		主营不锈钢钢管产品

经营领域	代表公司	业务范围
电机铁芯		专业生产标准系列电机及高效、超高效电机铁芯
信息化建设		专注企业信息化解决方案
生态产业	物产长乐	大力发展高科技林业，全面培育森林健康产业

资料来源：公司公告，华创证券

### 龙头提升复合国家战略与产业趋势

《国务院办公厅关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》中明确了把培育供应链龙头上升为国家战略，提出发展目标为培育 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。

在供给侧改革下，供应链行业集中度预计将进入快速提升期。

### （二）投资者将有望享受公司的分红

传统大宗商品供应链公司纷纷重视分红。

传统大宗供应链企业分红近年来保持稳定，建发股份 2019 年每股股利 0.5 元，股利支付率为 30.3%，近三年平均股利支付率为 25.6%。

厦门象屿 2019 年每股股利为 0.25 元，股利支付率为 55.6%，近三年平均股利支付率为 34.3%。

大宗供应链公司稳定的分红水平，有助于投资人享受稳定的股息率回报。

物产中大股息率达到 5.6%。

公司近三年分红水平稳定，2019 年股利支付率为 52.95%，每股股利 0.25 元，对应股息率为 5.6%。

图表 24 公司近五年分红水平

年份	股利支付率	每股股利	股息率
2015	39.88%	0.25	3.2%
2016	66.64%	0.5	8.2%
2017	38.54%	0.2	3.2%
2018	44.91%	0.25	5.7%
2019	52.95%	0.25	5.5%

资料来源：公司公告，华创证券

## 三、与员工共赢，持续推进混改，当前市值被低估

### 1、公司历经多次改革，不断完善经营管理水平，激发公司活力

**混改 1.0: 2003 年，人人持股。**实现全部一级成员企业投资主体多元化的公司制改造；混改后保持快速发展，2004-2015 年营业收入复合增长率 18.85%，利润总额复合增长率 17.61%。

**混改 2.0：2014 年，骨干持股。**2015 年完成整体上市，员工持股比例达到 7%。公司也入选国务院国资委《国企改革 12 样本》，整体上市后，员工持股计划达到持股比例 7%（目前已做减持安排），到 2019 年完成归母净利润翻倍，复合增速 18%。

**混改 3.0：2018 年，动态持股。**公司全力打造市场化机制，动态调整股权结构，11 家成员公司启动完成“二次混改”。

**2、盈利预测：**我们预计公司 2020-22 年实现归属净利分别为 25.5、30.2 及 33 亿元，对应 PE 分别为 8.9、7.5 及 6.8 倍

**3、投资建议：**公司目前市值被低估，首次覆盖给予“推荐”评级

从可比公司看：

公司三年平均 ROE12.2%，仅次于建发的 16.4%（但建发地产业务贡献更大的利润体量），领先于象屿与瑞茂通，

因 2020 年受疫情影响，预计业绩下滑，我们以对应 2019 年业绩 PE 角度看：公司 8.2 倍，低于象屿的 12 倍与瑞茂通的 15 倍，PB 破净同样低于两者。

股息率角度，公司与建发股息率均超过 5%。

我们认为，当前市值 225 亿，PB 仅 0.95 倍，股息率 5.6%，属于低估值，高股息标的。

按照公司整体上市以来 PB 中枢 1.15 倍，给予一年期目标价 5.4 元，预期较现价 19%空间，对应股息率 4.6%，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 25 可比公司数据比较

	2019收入	2019净利	20Q1利润	2019ROE	3年平均ROE	对应19年PE	PB	市值	股息率
物产中大	3,589.2	27.3	6.1	12.4	12.2	8.2	0.95	225	5.6%
厦门象屿	2,724.1	11.1	2.6	9.6	9.3	12.3	1.25	136	4.0%
瑞茂通	402.6	4.1	1.2	7.0	10.0	14.9	0.98	61	2.0%
建发股份	3,372.4	46.8	14.7	16.1	16.4	5.3	0.76	248	5.7%

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

## 四、风险提示

经济大幅下行影响公司业务开展，疫情冲击超出预期

### 资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	15,460	38,149	57,473	77,324
应收票据	4	4	5	5
应收账款	8,105	8,750	9,686	10,670
预付账款	8,857	9,587	10,623	11,695
存货	19,688	21,312	23,614	25,997
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	9,022	7,888	8,448	9,036
流动资产合计	61,136	85,690	109,849	134,727
其他长期投资	10,434	11,070	11,994	12,964
长期股权投资	3,381	3,610	3,610	3,610
固定资产	7,175	7,452	7,697	7,915
在建工程	1,619	1,819	1,919	1,919
无形资产	1,609	1,448	1,303	1,173
其他非流动资产	7,978	7,907	7,850	7,803
非流动资产合计	32,196	33,306	34,373	35,384
<b>资产合计</b>	<b>93,332</b>	<b>118,996</b>	<b>144,222</b>	<b>170,111</b>
短期借款	7,695	30,695	48,695	66,695
应付票据	14,584	15,787	17,493	19,257
应付账款	7,125	7,713	8,546	9,408
预收款项	10,112	10,917	12,086	13,313
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	4,856	5,000	5,000	5,000
一年内到期的非流动负债	319	319	319	319
其他流动负债	9,025	9,775	10,385	11,401
流动负债合计	53,716	80,206	102,524	125,393
长期借款	1,181	1,481	1,981	2,481
应付债券	6,433	6,433	6,433	6,433
其他非流动负债	1,347	1,338	1,318	1,328
非流动负债合计	8,961	9,252	9,732	10,242
<b>负债合计</b>	<b>62,677</b>	<b>89,458</b>	<b>112,256</b>	<b>135,635</b>
归属母公司所有者权益	25,165	23,751	25,748	27,747
少数股东权益	5,490	5,787	6,218	6,729
<b>所有者权益合计</b>	<b>30,655</b>	<b>29,538</b>	<b>31,966</b>	<b>34,476</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>93,332</b>	<b>118,996</b>	<b>144,222</b>	<b>170,111</b>

### 现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,382</b>	<b>4,776</b>	<b>3,882</b>	<b>4,507</b>
现金收益	5,420	5,176	6,092	6,568
存货影响	-1,239	-1,624	-2,302	-2,382
经营性应收影响	-711	-1,176	-1,823	-1,906
经营性应付影响	3,842	2,740	3,707	3,855
其他影响	-1,930	-340	-1,793	-1,627
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,188</b>	<b>-2,329</b>	<b>-2,069</b>	<b>-2,012</b>
资本支出	-1,071	-1,371	-1,257	-1,146
股权投资	-1,148	-229	0	0
其他长期资产变化	1,031	-729	-812	-866
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3,161</b>	<b>20,242</b>	<b>17,511</b>	<b>17,356</b>
借款增加	-236	23,300	18,500	18,500
股利及利息支付	-3,280	-2,347	-2,927	-3,026
股东融资	3,973	1,761	2,124	2,526
其他影响	-3,618	-2,472	-186	-644

资料来源：公司公告，华创证券预测

### 利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>358,506</b>	<b>387,040</b>	<b>428,476</b>	<b>471,996</b>
营业成本	349,245	378,054	418,893	461,156
税金及附加	259	280	310	341
销售费用	2,351	2,709	2,999	3,304
管理费用	2,302	2,486	1,895	2,087
研发费用	263	284	314	346
财务费用	480	479	721	787
信用减值损失	-230	-110	-100	-80
资产减值损失	-495	-200	-150	-150
公允价值变动收益	-173	-180	-150	-150
投资收益	1,684	1,873	2,028	1,862
其他收益	274	269	269	271
<b>营业利润</b>	<b>4,916</b>	<b>4,564</b>	<b>5,405</b>	<b>5,920</b>
营业外收入	105	87	90	93
营业外支出	121	89	91	100
<b>利润总额</b>	<b>4,900</b>	<b>4,562</b>	<b>5,404</b>	<b>5,913</b>
所得税	987	920	1,089	1,191
<b>净利润</b>	<b>3,913</b>	<b>3,642</b>	<b>4,315</b>	<b>4,722</b>
少数股东损益	1,179	1,097	1,300	1,423
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,734</b>	<b>2,545</b>	<b>3,015</b>	<b>3,299</b>
NOPLAT	4,296	4,025	4,891	5,350
EPS(摊薄) (元)	0.54	0.50	0.60	0.65

### 主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	19.5%	8.0%	10.7%	10.2%
EBIT 增长率	-0.3%	-6.3%	21.5%	9.4%
归母净利润增长率	14.0%	-6.9%	18.5%	9.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	2.6%	2.3%	2.2%	2.3%
净利率	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%
ROE	8.9%	8.6%	9.4%	9.6%
ROIC	17.6%	9.6%	8.5%	7.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	67.2%	75.2%	77.8%	79.7%
债务权益比	55.4%	136.3%	183.8%	224.1%
流动比率	113.8%	106.8%	107.1%	107.4%
速动比率	77.2%	80.3%	84.1%	86.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	3.8	3.3	3.0	2.8
应收账款周转天数	7	8	8	8
应付账款周转天数	7	7	7	7
存货周转天数	20	20	19	19
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.54	0.50	0.60	0.65
每股经营现金流	1.06	0.94	0.77	0.89
每股净资产	4.97	4.69	5.09	5.48
<b>估值比率</b>				
P/E	8	9	7	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	15	16	13	12



## 交通运输组团队介绍

### 组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名；2017 年金牛奖交运行业第五名；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

### 高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

### 助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500