

投资评级：买入(维持)

物产中大(600704)

目标价:6.5元

三大变化显著, 价值有望重估

市场数据 2020-08-24

收盘价(元)	4.68
一年内最低/最高(元)	4.17/5.91
市盈率	8.6
市净率	1.00

基础数据

净资产收益率(%)	12.44
资产负债率(%)	67.2
总股本(亿股)	50.62

最近12月股价走势



联系信息

虞小波	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
路辛之	联系人
luxz@ctsec.com	

相关报告

- 《物产中大(600704):19年顺利收官,疫情影响整体可控》 2020-04-28
- 《物产中大(600704):子公司有望受益于浙江提振汽车消费政策》 2020-03-27
- 《物产中大(600704):现金流明显改善,浙油中心加速推进》 2019-10-29

● 我们在2019年7月的深度报告《物产中大:中国供应链集成服务引领者》中对公司供应链集成服务的优势进行了详细解读。在过去的一年里,外部环境以及公司业务发展和经营管理上存在着几大重要变化,这些变化既强化了公司的竞争优势,又强化了我们推荐公司的主要逻辑。我们认为市场仍未对这些变化进行有效解读,这也是本篇报告的主要写作背景。

● 变化1:疫情下业绩稳定性超预期。2020H1公司实现归母净利润16.16亿元(+1%)。其中Q1 6.10亿元(-33%),业绩降幅相对较小主要因期现对冲实现收益3.89亿元,占Q1净利润64%;Q2 10.06亿元(+45%),业绩增幅较大则源自公司有别于其他供应链服务企业的特质及其自身的内生长性。

● 变化2:物产化工和浙油中心的垂直整合和平台化创新新成果较多。2019年下半年以来,物产化工加快垂直产业链业务的发展步伐,在众多新领域和新公司上开花结果。此外,我们认为应当重视物产化工粮化板块的布局。2020年上半年,浙油中心在疫情以及原油价格大幅波动的不利影响下,实现了各项业务的逆势增长。会员企业贸易额794.29亿元(+32%)。

● 变化3:分拆上市,有望迎来价值重估。2020年7月1日,公司公告拟将子公司物产环能分拆至上交所主板上市,将物产环能打造成为公司下属能源环保综合利用服务业务的独立上市平台。物产环能净利润自2014年的1.1亿增长至2019年的7.3亿,年复合增长率高达46%,盈利能力强,上市后的合理市值应在100亿元左右。子公司分拆上市是公司国企改革的重要举措,既有利于子公司强化优势,公司整体价值也有望迎来重估。

● 投资建议:我们预测公司2020/21/22年归母净利润28.27/33.44/38.05亿元, EPS 0.56/0.66/0.75元,对应现价PE 8.3/7.0/6.2倍,仍被低估。维持“买入”评级及目标价6.5元,对应2020年11.5倍PE。

风险提示:全球经济复苏低于预期,资产处置等非经波动

表1:公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	300,538	358,922	378,663	425,049	461,391
增长率	8.6%	19.4%	5.5%	12.3%	8.5%
归属母公司股东净利润(百万)	2,397	2,734	2,827	3,344	3,805
增长率	7.3%	14.0%	3.4%	18.3%	13.8%
每股收益(元)	0.47	0.54	0.56	0.66	0.75
市盈率(倍)	9.8	8.6	8.3	7.0	6.2

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

内容目录

1、 变化 1：疫情下业绩稳定性超预期	3
1.1 期现对冲平抑风险在供应链集成服务企业中重要性凸显	3
1.2 扎根实体、服务产业经济是物产中大的特质	5
1.2.1 物产金属的配供配送业务：紧跟大型项目，保证业绩稳定性	5
1.2.2 物产化工的垂直产业链业务：深入工厂，与企业 and 政府三赢	7
1.2.3 物产环能的热电联产业务：公用事业平抑利润波动	9
1.3 通过产业链整合和提供增值服务拓展业务边界	9
2、 变化 2：物产化工和浙油中心的垂直整合和平台化创新新成果较多	10
2.1 物产化工：垂直产业链业务不断开花结果	10
2.2 浙油中心：平台化创新，交易量快速增长	11
3、 变化 3：分拆上市，有望迎来价值重估	12
3.1 分拆上市是公司深化国企改革的重要举措	12
3.2 公司有望借助分拆上市实现价值重估	13
4、 盈利预测和投资结论	15

图表目录

图 1：主要供应链上市公司 20Q1 净利润及增速（单位：亿元）	3
图 2：主要供应链上市公司 20Q1 期货收益及占净利润比例（单位：亿元）	3
图 3：主要供应链上市公司 20Q2 净利润及增速（单位：亿元）	4
图 4：主要供应链上市公司 20Q2 期货收益及占净利润比例（单位：亿元）	4
图 3：供应链集成服务企业的发展模式	4
图 4：物产中大典型业务模式的优势	5
图 5：物产金属配供配送业务的集成服务平台	6
图 6：物产金属配供配送业务参与的部分大型项目	6
图 7：物产金属开拓港珠澳大桥和洪塘大桥的高端需求	7
图 8：物产化工供应链模式的发展历程	7
图 9：物产化工垂直产业链模式（以聚酯产业链为例）	8
图 10：物产化工垂直产业链模式在橡胶、粮化的复制	8
图 11：我国农产品供应现状	11
图 12：物产环能净利润快速增长	14
表 1：公司财务及预测数据摘要	1
表 2：浙油中心发展历史	12
表 3：物产中大主要子公司员工持股情况	13
表 4：物产环能可比公司	14
表 5：物产中大可比公司	15

我们在 2019 年 7 月的深度报告《物产中大：中国供应链集成服务引领者》中对公司供应链集成服务的优势进行了详细解读。在过去的一年里，外部环境以及公司业务发展和经营管理上存在着几大重要变化，这些变化既强化了公司的竞争优势，又强化了我们推荐公司的主要逻辑。我们认为市场仍未对这些变化进行有效解读，这也是本篇报告的主要写作背景。

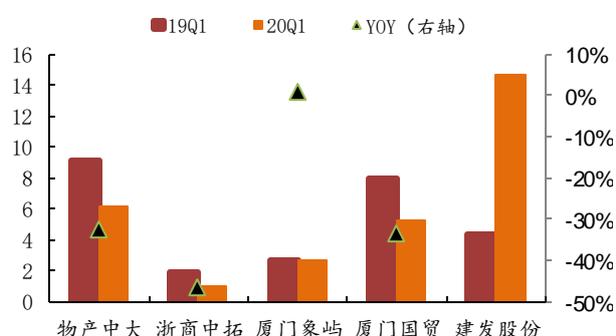
1、变化 1：疫情下业绩稳定性超预期

1.1 期现对冲平抑风险在供应链集成服务企业中重要性凸显

面对疫情导致的需求快速萎缩以及大宗商品价格快速下跌，公司业绩稳定性超预期。2020H1 实现归母净利润 16.16 亿元(+0.91%)，其中 Q1 6.10 亿元(-32.72%)，Q2 10.06 亿元 (+44.83%)。

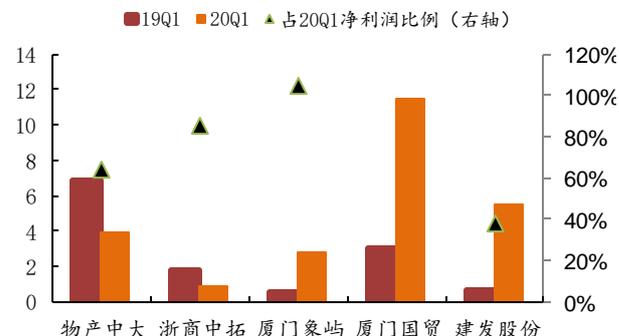
事实上，不止是物产中大，其他供应链行业上半年也均表现出较强的业绩稳定性。我们认为，Q1 行业整体业绩降幅相对较小（相比于下游煤炭、钢铁、有色、化工等）的原因主要为供应链服务企业为期现对冲的应用。在极端不利的外部宏观环境影响下，期现对冲已成为供应链集成服务企业最主要的风控措施甚至是利润来源。在利润表中，与期货相关的损益大致可以用投资收益-对联营和合营企业的投资收益（主要为期货合约交割收益）+公允价值变动收益（主要为期货合约浮盈/浮亏）来表示。我们统计了主要供应链集成服务上市公司这两项的加总数据，可以看到：（1）由于 20Q1 经营压力较大，期现对冲收益成为重要的业绩保障，占当期净利润的比例普遍在 60%-100%；（2）在 Q2 主营业务恢复增长后，期现对冲收益有所下滑。

图 1：主要供应链上市公司 20Q1 净利润及增速（单位：亿元）



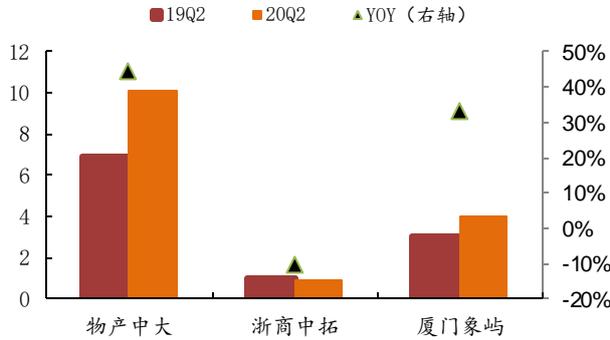
数据来源：Wind，财通证券研究所
注：建发股份 Q1 出让土地获得约 10 亿净利润

图 2：主要供应链上市公司 20Q1 期货收益及占净利润比例（单位：亿元）



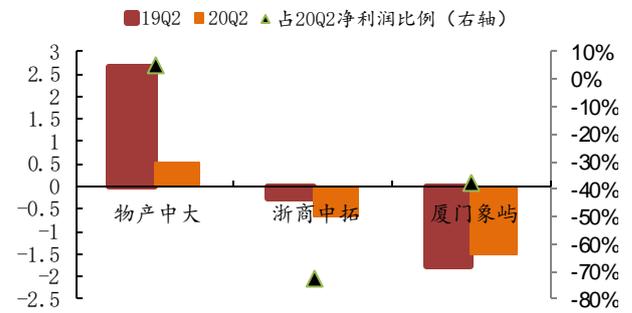
数据来源：Wind，财通证券研究所

图3:主要供应链上市公司20Q2净利润及增速(单位:亿元)



数据来源: 财通证券研究所

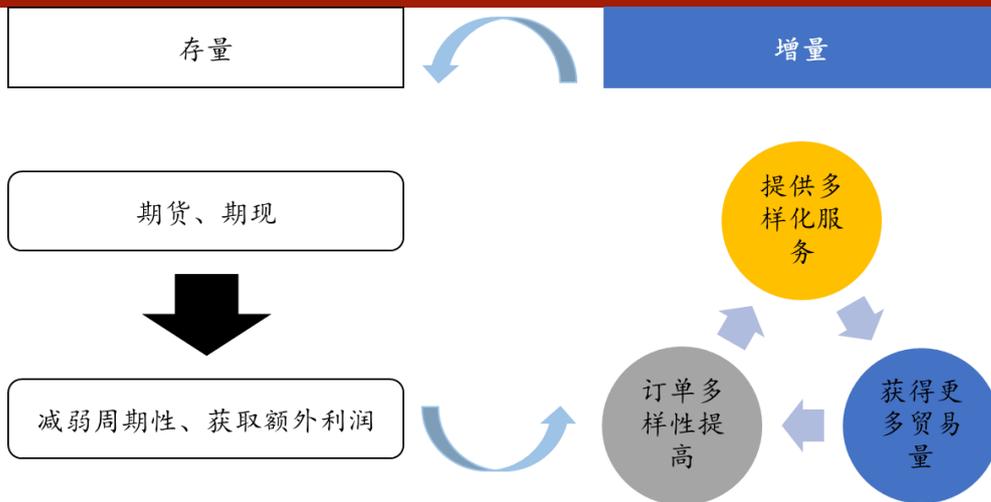
图4:主要供应链上市公司20Q2期货收益及占净利润比例(单位:亿元)



数据来源: 财通证券研究所

除了通过适当的套保和期货、期现交易减弱周期性外,得益于供应链集成服务企业对于期货、期权等衍生品的深度利用,供应链集成服务企业也可以为上下游提供多样化服务来分享产业链利润。供应链集成服务企业的客户——生产企业,主要诉求在于如何规避产业链价格波动、确保合理利润,从而把经营重点放在生产和管理上。生产企业也可以自己通过期货市场套保。但并非所有的市场结构都适合套保;在时间、区域和品种上,企业需要的与主力合约交易的品种总有差异;企业在实际销售时也很难做到渠道、销量、价格的平衡与锁定。这些都是供应链集成服务企业可以帮助企业解决的问题。

图5:供应链集成服务企业的发展模式



数据来源: 财通证券研究所

而Q2公司业绩增幅较大则源自公司有别于其他供应链服务企业的特质及其自身的内生成长性,我们将在后文详细说明。

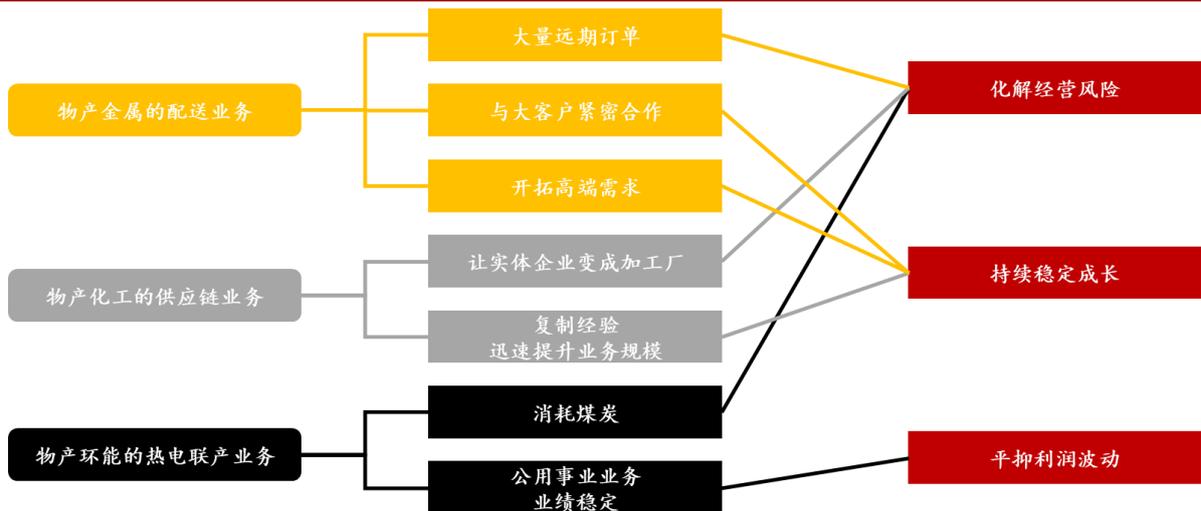
1.2 扎根实体、服务产业经济是物产中大的特质

运用期现交易对冲风险已成为供应链集成服务企业的常规手段。与其他企业相比，物产中大的特质是扎根实体、服务产业经济。一方面，这给公司带来了其他企业所没有的利润来源；另一方面，也给公司带来了长期领先行业的经营稳定性。具体来说，物产中大扎根实体、服务产业经济的核心特点为以下三点：

- (1) 通过长期订单和加工业务，化解经营风险。
- (2) 深入核心客户和一线工厂，持续稳定成长。
- (3) 培育盈利稳定的业务，平抑利润波动。

而这些特点又集中体现于各主要子公司（或者说业务板块）的典型业务模式中，包括物产金属的配供配送业务、物产化工的垂直产业链整合业务、物产环能的热电联产业务等。物产中大各子公司在业务实践中，结合自身禀赋和所处行业特色，发展了一系列独具特色的供应链集成业务，均为化解经营风险、持续稳定增长、平抑利润波动做出了贡献。

图 6：物产中大典型业务模式的优势



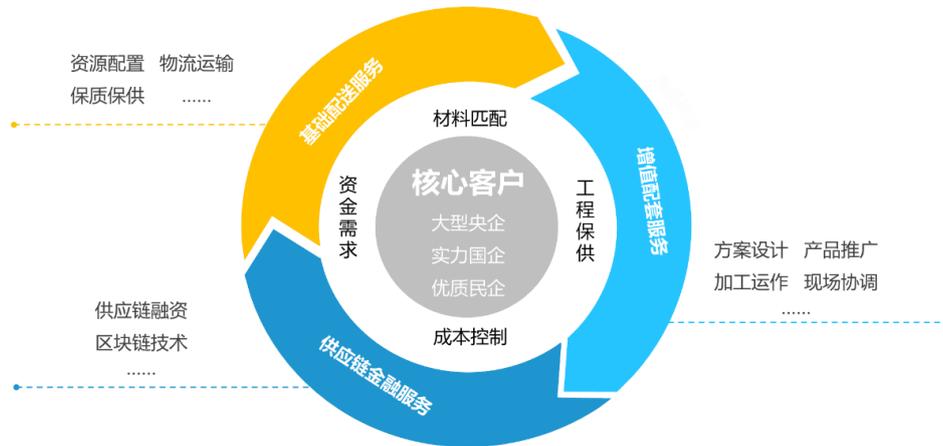
数据来源：财通证券研究所

1.2.1 物产金属的配供配送业务：紧跟大型项目，保证业绩稳定性

物产金属的钢材业务包括两类。一是连锁分销，从上游供应商统一采购，从连锁渠道（自主品牌——浙金钢材连锁）进行分销，这是较为传统的贸易模式；二是配供配送，与高速公路、桥梁、轨道交通等工程施工方，以及与装备机械、家电、汽车及零部件等钢材消费企业直接对接的产品配送，这是物产金属区别于其他钢材贸易企业的主要特质。依托多年与上下游及相关合作企业的平台生态圈建设，公司建立了以大型央企、实力国企、优质民企为核心客户，覆盖华东、华南、西南等重点大宗商品消费区的工程配供配送业务体系，为客户提供涵盖方案设计、

资源配置、物流运输、保质保供、现场协调、供应链金融、区块链融资等系统性解决方案的供应链集成服务。

图 7：物产金属配供配送业务的集成服务平台



数据来源：公司官网，财通证券研究所

这一业务模式的优势包括：

(1) 与央企、国企和大型民企深度合作，共同分享大型项目红利。公司的战略合作伙伴包括中建、中交、中铁工、中铁建、中冶、国家电网、葛洲坝、中电建、浙江交工、上海隧道、万科、蓝光、龙湖等央企、国企和大型民企，不仅连续承接大型项目（有些长期合作的客户甚至不需要招投标），订单稳定增长；也跟随大型项目拓展业务疆域，服务国家核心战略。比如，公司通过承接京雄城际铁路参与雄安新区大基建建设。

图 8：物产金属配供配送业务参与的部分大型项目



数据来源：公司官网，财通证券研究所

(2) 开拓高端需求，获得增量订单，提升客户粘性。一般来说，新的钢材品种需要有客户的具体需求才会进行研发（需要标准，难以销售）。公司作为大型项

目的供应商，在了解客户需求的前提下，积极与钢厂协调合作研发客户需要的品种，由此获得增量订单并提升客户粘性。比如，港珠澳大桥在国内首次采用关键部位不锈钢螺纹钢进行施工，公司与山西太钢合作，填补国内空白、降低工程成本，获港珠澳大桥管理局颁发的优秀供应商称号；洪塘大桥是我国屈指可数的耐候钢悬索桥，公司首次涉足耐候钢配送领域，并独家中标钢箱梁钢板 5 万吨。

图 9：物产金属开拓港珠澳大桥和洪塘大桥的高端需求



数据来源：公司官网，财通证券研究所

(3) 大量的远期订单保证了公司钢材业务的灵活性，方便公司跨区域、跨时间进行运作，有助于化解风险。

1.2.2 物产化工的垂直产业链业务：深入工厂，与企业 and 政府三赢

物产化工成立于 2005 年，从成立之初，物产化工就具有深入工厂、切实帮助企业解决问题的基因——其第一个项目是 2006 年与中石油和新疆屯河聚酯厂合作的瓶片代加工项目（物产化工提供资金、中石油负责销售，恢复屯河聚酯厂的生产）。此后物产化工在此基础上不断完善，形成了具有自身特色的供应链模式。2011 年后，这一模式的落地项目不断增多，并且从聚酯行业复制到其他行业。

图 10：物产化工供应链模式的发展历程

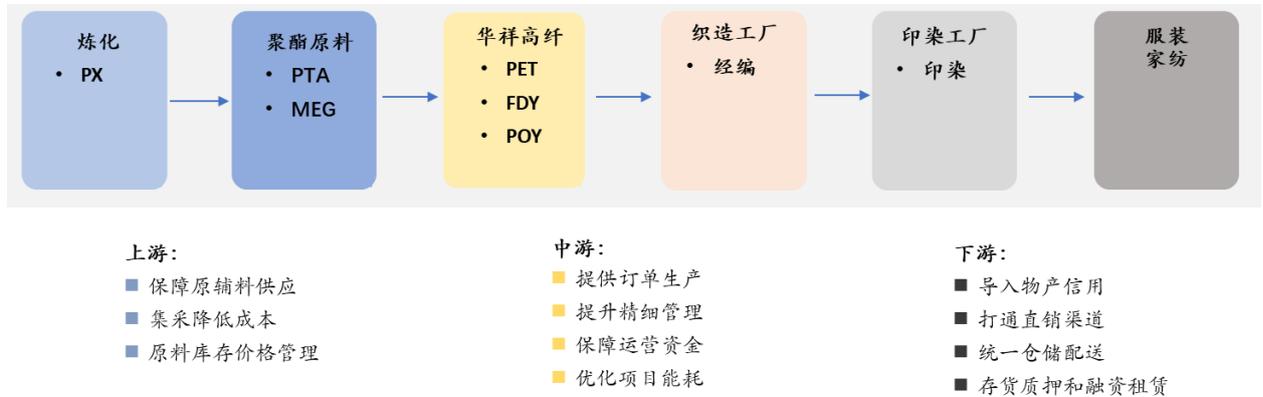


数据来源：公司官网，财通证券研究所

物产化工借助自身对产业链的深入理解和强大的资源整合能力，并经过前期深入的调研，深度介入企业管理，利用自身优势帮助企业恢复生产。具体包括：上游，保障原辅料供应、集采降低成本、原料库存价格管理；中游（即该企业），提供

订单生产、提升精细化管理、保障运营资金、优化项目能耗；下游，导入物产信用、打通直销渠道、统一仓储配送、存货质押和融资租赁。

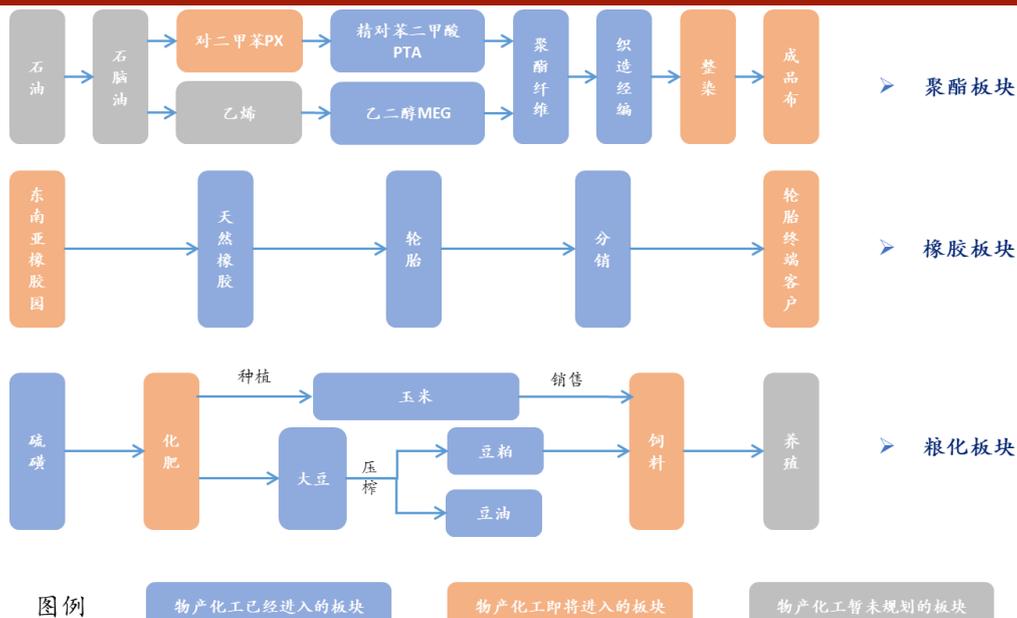
图 11：物产化工垂直产业链模式（以聚酯产业链为例）



数据来源：财通证券研究所

该模式具备高度可复制性，除了聚酯板块以外，物产化工的垂直产业链也延伸到橡胶和粮化板块。橡胶板块，物产中大已经接管广饶轮胎企业豪克国际（2017年）、奥戈瑞（2018年），派驻专员管理公司，并提供橡胶采购、橡胶套保、轮胎分销、供应链金融等服务，目前两家企业轮胎产能已完全恢复；粮化板块，公司2018年流转了首批吉林洮南市家庭农场2.5万亩土地，种子化肥农药等生产资金由物产化工提供，节水灌溉由专业公司外包，玉米产量由保险公司承保，玉米售价通过期货市场套保，为玉米种植提供“保供、保产、保销、保险、保盈”的粮食生产全产业链合作。在合作的过程中，物产化工还可以产品经营进化到资本运营，通过“低价获得资产-恢复生产-退出”的方式获得更多投资收益。

图 12：物产化工垂直产业链模式在橡胶、粮化的复制



数据来源：财通证券研究所

这一业务模式的优势包括：

(1) 让实体企业变成物产化工的加工厂，公司对市场变化非常敏感，有助于抵抗价格波动的风险。

(2) 不仅迅速提升业务规模、分享实体企业利润，更获得了地方政府的信任，有助于区域性大规模复制。

1.2.3 物产环能的热电联产业务：公用事业平抑利润波动

物产环能主要负责煤炭业务，煤炭销售规模已突破 6000 万吨。近年来公司在热电联产等环保实业领域加快投资扩张，成立了嘉兴新嘉爱斯热电有限公司、桐乡泰爱斯环保能源有限公司、浙江物产环能浦江热电有限公司、浙江秀舟热电有限公司、嘉兴市富欣热电有限公司五家热电厂，总装机容量 303MW，覆盖热网主管道 535KM，下游蒸汽用户 621 家，年供热能力 1100 万吨。

这一业务模式的优势包括：

(1) 五大热电厂相当于煤炭的“加工厂”，可有效化解煤炭业务的风险。

(2) 通过盈利稳定的公用事业业务平抑利润波动。

1.3 通过产业链整合和提供增值服务拓展业务边界

在上述特质下，我们认为物产中大是供应链集成服务企业中真正重点在“服务”的公司。通过多样化的服务模式，物产中大可以与实体企业共同创造利润，而非分配利润，由此提升了业务的可拓展性。

我国供应链行业集成度仍然较低。我们通过两组数据来说明这一问题。从总量角度，2019 年全国社会物流总额 298 万亿元，而国内龙头物产中大总营收 3589 亿元；从单一行业角度，2019 年我国钢材产量超过 12 亿吨，而国内前三的物产金属销售钢材实物量约 3000 万吨，按此计算市占率约 2.5%。

这一现象既有客观原因也有主观原因。客观原因是供应链业务确实需要较多的资金需求。以钢材为例，12 亿吨的钢材对应至少 4.2 万亿的市场规模，如果按照 10%市占率、每年周转 10 次计算，需要的资金量也在 420 亿。这客观上限制了企业的快速扩张。而主观原因是我国供应链服务企业的运营模式仍比较单一。简单的买进卖出或资金融通服务，很容易受到资金量这一天天花板的限制。

但事实上，我国制造业面临的痛点仍然很多，其中很大一部分并不需要边上太多资金的支持，而是需要产业链运营经验和资源。物产中大既在优势行业中规模领先，又能垂直整合上下游资源，是少数能提供此类服务的供应链集成服务企业，“以供应链思维、做产业链整合、构建物产中大生态圈”。比如物产金属跨越多个国家市场和时期的价格管理、风险对冲服务，物产化工的垂直产业链服务。虽

然公司利润的体现和载体仍然是产品价差,但蕴含在产品价差中的,是价格管理、产业链整合、甚至辅助生产的服务费。由此,一方面公司与客户共同创造价值,拓展业务边界;另一方面客户对公司服务的粘性增加,与上下游企业建立信任纽带,组建共赢生态圈。

2、变化2:物产化工和浙油中心的垂直整合和平台化创新新成果较多

2.1 物产化工:垂直产业链业务不断开花结果

2019年下半年以来,物产化工加快垂直产业链业务的发展步伐,在众多新领域和新公司上开花结果:

(1) **舜龙化工项目:合力建设领先的活性染料企业并谋求上市。**舜龙化工在活性染料领域拥有先进的生产设备和强大的产品研发能力,获国家技术发明二等奖,是省级企业技术中心、精细化工国家重点实验室中试及产业化基地。舜龙项目于**2019年8月1日**启动,物产化工发挥供应链集成服务经验,为舜龙化工提供上游原料供应、生产管理到下游成品销售一体化的集成服务,项目取得了显著的经济社会效益。双方计划通过合作在未来三年力争实现年产3万吨活性染料的生产规模,年实现营收8亿元,实现利税2亿元,并逐步进入资本市场,共同打造国内领先的活性染料企业。

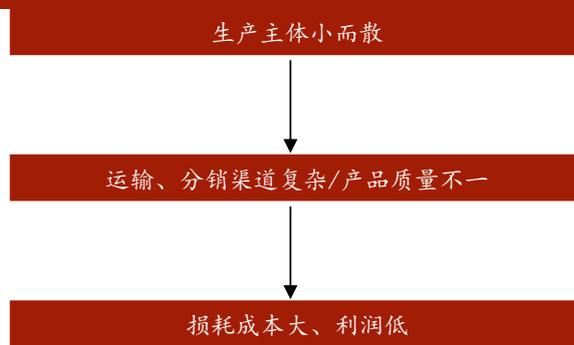
(2) **与莱州、广饶政府合作:轮胎行业的平台生态链。**物产化工在莱州豪客和广饶奥戈瑞的供应链服务成效显著,不仅帮助企业恢复正常生产,而且从轮胎产业集聚区以及轮胎企业的痛点出发,以轮胎供应链集成服务切入,整合橡胶-轮胎垂直产业链,搭建轮胎集成服务平台,以供应链思维做产业链整合,最终构建轮胎产业生态圈。**2019年12月18日**,物产化工与山东莱州市政府、广饶县政府签订了战略合作协议,以供应链集成服务继续深入参与当地轮胎产业的新旧动能转换和产业升级,打造轮胎行业具有竞争力的特色企业,为地方经济社会发展做出新的更大的贡献。**在海宁经编平台以外,物产化工再一次实现了平台生态链的成功实践。**

(3) **德威新材项目:缓解经营困境,帮助企业转型并寻求股权合作。**德威新材是一家专业从事线缆用高分子材料的研发、生产和销售的高新技术企业,2012年6月在创业板上市。因股票质押违约及现金流问题,公司经营遇到困难,连续两年净利润为负。**2019年12月19日**,物产化工与德威新材签署战略合作协议,开启年产4万吨线缆高分子材料的供应链合作项目。项目将充分发挥物产化工聚酯、聚烯烃、PVC的供应链管理能力和德威新材以高分子材料产业化的优势,围绕“高分子材料上下游产业链”开展合作,积极探索“供应链合作、产业合作、股权合作”。

(4) 华欣高科、澄高包装项目：优势行业——聚酯的供应链合作。2020年6月12日，物产化工与华欣高科年产10万吨差别化涤纶长丝供应链合作项目启动。2020年8月20日，物产化工与澄高包装年产120万吨聚酯瓶片供应链合作项目启动。华欣高科、澄高包装分别为领先的纺织新材料、聚酯瓶片生产企业，物产化工拥有完善的聚酯上下游供应链集成服务，优势互补，强强联合。

(5) 应当重视物产化工粮化板块的布局。由于逆全球化程度的加深，国内粮食安全重要性凸显。总书记习近平多次指出，粮食安全是国家安全的重要基础，“手中有粮、心中不慌”，并提出加快转变农业发展方式，加大粮食生产政策支持力度，提高国家收储量。但我国农业生产自古就是以“小农生产”为主，生产经营分散，集中度较低，运输、分销渠道复杂，在生产和流通环节均存在低效问题。

图 13：我国农产品供应现状



数据来源：财通证券研究所

2018年起物产化工将玉米供应链向上游延伸，进入农业种植板块，在吉林省洮南市、内蒙古自治区乌拉特前旗流转土地，开展“雨露计划”。物产化工通过供应链集成服务模式改造提升玉米种植产业，帮助当地农业转型升级。公司玉米交易量由最初的16万吨增长至2019年近500万吨。在新冠疫情的特殊考验下，物产化工引进大型进口整地机、无人驾驶导航播种机，提高作业效率、提升作业质量，抢农时、抓质量，为后期苗齐、苗壮、苗全保驾护航。项目试点组织了12台物资配送车、24台播种机，配送农资达1600吨，以高标准、高质量、高效率的严格要求顺利完成31218亩玉米播种，播种的玉米均已正常生长。

2.2 浙油中心：平台化创新，交易量快速增长

浙江国际油气交易中心（以下简称“浙油中心”）于2015年6月成立，由物产中大和舟山市政府联合牵头组建，是浙江省政府批准的全省唯一一家专业从事石油化工产品交易服务的交易平台以及浙江自贸试验区首批10家入驻企业之一。浙油中心将探索打造既符合国际规则又具有中国特色且风险可控的新型大宗商品交易市场模式，有效服务实体经济发展，提升我国以油品为主的大宗商品全球配置能力，推动人民币国际化。着力建设“一市场三中心”，即国际油气现货市场，亚太油气衍生品创新中心，亚太油气集成服务中心和具有一定影响力的国际油气

定价中心。

表 2：浙油中心发展历史

时间	事件
2015 年 6 月	浙江石油化工交易中心揭牌成立
2016 年 6 月	主办中国油气行业发展峰会
2017 年 5 月	物产中大集团与舟山市政府签订全面战略合作协议
2018 年 9 月	《浙江自贸区国际油品交易中心建设实施方案》获批，明确以浙油中心为基础推进国际油气交易中心建设
2019 年 5 月	浙江金监局、浙江自贸试验区、物产中大集团与上海金监局、上期所，签署《共建长三角期现一体化油气交易市场战略合作协议》
2019 年 6 月	正式更名为浙江国际油气交易中心
2019 年 10 月	与中国银行签订支持意向书，拟引进战略投资者，优化股权结构，与新加坡亚太交易所签订合作备忘录，拟依托各自优势开展全面合作

数据来源：公司官网，财通证券研究所

2020 年上半年，浙油中心在疫情以及原油价格大幅波动的不利影响下，实现了各项业务的逆势增长。①会员引进方面，新增会员数量 182 家，累计共引进 1620 家，会员企业实现贸易量 2034.4 万吨，同比+63.82%，贸易额 794.29 亿元，同比+32.31%。②供应链服务方面，实现贸易量 17.2 万吨，同比+328.92%，贸易额 7.8 亿元，同比+207.54%。③线上业务方面，线上现货挂牌交易额达 105.59 亿元，同比+356.4%，预计全年线上交易额将超过 180 亿元。

由于浙油中心的主导地位以及物产中大自身的竞争优势，2019 年 3 月商务部批准浙江物产中大石油有限公司（由物产金属和舟山交投出资设立，物产金属占 80%）原油非国营贸易进口资格，物产中大成为浙江省首家拥有原油非国营贸易进口资格的企业。此前公司油品业务主要以成品油为主，获得原油非国营贸易进口资格后，公司将进口原油和为国内炼厂提供原油供应、服务为主，油品业务发展空间和盈利能力均进一步打开。

3、变化 3：分拆上市，有望迎来价值重估

2020 年 7 月 1 日，公司公告拟将子公司物产环能分拆至上交所主板上市，将物产环能打造成为公司下属能源环保综合利用服务业务的独立上市平台。我们认为子公司分拆上市是公司国企改革的重要举措，既有利于子公司强化优势，公司整体价值也有望迎来重估。此外，公司医药、线缆、汽车等特色业务也可能迎来进一步孵化，实现多个业务板块的二次证券化。

3.1 分拆上市是公司深化国企改革的重要举措

不断深化国企改革是物产中大保持制度优势的源泉。身处“资源小省、市场大省”的浙江，物产中大通过多次混改才确定了市场主体地位。其混改实践经历了 1.0、2.0、3.0 三个阶段，已成为国企改革的样本。

面对新的资本市场形势，公司响应《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》（中共中央办公厅、国务院办公厅 2018 年 9 月 13 日印发），积极推进资产证券化，神华国企改革。公司多次提出支持具备较好盈利能力、细分行业影响力的子公司通过收购上市公司、H 股上市及分拆上市等方式实现二次证券化，提升公司的整体价值空间。

具体来说，我们认为公司子公司分拆上市有两大实质性利好：

(1) 通过上市融资增强资金实力，强化竞争地位和竞争优势。由于公司整体资产负债率较高、现金流波动较大，而供应链服务业务又需要较多资金投入，在公司整体较为严格的风控下，各子公司业务发展实际上是受到一定约束的。通过分拆上市补充资金以及打开后续融资渠道，各子公司将打开新的发展空间。

(2) 进一步激活子公司优秀的激励机制。子公司层面的激励机制是公司与其他大型国企的重要区别。除了股份公司层面的员工持股外（7%），物产中大在子公司层面也做到了骨干持股，通过市场化的激励机制正确激发员工活力。在核心子公司中，物产金属、物产化工、物产环能、物产国际员工持股超过 10%，其中物产金属员工持股比例高达 42.83%。通过分拆上市，员工的积极性被进一步激活。

表 3：物产中大主要子公司员工持股情况

物产金属	
物产中大	57.17%
员工持股平台	42.83%
物产化工	
物产中大	90%
员工持股平台	10%
物产环能	
物产中大	70.00%
河北港口集团有限公司	5.77%
员工持股平台	18.22%
物产国际	
物产中大	87.28%
员工持股平台	12.72%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.2 公司有望借助分拆上市实现价值重估

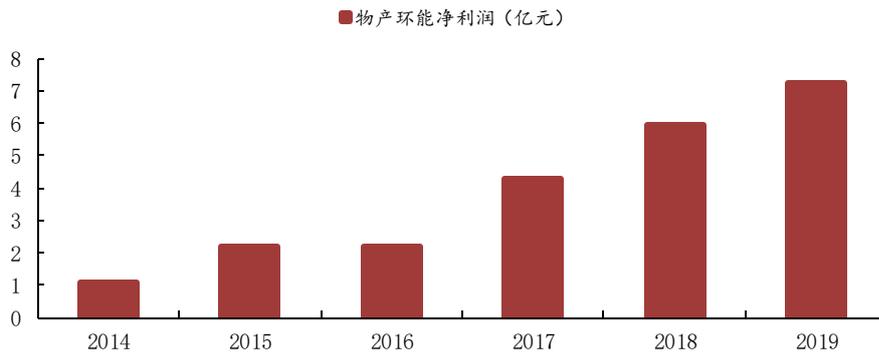
由于公司业务板块众多，市场往往把公司视为整体看待，视为单一供应链集成服务国有企业。但各子公司独立负责各业务板块，激励机制完善且利润表现优秀，其价值理应获得认可。

以本次分拆上市的物产环能为例。物产环能是物产中大供应链服务能源板块内的

子公司，主营业务为能源环保综合利用服务业务（煤炭流通、热电联产、污泥处置、生物质综合利用、压缩空气等）。近年来，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，已成为国内领先的煤炭流通企业及热电联产业务的重要市场参与者，业务可分为贸易和实业两大板块。

贸易板块，公司打造供应链集成服务企业，多年来与神华、同煤、中煤等多家上游资源形成了良好稳定的合作关系，在宁波、嘉兴、富阳、温州、靖江等地拥有销售网点，在秦皇岛、京唐港、曹妃甸、天津港等主要中转港设有办事处，为客户实施物流集成服务，煤炭销售规模已连续数年超过 6000 万吨。实业板块，公司打造环保能源综合服务企业，在热电联产等环保领域形成了嘉兴新嘉爱斯热电有限公司、桐乡泰爱斯环保能源有限公司、浙江物产环能浦江热电有限公司、浙江秀舟热电有限公司、嘉兴市富欣热电有限公司共五家热电的规模，实现年处理污泥 85 万吨、年消耗生物质燃料 22 万吨、年供热 1100 万吨，年发电量 18 亿 KWH、年供压缩空气 25 亿 m³、覆盖热网主管道 535KM。公司净利润自 2014 年的 1.1 亿增长至 2019 年的 7.3 亿，年复合增长率高达 46%，盈利能力强。

图 14：物产环能净利润快速增长



数据来源：公司公告，财通证券研究所

我们选取嘉化能源、联美控股、协鑫能科作为可比公司，2020 年平均 PE 为 13.96 倍，由此物产环能上市后的合理市值应在 100 亿左右。

表 4：物产环能可比公司

公司	业务量规模	2020E 净利润	2020E PE
嘉化能源	发电量 1.55 亿 KWH，供蒸汽 759.18 万吨	11.88	12.27
联美控股	发电量 5.52 亿 KWH，供暖面积 6580 万平方米	16.45	17.05
协鑫能科	全国交易电量超 150 亿 KWH	6.75	12.55
平均			13.96
物产环能	发电量 18 亿 KWH，供蒸汽 1100 万吨	8.5	

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：物产环能为财通证券预测，其他均为 wind 一致预测

4、盈利预测和投资结论

我们预测公司 2020/21/22 年归母净利润 28.27/33.44/38.05 亿元，EPS 0.56/0.66/0.75 元，对应现价 PE 8.3/7.0/6.2 倍。

与可比公司相比，公司仍被低估。我们认为公司的供应链集成服务模式具有独特性，其扎根实体、服务产业经济的特质决定了可以通过产业链整合和提供增值服务拓展业务边界。随着公司创新业务模式的不断落地以及国企改革、分拆上市的推进，其价值有望得到重估。我们维持对公司的“买入”评级，维持目标价 6.5 元，对应 2020 年 11.5 倍 PE。

表 5：物产中大可比公司

公司	市值	PE		
		2020E	2021E	2022E
浙商中拓	44.98	8.14	6.5	5.85
厦门象屿	159.65	12.44	10.68	9.3
瑞茂通	70.95	15	12.97	11.48
平均		11.86	10.05	8.88
物产中大	235.39	8.3	7.0	6.2

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：物产中大为财通证券预测，其他均为 wind 一致预测，数据为 2020.8.21

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	300,538	358,922	378,663	425,049	461,391	成长性					
减: 营业成本	291,869	349,245	368,818	413,361	448,472	营业收入增长率	8.6%	19.4%	5.5%	12.3%	8.5%
营业税费	263	259	265	298	323	营业利润增长率	18.5%	8.2%	-0.6%	21.8%	13.8%
销售费用	2,130	2,351	2,461	2,763	2,999	净利润增长率	7.3%	14.0%	3.4%	18.3%	13.8%
管理费用	2,061	2,302	2,689	3,018	3,276	EBITDA 增长率	36.5%	19.7%	-1.0%	21.3%	13.0%
财务费用	1,249	897	1,242	1,459	1,546	EBIT 增长率	38.4%	19.9%	-9.5%	20.9%	12.3%
资产减值损失	1,051	-495	-	-	-	NOPLAT 增长率	14.4%	6.6%	5.7%	20.9%	12.3%
加: 公允价值变动收益	-47	-173	-	-	-	投资资本增长率	29.3%	-3.3%	129.1%	-1.6%	27.9%
投资和汇兑收益	2,527	1,684	1,700	1,800	2,000	净资产增长率	10.2%	5.5%	16.6%	9.6%	10.0%
营业利润	4,543	4,916	4,888	5,952	6,775	利润率					
加: 营业外净收支	16	-16	20	20	20	毛利率	2.9%	2.7%	2.6%	2.8%	2.8%
利润总额	4,560	4,900	4,908	5,972	6,795	营业利润率	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.5%
减: 所得税	1,134	987	982	1,194	1,359	净利润率	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
净利润	2,397	2,734	2,827	3,344	3,805	EBITDA/营业收入	2.1%	2.1%	2.0%	2.2%	2.3%
						EBIT/营业收入	1.9%	1.9%	1.6%	1.7%	1.8%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	运营效率					
货币资金	14,427	15,460	12,825	10,268	12,203	固定资产周转天数	8	7	8	9	9
交易性金融资产	255	2,634	2,634	2,634	2,634	流动营业资本周转天数	-2	-2	3	3	4
应收账款	5,920	8,105	8,725	12,528	13,105	流动资产周转天数	63	58	63	60	59
应收票据	1,863	4	5,045	2,039	6,932	应收账款周转天数	8	7	8	9	10
预付账款	7,976	8,857	9,892	11,121	11,676	存货周转天数	21	19	21	21	21
存货	18,449	19,688	25,390	25,132	29,681	总资产周转天数	103	90	93	90	92
其他流动资产	5,841	6,389	6,200	6,200	6,200	投资资本周转天数	12	11	17	21	22
可供出售金融资产	3,537	-	5,000	5,000	5,000	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.0%	10.9%	9.7%	10.7%	11.4%
长期股权投资	2,233	3,381	3,881	4,081	4,581	ROA	4.0%	4.2%	3.8%	4.3%	4.4%
投资性房地产	2,613	2,443	2,643	2,843	3,043	ROIC	49.2%	40.6%	44.3%	23.4%	26.7%
固定资产	7,281	7,175	10,574	11,736	12,164	费用率					
在建工程	1,186	1,619	1,810	1,905	1,952	销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
无形资产	1,893	1,609	1,740	1,768	1,792	管理费用率	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	12,579	15,969	5,851	13,380	13,288	财务费用率	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
资产总额	86,053	93,332	102,209	110,635	124,252	三费/营业收入	1.8%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%
短期债务	8,624	7,695	9,425	10,726	12,249	偿债能力					
应付账款	6,435	7,125	10,291	12,673	14,734	资产负债率	66.2%	67.2%	64.6%	66.2%	65.2%
应付票据	14,527	14,584	16,151	18,296	19,077	负债权益比	196.3%	204.5%	182.8%	195.9%	187.5%
其他流动负债	19,305	24,312	19,759	25,344	21,475	流动比率	1.12	1.14	1.27	1.04	1.22
长期借款	953	1,181	730	750	1,000	速动比率	0.74	0.77	0.81	0.67	0.78
其他非流动负债	7,165	7,780	9,000	9,000	12,300	利息保障倍数	4.52	7.55	4.93	5.08	5.38
负债总额	57,009	62,677	65,356	76,788	80,834	分红指标					
少数股东权益	5,176	5,490	6,589	8,022	9,653	DPS(元)	0.21	0.25	0.22	0.26	0.30
股本	4,307	5,062	5,062	5,062	5,062	分红比率	44.9%	46.3%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	12,752	17,410	24,106	26,112	28,396	股息收益率	4.6%	5.4%	4.8%	5.7%	6.5%
股东权益	29,044	30,655	35,757	39,197	43,111	业绩和估值指标					
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	0.47	0.54	0.56	0.66	0.75
净利润	3,426	3,913	2,827	3,344	3,805	BVPS(元)	4.71	4.97	5.76	6.16	6.61
加: 折旧和摊销	872	1,027	1,456	1,793	2,078	PE(X)	9.8	8.6	8.3	7.0	6.2
资产减值准备	1,051	725	-	-	-	PB(X)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
公允价值变动损失	47	173	-	-	-	P/FCF	-4.8	8.2	-2.4	2.0	-6.3
财务费用	1,124	1,068	1,242	1,459	1,546	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
投资收益	-2,527	-1,684	-1,700	-1,800	-2,000	EV/EBITDA	1.2	1.2	2.6	1.9	2.1
少数股东损益	1,029	1,179	1,099	1,433	1,631	CAGR(%)	11.7%	11.6%	10.1%	11.7%	11.6%
营运资金的变动	346	-2,380	-1,055	814	-11,511	PEG	0.8	0.7	0.8	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	6,531	5,382	3,870	7,043	-4,451	ROIC/WACC	5.2	4.3	4.7	2.5	2.8
投资活动产生现金流量	3,977	-1,188	-10,400	-1,700	-1,300	REP	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2
融资活动产生现金流量	-10,004	-1,770	2,777	-1,476	2,006						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。