

投资评级：买入(维持)
物产中大(600704)
整合盛泰轮胎资产，垂直产业链成果显著
市场数据 2021-05-21

收盘价(元)	5.19
一年内最低/最高(元)	4.14/5.28
市盈率	7.8
市净率	0.92

基础数据

净资产收益率(%)	11.00
资产负债率(%)	68.2
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	分析师
SAC 证书编号: S0160520090001	
luxz@ctsec.com	

相关报告

- 《物产中大(600704):三大变化显著,价值有望重估》 2020-08-26
- 《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

- 5月14日公司公告与盛泰集团等13家公司及其管理人签署了《重整投资协议》，计划通过出售式重整，由控股子公司物产化工指定的项目运营公司（新航轮胎和其子公司新驰轮胎）取得盛泰集团、山东铸盛华、山东盛世泰来、青州德瑞热力四家公司轮胎板块所有资产。本次重整交易价款总额为11.08亿元（含增值税）。由于已获得公司董事会审议通过及广饶县人民法院裁定批准，该协议已正式生效。
- 物产化工山东轮胎整合再进一步。由于行业周期波动及无序扩张、互保等问题，2017年以来山东广饶大量轮胎企业陷入经营困境。在此背景下，物产化工发挥自身橡胶产业链资源优势，通过租赁、托管、合资、重组等方式，整合了奥戈瑞、豪克、万鑫、盛泰等当地轮胎企业。通过供应链运营、管理输出、设备升级等方式，这些企业均逐步走出泥潭，产能和利润稳步增长。盛泰集团合计拥有240万套全钢子午线轮胎和1800万套半钢子午线轮胎产能，加上已控股的领航轮胎（原豪克+奥戈瑞），本次收购后物产化工控股轮胎产能将接近2500万套。此外，根据坤元资产评估报告，标的资产账面价值12.35亿元、评估价值15.74亿元，交易价款合理。本次整合深刻展现了物产化工垂直产业链的价值和可复制性。
- 深化“二次混改”，完成整体上市以来首次股权激励。2021年4月16日公司董事会审议通过《2021年限制性股票激励计划（草案）》，并已获得浙江省国资委和股东大会通过。本次方案为向609名高、中级管理人员和核心技术（业务）骨干授予1.47亿股限制性股票，首次授予价格为每股3.14元，国企改革进一步深化。
- 投资建议：我们预测公司2021/22/23年归母净利润37.12/39.38/46.01亿元，EPS 0.73/0.78/0.91元，对应现价PE 6.9/6.5/5.6倍，维持“买入”评级。

风险提示：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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	358,922	403,966	439,706	468,873	494,595
增长率	19.4%	12.5%	8.8%	6.6%	5.5%
归属母公司股东净利润(百万)	2,734	2,746	3,712	3,938	4,601
增长率	14.0%	0.4%	35.2%	6.1%	16.8%
每股收益(元)	0.54	0.54	0.73	0.78	0.91
市盈率(倍)	9.4	9.4	6.9	6.5	5.6

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	358,922	403,966	439,706	468,873	494,595	成长性					
减: 营业成本	349,245	391,538	425,866	454,762	479,176	营业收入增长率	19.4%	12.5%	8.8%	6.6%	5.5%
营业税费	259	321	352	375	396	营业利润增长率	8.2%	12.0%	28.5%	6.1%	16.8%
销售费用	2,351	2,213	2,199	2,344	2,473	净利润增长率	14.0%	0.4%	35.2%	6.1%	16.8%
管理费用	2,302	2,694	3,078	3,282	3,462	EBITDA 增长率	19.7%	19.7%	10.8%	6.1%	13.5%
财务费用	897	1,108	1,541	1,408	1,325	EBIT 增长率	19.9%	20.4%	5.7%	3.5%	13.2%
资产减值损失	-495	-702	900	700	700	NOPLAT 增长率	6.6%	5.8%	31.5%	3.5%	13.2%
加: 公允价值变动收益	-173	-694	-200	-200	-200	投资资本增长率	-3.3%	27.9%	103.6%	133.3%	-13.3%
投资和汇兑收益	1,684	942	1,500	1,700	1,900	净资产增长率	5.5%	10.6%	17.4%	10.2%	10.8%
营业利润	4,916	5,504	7,071	7,501	8,763	利润率					
加: 营业外净收支	-16	-63	-	-	-	毛利率	2.7%	3.1%	3.1%	3.0%	3.1%
利润总额	4,900	5,441	7,071	7,501	8,763	营业利润率	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%	1.8%
减: 所得税	987	1,398	1,768	1,875	2,191	净利润率	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%
净利润	2,734	2,746	3,712	3,938	4,601	EBITDA/营业收入	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.5%
						EBIT/营业收入	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	运营效率					
货币资金	15,460	15,351	12,825	10,268	12,203	固定资产周转天数	7	7	8	9	9
交易性金融资产	2,634	2,601	2,601	2,601	2,601	流动营业资本周转天数	-2	-2	-4	4	4
应收账款	8,105	11,535	8,007	15,436	12,041	流动资产周转天数	58	59	59	58	58
应收票据	4	-	5,863	1,952	7,665	应收账款周转天数	7	9	8	9	10
预付账款	8,857	11,711	9,937	13,180	11,178	存货周转天数	19	19	21	21	21
存货	19,688	23,346	28,704	26,878	31,688	总资产周转天数	90	89	88	88	91
其他流动资产	6,389	6,304	6,200	6,200	6,200	投资资本周转天数	11	11	18	37	46
可供出售金融资产	-	-	5,000	5,000	5,000	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.9%	10.2%	11.9%	11.7%	12.7%
长期股权投资	3,381	2,792	3,292	3,492	3,992	ROA	4.2%	3.8%	4.9%	4.7%	5.1%
投资性房地产	2,443	3,040	3,240	3,440	3,640	ROIC	40.6%	44.4%	45.6%	23.2%	11.2%
固定资产	7,175	8,315	11,490	12,569	12,985	费用率					
在建工程	1,619	1,104	1,552	1,776	1,888	销售费用率	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
无形资产	1,609	4,332	4,336	4,235	4,130	管理费用率	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	15,969	16,222	5,811	13,311	13,259	财务费用率	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
资产总额	93,332	106,653	108,859	120,338	128,471	三费/营业收入	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
短期债务	7,695	9,374	9,425	30,683	30,548	偿债能力					
应付账款	7,125	12,356	11,927	13,338	15,945	资产负债率	67.2%	68.2%	68.0%	70.4%	71.1%
应付票据	14,584	14,985	20,504	17,393	22,538	负债权益比	204.5%	214.6%	212.6%	238.4%	246.6%
其他流动负债	24,312	27,244	33,012	15,105	34,226	流动比率	1.14	1.11	0.99	1.00	0.81
长期借款	1,181	2,045	730	19,004	4,216	速动比率	0.77	0.74	0.61	0.65	0.50
其他非流动负债	7,780	6,746	9,000	12,300	12,300	利息保障倍数	7.55	7.36	5.59	6.33	7.61
负债总额	62,677	72,751	84,597	104,524	119,774	分红指标					
少数股东权益	5,490	7,022	8,613	10,300	12,272	DPS(元)	0.25	0.20	0.29	0.31	0.36
股本	5,062	5,062	5,062	5,062	5,062	分红比率	46.3%	36.9%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	17,410	18,892	26,120	28,483	31,243	股息收益率	4.9%	3.9%	5.8%	6.1%	7.1%
股东权益	30,655	33,902	39,794	43,845	48,577	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(元)	0.54	0.54	0.73	0.78	0.91
净利润	3,913	4,043	3,712	3,938	4,601	BVPS(元)	4.97	5.31	6.16	6.63	7.17
加: 折旧和摊销	1,027	1,181	1,550	1,875	2,155	PE(X)	9.4	9.4	6.9	6.5	5.6
资产减值准备	725	606	900	700	700	PB(X)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
公允价值变动损失	173	694	-200	-200	-200	P/FCF	9.0	45.9	4.0	1.5	1.9
财务费用	1,068	1,147	1,541	1,408	1,325	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
投资收益	-1,684	-942	-1,500	-1,700	-1,900	EV/EBITDA	1.5	1.4	2.3	5.5	3.9
少数股东损益	1,179	1,297	1,591	1,688	1,972	CAGR(%)	12.9%	17.6%	15.7%	12.9%	17.6%
营运资金的变动	-2,380	7,912	15,378	-32,039	21,798	PEG	0.7	0.5	0.4	0.5	0.3
经营活动产生现金流量	5,382	1,761	22,972	-24,330	30,450	ROIC/WACC	7.3	8.0	8.2	4.2	2.0
投资活动产生现金流量	-1,188	-434	-10,077	-1,600	-1,200	REP	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4
融资活动产生现金流量	-1,770	-1,390	989	36,549	-14,788						

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。