

交通运输

利润加速释放，Q2 业绩超预期

2021 年 08 月 05 日

——厦门象屿（600057）2021 年中报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：陈建生

执业证书：S1030519080002

电话：0755-83199599

邮箱：chenjs2@csc.com.cn

研究助理：李时樟

电话：0755-83199599

邮箱：lisz@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1、厦门象屿（600057.SH）深度研究报告：深耕大流通环节，服务上下游企业  
2020.07.17

2、厦门象屿（600057.SH）2020 年报点评：经营货量大幅增长，业绩符合预期  
2021.04.08

3、厦门象屿（600057.SH）21Q1 点评：商品景气度维持高位，21Q1 业绩符合预期  
2021.04.22

厦门象屿（600057）与沪深 300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	15,814.14
流通市值（百万）	15,667.63
总股本（百万股）	2,157.45
流通股本（百万股）	2,137.47
日成交额（百万）	132.90
当日换手率（%）	0.84
第一大股东	厦门象屿集团有限公司

请务必阅读文末重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) 上半年归母净利润同比增长 71%，Q2 业绩超预期。公司 21H1 实现营业收入 2176 亿元，同比增长 33%，归母净利润 11.4 亿元，同比增长 71%，毛利率 2.35%，同比增加 0.69pct，净利率 0.66%，同比增加 0.11pct。21Q2 实现营业收入 1282 亿元，同比增长 33%，归母净利润 7.8 亿元，同比增长 94.59%，显著超预期值（4.1 亿元）。
- 2) 我们认为，公司上半年业绩高增长主要来源于两个方面：1. 行业维持高景气，公司经营商品业务量增长稳健，受益于上半年大宗价格上涨，收入增速达 33%；2. 公司注重提质增效，利润先行，21Q1、21Q2 净利率分别为 0.55%/0.73%，ROE 分别为 2.34%/5.11%，盈利能力不断提升，利润加速释放。
- 3) 深化服务转型，构筑客户黏性。近年来公司持续向大宗供应链服务商转型：利润结构方面，服务费占比提升至四成，逐步降低对价差、息差的依赖；客户结构方面，产业客户占比已提升至七成，与各产业龙头企业达成深度绑定。我们认为，未来公司有望将与龙头企业合作的成熟经验复制至中小企业，提升盈利增长的稳定性及确定性。
- 4) 盈利预测与投资评级。预计公司所处行业景气度维持高位，下半年将继续受益于大宗商品价格上涨带来的毛利率提升，我们上调厦门象屿 2021-2023 年 EPS 至：1.08/1.37/1.66 元（前值为 0.73/0.91/1.08 元），同比增长 80.05%/25.96%/21.40%，对应市盈率分别为 6.8X/5.4X/4.4X。考虑到公司是国内大宗供应链龙头企业，自有仓储货运场地区位优势明显，受益大宗商品景气度维持高位，公司注重提质增效，利润加速释放，我们看好规模效应下龙头企业集中度提升，维持“增持”评级。
- 5) 风险提示：大宗商品价格波动过大加剧违约风险；公允价值变动损益波动大于预期。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	360214.78	446739.35	515353.84	582899.33
收入同比	32.23%	24.02%	15.36%	13.11%
净利润（百万元）	1299.67	2340.02	2947.49	3578.43
净利润同比	17.5%	80.0%	26.0%	21.4%
毛利率	1.95%	2.33%	2.33%	2.34%
净利率	0.36%	0.52%	0.57%	0.61%
EPS（元）	0.60	1.08	1.37	1.66
PE（倍）	12.22	6.79	5.39	4.44

## 一、盈利预测及投资评级

### 1.1 关键假设

#### (1) 收入增长假设

预计 2021-2023 年，公司整体营收增速分别为：24.02%、15.36%、13.11%。

分项业务情况如下：

**金属矿：**随着印尼不锈钢一体化项目投产，原产品采购及成品钢销售推动业务量增长，预计“金属矿-钢铁”业务 2021-2023 年三年营收增长率分别为：25%、16%、13%。

**农产品：**国储粮库存总量保持稳定，南方需求饲料需求逐步释放，未来北粮南运规模稳健增长，预计未来三年农产品营收增长率为：20%、13%、12%。

**能源化工：**2020 年取得石油进口资质，未来能源化工板块将持续放量增长，预计未来三年能源化工板块营收增长为：25%、23%、22%。

**物流服务：**多式联运、铁路专线业务持续扩张，公、铁、海、仓布局不断完善，预计物流服务 2021-2023 年营收增长率分别为：25%、23%、22%。

Figure 1 收入预测表（百万元，%）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
金属矿	170,000	232,508	290,635	337,137	380,964
同比(%)	0.34	36.78	25.00	16.00	13.00
农产品	23,300	39,738	47,686	53,885	60,351
同比(%)	24	70.49	20.00	13.00	12.00
能源化工	67,600	76,046	95,058	109,316	124,620
同比(%)	1.16	12.45	25.00	15.00	14.00
物流服务	5,576	5,757	7,196	8,851	10,799
同比(%)	200.11	3.23	25.00	23.00	22.00
其他	5,936	6,165	6,165	6,165	6,165
同比(%)	-0.83	14.56	0	0	0
营业总收入	272,412	360,214	446,739	515,354	582,899
同比(%)	16.41	32.23	24.02	15.36	13.11

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## (2) 毛利率假设

预计公司未来三年综合毛利率分别为：2.33%、2.33%、2.34%。分板块明细如下：

**金属矿板块：**公司将发挥现有规模优势，与上游企业开展深度合作，积极推广“虚拟工厂”项目，注重经营效率提升，预计未来三年金属矿板块业务毛利率分别为：1.40%、1.35%、1.30%。

**农产品板块：**农产品板块经营效率提升，整体毛利趋于稳定，预计未来三年农产品板块毛利率分别为：6.10%、6.00%、5.90%。

**能源化工板块：**国内煤炭进口龙头企业，规模优势构筑盈利护城河，预计未来三年能源化工板块业务毛利率为：2.45%、2.40%、2.35%。

**物流服务：**多式联运（铁海联运）占物流服务比重逐渐提升，公司经营货量增长将摊薄前期物流投入成本，带动物流板块业务毛利率逐步增长，预计未来3年物流服务毛利率增长分别为：15.00%、18.00%、20.00%。

Figure 2 分业务毛利率预测表 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
金属矿	2.12	1.25	1.40	1.35	1.30
农产品	5.93	4.57	6.10	6.00	5.90
能源化工	3.04	1.83	2.45	2.40	2.35
物流服务	21.39	16.02	15.00	18.00	20.00
其他	-1.42	-1.23	0.50	0.50	0.50
综合毛利率	3.09	1.95	2.33	2.33	2.34

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## (3) 期间费用率假设

Figure 3 公司期间费用率假设表 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.56	0.44	0.43	0.42	0.41
管理费用率	0.26	0.25	0.24	0.23	0.22
研发费用率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
财务费用率	0.45	0.42	0.42	0.42	0.42
期间费用率	2.28	1.12	1.10	1.08	1.06

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

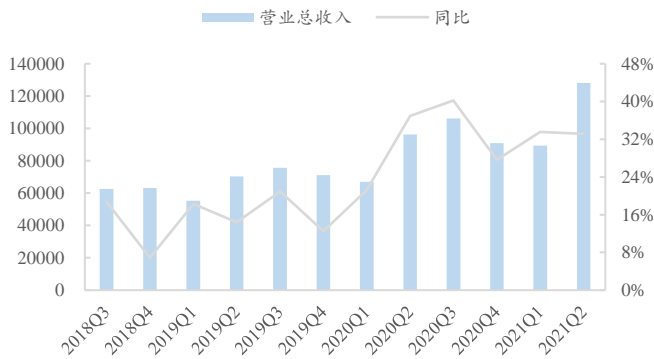
## 1.2 盈利预测

根据假设，我们预测 2021-2023 年公司实现的营业收入分别为 4467.39 亿元、5153.53 亿元、5828.99 亿元，实现净利润分别为 23.40 亿元，29.47 亿元，35.78 亿元，对应 EPS 分别为：1.08 元、1.37 元、1.66 元。

## 1.3 投资评级

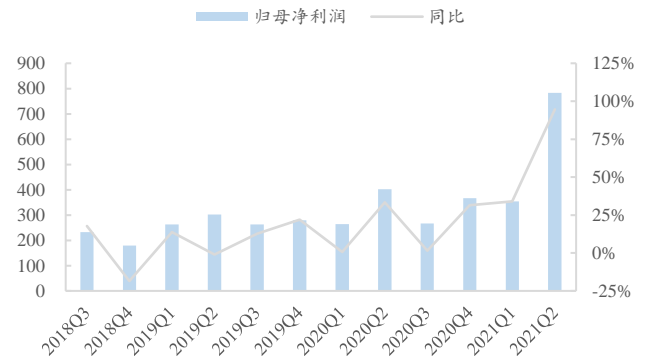
根据我们的盈利预测，公司 2021-2023 年对应市盈率分别为 6.79/5.39/4.44X。公司是国内大宗供应链龙头企业，物流节点布局完善，上下游渠道优势显著，规模效应明显，龙头企业集中度持续提升，维持“增持”评级。

Figure 4 公司营业收入及增速 (百万元, %)



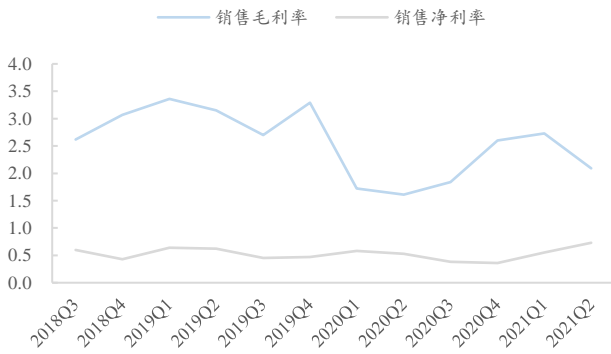
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 公司归母净利润及增速 (百万元, %)



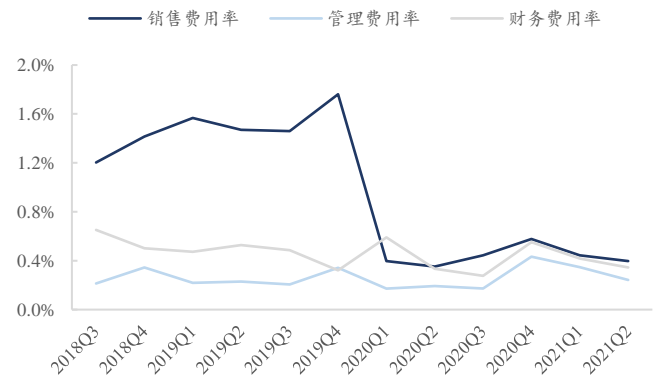
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 6 公司销售毛利率及净利率 (%)



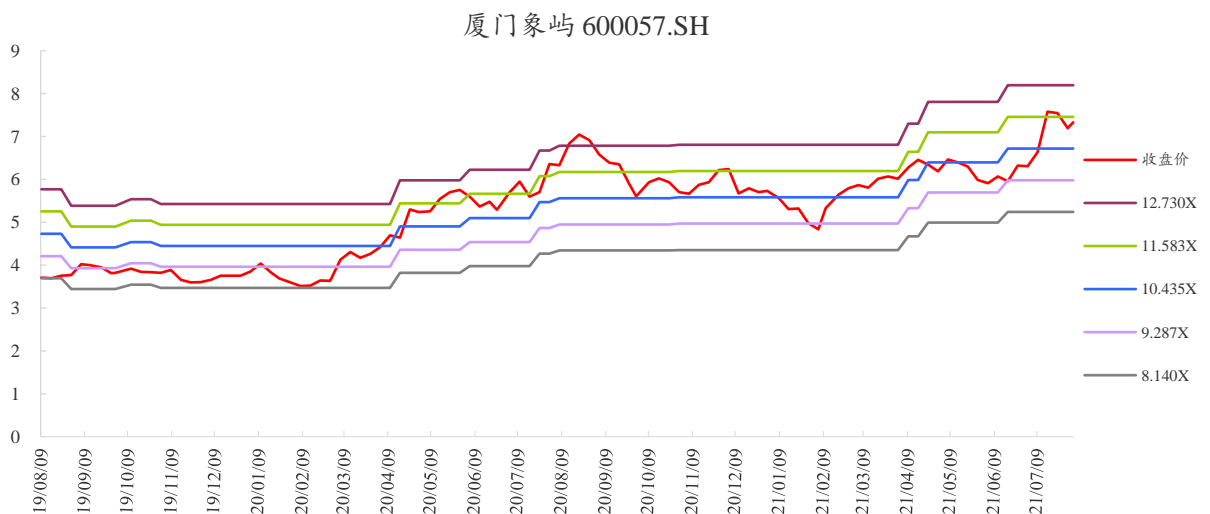
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 7 公司期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 8 P/E (TTM) Band



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

## 二、风险提示

### 2.1 大宗商品价格波动抬升经营风险

若公司经营大宗商品价格波动加剧，会提升公司整体经营风险，计提减值影响业绩。

### 2.2 公允价值变动损益波动大于预期

公司为平滑价格波动对部分大宗商品进行套保处理，如若商品价格波动幅度过大超出套保范围，公允价值变动损益波动将超出预期。

## 附：财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>360215</b>	<b>446739</b>	<b>515354</b>	<b>582899</b>
每股收益	0.60	1.08	1.37	1.66	营业成本	353197	436322	503322	569267
每股净资产	6.94	8.14	9.62	11.39	毛利率%	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%
每股经营现金流	0.59	-0.89	1.80	0.89	营业税金及附加	299	357	361	466
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1599	1921	2164	2390
P/E	10.82	6.01	4.77	3.93	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	1.06	0.90	0.77	0.65	管理费用	878	1072	1185	1282
P/S	0.04	0.03	0.03	0.02	管理费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EV/EBITDA	4.06	3.88	3.17	2.89	研发费用	24	447	515	583
股息率 (%)	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	研发费用率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用	1510	2877	2706	2761
毛利率	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%	财务费用率%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%
净利润率	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	资产减值损失	-393	0	0	0
净资产收益率	8.7%	13.3%	14.2%	14.6%	投资收益	<b>-347</b>	<b>154</b>	<b>-217</b>	<b>-202</b>
资产回报率	1.5%	2.8%	3.1%	3.4%	<b>营业利润</b>	2138	4144	5141	6235
投资回报率	6.8%	12.0%	12.7%	12.6%	营业外收支	<b>91</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>利润总额</b>	2229	4144	5141	6235
营业收入增长率	32.2%	24.0%	15.4%	13.1%	所得税	601	1020	1308	1601
EBIT 增长率	27.1%	56.9%	17.9%	14.2%	有效所得税率%	27.0%	24.6%	25.4%	25.7%
净利润增长率	17.5%	80.0%	26.0%	21.4%	少数股东损益	328	783	886	1056
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1300</b>	<b>2340</b>	<b>2947</b>	<b>3578</b>
资产负债率	69.7%	64.5%	64.4%	63.3%					
流动比率	1.37	1.49	1.50	1.53	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	0.70	0.52	0.53	0.56	货币资金	11636	15	1088	2160
现金比率	0.23	0.00	0.02	0.04	应收款项	13087	11755	14245	17543
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	21378	29419	33843	37039
应收帐款周转天数	12.69	9.21	9.75	10.55	其它流动资产	24109	25550	28537	31162
存货周转天数	22.09	24.61	24.54	23.75	流动资产合计	70211	66740	77713	87904
总资产周转率	4.12	5.31	5.40	5.51	长期股权投资	1273	1273	1273	1273
固定资产周转率	36.92	44.66	50.27	55.52	固定资产	9756	10004	10251	10499
					在建工程	1238	1238	1238	1238
					无形资产	1867	1867	1867	1867
					非流动资产合计	17154	17398	17646	17894
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>87365</b>	<b>84138</b>	<b>95359</b>	<b>105798</b>
净利润	1300	2340	2947	3578	短期借款	10133	3162	3279	5393
少数股东损益	328	783	886	1056	应付账款	23985	27284	33959	37554
非现金支出	1180	0	0	0	预收账款	23	5874	5660	4701
非经营收益	1547	2723	2922	2963	其它流动负债	17281	8505	9065	9873
营运资金变动	-3074	-7776	-2879	-5675	流动负债合计	51422	44825	51964	57522
<b>经营活动现金流</b>	<b>1280</b>	<b>-1930</b>	<b>3877</b>	<b>1922</b>	长期借款	5276	5276	5276	5276
资产	-267	3	0	0	其它长期负债	4157	4157	4157	4157
投资	-3512	0	0	0	非流动负债合计	9433	9433	9433	9433
其他	344	154	-217	-202	<b>负债总计</b>	<b>60855</b>	<b>54258</b>	<b>61397</b>	<b>66955</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3435</b>	<b>157</b>	<b>-217</b>	<b>-202</b>	实收资本	2157	2157	2157	2157
债权募资	107439	-6971	117	2113	归属于母公司所有者权益	14965	17552	20747	24573
股权募资	7595	0	0	0	少数股东权益	11545	12328	13214	14270
其他	-107860	-2877	-2706	-2761	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>87365</b>	<b>84138</b>	<b>95359</b>	<b>105798</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>7174</b>	<b>-9848</b>	<b>-2588</b>	<b>-648</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>4863</b>	<b>-11621</b>	<b>1072</b>	<b>1073</b>					

数据来源: wind、世纪证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

股票投资评级说明:	行业投资评级说明:
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

### 免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。