

交通运输

经营货量大幅增长，业绩符合预期

2021年04月08日

——厦门象屿（600057）2020年报点评

**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

**核心观点：**

- 1) **经营货量大幅增长，全年业绩符合预期。**公司2020年实现营收及归母净利润分别为3602.15亿元、13.05亿元，同比增长32.23%、21.65%，业绩符合预期。公司深耕行业多年，上游货源渠道稳固，下游需求景气度提升，2020年全年经营货量超2亿吨，同比增长40.09%。我们认为规模效应下，强者恒强，看好未来行业集中度提升。分业务看：大宗商品采购分销、物流服务分别实现营收3502.91亿元、57.57亿元，同比增长32.76%、3.23%；大宗商品板块下的金属矿产、农产品收益与行业景气度提升，经营货量大幅增长，营收同比增长36.78%、70.49%；物流板块增长放缓主要原因系公司主营铁路货运，上半年受疫情影响公路免征过路费，分流效应明显。公司2020实现毛利率1.95%，同比下降了1.15个百分点，主要受新收入准则影响将物流费用从销售费用核算调整至营业成本。
- 2) **新五年规划出台，利润导向下提质增效赋能产业链。**公司出台新五年规划，注重盈利导向，深入产业链环节，提供全流程服务，优化经营效率，提升盈利能力。同时，公司推出股权激励计划，业绩考核目标期2021/2022/2023年营收同比增长5.87%、7.14%、7.33%，EPS同比增长11.11%、18.33%、21.23%，且不低于同行业均值。
- 3) **行业景气度提升，贸易风险进一步降低。**大宗商品景气度维持高位，其中公司主要经营品种黑色金属、有色金属及农产品价格全年维持高位，下游需求旺盛，公司整体经营风险下降，贸易环节违约风险进一步降低，近三年资产减值损失占营业利润比重分别为27.01%、-9.10%、-18.36%。
- 4) **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。

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)	13,980.30
流通市值(百万)	13,850.78
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)	99.85
当日换手率(%)	0.73
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

预测指标	2020A	2021E	2022E	2022E
营业收入(亿元)	360214.78	416192.00	471453.00	524318.00
收入同比	32.23%	15.54%	13.28%	11.21%
净利润(亿元)	1299.67	1567.67	1957.09	2324.75
净利润同比	17.5%	20.6%	24.8%	18.8%
毛利率	1.95%	2.12%	2.11%	2.09%
净利率	0.36%	0.38%	0.42%	0.44%
EPS(元)	0.60	0.73	0.91	1.08
PE(倍)	6.94	8.97	7.19	6.05

## 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：15.54%、13.28%、11.21%。

分项业务情况如下：

**金属矿：**深化“一带一路”建设，印尼不锈钢一体化项目投产，原产品采购及成品钢销售带来业务量增长，预计“金属矿-钢铁”业务 2021-2023 年三年营收增长率分别为：15%、13%、11%。

**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%、15%、10%。

**能源化工：**国内煤炭进口龙头企业，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：15%、13%、10%。

**物流服务：**多式联运、铁路专线业务持续拓张，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	267,384	302,144	335,380
同比(%)	0.34	36.78	15.00	13.00	11.00
农产品	23,300	39,738	47,686	54,838	60,322
同比(%)	24.00	70.49	20.00	15.00	10.00
能源化工	67,600	76,046	87,453	98,822	110,680
同比(%)	1.16	12.45	15.00	13.00	12.00
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	6,473	6,797	7,137
同比(%)	-0.83	14.56	5.00	5.00	5.00
营业总收入	272,412	360,214	416,192	471,453	524,318
同比(%)	16.41	32.23	15.54	13.28	11.21

资料来源：Wind 资讯、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：2.12%、2.11%、2.09%。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：1.30%、1.28%、1.26%。

**农产品板块：**国储补贴价格略微下行，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：4.65%、4.63%、4.61%。

**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：2.00%、1.95%、1.90%。

**物流服务：**多式联运（铁海联运）占物流服务比重逐渐提升，高毛利业务体量增长带动整体物流板块业务毛利增长，预计未来3年物流服务毛利率增长分别为：20.00%、19.00%、18.00%。

Figure 2 分业务毛利率预测表（百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
金属矿	2.12	1.25	1.30	1.28	1.26
农产品	5.93	4.57	4.65	4.63	4.61
能源化工	3.04	1.83	2.00	1.95	1.90
物流服务	21.39	16.02	20.00	19.00	18.00
其他	-1.42	-1.23	-1.00	-1.00	-1.00
综合毛利率	3.09	1.95	2.12	2.11	2.09

资料来源：Wind 资讯、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（%）

	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：Wind 资讯、世纪证券研究所

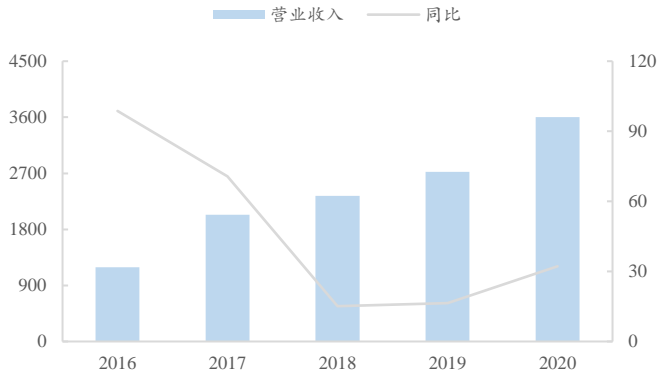
## 1.2 盈利预测

根据假设条件,我们预测 2021-2023 年公司实现的营业收入分别为:4161.92 亿元、4714.53 亿元、5243.18 亿元;实现净利润分别为: 15.67 亿元, 19.57 亿元, 23.24 亿元;对应 EPS 分别为: 0.73 元、0.91 元、1.08 元。

## 1.3 投资评级

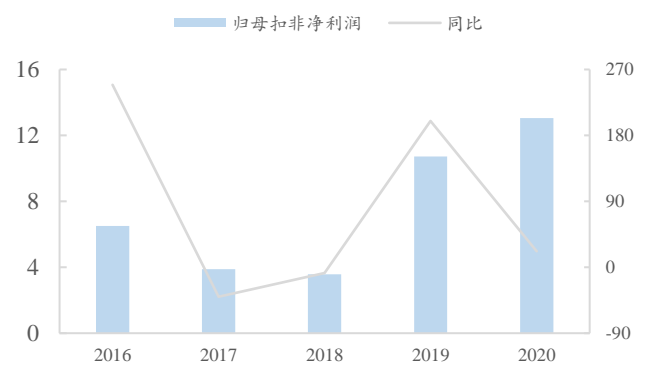
我们预计厦门象屿 2021-2023 年 EPS 分别为: 0.73 元、0.91 元、1.08 元,对应市盈率分别为 8.97X、7.19X、6.05X,考虑公司是国内大宗供应链龙头企业,物流节点布局完善,上下游渠道优势显著,规模效应明显,龙头企业集中度持续提升,维持“增持”评级。

Figure 4 公司营业收入及增速 (亿元, %)



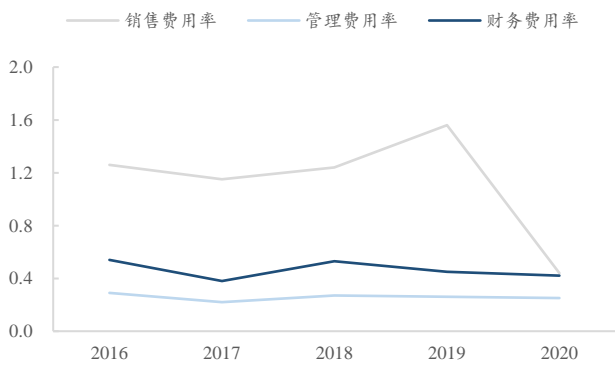
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



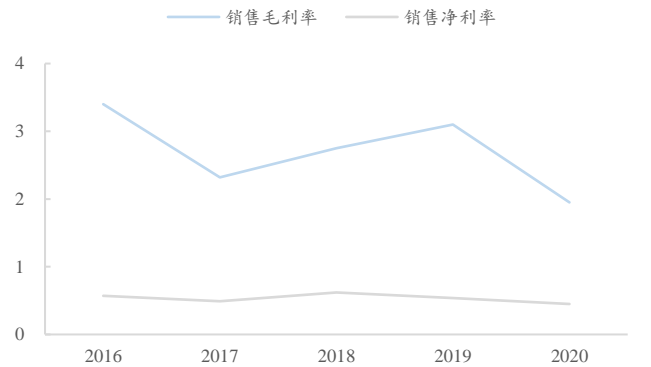
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 6 公司费用率明细 (%)



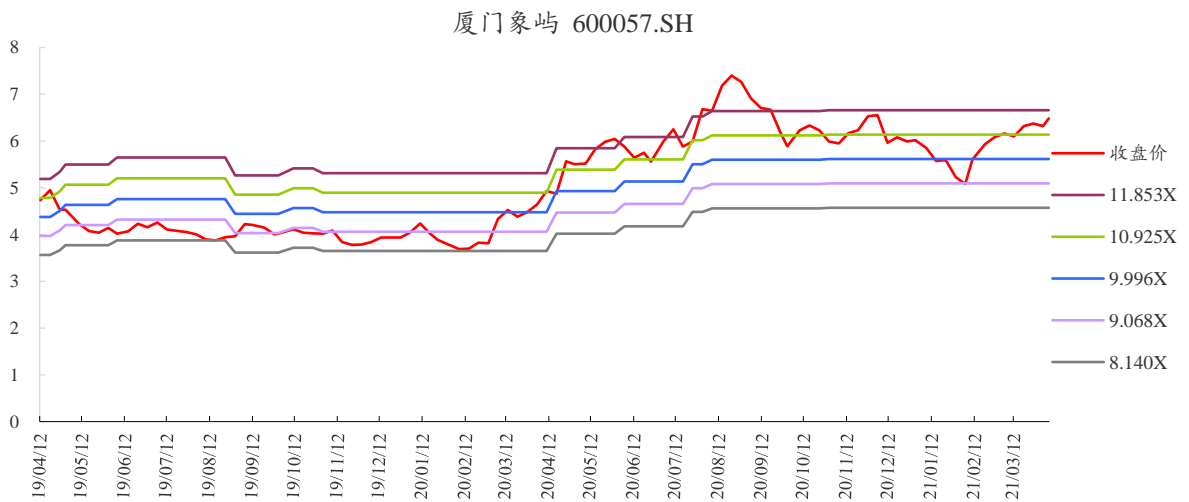
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 7 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 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 公司经营大宗商品价格波动较大加剧经营风险

如果未来公司经营大宗商品价格波动剧烈，会提升公司整体经营风险，存在计提较大减值可能性。

### 2.2 公允价值变动损益波动大于预期

由于会计准则对套期保值认定较为严格，因此绝大部分商品品种不适合套期保值会计处理，均计入公允价值变动。

## 附：财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2022E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>360215</b>	<b>416192</b>	<b>471453</b>	<b>524318</b>
每股收益	0.60	0.73	0.91	1.08	营业成本	353197	407375	461505	513336
每股净资产	6.94	7.78	8.80	9.99	毛利率%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%
每股经营现金流	0.59	-0.72	1.47	0.56	营业税金及附加	299	333	330	419
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	1790	1980	2150
P/E	10.82	8.97	7.19	6.05	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	0.94	0.84	0.74	0.65	管理费用	878	999	1084	1153
P/S	0.04	0.03	0.03	0.03	管理费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EV/EBITDA	4.06	4.79	4.12	3.98	研发费用	24	416	471	524
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%	2.1%	2.1%	2.1%	财务费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
净利润率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	资产减值损失	-393	0	0	0
净资产收益率	8.7%	9.3%	10.3%	10.8%	投资收益	<b>-347</b>	<b>144</b>	<b>-198</b>	<b>-181</b>
资产回报率	1.5%	1.9%	2.2%	2.4%	<b>营业利润</b>	2138	2776	3414	4051
投资回报率	6.8%	9.8%	10.5%	10.3%	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	2776	3414	4051
营业收入增长率	32.2%	15.5%	13.3%	11.2%	所得税	601	684	868	1040
EBIT 增长率	27.1%	25.2%	15.2%	10.7%	有效所得税率%	27.0%	24.6%	25.4%	25.7%
净利润增长率	17.5%	20.6%	24.8%	18.8%	少数股东损益	328	525	588	686
<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>1568</b>	<b>1957</b>	<b>2325</b>
资产负债率	69.7%	64.2%	64.6%	64.1%					
流动比率	1.37	1.49	1.48	1.50	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.70	0.54	0.53	0.55	货币资金	11636	384	763	1141
现金比率	0.23	0.01	0.02	0.02	应收款项	13087	10952	13032	15780
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	21378	27467	31031	33400
应收帐款周转天数	12.69	9.21	9.75	10.55	其它流动资产	24109	24469	26935	29010
存货周转天数	22.09	24.61	24.54	23.75	流动资产合计	70211	63271	71761	79331
总资产周转率	4.12	5.16	5.27	5.39	长期股权投资	1273	1273	1273	1273
固定资产周转率	36.92	41.60	45.99	49.94	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>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>87365</b>	<b>80670</b>	<b>89407</b>	<b>97224</b>
净利润	1300	1568	1957	2325	短期借款	10133	3162	3279	5393
少数股东损益	328	525	588	686	应付账款	23985	25474	31138	33865
非现金支出	1180	0	0	0	预收账款	23	5472	5178	4229
非经营收益	1547	2733	2904	2943	其它流动负债	17281	8279	8736	9405
营运资金变动	-3074	-6377	-2283	-4746	流动负债合计	51422	42387	48331	52891
<b>经营活动现金流</b>	<b>1280</b>	<b>-1552</b>	<b>3166</b>	<b>1207</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	144	-198	-181	<b>负债总计</b>	<b>60855</b>	<b>51821</b>	<b>57765</b>	<b>62324</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3435</b>	<b>147</b>	<b>-198</b>	<b>-181</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	16780	18985	21557
股权募资	7595	0	0	0	少数股东权益	11545	12069	12658	13344
其他	-107860	-2877	-2706	-2761	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>87365</b>	<b>80670</b>	<b>89407</b>	<b>97224</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>-11253</b>	<b>379</b>	<b>378</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。