



# 稳中求进谋转型 跨界创新促升级

——厦门国贸（600755）2015 年年报点评

2016 年 04 月 22 日

强烈推荐/维持

厦门国贸

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

## 事件:

公司日前公布 2015 年年报。报告期内，公司全年实现营业收入 642.20 亿元，再创历史新高，比上年同期增长 16%；实现税前利润总额 13.37 亿元，比上年同期增长 19%；归属于母公司所有者的净利润 6.50 亿元，同比下降 23.38%。截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产总额 390.53 亿元，比上年增长 13%；归属于上市公司股东的净资产 79.42 亿元，同比增长 7.2%。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	14591.24	14429.38	13520.23	10368.07	16353.85	16475.63	21022.33
增长率（%）	10.38%	15.87%	0.82%	-18.66%	12.08%	14.18%	55.49%
毛利率（%）	6.31%	7.42%	3.86%	3.65%	5.36%	4.22%	8.48%
期间费用率（%）	3.37%	3.94%	3.65%	4.11%	3.39%	4.29%	2.74%
营业利润率（%）	1.79%	2.70%	0.77%	1.54%	2.09%	0.36%	3.57%
净利润（百万元）	216.73	257.55	130.35	123.10	271.62	37.70	528.48
增长率（%）	-12.69%	23.50%	-72.37%	-53.39%	25.33%	-85.36%	305.43%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.15	0.08	0.08	0.16	0.03	0.12
资产负债率（%）	80.11%	75.94%	75.57%	78.49%	79.88%	78.98%	76.92%
净资产收益率（%）	3.24%	3.08%	1.55%	1.43%	3.18%	0.44%	5.86%
总资产收益率（%）	0.64%	0.74%	0.38%	0.31%	0.64%	0.09%	1.35%

## 观点:

- 经营业绩整体呈良好发展态势，稳中推进转型驱动。2015年，公司实现营业收入642.20亿元，再创历史新高，比增16%；实现税前利润总额13.37亿元，比增19%；年末资产总额390.53亿元，增长13%；归属于上市公司股东的净资产79.42亿元，比上年增长7.2%；少数股东权益大幅增长，归属于母公司所有者的净利润6.50亿元，同比下降23.38%。

**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

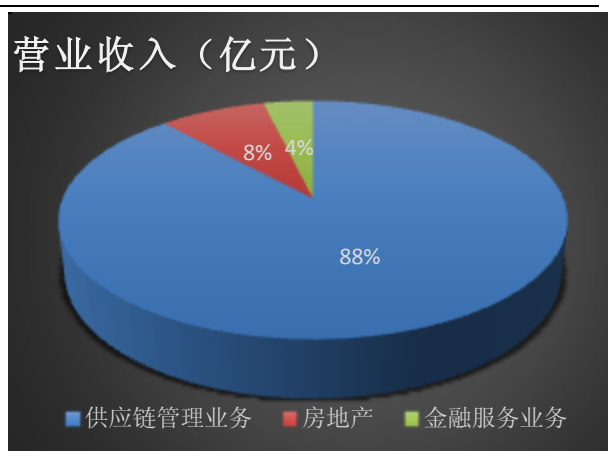
(单位: 亿元、百分比)

项目	2015 年	2014 年	同比变动	原因分析
净利润	9.61	8.69	10.61%	营业外收入同比大幅上升
营业收入	642.20	552.88	16.16%	项目结算周期
资产负债率 (%)	76.92%	75.57%	1.79%	发行可转债
费用比率 (%)	3.52%	3.51%	0.29%	波动不大
加权 ROE (%)	8.49	13.31	-36.21%	净利润同比大幅下滑
总资产	390.53	344.42	13.39%	得益于可供出售的金融资产大幅度增加
货币资金	34.71	26.49	31.03%	预收售房款增加所致
预收账款	69.74	53.45	30.49%	报告期内销售额增加
一年内到期非流动负债	6.92	6.02	14.99%	负债正常到期
经营活动净现金流	31.61	-37.26	184.85%	本期现金流净流出较少
EPS	0.39	0.57	-31.58%	归属于上市公司股东的净利润减少

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

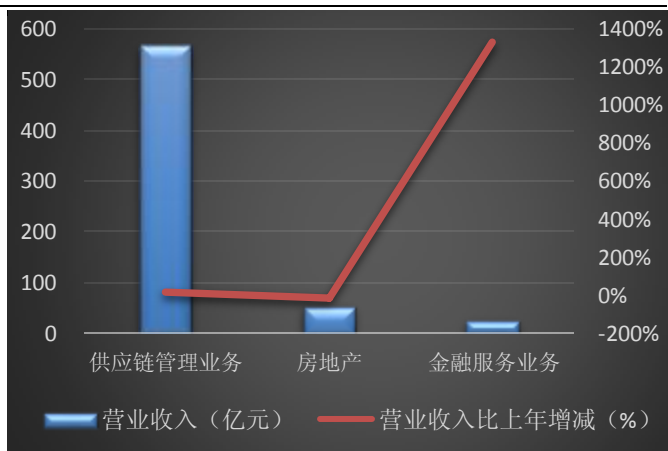
- **销售业绩表现不俗, 经营质量明显提升。**面对内外部环境带来的巨大经营压力, 公司在2015年实现营业收入和净利润的上升主要来源于供应链管理业务的稳步推进和金融服务业绩的惊人增长, 房地产开发业务变化不大。报告期内, 公司累积实现房地产销售面积37.12万平方米, 较2014年减少34%; 账面确认房地产销售额51.84亿元, 同比减少15.03%。但房地产营业利润和毛利率分别比增32.43%和55.58%, 得益于营业成本的良好控制。供应链管理方面, 公司全年实现营业收入566.29亿元, 同比增长15.53%, 实现进出口额21.40亿美元。2015年, 公司主体信用等级连升5级, 成为了中国出口信用保险公司AAA客户, 公司品牌价值从52.76亿元提升到97.78亿元。除此之外, 公司金融服务业务高速发展, 全年实现营业收入23.97亿元, 同比大幅增长近13倍。

**图 1: 主营业务收入分行业比例**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 2: 分行业营业收入增长情况**

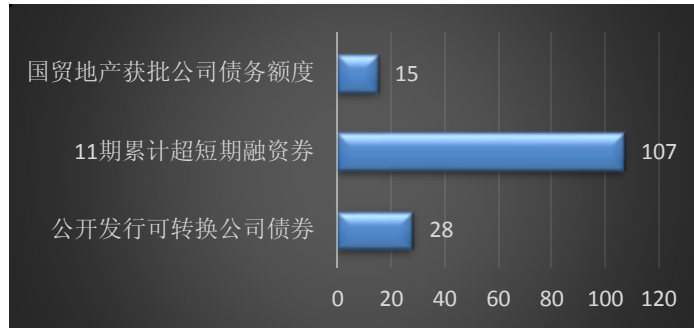


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **多元融资助力规模扩张。**公司努力发展多元融资, 优化资本结构, 降低融资成本。公司发行超短期融资券11期累计107亿元, 其国贸地产获批公司债券额度15亿元, 2015年末还成功启动28亿元可转债发行,

为今后的跨越发展奠定了更为坚实的基础。总计150亿元规模的融资为公司进一步的规模扩张和转型升级提供了充足动力。

图2: 2015年公司多元融资概况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

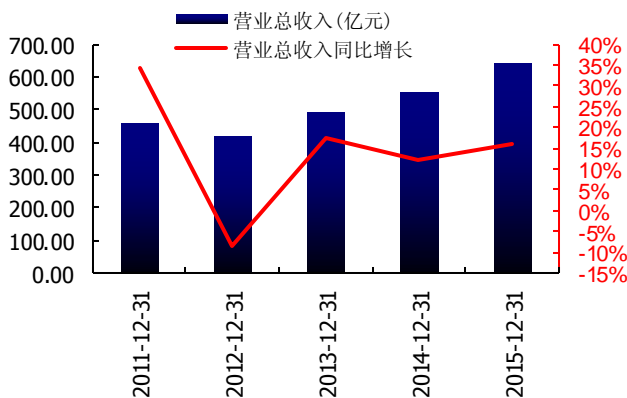
➤ **跨界转型提升资源效率, 改革创新实现合作共赢。**公司秉承“深化调整、持续创新、稳中求进”的指导思想, 贯彻“运用电商、依托金融、推动混合、促进跨界、构筑平台”的发展思路, 从传统维度里的贸易商, 成功转型为供应链管理、房地产开发和金融服务相关多元化的综合服务商。

其中, 在供应链管理方面, 公司现有铁矿和钢铁两个年收入超百亿元的业务品种, 行业影响力强大; 同时, 公司注重国内外市场的开发, 充分利用境外平台拓展海外业务, 并积极建设电子交易平台; 此外, 公司还不断探索传统产品的经营新模式, 开辟新兴业务的市场空间。

在房地产开发方面, 公司注重销售型与经营型地产的协同发展, 并持续深耕有升值潜力的土地市场, 在市场销售压力下有效控制运营成本, 不断实现效率和质量稳步提升。在金融服务方面, 公司不断丰富业务品种, 顺应中小微企业需求, 逐步参与资本运作项目, 并朝着全面的金融衍生品服务能力和杰出的期货风险管理能力的综合金融平台转型。

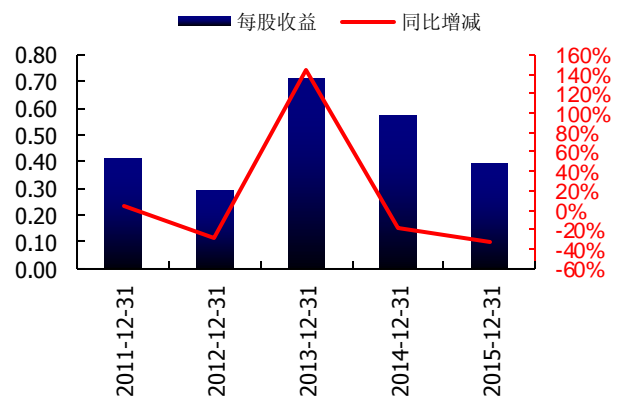
在多元化经营的优势作用下, 金融、互联网等工具对公司主营业务的支撑和粘合作用得到加强。随着产业链的升级和资源使用效率的提升, 公司向“构建可持续发展的综合服务生态圈”的目标成功迈进。

图4: 营业收入情况



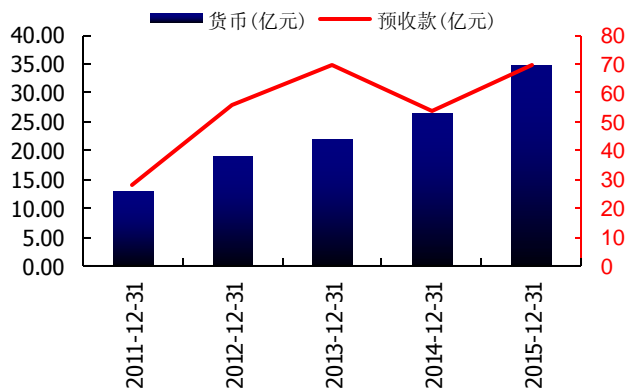
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图5: 每股收益情况



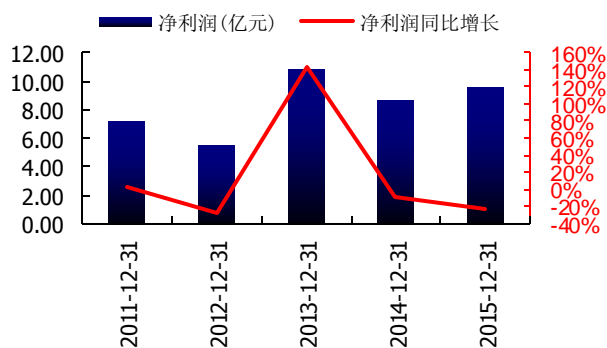
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 货币和预收款情况



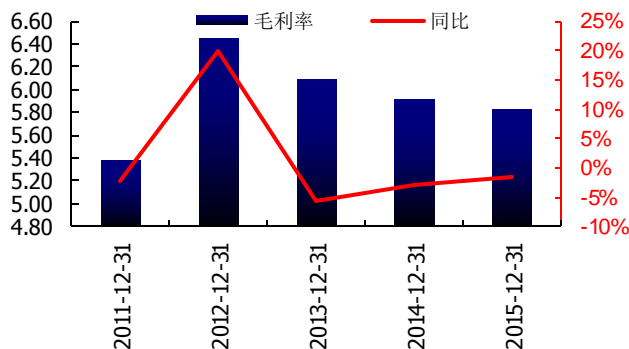
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 净利润情况



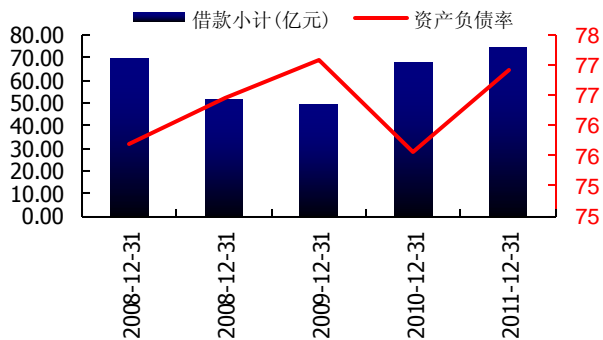
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 销售毛利率情况



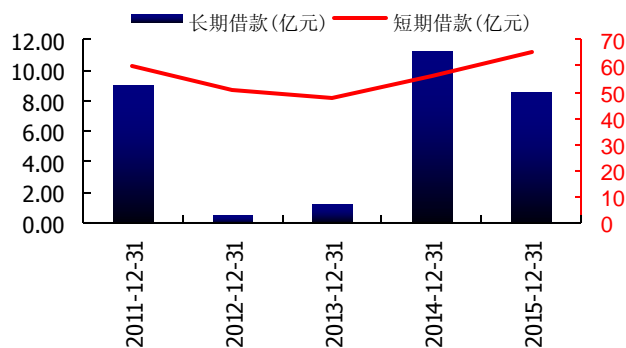
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 资产负债率情况



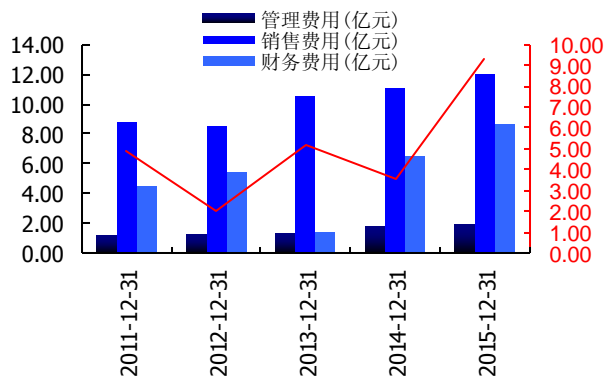
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 11: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

## 结论:

2015 年公司房地产业绩的大幅增长带来营业收入和净利润的同比大幅上升。同时公司借助控股股东的平台和资源在业务模式和盈利模式等方面加快转型,促进模式创新。公司较大规模的资金融资也为下一年的经营计划和规模扩张提供了坚实的现金流保障。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 744.95 亿元、864.14 亿元和 993.76 亿元,每股收益分别为 0.53 元、0.53 元和 0.61 元,对应 PE 分别为 13.46、13.17 和 11.70,维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	30487	34234	42745	48446	54646	<b>营业收入</b>	55288	64220	74495	86414	99376
货币资金	2649	3471	5960	6913	7950	<b>营业成本</b>	52022	60486	70100	81316	93513
应收账款	1844	2324	3061	3551	4084	营业税金及附加	410	734	1117	1296	1491
其他应收款	1723	2087	0	2809	3230	营业费用	1110	1205	1490	1728	1988
预付款项	3443	3424	3424	3424	3424	管理费用	178	189	223	259	298
存货	17324	18393	21126	24506	28182	财务费用	654	868	616	894	1007
其他流动资产	910	2006	3239	3239	3239	资产减值损失	142.19	182.33	190.00	190.00	190.00
<b>非流动资产合计</b>	3955	4818	4061	3899	3738	公允价值变动收益	-7.13	-171.5	-50.00	-50.00	-50.00
长期股权投资	1156	1332	1332	1332	1332	投资净收益	350.66	927.49	950.00	1000.00	1000.00
固定资产	1180	1157	1038	898	758	<b>营业利润</b>	1115	1312	1658	1680	1840
无形资产	223	216	195	173	151	营业外收入	47.32	71.63	75.00	80.00	80.00
其他非流动资产	14	8	0	0	0	营业外支出	41.34	46.21	46.00	46.00	46.00
<b>资产总计</b>	34442	39053	46806	52345	58383	<b>利润总额</b>	1121	1337	1687	1714	1874
<b>流动负债合计</b>	24797	28861	0	39616	44834	所得税	252	376	489	497	543
短期借款	5652	6559	14159	15767	17494	<b>净利润</b>	869	961	1198	1217	1330
应付账款	1546	1709	1921	2228	2562	少数股东损益	20	310	320	320	320
预收款项	5345	6974	8464	10192	12180	归属母公司净利润	849	650	878	897	1010
一年内到期的非流	602	692	1120	1120	1120	EBITDA	2085	2489	2436	2736	3008
<b>非流动负债合计</b>	1230	1179	1361	1861	2361	<b>BPS (元)</b>	0.57	0.39	0.53	0.54	0.61
长期借款	1126	861	1361	1861	2361	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	26027	30040	36258	41477	47195	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1003	1071	1391	1711	2031	营业收入增长	12.67%	16.16%	16.00%	16.00%	15.00%
实收资本(或股本)	1664	1664	1664	1664	1664	营业利润增长	-22.98%	17.67%	26.38%	1.35%	9.50%
资本公积	2013	2010	2888	2888	2888	归属于母公司净利润	34.94%	2.21%	34.94%	2.21%	12.63%
未分配利润	3477	3947	3552	3148	2694	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	7412	7942	8784	8784	8784	毛利率(%)	5.91%	5.81%	5.90%	5.90%	5.90%
<b>负债和所有者权</b>	34442	39053	46433	51972	58010	净利率(%)	1.57%	1.50%	1.61%	1.41%	1.34%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.47%	1.67%	1.88%	1.71%	1.73%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	11.45%	8.19%	9.99%	10.21%	11.50%
<b>经营活动现金流</b>	-3726	3161	-6360	-123	68	<b>偿债能力</b>					
净利润	869	961	1198	1217	1330	资产负债率(%)	76%	77%	78%	80%	
折旧摊销	315.93	309.30	0.00	161.51	161.51	流动比率	1.23	1.19	1.22	1.22	1.22
财务费用	654	868	616	894	1007	速动比率	0.53	0.55	0.62	0.60	0.59
应收账款减少	0	0	-738	-490	-533	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	1490	1728	1988	总资产周转率	1.76	1.75	1.74	1.76	1.81
<b>投资活动现金流</b>	-656	355	1549	760	760	应收账款周转率	32	31	28	26	26
公允价值变动收益	-7	-172	-50	-50	-50	应付账款周转率	37.12	39.46	41.05	41.66	41.49
长期股权投资减少	0	0	829	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	351	927	950	1000	1000	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.39	0.53	0.54	0.61
<b>筹资活动现金流</b>	4740	-2810	7299	317	209	每股净现金流(最新)	0.22	0.42	1.50	0.57	0.62
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.45	4.77	5.28	5.28	5.28
长期借款增加	0	0	500	500	500	<b>估值比率</b>					
普通股增加	334	0	0	0	0	P/E	12.46	18.21	13.46	13.17	11.70
资本公积增加	1017	-3	878	0	0	P/B	1.59	1.49	1.35	1.35	1.35
<b>现金净增加额</b>	358	706	2489	954	1037	EV/EBITDA	7.94	6.61	9.24	8.64	8.26

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

### 梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

### 韩松澄

实习生，北京大学在读研究生，对此报告有贡献。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。