

投资评级：推荐（首次）

分析师

甄峰 075583516231

Email: zhenfeng@cgws.com

执业证书编号: S1070516100001

联系人（研究助理）：

黄红卫 010-88366060-8787

Email: huangwh@cgws.com

从业证书编号: S1070116080084

林彦宏 0755-83881635

Email: linyh@cgws.com

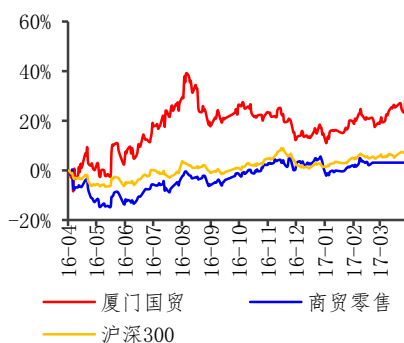
从业证书编号: S1070117010015

市场数据

目前股价	9.36
总市值（亿元）	155.80
流通市值（亿元）	155.80
总股本（万股）	166,452
流通股本（万股）	166,452
12个月最高/最低	10.24/6.50

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	132289	166231	201043
(+/-%)	34.9%	25.7%	20.9%
净利润	1389	1804	2243
(+/-%)	33.2%	29.8%	24.4%
摊薄 EPS	0.83	1.08	1.35
PE	11.2	8.6	6.9

股价表现


数据来源：贝格数据

2016年业绩增长强劲，金融业务表现靓丽

——厦门国贸（600755）公司动态点评

投资建议

厦门国贸（600755.SH）主营业务分为“供应链管理、金融服务及房地产经营”三大板块。随着外贸市场持续低迷及风险增加，客户将优选“信用良好、服务能力强”的大型贸易商，公司作为具备综合服务能力大型供应链管理企业，将持续受益行业洗牌红利。当前中国的城镇化进程空间依旧广阔，个性化居住需求的新兴业态正在兴起，随着“房地产重回居住属性”，公司房地产业务发展仍值得期待。金融板块是已培育起来的新生板块和重要增长极，2016年实现营收62.60亿元，同比上年增加161.18%。目前，公司已有多个新兴金融业务的资质牌照，可为中小微企业和个人提供多样化、一体化的综合金融服务，金融业务有望持续稳健增长，成为业绩亮点。我们预计公司2017-2019年分别实现净利润13.9亿、18.0亿、22.4亿，EPS分别为0.83元、1.08元及1.35元，当前股价（9.36元/股）对应PE分别为11.2X及8.6X及6.9X，首次覆盖，给予【推荐】评级。

投资要点

- **事件：**4月13日，厦门国贸（600755.SH）发布《2016年年度报告》，2016年公司实现营业收入980.77亿元，同比上年增加52.74%，实现归母净利润10.43亿元，同比上年增加62.34%。
- **2016年业绩增长强劲，金融业务表现靓丽：**根据厦门国贸《2016年年度报告》，2016年公司实现营业收入980.77亿元，同比上年增加52.74%，实现归母净利润10.43亿元，同比上年增加62.34%，业绩增长表现强劲，净利润增速位于《2016年业绩预告》的净利润增速的中下限（50%-100%）。公司营收大幅增长，主要系“供应链管理、金融服务及房地产经营”等三大主业发展良好，营业规模增加所致。分业务而言，供应链管理业务实现营收873.88亿元，同比上年增加54.32%，主要系“PTA、钢材、铁矿、贵金属、化工、煤炭等品种”业务规模增长较多所致；**金融服务业务为公司重点培育的业务，2016年实现营收62.60亿元，同比上年增加161.18%**，主要系“子公司国贸启润资本管理的基差交易期现业务大幅增长”所致，目前金融服务业务已成为公司新的业绩增长点；**房地产经营实现营业收入44.28亿元，同比上年降低-14.63%**，主要系“房地产项目建设周期较长、收入利润波动”所致。
- **期间费用管控较好，毛利率略有下滑：**2016年公司毛利率为5.38%，同比上年降低0.43%。分业务来看，供应链管理业务毛利率为2.75%，提升1.74%，该业务共实现毛利润24.06亿元（占比45.61%）；金融服务业务毛利率为8.69%，降低23.17%，金融服务业务毛利率大幅下滑主要

相关报告

系“子公司毛利率较低的基差交易期现业务大幅增长”所致，2016 年金融服务业务共实现毛利润 5.44 亿元（占比 10.31%）；房地产经营业务毛利率为 52.50%，提升 6.41%，该业务共实现毛利润 23.25 亿元（占比 44.08%）。2016 年公司销售费用、管理费用、财务费用同比上年分别变动 15.04%、5.76%及 -19.81%，大幅低于营收、净利润增速，期间费用管控较好。根据公司 2017 年经营计划，收入力争突破 1000 亿元，成本费用预计控制在 985 亿元。

- **经营现金流降幅较大，高营收增速持续性弱：**2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 22.88 亿元，同比上年降低-16.96%，大幅低于营收增速（52.74%），主要系“供应链管理业务规模增长，期末存货和预付款项增加”所致（2016 年底，公司存货增加 51.75 亿元），公司当前销售政策或有放松倾向，后续营收高增速可持续性不强。但（经营活动产生的现金流量净额/净利润）之比仍高达 219.37%，利润质量仍较高。投资活动产生的现金流量净额为-74.1 亿元，同比降低-2134.45%，主要系“使用临时沉淀的自有资金购买短期理财产品以及大宗商品期货合约保证金支出增加”所致；筹资活动产生的现金流量净额为 55.12 亿元，主要系“发行 74 亿元永续债及 28 亿元可转换公司债券”所致。
- **供应链业务受益行业洗牌、金融服务业务已成盈利亮点：**厦门国贸致力于为客户提供定制化、一体化的服务，并成为优秀的供应链综合服务提供商。公司目前主营业务包括“供应链管理、金融服务及房地产经营”三大板块，供应链又分为“贸易、物流、汽车、零售”等四个细分板块。1) 近年来，随着世界经济持续低迷，及“逆全球化”思潮和贸易保护主义抬头，贸易增速持续走低，世贸组织将 2016 年全球贸易增速预期从 2.8%调低至 1.7%。贸易行业已进入新一轮的转型升级及洗牌周期，我们认为，随着外贸风险持续增加，客户将优选“信用良好、服务能力强”的大型贸易商，公司作为具备综合服务能力大型供应链管理企业，营收维持较快增长，市场份额持续扩张，将持续受益行业洗牌红利。2) 公司的地产板块将以住宅为主，定位“改善生活”的房地产开发商。2016 年房地产业务的毛利润占比高达 44.08%，长期而言，中国的城镇化进程空间依旧广阔，个性化居住需求的新业态正在兴起，随着“房地产重回居住属性”，房地产业务未来发展仍值得期待。3) 金融板块是已培育起来的新生板块和重要增长极，2016 年毛利润占比已达 10.31%。当前中国普惠金融体系未健全、服务不均衡，随着《推进普惠金融发展规划（2016-2020 年）》政策实施，普惠金融成长空间广阔。公司已有多个新兴金融业务的资质牌照，可为中小微企业和个人提供多样化、一体化的综合金融服务，金融业务有望持续稳健增长，成为业绩亮点。
- **风险提示：**供应链金融及金融服务业务增速不及预期风险；房地产市场持续大幅震荡风险；金融衍生品交易风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	64,219.88	98,076.57	132,288.76	166,231.20	201,042.54	成长性					
营业成本	60,486.23	92,801.44	124,563.10	156,523.30	189,301.65	营业收入增长	16.2%	52.7%	34.9%	25.7%	20.9%
销售费用	1,205.49	1,396.54	2,340.87	2,941.48	3,557.48	营业成本增长	16.3%	53.4%	34.2%	25.7%	20.9%
管理费用	188.75	203.72	363.01	456.15	551.67	营业利润增长	17.7%	36.8%	35.5%	30.1%	24.5%
财务费用	867.52	699.78	1,150.44	1,399.96	1,630.41	利润总额增长	19.3%	36.8%	34.2%	29.8%	24.4%
投资净收益	927.49	123.01	0.00	0.00	0.00	净利润增长	-23.4%	60.4%	33.2%	29.8%	24.4%
营业利润	1,311.96	1,795.11	2,432.32	3,164.18	3,940.24	盈利能力					
其他非经常性损益	25.42	34.04	21.81	21.81	21.81	毛利率	5.8%	5.4%	5.8%	5.8%	5.8%
利润总额	1,337.39	1,829.16	2,454.13	3,186.00	3,962.05	销售净利率	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
所得税	376.49	447.03	613.53	796.50	990.51	ROE	8.2%	6.8%	8.4%	10.1%	11.4%
少数股东损益	310.39	338.93	451.36	585.96	728.69	ROIC	9.1%	15.1%	11.4%	6.7%	11.4%
归母公司股东净利润	650.50	1,043.20	1,389.24	1,803.54	2,242.85	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	1.9%	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%
流动资产	33,824.77	47,543.47	76,101.30	70,437.54	102,844.51	管理费用/营业收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
货币资金	3,251.06	4,173.55	1,322.89	1,662.31	2,010.43	财务费用/营业收入	1.4%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
应收和预付款项	8,470.67	10,235.43	21,701.82	18,429.84	30,106.00	投资收益/营业利润	70.7%	6.9%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	18,392.82	23,568.22	43,510.33	40,779.13	61,161.82	所得税/利润总额	28.2%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
其他流动资产	3,710.23	9,566.26	9,566.26	9,566.26	9,566.26	应收帐款周转率	21.70	23.54	16.16	22.66	17.58
非流动资产	4,053.26	5,124.47	3,849.82	3,578.56	3,331.43	存货周转率	3.29	3.94	2.86	3.84	3.10
固定资产和在建工程	1,177.69	1,400.65	1,158.53	916.40	669.27	固定资产周转率	55.49	72.62	119.34	191.87	300.39
资产总计	37,878.03	52,667.93	79,951.12	74,016.10	106,175.94	总资产周转率	1.70	1.86	1.65	2.25	1.89
流动负债	27,772.45	30,443.64	56,164.41	48,201.03	77,838.45	偿债能力					
短期借款	6,559.37	2,889.35	26,823.39	11,223.32	35,794.75	资产负债率	75.7%	64.9%	74.9%	70.2%	76.8%
应付和预收款项	15,910.02	22,655.45	27,404.37	35,041.07	40,107.05	流动比率	1.22	1.56	1.35	1.46	1.32
非流动负债	884.42	3,750.54	3,750.54	3,750.54	3,750.54	速动比率	0.44	0.51	0.43	0.44	0.43
长期借款	861.10	3,652.63	3,652.63	3,652.63	3,652.63	每股指标 (元)					
负债合计	28,656.87	34,194.18	59,914.95	51,951.57	81,588.98	EPS	0.39	0.63	0.83	1.08	1.35
股东权益	9,012.79	17,915.84	19,478.26	21,506.62	24,029.05	每股净资产	4.77	9.24	9.90	10.77	11.85
股本	1,664.47	1,664.51	1,664.51	1,664.51	1,664.51	每股经营现金流	2.13	1.46	(14.19)	10.50	(13.44)
留存收益	4,267.09	11,916.18	13,027.24	14,469.64	16,263.38	每股经营现金/EPS	5.45	2.32	(17.01)	9.69	(9.98)
少数股东权益	1,070.79	2,543.10	2,994.46	3,580.42	4,309.11	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	37,669.66	52,110.02	79,393.21	73,458.19	105,618.03	PE	23.95	14.93	11.21	8.64	6.95
现金流量表	(百万)					PEG	0.59	0.51	N/A	N/A	N/A
经营活动现金流	3,544.78	2,423.96	-23,626.66	17,471.23	-22,373.17	PB	1.96	1.01	0.95	0.87	0.79
其中经营营运资本增量	-3,234.19	8,620.49	27,001.70	-13,300.46	27,340.99	EV/EBITDA	10.86	8.91	14.04	7.50	10.83
投资活动现金流	355.01	-7,409.96	-1,942.44	16.36	16.36	EV/SALES	0.33	0.23	0.36	0.20	0.29
其中本期净投资	-2,861.31	8,817.86	26,730.45	-13,571.71	27,093.86	EV/IC	1.57	1.01	0.98	0.93	0.93
融资活动现金流	-2,810.43	5,512.11	22,718.43	-17,148.16	22,704.92	ROIC-WACC	1%	7%	1%	0%	2%
现金流净额	1,090.88	585.86	-2,850.66	339.42	348.11	EV/EBIT	11.54	9.36	14.16	7.55	10.84

研究员介绍及承诺

甄峰: 首席中小市值研究员, 2011年香港城市大学商学院管理科学博士毕业, 研究方向是大型复杂商业问题的建模与优化, 作为行业研究员从业五年, 看过中小市值(偏TMT), 环保, 交通运输等行业。

黄红卫: 2016年入职长城证券研究所中小市值组, 研究人工智能方向。

林彦宏: 荷兰皇家格罗宁根大学理学硕士, 2016年11月加入长城证券, 任中小市值研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>