

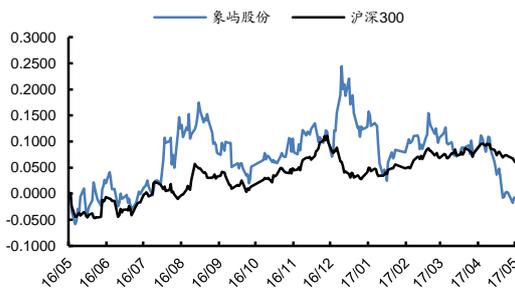
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 李欣雨 S0350116060006
021-68930163 lixy02@ghzq.com.cn

大宗品产业结构优化带动业绩高速增长

——象屿股份（600057）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
象屿股份	-8.1	-8.1	0.7
沪深300	-1.5	1.2	6.1

市场数据

2017-05-04

当前价格（元）	10.16
52周价格区间（元）	9.57 - 12.92
总市值（百万）	11895.12
流通市值（百万）	11220.74
总股本（万股）	117077.94
流通股（万股）	110440.34
日均成交额（百万）	77.50
近一月换手（%）	12.74

相关报告

《象屿股份（600057）动态研究：大宗品涨价带动利润增长，粮储业务仍为关注重点》——
2016-12-12

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

公司公布2016年年报显示：公司实现营业收入1190.67亿元，同比增加98.7%，毛利率3.4%，同比下降0.41pct；归母净利润4.26亿元，同比增加47.63%；每股收益0.36元，同比增加28.57%。

2017年一季报显示：公司实现营业收入403.4646元，同比增加105.93%，毛利率2.23%，同比下降0.8pct；归母净利1.38亿元，同比增加77.86%。

评论：

■ **业务规模扩张加速带动业绩提升** 由于大宗品行业景气度提升，公司积极向产业链上下游延伸，2016年占公司营收占比高达99%的大宗品采购供应及综合物流板块营收同比增加99.93%，其中，公司金属材料矿产品（营收占比67%）全年实现销量同比增加1.19倍，营收同比增加1.29倍。同时公司目前产业已拓展至海外进出口业务，2016年的进出口贸易量达34亿美元，现已在美国、新西兰、迪拜、香港设立了子公司，未来还将继续推动新加坡等海外公司的设立。

■ **农产供应链小幅下滑，农产供给侧改革有望受益** 公司农产品板块通过不断完善产业链上下游网络服务能力，积极布局“后临储时代”。受相关农产品政策调整，公司暂停了玉米种植业务，在保持政策粮食收储业务稳定的同时，重点在上游完善粮食收、储、物流网点布局；在下游着力搭建“北粮南运”的物流通道，并积极推动与铁路企业的深度合作。2016年公司旗下子公司象屿农产实现净利润3.06亿元，较2015年的3.74亿元同比下降18.07%，已好于我们预期。公司目前拥有粮食铁路专线运输，与各铁路企业的合作将打通“北粮南运”运输通道，未来随着国家农产供给侧去库存影响，占我们粮食生产三分之一的东北地区将给公司的物流运输提供有力支持，有望为公司带来可观的业绩增长。

■ **四季度套保业务拖累公司业绩增速** 2016年公司投资收益-1.29亿元，与2015年的5.67亿元相比，严重拖累公司业绩增速，其中公司处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益-3.29亿元。由于公司目前大宗品业务配有套保增值服务业务，且由于公司财务报表对现货的浮盈浮亏只有在交割时才可以体现，因此未来需实时跟踪该项业务对公司整体利润的影响。

- **盈利预测和投资评级：维持增持评级** 公司目前积极拓展多产业链发展，大宗品需求回升带动公司业务景气度回升，预计公司2017-2019年EPS为0.54元、0.72元、0.89元，对应PE为19倍、14倍、11倍，员工持股价10.403元/股，安全边际较高，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 业务拓展不及预期；2) 产业链政策趋紧风险；3) 大宗品价格大幅下跌风险；4) 宏观经济持续低迷；

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	119067	139254	160110	179297
增长率(%)	99%	17%	15%	12%
净利润(百万元)	426	633	843	1038
增长率(%)	48%	48%	33%	23%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.54	0.72	0.89
ROE(%)	3.88%	5.56%	6.96%	7.86%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

事件:

公司公布 2016 年年报显示:公司实现营业收入 1190.67 亿元,同比增加 98.7%,毛利率 3.4%,同比下降 0.41pct; 归母净利 4.26 亿元,同比增加 47.63%; 每股收益 0.36 元,同比增加 28.57%。

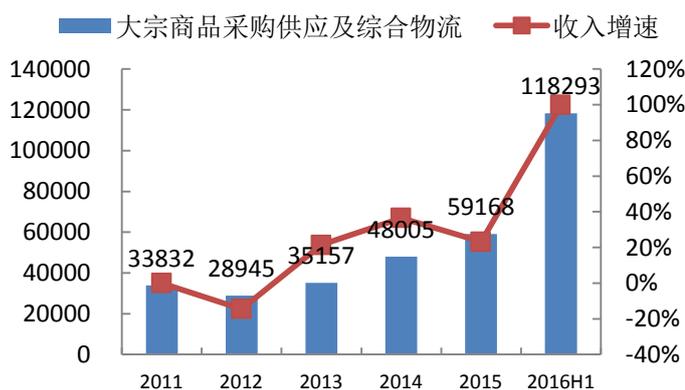
2017 年一季报显示: 公司实现营业收入 403.4646 元,同比增加 105.93%, 毛利率 2.23%, 同比下降 0.8pct; 归母净利 1.38 亿元, 同比增加 77.86%。

评论:

1、业务规模扩张加速带动业绩提升

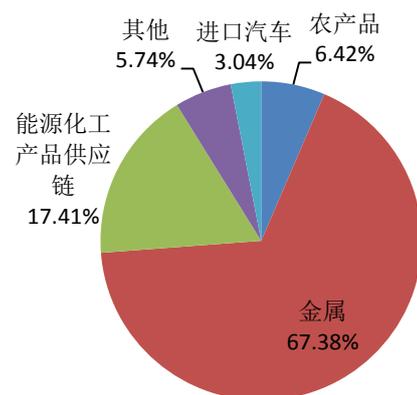
受益于经济缓慢复苏和国家供给侧改革影响,公司持续调整、优化产业结构,提升运营能力和盈利水平。目前公司经营的大宗商品主要包括农副产品、金属材料矿产品、能源化工产品,以及机电产品等。由于大宗品行业景气度提升,2016 年占公司营收占比高达 99%的大宗品采购供应及综合物流板块营收同比增加 99.93%,其中,公司金属材料矿产品(营收占比 67%)全年实现销量 5,039 万吨,同比增加 1.19 倍,营收 797 亿元,同比增加 1.29 倍。此外,公司依托其完善的供应链服务模式,积极向产业链上下游延伸,新设立的石油公司当年就实现营收 25 亿元。同时公司目前产业已拓展至海外市场的进出口业务,2016 年的进出口贸易量达 34 亿美元,其中,进口汽车供应链全年营收 36 亿元,同比增加 33 亿元,现已在美国、新西兰、迪拜、香港设立了子公司,未来还将继续推动新加坡等海外公司的设立。

图 1: 公司大宗品供应链板块营收对比图(百万元)



资料来源:公司公告,国海证券研究所

图 2: 公司大宗品供应板块各子产品的营收占比分布图



资料来源:公司公告,国海证券研究所

2、农产供应链小幅下滑,农产供给侧改革有望受益

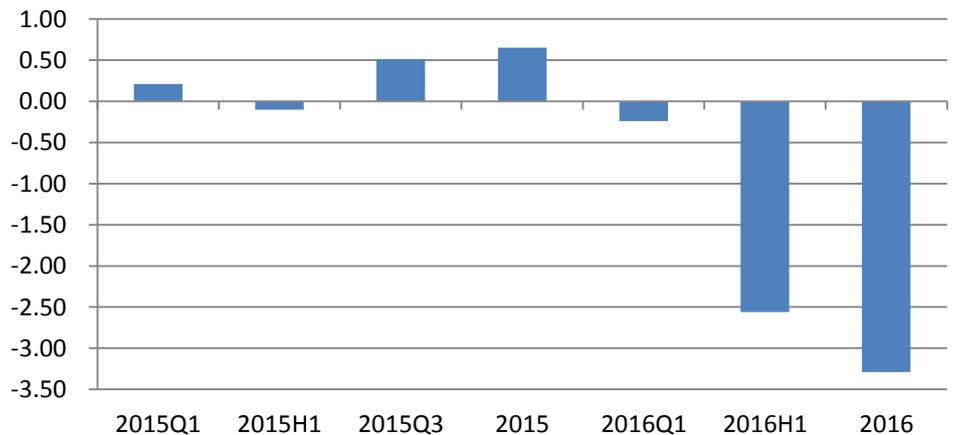
公司农产品板块通过不断完善产业链上下游网络服务能力,积极布局“后临储时代”。受相关农产品政策调整,公司暂停了玉米种植业务,在保持政策粮食收储

业务稳定的同时，重点在上游完善富锦、北安、绥化、讷河、嫩江等地粮食收、储、物流网点布局；在下游着力搭建“北粮南运”的物流通道，展开大连、南通等关键物流节点布局，并积极推动与铁路企业的深度合作。2016年公司旗下子公司象屿农产实现净利润3.06亿元，较2015年的3.74亿元同比下降18.07%，已好于我们预期。公司目前拥有粮食铁路专线运输，与各铁路企业的合作将打通“北粮南运”运输通道，未来随着国家农产供给侧去库存影响，占我们粮食生产三分之一的东北地区将给公司的物流运输提供有力支持，有望为公司带来可观的业绩增长。

3、四季度套保业务拖累公司业绩增速

2016年公司投资收益-1.29亿元，与2015年的5.67亿元相比，严重拖累公司业绩增速，其中公司处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益-3.29亿元，包括期货合约处置损失2.76元、远期结售汇合约处置收益2098.73万元、外汇期权合约处置损失1111.23万元、掉期合约处置收益6546.03万元，以及贵金属合约处置损失1.29亿元。由于公司目前大宗品业务配有套保增值服务业务，且由于公司财务报表对现货的浮盈浮亏只有在交割时才可以体现，因此未来需实时跟踪该项业务对公司整体利润的影响。

图3：公司2015年和2016年套期保值盈亏走势图（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

4、盈利预测与评级

公司目前积极拓展多产业链发展，大宗品需求回升带动公司业务景气度回升，预计公司2017-2019年EPS为0.54元、0.72元、0.89元，对应PE为19倍、14倍、11倍，员工持股价10.403元/股，安全边际较高，维持“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 业务拓展不及预期；
- 2) 产业链政策趋紧风险；
- 3) 大宗商品价格大幅下跌风险；
- 4) 宏观经济持续低迷；

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	119067	139254	160110	179297
增长率(%)	99%	17%	15%	12%
净利润(百万元)	426	633	843	1038
增长率(%)	48%	48%	33%	23%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.54	0.72	0.89
ROE(%)	3.88%	5.56%	6.96%	7.86%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 2: 象屿股份盈利预测表

证券代码:	600057.SH				股价:	10.16	投资评级:	买入	日期:	2017-05-04
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	4%	6%	7%	8%	EPS	0.36	0.54	0.72	0.89	
毛利率	3%	3%	3%	3%	BVPS	5.71	5.73	5.93	6.35	
期间费率	2%	2%	2%	2%	估值					
销售净利率	0%	0%	1%	1%	P/E	27.89	18.80	14.11	11.46	
成长能力					P/B	1.78	1.77	1.71	1.60	
收入增长率	99%	17%	15%	12%	P/S	0.10	0.09	0.07	0.07	
利润增长率	48%	48%	33%	23%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	3.51	4.05	4.54	4.92	营业收入	119067	139254	160110	179297	
应收账款周转率	25.12	29.13	29.13	29.13	营业成本	115023	134850	155016	173567	
存货周转率	11.49	12.26	12.26	12.26	营业税金及附加	128	149	172	192	
偿债能力					销售费用	1499	1753	2016	2258	
资产负债率	68%	67%	66%	64%	管理费用	348	407	468	524	
流动比	1.09	1.07	1.08	1.12	财务费用	638	382	330	279	
速动比	0.62	0.56	0.50	0.47	其他费用 / (-收入)	(926)	(700)	(700)	(700)	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	504	1012	1409	1777	
现金及现金等价物	2228	1939	2407	2545	营业外净收支	302	185	185	185	
应收款项	4740	4781	5497	6156	利润总额	806	1197	1594	1962	
存货净额	10012	11011	12657	14172	所得税费用	133	198	263	324	
其他流动资产	6401	5396	3000	1566	净利润	673	999	1331	1638	
流动资产合计	23381	23117	23552	24429	少数股东损益	247	366	488	600	
固定资产	4882	5438	5266	5053	归属于母公司净利润	426	633	843	1038	
在建工程	526	126	226	276	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	1046	1081	1073	1066	经营活动现金流	2222	1254	779	502	
长期股权投资	1185	1485	1685	1785	净利润	673	999	1331	1638	
资产总计	33910	34425	35299	36454	少数股东权益	247	366	488	600	
短期借款	7119	7119	6119	5119	折旧摊销	260	349	380	371	
应付款项	6914	7374	8477	9492	公允价值变动	(325)	(300)	(300)	(300)	
预收帐款	2934	3050	3507	3927	营运资金变动	1366	(159)	(1120)	(1807)	
其他流动负债	4521	4068	3662	3295	投资活动现金流	(3595)	(745)	(446)	(286)	
流动负债合计	21487	21612	21765	21833	资本支出	(1452)	(156)	72	163	
长期借款及应付债券	720	720	720	720	长期投资	(348)	(300)	(200)	(100)	
其他长期负债	702	702	702	702	其他	(1795)	(289)	(318)	(350)	
长期负债合计	1422	1422	1422	1422	筹资活动现金流	1083	(608)	(1610)	(1551)	
负债合计	22909	23034	23187	23256	债务融资	(805)	0	(1000)	(1000)	
股本	1171	1171	1171	1171	权益融资	2066	0	0	0	
股东权益	11000	11391	12112	13199	其它	(178)	(608)	(610)	(551)	
负债和股东权益总计	33910	34425	35299	36454	现金净增加额	(290)	(99)	(1277)	(1336)	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【交通运输组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

李欣雨，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学会计硕士，西南财经大学学士，从事交运行业研究 1 年，16 年加入国海证券研究所，现从事交运行业研究

【分析师承诺】

谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。