

公司研究/动态点评

2017年07月05日

商业贸易/贸易 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.07
合理价格区间(元): 12.3~15

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

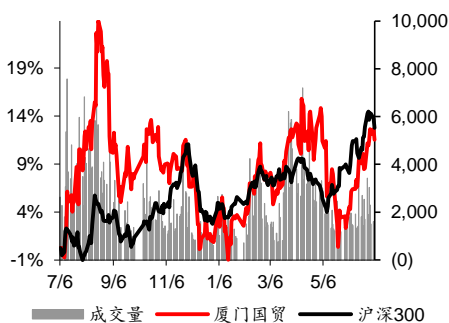
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《厦门国贸(600755,买入): Q1 营收继续高增, 盈利释放动力足》2017.04
- 2《厦门国贸(600755,买入): 进击的巨人, 规模扩张超预期》2017.04
- 3《厦门国贸(600755,买入): 2016 年业绩高速增长, 持续景气可期》2017.01

股价走势图



资料来源: Wind

资管“小插曲”，情绪影响多于实际

厦门国贸(600755)

系统性风险影响，国贸部分港股资产管理计划出现较大程度下跌

受近期港股局部系统性风险影响，国贸资产管理公司部分投资于港股的资产管理计划（磐石成长二号、磐石成长三号、磐石成长四号、咏溪一号、咏溪二号）净值出现较大程度下跌，目前已触及强平清盘线。上述五只资产管理计划管理规模总计约 13 亿元，其中公司自有资金 3900 万元，初步预估将给公司自有资金投资造成约 3000 万元损失。

自有资金小规模尝试，不影响公司核心竞争力及金融业务长期发展

公司核心竞争力是经过 30 多年积累构建了强大的期现结合能力，使得公司在大宗商品价格剧烈波动中能够实现持续盈利，从而积累了庞大的业务量和客户资源。2013 年末公司开始明确将金融作为核心业务，旗下金融包括期货及衍生品业务（风险管理及资产管理业务）、小微金融服务及投资业务三大块，三大业务彼此独立。此次资产管理计划的损失只是公司利用少量资金用于证券投资方面的尝试，并且是港股出现局部系统风险所致，不影响公司核心竞争力及风险管理、小微金融服务及投资业务。

此次资管损失影响轻微

此次损失仅 3000 万元，利润占比很低，损失影响轻微。截止 2016 年底，公司资产管理规模 150 亿元，但公司从谨慎角度出发，资管业务以通道业务为主，只是利用少量自有资金进行主动管理方面的尝试。2016 年公司金融服务收入 62.6 亿元，其中风险管理收入 58.11 亿元。据年报数据，2016 年公司金融服务部门营业利润 1.4 亿元，预计资产管理业务利润贡献在 1000-2000 万左右，此次事件损失影响轻微。

重申公司“买入”评级，建议投资者积极关注

考虑到此次损失影响轻微，暂不调整盈利预测，预计 2017-2019 年归母净利润分别为 15.9/24/32.3 亿元，分别同比增长 52%、51.9%、34.3%。短期看公司 Q1 收入同比+52.83%，供应链业务表现超预期；预收款项（地产为主）187.6 亿元，业绩高速增长确定。同时作为金砖会议召开地、国企改革龙头企业，公司也将吸引更多投资者关注。长期看，公司三大主业协同效应显著，公司产融结合的背后是市场熟知并追捧的平台化思路，随着市场对公司认知的逐步修复，公司股价将迎来“戴维斯”双击机会。本次市场过度反应给予“买入”良机，建议投资者积极关注。

风险提示：大宗商品价格、汇率、利率出现剧烈波动。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,665
流通 A 股 (百万股)	1,665
52 周内股价区间 (元)	8.05-10.08
总市值 (百万元)	15,101
总资产 (百万元)	71,705
每股净资产 (元)	9.48

资料来源: 公司公告

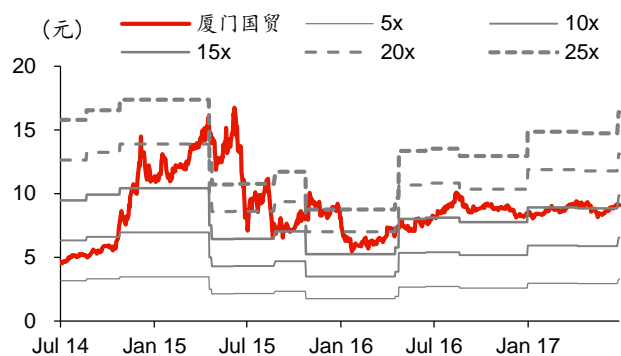
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	64,213	98,077	107,884	124,067	142,677
+/-%	16.14	52.74	10.00	15.00	15.00
归属母公司净利润 (百万元)	642.61	1,043	1,586	2,408	3,233
+/-%	(24.31)	62.34	52.01	51.88	34.26
EPS (元, 最新摊薄)	0.39	0.63	0.95	1.45	1.94
PE (倍)	22.72	13.99	9.21	6.06	4.51

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

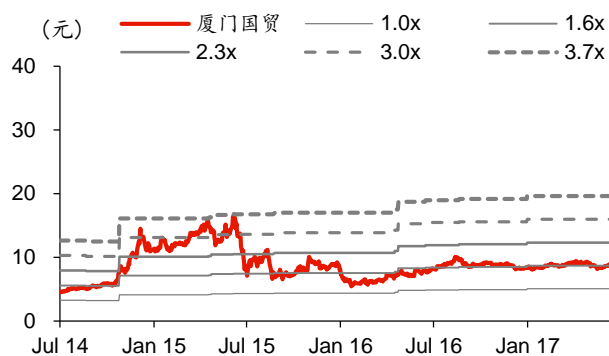
PE/PB - Bands

图表1: 厦门国贸历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 厦门国贸历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	35,409	48,355	51,911	57,578	64,367
现金	3,626	4,194	3,747	3,876	3,886
应收账款	2,324	3,384	3,763	4,339	4,974
其他应收账款	2,089	1,789	2,717	2,991	3,352
预付账款	3,450	4,279	5,419	6,003	6,838
存货	19,386	23,568	29,529	33,008	37,491
其他流动资产	4,535	11,140	6,736	7,361	7,826
非流动资产	4,656	6,418	6,451	6,611	6,699
长期投资	1,157	1,318	1,185	1,209	1,214
固定投资	1,158	1,351	2,252	2,210	2,157
无形资产	216.36	216.14	207.66	199.16	190.68
其他非流动资产	2,124	3,533	2,806	2,993	3,137
资产总计	40,065	54,773	58,362	64,189	71,065
流动负债	28,930	32,667	34,300	36,987	39,788
短期借款	6,559	2,889	2,873	1,394	113.25
应付账款	1,770	2,063	2,635	2,942	3,334
其他流动负债	20,600	27,715	28,792	32,651	36,341
非流动负债	1,729	4,191	4,084	4,285	4,466
长期借款	1,411	1,215	1,373	1,563	1,727
其他非流动负债	317.71	2,975	2,711	2,722	2,738
负债合计	30,659	36,857	38,384	41,272	44,254
少数股东权益	1,355	2,543	3,020	3,824	4,862
股本	1,664	1,665	1,665	1,665	1,665
资本公积	2,136	1,792	1,792	1,792	1,792
留存公积	4,215	5,076	13,502	15,636	18,493
归属母公司股	8,051	15,373	16,958	19,093	21,950
负债和股东权益	40,065	54,773	58,362	64,189	71,065

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,755	2,288	(392.97)	2,121	2,055
净利润	946.49	1,382	2,062	3,212	4,272
折旧摊销	114.75	120.40	194.40	249.61	266.47
财务费用	872.64	699.78	298.51	257.86	167.94
投资损失	(931.15)	(123.01)	(74.00)	(120.00)	0.00
营运资金变动	1,580	128.26	(3,190)	(1,533)	(2,777)
其他经营现金	172.54	80.48	315.56	54.96	125.93
投资活动现金	364.22	(7,410)	716.83	(238.05)	(358.71)
资本支出	283.10	341.33	1,100	200.00	200.00
长期投资	(101.26)	6,877	(336.40)	144.67	146.39
其他投资现金	546.05	(191.32)	1,480	106.63	(12.32)
筹资活动现金	(2,410)	5,512	(770.80)	(1,755)	(1,686)
短期借款	907.81	(3,670)	(16.01)	(1,479)	(1,281)
长期借款	284.75	(195.61)	157.76	189.51	164.46
普通股增加	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	123.29	(344.40)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,726)	9,722	(912.55)	(465.19)	(569.53)
现金净增加额	710.70	449.93	(446.94)	128.78	10.10

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	64,213	98,077	107,884	124,067	142,677
营业成本	60,486	92,801	102,058	116,747	133,831
营业税金及附加	733.58	813.95	991.94	1,150	1,296
营业费用	1,214	1,397	1,402	1,241	1,141
管理费用	192.63	203.72	277.75	307.64	348.72
财务费用	872.64	699.78	298.51	257.86	167.94
资产减值损失	182.30	242.13	193.54	200.73	205.01
公允价值变动收益	(171.66)	(246.90)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	931.15	123.01	74.00	120.00	0.00
营业利润	1,291	1,795	2,736	4,283	5,687
营业外收入	72.16	78.41	71.14	73.73	73.65
营业外支出	46.21	44.37	44.48	44.73	44.58
利润总额	1,317	1,829	2,762	4,312	5,716
所得税	370.20	447.03	699.98	1,100	1,445
净利润	946.49	1,382	2,062	3,212	4,272
少数股东损益	303.88	338.93	476.48	804.15	1,038
归属母公司净利润	642.61	1,043	1,586	2,408	3,233
EBITDA	2,278	2,615	3,228	4,791	6,122
EPS (元)	0.39	0.63	0.95	1.45	1.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	16.14	52.74	10.00	15.00	15.00
营业利润	15.77	39.08	52.39	56.58	32.78
归属母公司净利润	(24.31)	62.34	52.01	51.88	34.26
获利能力 (%)					
毛利率	5.80	5.38	5.40	5.90	6.20
净利率	1.00	1.06	1.47	1.94	2.27
ROE	7.98	6.79	9.35	12.61	14.73
ROIC	13.66	10.44	10.31	14.49	16.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.52	67.29	65.77	64.30	62.27
净负债比率 (%)	28.25	11.89	12.41	8.35	5.23
流动比率	1.22	1.48	1.51	1.56	1.62
速动比率	0.55	0.76	0.65	0.66	0.67
营运能力					
总资产周转率	1.72	2.07	1.91	2.02	2.11
应收账款周转率	28.57	31.50	27.69	28.14	28.13
应付账款周转率	36.48	48.42	43.45	41.87	42.65
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.63	0.95	1.45	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	1.37	(0.24)	1.27	1.23
每股净资产(最新摊薄)	4.84	9.24	10.19	11.47	13.19
估值比率					
PE (倍)	22.72	13.99	9.21	6.06	4.51
PB (倍)	1.81	0.95	0.86	0.76	0.67
EV_EBITDA (倍)	8.16	7.11	5.76	3.88	3.04

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com