

公司研究/公告点评

2017年07月21日

商业贸易/贸易 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.46  
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

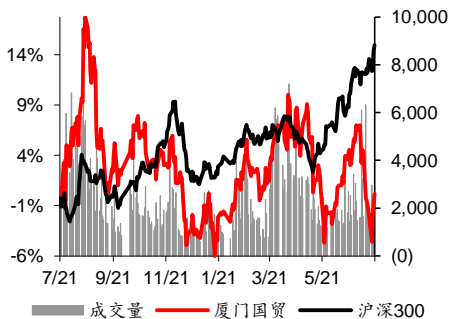
张坚 0755 82364269  
联系人 zhang\_jian@htsc.com

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

相关研究

- 1《厦门国贸(600755,买入): 资管“小插曲”, 情绪影响多于实际》2017.07
- 2《厦门国贸(600755,买入): Q1 营收继续高增, 盈利释放动力足》2017.04
- 3《厦门国贸(600755,买入): 进击的巨人, 规模扩张超预期》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

# 举重若轻, 舟过青山

## 厦门国贸(600755)

### 厦门国贸 2017H1 营收同比增长 67.81%

厦门国贸发布 2017 年上半年业绩快报, 2017 年上半年公司共实现营业收入 684 亿元, 同比增长 67.81%; 归属上市公司股东净利润为 7.79 亿元, 同比增长 27.33%。出于谨慎性原则, 公司上半年业绩已经扣除了近期资管损失净值不足以支付给优先级投资者份额的本金及预期收益部分, 全额计提了可能产生的损失 5.2 亿元, 同时计提了公司自有资金投资部分的浮动亏损。

### 供应链管理业务持续高速增长, 地产业绩陆续确认带来靓丽业绩

2017 年上半年公司收入同比大幅提升主要是公司供应链管理业务持续大幅增长, 同时地产业务已销售项目开始陆续确认收入。我们在此前反复强调公司地产预收账款充足 (2017Q1 公司预收账款 188 亿元, 其中以房地产预收账款为主), 业绩高增长确定, 中报业绩验证了此前的判断。

### 面对资管损失事件, 公司实力雄厚, 举重若轻

因为港股系统性风险, 公司旗下资管计划净值出现较大幅度下跌, 此次全额计提了可能产生的损失 5.2 亿元。但是公司实力雄厚, 2016 年全年收入 981 亿元, 2017H1 收入 684 亿元, 同比增速高达 67.81%, 全额扣除损失后, 公司净利润仍达 7.79 亿元。母公司国贸控股 2016 年收入 1457 亿元, 成功跻身《财富》世界 500 强, 公司有能力应对不利情况。同时, 我们判断此次资管损失事件能得到追偿, 终会有更乐观的结果。

### 供应链业务高速增长再次验证强大期现结合能力

我们在此前报告中多次强调, 经过 30 多年的积累, 公司构建了强大的期现结合能力, 使得公司在大宗商品剧烈波动中也能维持持续盈利, 贸易规模不断上升, 市场份额不断增长, 积累了庞大的业务量和客户资源。2017 年上半年公司收入同比增长 67.81%, 再次验证了公司核心竞争力强大, 公司在 2016 年年报中表示 2017 年经营收入力争突破 1000 亿元 (YOY 1.96%), 从已经取得的成果来看, 年度经营规模预计将较大概率超此目标。

### 维持公司“买入”评级, 建议投资者积极关注

由于资管事件可能带来的影响, 我们从谨慎性角度出发, 对此前的盈利预测进行调整, 预计 2017-2019 年归母净利润分别为 13.7/18.15/24.43 亿元 (此前为 15.9/24/32.3 亿元), 分别同比增长 31.36%、32.44%、34.6%。即使全额计提可能的资管损失, 2017 年上半年净利润增速仍达 27.33%, 目前公司股价对应 2018 年 PE 仅 7.76 倍, 属于低估值高成长标的。维持公司“买入”评级。

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)	14,086
总资产 (百万元)	71,705
每股净资产 (元)	9.48

资料来源: 公司公告

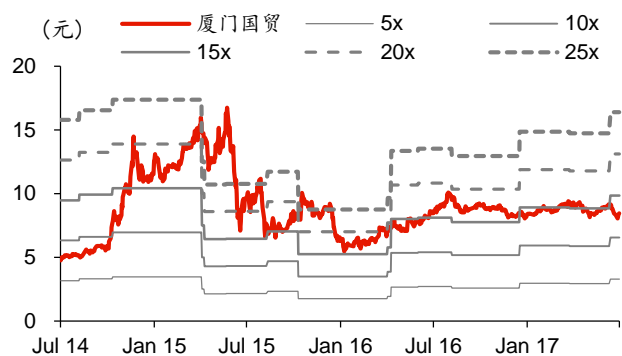
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	64,213	98,077	139,269	160,159	184,183
+/-%	16.14	52.74	42.00	15.00	15.00
归属母公司净利润 (百万元)	642.61	1,043	1,370	1,815	2,443
+/-%	(24.31)	62.34	31.36	32.44	34.60
EPS (元, 最新摊薄)	0.39	0.63	0.82	1.09	1.47
PE (倍)	21.91	13.50	10.28	7.76	5.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

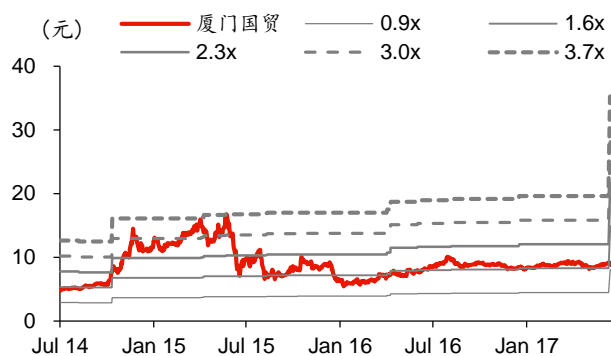
**PE/PB - Bands**

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	64,381	71,695	80,542
现金	3,626	4,194	3,747	3,876	3,886
应收账款	2,324	3,384	4,857	5,601	6,421
其他应收账款	2,089	1,789	3,507	3,861	4,327
预付账款	3,450	4,279	7,003	7,791	8,893
存货	19,386	23,568	38,159	42,836	48,758
其他流动资产	4,535	11,140	7,107	7,730	8,257
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	70,832	78,306	87,241
流动负债	28,930	32,667	47,250	52,426	58,368
短期借款	6,559	2,889	9,004	8,812	9,467
应付账款	1,770	2,063	3,406	3,818	4,336
其他流动负债	20,600	27,715	34,840	39,796	44,565
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	51,334	56,711	62,834
少数股东权益	1,355	2,543	2,955	3,561	4,345
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	13,087	14,577	16,605
归属母公司股	8,051	15,373	16,543	18,034	20,062
负债和股东权益	40,065	54,773	70,832	78,306	87,241

### 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	(5,969)	1,511	783.34
净利润	946.49	1,382	1,782	2,421	3,227
折旧摊销	114.75	120.40	194.40	249.61	266.47
财务费用	872.64	699.78	527.50	763.90	794.36
投资损失	(931.15)	(123.01)	52.00	0.00	0.00
营运资金变动	1,580	128.26	(9,044)	(2,007)	(3,662)
其他经营现金	172.54	80.48	519.31	83.46	157.21
投资活动现金	364.22	(7,410)	590.83	(358.05)	(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)	1,354	(13.37)	(12.32)
筹资活动现金	(2,410)	5,512	4,931	(1,024)	(414.52)
短期借款	907.81	(3,670)	6,115	(192.30)	655.48
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	(1,341)	(1,021)	(1,234)
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	139,269	160,159	184,183
营业成本	60,486	92,801	131,887	151,510	174,053
营业税金及附加	733.58	813.95	1,281	1,484	1,673
营业费用	1,214	1,397	2,033	2,627	2,763
管理费用	192.63	203.72	358.54	397.13	450.17
财务费用	872.64	699.78	527.50	763.90	794.36
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	(52.00)	0.00	0.00
营业利润	1,291	1,795	2,936	3,176	4,245
营业外收入	72.16	78.41	71.14	73.73	73.65
营业外支出	46.21	44.37	620.00	0.00	0.00
利润总额	1,317	1,829	2,387	3,250	4,319
所得税	370.20	447.03	604.90	828.76	1,091
净利润	946.49	1,382	1,782	2,421	3,227
少数股东损益	303.88	338.93	411.76	606.00	784.38
归属母公司净利润	642.61	1,043	1,370	1,815	2,443
EBITDA	2,278	2,615	3,658	4,189	5,306
EPS (元)	0.39	0.63	0.82	1.09	1.47

### 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	42.00	15.00	15.00
营业利润	15.77	39.08	63.55	8.18	33.66
归属母公司净利润	(24.31)	62.34	31.36	32.44	34.60
获利能力 (%)					
毛利率	5.80	5.38	5.30	5.40	5.50
净利率	1.00	1.06	0.98	1.13	1.33
ROE	7.98	6.79	8.28	10.06	12.18
ROIC	13.66	10.44	9.36	9.97	11.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.52	67.29	72.47	72.42	72.02
净负债比率 (%)	28.25	11.89	21.23	19.16	18.57
流动比率	1.22	1.48	1.36	1.37	1.38
速动比率	0.55	0.76	0.55	0.55	0.54
营运能力					
总资产周转率	1.72	2.07	2.22	2.15	2.23
应收账款周转率	28.57	31.50	31.01	28.14	28.13
应付账款周转率	36.48	48.42	48.24	41.95	42.69
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.63	0.82	1.09	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	1.37	(3.59)	0.91	0.47
每股净资产(最新摊薄)	4.84	9.24	9.94	10.83	12.05
估值比率					
PE (倍)	21.91	13.50	10.28	7.76	5.76
PB (倍)	1.75	0.92	0.85	0.78	0.70
EV_EBITDA (倍)	7.94	6.91	4.94	4.32	3.41

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 电子

### 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

邮 件：  
ht-rd  
@hts  
c.co  
m

邮 件：  
ht-rd  
@hts  
c.co  
m