

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.45
合理价格区间(元): 12.30~15.00

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

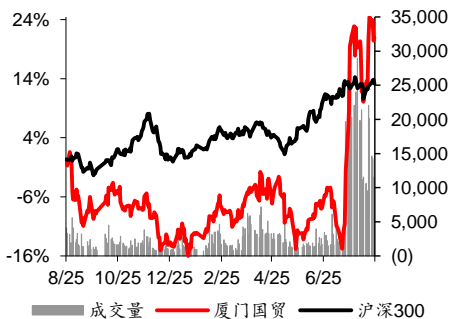
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

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

相关研究

- 1《厦门国贸(600755,买入): 举重若轻, 舟过青山》2017.07
- 2《厦门国贸(600755,买入): 资管“小插曲”, 情绪影响多于实际》2017.07
- 3《厦门国贸(600755,买入): Q1 营收继续高增, 盈利释放动力足》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

期现结合助力, 供应链快速增长

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 年半年报, 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 28.97%。扣非后净利润为 1989 万元, 同比下滑 96.25%。扣除永续债利息后, 归属净利润 6.37 亿元, 同比增长 4.2%。出于谨慎性原则, 公司上半年归属净利润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, 地产预收款丰厚

分行业看, 公司供应链管理业务贡献收入 576 亿元, 同比增长 56%; 房地产业务贡献收入 38.4 亿元, 同比增长 62.18%; 金融服务贡献收入 68.95 亿元, 同比增长 382.05%。供应链管理业务持续高速增长, 钢铁业务收入过百亿, PTA、橡胶、煤炭、化工产品 & 农产品等经营品种均实现 1 倍以上的大幅增长, 市场占有率和行业地位进一步提升。地产业务方面, 已销售项目开始陆续确认收入, 2017H1 公司又签约销售金额 33.46 亿元。截止 2017 年 6 月底公司预售房款 117 亿元, 且拿地成本低廉, 预计将为公司贡献可观利润。

剩余增信担保资管计划、资管计划暂停影响可控

根据公司公告, 截止 2017 年 8 月 24 日, 公司及子公司采取直接或间接方式为资产管理公司发起设立的资管计划提供份额回购或差额补足等承诺的份额规模已降至 11.35 亿元 (所涉及投资均投向国内市场)。同时公司仍在积极采取措施处置存量产品, 降低增信规模, 直至清零。剩余资管担保无需担忧。另外, 证监局决定从即日起至 2018 年 2 月 22 日暂停公司新的资管业务, 根据 2016 年年报, 预计 2016 年资管业务利润在 1-2 千万元之内, 资管暂停事件影响可控。

供应链快速增长, 期现结合优势进一步显示

上半年以铁矿石、螺纹钢、PTA 为代表的大宗商品价格剧烈波动, 以铁矿石为例, 价格从 2 月份最高点 742 下降至 6 月份最低点不到 420, 下滑幅度超过 40%。公司凭借强大期现结合能力, 有效规避了价格大幅波动风险, 期货端大幅盈利, 2017H1 投资收益达 10.3 亿元 (主要是处置期货合约收益大幅增加), 期现结合优势进一步体现。从启润资本数据看, 2017H1 启润资本净利润 2.06 亿元, 期现结合为代表的风险管理业务发展势头良好。

维持公司“买入”评级

维持此前的盈利预测, 预计 2017-2019 年归母净利润分别为 13.7/18.15/24.43 亿元, 分别同比增长 31.36%、32.44%、34.6%。目前公司股价对应 2018 年 PE 仅仅 10.5 倍, 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)	8.05-11.78
总市值 (百万元)	19,064
总资产 (百万元)	71,705
每股净资产 (元)	9.48

资料来源: 公司公告

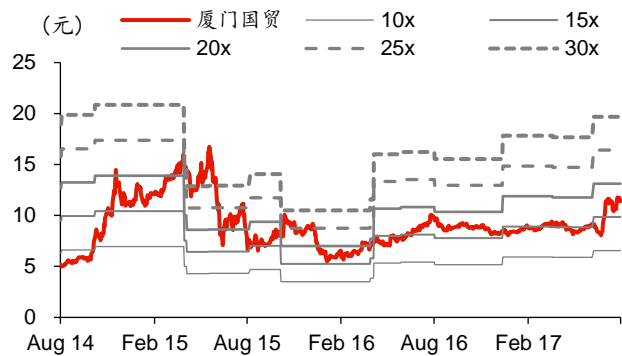
经营预测指标与估值

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)	29.66	18.27	13.91	10.50	7.80

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

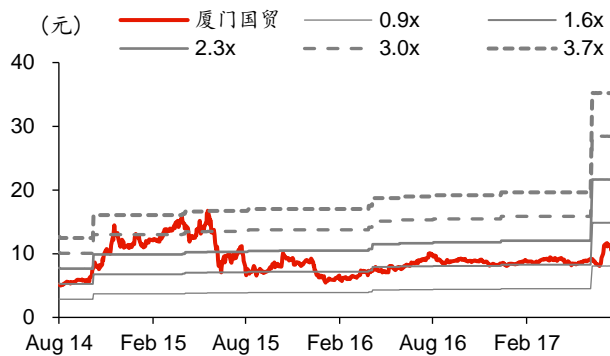
PE/PB - Bands

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)	29.66	18.27	13.91	10.50	7.80
PB (倍)	2.37	1.24	1.15	1.06	0.95
EV_EBITDA (倍)	10.12	8.82	6.31	5.50	4.35

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