

公司研究/季报点评

2017年10月27日

商业贸易/贸易 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.29
合理价格区间(元): 14.5~16.1

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

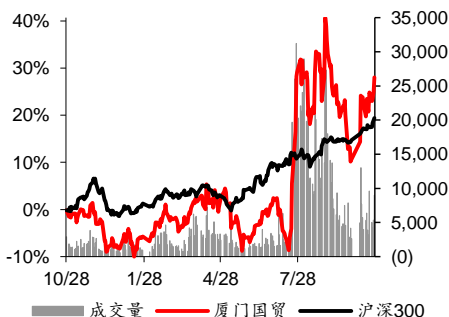
张坚 执业证书编号: S0570517090001
研究员 0755 82364269
zhang_jian@htsc.com

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

相关研究

- 1《厦门国贸(600755,买入): 期现结合助力, 供应链快速增长》2017.08
- 2《厦门国贸(600755,买入): 举重若轻, 舟过青山》2017.07
- 3《厦门国贸(600755,买入): 资管“小插曲”, 情绪影响多于实际》2017.07

股价走势图



资料来源: Wind

主业共振, 前三季度净利增长 105%

厦门国贸(600755)

厦门国贸前三季度归母净利润同比增长 104.98%

厦门国贸发布 2017 年三季报, 2017 年前三季度公司共实现营业收入 1091.5 亿元, 同比增长 65.23%; 归母净利润为 16.07 亿元, 同比增长 104.98%; 扣非后净利润为 6.98 亿元, 同比增长 32.46%。其中第三季度营业收入为 407.7 亿元, 同比增长 61.1%; 归母净利润为 8.2 亿元, 同比增长 380.6%。扣除永续债利息后, 公司前三季度归母净利润为 13.77 亿元。公司三季度业绩大超此前预期。

供应链管理业务大幅增长、房地产陆续确认带动业绩超出此前预期

2017 年前三季度公司净利润 16.07 亿元, 同比增长 104.98%。一方面公司供应链管理业务大幅增长, 另一方面公司地产项目结算进度加速带动, 三季报业绩大超此前预期。作为大宗贸易巨头, 公司在大宗商品熊市时凭借强大期现结合能力积攒了庞大的业务和客户资源, 在本轮供给侧改革大宗商品价格大幅上涨的大环境下, 公司供应链管理业务持续高速增长, 市场占有率和行业地位进一步提升, 公司业绩的高弹性也得以显现。

163 亿元预收款项在手, 护航业绩快速增长

截止三季度末, 公司预收账款仍然高达 163 亿元, 预收款项主要来自预售房款及预收贷款。预收款数据表明公司楼盘销售数据靓丽, 这些项目拿地成本低廉, 庞大的地产预收款项为公司未来业绩的快速增长提供了保证。

供应链快速增长, 期现结合优势进一步显示

今年以来, 以铁矿石、螺纹钢、PTA 为代表的大宗商品价格剧烈波动。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, 2017 前三季度投资收益达 8.55 亿元 (主要是处置期货合约收益大幅增加), 公允价值变动收益 7.62 亿元 (主要是公司持有的期货合约和外汇合约的公允价值增加所致), 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

大宗商品价格大幅上涨 (带动公司供应链管理业务收入、利润大幅增长)、地产结算进度加速 (地产项目的高毛利将带动公司收入、利润大幅提升), 公司业绩预计将大幅超出此前预测。据此, 我们上调此前的盈利预测, 预计 2017-2019 年归母净利润分别为 19.87/26.81/32.09 亿元 (此前分别为 13.7/18.15/24.43 亿元, 分别上调 6.17/8.66/7.66 亿元。), 分别同比增长 90.43%、34.95%、19.7%。参考行业可比公司估值 (物产中大、建发股份 2018 年 PE 分别为 12 倍、9 倍), 将公司此前目标价 12.3~15 元上调至 14.5~16.1 元 (给予公司 2018 年 9~10 倍 PE), 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; 地产结算进度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,776
流通 A 股 (百万股)	1,776
52 周内股价区间 (元)	8.05-12.41
总市值 (百万元)	20,056
总资产 (百万元)	81,928
每股净资产 (元)	9.83

资料来源: 公司公告

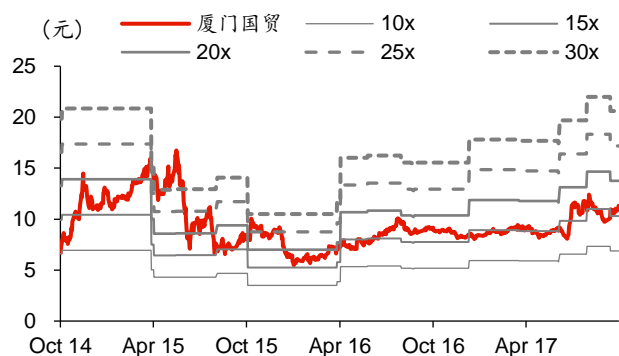
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	64,213	98,077	156,923	188,307	225,968
+/-%	16.14	52.74	60.00	20.00	20.00
归属母公司净利润 (百万元)	642.61	1,043	1,987	2,681	3,209
+/-%	(24.31)	62.34	90.43	34.95	19.70
EPS (元, 最新摊薄)	0.39	0.63	1.19	1.61	1.93
PE (倍)	29.24	18.01	9.46	7.01	5.86

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

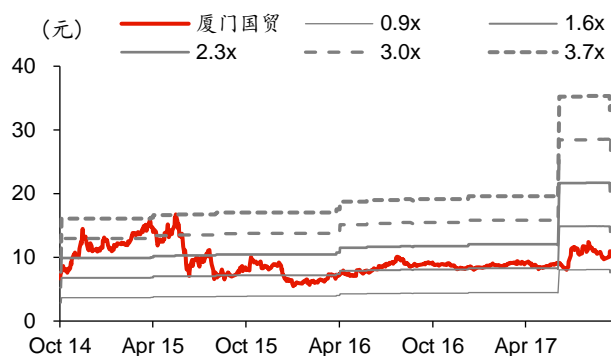
PE/PB - Bands

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	71,751	82,480	96,493
现金	3,626	4,194	3,747	3,876	3,886
应收账款	2,324	3,384	5,473	6,585	7,878
其他应收账款	2,089	1,789	3,952	4,539	5,308
预付账款	3,450	4,279	7,949	9,151	10,911
存货	19,386	23,568	43,314	50,311	59,820
其他流动资产	4,535	11,140	7,316	8,018	8,691
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	78,202	89,091	103,192
流动负债	28,930	32,667	53,059	60,641	70,934
短期借款	6,559	2,889	10,883	10,831	12,838
应付账款	1,770	2,063	3,866	4,484	5,320
其他流动负债	20,600	27,715	38,310	45,325	52,777
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	57,142	64,926	75,400
少数股东权益	1,355	2,543	3,140	4,035	5,066
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	13,703	15,914	18,510
归属母公司股	8,051	15,373	17,920	20,130	22,727
负债和股东权益	40,065	54,773	78,202	89,091	103,192

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	(8,730)	1,522	(308.04)
净利润	946.49	1,382	2,584	3,576	4,239
折旧摊销	114.75	120.40	194.40	249.61	266.47
财务费用	872.64	699.78	597.67	909.50	995.67
投资损失	(931.15)	(123.01)	(900.00)	(140.00)	(140.00)
营运资金变动	1,580	128.26	(12,600)	(3,222)	(5,911)
其他经营现金	172.54	80.48	1,395	148.97	241.21
投资活动现金	364.22	(7,410)	1,543	(218.05)	(218.71)
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)	2,306	126.63	127.68
筹资活动现金	(2,410)	5,512	6,740	(1,175)	536.85
短期借款	907.81	(3,670)	7,994	(51.56)	2,006
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	(1,411)	(1,313)	(1,634)
现金净增加额	710.70	449.93	(446.94)	128.78	10.10

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	64,213	98,077	156,923	188,307	225,968
营业成本	60,486	92,801	149,704	177,950	213,540
营业税金及附加	733.58	813.95	1,443	1,745	2,052
营业费用	1,214	1,397	2,291	2,448	3,164
管理费用	192.63	203.72	403.99	466.93	552.30
财务费用	872.64	699.78	597.67	909.50	995.67
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)	760.00	0.00	0.00
投资净收益	931.15	123.01	900.00	140.00	140.00
营业利润	1,291	1,795	3,949	4,727	5,600
营业外收入	72.16	78.41	71.14	73.73	73.65
营业外支出	46.21	44.37	560.00	0.00	0.00
利润总额	1,317	1,829	3,460	4,800	5,673
所得税	370.20	447.03	876.94	1,224	1,434
净利润	946.49	1,382	2,584	3,576	4,239
少数股东损益	303.88	338.93	596.94	895.17	1,030
归属母公司净利润	642.61	1,043	1,987	2,681	3,209
EBITDA	2,278	2,615	4,741	5,886	6,862
EPS (元)	0.39	0.63	1.19	1.61	1.93

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	60.00	20.00	20.00
营业利润	15.77	39.08	120.01	19.68	18.47
归属母公司净利润	(24.31)	62.34	90.43	34.95	19.70
获利能力 (%)					
毛利率	5.80	5.38	4.60	5.50	5.50
净利率	1.00	1.06	1.27	1.42	1.42
ROE	7.98	6.79	11.09	13.32	14.12
ROIC	13.66	10.44	10.93	12.34	12.43
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.52	67.29	73.07	72.88	73.07
净负债比率 (%)	28.25	11.89	22.36	19.84	19.95
流动比率	1.22	1.48	1.35	1.36	1.36
速动比率	0.55	0.76	0.53	0.53	0.52
营运能力					
总资产周转率	1.72	2.07	2.36	2.25	2.35
应收账款周转率	28.57	31.50	32.51	28.70	28.68
应付账款周转率	36.48	48.42	50.50	42.62	43.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.63	1.19	1.61	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	1.37	(5.24)	0.91	(0.19)
每股净资产(最新摊薄)	4.84	9.24	10.77	12.09	13.65
估值比率					
PE (倍)	29.24	18.01	9.46	7.01	5.86
PB (倍)	2.33	1.22	1.05	0.93	0.83
EV_EBITDA (倍)	10.56	9.20	5.07	4.09	3.51

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