

象屿股份 股票代码：600057.SH

一季报预增 52%-72%，拟 3.2 亿元收购象道物流 20%股权，供应链差异化发展路径清晰，农产与铁路物流融合发力

当前股价：8.14RMB

投资评级 推荐
评级变动 维持

主要观点

事件：1) 公司发布 2018 年 1 季度业绩预增公告，实现归属净利 2.1-2.3 亿元，同比增长 52%-72%。2) 公司拟收购象道物流 20%股权，协商转让价格为 3.16 亿元，收购完成后公司将持有象道物流 60%股权。3) 公司拟变更简称为“厦门象屿”，以增强公司辨识度，利用区位优势，提升影响力。

1. 一季度业绩预增 52%-72%，延续高增长趋势

财务数据：预计实现归属净利为 2.1-2.38 亿元，同比增长约 52%到 72%。扣非归属净利预计 0.95-1.23 亿元，同比增加约 210%到 301%。

延续高增长主要因：1) 公司深化供应链综合服务平台模式，核心产品供应链规模稳步增长，盈利能力逐步提升；2) 象屿农产业务发力，2017-2018 产季玉米业务规模同比大幅增长；3) 新增象道物流（持有 40%股权）投资收益。

2. 农产品供应链向上拐点已至：2017-2018 新粮季玉米业务大幅增长，全产业链布局的盈利能力正释放

此前报告中，我们分析象屿农产业务向上拐点将至，从一季度业绩预增公告看，玉米业务规模同比大幅提升，或意味着拐点已至。

临储取消后，东北粮食市场化空间正逐步打开。象屿农产作为唯一拥有覆盖产区、北方港区到南方销区全链条服务能力的粮商，覆盖全链条的重点节点，成本、效率竞争优势突出：

上游：在粮食产区富锦、依安、嫩江等主产区有仓储物流基地及自有铁路专用线及 K 车资源；

中游：运输环节，整合大连港、北良港、营口鲅鱼圈等北方粮食发运港部分仓储及运输能力；

下游：依托农副产品粮油业务供应链十多年的终端布局，加强了在南方销区华南华东节点泰州、南通、宁波、上海、厦门、广州等地物流资源和销售能力；

华创证券研究所



证券分析师：吴一凡

执业编号：S0360516090002
电话：021-20572560
邮箱：wuyifan@hcyjs.com



联系人：刘阳

电话：021-20572578
邮箱：liuyang@hcyjs.com



联系人：肖祎

电话：021-20572557
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	145,774
流通 A 股/B 股(万股)	144,429/-
资产负债率(%)	75.2
每股净资产(元)	6.2
市盈率(倍)	21.73
市净率(倍)	1.77
12 个月内最高/最低价	11.18/7.25

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《象屿股份(600057)：三季报点评：归属净利同比增速 32%，看好未来供应链差异化发展路径，强调“推荐”评级》
2017-11-06

因公司全流程打通，公司在整个仓储、烘干、运输的流程可以顺畅，并且发挥规模优势。预计每吨外运粮食全程可节约 80-100 元成本。

粮食外运利润测算：2017-18 年新粮季预计收购 300-500 万吨，每吨贡献净利 15-25 元，则全环节预计可贡献净利润 1 亿左右。

粮食仓储利润测算：按照 1400 万吨国储粮计，预计可贡献约 2.7 亿元利润。

我们测算，2018 年农产业务合计净利约 3.7 亿元。

《象屿股份 2017 年业绩快报点评：全年增速 55%-75%，业绩略超预期，供应链差异化发展路径清晰》

2018-01-21

《象屿股份（600057）：意向收购象道物流 20% 股权实现控股，铁路物流网将与公司现有体系充分融合》

2018-03-02

3. 象道物流：拟 3.2 亿元（低于评估价值）收购象道物流 20% 股权，对应 17 年年化利润估值为 8.1 倍，有望增厚业绩、实现控股、与供应链体系充分融合

1) 18Q1 象道物流利润贡献测算：17 年 8-12 月象道物流净利润为 0.81 亿元，假设 18Q1 增速为 20%，则实现净利润为 0.59 亿元，按照公司目前持股 40%，可贡献利润 0.23 亿元。

2) 转让价对应 17 年 8.1 倍 PE，0.94 倍 PB：20% 股权协商转让价格为 3.16 亿元，意味着象道物流的整体估值为 15.81 亿元，按照 17 年 8-12 月利润年化 1.95 亿元，对应 PE 为 8.1 倍；同时 20% 股权评估价值为 3.347 亿元，公司收购价格对应评估价值的 94%。

3) 象道物流资产盘点：核心节点资产助于发展铁路集装箱及多式联运

象道物流在铝、煤炭等多行业的铁路物流拥有多年业务经验，依托完善的铁路物流服务网络，致力于以核心物流节点的铁路场站、专用线资源及专业的服务能力为基础，为广大客户提供个性化的大宗货物物流解决方案。公司于咸阳、三门峡、巩义、安阳、西宁、息烽等地布局有全资子公司，拥有遍布全国的 40 个业务网点。

截至评估基准日，厦门象道物流有限公司下有 8 家全资子公司、1 家分公司及 2 家托管公司。（8 家全资子公司：三门峡象道、陕西象道、高安象道、巩义市象道、青海象道、息烽象道、湖南象道、安阳象道；1 家昆明分公司；经营权托管的 2 家：贵阳象道、成都青白江象道）

大宗商品的运输呈现出长距离、大批量的特征，铁路运输的效率及成本优势明显。而铁路集装箱运输利于多种运输方式间的快速切换，可以开展多式联运。目前我国铁路集装箱运量仅占铁路货运量的 5.4%，远低于发达国家铁路 30%~40% 水平，预计到 2020 年集装箱运量达到 20% 左右。

4) 铁路物流与公司大宗供应链可产生良好协同

大宗商品运输由于产地与消费地长距离错位，使得“多点对多点”式运输返程空载行驶情况较严重，造成极大效率损失，未来大范围物流资源整合成为必然趋势。

合资公司象道物流可通过公司原有客户资源、物流需求的导入，自身盈利

能力增强。公司供应链规模、品种快速扩张，有助于产生规模经济，降低单位物流成本。

而公司通过获取稀缺的场站、铁路专用线、业务线路、自备箱等铁路物流资源，可增强铁路物流能力，发送频率可精准规划，在运力紧张时可以保障运量，增强铁路物流的可获得性、便捷性、可控性，降低长距离的区域间集中大批量运输的成本。高效物流将增强公司大宗商品供应链的整体竞争力和盈利能力。

4. 盈利预测及投资建议：强调“推荐”评级

1) 我们预计 2017~2019 年象屿股份实现归属净利分别为 7.1、9.8、11.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.49、0.67、0.82 元，对应 PE 分别为 16.7、12.1、9.9 倍。

2) 我们认为现代供应链是未来重点发展方向，公司差异化发展路径渐清晰：“重”资产，长链条，在关键节点布局核心资源。大宗供应链、农产品供应链和铁路集装箱物流有望相互协同，强调“推荐”评级。

3) 公司差异化发展路径渐清晰：在关键节点布局核心资源，符合我们提出的“核心资产具备议价权”的企业特征。随着公司不断做长供应链链条，资产投入形成业务壁垒，客户粘性不断增强，市场份额有望持续提升，农产业务和象道物流的拓展将提升整体盈利能力。

5. 风险提示：大宗商品价格大幅波动、象道物流进展不及预期

主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万)	119,067	203,592	256,204	303,259
同比增速(%)	98.7%	71.0%	25.8%	18.4%
净利润(百万)	426	710	983	1,196
同比增速(%)	47.6%	66.5%	38.5%	21.6%
每股盈利(元)	0.29	0.49	0.67	0.82
市盈率(倍)	28	16.7	12.1	9.9

资料来源：公司公告，华创证券预测

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,228	-68	-3,669	-5,397
应收票据	113	113	113	113
应收账款	2,812	4,809	6,051	7,163
预付账款	4,947	8,557	10,757	12,735
存货	10,012	17,316	21,769	25,772
其他流动资产	3,083	3,083	3,083	3,083
流动资产合计	23,196	33,810	38,103	43,469
其他长期投资	1,516	1,516	1,516	1,516
长期股权投资	1,185	1,185	1,185	1,185
固定资产	4,882	8,012	10,894	13,547
在建工程	526	526	526	526
无形资产	1,046	1,046	1,046	1,046
其他非流动资产	1,374	1,374	1,374	1,374
非流动资产合计	10,528	13,658	16,540	19,193
资产合计	33,724	47,468	54,643	62,661
短期借款	7,119	10,119	12,419	15,419
应付票据	3,221	3,221	3,221	3,221
应付账款	3,693	6,387	8,029	9,506
预收款项	2,934	5,017	6,314	7,473
其他应付款	2,046	2,046	2,046	2,046
一年内到期的非流动负债	145	4,648	4,648	4,648
其他流动负债	1,791	1,791	1,791	1,791
流动负债合计	20,949	33,229	38,468	44,104
长期借款	720	1,020	1,250	1,570
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,054	1,054	1,054	1,054
非流动负债合计	1,775	2,075	2,305	2,625
负债合计	22,724	35,304	40,773	46,729
归属母公司所有者权益	6,690	7,400	8,383	9,579
少数股东权益	4,311	4,765	5,488	6,354
所有者权益合计	11,000	12,164	13,871	15,932
负债和股东权益	33,724	47,468	54,643	62,661

现金流量表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3,050	-6,012	-2,043	-990
现金收益	2,206	2,282	3,073	3,668
存货影响	-4,360	-7,305	-4,452	-4,004
经营性应收影响	-752	-5,956	-3,793	-3,481
经营性应付影响	5,010	4,777	2,939	2,636
其他影响	946	190	190	190
投资活动现金流	-3,693	-3,328	-3,268	-3,188
资本支出	-1,811	-3,518	-3,518	-3,518
股权投资	-477	-260	-400	-450
其他长期资产变化	-1,406	450	650	780
融资活动现金流	701	7,043	1,710	2,450
借款增加	-670	7,803	2,530	3,320
财务费用	-638	-760	-820	-870
股东融资	1,334	0	0	0
其他长期负债变化	676	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	119,067	203,592	256,204	303,259
营业成本	115,023	198,945	250,097	296,094
营业税金及附加	128	218	275	325
销售费用	1,499	1,629	2,178	2,578
管理费用	348	407	487	576
财务费用	638	760	820	870
资产减值损失	473	350	350	391
公允价值变动收益	-325	450	650	780
投资收益	-129	-260	-400	-450
营业利润	504	1,473	2,248	2,755
营业外收入	321	200	200	200
营业外支出	18	10	10	10
利润总额	806	1,663	2,438	2,945
所得税	133	499	731	884
净利润	673	1,164	1,707	2,062
少数股东损益	247	454	723	866
归属母公司净利润	426	710	983	1,196
NOPLAT	1,448	1,675	2,218	2,580
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.49	0.67	0.82

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	98.7%	71.0%	25.8%	18.4%
EBIT 增长率	116.3%	15.6%	32.4%	16.4%
归母净利润增长率	47.6%	66.5%	38.5%	21.6%
获利能力				
毛利率	3.4%	2.3%	2.4%	2.4%
净利率	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
ROE	6.4%	9.6%	11.7%	12.5%
ROIC	8.6%	6.5%	7.4%	7.3%
偿债能力				
资产负债率	67.4%	74.4%	74.6%	74.6%
债务权益比	82.2%	138.5%	139.7%	142.4%
流动比率	110.7%	101.7%	99.1%	98.6%
速动比率	62.9%	49.6%	42.5%	40.1%
营运能力				
总资产周转率	3.5	4.3	4.7	4.8
应收帐款周转天数	9	9	9	9
应付帐款周转天数	12	12	12	12
存货周转天数	31	31	31	31
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.49	0.67	0.82
每股经营现金流	2.09	-4.12	-1.40	-0.68
每股净资产	4.59	5.08	5.75	6.57
估值比率				
P/E	28	16.7	12.1	9.9
P/B	2	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	9	8	5	5

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

助理研究员：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500