

公司研究/年报点评

2018年05月01日

商业贸易/贸易 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 8.33  
合理价格区间(元): 11.00~12.40

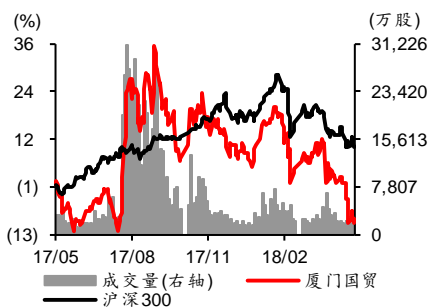
张坚 执业证书编号: S0570517090001  
研究员 0755 82364269  
zhang\_jian@htsc.com

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

相关研究

- 1《厦门国贸(600755,买入): 主业共振, 前三季度净利增长 105%》2017.10
- 2《厦门国贸(600755,买入): 期现结合助力, 供应链快速增长》2017.08
- 3《厦门国贸(600755,买入): 举重若轻, 舟过青山》2017.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 17 业绩靓丽, 18Q1 继续强劲增长

## 厦门国贸(600755)

### 厦门国贸 2017 年及 2018Q1 业绩靓丽, 维持公司“买入”评级

2018年4月28日, 厦门国贸发布 2017 年年报及 2018 年一季报, 2017 年共实现营业收入 1647 亿元, 同比增长 67.88%; 归母净利润为 19.1 亿元, 同比增长 82.83%; 加权平均净资产收益率为 15.23%, 同比提升 3.47pct。扣除永续债利息 3.27 亿元后, 2017 年归母净利润为 15.8 亿元。公司拟 10 股派发现金股利 2 元, 对应 2018 年 4 月 27 日收盘价的股息率为 2.4%。2018Q1 公司营业收入 346 亿元, 同比增长 33.71%; 归母净利润 5.3 亿元, 同比增长 23.2%。公司 2017 年及 2018Q1 业绩表现靓丽, 与此前预期大致相当 (此前预计 2017 年归母净利润 19.87 亿元), 维持“买入”评级。

### 供应链管理业务大幅增长、房地产陆续确认带动业绩快速增长

分业务看, 2017 年公司供应链管理业务收入 1417 亿元, 同比增长 62.11%; 房地产业务收入 97.7 亿元, 同比增长 120.59%; 金融服务收入 132 亿元, 同比增长 111.07%。2017 年公司大宗商品贸易量价齐升, 公司供应链管理收入大幅增长; 同时公司房地产陆续确认, 金融业务快速发展, 带动业绩高速增长。

### 150 亿元预收款项在手, 护航业绩快速增长

截止 2018 年一季度末, 公司预收账款高达 150 亿元, 预计预收款项主要来自预售房款及预收贷款 (以 2017 年为例, 2017 年底公司预收款项 129 亿元, 其中 93 亿元为预售房款)。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。截止 2017 年底, 公司未售及储备项目的总建筑面积为 221.56 万平方米, 为公司地产业务的持续发展提供了保证。

### 强大期现结合能力+综合服务能力, 预计未来供应链业绩将持续快速增长

凭借强大期现结合及综合服务能力, 2008~2017 年公司供应链管理业务收入年均复合增速 28%, 存货周转率从 2008 年的 11.7 次, 提升至 2017 年的 22.7 次。其中, 铁矿石贸易量 CAGR (2011~2015 年) 为 49.8%; 钢铁收入 CAGR (2013~2016 年) 为 39.2%; 化纤收入 CAGR (2012~2016 年) 为 49.8%。公司各贸易品类规模增速迅猛, 同时贸易品类不断扩张, 预计未来供应链业绩将持续快速增长。

### 维持公司“买入”评级

预计 2018~2020 年归母净利润为 24.95 (前值 26.81, 略调低了收入增速) /31.93 (前值 32.09, 微调) /43.34 亿元, 分别同比增长 30.8%、28%、35.8%。参考行业可比公司估值 (物产中大、建发股份 2018 年 wind 一致性预测 PE 分别为 10.2 倍、7.7 倍), 给予公司 2018 年 8~9 倍 PE, 对应目标价为 11~12.4 元 (此前目标价 14.5~16.1 元), 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)	1,816
流通 A 股(百万股)	1,816
52 周内股价区间(元)	8.06-12.41
总市值(百万元)	15,130
总资产(百万元)	86,927
每股净资产(元)	13.43

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	98,077	164,651	214,046	256,855	295,383
+/-%	52.74	67.88	30.00	20.00	15.00
归属母公司净利润(百万元)	1,043	1,907	2,495	3,193	4,334
+/-%	62.34	82.83	30.80	27.97	35.75
EPS (元, 最新摊薄)	0.57	1.05	1.37	1.76	2.39
PE (倍)	14.50	7.93	6.06	4.74	3.49

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

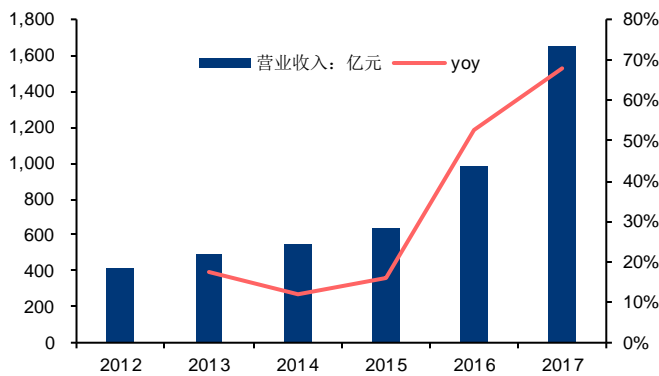
**厦门国贸 2017 年及 2018Q1 业绩靓丽，维持公司“买入”评级**

2018年4月28日，厦门国贸发布2017年年报及2018年一季度报，2017年公司共实现营业收入1647亿元，同比增长67.88%；归母净利润为19.1亿元，同比增长82.83%；加权平均净资产收益率为15.23%，同比提升3.47pct。扣除永续债利息3.27亿元后，2017年归母净利润为15.8亿元。公司拟10股派发现金股利2元，对应2018年4月27日收盘价的股息率为2.4%。2018Q1公司营业收入346亿元，同比增长33.71%；归母净利润5.3亿元，同比增长23.2%。公司2017年及2018Q1业绩表现靓丽，与此前预期大致相当（此前预计2017年归母净利润19.87亿元），维持“买入”评级。

**供应链管理业务大幅增长、房地产陆续确认带动业绩快速增长**

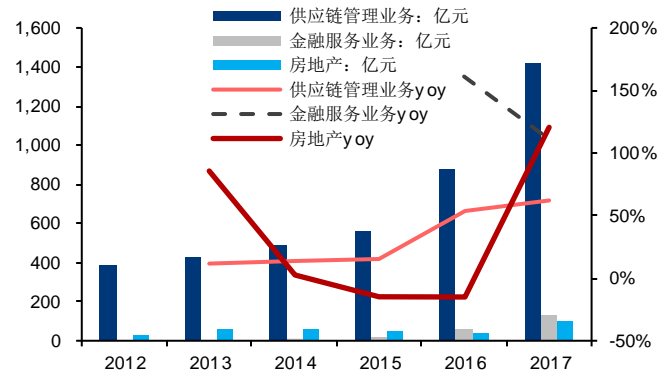
分业务看，2017年公司供应链管理业务收入1417亿元，同比增长62.11%；房地产业务收入97.7亿元，同比增长120.59%；金融服务收入132亿元，同比增长111.07%。2017年公司大宗商品贸易量价齐升，公司供应链管理收入大幅增长；同时公司房地产陆续确认，金融业务快速发展，带动业绩高速增长。

图表 1: 厦门国贸营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 2: 厦门国贸分业务营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

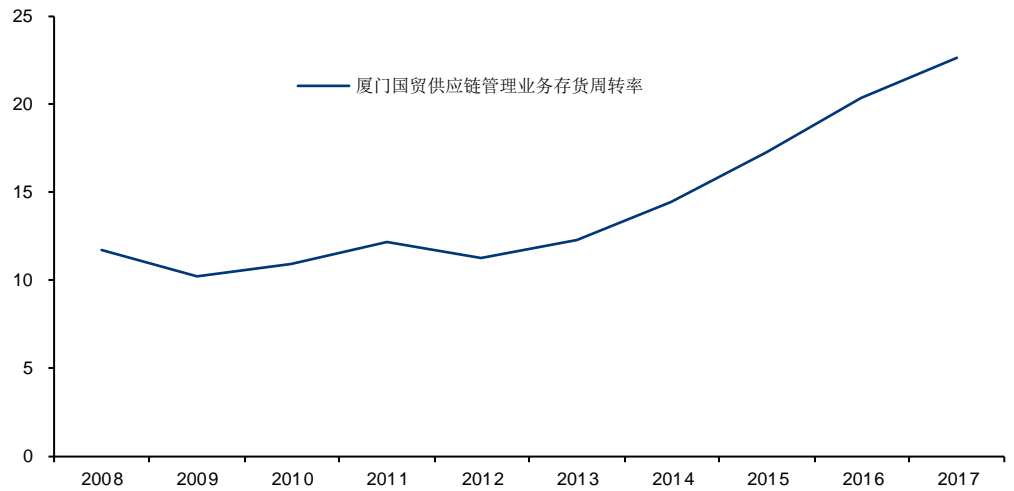
**150 亿元预收款项在手，护航业绩快速增长**

截止2018年一季度末，公司预收账款高达150亿元，预计预收款项主要来自预售房款及预收贷款（以2017年为例，2017年底公司预收款项129亿元，其中93亿元为预售房款）。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。截止2017年底，公司未售及储备项目的总建筑面积为221.56万平方米，为公司地产业务的持续发展提供了保证。

**强大期现结合能力+综合服务能力，预计未来供应链业绩将持续快速增长**

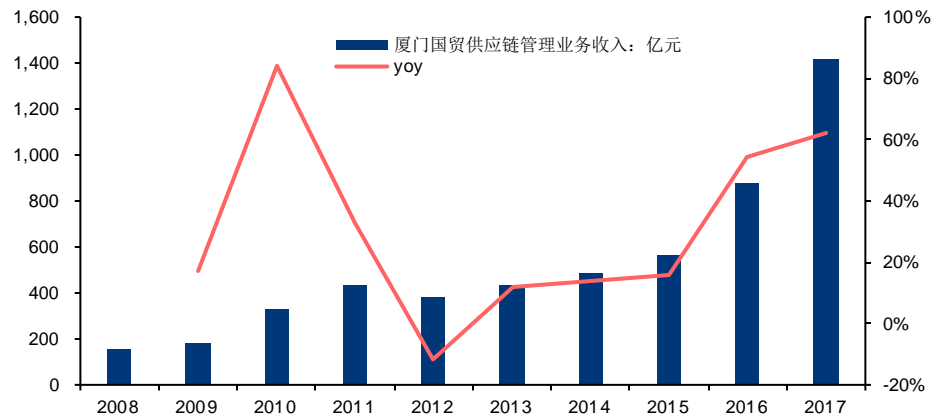
凭借强大期现结合及综合服务能力，2008~2017年公司供应链管理业务收入年均复合增速28%，存货周转率从2008年的11.7次，提升至2017年的22.7次。其中，铁矿石贸易量CAGR（2011~2015年）为49.8%；钢铁收入CAGR（2013~2016年）为39.2%；化纤收入CAGR（2012~2016年）为49.8%。公司各贸易品类规模增速迅猛，同时贸易品类不断扩张，预计未来供应链业绩将持续快速增长。

**图表3: 厦门国贸供应链管理业务存货周转率持续提升(单位:次)**



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

**图表4: 2008~2017年厦门国贸供应链管理业务CAGR为28%**



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

**维持公司“买入”评级**

预计2018~2020年归母净利润为24.95(前值26.81,略调低了收入增速)/31.93(前值32.09,微调)/43.34亿元,分别同比增长30.8%、28%、35.8%。参考行业可比公司估值(物产中大、建发股份2018年wind一致性预测PE分别为10.2倍、7.7倍),给予公司2018年8~9倍PE,对应目标价为11~12.4元(此前目标价14.5~16.1元),维持公司“买入”评级。

**图表5: 同行业可比公司wind一致性预测PE**

	2018年PE
物产中大	10.2
建发股份	7.7
平均值	8.95

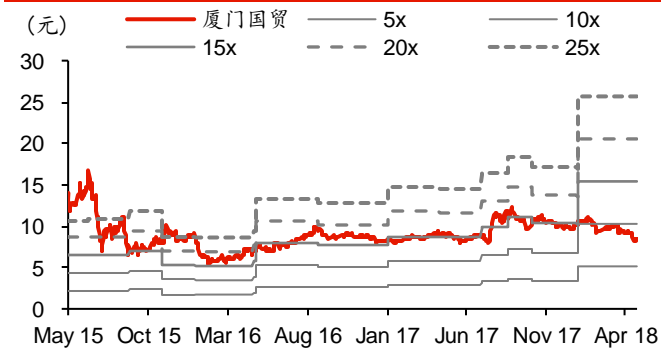
资料来源:Wind,华泰证券研究所(股价采用2018年4月27日收盘价)

**风险提示:**

- 1) 大宗商品价格: 公司采用期现结合模式, 在期货端对贸易业务进行套保, 期货端采用公允价值计量, 但部分现货采用历史成本法计量, 大宗商品价格波动会影响公司报表端业绩。此外, 大宗商品价格波动也会影响行业需求。
- 2) 汇率、利率出现剧烈波动。公司进出口业务受到汇率波动影响, 利率则会影响公司融资成本。
- 3) 地产结算进度低于预期: 地产是公司业绩重要来源, 结算进度会影响公司当期业绩。

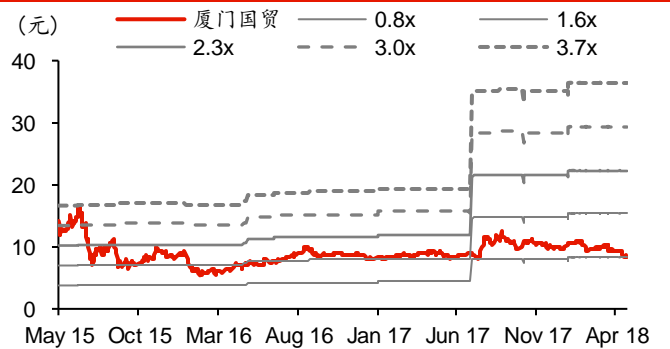
**PE/PB - Bands**

图表6: 厦门国贸历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	48,355	60,220	80,663	91,387	102,552
现金	4,194	4,163	4,084	4,129	4,120
应收账款	3,384	3,168	5,897	6,711	7,533
其他应收账款	1,789	4,912	5,634	6,690	7,903
预付账款	4,279	5,759	8,786	10,114	11,536
存货	23,568	29,909	47,429	54,184	61,686
其他流动资产	11,140	12,308	8,832	9,560	9,774
非流动资产	6,418	11,161	8,816	9,131	9,326
长期投资	1,318	2,881	1,775	1,855	1,921
固定资产投资	1,351	1,581	2,565	2,550	2,495
无形资产	216.14	211.96	203.25	194.51	185.76
其他非流动资产	3,533	6,487	4,272	4,532	4,724
资产总计	54,773	71,381	89,478	100,517	111,878
流动负债	32,667	41,718	55,683	62,810	68,961
短期借款	2,889	7,756	8,290	9,545	8,775
应付账款	2,063	2,909	4,381	5,032	5,757
其他流动负债	27,715	31,052	43,012	48,233	54,429
非流动负债	4,191	3,663	4,617	4,890	5,128
长期借款	1,215	1,611	1,880	2,135	2,363
其他非流动负债	2,975	2,051	2,737	2,755	2,765
负债合计	36,857	45,381	60,300	67,700	74,090
少数股东权益	2,543	2,977	3,581	4,277	5,196
股本	1,665	1,816	1,816	1,816	1,816
资本公积	1,792	3,029	3,029	3,029	3,029
留存公积	5,076	6,473	20,673	23,492	27,392
归属母公司股	15,373	23,023	25,597	28,540	32,592
负债和股东权益	54,773	71,381	89,478	100,517	111,878

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	2,288	(8,423)	(5,775)	135.32	2,156
净利润	1,382	2,174	3,099	3,889	5,252
折旧摊销	120.40	174.53	209.95	271.97	292.18
财务费用	699.78	1,088	737.09	824.57	861.43
投资损失	(123.01)	(1,386)	(126.00)	(128.00)	(168.00)
营运资金变动	128.26	(10,302)	(10,670)	(4,795)	(4,263)
其他经营现金	80.48	(171.19)	975.52	72.58	181.08
投资活动现金	(7,410)	109.72	4,217	(351.02)	(273.24)
资本支出	341.33	478.85	1,100	200.00	200.00
长期投资	6,877	(3,096)	(2,148)	267.24	231.72
其他投资现金	(191.32)	(2,507)	3,170	116.21	158.48
筹资活动现金	5,512	8,390	1,478	260.43	(1,892)
短期借款	(3,670)	4,867	534.00	1,255	(769.68)
长期借款	(195.61)	395.91	268.89	254.43	228.60
普通股增加	0.04	151.75	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(344.40)	1,237	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	9,722	1,739	675.16	(1,249)	(1,351)
现金净增加额	449.93	28.86	(79.00)	44.73	(9.20)

### 利润表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	98,077	164,651	214,046	256,855	295,383
营业成本	92,801	157,870	203,772	244,269	280,319
营业税金及附加	813.95	1,494	2,140	2,055	2,363
营业费用	1,397	1,873	2,847	3,853	4,431
管理费用	203.72	247.06	406.69	719.19	531.69
财务费用	699.78	1,088	737.09	824.57	861.43
资产减值损失	242.13	497.39	294.82	313.12	326.91
公允价值变动收益	(246.90)	379.03	78.61	124.50	151.62
投资净收益	123.01	1,386	126.00	128.00	168.00
营业利润	1,798	3,410	4,053	5,074	6,870
营业外收入	75.56	19.49	46.96	42.57	40.19
营业外支出	44.04	600.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,829	2,829	4,100	5,116	6,911
所得税	447.03	655.09	1,001	1,228	1,658
净利润	1,382	2,174	3,099	3,889	5,252
少数股东损益	338.93	266.97	604.36	696.03	918.28
归属母公司净利润	1,043	1,907	2,495	3,193	4,334
EBITDA	2,618	4,673	5,000	6,170	8,024
EPS(元, 基本)	0.63	1.05	1.37	1.76	2.39

### 主要财务比率

会计年度(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	52.74	67.88	30.00	20.00	15.00
营业利润	39.27	89.71	18.84	25.19	35.41
归属母公司净利润	62.34	82.83	30.80	27.97	35.75
获利能力(%)					
毛利率	5.38	4.12	4.80	4.90	5.10
净利率	1.06	1.16	1.17	1.24	1.47
ROE	6.79	8.28	9.75	11.19	13.30
ROIC	10.45	14.15	10.27	11.21	13.31
偿债能力					
资产负债率(%)	67.29	63.58	67.39	67.35	66.22
净负债比率(%)	11.89	21.83	17.69	17.97	15.68
流动比率	1.48	1.44	1.45	1.46	1.49
速动比率	0.76	0.73	0.60	0.59	0.59
营运能力					
总资产周转率	2.07	2.61	2.66	2.70	2.78
应收账款周转率	31.50	47.93	45.91	39.18	40.09
应付账款周转率	48.42	63.50	55.90	51.90	51.96
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	1.05	1.37	1.76	2.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	(4.64)	(3.18)	0.07	1.19
每股净资产(最新摊薄)	8.46	12.68	14.09	15.71	17.94
估值比率					
PE(倍)	14.50	7.93	6.06	4.74	3.49
PB(倍)	0.98	0.66	0.59	0.53	0.46
EV_EBITDA(倍)	6.97	3.91	3.65	2.96	2.27

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门、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：AOK809

©版权所有 2018 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 1063211166/传真：86 1063211275

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