

厦门象屿 (600057)

2023H1 业绩点评: 下游制造业需求承压影响短期盈利, 货量逆市攀升市占率提升

买入 (维持)

2023 年 08 月 30 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

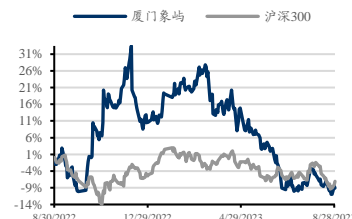
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	538,148	510,132	576,483	635,750
同比	16%	-5%	13%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	2,637	1,800	2,628	3,039
同比	20%	-32%	46%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.16	0.79	1.16	1.34
P/E (现价&最新股本摊薄)	6.74	9.87	6.76	5.84

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **事件:** 2023H1 公司实现营业收入/ 归母净利润/ 扣非归母净利润 2335.5/ 8.9/ 1.4 亿元, 同比-8.1%/ -35.8%/ -91.2%; 2023Q2, 公司实现营业收入/ 归母净利润/ 扣非归母净利润 1044.0/ 3.45/ 0.90 亿元, 同比-25.6%/ -62.1%/ -89.2%。非经常损益中包括公司套保损益等, 故归母净利润更能反映实际情况。受下游大宗商品需求影响, 公司 2023H1 业绩不及预期。
- **产业需求不足, 公司与制造业客户共同分担市场下行压力, 影响利润率:** 2023Q2, 公司毛利率为 1.36%, 同比-0.97pct, 主要是农产品板块毛利率降幅较大; 销售净利率为 0.22%, 同比-0.72pct; 费用率较稳定, 销售、管理、财务费用率为 0.42%/ 0.37%/ 0.44%, 同比持平/+0.2pct/+0.3pct。
- **交易货量持续增长, 市占率逆市提升, 油品、新能源供应链货量高增:** 2023H1, 公司大宗商品经营货量达到 1.02 亿吨, 同比增长 13.72%, 其中, 黑色金属货量同比+9.5%, 谷物原粮货量同比+10%, 煤炭货量同比+18.3%, 油品供应链货量同比+229%, 新能源供应链货量同比+115%。
- **分业务看, 农产品上半年受影响程度较大:** 2023H1, 公司大宗商品经营业务营收 2249 亿元, 同比-8.48%; 毛利率为 1.47%, 同比-0.56pct。其中, 金属矿产/农产品/能化/新能源收入分别同比-13.7/ +9.7%/ +1.9%/ +9.0%, 毛利率分别同比-0.19pct/ -3.23pct/ -0.65pct/ -0.33pct, 农产品毛利率降幅大, 新能源收入和毛利润都表现较好。2023H1 公司大宗商品物流业务收入为 34.2 亿元, 同比-11.5%; 毛利率为 11.3%, 同比-0.47pct。
- **客户结构不断优化, 蒙煤、铝土矿、光伏等国际业务高增:** 2023H1, 公司活跃客户数量达到 9886 家, 较去年同期增加 453 家, 其中新能源供应链制造业客户服务量占比 90%以上, 黑色金属、铝、煤炭、谷物原粮供应链制造业客户服务量占比 60%以上。公司大力发展国际化业务, 业务总额约 155 亿美元, 同比增长 41%; 蒙煤通关量同比增加超 240%, 铝土矿直采进口量同比增长 7 倍, 光伏产品出口收入为去年同期 21 倍。
- **盈利预测与投资评级:** 公司是国内大宗商品供应链龙头企业, 在员工激励、物流网络等方面领先行业, 近年来市占率持续提升。考虑上半年公司利润受下游大宗商品需求不足影响, 我们将公司 2023~25 年归母净利润从 34.6/ 42.2/49.2 亿元下调至 18.0/ 26.3/ 30.4 亿元, 同比-32%/ +46%/ +16%, 对应 8 月 29 日收盘价为 10/ 7/ 6 倍 PE 估值, 考虑公司市盈率处于历史较低位置, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求恢复不及预期, 新业务扩张不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.83
一年最低/最高价	7.60/12.49
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	16,844.65
总市值(百万元)	17,760.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.39
资产负债率(% ,LF)	70.20
总股本(百万股)	2,268.21
流通 A 股(百万股)	2,151.30

相关研究

《厦门象屿(600057): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 业务结构改善增长后劲充足》

2023-04-30

《厦门象屿(600057): 2022Q3 业绩点评: 扣非净利润+68%, 实现稳步成长》

2022-10-27

图1：2023H1 公司供应链板块分产业链经营货量及收入毛利情况（收入及毛利单位：亿元）

类别	经营货量		营业收入		期现毛利		期现毛利率	
	数量 (万吨)	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	数值	同比变动
大宗商品经营	10,205	13.72%	2,249	-8.48%	32.94	-33.83%	1.47%	减少0.56个百分点
其中：金属矿产	6,077	8.04%	1,482	-13.71%	24.8	-22.43%	1.67%	减少0.19个百分点
农产品	812	16.92%	265	9.74%	-1.26	-118.94%	-0.48%	减少3.23个百分点
能源化工	3,302	24.66%	404	1.92%	6.07	-28.91%	1.50%	减少0.65个百分点
新能源	15	115.26%	94	8.96%	2.87	-1.80%	3.04%	减少0.33个百分点

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2023H1 公司物流板块收入及毛利情况（单位：亿元）

类别	营业收入		毛利		毛利率	
	金额	同比变动	金额	同比变动	数值	同比变动
大宗商品物流	34.22	-11.50%	3.88	-14.99%	11.33%	减少0.47个百分点
其中：综合物流	27.7	-12.59%	2.69	-2.49%	9.72%	增加1.01个百分点
农产品物流	1.49	-29.18%	0.9	-10.44%	60.12%	增加12.58个百分点
铁路物流	5.03	3.21%	0.29	-63.71%	5.79%	减少10.67个百分点

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

厦门象屿三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	97,223	96,973	119,704	132,606	营业总收入	538,148	510,132	576,483	635,750
货币资金及交易性金融资产	20,366	31,495	37,487	43,942	营业成本(含金融类)	526,673	500,482	564,051	621,743
经营性应收款项	39,158	34,937	43,056	46,866	税金及附加	691	655	741	817
存货	28,520	22,072	29,254	31,593	销售费用	2,340	2,194	2,421	2,607
合同资产	752	713	805	888	管理费用	1,479	1,428	1,557	1,653
其他流动资产	8,427	7,755	9,102	9,318	研发费用	52	102	115	127
非流动资产	17,833	18,013	18,170	18,304	财务费用	1,203	1,263	1,755	2,015
长期股权投资	1,540	1,477	1,415	1,352	加:其他收益	528	501	566	624
固定资产及使用权资产	10,830	10,954	11,063	11,154	投资净收益	(188)	(281)	(202)	(223)
在建工程	156	179	196	207	公允价值变动	(459)	0	(150)	(180)
无形资产	2,004	1,963	1,922	1,881	减值损失	(816)	(1,034)	(1,326)	(1,524)
商誉	13	13	13	13	资产处置收益	38	36	41	45
长期待摊费用	162	162	162	162	营业利润	4,813	3,231	4,772	5,531
其他非流动资产	3,129	3,265	3,401	3,537	营业外净收支	218	207	248	274
资产总计	115,056	114,986	137,874	150,910	利润总额	5,032	3,438	5,020	5,805
流动负债	70,972	66,278	85,401	95,083	减:所得税	1,254	859	1,255	1,451
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,552	17,266	20,980	24,693	净利润	3,778	2,578	3,765	4,354
经营性应付款项	37,878	30,290	43,712	47,877	减:少数股东损益	1,141	779	1,137	1,315
合同负债	9,815	9,327	10,511	11,586	归属母公司净利润	2,637	1,800	2,628	3,039
其他流动负债	9,727	9,395	10,199	10,926	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	0.79	1.16	1.34
非流动负债	7,693	7,693	7,693	6,693	EBIT	6,625	5,960	8,390	9,688
长期借款	3,195	3,195	3,195	2,195	EBITDA	7,482	6,981	9,434	10,755
应付债券	2,998	2,998	2,998	2,998	毛利率(%)	2.13	1.89	2.16	2.20
租赁负债	263	263	263	263	归母净利率(%)	0.49	0.35	0.46	0.48
其他非流动负债	1,236	1,236	1,236	1,236	收入增长率(%)	16.35	(5.21)	13.01	10.28
负债合计	78,665	73,970	93,094	101,775	归母净利润增长率(%)	20.18	(31.75)	46.04	15.63
归属母公司股东权益	17,092	20,937	23,565	26,603					
少数股东权益	19,300	20,079	21,216	22,531					
所有者权益合计	36,392	41,015	44,781	49,134					
负债和股东权益	115,056	114,986	137,874	150,910					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,223	7,543	4,662	6,312	每股净资产(元)	6.56	8.22	9.38	10.71
投资活动现金流	2,204	(1,238)	(1,113)	(1,104)	最新发行在外股份(百万股)	2,268	2,268	2,268	2,268
筹资活动现金流	(3,744)	4,824	2,593	1,427	ROIC(%)	9.45	7.38	9.19	9.59
现金净增加额	5,013	11,129	6,142	6,635	ROE-摊薄(%)	15.43	8.60	11.15	11.42
折旧和摊销	857	1,021	1,044	1,067	资产负债率(%)	68.37	64.33	67.52	67.44
资本开支	(234)	(510)	(464)	(434)	P/E(现价&最新股本摊薄)	6.74	9.87	6.76	5.84
营运资本变动	(1,626)	1,937	(2,656)	(2,004)	P/B(现价)	1.19	0.95	0.84	0.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>