



专注风险管理 合理控制供应链规模

2012年4月16日

推荐/首次

象屿股份

调研快报

——象屿股份（600057）调研快报

王明德	执业证书编号: S1480511100001	
联系人: 苏魁	电话: 010-66554014	msn: sk_on_line@hotmail.com

事件:

近日我们对象屿股份进行了走访,就公司2011年业绩、各板块供应链业务、公司发展前景等情况进行了交流沟通。

观点:

1. 整合大宗商品采购与提供物流配送服务是公司的主要业务模式

公司拥有象屿股份及旗下上海闽兴大、天津象屿、广州象屿、香港拓威、象屿宝发、厦门兴大、象屿重庆、象屿青岛、象屿张家港等共10家具备独立经营和核算能力的专业采购供应公司,基本完成了全国范围的战略布局,形成了以厦门、上海、广州、天津、重庆、青岛及张家港等口岸城市为中心的、辐射全国的市场网络体系。此外,公司在全国主要港口城市设有多家分公司,形成了以厦门、上海、广州、青岛、天津等口岸城市为中心、辐射全国的物流网络体系。综合物流业务可以为象屿股份的大宗商品采购供应提供物流服务的支撑,是公司大宗商品采购服务的重要优势。公司将依托物流平台、信息平台、分销平台的协同因素,通过快速反应、规模效应实现供应链业务的发展。公司战略定位上服务供应链上下游客户,提高系统效率,获得协同效应和更大发展空间,战略上实现公司一流服务商的目的,为下游提供优质采购代理,为上游集合需求。改变上游把控资源的模式,集合需求,与上游厂商建立利益分享的战略共同体。在联通上下游的基础上,搭建上下游供应商平台,建立流通环节少,成本低的供应链模式。

2. 大宗产品采购是主要盈利来源,能源化工、金属与农产品是主要品类

公司大宗商品采购是主要盈利来源,部分物流服务以配套采购服务为主,因此毛利较低。大宗商品采购的具体货物品类中,能源化工类产品占比45%左右,金属产品占比45%左右,农产品占比约10%。其中,能源化工类产品主要包括聚乙烯、聚丙烯等,服务内容包括散装产品分装、配送等,各类能源化工产品中,塑料占能源化工三分之二。各贸易品类毛利率相当,农产品略高于其他两类,且未来有较大发展空间。公司认为,目前中国人均所需饲料原低于国际平均水平,因此未来具有较大的扩展空间。

3. 专注风险管理,合理控制供应链服务规模

公司的口号是风险第一,利润第二,规模第三。供应链服务需要提供从上到下的全程物流服务,且常常需要垫资,可谓出钱出力,但毛利通常只有2、3个点,一单生意的失误可能会影响全年的盈利。因此,公司树立牢固的风险控制意识。公司在预付款有严格的管理制度,内控较为严格,公司管理层认为,只有在控制住风险的前提下,利润率才是实的,否则就是虚的。公司在国内率先和保财险签订预付款信用保险,有较强实质性意义,通过保险,公司收款方面有了足够的保证。如果对赊销下游,在公司需要现金的情况下可将权益打包卖给银行,由保险提供担保,大大降低了公司的信用风险和运营风险。由于供应链服务需要大量资金

作为支持，欲扩大规模必须有相应的风险资本作为保证，而公司本着有多大的风险管控能力做多大的业务，不盲目做大蛋糕。

4. 随中国经济发展不断拓展网络渠道

公司的网络布局一直在跟随中国经济发展前进。在 08 年之前，中国的经济以外向型加工经济为主，产业布局主要在沿海，尤其在华东华南，因此，我们的网络建设主要在沿海地区。08 年之后，随着劳动力成本增高，以及华东地区产业开始转型，沿海劳动力向内地迁移，芜湖、成都、重庆等地劳动密集型产业发展较快，公司的市场开始向内地延伸，目前公司的布局已经开始，重庆公司、青岛公司都在建设中。

5. 对下游集结中小企业，对上游提升议价能力

供应链服务的核心内容就是通过对信息的有效整合，将下游中小企业的零散需求整合成较大规模的整体需求，以提升对上游的议价能力，公司目前在全国各地有较为广阔的渠道，可有效的获取中小企业的信息，整合纵多下游的需求，通过为提供优惠的价格和优质的物流服务不断提高用户黏性，形成了整体的议价能力。而随着市场的发展，诸多强势上游也渐渐有所改变，以石化行业为例，一些央企此前从不设异地仓库，目前也开始逐渐在异地设置网点，可一定程度降低供应链公司资金成本，我们认为，产业转型将会促使更多的中小企业大发展，供应链下游需求将更加旺盛，而上游宜在发生一定程度的“量变”，供应链行业的撮合作用将愈发突出有效。

结论：

预计 12-14 年 EPS 分别为 0.31 元、0.33 元和 0.37 元，对应 PE27.7 倍、26.4 倍 23.8 倍。公司供应链业务在风险控制得力的基础上发展稳健，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

表 1：象屿股份盈利预测

万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,393,435	3,563,107	3,812,524	4,155,651
(+/-)%	-	5.00%	7.00%	9.00%
经营利润 (EBIT)	39,873	42,045	44,607	49,037
(+/-)%	-	5.45%	6.09%	9.93%
净利润	17,879	18,884	19,825	22,025
(+/-)%	492.40%	5.62%	4.98%	11.10%
每股净收益 (元)	0.29	0.31	0.34	0.37

资料来源：东兴证券研究所

风险提示

整体经济形势持续低迷可能会影响公司供应链业务；公司的赊销业务存在应收账款管理风险。

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

苏魁

同济大学工学硕士，清华大学工商管理硕士，3年公路设计院工作经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有,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。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。