

厦门象屿（600057）中报亮丽，借增发打造北粮南运供应链综合服务平台

评级 买入

太平洋证券股份有限公司

经营证券业务许可证：Z322530

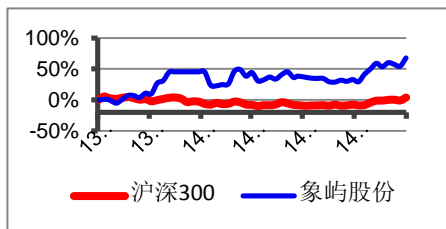
已获业务资格：证券投资咨询

研究员：程志峰

电话：010-8832 1701

Email: chengzf@tpyzq.com

执业证书：S1190513090001



■ 象屿农产 2014 上半年业绩超过预期值

在 2014 年中报期内，象屿农产业绩继续保持迅猛增长，1-6 月实现营业收入 17.44 亿元，净利润 1.20 亿元。由此可见，象屿股份在东北农产品供应链建设中开展的粮食种植合作与服务业务初见成效，上游合作关系得到进一步的巩固。

■ 其余供应链业务稳健发展中，利润稳步提升

刨去象屿农产后，原有大宗物流业务，2014 年上半年的营业收入达到 200 亿，相比 2013 年同期营收增加 38%。刨去象屿农产后的 2014 年 1-6 月份归母净利润约为 4 千万，2013 年同期亏损 4500 万，2012 年同期约为 640 万。数据表明，公司在发展农产品物流的同时，其他行业的物流供应链也在稳健发展中，利润稳步提升。

■ 五条业务线齐头并进，大宗商品供应链综合服务商蓄势待发

公司积极向上下游产业链终端拓展，打造跨越仓储、公路铁路港口、采购和分销平台，符合国家国家的“北粮南运”战略，也吻合物流中长期发展规划的方向。我们认为随着物流业和互联网的交融性创新，公司具备打造综合供应链平台的先决条件，看好未来的发展。

■ 投资建议

我们看好公司未来的发展，考虑到增发带来的股本和利润的增加，给予“买入”评级。预计公司 14 至 16 年净利润为 3.17、4.35 及 5.21 亿，同比增长 18%、37% 及 19%。

不考虑未来物流及自贸区的优惠政策，依据现有数据预计公司目标价应为 8.8-9 元，鉴于公司以不低于 5.69 元/股的价格非公开发行，空间巨大，强烈建议参与增发。

■ 盈利预测

| 公司简称 | 9月2日 股价 | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | 2014E | 2015E | 2016E | 2014E | 2015E | 2016E |
| 象屿股份 | 7.48 | 0.25 | 0.34 | 0.40 | 30 | 22 | 18 |

目 录

| | | |
|----|-------------------------------------|---|
| 一、 | 2014 中报点评 | 4 |
| ■ | 象屿农产 2014 上半年业绩超过预期值 | 4 |
| ■ | 其余供应链业务稳健发展中，利润稳步提升 | 4 |
| ■ | 五条业务线齐头并进，大宗商品供应链综合服务商蓄势待发 | 4 |
| 二、 | 定增项目介绍 | 5 |
| ■ | 定增详情 | 5 |
| ■ | 前景展望 | 5 |
| ■ | 募投项目 | 6 |
| 三、 | 投资建议 | 7 |
| ■ | 粮食价格多年稳定并小幅增长，有利于粮食仓储业经营 | 7 |
| ■ | 振兴东北政策、自贸区扩容和物流中长期规划，对公司中长期利好 | 7 |
| ■ | 结论 7 | |
| ■ | 盈利预测 | 8 |
| 四、 | 风险提示 | 9 |
| 1、 | 行业评级 | 2 |
| 2、 | 公司评级 | 2 |

图 表

| | | |
|------|---------------------------|---|
| 图表 1 | 奔驰非公开发行方案要点 | 5 |
| 图表 2 | 工业品总额与进口货物总额占比的变动趋势 | 5 |
| 图表 3 | 募投项目一：仓储物流中心项目 | 6 |
| 图表 4 | 募投项目二：粮食种植合作与服务项目 | 6 |
| 图表 5 | 全国粮油批发价格指数 | 7 |

一、2014 中报点评

2014 年中报显示,在报告期内,公司累计实现营业收入 218.78 亿元,同比增长 51.02%;实现归属于母公司所有者的净利润为 1.60 亿,每股收益 0.19 元。公司下属重要子公司象屿农产实现营业收入 17.44 亿元,净利润 1.20 亿元。

■象屿农产 2014 上半年业绩超过预期值

回顾 2013 年的年报,象屿农产仅仅经营了三个月就已取得了良好的经营业绩,实现收入 9.53 亿元,贡献净利润 3,868 万元。

在 2014 年中报期内,象屿农产业绩继续保持迅猛增长,1-6 月实现营业收入 17.44 亿元,净利润 1.20 亿元。由此可见,象屿股份在东北农产品供应链建设中开展的粮食种植合作与服务业务初见成效,上游合作关系得到进一步的巩固。

■其余供应链业务稳健发展中,利润稳步提升

刨去象屿农产后,原有大宗物流业务,2014 年上半年的营业收入达到 200 亿,相比 2013 年同期营收增加 38%。刨去象屿农产后的 2014 年 1-6 月份归母净利润约为 4 千万,2013 年同期亏损 4500 万,2012 年同期约为 640 万。数据表明,公司在发展农产品物流的同时,其他行业的物流供应链也在稳健发展中,利润稳步提升。

■五条业务线齐头并进,大宗商品供应链综合服务商蓄势待发

公司积极向上下游产业链终端拓展,打造跨越仓储、公路铁路港口、采购和分销平台,符合国家国家的“北粮南运”战略,也吻合物流中长期发展规划的方向。我们认为随着物流业和互联网的交融性创新,公司具备打造综合供应链平台的先决条件,看好未来的发展。

二、定增项目介绍

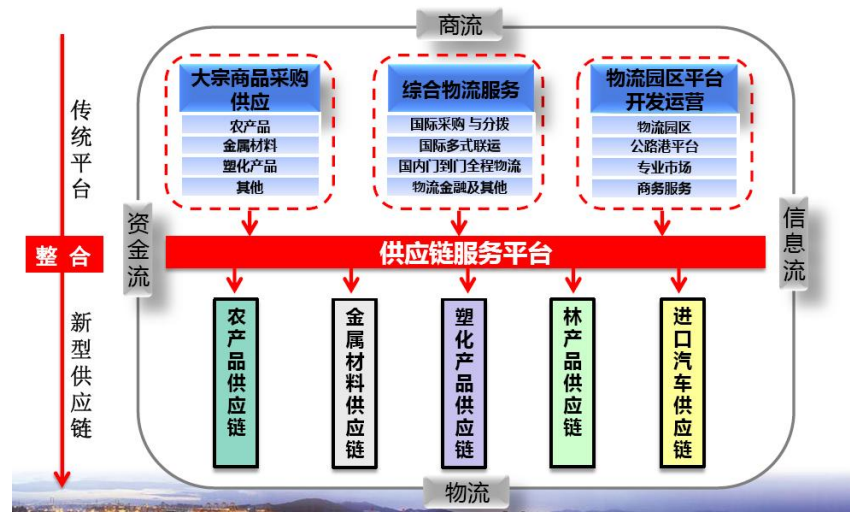
■ 定增详情

图表 1 本次非公开发行方案要点

| | |
|---------|---|
| 发行方式和时间 | 向特定对象非公开发行，领取批文后择机发行 |
| 发行对象 | 包括象屿集团在内的不超过10名特定对象 |
| 定价基准日 | 董事会决议公告日（2014年1月16日） |
| 发行价格 | 不低于5.69元/股 (不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价6.32元/股的90%) |
| 发行数量 | 发行不超过30,228.47万股 |
| 认购方式 | 现金认购，象屿集团认购不低于1.72亿元 |
| 限售期 | 象屿集团36个月，其他认购方12个月 |
| 募资规模及用途 | 募集资金总额不超过17.2亿元，将用于依安粮食仓储物流中心项目（10亿）、粮食种植合作与服务项目（3亿）、补充流动资金（4.2亿） |

资料来源：增发材料

图表 2 主营业务



资料来源：增发材料

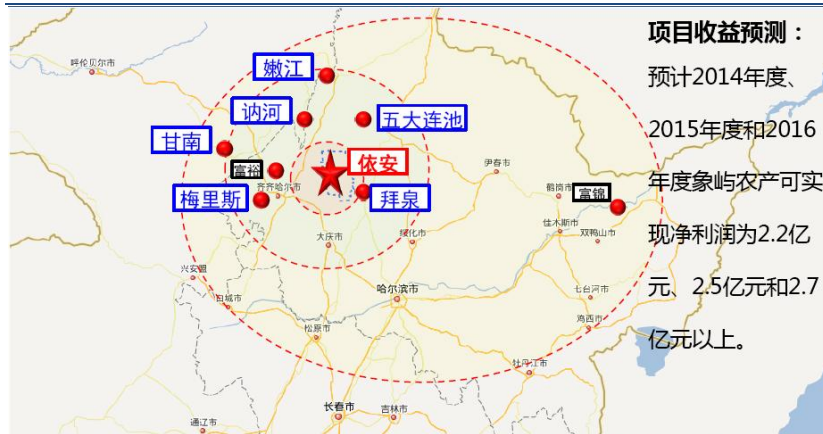
■ 前景展望

随着五大供应链体系运营管理与流通服务的优化升级、拓展延伸以及新产品的培植孵化，公司创造的供应链服务价值将呈现稳健增长。未来三年内，公司各品类经营规模将保持不同

的增长态势，整体营收规模有望保持 15%~20% 的速度稳健增长。业务转型和结构优化带来综合毛利率的提升，将加速利润增长步伐。

■ 募投项目

图表 3 募投项目一：仓储物流中心项目



“一个物流中心，六个收购中心”的粮食仓储物流产业基地核心网络布局

一级网络：实现年收粮能力约190万吨，自有仓容约206万吨，烘干能力1.3万吨/天。

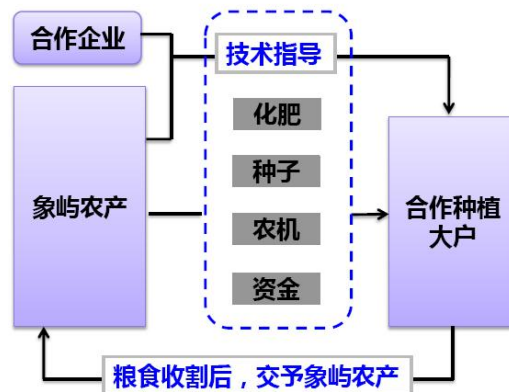
二级网络：实现年粮食收购量180万吨，自有及合作库容180万吨，烘干能力1.6万吨/天。

三级网络：弥补一、二级网络盲点，加强更大范围库点合作。

资料来源：增发材料

图表 4 募投项目二：粮食种植合作与服务项目

合作种植模式和农资扶持及技术服务模式



本次粮食种植合作与服务项目对应的种植面积为编制募投项目时已签订合同的124万亩种植用地（本种植季实际开展业务面积约158万亩）。

项目收益预测：

本项目建成达产后年实现税后净利润超过8000万元。

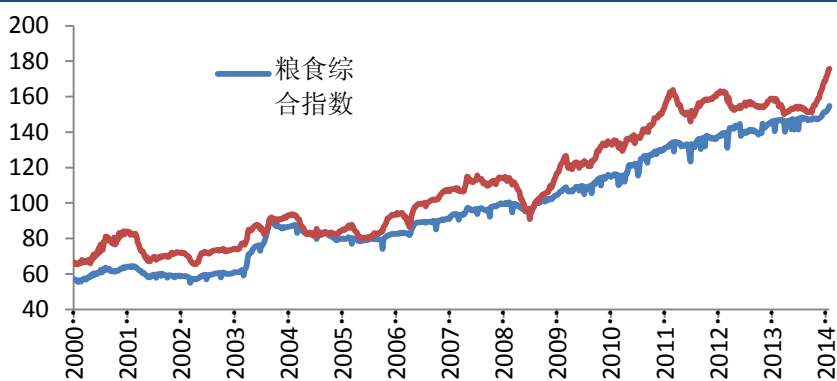
资料来源：增发材料

三、投资建议

■粮食价格多年稳定并小幅增长，有利于粮食仓储业经营

因为象屿农产给公司的利润贡献度高达 75%，所以象屿农产的未来将是公司利润贡献的主要业务板块。全国粮油批发价格指数和玉米指数，过去多年来连续稳步上涨，此大环境有利于象屿农产在粮食仓储业务的经营。

图表 5 全国粮油批发价格指数



资料来源：WIND，太平洋证券

■振兴东北政策、自贸区扩容和物流中长期规划，对公司中长期利好

2014年8月20日，国务院出台《关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》，其中明确提到，“增强农业可持续发展能力。巩固提升商品粮生产核心区地位。创新现代农业发展体制，加快推进黑龙江“两大平原”现代农业综合配套改革试验。加强粮食仓储和物流设施建设”。我们认为，公司为此项政策的直接受益者。

另外，自贸区政策在福建落地及和物流中长期规划细则即将出台，此举对公司也是利好。

■结论

我们看好公司未来的发展，考虑到增发带来的股本和利润的增加，给予“买入”评级。预计公司 14 至 16 年净利润为 3.17、4.35 及 5.21 亿，同比增长 18%、37%及 19%。

不考虑未来物流及自贸区的优惠政策，依据现有数据预计公司目标价应为 8.8-9 元，鉴于公司以不低于 5.69 元/股的价格非公开发行，空间巨大，强烈建议参与增发。

■ 盈利预测

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 亿元 | | | | |
| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 流动资产 | 109.5 | 116.1 | 128.0 | 140.6 |
| 现金 | 8.0 | 30.8 | 36.3 | 41.9 |
| 应收款项 | 70.5 | 60.0 | 63.0 | 66.2 |
| 其他流动资产 | 31.0 | 25.3 | 28.7 | 32.5 |
| 非流动资产 | 22.6 | 23.1 | 23.8 | 24.4 |
| 非核心资产 | 15.1 | 15.3 | 15.4 | 15.6 |
| 固定资产 | 2.9 | 3.9 | 4.8 | 5.6 |
| 无形资产 | 3.5 | 3.4 | 3.1 | 2.7 |
| 递延所得税 | 1.0 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 资产总计 | 132.1 | 139.2 | 151.8 | 165.0 |
| 流动负债 | 107.8 | 95.9 | 105.8 | 116.2 |
| 短期借款 | 59.8 | 42.6 | 47.6 | 52.3 |
| 应付账款 | 37.7 | 44.0 | 48.8 | 54.1 |
| 其他 | 10.4 | 9.3 | 9.5 | 9.7 |
| 非流动负债 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| 长期借款 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.4 |
| 其他 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 负债合计 | 111.4 | 99.5 | 109.4 | 119.7 |
| 少数股东权益 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |
| 股本 | 8.6 | 11.6 | 11.6 | 11.6 |
| 资本公积 | 1.7 | 15.9 | 15.9 | 15.9 |
| 留存收益 | 10.4 | 12.1 | 14.8 | 17.8 |
| 归母股东权益 | 2.4 | 2.9 | 3.9 | 4.7 |
| 负债和股东权益 | 132.1 | 139.2 | 151.8 | 165.0 |

| 现金流量表 | | | | |
|-----------------|---------------|-------|-------|-------|
| 单位: 亿元 | | | | |
| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 净利润 | 2.7 | 3.2 | 4.3 | 5.2 |
| 折旧摊销 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 财务费用 | 2.2 | 2.5 | 2.0 | 2.2 |
| 投资收益 | (4.3) | (2.5) | (2.5) | (2.5) |
| 营运资金变动 | (47.9) | 22.1 | (1.5) | (1.4) |
| 公允价值变动 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 经营活动现金流 | (46.8) | 25.9 | 3.3 | 4.6 |
| 投资活动现金流 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 0.8 |
| 筹资活动现金流 | 46.7 | (3.9) | 1.3 | 0.3 |
| 现金等价物净变动 | 0.9 | 22.8 | 5.5 | 5.6 |

| 利润表 | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 亿元 | | | | |
| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 | 354.0 | 506.3 | 573.6 | 650.5 |
| 营业成本 | 346.2 | 491.6 | 556.4 | 630.4 |
| 营业税金及附加 | 0.4 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| 销售费用 | 5.0 | 7.6 | 8.6 | 9.8 |
| 管理费用 | 1.5 | 2.5 | 2.9 | 3.3 |
| 财务费用 | 2.2 | 2.5 | 2.0 | 2.2 |
| 资产减值损失 | 1.1 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 公允价值变动 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 投资净收益 | 4.3 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 营业利润 | 2.3 | 3.8 | 5.4 | 6.5 |
| 营业外净收入 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 利润总额 | 2.6 | 4.2 | 5.7 | 6.8 |
| 所得税 | (0.1) | 1.0 | 1.4 | 1.6 |
| 净利润 | 2.7 | 3.2 | 4.3 | 5.2 |
| 少数股东损益 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |
| 归母净利润 | 2.4 | 2.9 | 3.9 | 4.7 |
| EPS (元) | 0.28 | 0.25 | 0.34 | 0.40 |

财务与估值, 关键指标

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 2.0% | 2.7% | 2.8% | 2.9% |
| 净利率 | 0.8% | 0.6% | 0.8% | 0.8% |
| 总收入增长率 | 21% | 43% | 13% | 13% |
| 净利润增长率 | 113% | 18% | 37% | 20% |
| 资产负债率 | 84% | 72% | 72% | 73% |
| 流动比率 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 现金比率 | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| 总资产周转率 | 3.5 | 3.7 | 3.9 | 4.1 |
| ROE | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| ROA | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROIC | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 每股经营现金流 | (5.4) | 2.2 | 0.3 | 0.4 |
| 每股净资产 | 2.4 | 3.4 | 3.6 | 3.9 |
| 每股收益 (EPS) | 0.28 | 0.25 | 0.34 | 0.40 |
| PE(X) | 36.8 | 29.9 | 22.0 | 18.7 |
| PB(X) | 3.2 | 2.9 | 2.7 | 2.3 |
| EV/EBITDA(X) | 81.3 | 37.6 | 29.3 | 23.0 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

四、风险提示

自然灾害导致农业遭遇减产歉收等情况；政策利好低于预期，物流成本攀升高于预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远企业号 D 座

电话：(8610) 8832-1818

传真：(8610) 8832-1566

重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。