

象屿股份(600057)调研报告

象屿农业支撑利润增长， 政策刺激带来估值提升机会

投资要点

- **传统生产资料物流服务商成功切入粮食供应链物流。**公司主营分为两大块：大宗商品供应链物流、物流园区开发运营，其中，大宗商品供应链物流包括粮食、金属材料、塑化产品链、林产品、进口汽车等几十个品种。目前粮食供应链业务后来居上，上半年净利润占比便达到62%，上半年主要利润来源于粮食收购与流通分销业务。
- **市场化的粮食供应链服务商是未来发展方向。**象屿农业打造产销一体化的粮食供应链一方面是为了减少对国家粮食代收代储补贴的依赖程度，另外一方面公司也在寻求以市场化的方式通过网络化物流服务平台连接上游种植服务和下游采购与分销交易，真正在“北粮南运”的大物流领域获取利润。目前公司积极在东北粮食产区增加合作布点扩展自身对粮食产源的把控力度，同时也在争取覆盖更多的南方粮食消耗生产商，增加上下游客户的粘性。
- **粮食供应链未来发展的空间和公司比较优势。**玉米临储行业集中度低：作为全国主要玉米生产基地，黑龙江玉米年产量在6000万吨，作为仓容规模较大的少数临储企业象屿农业的自有仓容为206万吨，占比3.4%，象屿农业具有广阔的市场空间；粮食供应链业务的核心是巨额资金垫付，物流服务商不仅要垫付巨额粮款，还要应付季节性预付款峰值冲击，庞大的资金需求是制约民营企业和个人临储库发展的关键桎梏，象屿股份作为一家具有丰富的供应链管理经验和内控严明的大型上市公司，无疑在融资渠道以及融资额度上占尽先机。
- **估值与评级：**我们看好上市公司以轻资产为主导的横向扩张和纵深供应链物流战略。预计2014年粮食供应链将为公司贡献2.4亿元的净利润，上游种植合作项目的收益部分将于第四季度表现；2015-2016传统大宗商品供应链物流营收平稳，物流园区利润有望得到政策支持小幅上扬的基础上，公司粮食供应链业务利润将继续稳步增长。我们预测2014年、2015年、2016年象屿股份EPS分别为0.33元、0.42元、0.50元，对应PE为34倍、27倍、22倍。考虑自贸区政策落地对象屿口岸业务形成的利好刺激，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**未来国家取消对玉米的保护政策，公司短期盈利将受到不利影响。

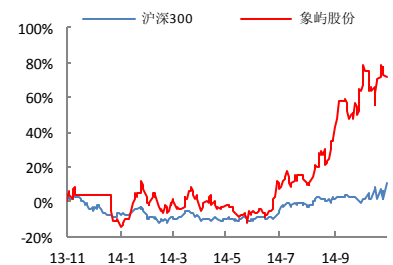
指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	35402.33	45527.39	53904.43	62044.00
增长率	20.60%	28.60%	18.40%	15.10%
归属母公司净利润(百万元)	241.44	347.49	440.07	523.25
增长率	110.20%	43.93%	26.64%	18.90%
每股收益EPS(元)	0.23	0.33	0.43	0.50
净资产收益率ROE	13.36%	16.12%	16.96%	16.78%
PE	49.06	34.09	26.91	22.64
PB	6.55	5.50	4.56	3.80

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：熊莉
执业证号：S1250514080002
电话：023-63786278
邮箱：xiongli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	10.36
流通A股(亿股)	4.3
52周内股价区间(元)	5.59-12.25
总市值(亿元)	116.06
总资产(亿元)	198.57
每股净资产(元)	2.34

相关研究

目 录

一、象屿股份概况.....	1
（一）传统生产资料物流服务商成功切入粮食供应链物流.....	1
（二）粮食供应链业务推动公司盈利增长.....	2
（三）厦门市国企.....	3
二、粮食供应链业务成为提升公司盈利的关键.....	3
（一）象屿粮食供应链物流的实施主体.....	3
（二）粮食供应链业务内容.....	4
三、粮食供应链行业特性与市场空间.....	9
（一）粮食供应链业务的核心——巨额垫资.....	9
（二）粮食供应链业务受政策影响较大.....	11
（三）目前粮食供应链业务市场空间较大.....	12
（四）象屿农业的优势.....	12
四、传统大宗商品供应链物流平稳发展.....	13
五、物流园区资产与业务是提升公司估值的关键.....	14
（一）物流园区现有业务简述.....	14
（二）物流园区主营业务盈利稳步增长.....	14
（三）自贸区概念成为拉升公司估值的关键.....	15
六、盈利预测与投资建议.....	16
七、风险提示.....	17

图 目 录

图 1: 象屿股份主营产品变动历程.....	1
图 2: 象屿股份各项主营业务收入占比.....	2
图 3: 象屿股份各项主营业务利润占比.....	2
图 4: 象屿股份营业收入增长情况.....	2
图 5: 象屿股份归属母公司净利润增长情况.....	2
图 6: 象屿股份股权结构.....	3
图 7: 象屿农业粮食仓储的主要情况.....	4
图 8: 象屿农业现有业务内容.....	5
图 9: 象屿农业的横向、纵向发展.....	6
图 10: 公司横向布局的物流骨干网.....	7
图 11: 象屿农业种植合作项目内容.....	8
图 12: 象屿股份农产品板块的粮食供应链设想.....	9
图 13: 象屿农业供应链垫付现金流峰值.....	10
图 14: 象屿股份应收预付账款增长情况.....	10
图 15: 象屿股份严明的内部管控.....	13
图 16: 象屿物流园区业务收入变化.....	15
图 17: 象屿物流园区业务毛利变化.....	15
图 18: 福建海西自贸区区域范围.....	16

表 目 录

表 1: 象屿股份各项主营业务占比（单位：万元）.....	1
表 2: 黑龙江象屿农业物产有限公司概况.....	3
表 3: 象屿农业物流下面控股孙公司情况.....	3
表 4: 象屿供应链业务盈利变化分解（单位：万元）.....	14
表 5: 象屿股份物流园区主要经营数据的变化情况（单位：万元）.....	14
附表: 财务预测与估值（单位：百万元）.....	18

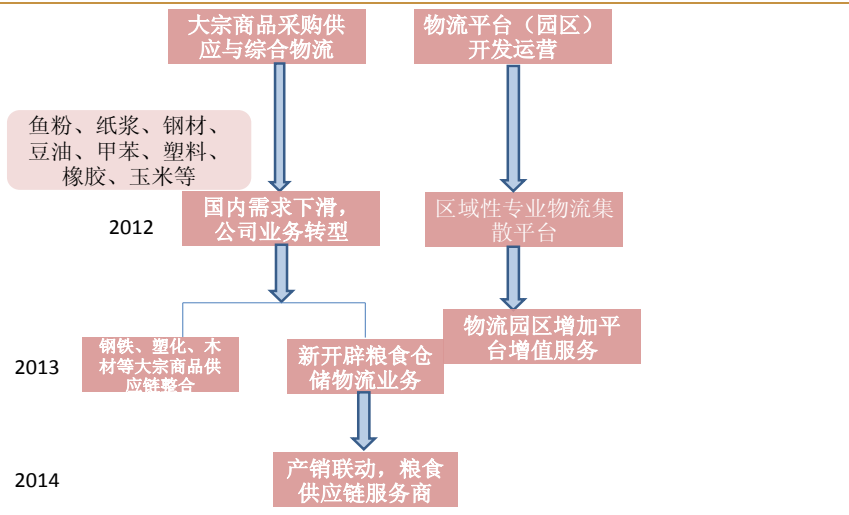
一、象屿股份概况

（一）传统生产资料物流服务商成功切入粮食供应链物流

象屿股份 2011 年重组上市，一直深耕于国内供应链物流业务。公司主营分为两大块：大宗商品供应链物流、物流园区开发运营。其中，大宗商品供应链物流包括粮食供应链、金属材料供应链、塑化产品供应链、林产品供应链、进口汽车供应链等几十个品种的供应链业务。公司是国家 5A 级物流企业，具有丰富的供应链物流管理经验。

公司自上市以来，深耕生产资料物流业务，面对国际国内大宗商品供需变化的情形，一方面整合供应链各项业务，增加客户粘性，提升物流效率；另一方面从自身现有业务为基础，选择农产品物流作为新的利润增长点，向上游拓展业务，在产区开展粮食仓储物流。

图 1：象屿股份主营产品变动历程



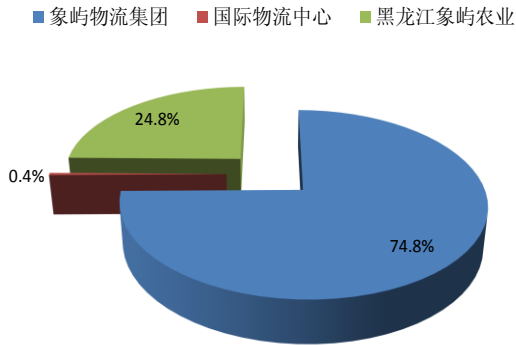
数据来源：西南证券整理

目前象屿股份的主营业务主要由三家子公司完成：厦门象屿物流集团有限责任公司主要负责经营大宗商品供应链及部分园区平台业务，厦门国际物流中心开发有限公司负责园区平台业务，黑龙江象屿农业物产有限公司负责粮食供应链业务。

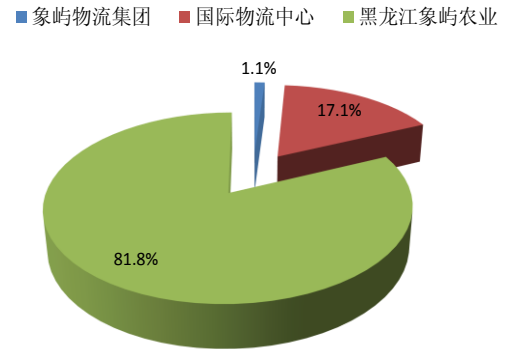
表 1：象屿股份各项主营业务占比（单位：万元）

公司名称	业务性质	注册资本	本期营业收入	本期营业利润	本期净利润	上年同期净利润	净资产收益率
厦门象屿物流集团有限责任公司	大宗商品供应链及园区平台	79,821.6	526,562.3	220.9	2,270.8	6,810.6	1.6%
厦门国际物流中心开发有限公司	园区平台	28,000.0	2,849.8	3,408.7	2,650.6	326.2	8.9%
黑龙江象屿农业物产有限公司	农产品供应链	50,000.0	174,370.6	16,292.1	12,020.1	0	18.2%

数据来源：上市公司 2014 年半年报

图 2: 象屿股份各项主营业务收入占比


数据来源: 上市公司 2014 年半年报, wind

图 3: 象屿股份各项主营业务利润占比


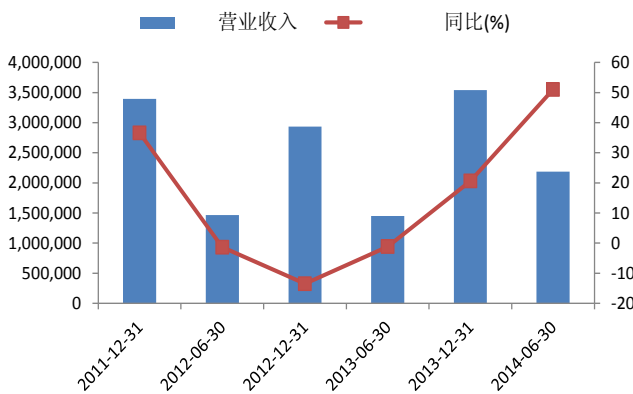
数据来源: 上市公司 2014 年半年报, wind

(二) 粮食供应链业务推动公司盈利增长

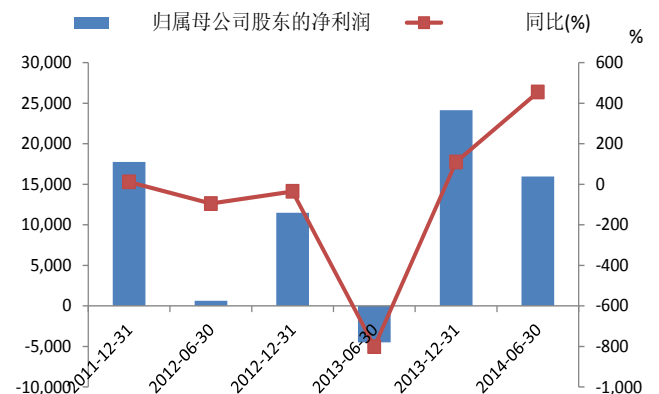
公司业绩状况呈现先降后升的态势。象屿股份自 2011 年重组上市以来, 公司一直面临传统的生产资料采购与销售供应链物流整个行业处于下滑周期的不利影响。特别是 2012 年以后, 占比公司“买进卖出”供应链业务数量最大的钢材等大宗商品的需求出现大幅下滑, 公司的盈利也随之出现较大幅度的下降。

2013 年公司开始寻求新的盈利增长点, 从自身丰富的供应链物理管理经验出发, 在既有熟悉的采购业务品种中选择了以玉米为首的粮食供应链, 并由下而上的向生产源头做物流延伸。由于增加了新的盈利业务, 象屿股份的盈利从 2013 年底开始出现大的回升。

2014 年公司半年报显示, 目前农产品业绩后来居上, 上半年净利润占比便达到 62%, 粮食供应链业务的利润主要来源于国家对中粮储临储库的补贴。

图 4: 象屿股份营业收入增长情况


数据来源: 西南证券

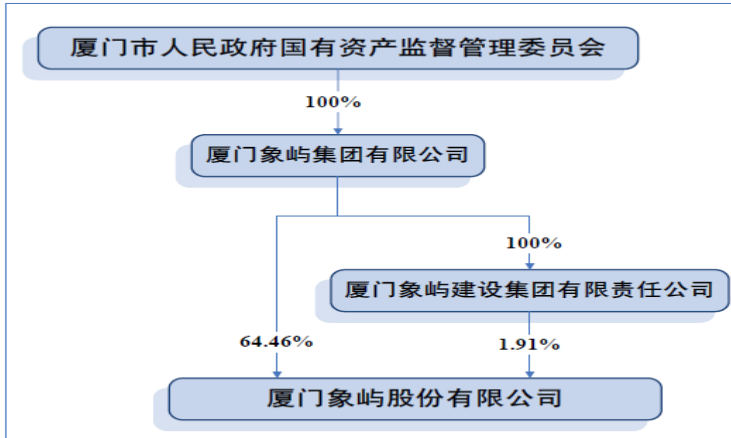
图 5: 象屿股份归属母公司净利润增长情况


数据来源: 西南证券

（三）厦门市国企

公司目前的第一大股东依旧是厦门象屿集团。此次定增之前合计持有公司 66.37% 股权，定增完成后，合计持有公司 60.18% 股权。

图 6: 象屿股份股权结构



数据来源: wind, 西南证券

二、粮食供应链业务成为提升公司盈利的关键

（一）象屿粮食供应链物流的实施主体

目前公司的粮食供应链物流业务都是由子公司黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农业”）负责管理和运营，象屿农业下面还有 6 家子公司，加上公司刚刚通过定增收购的鹏屿物流，象屿农业目前拥有 7 家从事粮食供应链物流业务的子公司。

表 2: 黑龙江象屿农业物产有限公司概况

公司名称	经营范围	象屿股份持股比例	是否合并报表
黑龙江象屿农业物产有限公司	玉米、水稻、小麦、杂粮批发；玉米初加工；仓储、装卸服务；大豆、油料作物、不再分装的包装的农作物种子、化肥、食用油、饲料批发、零售；农业种植及有关的技术交流和信息咨询；农具销售、租赁；国内一般贸易，货物及技术进出口	80%	是

数据来源: 公司公告, wind

表 3: 象屿农业物流下面控股孙公司情况

公司名称	子公司类型	注册地	法人代表	业务性质	注册资本
嫩江象屿农产有限公司	控股子公司	黑龙江	张水利	农产品供应链	1,000 万元
富锦象屿农产有限公司	控股子公司	黑龙江	邓启东	农产品供应链	1,000 万元
讷河象屿农产有限公司	控股子公司	黑龙江	邓启东	农产品供应链	1,000 万元
五大连池象屿农业物产有限公司	控股子公司	黑龙江	邓启东	农产品供应链	1,000 万元
依安新象屿农业物产有限公司	控股子公司	黑龙江	邓启东	农产品供应链	1,000 万元

公司名称	子公司类型	注册地	法人代表	业务性质	注册资本
大连象屿农产有限公司	控股子公司	黑龙江	张水利	农产品供应链	10,000 万元
鹏屿物流	控股子公司	黑龙江	穆海鹏（原先），张永利（现）	农产品供应链	10,000 万元

数据来源：公司公告，wind

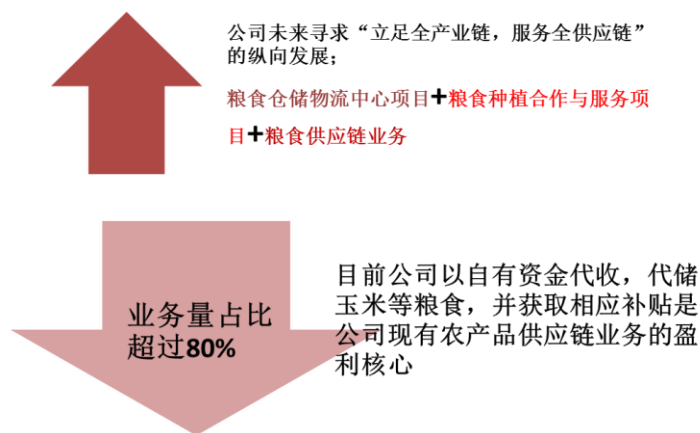
鹏屿物流目前是象屿农业开展粮食供应链业务的主要仓储资产。截至 2013 年 12 月 31 日鹏于资产总额为 136,209 万元（未经审计），主要由开展粮食仓储物流业务的土地、仓储设施、烘干设备等构成，

已有仓容 206 万吨，日烘干能力约 1.3 万吨。象屿股份通过定增对鹏屿物流实行吸收合并，从而完整承接穆氏家族位于依安的粮食仓储物流业务相关资产，借以打造依安粮食仓储物流中心，并以此为基础通过核心网络继续向外辐射，形成高覆盖率的粮食种植服务、收购、仓储、物流一体化的供应链网络。

（二）粮食供应链业务内容

中粮储的临储库。公司目前在东北黑龙江的玉米收储主要有两块内容：一是公司代国储收购、仓储粮食，另一部分是参与市场化运作的贸易分销。前者是公司盈利的主要来源，后者是公司未来试图努力发展的业务类别。

图 7：象屿农业粮食仓储的主要情况



数据来源：西南证券整理

1、临储库业务支撑公司未来较长时期的盈利

（1）公司目前绝大部分粮食收储、烘干都是代国储进行，公司农业供应链物流净利润来源主要是国家的补贴。中粮储代表国家仓储重要农产品，平衡并调节粮食价格，由于中粮储近年为解决业务亏损的困境，将某些粮食收储业务交由民营企业或者个人代为打理，并给予一定的补贴。目前中粮储给予临储库的补贴标准是一吨代收补贴 50 元，代储补贴 85 元，其他烘干等业务还会有少量补贴。

（2）公司粮食代收价格主要由国储掌控。由于公司的农产品（主要是玉米）收购价格按照国储价格进行代收，临储库的粮食最后也是由国储拍卖，公司目前基本没有定价权。

（3）按照公司目前 206 万吨的仓容，公司一年大约能实现的利润 2-2.4 亿元，主要源于合作收购与自营贸易分销。

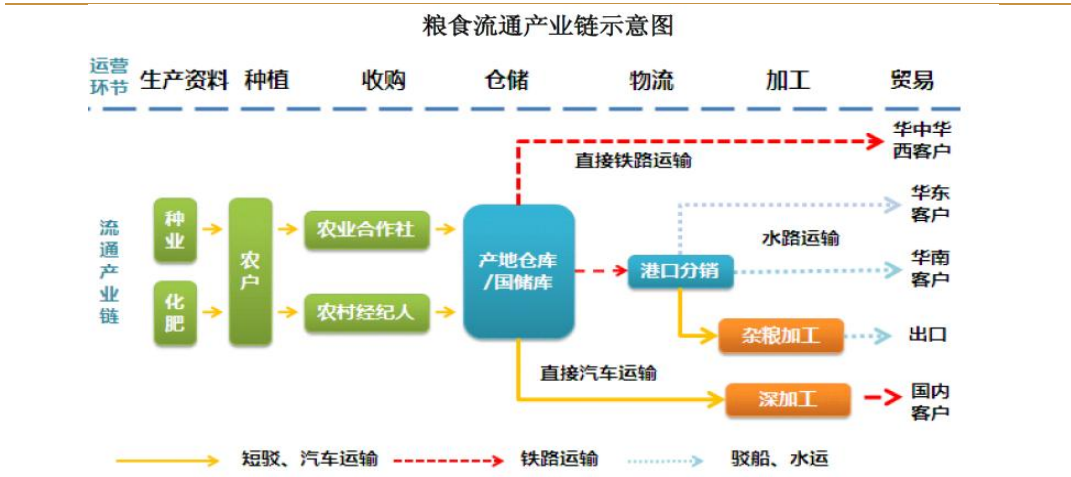
2、市场化的粮食供应链服务商是公司未来努力发展的方向

从公司此次定向增发公告可以看出，公司将投入更多的财力、人力着力打造粮食供应链物流业务，并将此作为公司供应链业务转型的重要内容。

象屿农业早期与穆氏家族合作，在 2013 年象屿股份为扩大粮食经营规模，并提升对前端粮食资源的把控能力，象屿股份与穆氏家族的穆海鹏、穆明倩以自有资金分别出资 4 亿元人民币，0.5 亿元。0.5 亿元人民币，合资设立象屿农业。此后象屿农业产诸多仓储业务都是与穆氏一并合作实施。

基于加大对上游粮食种植的把控力度方面的考虑，公司也将粮食供应链业务向上延伸至与农户的种植合作。目前象屿农业的粮食供应链业务包含上游的合作种植，中间对粮食的仓储运输，还有公司过去便拥有的下游少量粮食贸易销售。

图 8：象屿农业现有业务内容



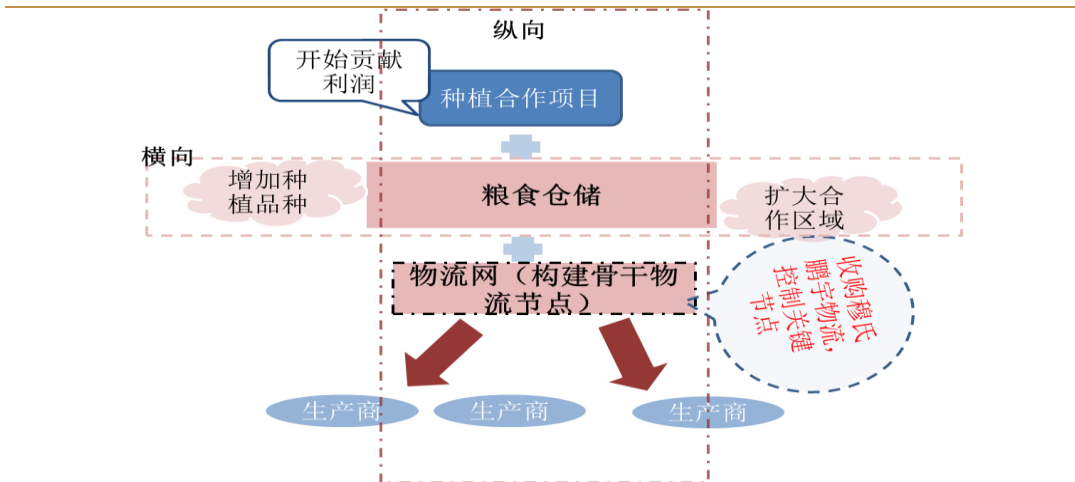
数据来源：公司公告，wind

象屿股份通过 2014 年 11 月份的定增，一方面增资象屿农业，由其开展依安粮食仓储物流中心项目及粮食种植合作与服务项目，以进一步打造平台深入开展粮食供应链业务；另一方面减轻公司营运资金压力，优化公司财务结构，增强公司业务承接能力。

象屿农业最终还是基于“立足全产业链，服务全供应链”的战略理念，打造“产销”一体化的粮食供应链。一方面是为了减少对国家粮食代收代储补贴的依赖程度，另外一方面公司也在寻求以市场化的方式通过网络化物流服务平台连接上游种植服务和下游采购与分销交易，真正在“北粮南运”的大物流领域中获取利润。

公司注意横向与纵向打造“产销”一体化的粮食供应链。公司一方面通过横向在东北粮食产区增加合作布点扩展自身对粮食产源的把控力度，另一方面通过营销覆盖更多的南方粮食加工商，增加对农户的肥料、农机，技术支持等纵向布局，增加上下游客户的粘性，形成自己的网络。

图 9: 象屿农业的横向、纵向发展



数据来源: 西南证券整理

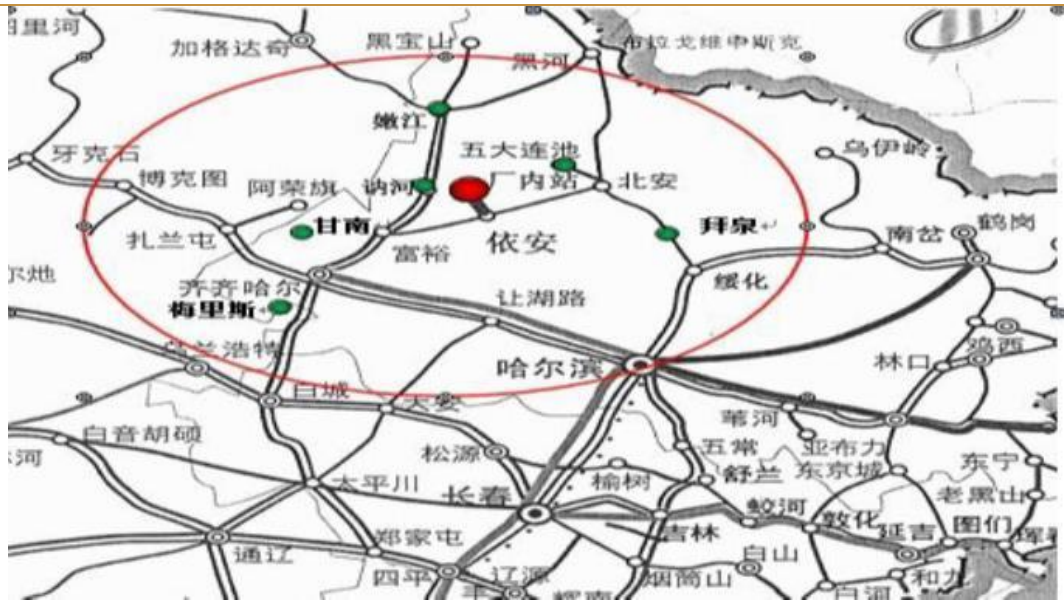
(1) 象屿农业的横向布局

横向看, 公司一方面正在打造“一个物流中心辐射周遭收购中心”的骨干物流节点。此次定增资金之中有 12.7 亿元用于依安粮食仓储物流中心项目, 主要是鹏屿商贸物流有限公司 100% 的股权, 目前鹏屿自有 206 万吨(与其合作的仓库约有 200 万吨), 日烘干能力约 1.3 万吨。鹏屿收购完成后, 公司将充分依托依安线的铁路, 公路线构建广泛的物流辐射网,

依安县位于黑龙江省西部, 小兴安岭南麓, 松嫩平原北缘, 齐齐哈尔市东北部; 其东与拜泉县分界, 西与富裕县为邻, 北与克山、讷河市毗连, 南与林甸、明水县接壤, 距齐齐哈尔、大庆、北安等区域中心城市均在 100 公里左右, 交通枢纽功能显而易见。依安县是国家重要的商品粮基地县之一, 世界仅有的三条黑土带之一在依安境内穿过。依安县有耕地面积 318 万亩, 均为黑土或黑钙土, 土壤有机质含量高, 适宜玉米、大豆、水稻等各种作物大规模、集约化生产。2012 年依安县粮食总产量达到 144 万吨, 其中玉米 113 万吨。随着未来交通网络的完备以及粮食产业的发展, 依安县有建设成为东北地区粮食外运节点的潜力。

构建粮食仓储物流网络布局, 充分发挥从基地向周边网点辐射带动效应。目前鹏屿的仓容已经超过依安县的玉米产量。其中部分仓容是由周边县域的玉米种植产量予以满足的。早在 2013 年 9 月, 象屿农业在合作初期便通过向穆氏家族租赁资产的方式开展粮食供应链业务。2014 年双方拟进一步以象屿农业为平台基础, 实现“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。“一个物流中心”即依安物流中心, 主要承担收购周边 80 公里以内的依安本地、富裕、克山、克东的粮食, 以及储备、集并、中转外运功能; “六个收购中心”即嫩江、甘南、讷河、梅里斯、五大连池和拜泉收购中心, 环绕在依安中心周边, 并向其周边地区辐射。

图 10: 公司横向布局的物流骨干网



数据来源: 公司公告, wind

第一级网络构建标准为，区域内粮食产量超过 800 万吨，收购能力约占区域内 20%到 30%，现有仓容能力大于 100 万吨，单个网点烘干能力超过 5000 吨/天，具备铁路专用线以及汽车、火车等物流资源。该级网络将起到核心支撑作用，能够依赖其辐射和集聚效应撬动更大粮食收购规模，资产主要为自有。通过收购鹏屿物流后，将在依安县形成自有骨干物流一级网络节点，收购范围覆盖依安中心半径 80 公里内区域，包括齐齐哈尔市依安县、富裕县、克山县、克东县、讷河南部、绥化市明水县、大庆市林甸县等地区，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。

第二级网络构建标准为，单个网点仓容能力大于 20 万吨，烘干能力超过 1000 吨/天。将选择嫩江、讷河、五大连池、梅里斯、甘南、拜泉等地依安骨干节点辐射半径以外 100 到 200 公里的粮食主产区，与依安骨干物流节点合并构成粮食骨干物流网，“六个收购中心”区域范围内年粮食产量合计超过 1000 万吨，收购能力约占区域内 10%到 20%，未来拟在上述区域通过多种合作方式（股权合作、资产收购、新建等），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。目前，嫩江、讷河、五大连池、梅里斯已实现合作库容 84.7 万吨，玉米烘干能力 8000 吨/天。

第三级网络用于弥补一、二级网络盲点，在黑龙江齐齐哈尔、伊春、虎林、黑河、绥化等地区以及辽宁开原、吉林九台通过资产租赁等合作方式与 20 多家企业实现合作，计划年收购玉米、水稻、大豆、杂粮合计 120 万吨。各合作库点均是在当地具有一定规模和收粮能力的粮食企业，与他们的密切合作将有效地拓宽收购网络，同时也为促成更大规模的合作奠定基础，打通渠道。

横向看，公司另一方面正在积极筹划在黑龙江其他领域复制“依安”模式，目前正在合作的有三江平原的粮食供应链项目。由于象屿农业在依安的模式得到当地政府和农业种植大户的认可与肯定，当地各级政府都在积极与公司洽谈，希望公司能在其他生产种植大区复制依安合作模式。公司目前主要的种植合作地域集中在黑龙江西边，出于抢占物流骨干网店以及覆盖主要粮食产区两方面的考虑，象屿目前正在接触三江平原地区的合作项目。目前

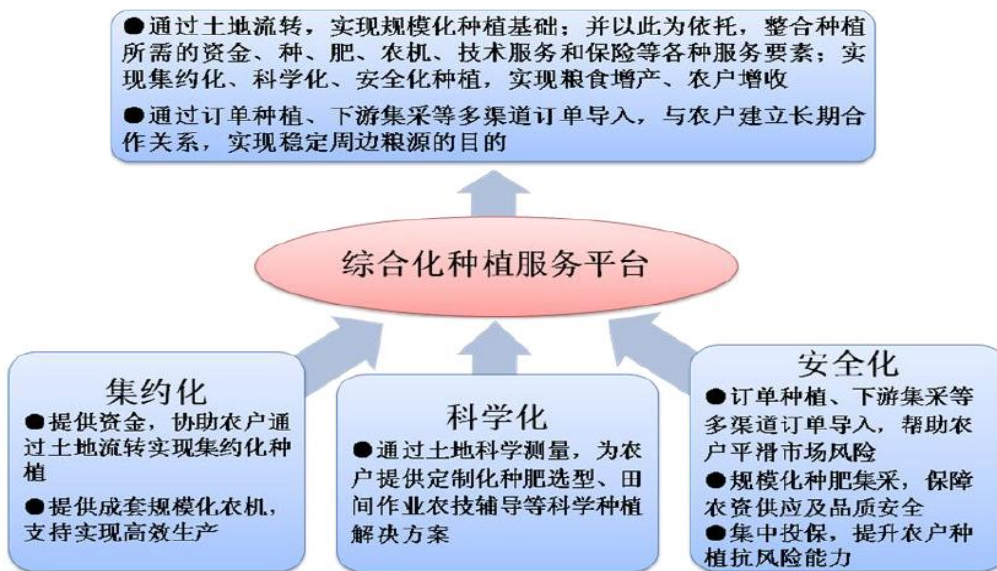
黑龙江象屿农业物产有限公司以自有资金出资 1000 万元人民币在黑龙江富锦设立全资子公司，开展当地的粮食供应链相关业务。该地域主要的粮食作物为玉米与水稻，通过此次地域扩张象屿农业也同时增加了仓储的粮食品种。

在横向扩张方面，象屿股份总公司以稳健经营为出发点，注意重资产扩对企业自身资金占用的问题，在严控现金流风险的同时，公司有意选择关键物流节点进行有效地域突进，对于更多的仓储资源则采取合作的模式降低重资产构建方面的投入，尽量提升资产利用效率。

(2) 象屿农业的纵向布局

纵向看，象屿农业通过此次定向募资增大与农户的粮食种植合作项目。目前象屿农业通过与依安当地及周边种植大户、各类合作社签订《合作协议》，主要合作种植品种为玉米，项目实施后，预计实现年产量约 75 万吨，项目总投资不超过 73,300 万元。本次项目的实施目的在于建设“综合化种植服务平台”，该平台将通过订单农业、合作种植、下游集采等多种粮食产销合作模式，向种植合作方提供包括资金、种、肥、农机、技术服务、保险等系列综合服务，实现利益共享。

图 11: 象屿农业种植合作项目内容

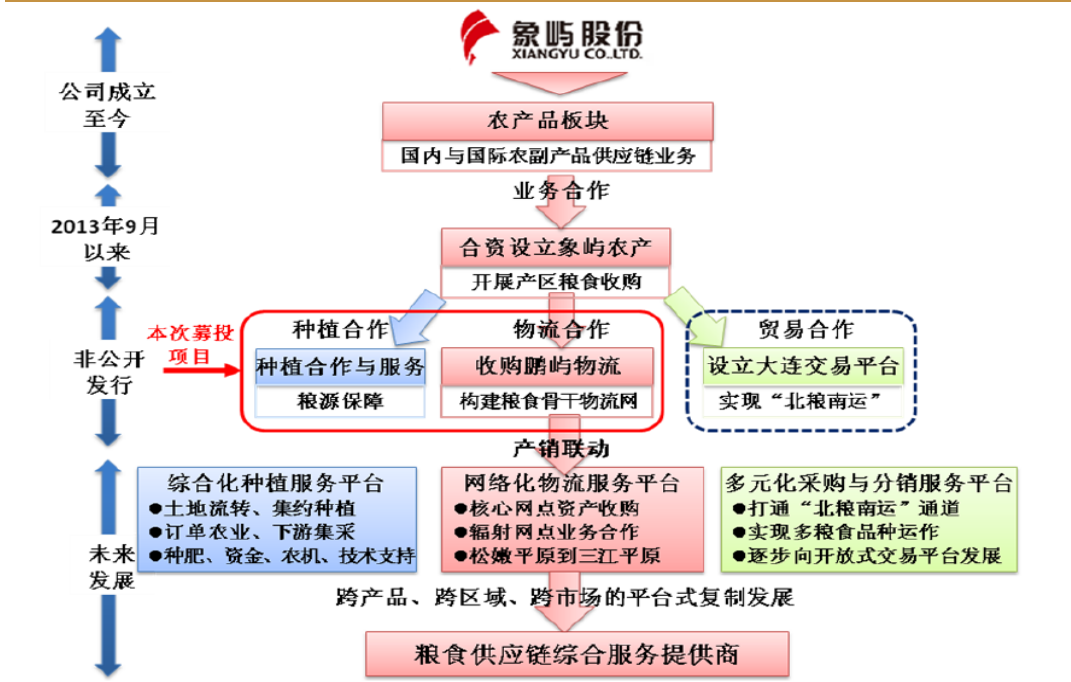


数据来源: 公司公告, wind

从公司内部测算的收益率看，农业上游种植合作项目的年投资回报约为 11.34%，略高于目前的粮食仓储项目的投资回报率，种植合作项目建成达产后年实现税后净利润 8313.57 万元。

纵向看，象屿农业加大对下游粮食加工生产商的营销布局。公司在传统供应链业务中积累了诸如圣农发展，双胞胎等南方大型粮食加工商客户。公司目前在建立综合的粮食仓储物流平台的同时也注意进一步整合粮食下游资源，在大连建立粮食综合交易平台，利用大连港口物流枢纽和农产品市场集群，形成多元化的粮食采购与分销服务平台，充分发挥产区、港区、销区“三区联动”效应，通过跨产品、跨区域、跨市场的平台式复制模式发展成为粮食供应链综合服务提供商。

图 12: 象屿股份农产品板块的粮食供应链设想



数据来源: 公司公告

三、粮食供应链行业特性与市场空间

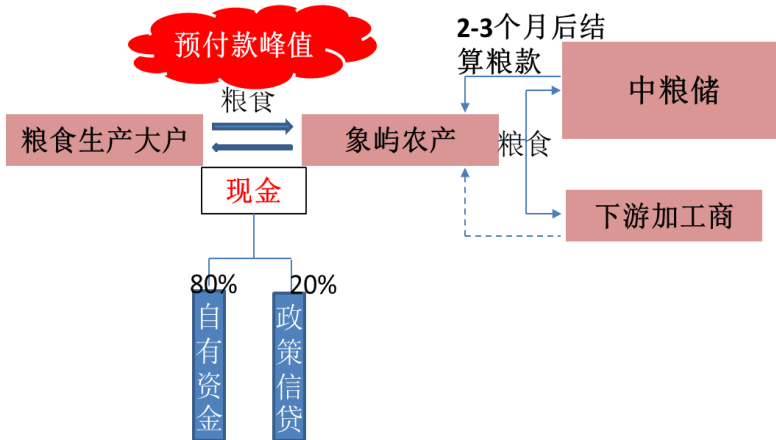
(一) 粮食供应链业务的核心——巨额垫资

所有的供应链业务的核心在于资金流的管理，而农产品的现金流管理还特别具有季节性。

供应链物流的现金流管理是相应服务商综合能力的集中表现。从传统的钢贸供应链物流，煤炭供应链物流其中间最核心的环节就是如何解决对上游预付账款和对下游的应收账款之间的差额管理。这其中不仅仅需要熟练应用各种财务融资工具，公司自身对于行业产品本身周转特性的了解以及货权的把控程度也成为保证供应链资金流安全的重要因素。

粮食零储库需要先垫付巨额粮食款，这是制约民营企业和个人临储库发展的关键桎梏。公司在收购季节需要以自有资金（主要是商业银行信贷资金，农发行一般会先支付 20% 的政策性贷款）先行垫付种植农民的粮食款，2-3 个月后中储粮对象屿农业结算粮款，补贴款将在来年上半年分期划拨，这是一个滚动的过程。所以公司需要进行强有力的现金流管理应付收购季的垫付资金峰值。

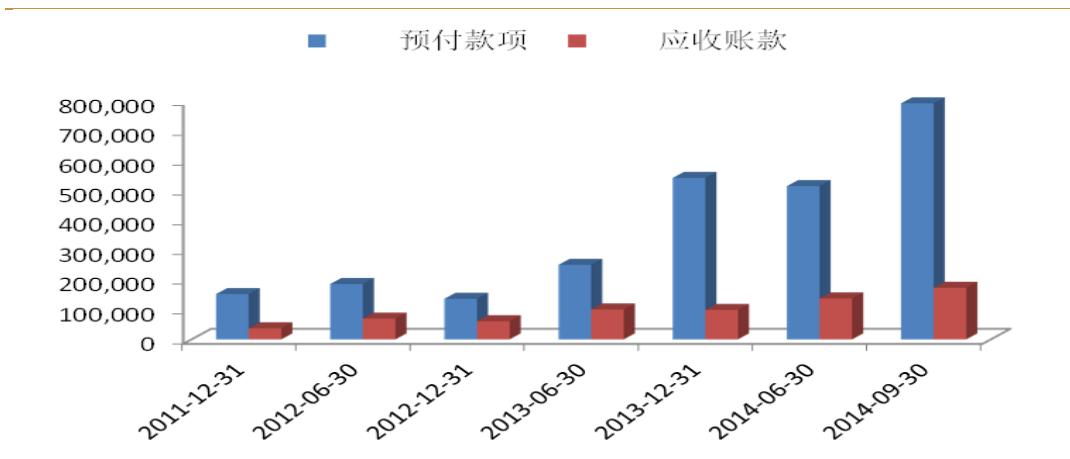
图 13: 象屿农业供应链垫付现金流峰值



数据来源: 西南证券整理

象屿股份在报表中可以看到，公司的预付和应收账款自农粮食供应链业务开始以来出现大规模的上漲，且金额巨大。2014 年由于象屿农业业务量的快速增加，公司的预付款也不断创出新高。

图 14: 象屿股份应收预付账款增长情况



数据来源: 西南证券

粮食收购具有明显的季节特性，相应的粮食供应链企业资金需求也具有很强的季节特性。公司主要的收购季集中在第四季度和第一季度，特别是第四季度将会迎来收购的最高峰值，所以公司也需要巨额的资金应付四季度的收购预付款。

粮食供应链物流相较于传统的生产资料供应链对资金的需求更大，而且具有季节特性，垫资峰值密集且金额庞大。公司自身资金实力以及融资渠道和融资方式的多元程度决定了粮食供应链物流企业的规模。

（二）粮食供应链业务受政策影响较大

1、临储政策变动给公司盈利带来不确定影响

2008 年始，国家玉米临时存储政策至今已运行六年。实施国家临储政策是出于保障国家粮食安全、维护农民收益的目的，此项政策出台后，前期也切实最大限度发挥了其自身价值。临储政策从效果上来看正面的效应还是非常好的，它有效地解决了国内玉米再平衡的问题，也托住了市场价格，调动了市场的积极性。

但是从 2011 年以来整体负面效应开始增加，主要表现为有市场供求的不平衡，玉米收储已经进入了一个“政策市”，托市收购市场扭曲问题日趋凸现：

（1）政策性收购粮油库存的大幅增加，进口激增和财政负担加大。托市价格高于供求关系决定的均衡价格，过度刺激了玉米生产能力的释放，造成了耕地、水资源承载能力达到的极限。

（2）粮食市场主体预期被严重扭曲，粮食企业经营空间缩小，三个价格倒挂甚至成为常态，产区和销区倒挂，东北产区与中原产区倒挂，原料和产成品倒挂，库存有两个不存粮，企业不存粮，农民不存粮，结果是政府收购粮油库存大幅增加。随着粮食托市收购价格的不断提高，国内外粮食价差不断扩大，粮食进口压力激增。出现这个问题最主要的背景有两个：一个背景就是国际市场的粮油价格大幅回落，从 2008 年金融危机开始，那次国际粮价出现了一次大幅的下跌，但是随后整一个刺激政策，包括量化宽松政策，又将粮价托上来，在美国连续三年减产之后，粮价从 2012 年 7 月份开始出现大幅回落，到目前仍然处于一个下跌态势之中。

国内的托市政策在国际粮油价格出现持续上涨时，它的适应性很强，双方都有利。在国际粮食价格上涨时，国内托市收购不赔钱还挣钱，没有什么财政压力。可是现在情况大大相反，国内与国际上的价差拉大，国内搞托市相当于是在托起国际市场，这个财政压力很大。

托市政策面对国际粮食价格持续下跌的情形，未来将出现更多的政策不确定性。特别是玉米并不同于小麦和水稻属于口粮范畴，长远看，不排除玉米成为继棉花和大豆之后又一个取消临储，放宽进口配给，实行目标价格补贴的又一品种。针对这一影响，我们认为要从长期和短期两个方面进行分析：短期看，对玉米取消临储政策，将不利于公司盈利增长，目前公司的主要盈利来源大比例来源于国家临储补贴；长期来看，因为公司正在以市场化的方式打造“全产业链”，深入上游种植合作项目，寻求新的利润增长点，未来带公司规模做大，预计将会形成新的利润增长。

2、国家对种植合作创新持鼓励态度

农业合作项目政策对公司开展种植合作项目形成支撑。国家政策大力发展农产品加工，创新流通方式，不断拓展产业链条，推动龙头企业集群集聚，完善扶持政策，强化指导服务，增强龙头企业辐射带动能力，全面提高农业产业化经营水平。”《中共中央国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见》（中发[2013]1号），指出：“支持龙头企业通过兼并、重组、收购、控股等方式组建大型企业集团。创建农业产业化示范基地，促进龙头企业集群发展。推动龙头企业与农户建立紧密型利益联结机制，采取保底收购、股份分红、利润返还等方式，让农户更多分享加工销售收益。鼓励和引导城市工商资本到农村发展适合企业化经营的种养业。增加扶持农业产业化资金，支持龙头企业建设原料基地、节能减

排、培育品牌。逐步扩大农产品加工增值税进项税额核定扣除试点行业范围。适当扩大农产品产地初加工补助项目试点范围。”

《黑龙江省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》指出：“推进农村土地承包经营权流转，规范土地流转行为，培育土地流转有形市场，探索建立农村土地使用权交易所(中心)。以种植大户、各类合作社、龙头企业、场县共建和经济条件较好的村集体为主体，实施标准化规模化生产，推进土地规模经营。鼓励和支持各类工商企业资金进入农业领域，建立现代农业企业。”

为稳定粮食收购来源并响应国家创新农产品流通方式号召，象屿农业积极探索与粮农新的合作模式，通过提供资金、技术及销售支持，与农户建立紧密型利益联结机制，在解决合作农户资金周转困难及“种粮难、卖粮难”问题的同时，实现业务向产业链上游延伸，有利于创造协同价值，进一步提升公司的核心竞争力和可持续发展能力。

国家对于种植项目的扶持有利于公司往上游与农户开展种植合作项目，产生盈利。我们的观点是未来只有通过市场化的方式实现自身全产业链的盈利模式才能长久，而不仅仅是依靠政策的短期扶持。国内的粮食生产如何能抵御来自国外粮食进口的冲击，形成自身盈利的闭环才是关键。

（三）目前粮食供应链业务市场空间较大

粮食供应链行业集中度低。象屿农业目前的主要粮食供应链品种是玉米，玉米临储库的行业集中度低，未来公司横向扩张的空间较大。

全国玉米主要产地集中在黑龙江省，玉米临储行业集中度低：黑龙江作为全国主要玉米生产基地，年产量在 6000 万吨；象屿农业作为仓容规模较大的少数临储企业，自有仓容为 206 万吨，占黑龙江玉米产量的 3.4%，象屿农业具有广阔的市场空间，特别是在目前兼并重组盛行的大环境背景下，公司还有继续做大的空间。

（四）象屿农业的优势

综合分析粮食供应链特点，我们认为象屿股份切入并做强粮食供应链物流具有如下两方面优势：

（1）粮食供应链业务的巨额垫资特性成为象屿股份的比较优势。从之前的分析可知，406 万吨仓容的玉米临储在收购旺季大约将产生 70-80 亿元的峰值垫付款。在东北粮食产区，还没有一家民营或者个人拥有这个实力能够应付如此大额的现金峰值流出。象屿股份是全国较早进入供应链业务的大型国有企业，其自身现有的业务规模可以支撑足够多的信用贷款以及阶段性大额融资。所以象屿股份在黑龙江省做粮食供应链物流业务具有资金的比较优势。

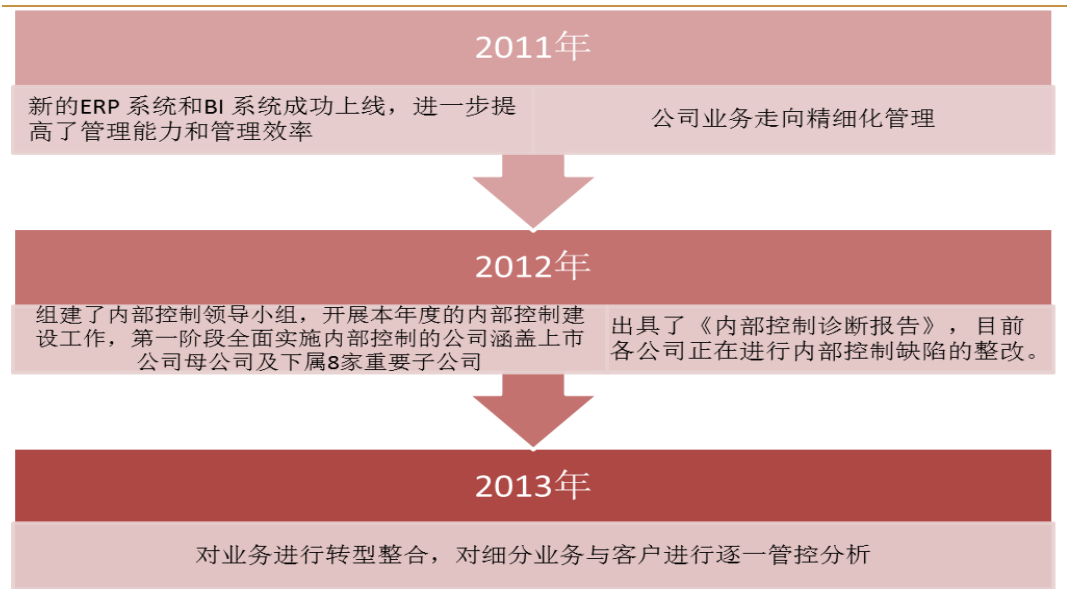
（2）公司具有丰富的供应链业务管理经验，内控制度严明，对现金流的管理拥有丰富的经验。公司会在半年之前开始规划资金安排，测算可能出现的垫付资金峰值，提前和农发行签协议应付收购季。此外国家最近出台了系列关于农业的政策，提前了粮款的结算划拨，一定程度降低了公司垫付资金的压力。

解决季节性融资问题是公司财务管理的一个重点。目前象屿股份的全资孙公司象屿农业投资公司与建信资本、兴大公司出资设立厦门象屿农业产业投资基金，象屿投资作为普通合

伙人（GP）出资 3 亿元人民币，建信资本作为有限合伙人（优先级 LP）出资 10 亿元人民币，兴大公司作为有限合伙人（劣后级 LP）出资 0.5 亿元人民币。该基金主要用于满足象屿农业的季节性融资需求。

公司的内控制度严明。公司从重组上市之初就开始建设内部管控体系，控制业务风险，提升业务毛利率。

图 15: 象屿股份严明的内部管控



数据来源：公司公告，西南证券整理

四、传统大宗商品供应链物流平稳发展

公司自 2013 年开始便对生产资料供应链物流进行“业务结构调整”，公司在确保稳固市场地位的同时，将转型升级作为重点工作，力求通过资源整合、模式创新和业务转型升级，改变传统业务毛利率走低、竞争力减弱的局面。

公司对原有大宗商品供应链物流服务进行优化，公司加强对“货权”的把控力度，在钢铁集散地构筑关键物流节点，对战略关联度低、资金占用大、应收账款周期长、盈利能力弱的业务进行了调整。

2014 上半年公司对既有业务有保有压，有取有舍，合理舍弃不适应发展需求的业务；在传统业务转型上，推动由单点服务向供应链上下游服务延伸，并通过整合内部资源，加大各业务板块间的联动与协同，金属、塑化、农产品、林产品等主要产品供应链发展日趋稳定，盈利能力有所提升。

传统大宗商品供应链业务盈利能力有所好转。我们以 2014 年半年报披露的大宗商品供应链管理业务收入和利润减去象屿农业公司的营收和利润，粗略作为象屿股份传统生产资料相关的大宗商品供应链物流的营收和利润，通过分析知道，公司传统生产资料供应链物流盈利有略微提升。

表 4: 象屿供应链业务盈利变化分解（单位：万元）

项目名称	2013 年中报	2013 年中报
传统大宗商品采购供应物流服务		
收入	1,437,796.1	1,995,776.9
成本	1,422,466.2	1,955,164.4
毛利	15,329.9	40,612.5
净利润	-3,526.8	4,861.3
象屿农业供应链物流服务业务	--	
收入	--	174,370.5
成本	--	158,078.4
毛利	--	16,292.1
净利润	--	12,020.1

数据来源：公司公告，西南证券整理

五、物流园区资产与业务是提升公司估值的关键

（一）物流园区现有业务简述

象屿股份旗下物流园区主要负责口岸转口、分拨、运输物资等业务内容。集散货物的对象包括五金、日化、室内装饰、建材、汽车零配件等。物流园区业务也包含了园区相关项目开发经营，房地产租赁等服务内容。

公司目前主要集中精力发展城际货物配送，目前公司在福州、泉州、厦门均有自己的物流园区，着力打造区域性的集散中心。象屿所属物流园区现覆盖全国 95% 城市的运力线，形成福建向其他地区物流配送的关键运力网。

（二）物流园区主营业务盈利稳步增长

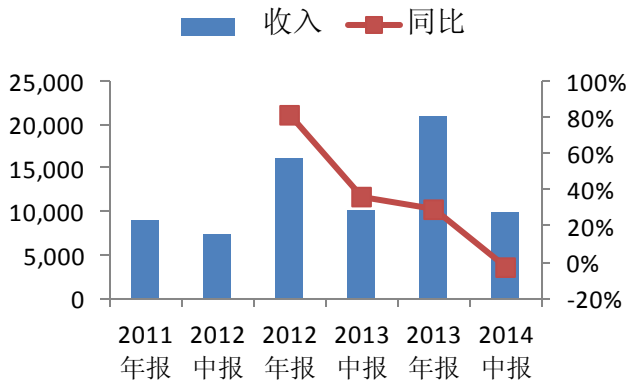
物流园区整合主要就是积极推进功能转型和服务增值，提升客户粘性和业务附加值，促进平台增值服务。从公告内容看，公司这块业务稳步向前推进。

表 5: 象屿股份物流园区主要经营数据的变化情况（单位：万元）

	2011 年报	2012 中报	2012 年报	2013 中报	2013 年报	2014 中报
收入	8,912.9	7,416.9	16,187.4	10,117.5	20,950.6	9,857.8
成本	4,686.7	4,466.6	10,182.7	5,734.2	11,216.5	4,325.7
毛利	4,226.2	2,950.3	6,004.7	4,383.2	9,734.1	5,532.1
毛利率(%)	47.4	39.7	37.1	43.3	46.4	56.1

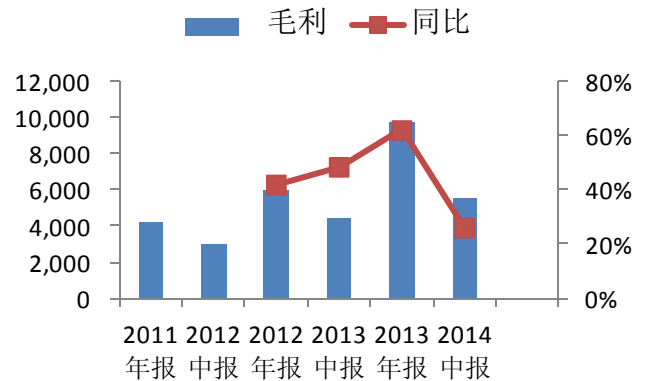
数据来源：wind

图 16: 象屿物流园区业务收入变化



数据来源: wind, 西南证券整理

图 17: 象屿物流园区业务毛利变化



数据来源: wind, 西南证券整理

（三）自贸区概念成为拉升公司估值的关键

象屿股份与口岸配送相关的业务都集中在物流园区经营。此次福建省申报自贸区事件将对公司未来盈利形成直接利好。

设立自贸区只是发挥福建对台战略意义的部分政策内容。福建尤以厦门、福州为首的地区将成为两岸经济深度融合的试验区。打造两岸货物贸易中心、两岸企业对接平台，建设大陆企业走向世界是国家对福建省的战略要求。大陆是台湾投资最大目的地，台商现约四分之三的海外投资集中在大陆，大陆也已成为台湾最大的贸易伙伴。两岸放宽人流和资金流管制，两岸从生产制造合作转向研发合作，技术转移，相互投资培养新企业是大势所趋。10月份习近平书记到福建考察，提出“福建整体要遵循‘两岸一家亲’的理念，推动闽台在经济、文化、社会等方面的深度融合，切实把对台的独特优势转化为推动发展的优势。”具体要求福建省力争 2018 年前后全省经济综合实力迈上一个新台阶，打造福建经济升级版，大力推动闽台经济全面对接等，2018 年福建 GDP 有望超过台湾。预计中央后续对福建的政策支持将会陆续落地，申报自贸区只是对福建对台战略部署的其中一项政策内容。

目前福建省拟将厦门、平潭与福州打包一起申报“海西”自贸区。从自贸区所辖的空间看，业内有专家预测最终海西自贸区也将和上海自贸区类似，将在原来的保税区和试验区基础上推行。而目前福建保税区和试验区主要包括福州保税区、福州保税港区、厦门象屿保税区、厦门象屿保税物流园区、厦门海沧保税港区和平潭综合实验区。这些保税区和开发区中尤以厦门的三区实力最为强劲，建设最完备。

相信随着海西自贸区的落地，未来厦门、福州、平潭三地将迎来国际结算、中转集拼、保税、免税等政策性机遇。

图 18: 福建海西自贸区区域范围



数据来源: 西南证券

目前象屿股份在海西自贸区内拥有较多的资产与业务资源:象屿股份在“海西自贸区”拥有的资产以保税区的土地, 物流园区以及其他口岸转口、分拨、运输等物资为主。**象屿股份是厦门保税区的建设者与开发运营商, 后期招商企业进来, 部分资产转移出去, 目前公司在厦门保税区依旧拥有口岸物流服务办公楼产权(其中两栋系代政府修建)。**公司目前在保税一期、二期合计拥有土地 40 多万平方, 在保税二期拥有一个物流配送中心。

去年底厦门市政府对辖区港口集装箱码头资源进行了一次整合, 厦门三大国有集团, 厦门港务、象屿物流、厦门国贸均参与此次整合。三家合资设立厦门集装箱码头集团有限公司。其中厦门国际港务占有 59.45% 的股权, 象屿物流 10%, 港务集团持有合资公司的 6.2% 股权, 港务物流 0.55% 股权, 新世界港口 13.8% 股权, 厦门国贸 8.39% 股权, 宝达投资 1.61% 股权。目前厦门集装箱码头资源占有最多的事厦门国际港务(香港上市), 其他较大股东里面, 象屿股份的全资子公司象屿物流占比 10%, 是唯一一家较大的 A 股上市公司股东。

未来厦门自贸区政策以及其他对台政策的落地将直接利好港口集装箱码头业务, 作为占比较大, 且自身拥有较多口岸物流业务的象屿股份将迎来持续利好。

六、盈利预测与投资建议

象屿股份的业绩增长预测主要基于三块业务进行分析: 象屿农业作为该公司盈利能力最强的资产未来将继续贡献净利润。我们预计 2014 年四季度的收购旺季将给公司带来较大幅度的营收和利润增长。根据公司对粮食供应链稳健发展的战略, 2015-2016 年我们看好以轻资产为主导的横向扩张将给公司带来利润增长。

预计 2014 年粮食供应链将为公司贡献 2.4 亿元的净利润, 部分上游种植合作项目的收益也将于第四季度体现, 大宗商品和物流园区的净利润预计基本与上半年持平; 因新募集资金的支持, 我们预计 2015 年公司上游种植合作项目有望由目前的 160 万亩扩张到 200 万亩, 将贡献近 1 亿元的净利润回报; 临储库利润将在 2014 高基数的水平下保持小幅增长, 传统大宗商品供应链物流营收平稳, 物流园区利润有望得到政策支持小幅上扬; 2016 年公司横向和纵向扩张业务将带来利润持续增长。

我们预测 2014 年，2015 年，2016 年象屿股份归属母公司股东净利润分别为 3.4 亿元，4.4 亿元，5.2 亿元，EPS 分别为 0.33 元，0.42 元，0.50 元，对应 PE 为 34 倍，27 倍，22 倍。考虑自贸区政策落地对象屿口岸业务形成的利好刺激，给予公司“买入”评级。

七、风险提示

象屿农业也面临政策变动风险以及新进入者的竞争风险。目前公司的净利润主要来源于国家对代收代储的补贴。国家目前对于稻谷、玉米等与民生相关的粮食产品有价格保护政策，但是未来不排除国家取消保护政策，允许进口粮食自由进入国内市场，这样公司短期盈利将受到不利影响。

此外由于国家政策的补贴，将会吸引一批企业或者个人加入临储这个业务序列。

附表：财务预测与估值 (单位：百万元)

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	762.87	3303.59	539.04	4029.03	营业收入	35402.33	45527.39	53904.43	62044.00
应收和预付款项	7038.40	-956.01	8158.00	131.99	营业成本	34619.91	43970.36	52066.29	59934.51
存货	2910.84	668.24	3569.83	1308.70	营业税金及附加	35.62	45.81	54.24	62.43
其他流动资产	199.84	199.84	199.84	199.84	营业费用	499.31	642.12	760.27	875.07
长期股权投资	642.03	642.03	642.03	642.03	管理费用	148.78	176.75	209.27	240.87
投资性房地产	740.84	658.95	577.05	495.15	财务费用	220.29	140.49	124.93	118.11
固定资产和在建工程	335.95	224.39	112.83	1.26	资产减值损失	112.41	63.59	63.59	63.59
无形资产和开发支出	357.62	317.50	277.37	237.25	投资收益	429.24	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	77.69	74.73	71.78	71.78	公允价值变动损益	34.04	0.00	0.00	0.00
资产总计	13066.09	5133.25	14147.77	7117.03	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	5976.99	0.00	5244.34	0.00	营业利润	229.27	488.29	625.85	749.43
应付和预收款项	4652.94	2309.87	5589.65	3220.17	其他非经营损益	27.71	28.01	28.01	28.01
长期借款	348.00	348.00	348.00	348.00	利润总额	256.98	516.30	653.86	777.44
其他负债	21.29	21.29	21.29	21.29	所得税	-12.06	129.07	163.46	194.36
负债合计	10999.21	2679.15	11203.28	3589.46	净利润	269.04	387.22	490.39	583.08
股本	859.84	859.84	859.84	859.84	少数股东损益	27.61	39.73	50.32	59.83
资本公积	170.50	170.50	170.50	170.50	归属母公司股东净利润	241.44	347.49	440.07	523.25
留存收益	777.44	1124.93	1565.01	2088.26	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	1807.78	2155.27	2595.35	3118.60	经营性现金净流量	-4681.51	8629.68	-7913.84	8821.21
少数股东权益	259.09	298.83	349.14	408.97	投资性现金净流量	88.77	21.01	21.01	21.01
股东权益合计	2066.87	2454.10	2944.49	3527.57	筹资性现金净流量	4674.04	-6109.97	5128.29	-5352.23
负债和股东权益合计	13066.09	5133.25	14147.77	7117.03	现金流量净额	90.99	2540.72	-2764.55	3489.98

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn