

## 象屿股份 (600057.SH)

## 其它运输行业

评级: 买入 维持评级

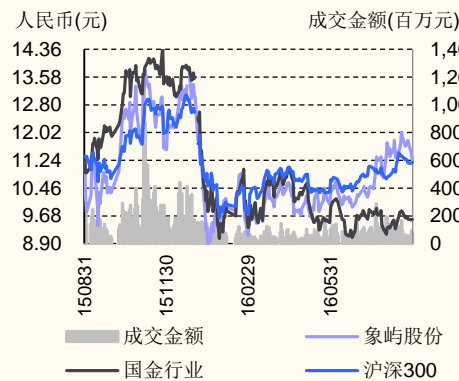
公司点评

市场价格(人民币): 11.22元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	983.33
总市值(百万元)	13,136.14
年内股价最高最低(元)	13.85/8.90
沪深300指数	3311.99
上证指数	3074.68



## 相关报告

1. 《第一期员工持股计划完成, 蓄势待发-象屿股份公司点评》, 2016.8.2
2. 《玉米临储政策取消压缩农产品业务利润, 定增/员工持股计划提供长...》, 2016.4.29
3. 《进军粮食产业链, 打造粮贸流通新龙头-象屿股份公司研究》, 2016.1.28

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

## 供应链业务快速扩张, 员工持股计划彰显信心

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.274	0.247	0.287	0.332	0.417
每股净资产(元)	3.64	5.16	5.21	6.27	7.41
每股经营性现金流(元)	-4.64	2.50	-2.53	-1.69	-1.07
市盈率(倍)	37.28	52.85	39.15	33.75	26.92
行业优化市盈率(倍)	29.22	50.43	42.49	42.49	42.49
净利润增长率(%)	17.42%	1.89%	16.17%	16.00%	25.38%
净资产收益率(%)	7.51%	4.78%	4.94%	4.75%	5.04%
总股本(百万股)	1,036.25	1,170.78	1,170.78	1,170.78	1,170.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司发布 2016 年半年度报告。报告期内, 公司实现营业收入 496.04 亿元, 同比增长 87.78%, 归属于上市公司股东的净利润 1.53 亿元, 同比减少 14.71%, 扣非后净利润 2.54 亿元, 同比增长 47.51%, 每股收益 0.13 元, 同比减少 23.53%。

## 评论

- **供应链业务快速扩张, 套保期货浮亏拖累业绩:** 公司主营大宗商品采购供应及综合物流业务, 有农产品、金属材料、林产品、进口汽车、塑化产品供应链等五大核心产品供应链。上半年, 不锈钢、铝产品、镍铁等项目以及针对制造业企业的全程供应链管理服务稳步推进, 贡献了大部分的营收增长。公司利润下滑主要是因为 (1) 业务毛利率下滑; (2) 受大宗商品价格波动影响, 报告期末, 套保期货时点浮亏较大; (3) 象屿农产合作经营收益下降。上半年, 公司毛利率为 2.44%, 同比减少 1.55 个百分点。公允价值变动为-1.76 亿元, 去年同期为-460 万元, 主要是持有的期货合约浮亏增加。投资收益为 465 万元, 去年同期为 1.77 亿元, 主要是合作经营业务收益减少。
- **象屿农产贡献主要利润, 玉米临储取消, 改为市场化收购+补贴:** 政府在庞大的库存压力及财政负担加剧的情况下, 取消玉米临时收储政策, 改为市场化收购及补贴新政, 以调整国内玉米种植结构, “价补分离”是政策改革的方向。中期来看玉米价格将面临下降的风险, 对公司业务有所影响。上半年, 公司重要子公司象屿农产实现合并营收 18.16 亿元, 同比下降 49%, 合并净利润 1.79 亿元, 同比下降 11%。受 2015-2016 收购季国家玉米临储价格调整等因素影响, 上半年合作经营收益大幅下降至 9500 万元, 较上年同期减少 41%。公司适时控制贸易规模、减少合作种植面积, 并在上游继续完善富锦、北安、绥化、讷河、嫩江等地粮食仓储网点布局。
- **非公开发行+员工持股计划, 彰显发展信心:** 公司非公开发行 1.35 亿股, 发行价格 11.15 元/股, 其中 11 亿元用于富锦 195 万吨粮食仓储及物流项目, 加强拓展农产品供应链业务。同时公司完成第一期员工持股计划, 已通过二级市场共购买公司股票约 1993 万股 (占总股本比例 1.7%), 购买均价 10.403 元/股, 锁定期为自公告之日起 12 个月。参加对象为公司管理层及核心骨干, 将形成有效激励。

## 投资建议

- 龙头企业构建综合性供应链服务商的趋势正在形成。玉米临储政策变动，短期来看有所不利，但长期来看有利于市场化，公司定增建立富锦粮食仓储及物流项目，和完成第一期员工持股计划，将形成有效激励，打开盈利空间。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.29/0.33/0.42 元/股。

#### 风险提示

- 宏观经济增速放缓，粮食临储收购政策变动，大宗商品价格大幅波动等。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>35,402</b>	<b>48,384</b>	<b>59,923</b>	<b>95,824</b>	<b>124,731</b>	<b>150,038</b>	货币资金	799	806	2,171	2,213	2,378	2,436
增长率		36.7%	23.8%	59.9%	30.2%	20.3%	应收款项	1,614	3,170	3,337	5,442	7,084	8,521
<b>主营业务成本</b>	<b>-34,620</b>	<b>-46,751</b>	<b>-57,639</b>	<b>-92,797</b>	<b>-120,710</b>	<b>-144,826</b>	存货	2,911	3,536	5,652	7,627	9,921	11,903
%销售收入	97.8%	96.6%	96.2%	96.8%	96.8%	96.5%	其他流动资产	5,627	9,524	7,380	11,305	14,096	16,508
<b>毛利</b>	<b>782</b>	<b>1,633</b>	<b>2,284</b>	<b>3,027</b>	<b>4,021</b>	<b>5,213</b>	流动资产	10,951	17,036	18,540	26,588	33,480	39,369
%销售收入	2.2%	3.4%	3.8%	3.2%	3.2%	3.5%	%总资产	82.9%	81.9%	71.0%	76.0%	78.9%	81.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-36</b>	<b>-52</b>	<b>-53</b>	<b>-96</b>	<b>-125</b>	<b>-150</b>	长期投资	1,455	1,626	1,676	1,676	1,676	1,676
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	336	1,481	3,956	4,773	5,268	5,348
<b>营业费用</b>	<b>-499</b>	<b>-674</b>	<b>-987</b>	<b>-1,629</b>	<b>-2,120</b>	<b>-2,776</b>	%总资产	2.5%	7.1%	15.2%	13.6%	12.4%	11.0%
%销售收入	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	1.9%	无形资产	364	496	974	1,034	1,101	1,167
<b>管理费用</b>	<b>-149</b>	<b>-211</b>	<b>-287</b>	<b>-431</b>	<b>-561</b>	<b>-675</b>	非流动资产	2,255	3,757	7,558	8,383	8,946	9,092
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	%总资产	17.1%	18.1%	29.0%	24.0%	21.1%	18.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>99</b>	<b>696</b>	<b>957</b>	<b>871</b>	<b>1,214</b>	<b>1,612</b>	<b>资产总计</b>	<b>13,206</b>	<b>20,793</b>	<b>26,098</b>	<b>34,971</b>	<b>42,426</b>	<b>48,460</b>
%销售收入	0.3%	1.4%	1.6%	0.9%	1.0%	1.1%	短期借款	5,988	6,874	8,489	12,657	14,565	15,265
<b>财务费用</b>	<b>-220</b>	<b>-697</b>	<b>-770</b>	<b>-660</b>	<b>-869</b>	<b>-975</b>	应付款项	4,653	6,432	6,884	10,421	13,558	16,280
%销售收入	0.6%	1.4%	1.3%	0.7%	0.7%	0.6%	其他流动负债	138	1,708	1,240	1,442	1,584	1,707
<b>资产减值损失</b>	<b>-112</b>	<b>-107</b>	<b>-166</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	10,779	15,014	16,613	24,520	29,706	33,252
<b>公允价值变动收益</b>	<b>34</b>	<b>31</b>	<b>-76</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	348	289	165	165	165	166
<b>投资收益</b>	<b>429</b>	<b>497</b>	<b>567</b>	<b>450</b>	<b>600</b>	<b>600</b>	其他长期负债	12	49	327	310	810	1,310
%税前利润	167.0%	96.7%	96.9%	60.7%	58.5%	45.5%	<b>负债</b>	<b>11,140</b>	<b>15,353</b>	<b>17,105</b>	<b>24,995</b>	<b>30,681</b>	<b>34,728</b>
<b>营业利润</b>	<b>229</b>	<b>420</b>	<b>513</b>	<b>661</b>	<b>946</b>	<b>1,237</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,808</b>	<b>3,773</b>	<b>6,037</b>	<b>6,799</b>	<b>8,189</b>	<b>9,677</b>
%营业收入	0.6%	0.9%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	少数股东权益	259	1,667	2,956	3,176	3,556	4,056
<b>营业外收支</b>	<b>28</b>	<b>94</b>	<b>73</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>13,206</b>	<b>20,793</b>	<b>26,098</b>	<b>34,971</b>	<b>42,426</b>	<b>48,460</b>
<b>税前利润</b>	<b>257</b>	<b>514</b>	<b>586</b>	<b>741</b>	<b>1,026</b>	<b>1,317</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	0.7%	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>所得税</b>	<b>12</b>	<b>-159</b>	<b>-123</b>	<b>-185</b>	<b>-256</b>	<b>-329</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	-4.7%	30.8%	21.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.281	0.274	0.247	0.287	0.332	0.417
<b>净利润</b>	<b>269</b>	<b>355</b>	<b>462</b>	<b>556</b>	<b>769</b>	<b>988</b>	每股净资产	2.102	3.641	5.156	5.208	6.272	7.411
少数股东损益	28	72	174	220	380	500	每股经营现金净流	-5.443	-4.637	2.496	-2.526	-1.689	-1.071
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>241</b>	<b>284</b>	<b>289</b>	<b>336</b>	<b>389</b>	<b>488</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.36%	7.51%	4.78%	4.94%	4.75%	5.04%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.83%	1.36%	1.11%	0.96%	0.92%	1.01%
<b>净利润</b>	<b>269</b>	<b>355</b>	<b>462</b>	<b>556</b>	<b>769</b>	<b>988</b>	投入资本收益率	1.23%	3.81%	4.28%	2.86%	3.38%	4.01%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>171</b>	<b>177</b>	<b>301</b>	<b>213</b>	<b>237</b>	<b>254</b>	主营业务收入增长率	20.60%	36.67%	23.85%	59.91%	30.17%	20.29%
非经营收益	-307	112	12	198	236	344	EBIT 增长率	-67.95%	604.94%	37.48%	-8.97%	39.46%	32.74%
<b>营运资金变动</b>	<b>-4,813</b>	<b>-5,449</b>	<b>2,147</b>	<b>-4,265</b>	<b>-3,449</b>	<b>-2,985</b>	净利润增长率	110.20%	17.42%	1.89%	16.17%	16.00%	25.38%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-4,680</b>	<b>-4,805</b>	<b>2,923</b>	<b>-3,298</b>	<b>-2,206</b>	<b>-1,399</b>	总资产增长率	95.63%	57.44%	25.51%	34.00%	21.32%	14.22%
<b>资本开支</b>	<b>-89</b>	<b>-108</b>	<b>-3,019</b>	<b>-980</b>	<b>-720</b>	<b>-320</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	48	-1,414	-479	0	0	0	应收账款周转天数	8.2	13.0	14.8	15.0	15.0	15.0
其他	130	180	1,246	450	600	600	存货周转天数	24.2	25.2	29.1	30.0	30.0	30.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>89</b>	<b>-1,343</b>	<b>-2,252</b>	<b>-530</b>	<b>-120</b>	<b>280</b>	应付账款周转天数	11.6	11.6	14.4	15.0	15.0	15.0
股权募资	102	3,031	3,343	435	1,000	1,000	固定资产周转天数	3.0	10.3	20.7	14.2	11.4	9.5
债权募资	4,752	3,774	-587	4,151	2,407	1,201	<b>偿债能力</b>						
其他	-171	-618	-2,221	-717	-916	-1,024	净负债/股东权益	267.47%	116.86%	71.80%	106.10%	109.21%	101.72%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>4,684</b>	<b>6,187</b>	<b>536</b>	<b>3,870</b>	<b>2,491</b>	<b>1,177</b>	EBIT 利息保障倍数	0.4	1.0	1.2	1.3	1.4	1.7
<b>现金净流量</b>	<b>92</b>	<b>39</b>	<b>1,207</b>	<b>42</b>	<b>165</b>	<b>58</b>	资产负债率	84.35%	73.84%	65.54%	71.47%	72.32%	71.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-28	买入	9.38	13.00~15.00
2	2016-04-29	买入	9.70	N/A
3	2016-08-02	买入	11.41	12.00~14.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD