

象屿股份 (600057.SH)

其它运输行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

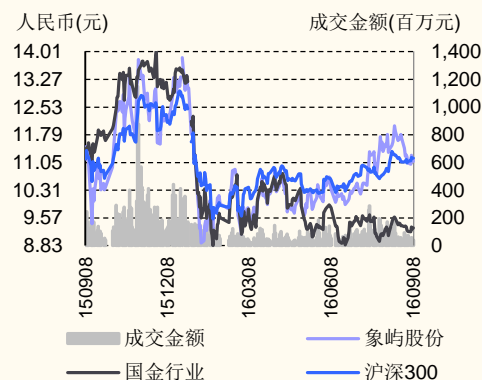
市场价格(人民币): 11.08元

农产业务空间依然广阔, 规模效应造就成本优势

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)	12,972.24
年内股价最高最低(元)	13.85/8.90
沪深300指数	3339.56
上证指数	3095.95



相关报告

- 《供应链业务快速扩张, 员工持股计划彰显信心-象屿股份中报点评》, 2016.8.31
- 《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
- 《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...》, 2016.4.20
- 《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

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

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

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	0.297	0.394	0.485
每股净资产(元)	3.64	5.16	5.22	6.34	7.54
每股经营性现金流(元)	-4.64	2.50	-2.52	-1.69	-1.08
市盈率(倍)	37.28	52.85	37.29	28.13	22.84
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%	20.43%	32.57%	23.16%
净资产收益率(%)	7.51%	4.78%	5.11%	5.57%	5.77%
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:

- 国金证券交运团队于2016年9月6日组织对象屿股份的调研, 与公司总经理、董事会秘书深度沟通, 简要如下:

经营分析

- **推进业务布局, 着重风险控制:** 公司现已布局农产品、金属材料、林产品、进口汽车、塑化产品五大核心产品供应链。公司在上半年供应链业务营收同比大幅增加, 主要原因是公司积极介入产业链经营, 除了提供原有的采购交易, 现在同时还会提供相关原材料的采购交易, 延长服务链条, 增加利润规模, 现在正筹划进入石油、矿产、铝产品等产业链。公司大部分提供的是基础商品的供应链服务, 基础商品是社会生活所必须的, 也是国家大力鼓励及扶持的, 所以未来市场空间很广阔。前期公司主要集中于业务布局, 随着流程优化及产业升级, 未来服务仍然有很大的提升空间。在拓展业务规模的同时, 公司更加注重对贸易风险的掌控。
- **“后临储时代”来临, 北粮南运势头将再次崛起:** 原来临储计划不但为国家带来财政负担, 同时也造成玉米市场价格畸形。2015-16年国家取消玉米临储改为直补种地户标志着“后临储时代”的来临。政策调整后预计玉米将走市场化路线, 中国粮价将和世界粮价接轨。而在东北农民调整种植结构之后, 预计龙江玉米每年5000万吨的产量将成为常态, 排除自有深加工能力及本省消耗, 每年预计还将要有约3500万吨玉米需要销到南方, 所以北粮南运的需求依然将持续。公司现有仓容1700万吨, 每年疏散玉米规模约400-500万吨, 随着公司将北粮南运供应链条打通, 未来物流及贸易利润将有很大上升空间。
- **规模效应造就成本优势:** 公司在农产品供应链上主要通过代收代储代烘及物流环节来获取利润, 但是盈利水平最终取决于基础设施的规模效应。在整个链条中, 在烘干环节可以节省约10-20元/吨; 收购环节, 精细化可以节省约10元/吨; 铁路运输环节, 由于近两年铁路运输过剩, 铁路优惠力度加大, 可以节省约5-10元/吨; 码头费用可以节省约10元/吨。所以预计未来在销区的农产品贸易毛利率大概可以达到7-8%左右。
- **种植贸易一体化依旧是未来发展大趋势:** 公司本期由于国家临储政策的改变, 减少了合作种植面积。但是从未来发展的大趋势来看, 参与种植环节依旧是公司未来发展的主要方向。首先, 国家依旧积极鼓励种粮; 其次东北土

地资源优质，也非常适合大机械化作业；最后，在未来食品安全及对食品可溯源的需求会逐步提升，掌握土地资源才可以参与从田间到餐桌的全供应链，实现真正的土地增值。但是公司前期与当地农民合作种植的方式在收入不达预期的情况下，很容易产生违约及道德风险，公司今后有可能改善原有的合作方式。

- **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 0.3/0.39/0.49 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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	35,402	48,384	59,923	95,824	124,731	150,038
增长率		36.7%	23.8%	59.9%	30.2%	20.3%
主营业务成本	-34,620	-46,751	-57,639	-92,797	-120,710	-144,826
%销售收入	97.8%	96.6%	96.2%	96.8%	96.8%	96.5%
毛利	782	1,633	2,284	3,027	4,021	5,213
%销售收入	2.2%	3.4%	3.8%	3.2%	3.2%	3.5%
营业税金及附加	-36	-52	-53	-96	-125	-150
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-499	-674	-987	-1,629	-2,120	-2,776
%销售收入	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	1.9%
管理费用	-149	-211	-287	-431	-561	-675
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	99	696	957	871	1,214	1,612
%销售收入	0.3%	1.4%	1.6%	0.9%	1.0%	1.1%
财务费用	-220	-697	-770	-660	-870	-975
%销售收入	0.6%	1.4%	1.3%	0.7%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-112	-107	-166	0	0	0
公允价值变动收益	34	31	-76	0	0	0
投资收益	429	497	567	400	550	600
%税前利润	167.0%	96.7%	96.9%	54.8%	54.2%	44.2%
营业利润	229	420	513	611	895	1,237
%营业收入	0.6%	0.9%	0.9%	0.6%	0.7%	0.8%
营业外收支	28	94	73	120	120	120
税前利润	257	514	586	731	1,015	1,357
利润率	0.7%	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%
所得税	12	-159	-123	-183	-254	-339
所得税率	-4.7%	30.8%	21.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	269	355	462	548	761	1,018
少数股东损益	28	72	174	200	300	450
归属于母公司的净利润	241	284	289	348	461	568
净利率	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	269	355	462	548	761	1,018
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	171	177	301	213	237	254
非经营收益	-307	112	12	209	247	305
营运资金变动	-4,813	-5,449	2,147	-4,265	-3,449	-2,985
经营活动现金净流	-4,680	-4,805	2,923	-3,295	-2,203	-1,409
资本开支	-89	-108	-3,019	-940	-680	-280
投资	48	-1,414	-479	0	0	0
其他	130	180	1,246	400	550	600
投资活动现金净流	89	-1,343	-2,252	-540	-130	320
股权募资	102	3,031	3,343	435	1,000	1,000
债权募资	4,752	3,774	-587	4,159	2,415	1,171
其他	-171	-618	-2,221	-717	-917	-1,025
筹资活动现金净流	4,684	6,187	536	3,877	2,498	1,147
现金净流量	92	39	1,207	42	165	58

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	799	806	2,171	2,213	2,378	2,436
应收款项	1,614	3,170	3,337	5,442	7,084	8,521
存货	2,911	3,536	5,652	7,627	9,921	11,903
其他流动资产	5,627	9,524	7,380	11,305	14,096	16,508
流动资产	10,951	17,036	18,540	26,588	33,480	39,369
%总资产	82.9%	81.9%	71.0%	76.0%	78.9%	81.2%
长期投资	1,455	1,626	1,676	1,676	1,676	1,676
固定资产	336	1,481	3,956	4,773	5,268	5,348
%总资产	2.5%	7.1%	15.2%	13.6%	12.4%	11.0%
无形资产	364	496	974	1,034	1,101	1,167
非流动资产	2,255	3,757	7,558	8,383	8,946	9,092
%总资产	17.1%	18.1%	29.0%	24.0%	21.1%	18.8%
资产总计	13,206	20,793	26,098	34,971	42,426	48,460
短期借款	5,988	6,874	8,489	12,665	14,580	15,250
应付款项	4,653	6,432	6,884	10,421	13,558	16,280
其他流动负债	138	1,708	1,240	1,442	1,584	1,707
流动负债	10,779	15,014	16,613	24,528	29,722	33,237
长期贷款	348	289	165	165	165	166
其他长期负债	12	49	327	310	810	1,310
负债	11,140	15,353	17,105	25,003	30,697	34,713
普通股股东权益	1,808	3,773	6,037	6,812	8,273	9,841
少数股东权益	259	1,667	2,956	3,156	3,456	3,906
负债股东权益合计	13,206	20,793	26,098	34,971	42,426	48,460

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.281	0.274	0.247	0.297	0.394	0.485
每股净资产	2.102	3.641	5.156	5.217	6.336	7.537
每股经营现金净流	-5.443	-4.637	2.496	-2.524	-1.687	-1.079
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.36%	7.51%	4.78%	5.11%	5.57%	5.77%
总资产收益率	1.83%	1.36%	1.11%	0.99%	1.09%	1.17%
投入资本收益率	1.23%	3.81%	4.28%	2.86%	3.38%	4.01%
增长率						
主营业务收入增长率	20.60%	36.67%	23.85%	59.91%	30.17%	20.29%
EBIT增长率	-67.95%	604.94%	37.48%	-8.97%	39.46%	32.74%
净利润增长率	110.20%	17.42%	1.89%	20.43%	32.57%	23.16%
总资产增长率	95.63%	57.44%	25.51%	34.00%	21.32%	14.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.2	13.0	14.8	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	24.2	25.2	29.1	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	11.6	11.6	14.4	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	3.0	10.3	20.7	14.2	11.4	9.5
偿债能力						
净负债/股东权益	267.47%	116.86%	71.80%	106.26%	109.49%	101.51%
EBIT利息保障倍数	0.4	1.0	1.2	1.3	1.4	1.7
资产负债率	84.35%	73.84%	65.54%	71.50%	72.35%	71.63%

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

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。

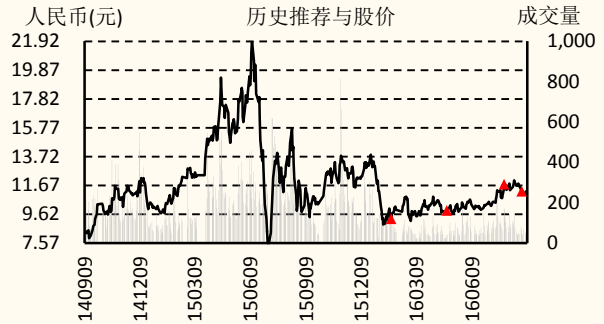
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
4	2016-08-31	买入	11.22	N/A

来源：国金证券研究所



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