

供应链

Q3 业绩持续发力，毛利率环比改善

2020年10月27日

——厦门象屿（600057.SH）2020年三季度报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：陈建生

执业证书号：S1030519080002

电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csc.com.cn

研究助理：李时樟

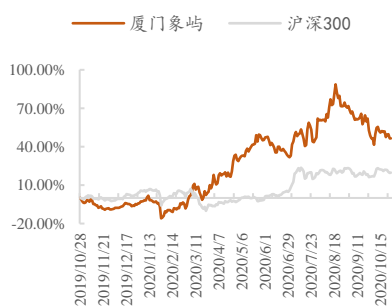
邮箱：lisz@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 厦门象屿深度研究报告：深耕大流通环节，服务上下游企业-200717
2. 厦门象屿中报点评：Q2 业绩放量增长，下半年增长有望再提速-200810

厦门象屿(600057.SH)与沪深300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	13,139
流通市值（百万）	13,139
总股本（百万股）	2,157
流通股本（百万股）	2,157
日均成交额（百万）	207
近一个月换手（%）	10.61
第一大股东	厦门市国资委

请务必阅读文末重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) 公司 Q3 业绩持续放量增长。公司前三季度营收 2693.61 亿元，同比增长 33.85%，其中 Q3 实现营业收入 1061.74 亿元，同比增长 40.21%，实现净利润 4.06 亿元，同比增长 19.94%，实现归母扣非净利润 5.02 亿元，同比增长 138.43%，Q3 业绩符合预期，维持增持评级。
- 2) 虚拟工厂+基建项目效益叠加助推三季度营收实现高增长。三季度营业收入增长主要来源两个方面：一是加大与下游企业合作（虚拟工厂项目），二是上半年中标 30 余个基建项目带来的业务增量，具体表现在公司所经营的钢铁、铝及煤炭板块经营货量增长。
- 3) 高毛利业务放量增长，Q3 毛利率有所改善。2020 年受新会计准则影响，将商品控制权转移给客户前的费用从销售费用核算调整为营业成本核算，前两季度毛利率分别为 1.72%、1.61%，Q3 实现毛利率为 1.84%，环比有所改善得益于较高毛利业务“虚拟工厂”业务量增长，公司与下游生产企业合作效果初显。
- 4) 积极探索大宗商品供应链数字化发展道路，加速数字化转型。公司先后与北京汇通天下物联科技有限公司合作开发象屿网络货运平台、与中信梧桐港及中信银行厦门分行签订供应链科技战略合作协议、与阿里探讨子公司象屿农产供应链科技转型道路，未来公司有望插上科技翅膀，赋能供应链。
- 5) 维持“增持”评级。预计厦门象屿 2020-2022 年 EPS 分别为：0.66 元、0.82 元、1.02 元，对应市盈率分别为 8.93X、7.12X、5.72X。考虑公司是国内大宗供应链龙头企业，物流节点布局完善，上下游渠道优势显著，维持“增持”评级。
- 6) 风险提示：疫情影响出口业务、公允价值波动大于预期

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	272412	324361	369057	402162
收入同比	16.41%	19.07%	13.78%	8.97%
净利润(百万元)	1458	1873	2350	2921
净利润同比	8.68%	28.50%	25.44%	24.35%
毛利率	3.10%	3.47%	3.45%	3.43%
销售净利率	0.54%	0.58%	0.64%	0.73%
EPS（元）	0.51	0.66	0.83	1.03
PE（倍）	11.40	8.93	7.12	5.72

盈利预测与评级

收入预测:

预计 2020-2022 年, 公司整体营收增速分别为: 19.07%、13.78%、8.97%。

分项业务情况如下:

金属矿: 深化“一带一路”建设, 印尼不锈钢一体化项目投产, 原产品采购及成品钢销售带来业务量增长, 预计“金属矿-钢铁”业务 2020-2022 年三年营收增长率分别为: 20%、15%、10%。

农产品: 国储粮库存总量保持稳定, 南方需求饲料需求逐步释放, 未来北粮南运规模稳健增长, 预计未来三年农产品营收增长率为: 15%、10%、5%。

能源化工: 国内煤炭进口龙头企业, 2020 年取得石油进口资质, 未来能源化工板块将持续放量增长, 预计未来三年能源化工板块营收增长为: 15%、10%、5%。

物流服务: 多式联运、铁路专线业务持续拓张, 公、铁、海、仓布局不断完善, 预计物流服务 2020-2022 年营收增长率分别为: 30%、25%、20%。

Figure 1 公司收入预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
金属矿	140,500	170,000	204,000	234,600	258,060
同比 (%)	8.08	21.00	20.00	15.00	10.00
农产品	17,200	23,300	26,795	30,814	33,896
同比 (%)	82.98	35.47	15.00	10.00	5.00
能源化工	64,700	67,600	77,740	85,514	89,790
同比 (%)	41.27	4.48	15.00	10.00	5.00
物流服务	1,858	5,576	7,249	9,061	10,873
同比 (%)	-	200.11	30.00	25.00	20.00
其他	11,608	11,512	15,826	18,129	20,417
同比 (%)	-35.84	-0.83	37.47	14.56	12.62
营业总收入	234,008	272,412	324,361	369,057	402,162
同比 (%)	15.11	16.41	19.07	13.78	8.97

资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

毛利率预测:

预计公司未来三年综合毛利率分别为: 3.47%、3.45%、3.43%。分板块明细如下:

金属矿板块：得益于印尼钢铁厂项目搭建，当地铁矿石采购价格、电力成本及人力成本低，预计成品钢材较国内钢材价格低 30%，预计未来三年金属矿板块业务毛利率分别为：2.52%、2.47%、2.42%。

农产品板块：国储补贴价格略微下行，农产品板块经营效率提升，整体毛利趋于稳定，预计未来三年农产品板块毛利率分别为：6.00%、5.95%、5.90%。

能源化工板块：国内煤炭进口龙头企业，规模优势构筑盈利护城河，预计未来三年能源化工板块业务毛利率为：3.10%、3.05%、3.00%。

物流服务：多式联运（铁海联运）占物流服务比重逐渐提升，高毛利业务体量增长带动整体物流板块业务毛利增长，预计未来 3 年物流服务毛利率分别为：26.39%、25.39%、24.39%。

Figure 2 公司毛利率预测 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
金属矿	1.77	2.12	2.52	2.47	2.42
农产品	6.17	5.93	6	5.95	5.9
能源化工	1.88	3.04	3.1	3.05	3
物流服务	20.1	21.39	26.39	25.39	24.39
其他	9.93	-1.42	1.00	1.00	1.00
综合毛利率	2.61	3.09	3.47	3.45	3.43

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

费用率预测

公司未来三年期间费用率分别为：2.50%、2.45%、2.32%。

Figure 3 公司期间费用率预测 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.24	1.56	1.80	1.78	1.68
管理费用率	0.26	0.25	0.30	0.29	0.28
研发费用率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用率	0.52	0.45	0.40	0.38	0.36
期间费用率	2.02	2.26	2.50	2.45	2.32

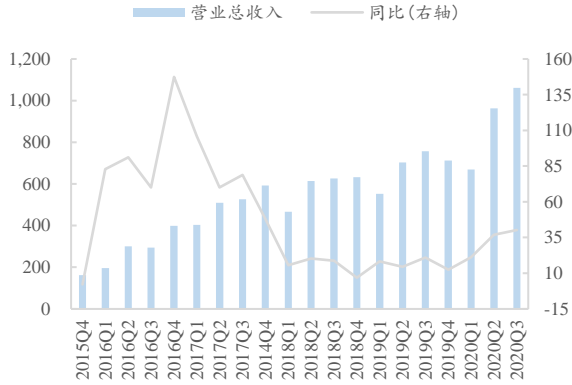
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

盈利预测与评级：

我们预计厦门象屿 2020-2022 年 EPS 分别为：0.66 元、0.82 元、1.02 元，对应市盈率分别为 8.93X、7.12X、5.72X，可比供应链管理企业 2020 年 PE 估值为 17.72X，公司 2020 预计市盈率低于同行业平均水平。考虑公司是国

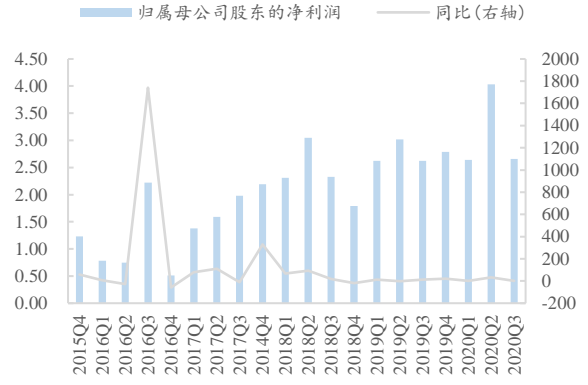
内大宗供应链龙头企业，物流节点布局完善，上下游渠道优势显著，首次覆盖给予“增持”评级。

Figure 4 公司营业收入与增速 (亿元, %)



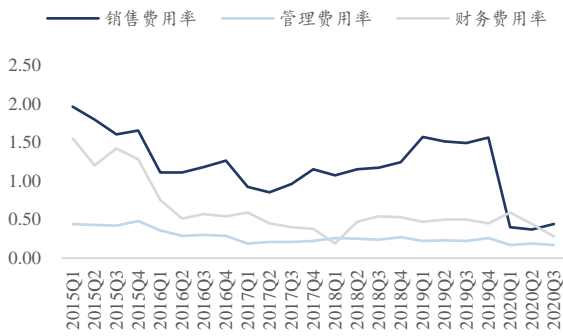
数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 公司归母净利润与增速 (亿元, %)



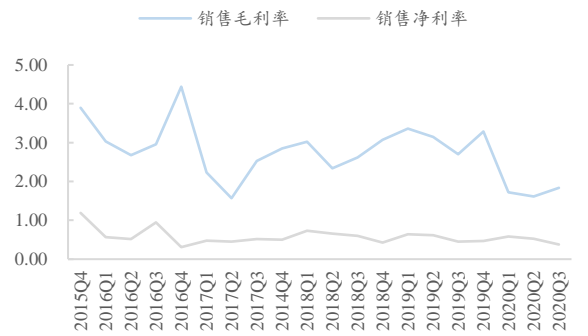
数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 公司三项费率 (%)



数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

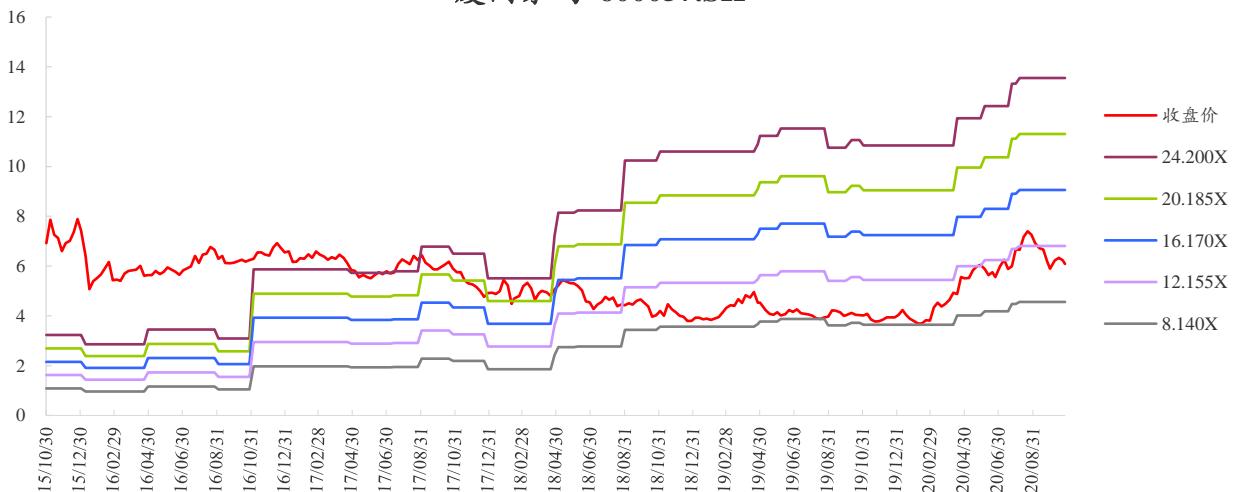
Figure 7 公司销售毛利率与销售净利率 (%)



数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 P/E (TTM) Band

厦门象屿 600057.SH



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

风险提示

➤ **受疫情影响，出口业务不及预期**

公司深耕“一带一路”，2020年受海外疫情影响，海外复工进度不及预期导致出口需求下降，出口业务量可能受疫情影响。

➤ **公允价值变动损益波动大于预期**

由于会计准则对套期保值认定较为严格，因此绝大部分商品品种不适合套期保值会计处理，均计入公允价值变动。另外，大宗商品价格波动较大，公允价值波动有可能与预测值出现较大差异。

附表

Figure 9 利润表 (百万元)

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	234008	272412	324361	369057	402162
减: 营业成本	227570	263961	313105	356325	388368
营业税金及附加	203	171	204	232	253
营业费用	2893	4258	5838	6569	6756
管理费用	608	681	973	1070	1126
财务费用	1234	1230	925	937	999
资产减值损失	469	-161	257	257	257
加: 投资收益	618	-176	0	0	0
公允价值变动损益	-57	-48	-300	-280	-260
其他经营损益	-19	-424	-424	-424	-424
营业利润	1572	1623	2334	2963	3719
加: 其他非经营损益	286	312	264	264	264
利润总额	1857	1936	2598	3226	3982
减: 所得税	412	478	724	877	1061
净利润	1445	1458	1873	2350	2922
减: 少数股东损益	447	352	452	567	705
归属母公司股东净利润	998	1106	1421	1783	2217

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 财务比率分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率					
毛利率	2.75%	3.10%	3.47%	3.45%	3.43%
三费/销售收入	2.02%	2.26%	2.39%	2.32%	2.21%
EBIT/销售收入	1.19%	1.10%	1.04%	1.08%	1.20%
EBITDA/销售收入	1.42%	1.34%	1.50%	1.49%	1.57%
销售净利率	0.62%	0.54%	0.58%	0.64%	0.73%
资产获利率					
ROE	8.24%	8.14%	9.71%	11.17%	12.60%
ROA	5.24%	4.72%	6.02%	5.39%	6.86%
ROIC	7.80%	7.24%	9.14%	8.52%	12.66%
增长率					
销售收入增长率	15.11%	16.41%	19.07%	13.78%	8.97%
EBIT 增长率	36.19%	8.04%	11.73%	19.10%	20.46%
EBITDA 增长率	36.96%	10.20%	32.95%	13.23%	14.49%
净利润增长率	45.32%	0.87%	28.50%	25.44%	24.35%
总资产增长率	20.68%	19.94%	-12.47%	33.10%	-5.36%
股东权益增长率	10.61%	12.20%	7.75%	9.02%	10.29%
经营营运资本增长率	2.83%	-11.93%	69.98%	-22.51%	46.90%
资本结构					
资产负债率	63.04%	66.24%	58.73%	66.45%	61.21%

投资资本/总资产	53.95%	43.70%	63.37%	38.43%	49.76%
带息债务/总负债	45.25%	35.44%	44.01%	33.62%	47.88%
流动比率	137.86%	136.33%	212.00%	198.17%	285.39%
速动比率	69.89%	69.45%	97.37%	106.19%	158.95%
股利支付率	14.61%	46.82%	25.94%	25.94%	25.94%
收益留存率	85.39%	53.18%	74.06%	74.06%	74.06%
资产管理效率					
总资产周转率	4.41	4.28	5.82	4.97	5.73
固定资产周转率	25.04	27.86	38.76	53.01	72.37
应收账款周转率	44.78	49.31	57.48	52.25	59.29
存货周转率	14.71	13.56	16.90	14.42	17.33

资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和個人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。