

公司研究

风险管控体系发力，ROE有望继续提升

——厦门象屿（600057.SH）2020年报点评

要点

◆**事件：公司发布2020年报。**公司2020年实现营业收入约3602亿元，同比增长32.23%；实现归母净利润约13.0亿元，同比增长17.51%；实现扣非归母净利润约13.05亿元，同比增长21.65%。公司拟向全体股东派发现金股利（税前）0.3元/股，连续两年现金分红率超过55%。

◆**大宗商品分销业务保持快速增长。**公司2020年大宗商品经营货量超2.0亿吨，同比增长约40%，其中金属矿产、农产品、能源化工品经营货量分别约1.18亿吨、0.16亿吨、0.71亿吨，分别同比增长约44%、80%、27.8%。金属矿产、农产品、能源化工品经营分别实现营业收入约2325亿元、397亿元、760亿元，分别同比增长约36.8%、70.5%、12.5%。金属板块收入快速增长的原因是公司复制推广“全程供应链管理服务模式”与“大型基建项目工程物资一体化供应”模式，新开拓多个项目，包括“西王特钢”项目、深圳地铁、厦门地铁、京秦高速公路等基建和房建项目等。农产品经营收入快速增长的原因是子公司象屿农产在种植端、收购端、销售端全面发力，粮食采购分销业务持续放量，截至2020年12月末，象屿农产持有原粮现货库存近400万吨，同时保管国储粮约500万吨。报告期内公司实现大宗商品物流服务收入57.57亿元，同比增加3.23%，其中综合物流服务、农产品物流服务、铁路物流服务分别实现营业收入43.23亿元、5.68亿元、8.66亿元，较上年同期分别变化+23.06%、-26.86%、-32.72%。

◆**受新收入准则变化影响，公司整体毛利率下降。**公司2020年整体毛利率下降1.15pct至1.95%，毛利率下降的主要原因是受新收入准则影响，将商品控制权转移给客户前产生的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算。如果将所有销售费用计入主营业务成本，2020年调整后的毛利率约为1.50%，较19年同期减少0.04pct，主要原因可能是新冠肺炎疫情疫情影响下，国内外经济承压以及大宗商品价格波动加剧的外部宏观环境变化。

◆**重点拓展新能源供应链、农产品供应链业务。**公司2021年力争实现营业收入4000亿元，成本费用控制在3972亿元以内，主要措施包括：金属矿产业务方面围绕“锂、钴”为核心开展从矿石到电池的全产业链运营，拓展新能源供应链；农产品业务方面扩大种植业务面积，扩大粮源覆盖范围；依托“象屿集团250万吨不锈钢冶炼一体化项目”扩大公司东南亚市场影响力和海外经营规模等。

◆**投资建议：**公司已形成覆盖全国、连接海外的物流服务体系，龙头地位稳固；通过全面风险管控体系，坏账损失占营业利润的比例逐年降低，归母净利润逐年增长；公司20年底执行股权激励计划，绑定管理层和股东利益。考虑风险管控体系发力，ROE水平有望继续提升，我们上调公司21-22年EPS 13%/12%分别至0.76元、0.86元，新增2023年EPS为0.96元；维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**商品价格波动风险，导致客户违约；经营风险，如合作方违约、货物损失等；资金风险，如评级下降导致的资金成本上升等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	272,412	360,215	400,711	441,946	487,537
营业收入增长率	16.41%	32.23%	11.24%	10.29%	10.32%
净利润（百万元）	1,106	1,300	1,639	1,859	2,077
净利润增长率	10.84%	17.51%	26.14%	13.38%	11.75%
EPS（元）	0.51	0.60	0.76	0.86	0.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.14%	8.68%	10.15%	10.85%	11.40%
P/E	13	11	9	8	7
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-07

增持（维持）

当前价：6.52元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

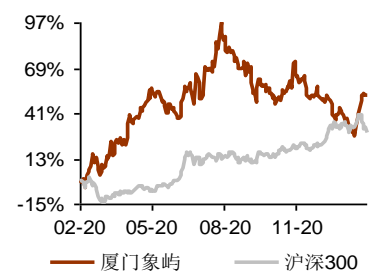
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.57
总市值(亿元)	140.67
一年最低/最高(元)	4.67/8.10
近3月换手率	44.14%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.76	18.88	-2.87
绝对	7.22	11.44	31.51

资料来源：Wind

相关研报

持续扩展物流网络，速运业务优势明显——顺丰控股（002352.SZ）2020年报点评（2021-03-18）

春运后期旅客量恢复明显，国内客运需求拐点已至——交通运输行业周报 20210307（2021-03-07）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业2021年春季策略报告（2021-03-04）

疫情负面冲击有限，营收实现快速增长——厦门象屿（600057.SH）2020年中报点评（2020-08-06）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	272,412	360,215	400,711	441,946	487,537
营业成本	263,961	353,197	393,042	433,585	478,356
折旧和摊销	632	675	701	744	784
税金及附加	171	299	240	265	293
销售费用	4,258	1,599	1,803	1,989	2,194
管理费用	681	878	1,002	1,105	1,219
研发费用	21	24	26	29	32
财务费用	1,230	1,510	1,770	1,930	2,169
投资收益	-176	-347	-200	-100	-50
营业利润	1,766	2,138	2,687	3,070	3,420
利润总额	1,936	2,229	2,857	3,240	3,620
所得税	478	601	700	794	887
净利润	1,458	1,627	2,157	2,446	2,733
少数股东损益	352	328	518	587	656
归属母公司净利润	1,106	1,300	1,639	1,859	2,077
EPS(按最新股本计)	0.51	0.60	0.76	0.86	0.96

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,140	1,280	2,667	2,396	2,859
净利润	1,106	1,300	1,639	1,859	2,077
折旧摊销	632	675	701	744	784
净营运资金增加	240	2,902	5,056	4,523	4,645
其他	2,162	-3,597	-4,729	-4,729	-4,646
投资活动产生现金流	-3,920	-3,435	194	-957	-921
净资本支出	-696	-267	-797	-100	-1,200
长期投资变化	1,558	1,273	0	0	0
其他资产变化	-4,782	-4,441	991	-857	279
融资活动现金流	-599	7,174	1,531	210	-114
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-98	2,870	3,751	3,016	3,051
无息负债变化	8,761	14,049	2,026	2,721	3,357
净现金流	-362	4,863	4,392	1,649	1,824

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	3.1%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
EBITDA 率	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%
EBIT 率	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
税前净利润率	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
归母净利润率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
ROA	2.2%	1.9%	2.3%	2.4%	2.5%
ROE (摊薄)	8.1%	8.7%	10.1%	10.8%	11.4%
经营性 ROIC	7.5%	8.8%	8.1%	8.0%	7.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	67%	70%	70%	71%	71%
流动比率	1.35	1.37	1.37	1.38	1.38
速动比率	0.81	0.95	0.95	0.96	0.95
归母权益/有息债务	0.86	0.80	0.72	0.68	0.64
有形资产/有息债务	4.00	4.53	4.13	3.92	3.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	65,732	87,365	94,849	102,157	110,301
货币资金	7,214	11,636	16,028	17,678	19,501
交易性金融资产	2,385	4,946	3,666	4,306	3,986
应收帐款	5,476	12,527	13,935	15,369	16,955
应收票据	48	561	624	688	759
其他应收款 (合计)	1,607	2,125	2,364	2,607	2,876
存货	19,471	21,378	23,790	26,244	28,954
其他流动资产	4,262	4,055	4,055	4,055	4,055
流动资产合计	49,025	70,211	77,985	85,860	93,526
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,558	1,273	1,273	1,273	1,273
固定资产	9,777	9,756	10,271	10,043	10,352
在建工程	1,213	1,238	819	434	517
无形资产	1,933	1,867	1,830	1,793	1,758
商誉	14	13	13	13	13
其他非流动资产	438	924	924	924	924
非流动资产合计	16,708	17,154	16,864	16,297	16,776
总负债	43,936	60,855	66,633	72,370	78,777
短期借款	9,374	10,133	13,967	16,391	18,853
应付账款	11,368	12,423	13,824	15,250	16,825
应付票据	7,631	11,562	12,866	14,193	15,659
预收账款	5,376	23	25	28	31
其他流动负债	7	3,435	3,435	3,435	3,435
流动负债合计	36,399	51,422	56,805	62,030	67,931
长期借款	4,582	5,276	5,776	6,276	6,776
应付债券	998	1,994	1,994	1,994	1,994
其他非流动负债	1,434	1,936	1,936	1,936	1,936
非流动负债合计	7,537	9,433	9,828	10,340	10,847
股东权益	21,796	26,509	28,216	29,787	31,524
股本	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157
公积金	5,146	5,241	5,405	5,590	5,798
未分配利润	3,253	3,773	4,601	5,411	6,302
归属母公司权益	13,584	14,965	16,154	17,137	18,219
少数股东权益	8,212	11,545	12,062	12,649	13,305

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.56%	0.44%	0.45%	0.45%	0.45%
管理费用率	0.25%	0.24%	0.25%	0.25%	0.25%
财务费用率	0.45%	0.42%	0.44%	0.44%	0.44%
研发费用率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	25%	27%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.30	0.40	0.45	0.51
每股经营现金流	1.92	0.59	1.24	1.11	1.33
每股净资产	6.30	6.94	7.49	7.94	8.44
每股销售收入	126.27	166.96	185.73	204.85	225.98

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	13	11	9	8	7
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.6	9.5	10.0	9.9	9.8
股息率	3.8%	4.6%	6.1%	7.0%	7.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE