

公司研究

大宗商品价格上行，推动公司 ROE 提升

——厦门象屿（600057.SH）2021 年中报点评

要点

◆**事件：公司发布 2021 年半年报。**公司 2021 年上半年实现营业收入约 2176 亿元，同比上涨 32.33%；实现归母净利润约 11.4 亿元，同比增长 70.58%，位于业绩预增区间上限；实现扣非归母净利润约 11.7 亿元，同比增长约 158%，位于业绩预增区间上限。公司 2021 年上半年度不分红派息。

◆**大宗商品分销业务保持快速增长。**公司 2021 年上半年大宗商品经营货量约 0.87 亿吨，同比略有下降，其中金属矿产、农产品、能源化工品经营货量分别约 0.44 亿吨、0.07 亿吨、0.36 亿吨，分别同比变化约-11%、+12%、+11%。金属矿产、农产品、能源化工品经营分别实现营业收入约 1470 亿元、195 亿元、447 亿元，分别同比增长约 31.9%、46.09%、35.18%。综合以上，公司 2021 年上半年大宗商品分销业务实现营业收入约 2119 亿元，同比增长 33.70%。公司 21 年上半年实现大宗商品物流服务收入 35.51 亿元，同比增加 32.68%，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 25.55 亿元、1.01 亿元、4.5 亿元，分别同比变化+46.43%、-35.24%、+24.78%，其中农产品收入下降的主要原因是国储平均仓储量仅 507 万吨，同比下降 47%。

◆**大宗商品价格上行，公司 ROE 水平上升。**公司 2021 年上半年毛利率为 2.35%，同比增加 0.69pct；销售净利率为 0.66%，同比增加 0.11pct；ROE 为 7.38%，同比增加 2.47pct。盈利水平上升的主要原因是 2021 年上半年受全球经济复苏、货币宽松以及“双碳”目标影响，大宗商品价格整体上行，尤其钢铁、有色和能源化工板块表现强劲，公司在向客户提供服务过程中享受到一部分价格弹性，大宗商品分销业务中的金属矿产、农产品、能源化工品 2021 年上半年分部毛利率分别同比增加 0.31pct、2.99pct、1.35pct。

2021 年上半年公司大宗商品物流服务板块整体毛利率为 12.53%，同比减少 5.62pct，其中综合物流服务毛利率同比减少 2.21pct，主要原因是海运费走高、海外疫情反复导致进出口物流及租船业务开展受阻，拉低了整体毛利率；农产品服务毛利率同比减少 5.72pct；铁路物流服务毛利率同比减少 2.3pct。

◆**大宗供应链市场空间巨大。**据多家研究机构综合测算，大宗供应链市场规模预计在 30 万亿以上，目前中国 CR4（物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸）市场占有率仅 5%，距美日 CR4 市场占有率（50%以上）还有很大上升空间。公司目前已步入修复提升期，未来将通过“发挥规模效应、提高服务效率、释放物流效益、优选客户和商品”等手段持续提升销售净利率，进而推动 ROE 提升。

◆**投资建议：**下半年大宗商品价格或将承压，公司竞争优势凸显，有望逆势扩张市场份额。考虑公司上半年盈利能力超预期，我们上调公司 21-23 年 EPS 12%/10%/9%分别至 0.85 元、0.95 元、1.05 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	429,310	473,463	526,860
营业收入增长率	16.41%	32.23%	19.18%	10.28%	11.28%
净利润（百万元）	1,106	1,300	1,830	2,045	2,275
净利润增长率	10.84%	17.51%	40.84%	11.73%	11.23%
EPS（元）	0.51	0.60	0.85	0.95	1.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.14%	8.68%	11.20%	11.74%	12.23%
P/E	14	12	9	8	7
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-04

增持（维持）

当前价：7.36 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)	158.79
一年最低/最高(元)	5.00/8.38
近 3 月换手率	63.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.93	11.64	5.93
绝对	16.83	15.53	15.71

资料来源：Wind

相关研报

钢筋铁骨，依然如故——交通运输行业 2021 年中期投资策略（2021-07-15）

航空出行需求有望继续释放，快递行业价格战有望缓和——交通运输行业 2020 年报及 2021 年一季报业绩综述（2021-05-05）

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(2021-04-08)

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）

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	429,310	473,463	526,860
营业成本	263,961	353,197	420,611	464,365	516,831
折旧和摊销	632	675	701	744	784
税金及附加	171	299	258	284	316
销售费用	4,258	1,599	1,932	2,131	2,371
管理费用	681	878	1,288	1,184	1,317
研发费用	21	24	28	31	35
财务费用	1,230	1,510	1,827	2,050	2,309
投资收益	-176	-347	-200	-100	-50
营业利润	1,766	2,138	3,020	3,394	3,764
利润总额	1,936	2,229	3,190	3,564	3,964
所得税	478	601	782	873	971
净利润	1,458	1,627	2,408	2,691	2,993
少数股东损益	352	328	578	646	718
归属母公司净利润	1,106	1,300	1,830	2,045	2,275
EPS(按最新股本计)	0.51	0.60	0.85	0.95	1.05

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,140	1,280	1,222	2,521	2,707
净利润	1,106	1,300	1,830	2,045	2,275
折旧摊销	632	675	701	744	784
净营运资金增加	240	2,902	7,954	4,880	5,509
其他	2,162	-3,597	-9,263	-5,148	-5,860
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	4,120	203	350
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-98	2,870	6,398	3,228	3,753
无息负债变化	8,761	14,049	4,033	2,954	3,917
净现金流	-362	4,863	5,536	1,766	2,136

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	3.1%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%
EBITDA 率	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
EBIT 率	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
税前净利润率	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%
归母净利润率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
ROA	2.2%	1.9%	2.4%	2.5%	2.6%
ROE (摊薄)	8.1%	8.7%	11.2%	11.7%	12.2%
经营性 ROIC	7.5%	8.8%	8.7%	8.3%	8.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	67%	70%	71%	72%	73%
流动比率	1.35	1.37	1.35	1.36	1.35
速动比率	0.81	0.95	0.93	0.94	0.93
归母权益/有息债务	0.86	0.80	0.65	0.62	0.58
有形资产/有息债务	4.00	4.53	3.89	3.72	3.58

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	99,754	107,651	117,220
货币资金	7,214	11,636	17,172	18,939	21,074
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	14,887	16,418	18,270
应收票据	48	561	668	737	820
其他应收款 (合计)	1,607	2,125	2,532	2,793	3,108
存货	19,471	21,378	25,457	28,158	31,395
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	82,889	91,354	100,444
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	71,286	77,469	85,138
短期借款	9,374	10,133	16,614	19,250	22,414
应付账款	11,368	12,423	14,794	16,333	18,178
应付票据	7,631	11,562	13,769	15,201	16,918
预收账款	5,376	23	27	30	33
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	61,459	67,129	74,291
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	28,468	30,183	32,082
股本	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157
公积金	5,146	5,241	5,424	5,628	5,856
未分配利润	3,253	3,773	4,773	5,650	6,621
归属母公司权益	13,584	14,965	16,345	17,414	18,595
少数股东权益	8,212	11,545	12,123	12,769	13,487

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%	0.30%	0.25%	0.25%
财务费用率	0.45%	0.42%	0.43%	0.43%	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	0.45	0.50	0.55
每股经营现金流	1.92	0.59	0.57	1.17	1.25
每股净资产	6.30	6.94	7.58	8.07	8.62
每股销售收入	126.27	166.96	198.99	219.45	244.20

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	14	12	9	8	7
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.0	9.8	9.6	9.9	9.8
股息率	3.4%	4.1%	6.1%	6.8%	7.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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