

厦门象屿 (600057)

2022H1 点评: 扣非归母净利润+29%近预告上限, 业务结构持续改善

买入 (维持)

2022年08月17日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

执业证书: S0600121010005

yangjing@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 (百万元) | 462,516 | 508,721 | 578,434 | 642,647 |
| 同比 | 28% | 10% | 14% | 11% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 2,160 | 2,598 | 3,487 | 3,988 |
| 同比 | 66% | 20% | 34% | 14% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.96 | 1.15 | 1.55 | 1.77 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 9.02 | 7.50 | 5.58 | 4.88 |

业绩简评

■ **公司发布 2022 中报。**2022H1, 公司实现收入 2542 亿元, 同比+16.8%; 实现归母净利润 13.66 亿元, 同比+20.2%; 扣非净利润 15.05 亿元, 同比+28.6%。公司收入、扣非净利润近预告上限, 归母净利润符合预告。归母净利增速低于扣非净利的的原因在于 2021H1 公司产生 1.44 亿元的股权转让收益, 还原该影响后 2022H1 归母净利润同比+38%。

经营分析

■ **2022Q2, 公司实现收入 1402.87 亿元, 同比+9.4%; 归母净利润 9.00 亿元, 同比+14.9%, 扣非净利润 8.18 亿元, 同比+14.3%。**本季度公司利润率有所改善, 销售毛利率/净利率为 2.33%/0.94%, 同比+0.23/+0.21pct。公司利润率的提升一方面是经营规模增长、规模效益的体现, 另一方面得益于产品结构优化, 利润率较高的新能源等业务收入增速高。

■ **大宗商品供应链板块及物流板块均取得增长:** 分版块看, 2022H1 公司大宗商品经营板块收入为 2457 亿元, 同比+16%; 大宗商品物流板块收入为 38.7 亿元, 同比+8.9%。两大板块已经形成互联互通、相互促进的发展格局, 效益稳步提升。

■ **产品组合优化, 盈利能力改善:** ①2022H1, 公司金属矿产收入 1717 亿元/+3.6%yoy, 在经营销量同比-17%的情况下毛利润额同比+5.6%, 主要因公司主动优化产品组合, 黑色金属销量及收入下降, 不锈钢、铝等高价值产品销量提升。②农产品收入 241 亿元/+14.8%yoy, 但毛利率为 3.8%/-2.1pct。主要因为毛利率较高的竞拍粮业务占比下降, 及疫情影响下谷物原粮销售周期有所延后。③能源化工收入 396 亿元/+92%yoy, 主要受益余公司加快内贸煤、蒙煤业务开发。④新能源收入 87 亿元/+126.4%yoy, 毛利润额同比+330%, 主要受益于公司强化海外资源获取和全产业链服务能力, 推进与下游锂电主流正极材料厂商长期合作。公司近 3 年新能源业务的利润复合增速超 100%。

■ **盈利预测与投资评级:** 厦门象屿是国内大宗一体化供应链龙头企业。未来随企业对一站式服务的要求日益提升, 龙头企业市场份额有望不断提升。目前公司核心产品的市场占有率大多在 2~3%, 结构均衡, 且相比国际巨头仍有广阔增长空间。我们预计厦门象屿 2022-24 年归母净利润为 26.0/34.9/39.9 亿元, 同比增速为 20%/34%/14%, 8 月 17 日收盘价对应 7.5/5.6/4.9 倍 P/E。维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 大宗商品价格波动, 坏账风险, 新品类拓展不及预期等

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元) | 8.64 |
| 一年最低/最高价 | 7.21/9.58 |
| 市净率(倍) | 1.40 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 18,454.62 |
| 总市值(百万元) | 19,475.37 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.18 |
| 资产负债率(% ,LF) | 73.99 |
| 总股本(百万股) | 2,254.09 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,135.95 |

相关研究

《厦门象屿(600057): 大宗商品一体化供应链龙头, 估值低成长稳的“沧海遗珠”》

2022-08-07

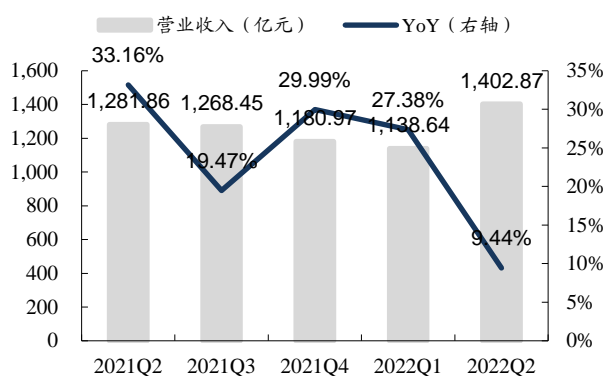
事件

公司发布 2022 中报。2022H1 公司实现收入 2542 亿元，同比+16.8%；实现归母净利润 13.66 亿元，同比+20.2%；扣非净利润 15.05 亿元，同比+28.6%。公司收入、扣非净利润近预告上限，归母净利润符合预告。归母净利增速低于扣非净利的的原因在于 2021Q2 公司产生 1.44 亿元的股权转让收益，还原该影响后 2022H1 归母净利润同比 +38%。

经营分析

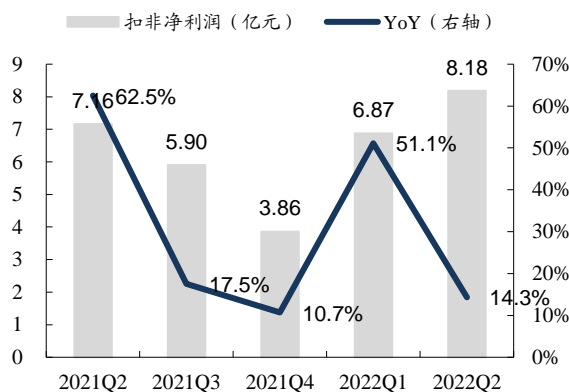
2022Q2，公司实现收入 1402.87 亿元，同比+9.4%；归母净利润 9.00 亿元，同比 +14.9%，扣非净利润 8.18 亿元，同比+14.3%。本季度公司利润率有所改善，销售毛利率/净利率为 2.33%/ 0.94%，同比+0.23/ +0.21pct。公司利润率的提升一方面是经营规模增长后规模效益的体现，另一方面得益于产品结构优化，利润率较高的新能源等业务收入增速高。

图1：公司营业收入及增速



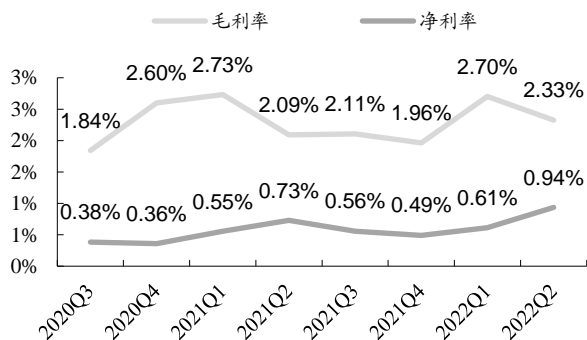
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图2：公司扣非净利及增速



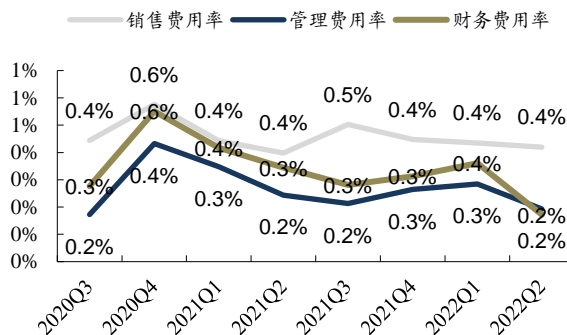
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图3：公司销售毛利率及销售净利率



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图4：公司费用率情况



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

大宗品供应链板块及物流板块均取得增长：分板块看，2022H1 公司大宗商品经营板块收入为 2457 亿元，同比+16%；大宗商品物流板块收入为 38.7 亿元，同比+8.9%。两大板块已经形成互联互通、相互促进的发展格局，效益稳步提升。

表1: 公司分板块经营情况

| 单位: 亿元 | 2022H1 收入 | yoy | 2022H1 毛利率 | yoy |
|----------|--------------|--------|---------------|----------|
| 大宗商品经营板块 | 2457 | 15.94% | 2.07% | -0.03pct |
| 大宗商品物流板块 | 38.66 | 8.89% | 11.80% | -0.73pct |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

产品组合优化, 盈利能力改善:

①2022H1, 公司金属矿产收入 1717 亿元/+3.6%yoy, 在经营货量同比-17%的情况下毛利润额同比+5.6%, 主要因公司主动优化产品组合, 黑色金属货量及收入下降, 不锈钢、铝等高价值产品货量提升。

②农产品收入 241 亿元/+14.8%yoy, 但毛利率为 3.8%/ -2.1pct。主要因为毛利率较高的竞拍粮业务占比下降, 及疫情影响下谷物原粮销售周期有所延后。

③能源化工收入 396 亿元/+92%yoy, 主要受益余公司加快内贸煤、蒙煤业务开发。

④新能源收入 87 亿元/+126.4%yoy, 毛利润额同比+330%, 主要受益于公司强化海外资源获取和全产业链服务能力, 推进与下游锂电主流正极材料厂商长期合作。公司近 3 年新能源业务的利润复合增速超 100%。

表2: 公司大宗商品经营板块分产品情况

| 单位: 亿元 | 2022H1 收入 | yoy | 货量 yoy | 单价 yoy | 2022H1 毛利率 | yoy |
|---------------|--------------|---------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|
| 金属矿产 | 1,717 | 3.6% | -16.7% | 24.4% | 1.68% | +0.03pct |
| 其中: 黑色金属-焦煤焦炭 | 239 | 13.4% | -36.0% | 77.2% | 2.18% | -0.90pct |
| 黑色金属-铁锰 | 85 | -41.2% | -18.3% | -28.1% | 4.46% | +3.60pct |
| 黑色金属-钢材 | 239 | -47.1% | -26.8% | -27.7% | 1.84% | +0.88pct |
| 不锈钢 | 483 | 15.9% | 19.5% | -3.0% | 2.00% | -0.19pct |
| 铝 | 610 | 57.2% | 8.2% | 45.3% | 1.05% | -0.68pct |
| 农产品 | 241 | 14.8% | 4.1% | 10.2% | 3.82% | -2.08pct |
| 其中: 谷物原粮 | 166 | 38.8% | 11.2% | 24.8% | 4.30% | -2.09pct |
| 能源化工 | 396 | 91.8% | 113.22% | -10.0% | 2.39% | +0.54pct |
| 其中: 煤炭 | 177 | 384.2% | 153.2% | 91.3% | 3.03% | -0.67pct |
| 新能源 | 87 | 126.4% | -34.2% | 244.3% | 3.37% | +1.59pct |
| 其他 | 16 | 116.3% | 18.5% | 82.5% | 2.30% | -0.77pct |
| 合计 | 2,457 | 15.9% | 3.5% | 12.0% | 2.07% | -0.03pct |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级

厦门象屿是国内大宗一体化供应链龙头企业。未来随企业对一站式服务的要求日益提升,龙头企业市场份额有望不断提升。目前公司核心产品的市场占有率大多在 2~3%,结构均衡,且相比国际巨头仍有广阔增长空间。我们预计厦门象屿 2022-24 年归母净利润为 26.0 / 34.9/ 39.9 亿元,同比增速为 20%/ 34%/ 14%, 8 月 17 日收盘价对应 7.5/ 5.6/ 4.9 倍 P/E。维持“买入”评级。

风险提示

大宗品价格波动,坏账风险,新品类拓展不及预期等

厦门象屿三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 77,995 | 91,134 | 103,807 | 115,707 | 营业总收入 | 462,516 | 508,721 | 578,434 | 642,647 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 18,364 | 26,547 | 28,808 | 35,792 | 营业成本(含金融类) | 452,404 | 498,161 | 566,029 | 628,700 |
| 经营性应收款项 | 31,687 | 35,867 | 43,434 | 48,753 | 税金及附加 | 448 | 509 | 578 | 643 |
| 存货 | 22,195 | 22,086 | 25,083 | 23,815 | 销售费用 | 2,073 | 2,348 | 2,724 | 3,026 |
| 合同资产 | 631 | 694 | 789 | 877 | 管理费用 | 1,206 | 1,353 | 1,554 | 1,726 |
| 其他流动资产 | 5,118 | 5,940 | 5,692 | 6,469 | 研发费用 | 31 | 36 | 40 | 45 |
| 非流动资产 | 17,839 | 18,558 | 19,349 | 20,196 | 财务费用 | 1,541 | 1,451 | 1,670 | 1,957 |
| 长期股权投资 | 1,603 | 1,867 | 2,158 | 2,478 | 加:其他收益 | 248 | 153 | 174 | 193 |
| 固定资产及使用权资产 | 10,723 | 11,035 | 11,347 | 11,644 | 投资净收益 | -629 | -763 | -289 | -193 |
| 在建工程 | 881 | 919 | 951 | 978 | 公允价值变动 | 83 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 2,045 | 2,104 | 2,179 | 2,273 | 减值损失 | -602 | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 13 | 13 | 13 | 13 | 资产处置收益 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 62 | 62 | 62 | 62 | 营业利润 | 3,927 | 4,253 | 5,724 | 6,550 |
| 其他非流动资产 | 2,512 | 2,559 | 2,639 | 2,749 | 营业外净收支 | 70 | 77 | 88 | 97 |
| 资产总计 | 95,834 | 109,692 | 123,156 | 135,902 | 利润总额 | 3,997 | 4,330 | 5,812 | 6,647 |
| 流动负债 | 56,403 | 64,684 | 73,788 | 82,549 | 减:所得税 | 1,276 | 1,083 | 1,453 | 1,662 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 11,373 | 17,373 | 17,373 | 24,373 | 净利润 | 2,720 | 3,248 | 4,359 | 4,986 |
| 经营性应付款项 | 29,272 | 30,287 | 37,070 | 37,047 | 减:少数股东损益 | 560 | 650 | 872 | 997 |
| 合同负债 | 8,695 | 9,575 | 11,321 | 12,574 | 归属母公司净利润 | 2,160 | 2,598 | 3,487 | 3,988 |
| 其他流动负债 | 7,063 | 7,449 | 8,024 | 8,555 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.96 | 1.15 | 1.55 | 1.77 |
| 非流动负债 | 8,102 | 8,102 | 8,102 | 7,102 | EBIT | 5,999 | 6,468 | 7,683 | 8,700 |
| 长期借款 | 2,857 | 2,857 | 2,857 | 1,857 | EBITDA | 6,810 | 7,530 | 8,813 | 9,912 |
| 应付债券 | 2,995 | 2,995 | 2,995 | 2,995 | 毛利率(%) | 2.19 | 2.08 | 2.14 | 2.17 |
| 租赁负债 | 275 | 275 | 275 | 275 | 归母净利率(%) | 0.47 | 0.51 | 0.60 | 0.62 |
| 其他非流动负债 | 1,974 | 1,974 | 1,974 | 1,974 | 收入增长率(%) | 28.40 | 9.99 | 13.70 | 11.10 |
| 负债合计 | 64,505 | 72,785 | 81,890 | 89,651 | 归母净利润增长率(%) | 66.22 | 20.27 | 34.21 | 14.38 |
| 归属母公司股东权益 | 17,214 | 22,142 | 25,629 | 29,618 | | | | | |
| 少数股东权益 | 14,115 | 14,765 | 15,637 | 16,634 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 31,330 | 36,907 | 41,266 | 46,252 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 95,834 | 109,692 | 123,156 | 135,902 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 5,420 | 3,114 | 5,327 | 4,237 | 每股净资产(元) | 5.99 | 7.92 | 9.46 | 11.23 |
| 投资活动现金流 | -2,220 | -2,467 | -2,122 | -2,154 | 最新发行在外股份(百万股) | 2,254 | 2,254 | 2,254 | 2,254 |
| 筹资活动现金流 | -3,477 | 7,536 | -944 | 4,901 | ROIC(%) | 8.69 | 8.88 | 9.21 | 9.29 |
| 现金净增加额 | -315 | 8,183 | 2,261 | 6,984 | ROE-摊薄(%) | 12.55 | 11.73 | 13.61 | 13.47 |
| 折旧和摊销 | 811 | 1,062 | 1,130 | 1,212 | 资产负债率(%) | 67.31 | 66.35 | 66.49 | 65.97 |
| 资本开支 | -596 | -1,107 | -1,160 | -1,202 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 9.02 | 7.50 | 5.58 | 4.88 |
| 营运资本变动 | -665 | -2,675 | -1,307 | -3,155 | P/B(现价) | 1.44 | 1.09 | 0.91 | 0.77 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

