

厦门象屿

600057

审慎增持 (维持)

优化货种结构, 提质增效成果显著

2022年8月20日

## 市场数据

市场数据日期	2022-8-19
收盘价(元)	9.06
总股本(百万股)	2254
流通股本(百万股)	2136
总市值(百万元)	20422
流通市值(百万元)	19352
净资产(百万元)	31096
总资产(百万元)	121951
每股净资产(元)	6.03

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《厦门象屿(600057.SH): “象”势而为, “屿”时偕行》 2022-04-27

《厦门象屿(600057.SH)点评: 引入中垦基金作为战投, 进一步做大做强粮食供应链业务》 2021-03-02

《厦门象屿(600057.SH)股权激励计划点评: 高管行权的业绩目标较高, 彰显公司发展信心》 2020-11-22

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	462516	506526	566677	634002
同比增长	28.4%	9.5%	11.9%	11.9%
归母净利润(百万元)	2160	2618	3257	3646
同比增长	66.2%	21.2%	24.4%	12.0%
毛利率	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%
净利率	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
净资产收益率	12.5%	13.8%	15.4%	15.6%
每股收益(元)	0.96	1.16	1.44	1.62
每股经营现金流(元)	2.40	1.50	2.46	2.51

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **厦门象屿发布 2022 年中报, 上半年业绩稳健增长, 提质增效效果显著, 实现利润增速高于收入增速。**2022 年上半年, 公司实现营业收入 2541.51 亿元, 同比增长 16.81%; 实现归母净利润 13.66 亿元, 同比增长 20.16%, 排除 21H1 股权转让收益对归母净利润 1.44 亿的贡献, 同比增长 37.56%; EPS 为 0.599 元/股, 同比增长 22.75%。公司提质增效成果显著, 2022 年上半年, 实现毛利率 2.49%, 同比提升 0.14 pct; 销售净利率 0.79%, 同比提升 0.13pcts; ROE 9.59%, 同比提升 0.37pct。
- **大宗商品经营板块是收入和毛利润的主要贡献来源。**从各板块经营情况来看, 大宗商品经营板块, 实现营业收入 2457 亿元, 同比增长 15.94%, 占总营收的 96.67%; 毛利润 50.84 亿元, 同比增长 14.32%, 占总毛利 80.19%; 毛利率 2.07%, 同比小幅下降 0.03pcts, 主要因竞拍粮业务占比下降, 农产品毛利率大幅下降。大宗商品物流板块, 实现营业收入 38.66 亿元, 同比增长 8.89%, 占总营收的 1.52%; 毛利润 4.56 亿元, 同比增长 2.53%, 占总毛利润 7.19%; 毛利率 11.80%, 同比下滑 0.73pcts, 主要因国储业务量下滑, 农产品物流毛利率下滑 5.98pcts。
- **经营货种结构调整, 能源化工和新能源毛利大幅增长。**分品类看, 金属矿产是收入和毛利占比最高的货种, 2022 上半年实现营业收入 1717 亿元, 毛利润 28.86 亿元, 同比增长 5.56%, 高于收入同比增速 3.63%, 其中铝产品营业收入同比增长 57.16%, 产品结构优化。农产品, 实现营业收入 241 亿元, 同比增长 14.77%; 毛利 9.22 亿元, 同比下降 25.71%; 毛利率 3.82%, 同比减少 2.08pcts, 但仍是公司毛利率最高的货种。毛利同比下降是受疫情影响, 谷物原粮销售周期延后; 毛利率同比减少是因为毛利

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

率较高的竞拍粮业务占比下降。能源化工，实现营业收入 396 亿元，同比增长 91.84%；毛利 9.48 亿元，同比增长 147.84%；毛利率 2.39%，同比上升 0.54pcts，主要是受益于内贸煤、蒙煤业务开发，煤炭营业收入及毛利同比大幅增长。同时，公司紧抓新能源行业机遇，积极拓展新能源供应链，开辟新的利润增长点。公司不断推进与下游锂电主流正极材料厂商的长期合作，2022 年上半年实现毛利 2.92 亿元，同比大幅增长 329.88%。

图 1、厦门象屿各品类表现情况

万吨、百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
业务量 (万吨)						
金属矿产	5,355	5,713	8,000	11,829	9,270	5,624
农产品	399	722	880	1,594	1,452	694
能源化工	2,681	3,600	5,500	7,108	8,428	2,649
新能源						7
收入 (百万元)						
金属矿产	124,288	140,495	169,987	232,508	292,800	171,700
农产品	9,350	17,150	23,308	39,738	44,000	24,100
能源化工	58,645	64,727	67,627	76,046	109,000	39,600
新能源						8,700
毛利 (百万元)						
金属矿产	1,791	2,490	3,604	2,899	4,100	2,886
农产品	687	1,059	1,382	1,817	1,900	922
能源化工	800	1,218	2,057	1,394	2,600	948
新能源						292
毛利率						
金属矿产	1.4%	1.8%	2.1%	1.2%	1.4%	1.7%
农产品	7.3%	6.2%	5.9%	4.6%	4.3%	3.8%
能源化工	1.4%	1.9%	3.0%	1.8%	2.4%	2.4%
新能源						3.4%
综合毛利率	1.7%	2.2%	2.7%	1.8%	1.9%	2.1%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：公司考虑到焦煤、焦炭为炼钢辅料，将其由煤炭供应链调整至黑色金属供应链，归属于金属矿产板块，上年同期数按该口径同步调整。

图 2、厦门象屿各品类表现情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
业务量占比						
金属矿产	63%	57%	56%	58%	48%	63%
农产品	5%	7%	6%	8%	8%	8%
能源化工	32%	36%	38%	35%	44%	30%
新能源						0.1%
收入占比						
金属矿产	63%	62%	64%	66%	65%	70%
农产品	5%	8%	9%	11%	10%	10%
能源化工	30%	29%	26%	22%	24%	16%
新能源						4%
收入增速						
金属矿产		13.0%	21.0%	36.8%	25.9%	3.6%
农产品		83.4%	35.9%	70.5%	10.7%	14.8%
能源化工		10.4%	4.5%	12.4%	43.3%	91.8%
新能源						126.4%
毛利增速						
金属矿产		39.0%	44.7%	-19.6%	41.4%	5.6%
农产品		54.2%	30.5%	31.5%	4.6%	-25.7%
能源化工		52.3%	68.9%	-32.2%	86.5%	147.8%
新能源						329.9%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：公司考虑到焦煤、焦炭为炼钢辅料，将其由煤炭供应链调整至黑色金属供应链，归属于金属矿产板块，上年同期数按该口径同步调整。

- 完成由“传统贸易商”向“供应链服务商”的转型，服务收益及金融收益占比大，公司风险暴露减少。传统贸易公司盈利主要通过“价差”、“利差”、“汇差”赚取收益，公司已经完成转型，目前以“服务收益、金融收益、规模集拼收益、链条运营收益”为核心，其中服务收益和金融收益占比分别为40%、30%，构筑起稳定盈利的底盘，通过区域、客户、品类拓展，以及服务叠加，实现经营业绩的持续稳定增长。在大宗商品价格下跌周期，公司可通过做大经营规模，提高市场占有率，保持整体盈利的提升。

表 1、厦门象屿盈利结构及释义

盈利点	释义	和大宗商品价格的关系	和经营规模的关系	占比
服务收益	依托平台化优势，规模化运作，为客户提供物流配送、代理采销、信息咨询、粗加工等增值服务，赚取服务费。通过公司的服务，客户经营效益得到增厚，公司还可进一步分享增值收益。	关联度弱	关联度强	约 40%
金融收益	依托主体信用评级优势和国企平台优势、智能化信息科技体系和庞大的数据沉淀，为产业链上下游客户提供供应链金融服务，获取金融收益。	关联度弱	关联度强	约 30%
交易收益	规模集拼收益：依托庞大的业务体量，通过集中采购获得成本优势，贡献交易收益，这部分收益和大宗商品价格波动的关联度相对较弱。	关联度弱	关联度强	约 30%
	链条运营收益：以粮食产业链为例，公司深度介入“种、收、储、运”各个环节，在各个环节发挥专业化运营优势和规模效应，大幅降低边际运营成本，获取交易收益（体现为上游与终端价差），这部分收益和大宗商品价格波动的关联度相对较弱。	关联度弱	关联度强	
	价差收益：依托专业的分析判断，通过研究商品在时间、区域等维度的价格变动趋势进行交易从而获取收益，这部分收益和大宗商品价格波动存在一定关联，也与区域商品物流调拨能力存在关联。	关联度强	无明显关联	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **投资策略：**公司实现运营模式升级，在各个环节提质增效效果显著，不断复制成功经验到各个产业链，在稳定扩张规模的同时调整货种结构提质增效，实现业绩增速高于收入增速；国内供应链行业集中度低、提升空间广，龙头效应有望在未来持续释放，公司收入和利润有望持续增长；公司重视员工激励和股东回报，颇具亮点的管理手段将助力公司业绩增长。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 26.18、32.57、36.46 亿元，EPS 分别为 1.16、1.44、1.62 元；对应 2022 年 8 月 19 日收盘价 9.06 元，PE 分别为 7.8X、6.3X、5.6X，PB 分别为 1.1X、1.0X、0.9X，假设 2022-2024 年维持 55%分红率，股息率分别为 7.0%、8.7%、9.8%，高股息具备较高安全边界。维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**
  - (1) **大宗价格剧烈波动：**当前国际区域局势紧张，大宗商品价格剧烈波动，资产减值可能超出预期；
  - (2) **供应链业务发展低于预期：**受疫情影响，宏观经济大幅下滑，大宗商品需求大幅萎缩，而金属矿石、农产品、能化产品等大宗商品经营服务是公司的主要收入来源，如果供应链业务发展因为大宗商品需求大幅萎缩而不及预期，将会影响公司收入和利润；
  - (3) **铁路物流业务发展进度低于预期：**铁路物流服务的建设进度、使用率等会影响公司物流服务业务的收入和利润，同时也影响公司大宗商品经营、大宗商品物流两个主板块的协同效用发挥。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	77995	89428	99429	110722
货币资金	13614	19614	24614	29614
交易性金融资产	4750	4848	4799	4823
应收票据及应收账款	14502	14106	14357	14285
预付款项	16996	17941	20308	22634
存货	22195	26149	28548	32205
其他	5939	6770	6802	7161
<b>非流动资产</b>	17839	17228	16711	16149
长期股权投资	1603	1493	1530	1518
固定资产	10087	9930	9538	9025
在建工程	881	440	220	110
无形资产	2045	2080	2142	2195
商誉	13	13	13	13
长期待摊费用	62	55	49	42
其他	3149	3218	3219	3245
<b>资产总计</b>	95834	106656	116139	126871
<b>流动负债</b>	56403	64952	71602	79553
短期借款	8246	13585	16573	20105
应付票据及应付账款	29245	32,513	36,169	40,544
其他	18912	18854	18860	18904
<b>非流动负债</b>	8102	7845	7660	7249
长期借款	2857	2784	2545	2110
其他	5244	5061	5115	5140
<b>负债合计</b>	64505	72797	79262	86803
股本	2157	2254	2254	2254
资本公积	5555	5555	5555	5555
未分配利润	4939	6245	7924	9644
少数股东权益	14115	14829	15700	16673
<b>股东权益合计</b>	31330	33859	36877	40068
<b>负债及权益合计</b>	95834	106656	116139	126871

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	2160	2618	3257	3646
折旧和摊销	690	673	693	702
资产减值准备	525	50	80	84
资产处置损失	-13	-6	-7	-7
公允价值变动损失	-83	-93	-90	-91
财务费用	1303	1335	1520	1687
投资损失	629	600	600	600
少数股东损益	560	714	871	973
营运资金的变动	-696	-2286	-1414	-1946
<b>经营活动产生现金流量</b>	5420	3373	5555	5649
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2220	-508	-672	-631
<b>融资活动产生现金流量</b>	-3477	3134	117	-18
现金净变动	-315	6000	5000	5000
现金的期初余额	10950	13614	19614	24614
现金的期末余额	10635	19614	24614	29614

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	462516	506526	566677	634002
营业成本	452404	494635	553307	619097
税金及附加	448	456	529	581
销售费用	2073	3204	3058	3521
管理费用	1206	1292	1456	1625
研发费用	31	34	38	42
财务费用	1541	1335	1520	1687
其他收益	248	199	208	211
投资收益	-629	-600	-600	-600
公允价值变动收益	83	93	90	91
信用减值损失	-77	-84	-84	-83
资产减值损失	-525	-481	-496	-491
资产处置收益	13	6	7	7
<b>营业利润</b>	3927	4703	5893	6585
营业外收入	166	183	178	180
营业外支出	96	106	103	104
<b>利润总额</b>	3997	4780	5968	6661
所得税	1276	1448	1840	2042
<b>净利润</b>	2720	3332	4127	4619
少数股东损益	560	714	871	973
<b>归属母公司净利润</b>	2160	2618	3257	3646
<b>EPS(元)</b>	0.96	1.16	1.44	1.62

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	28.4%	9.5%	11.9%	11.9%
营业利润增长率	83.6%	19.8%	25.3%	11.7%
归母净利润增长率	66.2%	21.2%	24.4%	12.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%
净利率	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
ROE	12.5%	13.8%	15.4%	15.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	67.3%	68.3%	68.2%	68.4%
流动比率	1.38	1.38	1.39	1.39
速动比率	0.99	0.97	0.99	0.99
<b>营运能力</b>				
资产周转率	504.9%	500.3%	508.7%	521.8%
应收帐款周转率	3317.2%	3477.9%	3947.0%	4394.8%
存货周转率	2029.2%	1995.3%	1974.1%	1988.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.96	1.16	1.44	1.62
每股经营现金	2.40	1.50	2.46	2.51
每股净资产	7.64	8.44	9.39	10.38
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	9.5	7.8	6.3	5.6
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn