

厦门象屿 (600057)

证券研究报告
2024年03月26日

大宗周期复苏，经营策略转向，公司盈利有望修复

出售部分农产品资产，经营策略或转向

公司公告，公司控股子公司富锦农产拟将持有的部分资产（包括建筑物、设备、土地使用权）转让给公司控股股东象屿集团控股子公司富锦生化，转让价格预计为7,365.34万元，交易对价较账面净值增值率为7.71%。

23年上半年，公司主营农产品供应链的子公司象屿农产实现净利润-7.13亿元，农产品供应链业务亏损严重，主要系谷物原粮供应链由于采购季节集中，销售分批进行，存在产销节奏不匹配的行业特性，毛利及毛利率对价格波动敏感度较高，继而象屿农产主要经营谷物玉米的价格下跌导致业务亏损严重。本次资产出售能有效盘活公司闲置资产，我们认为也一定程度上彰显公司在农产品业务的经营策略转向，以高周转的模式减少库存农产品，减少大宗商品价格下行风险，更加追求经营稳健性。

大宗商品价格上涨，公司有望实现盈利修复

原材料供应链公司把大宗商品货值计入营收，收入与商品价格相关性较高；利润端，随着综合服务能力的提升、深入产业链运营，供应链业务利润在价格上升周期或出现更大的弹性。2022年以来，中美库存周期下行1.5年左右，库存同比增速均处于历史相对低位。23年7-8月库存领先指标PPI同比跌幅收窄，23年8月中国库存同比增速回升，我们预计中国有望迎来库存上行周期；23年下半年以来，南华工业品指数已止跌回升，2024-2025年公司有望实现盈利修复。

行业出清，厦门象屿市场份额有望提升

一方面，大宗商品价格波动下，小规模民营企业可能收缩规模、甚至退出。回顾2012年钢贸危机，全国的钢贸商数量从2012年的20万家缩减至2015年初10万家左右。2023年以来大宗商品价格波动下行，同样又有一大批钢贸企业进入破产清算阶段，中小供应链企业因为缺乏有效的风险管理体制机制，或步入新一轮出清阶段。而厦门象屿在大宗商品下行期间积极提升品类市场份额，23H1大宗商品经营货量实现10,205万吨，同比增长14%，其中黑金/谷物原粮/煤炭/油品经营货量同比增长10%、10%、18%、229%。

另一方面，部分央企受监管约束，可能退出大宗商品供应链业务。国务院国资委全面开展央企虚假贸易专项整治行动，禁止央企背离主业开展贸易业务、从事融资性贸易业务。我们认为地方国企由于兼具组织架构灵活、经营转型市场化以及资金信用背景雄厚的特点，市场份额有望持续提升，距离美日大宗供应链CR4（50%+）仍有较大提升空间。

低估值、高股息，价值有支撑

估值角度而言，厦门象屿凭借更高的利润弹性享受更高的估值溢价，目前头部大宗供应链公司的估值处于历史相对低位，隐含投资回报率或较高。如果未来商品价格上行，厦门象屿有望实现价值重估。分红角度而言，2022年公司分红比例55%，近三年分红比例稳步提升，参照23年wind一致预期、22年分红比例，公司目前股息率约6.2%，价值有较强支撑。

下调盈利预期，下调至“增持”评级

基于23H1大宗商品价格下行、农产品亏损，公司收入利润一定程度受到影响，我们下调盈利预测，预计23-25年公司归母净利润为15、20、29亿元（前值分别为33、42、47亿元），同比-43%、+36%、+39%，对应PE分别为10x、7x、5x，下调至“增持”评级。

风险提示：大宗商品消费需求减少风险，大宗商品价格下跌风险，应收款坏账增加风险，汇率和利率波动风险。

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	增持（调低评级）
当前价格	6.45元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,276.21
流通A股股本(百万股)	2,165.09
A股总市值(百万元)	14,681.58
流通A股市值(百万元)	13,964.84
每股净资产(元)	6.46
资产负债率(%)	68.65
一年内最高/最低(元)	11.21/5.94

作者

徐君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110522110001	
xujuna@tfzq.com	
陈金海	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
邹嫚	联系人
zouman@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

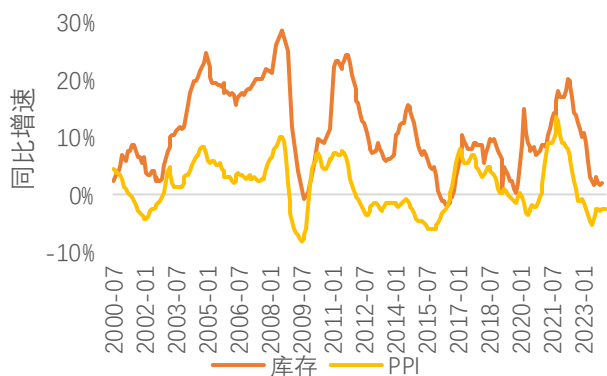
相关报告

- 《厦门象屿-首次覆盖报告:全产业链模式持续深化，大宗供应链龙头穿越周期见成长》 2023-05-11
- 《厦门象屿-公司点评:基本面全面改善，半年报大幅预增!》 2018-07-22
- 《象屿股份-年报点评报告:年报同增近70%，大宗供应链物流平台龙头布局正当时!》 2018-04-25

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	462,516.23	538,148.06	512,593.00	589,863.66	641,814.92
增长率(%)	28.40	16.35	(4.75)	15.07	8.81
EBITDA(百万元)	7,035.55	7,709.41	7,092.51	8,386.49	9,538.36
归属母公司净利润(百万元)	2,160.27	2,636.90	1,505.83	2,045.59	2,851.60
增长率(%)	66.22	22.06	(42.89)	35.84	39.40
EPS(元/股)	0.95	1.16	0.66	0.90	1.25
市盈率(P/E)	6.80	5.57	9.75	7.18	5.15
市净率(P/B)	0.85	0.86	0.76	0.73	0.70
市销率(P/S)	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02
EV/EBITDA	3.99	4.85	2.61	3.60	2.30

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 1: 库存周期与 PPI 均处于历史相对底部



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 大宗商品价格指数通常领先库存周期



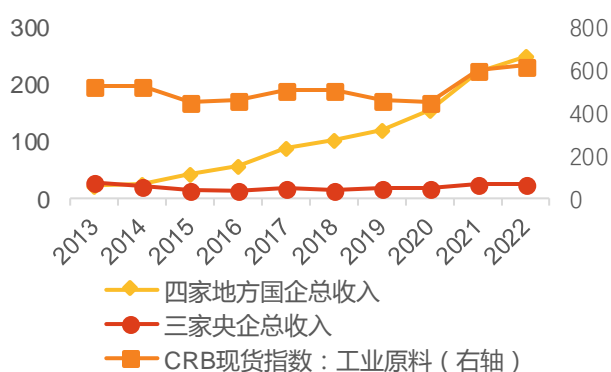
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 南华工业品指数自 23 年六月以来上涨



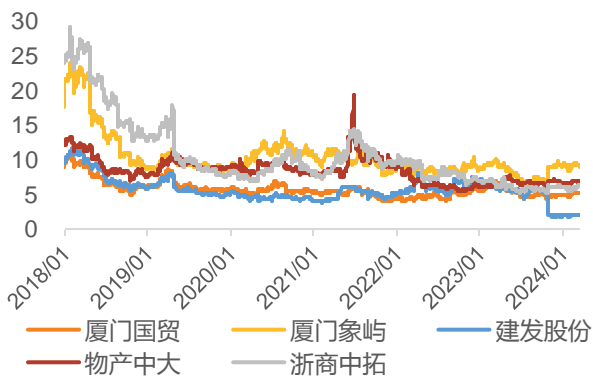
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 三家供应链央企收入增速明显低于地方国企 (百亿元)



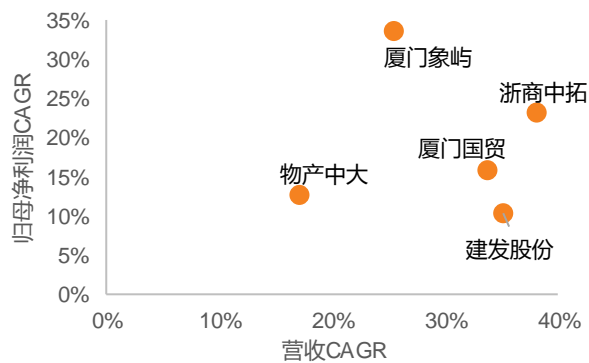
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5：头部原材料供应链公司的 PE 处于历史相对低位（PE-TTM）



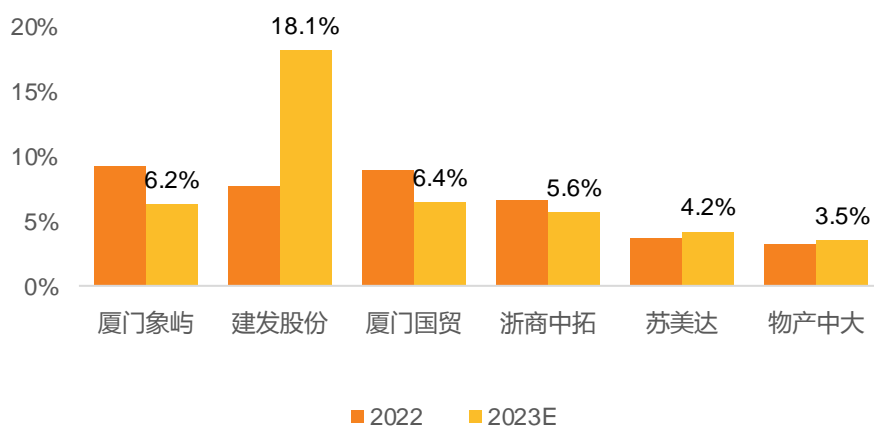
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：18-22 年公司的归母净利润增速位于行业领先水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：头部原材料供应链公司的预期股息率较高



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

注：23 年三季度，建发股份并表美凯龙，确认归属于上市公司股东的重组收益 94.91 亿元，增厚利润，故预期股息率较高。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,614.09	19,827.80	38,883.90	20,645.23	22,463.52	营业收入	462,516.23	538,148.06	512,593.00	589,863.66	641,814.92
应收票据及应收账款	14,501.52	21,118.21	9,211.39	27,165.15	12,847.27	营业成本	452,403.69	526,673.45	502,924.69	578,179.78	628,657.54
预付账款	16,995.82	17,410.89	13,844.40	23,031.09	17,046.67	营业税金及附加	448.27	691.36	461.33	620.12	834.36
存货	22,195.31	28,520.23	23,158.08	33,766.76	28,576.14	销售费用	2,072.94	2,339.93	2,101.63	2,542.31	2,729.45
其他	10,057.47	9,594.54	6,470.43	11,064.88	7,937.96	管理费用	1,205.79	1,478.55	1,331.40	1,563.50	1,710.54
流动资产合计	77,364.21	96,471.67	91,568.20	115,673.11	88,871.56	研发费用	30.74	52.18	49.70	51.20	60.05
长期股权投资	1,603.18	1,540.30	1,540.30	1,540.30	1,540.30	财务费用	1,540.87	1,202.85	2,009.88	2,051.00	1,326.50
固定资产	10,087.00	10,146.63	10,045.30	10,208.86	9,982.41	资产/信用减值损失	(602.20)	(816.35)	(916.07)	(1,000.02)	(1,144.03)
在建工程	880.85	156.42	285.14	(97.23)	(125.73)	公允价值变动收益	83.10	(458.94)	200.00	200.00	200.00
无形资产	2,060.39	2,008.10	1,936.72	1,865.33	1,793.94	投资净收益	(629.05)	(187.54)	(387.71)	(401.43)	(325.56)
其他	3,207.37	3,981.55	3,517.13	3,581.29	3,614.09	其他	2,035.58	2,359.33	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	17,838.79	17,833.01	17,324.59	17,098.55	16,805.02	营业利润	3,926.51	4,813.25	2,610.58	3,654.29	5,226.89
资产总计	95,834.22	115,056.41	108,892.78	132,771.66	105,676.58	营业外收入	166.44	488.79	290.83	315.35	364.99
短期借款	8,245.74	11,959.35	20,000.00	12,751.64	6,356.67	营业外支出	96.38	270.39	164.48	177.08	203.99
应付票据及应付账款	29,244.95	37,853.65	23,630.09	47,160.89	30,811.67	利润总额	3,996.57	5,031.65	2,736.94	3,792.56	5,387.90
其他	10,216.84	11,344.39	18,910.16	25,052.99	19,184.10	所得税	1,276.44	1,253.65	764.85	1,072.02	1,522.96
流动负债合计	47,707.52	61,157.39	62,540.24	84,965.52	56,352.44	净利润	2,720.13	3,778.00	1,972.09	2,720.54	3,864.93
长期借款	2,857.30	3,195.50	3,000.00	3,150.00	3,307.50	少数股东损益	559.86	1,141.09	466.26	674.95	1,013.34
应付债券	2,994.84	2,998.49	2,662.57	2,885.30	2,848.79	归属于母公司净利润	2,160.27	2,636.90	1,505.83	2,045.59	2,851.60
其他	2,249.54	1,498.69	1,970.44	1,906.22	1,791.78	每股收益(元)	0.95	1.16	0.66	0.90	1.25
非流动负债合计	8,101.68	7,692.67	7,633.01	7,941.52	7,948.07						
负债合计	64,504.64	78,664.78	70,173.25	92,907.05	64,300.51						
少数股东权益	14,115.32	19,300.06	19,521.67	19,846.03	20,327.66	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	2,157.45	2,254.09	2,268.21	2,276.21	2,276.21	成长能力					
资本公积	5,555.02	6,089.01	6,148.28	6,148.28	6,148.28	营业收入	28.40%	16.35%	-4.75%	15.07%	8.81%
留存收益	5,412.72	6,782.83	7,498.53	8,481.58	9,836.92	营业利润	83.63%	22.58%	-45.76%	39.98%	43.03%
其他	4,089.06	1,965.63	3,282.83	3,112.51	2,786.99	归属于母公司净利润	66.22%	22.06%	-42.89%	35.84%	39.40%
股东权益合计	31,329.58	36,391.63	38,719.53	39,864.62	41,376.07	获利能力					
负债和股东权益总计	95,834.22	115,056.41	108,892.78	132,771.66	105,676.58	毛利率	2.19%	2.13%	1.89%	1.98%	2.05%
						净利率	0.47%	0.49%	0.29%	0.35%	0.44%
						ROE	12.55%	15.43%	7.84%	10.22%	13.55%
						ROIC	14.59%	16.73%	10.62%	17.74%	13.23%
						偿债能力					
						资产负债率	67.31%	68.37%	64.44%	69.98%	60.85%
						净负债率	11.53%	-0.22%	-29.06%	0.93%	-19.38%
						流动比率	1.38	1.37	1.46	1.36	1.58
						速动比率	0.99	0.97	1.09	0.96	1.07
						营运能力					
						应收账款周转率	33.53	30.22	33.80	32.43	32.08
						存货周转率	21.23	21.22	19.84	20.72	20.59
						总资产周转率	5.05	5.10	4.58	4.88	5.38
						每股指标(元)					
						每股收益	0.95	1.16	0.66	0.90	1.25
						每股经营现金流	2.38	2.73	6.16	-2.92	5.87
						每股净资产	7.56	7.51	8.46	8.79	9.25
						估值比率					
						市盈率	6.80	5.57	9.75	7.18	5.15
						市净率	0.85	0.86	0.76	0.73	0.70
						EV/EBITDA	3.99	4.85	2.61	3.60	2.30
						EV/EBIT	4.41	5.35	2.91	3.97	2.52

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,720.13	3,778.00	1,505.83	2,045.59	2,851.60
折旧摊销	689.70	741.84	744.01	788.02	813.81
财务费用	1,303.01	2,020.28	2,009.88	2,051.00	1,326.50
投资损失	629.05	187.54	387.71	401.43	325.56
营运资金变动	53.65	(3,911.07)	8,708.82	(12,812.75)	6,819.50
其它	24.46	3,406.41	666.26	874.95	1,213.34
经营活动现金流	5,420.00	6,222.99	14,022.51	(6,651.76)	13,350.31
资本支出	1,078.41	685.37	228.24	562.04	601.92
长期投资	330.29	(62.88)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,628.38)	1,581.97	(1,426.00)	(1,907.47)	(1,880.84)
投资活动现金流	(2,219.68)	2,204.46	(1,197.76)	(1,345.42)	(1,278.92)
债权融资	(2,906.52)	1,318.46	5,875.53	(8,666.04)	(7,899.61)
股权融资	(198.59)	(2,876.40)	355.81	(1,575.45)	(2,353.48)
其他	(371.83)	(2,185.74)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(3,476.94)	(3,743.68)	6,231.35	(10,241.49)	(10,253.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(276.62)	4,683.78	19,056.10	(18,238.67)	1,818.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com