

象屿股份 (600057)

证券研究报告

2018年01月19日

业绩继续高增长，供应链龙头起飞！

事件：

公司披露业绩预告，预计 17 年实现净利润 6.61 亿-7.46 亿，同比增长 55%-75%。公司本期业绩预增的主要原因是主营业务快速发展，主营业务收入同比增长约 71%。

大资产：资产价值优良，当前市净率仅 1.1 倍！

公司核心资产为其打造的供应链物流体系，主要有二：1) 公司打造的以沿海及长江各核心港口为依托的 T 型水域物流体系，以及 17 年通过象道物流设立的辐射西北、华中、西南等地的铁路物流网络，二者相互协同，构成公司水陆联运物流体系！2) 公司在东北地区设立的粮食供应链物流体系，涵盖 15 万吨日烘干能力、900 万吨自有仓储能力，并且打通了从黑龙江粮食物流基地到大连、营口等北方港口的运输体系。公司两块资产具有稀缺性和独占性，且具备较强的盈利能力，但当前公司市净率仅 1.1 倍，处于价值洼地！

大流通：完善物流短板，加速公司业绩释放！

大宗供应链业务的赢利点主要有三：金融、增值服务和物流，其中物流构成最重要的赢利点。2017 年以前，公司物流网络发展滞后，主要依靠外包，供应链业务盈利主要依靠金融和增值服务，导致公司利润率偏低。2017 年，公司通过合资设立象道物流，完善公司铁路物流建设，打造水陆联运体系，有望将公司巨量的货运流量在物流端进行利润释放，根据公司公告，2017 年 8-9 月份，象道物流合计盈利 4200 万，预计 18 年象道物流净利润 2.5 亿元以上，加速业绩释放！此外，公司物流体系的完善反过来也将推动公司大宗供应链业务规模的增长，形成良性的循环！

大粮商：玉米价格企稳回升，公司粮食供应链业务业绩逆转！

2016 年，临储退出，导致玉米价格大幅下跌，为规避风险公司大幅缩减了在东北的合作种植、合作收粮以及分销贸易等业务，导致 16-17 年粮食产业链利润持续下滑。当前，玉米价格企稳，玉米价格市场化改革基本完成，公司将大力发展东北粮食供应链业务，预计 17-18 收购季，公司将收购玉米 500 万吨，预计为 18 年带来利润增量约 2 个亿，成为公司未来业绩增长的重要驱动力！

给予“买入”评级：

我们认为，公司资产稀缺质地优良，市净率仅 1.1 倍，处于价值洼地，公司物流短板完善及东北粮食供应链业务放量将推动业绩持续高增长。考虑到公司 17 年业绩高增长，以及各项业务条线发展迅猛，故上调公司业绩预测，预计 2017-2019 年，公司实现归母净利润 6.93 亿、9.75 亿和 12.68 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.67/0.87 元，给予 18 年 20 倍估值，目标价 13.4 元！

风险提示： 1、象道物流业务整合不达预期；2、玉米供应链业务不达预期。

| 财务数据和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 59,923.31 | 119,066.86 | 202,185.01 | 258,515.01 | 312,715.02 |
| 增长率(%) | 23.85 | 98.70 | 69.81 | 27.86 | 20.97 |
| EBITDA(百万元) | 1,409.92 | 1,402.97 | 2,364.00 | 3,364.46 | 4,328.99 |
| 净利润(百万元) | 288.85 | 426.44 | 693.45 | 975.05 | 1,268.04 |
| 增长率(%) | 1.89 | 47.63 | 62.61 | 40.61 | 30.05 |
| EPS(元/股) | 0.20 | 0.29 | 0.48 | 0.67 | 0.87 |
| 市盈率(P/E) | 41.84 | 28.34 | 17.43 | 12.39 | 9.53 |
| 市净率(P/B) | 2.00 | 1.81 | 1.34 | 1.23 | 1.11 |
| 市销率(P/S) | 0.20 | 0.10 | 0.06 | 0.05 | 0.04 |
| EV/EBITDA | 16.24 | 14.71 | 11.61 | 8.21 | 8.40 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 交通运输/物流 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 8.29 元 |
| 目标价格 | 13.4 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,457.74 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,444.29 |
| A 股总市值(百万元) | 12,084.66 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11,973.13 |
| 每股净资产(元) | 5.98 |
| 资产负债率(%) | 75.19 |
| 一年内最高/最低(元) | 12.35/7.72 |

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《象屿股份-季报点评:大宗供应链继续扩张，玉米产业链有望发力！》 2017-10-26
- 《象屿股份-半年报点评:大宗放量推动业绩高增长，静待玉米产业链发力！》 2017-08-27
- 《象屿股份-年报点评报告:供应链业务快速扩张，农业产业链有望发力！》 2017-04-27

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 2,171.02 | 2,228.50 | 6,065.55 | 7,755.45 | 9,381.45 |
| 应收账款 | 3,195.80 | 4,626.98 | 11,660.14 | 13,473.26 | 21,272.85 |
| 预付账款 | 5,045.72 | 4,947.13 | 11,469.49 | 11,619.77 | 17,158.54 |
| 存货 | 5,651.61 | 10,011.66 | 21,727.13 | 22,002.53 | 33,861.25 |
| 其他 | 2,475.40 | 1,567.12 | 2,120.30 | 1,964.66 | 2,435.32 |
| 流动资产合计 | 18,539.56 | 23,381.39 | 53,042.60 | 56,815.68 | 84,109.41 |
| 长期股权投资 | 837.37 | 1,184.94 | 1,784.94 | 1,784.94 | 1,784.94 |
| 固定资产 | 3,400.33 | 4,882.28 | 6,374.98 | 7,742.08 | 9,038.83 |
| 在建工程 | 555.39 | 525.57 | 375.34 | 315.20 | 339.12 |
| 无形资产 | 956.94 | 1,046.04 | 1,020.76 | 995.48 | 970.20 |
| 其他 | 1,808.46 | 2,889.51 | 2,346.43 | 2,562.28 | 2,591.01 |
| 非流动资产合计 | 7,558.49 | 10,528.34 | 11,902.45 | 13,399.99 | 14,724.09 |
| 资产总计 | 26,098.04 | 33,909.74 | 64,945.05 | 70,215.66 | 98,833.50 |
| 短期借款 | 8,478.95 | 7,118.73 | 15,905.53 | 17,414.54 | 25,503.66 |
| 应付账款 | 3,166.77 | 5,739.10 | 14,617.50 | 16,518.02 | 24,618.04 |
| 其他 | 4,967.58 | 8,629.12 | 17,280.35 | 17,597.96 | 26,624.11 |
| 流动负债合计 | 16,613.30 | 21,486.96 | 47,803.38 | 51,530.52 | 76,745.80 |
| 长期借款 | 165.00 | 720.17 | 3,093.71 | 3,152.76 | 4,765.39 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 326.64 | 702.27 | 359.45 | 462.79 | 508.17 |
| 非流动负债合计 | 491.64 | 1,422.44 | 3,453.17 | 3,615.54 | 5,273.56 |
| 负债合计 | 17,104.93 | 22,909.40 | 51,256.54 | 55,146.06 | 82,019.36 |
| 少数股东权益 | 2,956.05 | 4,310.64 | 4,684.03 | 5,209.06 | 5,891.85 |
| 股本 | 1,170.78 | 1,170.78 | 1,457.74 | 1,457.74 | 1,457.74 |
| 资本公积 | 3,506.71 | 3,675.81 | 5,126.93 | 5,126.93 | 5,126.93 |
| 留存收益 | 4,888.15 | 5,465.63 | 7,546.74 | 8,402.81 | 9,464.55 |
| 其他 | (3,528.57) | (3,622.51) | (5,126.93) | (5,126.93) | (5,126.93) |
| 股东权益合计 | 8,993.11 | 11,000.34 | 13,688.51 | 15,069.60 | 16,814.13 |
| 负债和股东权益总 | 26,098.04 | 33,909.74 | 64,945.05 | 70,215.66 | 98,833.50 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 462.41 | 673.14 | 687.32 | 966.90 | 1,257.25 |
| 折旧摊销 | 135.46 | 270.12 | 282.81 | 368.32 | 454.62 |
| 财务费用 | 604.57 | 494.15 | 818.75 | 1,145.46 | 1,443.07 |
| 投资损失 | (567.50) | 128.98 | (221.72) | (490.00) | (768.75) |
| 营运资金变动 | (462.20) | 2,437.80 | (8,125.80) | (30.49) | (8,214.86) |
| 其它 | 2,750.03 | (1,782.64) | 370.10 | 520.64 | 676.98 |
| 经营活动现金流 | 2,922.77 | 2,221.55 | (6,188.54) | 2,480.82 | (5,151.68) |
| 资本支出 | 2,859.38 | 1,777.34 | 2,542.82 | 1,546.66 | 1,704.62 |
| 长期投资 | 61.14 | 347.57 | 600.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (5,172.73) | (5,719.70) | (4,715.45) | (2,861.54) | (2,717.83) |
| 投资活动现金流 | (2,252.21) | (3,594.79) | (1,572.63) | (1,314.87) | (1,013.22) |
| 债权融资 | 8,653.95 | 7,983.73 | 18,720.58 | 20,486.52 | 29,902.51 |
| 股权融资 | 1,210.11 | (365.82) | 877.65 | (1,131.15) | (1,424.98) |
| 其他 | (9,267.67) | (6,060.73) | (8,075.00) | (18,850.17) | (20,705.38) |
| 筹资活动现金流 | 596.39 | 1,557.18 | 11,523.23 | 505.20 | 7,772.15 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,266.95 | 183.94 | 3,762.05 | 1,671.15 | 1,607.25 |

| 利润表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 59,923.31 | 119,066.86 | 202,185.01 | 258,515.01 | 312,715.02 |
| 营业成本 | 57,639.18 | 115,023.10 | 196,999.39 | 251,882.83 | 304,711.52 |
| 营业税金及附加 | 53.07 | 127.65 | 204.36 | 255.79 | 320.25 |
| 营业费用 | 987.14 | 1,499.21 | 2,062.29 | 2,533.45 | 3,033.34 |
| 管理费用 | 287.32 | 348.00 | 509.51 | 661.80 | 794.30 |
| 财务费用 | 769.70 | 638.44 | 827.64 | 1,157.98 | 1,458.30 |
| 资产减值损失 | 165.85 | 472.88 | 550.00 | 675.00 | 750.00 |
| 公允价值变动收益 | (75.67) | (324.51) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 567.50 | (128.98) | 221.72 | 490.00 | 768.75 |
| 其他 | (983.66) | 906.98 | (443.44) | (980.00) | (1,537.50) |
| 营业利润 | 512.88 | 504.08 | 1,253.56 | 1,838.17 | 2,416.07 |
| 营业外收入 | 79.43 | 320.51 | 100.00 | 110.00 | 120.00 |
| 营业外支出 | 6.67 | 18.25 | 20.00 | 25.00 | 35.00 |
| 利润总额 | 585.64 | 806.34 | 1,333.56 | 1,923.17 | 2,501.07 |
| 所得税 | 123.23 | 133.20 | 266.71 | 423.10 | 550.24 |
| 净利润 | 462.41 | 673.14 | 1,066.85 | 1,500.07 | 1,950.83 |
| 少数股东损益 | 173.55 | 246.69 | 373.40 | 525.02 | 682.79 |
| 归属于母公司净利润 | 288.85 | 426.44 | 693.45 | 975.05 | 1,268.04 |
| 每股收益(元) | 0.20 | 0.29 | 0.48 | 0.67 | 0.87 |

| 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 23.85% | 98.70% | 67.71% | 27.90% | 20.98% |
| 营业利润 | 22.24% | -1.72% | 146.35% | 46.73% | 31.43% |
| 归属于母公司净利润 | 1.89% | 47.63% | 61.18% | 40.68% | 30.03% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 3.81% | 3.40% | 2.57% | 2.57% | 2.56% |
| 净利率 | 0.48% | 0.36% | 0.34% | 0.38% | 0.41% |
| ROE | 4.78% | 6.37% | 7.64% | 9.82% | 11.53% |
| ROIC | 9.39% | 6.98% | 11.89% | 9.62% | 11.83% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 65.54% | 67.56% | 78.65% | 78.44% | 82.81% |
| 净负债率 | 82.10% | 57.09% | 92.82% | 170.58% | 158.56% |
| 流动比率 | 1.12 | 1.09 | 1.11 | 1.10 | 1.10 |
| 速动比率 | 0.78 | 0.62 | 0.66 | 0.68 | 0.66 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 19.17 | 30.44 | 24.83 | 20.57 | 18.00 |
| 存货周转率 | 13.04 | 15.20 | 12.74 | 11.82 | 11.20 |
| 总资产周转率 | 2.56 | 3.97 | 4.08 | 3.82 | 3.69 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.20 | 0.29 | 0.47 | 0.66 | 0.86 |
| 每股经营现金流 | 2.01 | 1.52 | -4.25 | 1.70 | -3.53 |
| 每股净资产 | 4.14 | 4.59 | 6.17 | 6.76 | 7.48 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 41.84 | 28.34 | 17.58 | 12.50 | 9.61 |
| 市净率 | 2.00 | 1.81 | 1.34 | 1.23 | 1.11 |
| EV/EBITDA | 16.24 | 14.71 | 11.59 | 8.26 | 8.39 |
| EV/EBIT | 17.86 | 18.06 | 13.18 | 9.28 | 9.38 |

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 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518017 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-23913441 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |