

象屿股份 (600057)

收购象道物流 20%股权，进一步推动业绩增长！

事件：

公司公告，2月28日，公司与厦门五店港物流供应链有限公司签署《关于收购厦门象道物流有限公司20%股权的意向性协议》，拟以自有资金3个亿收购五店港物流所持有的象道物流的20%的股权，收购完成后，象屿股份持有象道物流的股权比例达到60%。通过此次收购，将进一步完善公司物流网点布局，形成从北到南、自东向西、从沿海到内陆的海运、河运、铁运、汽运多式联运物流服务体系，更好的实现公司供应链业务和物流业务的协同发展，进一步推动公司业绩增长！

资产优质且稀缺，业绩高增长低估值 (PB仅1.1，PE仅12，PEG不足0.5)

公司核心资产有二：一是由铁路专用线网络及T型水域（沿海+长江）构成的水陆联运物流体系；二是在黑龙江部署的粮食烘干、仓储、物流等供应链资产；两块资产具有稀缺性和独占性，且盈利能力强，但公司市净率仅1.1倍（对应17年配股后的净资产）！从利润来看，未来两年业绩增速超35%，对应18年市盈率仅12倍（国内供应链物流企业对应18年业绩平均估值21倍，国际大粮商邦吉和ADM估值中枢也超过17倍），PEG仅0.47（以17年估值计算），公司估值非常便宜！

象屿农产业绩有望反转，大粮商雏形已现！

2017年，公司与哈尔滨铁路局、沈阳铁路局、大连港深度合作，打通了从黑龙江粮食产地到南方销区的供应链体系，效率优势突出，根据我们此前深度报告的测算，其全链条（收潮粮-烘干-仓储-物流-分销）供应链成本较社会一般成本低80元/吨，盈利能力强！当前，临储退出对于玉米价格带来的风险基本出清，公司大举扩张粮食产业链业务，预计2018年粮食流通量达到600万吨（黑龙江粮食产量超过6000万吨，外运需求超过3000万吨），助推象屿农产业绩反转，未来，公司将继续扩大粮食供应链业务，并延长产业链，公司大粮商的雏形已经显现，空间广阔！

商业模式：“供应链管理+物流”——供应链物流服务商龙头崛起！

与建发股份（60%以上利润来自房地产）不同，公司是纯粹的供应链物流公司，且其打造的“供应链管理+物流”商业模式，能够实现供应链管理业务和物流业务的协同，效率高、盈利能力强，优于单纯的物流公司和单纯的供应链管理公司！供应链物流行业重回高增长（10%左右），叠加行业集中度快速提升，象屿作为龙头，规模优势和效率优势突出，大宗供应链业务高增长有保障！

给予“买入”评级：

假设公司在18年一季度完成象道物流股权的收购，则二季度到四季度象道物流贡献的归母净利润将大幅增加，因此我们将公司2017/2018/2019年的归母净利润由6.93/9.75/12.68亿元上调至6.93/10.17/13.12亿元，对应EPS为0.48/0.70/0.90元，维持18年20倍估值不变，目标价由13.4元上调至14元！

风险提示：大宗商品价格风险；业务整合风险；经营风险；收购进度不达预期。

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	204,230.01	263,170.01	329,603.77
增长率(%)	23.85	98.70	71.53	28.86	25.24
EBITDA(百万元)	1,409.92	1,402.97	2,285.24	3,508.90	4,439.08
净利润(百万元)	288.85	426.44	693.11	1,016.79	1,311.96
增长率(%)	1.89	47.63	62.53	46.70	29.03
EPS(元/股)	0.20	0.29	0.48	0.70	0.90
市盈率(P/E)	41.79	28.30	17.41	11.87	9.20
市净率(P/B)	2.00	1.80	1.10	1.01	0.92
市销率(P/S)	0.20	0.10	0.06	0.05	0.04
EV/EBITDA	16.24	14.71	11.23	9.08	6.31

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2018年03月02日

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	8.28元
目标价格	14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)	12,070.08
流通A股市值(百万元)	11,958.69
每股净资产(元)	5.98
资产负债率(%)	75.19
一年内最高/最低(元)	11.80/7.25

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	
黄盈	联系人
huangying1@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《象屿股份-公司深度研究:供应链物流服务商强势崛起！》 2018-02-23
- 2 《象屿股份-公司点评:业绩继续高增长，供应链龙头起飞！》 2018-01-19
- 3 《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



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,171.02	2,228.50	6,126.90	7,895.10	9,888.11	营业收入	59,923.31	119,066.86	204,230.01	263,170.01	329,603.77
应收账款	3,195.80	4,626.98	11,824.88	13,761.09	17,368.15	营业成本	57,639.18	115,023.10	198,919.76	255,663.08	320,221.19
预付账款	5,045.72	4,947.13	11,629.52	13,936.79	18,085.33	营业税金及附加	53.07	127.65	206.42	260.40	337.55
存货	5,651.61	10,011.66	22,036.52	26,255.40	31,562.32	营业费用	987.14	1,499.21	2,103.57	2,684.33	3,361.96
其他	2,475.40	1,567.12	2,127.68	1,976.67	2,498.37	管理费用	287.32	348.00	557.55	931.62	1,153.61
流动资产合计	18,539.56	23,381.39	53,745.50	63,825.05	79,402.28	财务费用	769.70	638.44	747.53	1,149.65	1,307.08
长期股权投资	837.37	1,184.94	1,784.94	1,784.94	1,784.94	资产减值损失	165.85	472.88	550.00	600.00	675.00
固定资产	3,400.33	4,882.28	6,374.98	7,742.08	9,038.83	公允价值变动收益	(75.67)	(324.51)	0.00	0.00	0.00
在建工程	555.39	525.57	375.34	315.20	339.12	投资净收益	567.50	(128.98)	109.72	110.00	130.00
无形资产	956.94	1,046.04	1,020.76	995.48	970.20	其他	(983.66)	906.98	(219.44)	(220.00)	(260.00)
其他	1,808.46	2,889.51	2,346.43	2,562.28	2,591.01	营业利润	512.88	504.08	1,254.90	1,990.94	2,677.38
非流动资产合计	7,558.49	10,528.34	11,902.45	13,399.99	14,724.09	营业外收入	79.43	320.51	110.00	130.00	145.00
资产总计	26,098.04	33,909.74	65,647.95	77,225.04	94,126.37	营业外支出	6.67	18.25	32.00	45.00	65.00
短期借款	8,478.95	7,118.73	14,127.93	20,425.34	21,837.60	利润总额	585.64	806.34	1,332.90	2,075.94	2,757.38
应付账款	3,166.77	5,739.10	14,815.94	16,786.86	23,774.49	所得税	123.23	133.20	266.58	435.95	606.62
其他	4,967.58	8,629.12	17,494.62	17,899.18	28,439.70	净利润	462.41	673.14	1,066.32	1,639.99	2,150.75
流动负债合计	16,613.30	21,486.96	46,438.49	55,111.38	74,051.80	少数股东损益	173.55	246.69	373.21	623.20	838.79
长期借款	165.00	720.17	3,167.88	4,430.43	326.41	归属于母公司净利润	288.85	426.44	693.11	1,016.79	1,311.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.20	0.29	0.48	0.70	0.90
其他	326.64	702.27	359.45	462.79	508.17						
非流动负债合计	491.64	1,422.44	3,527.33	4,893.22	834.58						
负债合计	17,104.93	22,909.40	49,965.82	60,004.60	74,886.37						
少数股东权益	2,956.05	4,310.64	4,683.85	5,307.04	6,145.84						
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	7,126.93	7,126.93	7,126.93						
留存收益	4,888.15	5,465.63	9,540.54	10,455.66	11,636.42						
其他	(3,528.57)	(3,622.51)	(7,126.93)	(7,126.93)	(7,126.93)						
股东权益合计	8,993.11	11,000.34	15,682.13	17,220.44	19,240.00						
负债和股东权益总	26,098.04	33,909.74	65,647.95	77,225.04	94,126.37						
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	462.41	673.14	693.11	1,016.79	1,311.96	成长能力					
折旧摊销	135.46	270.12	282.81	368.32	454.62	营业收入	23.85%	98.70%	71.53%	28.86%	25.24%
财务费用	604.57	494.15	747.53	1,149.65	1,307.08	营业利润	22.24%	-1.72%	148.95%	58.65%	34.48%
投资损失	(567.50)	128.98	(109.72)	(110.00)	(130.00)	归属于母公司净利润	1.89%	47.63%	62.53%	46.70%	29.03%
营运资金变动	(462.20)	2,437.80	(8,642.44)	(5,897.64)	3,966.55	获利能力					
其它	2,750.03	(1,782.64)	373.21	623.20	838.79	毛利率	3.81%	3.40%	2.60%	2.85%	2.85%
经营活动现金流	2,922.77	2,221.55	(6,655.50)	(2,849.69)	7,749.00	净利率	0.48%	0.36%	0.34%	0.39%	0.40%
资本支出	2,859.38	1,777.34	2,542.82	1,546.66	1,704.62	ROE	4.78%	6.37%	6.30%	8.53%	10.02%
长期投资	61.14	347.57	600.00	0.00	0.00	ROIC	9.39%	6.98%	11.55%	10.09%	9.80%
其他	(5,172.73)	(5,719.70)	(4,827.45)	(3,241.54)	(3,356.58)	偿债能力					
投资活动现金流	(2,252.21)	(3,594.79)	(1,684.63)	(1,694.87)	(1,651.97)	资产负债率	65.54%	67.56%	76.11%	77.70%	79.56%
债权融资	8,653.95	7,983.73	17,371.09	24,932.48	22,262.95	净负债率	82.10%	57.09%	80.97%	153.70%	141.25%
股权融资	1,210.11	(365.82)	2,948.86	(1,135.34)	(1,288.99)	流动比率	1.12	1.09	1.16	1.16	1.07
其他	(9,267.67)	(6,060.73)	(8,081.41)	(17,484.38)	(25,077.98)	速动比率	0.78	0.62	0.68	0.68	0.65
筹资活动现金流	596.39	1,557.18	12,238.54	6,312.76	(4,104.03)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	19.17	30.44	24.83	20.57	21.18
现金净增加额	1,266.95	183.94	3,898.40	1,768.20	1,993.01	存货周转率	13.04	15.20	12.75	10.90	11.40
						总资产周转率	2.56	3.97	4.10	3.68	3.85
每股指标(元)						每股指标(元)					
						每股收益	0.20	0.29	0.48	0.70	0.90
						每股经营现金流	2.01	1.52	-4.57	-1.95	5.32
						每股净资产	4.14	4.59	7.54	8.17	8.98
估值比率						估值比率					
						市盈率	41.79	28.30	17.41	11.87	9.20
						市净率	2.00	1.80	1.10	1.01	0.92
						EV/EBITDA	16.24	14.71	11.23	9.08	6.31
						EV/EBIT	17.86	18.06	12.81	10.14	7.03

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 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com