

象屿股份 股票代码：600057.SH

意向收购象道物流 20%股权实现控股，铁路物流网将与公司现有体系充分融合

事项：

2月28日，公司与厦门五店港物流签署意向收购协议，公司拟以自有资金收购其持有的象道物流20%。本次收购完成后，公司对象道物流的持股比例将从40%上升至60%。

主要观点

1、股权收购意向基本情况

标的公司：象道物流为公司参股公司，公司持股40%。汇聚公铁运输、多式联运、仓储配送、供应链金融等服务于一体的物流企业，主营铁路物流业务，服务产品内容主要包括铝产品、煤炭、建材、农副产品、钢材等。

收购内容：收购厦门五店港物流持有象道物流的20%（原持有60%），对应象道出资额3亿元。象道物流资产总额为35.3亿元，资产净额为15.81亿元，2017年8月正式运营，2017年8-12月营业收入8.08亿元，净利润0.81亿元。净利率为10%，预计ROE为12%左右。

收购对价、业绩承诺及补偿方式以随后签订的正式《股权转让协议》约定为准。

2、通过收购，公司快速获取核心资源、增厚利润

1) **象道物流具备稀缺的铁路物流资源和完善的大宗物流网络。**其拥有核心物流节点的铁路场站、专用线等资源（包括2万多个铁路自备箱、自备造箱能力6000个/年、累计近38公里的18多条铁路专用线、近530万平方米铁路集装箱堆场等、逾40万平方米周边仓储）。目前已在陕西咸阳、河南三门峡、河南巩义、江西八景、湖南澧县、青海湟源、云南昆明等地拥有全资子公司（分）公司，形成了覆盖河南、陕西、江西、青海、新疆、山西、贵阳、四川、广西、云南、福建等省市的大宗货物运输配送网络。

2) **从参股到控股，直接增厚公司利润水平。**假设象道物流2018年利润增速20%，则象道物流可在2018年实现归属净利2.34亿元，若公司持股60%，可贡献1.4亿元利润。

3、铁路运输大宗商品优势明显，公司多式联运物流体系初露雏形

大宗商品的运输呈现出长距离、大批量的特征。在长距离区域间集中大批量运输的过程中，铁路运输的效率及成本优势明显。根据《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》，我国铁路集装箱总量偏低，铁路集装箱运量仅占铁路货运量的5.4%，远低于发达国家铁路30%~40%水平，政策计划到2020年集装箱运量达到铁路货运量20%左右。

随着公司中西部业务不断拓展，且公铁、海铁多式联运的推广，构建铁路物流网络，进一步完善物流网点布局，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。

当前股价：8.28RMB

投资评级 推荐

评级变动 维持

华创证券研究所


证券分析师：吴一凡

执业编号：S0360516090002

电话：021-20572560

邮箱：wuyifan@hcyjs.com


联系人：刘阳

电话：021-20572578

邮箱：liuyang@hcyjs.com


联系人：肖伟

电话：021-20572557

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	145,774
流通A股/B股(万股)	144,429/-
资产负债率(%)	75.2
每股净资产(元)	6.2
市盈率(倍)	22.1
市净率(倍)	1.8
12个月内最高/最低价	11.18/7.25

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《象屿股份(600057)：“重”资产，长链条，善外延，供应链业务差异化发展战略渐清晰，强调“推荐”评级》

2017-10-12

4、铁路物流与公司大宗供应链可产生良好协同

- 1) 合资公司象道物流可得到公司原有客户资源、物流需求的导入，自身盈利能力增强。
- 2) 通过获取稀缺的场站、铁路专用线、业务线路、自备箱等铁路物流资源，公司可极大增强铁路物流能力，发送频率可精准规划，在运力紧张时可以保障运量，增强铁路物流的可获得性、便捷性、可控性，降低长距离的区域间集中大批量运输的成本。高效物流将增强公司大宗商品供应链的整体竞争力和盈利能力。
- 3) 大宗商品运输由于产地与消费地长距离错位，使得“多点对多点”式运输返程空载行驶情况较严重，造成极大效率损失，未来大范围物流资源整合成为必然趋势。公司供应链规模、品种快速扩张，有助于产生规模经济，降低单位物流成本。

5、公司供应链差异化发展路径清晰，农产与铁路物流发力在即

- 1) 大宗供应链市场份额有望持续上升。随着供给侧结构性改革不断深入，国内宏观经济整体企稳向好，大宗商品市场需求和活跃度不断提升。大宗商品供应链市场份额有望继续向资金实力雄厚、配套物流体系完善、供应链一体化服务能力强的龙头企业集中。
- 2) 公司农产业务有望迎来向上拐点。临储取消后，2017 年公司农产业务虽处于低谷，但仓储业务仍然贡献稳定收益。随着东北市场化空间逐步打开，公司全产业资源布局将有助于打通上下游，充分发挥规模优势，重塑新型种植农业模式，重启种植业务。外加燃料乙醇有望迎来突破，公司农产业务向上拐点可期。
- 3) 公司差异化发展路径渐清晰：“重”资产，长链条，在关键节点布局核心资源，符合我们提出的“核心资产具备议价权”的企业特征。随着公司不断做长供应链链条，资产投入形成业务壁垒，客户粘性不断增强，市场份额有望持续提升，农产业务和象道物流的拓展将提升整体盈利能力。

6、盈利预测及投资建议

- 1) 预计 2017~2019 年象屿股份实现归属净利分别为 7.1、9.8、12.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.49、0.67、0.83 元，对应 PE 分别为 17、12.3、9.9 倍。
- 2) 我们认为现代供应链是未来重点发展方向，公司差异化发展路径渐清晰：“重”资产，长链条，在关键节点布局核心资源。大宗供应链、农产品供应链和铁路集装箱物流有望相互协同，形成较强的竞争。并且未来农产业务或迎向上拐点，拓展空间或迎政策暖风，铁路物流发力在即，维持“推荐”评级。

催化剂：中央农村工作会议提出的乡村振兴战略，或将在土地改革、农业规模化经营、基础设施建设、三产融合等领域带来投资机会。

7. 风险提示：大宗商品价格波动、北粮南运量不及预期。

《象屿股份（600057）：三季报点评：归属净利同比增速 32%，看好未来供应链差异化发展路径，强调“推荐”评级》

2017-11-06

《象屿股份 2017 年业绩快报点评：全年增速 55%-75%，业绩略超预期，供应链差异化发展路径清晰》

2018-01-21

主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万)	119,067	203,592	256,204	307,173
同比增速(%)	98.7%	71.0%	25.8%	19.9%
净利润(百万)	426	710	983	1,213
同比增速(%)	47.6%	66.5%	38.5%	23.4%
每股盈利(元)	0.29	0.49	0.67	0.83

市盈率(倍)	28	17.0	12.3	9.9
--------	----	------	------	-----

资料来源：公司公告，华创证券研究所预测

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,228	-68	-3,669	-5,737
应收票据	113	113	113	113
应收账款	2,812	4,809	6,051	7,255
预付账款	4,947	8,557	10,757	12,899
存货	10,012	17,316	21,769	26,105
其他流动资产	3,083	3,083	3,083	3,083
流动资产合计	23,196	33,810	38,103	43,718
其他长期投资	1,516	1,516	1,516	1,516
长期股权投资	1,185	1,185	1,185	1,185
固定资产	4,882	8,012	10,894	13,547
在建工程	526	526	526	526
无形资产	1,046	1,046	1,046	1,046
其他非流动资产	1,374	1,374	1,374	1,374
非流动资产合计	10,528	13,658	16,540	19,193
资产合计	33,724	47,468	54,643	62,911
短期借款	7,119	10,119	12,419	15,419
应付票据	3,221	3,221	3,221	3,221
应付账款	3,693	6,387	8,029	9,629
预收款项	2,934	5,017	6,314	7,570
其他应付款	2,046	2,046	2,046	2,046
一年内到期的非流动负债	145	4,648	4,648	4,648
其他流动负债	1,791	1,791	1,791	1,791
流动负债合计	20,949	33,229	38,468	44,324
长期借款	1,198	1,498	1,728	2,048
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	576	576	576	576
非流动负债合计	1,775	2,075	2,305	2,625
负债合计	22,724	35,304	40,773	46,948
归属母公司所有者权益	6,690	7,400	8,383	9,596
少数股东权益	4,311	4,765	5,488	6,367
所有者权益合计	11,000	12,164	13,871	15,963
负债和股东权益	33,724	47,468	54,643	62,911

现金流量表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3,050	-6,012	-2,043	-1,330
现金收益	2,206	2,282	3,073	3,698
存货影响	-4,360	-7,305	-4,452	-4,337
经营性应收影响	-752	-5,956	-3,793	-3,738
经营性应付影响	5,010	4,777	2,939	2,856
其他影响	946	190	190	190
投资活动现金流	-3,693	-3,328	-3,268	-3,188
资本支出	-1,811	-3,518	-3,518	-3,518
股权投资	-477	-260	-400	-450
其他长期资产变化	-1,406	450	650	780
融资活动现金流	834	7,043	1,710	2,450
借款增加	-192	7,803	2,530	3,320
财务费用	-638	-760	-820	-870
股东融资	1,334	0	0	0
其他长期负债变化	331	0	0	0

资料来源：公司公告、华创证券研究所

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	119,067	203,592	256,204	307,173
营业成本	115,023	198,945	250,097	299,919
营业税金及附加	128	218	275	329
销售费用	1,499	1,629	2,178	2,611
管理费用	348	407	487	584
财务费用	638	760	820	870
资产减值损失	473	350	350	391
公允价值变动收益	-325	450	650	780
投资收益	-129	-260	-400	-450
营业利润	504	1,473	2,248	2,799
营业外收入	321	200	200	200
营业外支出	18	10	10	10
利润总额	806	1,663	2,438	2,989
所得税	133	499	731	897
净利润	673	1,164	1,707	2,092
少数股东损益	247	454	723	879
归属母公司净利润	426	710	983	1,213
NOPLAT	1,448	1,675	2,218	2,611
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.49	0.67	0.83

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	98.7%	71.0%	25.8%	19.9%
EBIT 增长率	116.3%	15.6%	32.4%	17.7%
归母净利润增长率	47.6%	66.5%	38.5%	23.4%
获利能力				
毛利率	3.4%	2.3%	2.4%	2.4%
净利率	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
ROE	6.4%	9.6%	11.7%	12.6%
ROIC	8.6%	6.5%	7.4%	7.4%
偿债能力				
资产负债率	67.4%	74.4%	74.6%	74.6%
债务权益比	82.2%	138.5%	139.7%	142.2%
流动比率	110.7%	101.7%	99.1%	98.6%
速动比率	62.9%	49.6%	42.5%	39.7%
营运能力				
总资产周转率	3.5	4.3	4.7	4.9
应收帐款周转天数	9	9	9	9
应付帐款周转天数	12	12	12	12
存货周转天数	31	31	31	31
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.49	0.67	0.83
每股经营现金流	2.09	-4.12	-1.40	-0.91
每股净资产	4.59	5.08	5.75	6.58
估值比率				
P/E	28	17.0	12.3	9.9
P/B	2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9	8	6	5

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

助理研究员：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	资深销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编:100033 传真:010-66500801 会议室:010-66500900	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编:518034 传真:0755-82027731 会议室:0755-82828562	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 邮编:200120 传真:021-50581170 会议室:021-20572500