

厦门象屿 (600057)

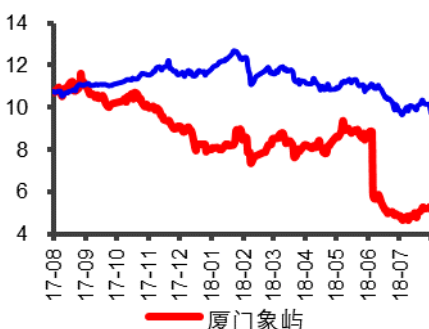
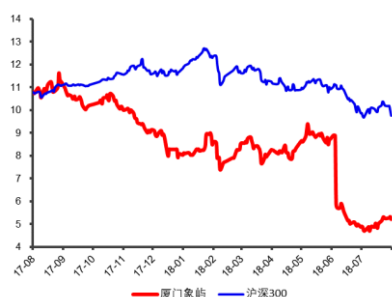
目标价：9.6

前一收盘：5.11

农林牧渔

厦门象屿：“贸易+物流”双轮驱动，高速成长的供应链服务龙头

走势比较



报告摘要

1.布局核心物流资源，业绩持续高增长。东部地区、沿海港口及长江T型水域获取仓库、堆场等物流资源，在重要经济带建设专业物流园区；在粮食产区、港区、销区建设物流基地，建设北粮南运物流体系；中、西部地区大宗商品集散区域布局铁路枢纽沿线的货场物流资源，构建铁路物流网络。公司5年营收CAGR54.80%，2018年5月收购象道物流20%股权，随着象道物流货运产能进一步释放，我们预计象道物流2018年净利润2.5亿，贡献归母净利润1.5亿（以60%股权计）。

股票数据

总股本/流通(百万股): 2157.45

总市值/流通(百万元): 11024.59

12 个月最高/最低(元): 11.22/4.58

相关研究报告：

江华公长陈，国林

E-MAIL: chengjiahua@tpsec.com

执业资格证书编号: S1100518040002

郑如明，王松青

E-MAIL: zhengruming@tpsec.com

2. 后临储时代，北粮南运业务发力。玉米临储政策废除后，公司未来农产品供应链主要受益于北粮南运的流通量增大，公司凭借强大的物流网络以较低成本实现利润增厚。上游在黑龙江产区进行粮食收储业务，通过北粮南运销区网络与下游数十家饲料集团和深加工厂连接。2018 年公司粮食产季加大收购力度，粮食采购供应与物流服务规模大幅增长，2018Q1 象屿农产营收、净利同比增长 202%和 197%，象屿农产成为公司全资子公司将增厚公司营收利润。

盈利预测

我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 10.44 亿/13.73 亿/17.00 亿，同比增长 45.66%/31.51%/23.81%，对应 EPS 为 0.48/0.63/0.78。基于公司完善物流网络短板，玉米业务规模放量，给予 2018 年 20 倍 PE，对应目标价 9.6 元。

风险提示

玉米价格大幅降低，粮食流通进展低于预期；大宗商品价格大幅下跌，公司大宗业绩规模不达预期；业务整合风险；贸易战进出口受较大影响，公司进出口业务有收缩风险。

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	203290	263700	355800	480400
同比增长	70.74%	29.72%	34.92%	35.02%
归母净利润(百万元)	714	1044	1373	1700
同比增长	67.51%	45.66%	31.51%	23.81%
EPS(元)	0.51	0.48	0.63	0.78
市盈率(倍)	16	11	8	6

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、业绩高歌猛进的供应链龙头	6
二、供应链管理多线并进	8
三、供应链管理+物流，业绩持续高增长	12
四、黑土地上的现代农业全产业链综合服务商	17
五、盈利预测	22
六、风险提示	23

图表目录

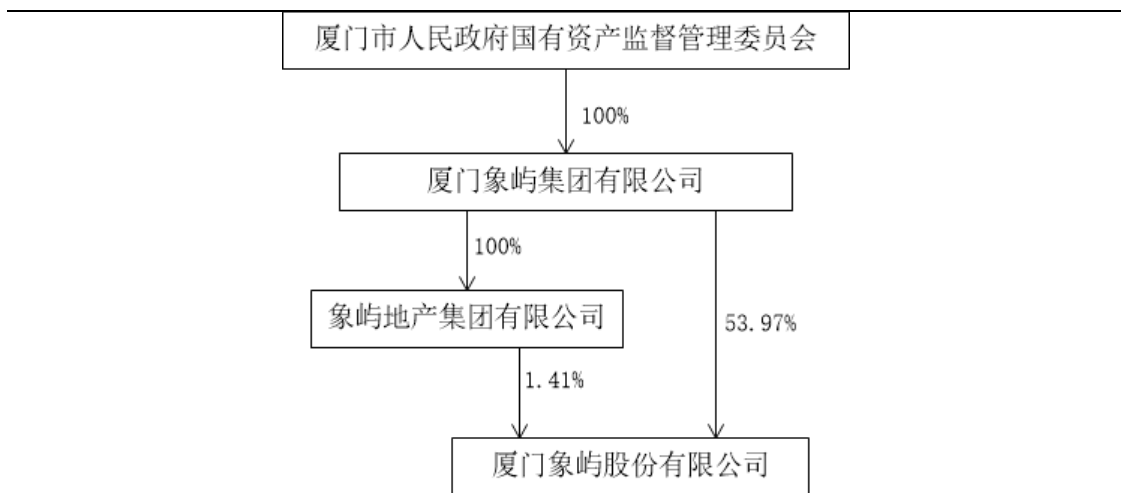
图表 1 公司股权结构图	6
图表 2 2013~2017 营收与同比增长	6
图表 3 2013~2017 归母净利及同比增长	6
图表 4 2013~2017 同行业公司营收同比增长	7
图表 5 2013~2017 同行业公司归母净利同比增长	7
图表 6 2015~2017 公司各供应链营收	7
图表 7 非农产品供应链营收贡献及净利率（%）	7
图表 8 象屿农产对公司营收和净利润贡献	8
图表 9 象屿农产和公司整体毛利率比较	8
图表 10 公司业务模式	9
图表 11 2013~2017 公司各主营业务营收占比情况	9
图表 12 2013~2017 公司各主营业务营收（亿元）	9
图表 13 2010 年大宗商品采购供应及综合物流营收构成	10
图表 14 公司大宗产品采购种类	10
图表 15 2015~2017 年公司供应链营收构成	11
图表 16 公司综合物流服务业务分解	11
图表 17 供应链管理在产业链条中的位置示意图	12
图表 18 公司物流设施功能及盈利方式	13
图表 19 2018Q1 同行业公司固定资产（亿元）	14
图表 20 2018Q1 同行业公司在建工程（亿元）	14
图表 21 2017 年公司核心物流网络体系	14
图表 22 厦门三家供应链管理公司存货周转率对比（%）	15
图表 23 同行业公司存货周转率比较（%）	15
图表 24 瑞茂通供应链各环节毛利率比较（%）	16
图表 25 普路通供应链各环节毛利率比较（%）	16
图表 26 厦门同行业公司供应链板块毛利率对比	16
图表 27 黑龙江是我国稻谷生产大省	17
图表 28 黑龙江是我国玉米生产大省	17
图表 29 黑龙江粮食物流体系缺陷	18
图表 30 公司农产品产业链逐步完善	18
图表 31 公司农产品供应链布局	19
图表 32 公司代收代储费用一览	20
图表 33 公司保管的国储粮库存（万吨）	21

图表 34 象屿农产营收及同比增长率	21
图表 36 公司农产品供应链示意图	21
图表 37 农产品供应链盈利预测	22
图表 38 非农产品供应链盈利预测	23
图表 39 公司主要财务指标	23

一、业绩高歌猛进的供应链龙头

2011 年夏新电子实行重大资产重组，向象屿集团发行股份购买资产，改名“象屿股份”，主营业务由电子产品制造转为供应链管理、投资、运营服务。公司实际控制人为厦门市国资委。

图表 1 公司股权结构图

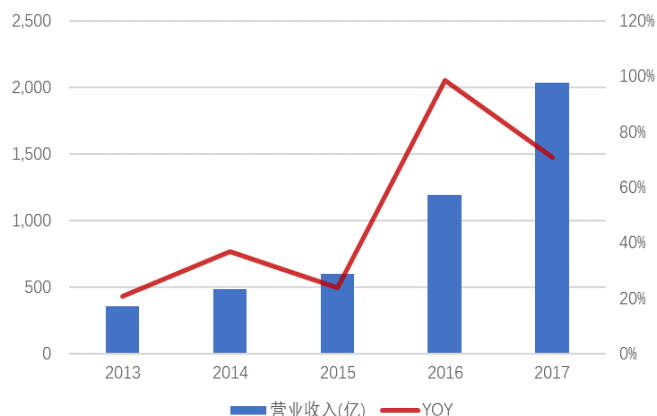


资料来源：公司年报，太平洋证券整理

业绩高速增长，同行业中业绩增速排名靠前。2013~2017 公司营收年复合增长率 54.80%，归母净利年复合增长率 31.20%。与供应链同行相比，近 3 年公司营收和归母净利增速排名靠前。2018 年增速更上一层楼，根据公司半年报业绩预告，2018H1 归母净利预计为 53500 万~59500 万，同比增长 80%~100%。

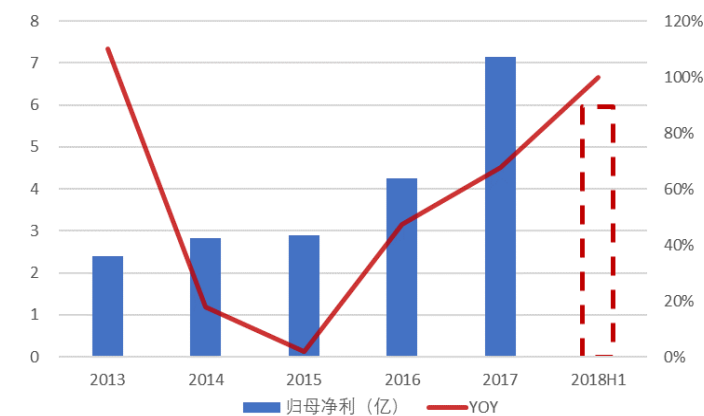
图表 2 2013~2017 营收与同比增长

图表 3 2013~2017 归母净利及同比增长



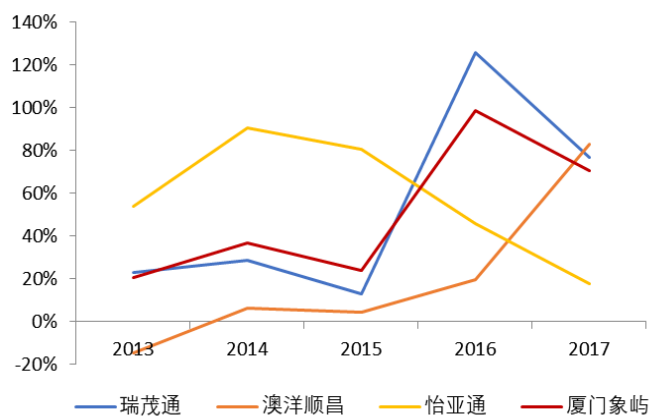
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4 2013~2017 同行业公司营收同比增长



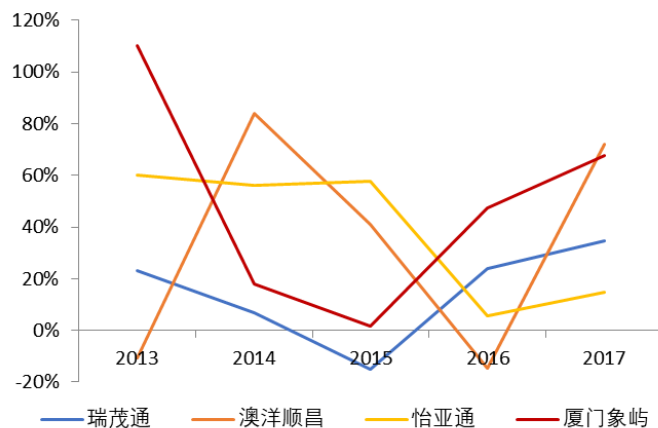
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 5 2013~2017 同行业公司归母净利润同比增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

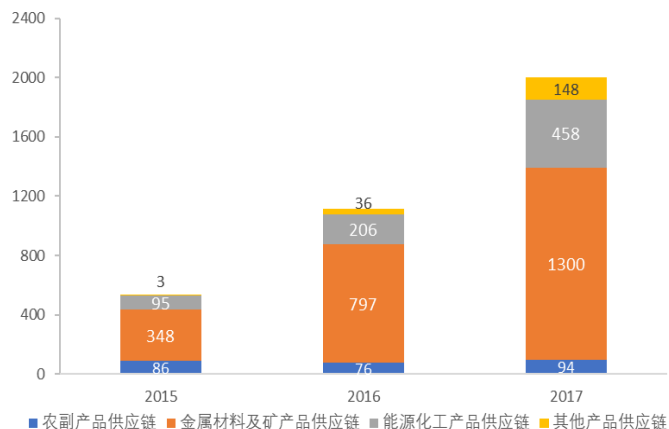
图表 6 2015~2017 公司各供应链营收



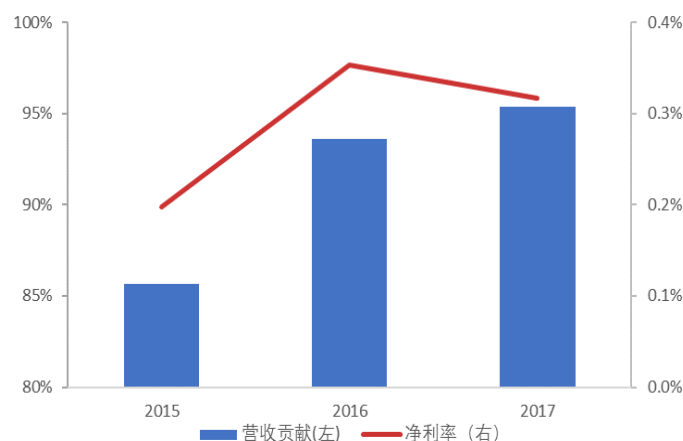
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 7 非农产品供应链营收贡献及净利率 (%)

非农产品供应链营收增速较快，是营收贡献的中流砥柱。公司非农产品供应链 2015~2017 营收 CAGR107%，占总营收的 90% 以上。政策粮收购仓储需要提前垫付资金，非农产品供应链的营收为农副产品供应链提供充足现金流。



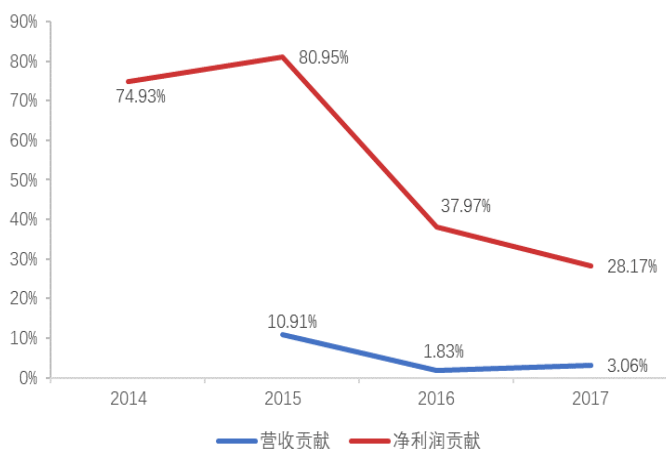
资料来源：公司公告，太平洋证券整理



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

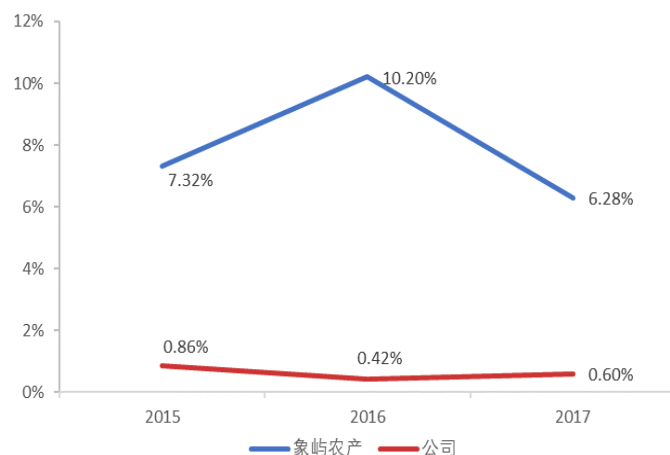
农副产品供应链盈利能力强，是净利润的重要来源。象屿农产是公司负责农副产品产业链运营的主要子公司，从经营利润率看，象屿农产经营利润率远高于公司整体经营利润率，盈利能力较强；从营收和利润贡献看，2015 年为公司贡献 80%净利润，取消玉米临储政策后，2017 年象屿农产仍以 3%的营收为公司贡献 28%净利润，成为重要的利润来源。

图表 8 象屿农产对公司营收和净利润贡献



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 9 象屿农产和公司整体毛利率比较

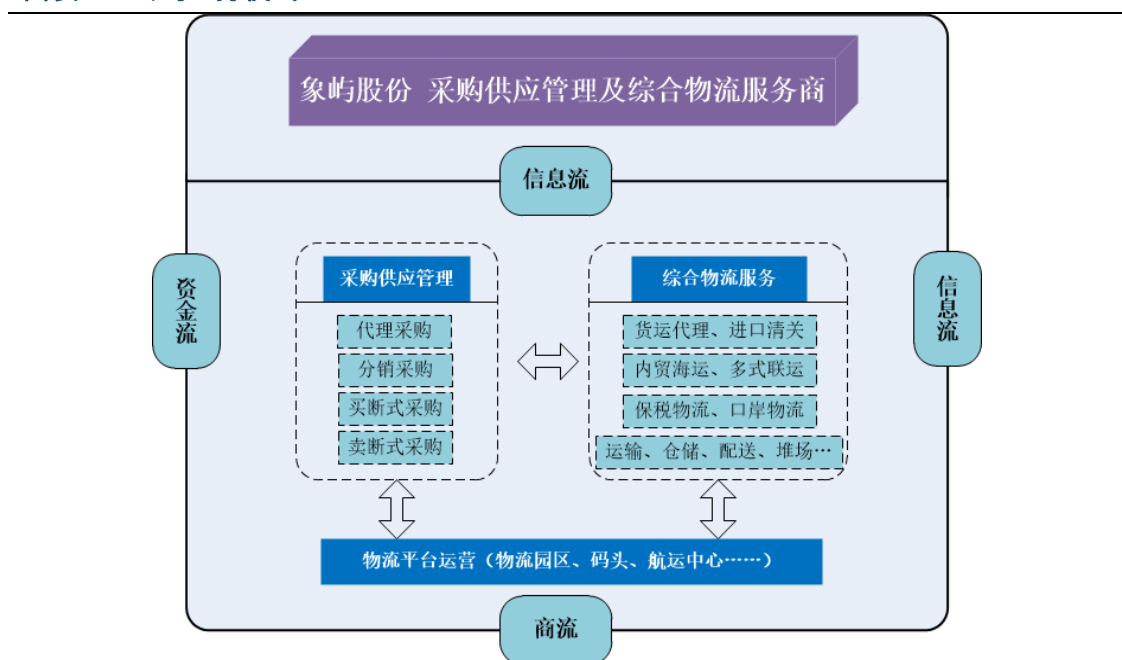


资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、供应链管理多线并进

公司从事的主要业务是供应链管理、投资、运营服务。公司服务于中国生产制造企业，为供应链条上的产业型客户和流通型客户提供从原辅材料到半成品直至产成品之间的采购、供应、分拨、配送等流通服务，针对性地设计供应链解决方案，获取服务收益。

图表 10 公司业务模式



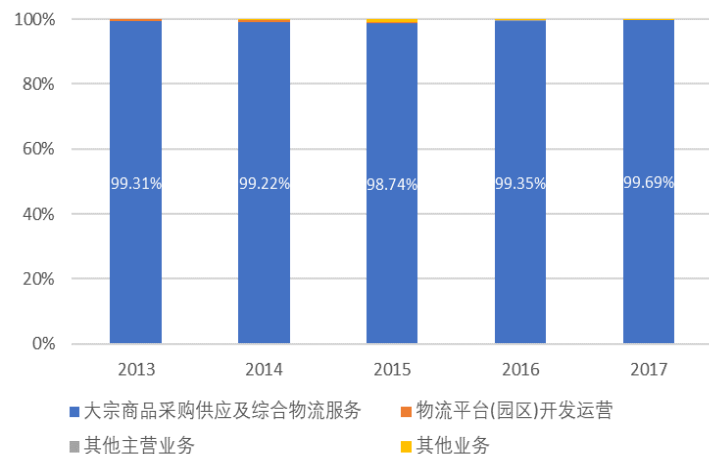
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(一) 大宗商品采购业务

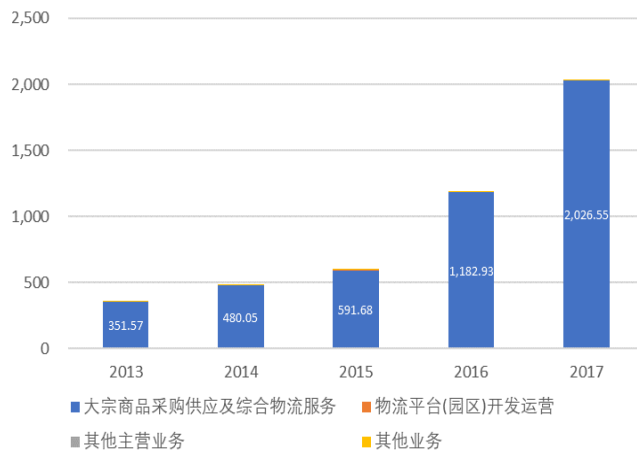
大宗商品采购及综合物流服务贡献 99% 营收，过去 5 年收入复合增长率 54.95%。根据公司公告披露，大宗商品采购供应为商品采购供应及物流服务板块贡献 95% 营收，约占当年总营收的 94%。

图表 11 2013~2017 公司各主营业务营收占比情况

图表 12 2013~2017 公司各主营业务营收 (亿元)

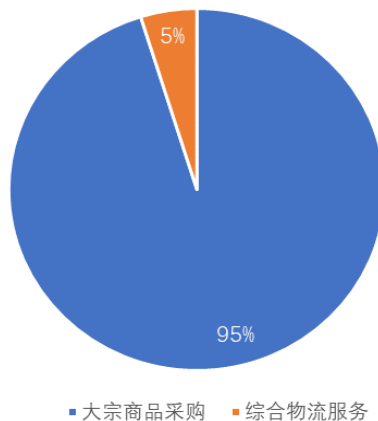


资料来源：WIND，太平洋证券整理



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 13 2010 年大宗商品采购供应及综合物流营收构成



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司大宗产品采购板块不断拓展经营范围，已逐步构筑起包含农副(林)产品、金属矿产品、能源化工产品三大核心产品，以及汽车、船舶、五金设备等其他产品在内的产品经营体系。

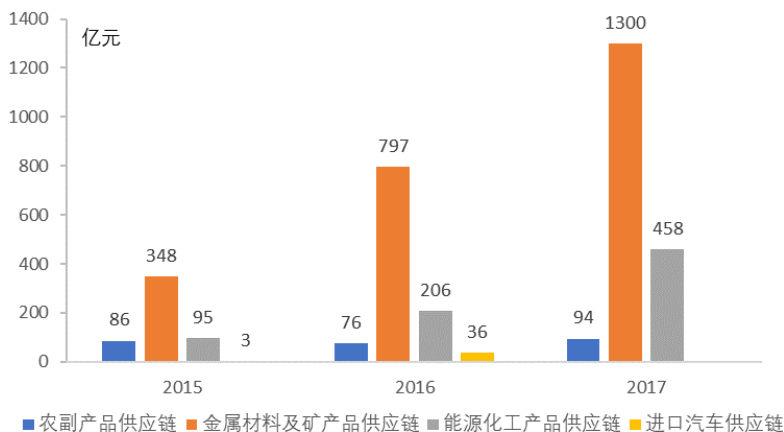
图表 14 公司大宗产品采购种类

塑料化工	塑料（PE、PP、PVC、PS、ABS、EVA、PA6、PA66）、化工（甲醇、甲苯、二甲苯、苯乙烯、纯苯）、聚酯原料（PTA、MEG）
农副产品	粮食谷物（大米、小麦、玉米、高粱、大麦、大豆等）、食品原料（油脂、白糖、奶粉等）、饲料原料（鱼粉、乳清粉、豆粕、菜粕、棕榈粕、玉米酒精粕等）
金属矿产	钢铁（长材、板材、型材）、有色金属（铜、铝、锌、镍、铬）、各类矿产（矿

	砂)、煤炭
林产品	辐射松、铁杉等原木、锯材和木浆
机电产品	汽车、船舶、工程机械

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 15 2015~2017 年公司供应链营收构成

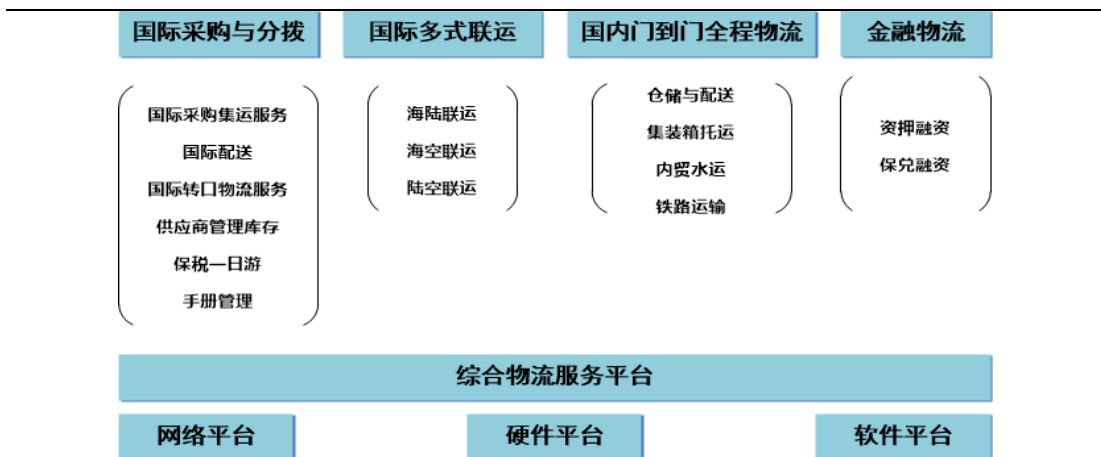


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 综合物流服务

综合物流服务主要经营国际海运、空运进出口代理、多式联运、进口清关、内贸海运、港口物流服务、保税物流、城市配送、城际运输等专业服务，并依托综合的物流服务能力 and 网络平台为客户提供一体化物流服务和供应链解决方案。

图表 16 公司综合物流服务业务分解



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

（三）物流平台

物流平台开发建设运营是指由公司开发、建设、经营的物流园区、港口码头、配送中心、国际航运中心、商贸物流中心等资源平台，平台可实现商流、物流、信息流和资金流的共享，聚合物流、贸易、制造企业，形成产业集群效应，整合社会物流资源，降低物流综合成本。

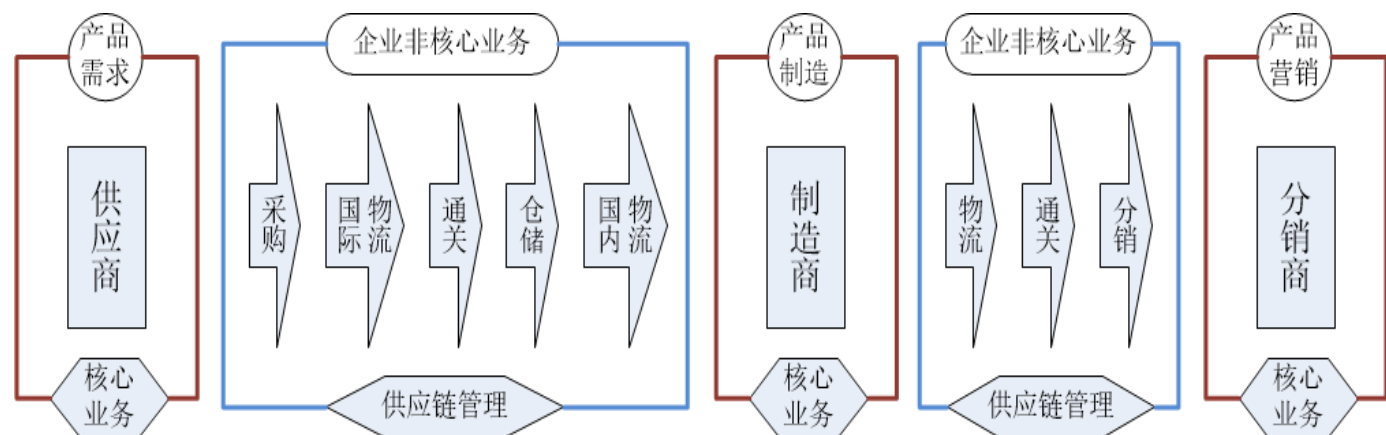
三、供应链管理+物流，业绩持续高增长

（一）行业背景

产业链再分工和整合是增强企业竞争力的必然要求。中国制造业被分配的加工制造环节是整条国际制造业产业链上附加值最低的环节，而高附加值的设计-采购-仓储-批发-零售环节基本上都由国外企业所控制，产业链大部分价值和利润也被这些企业瓜分。因此，从加工制造环节向产业上下游延伸，重新进行产业链再分工和整合是增强企业竞争力和增加产品附加值的必然选择。

供应链管理业务在产业链客户需求下应运而生。上游供应商的核心需求是及时销售，减少库存量，这些企业需要及时跟踪下游制造商需求和产品价格以及时调整供应量，因此供应链管理企业为上游供应商提供仓储物流服务以及帮助下游客户对接；制造商的需求是寻求上游供应商和下游分销商，寻找制造原料和产品销路，供应链管理企业为制造企业提供稳定合理的供货渠道以及快速高效的物流配送服务；对全产业链企业来说，供应链管理业务可让企业专注于采购-制造-销售核心业务环节，对于中间固定资产投入大的非核心业务如通关、仓储、物流等工作进行外包，可使制造企业更高效专注于主业。

图表 17 供应链管理在产业链条中的位置示意图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

物流外包是产业发展大势所趋。根据《2017 年全球物流市场发展现状和未来趋势报告》，物流服务 (3PL & 4PL) 行业 2016 年为 758.0 亿美元，预计到 2022 年将达到 9842.5 亿美元，2016 年至 2022 年之间的复合年均复合年增长率为 4.56%。美国使用第三方物流的企业比例约为 58%，第三方物流企业的收入为 1300 亿美元，58% 的欧美制造企业采用了物流外包的方式进行产业链分工协作。当前我国物流市场以企业自营物流为主，第三方物流占比较小，中国工业企业中，第三方物流仅分别占原材料物流和产成品物流的 19% 和 31%，而在商贸企业当中，第三方物流比例仅达 17%。因此供应链的流通环节，采购、物流、分销、供应链金融等业务将有极大的发展空间。

(二) 整合轻资产，持有重资产，把握物流关键节点

公司以轻资产整合为主、重资产持有为辅的方式，掌控商品流通关键物流节点，开展物流资源整合及物流网络建设。公司固定资产投资和在建工程排名靠前，在东部地区、沿海港口及长江 T 型水域获取仓库、堆场等物流资源，在重要经济带建设专业物流园区，在粮食产区、港区、销区建设物流基地，建设北粮南运物流体系；在中、西部地区大宗商品集散区域布局铁路枢纽沿线的货场物流资源，构建铁路物流网络。

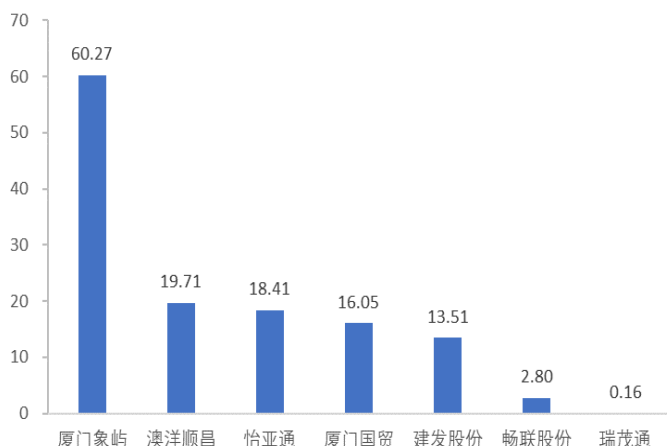
图 18 公司物流设施功能及盈利方式

物流设施	功能	盈利方式
物流园区	将仓储、堆场、配送、装卸、多式联运等物流功能集中	自营或出租开发的土地、仓库、堆场收入。

配送中心	成为货运集散平台，为货运企业提供更多商机；为大型超市、购物中心、大卖场、连锁便利店等客户提供分拣、配装、配送运输等服务	配送仓库、货运站租金收入；装卸、配送服务收入
码头	为客户提供进出口集装箱提运、放行、过磅、验关、转关、技术查验等业务。	装卸费收入、码头费收入、仓储收入等。
航运中心	集联检中心、象屿海关、象屿保税区各审批机构为企业一站式通关服务	租金

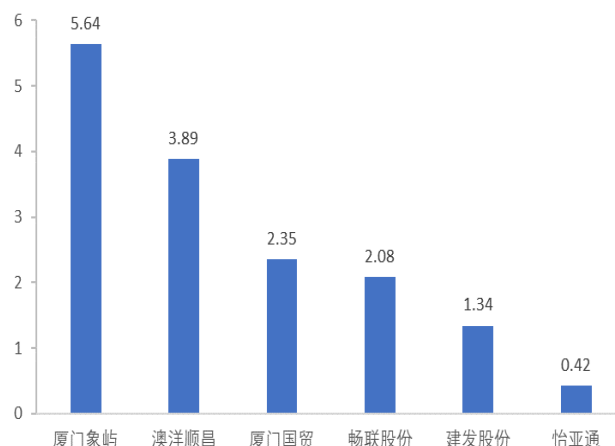
资料来源：公司公告 太平洋证券

图表 19 2018Q1 同行业公司固定资产（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 20 2018Q1 同行业公司在建工程（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2017 年，公司与最大的铁路货运民营公司北八道合作成立象道物流，将北八道核心的铁路专用线资产装进了象道物流，2018 年 5 月，公司收购象道物流 20% 股权，总共持有象道物流 60% 股权。至此，公司已构建公、铁、水多式联运物流体系，夯实供应链综合服务平台的物流服务能力。

图表 21 2017 年公司核心物流网络体系

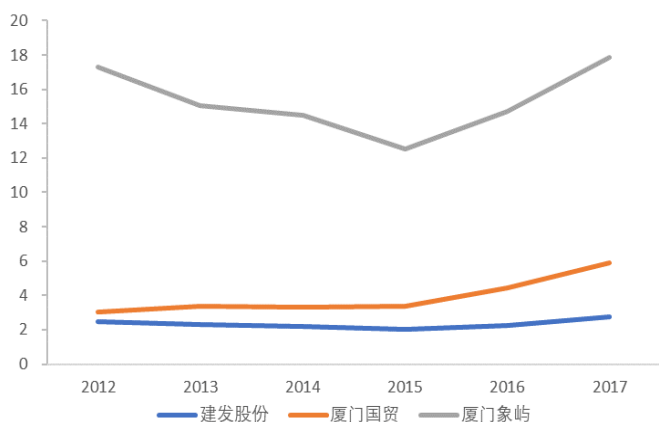
厦门象屿：“贸易+物流”双轮驱动，高速成长的供应链服务龙头

东部地区、沿海港口及长江T型水域物流资源	在主要口岸自营和包租管理（非粮食）仓库面积超过115万平方米，堆场面积28万平方米，具有每年120万吨的钢材开平纵剪加工及6万吨的化工熟料灌包加工服务能力
北粮南运物流体系	公司在黑龙江地区建设有9大粮食收购基地，经营和管理的粮食仓容约1500万吨，管理国储粮食库存总量达1300万吨，粮食收购基地配备烘干、铁路专用线等资源，整合粮食铁路运输车（箱）2700余个，在北方港区经营和管理近40万吨港区库容，南方港区经营和管理近20万吨港区库容，配载多家船公司20余条班轮航线资源
专业物流园区体系	在重点经济带经营的专业物流园区项目包括厦门国际航运中心、厦门象屿配送中心、象屿泉州公路港、厦门象屿五金机电物流集散中心、福州象屿物流园区、上海罗泾物流园区、天津象屿立业物流园区、象屿唐山正丰物流园区等
铁路物流资源	拥有遍布全国的40个业务网点，形成了覆盖陕西、河南、江西、湖南、青海、贵州、云南、山西、四川、广西、福建等省市的大宗货物运输配送网络

资料来源：公司公告 太平洋证券

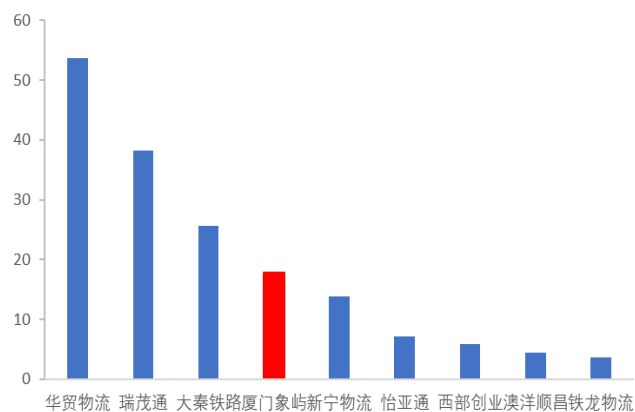
高存货周转得益于物流核心资源布局。厦门象屿、建发股份与厦门国贸同处厦门，在大宗商品采购和物流业务类别上有许多相似之处。厦门三家供应链管理公司相比，厦门象屿的存货周转率远高于厦门国贸和建发股份；与同行业其他供应链管理公司如怡亚通和澳洋顺昌、陆路物流运输如铁龙物流和大秦铁路、仓储上市公司如新宁物流相比，公司存货周转率处中游位置，说明凭借布局广泛的物流核心资源，公司周转效率提高，业务规模做大。

图表 22 厦门三家供应链管理公司存货周转率对比（%）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 23 同行业公司存货周转率比较（%）

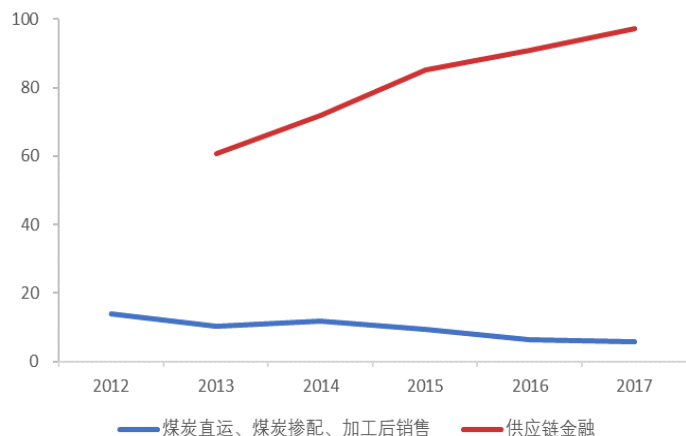


资料来源：WIND，太平洋证券整理

（三）产业链上下游广泛延伸，增加业务附加值

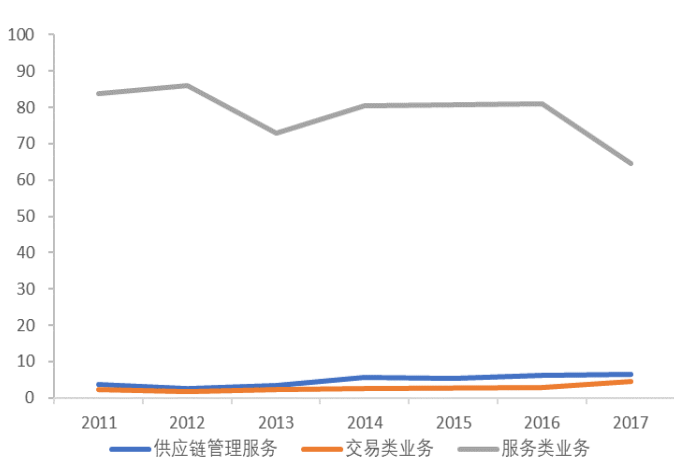
供应链上各环节毛利率差距巨大，贸易和物流毛利率较低。以普路通和瑞茂通供应链毛利率拆分可知，供应链服务和供应链金融的毛利率远高于物流、交易、贸易等环节，深度参与供应链各个环节业务可获得较高毛利。

图表 24 瑞茂通供应链各环节毛利率比较 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

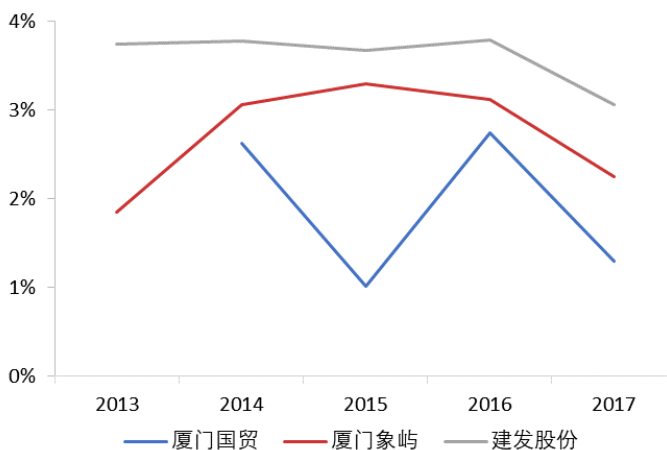
图表 25 普路通供应链各环节毛利率比较 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司当前业务主要集中在贸易和物流领域，通过加大对产业型客户的全流程供应链管理服务，在上游参与原料采购、下游参与销售成品，进一步提升产业链的参与程度；拓宽供应链管理业务范围，深度挖掘高毛利业务。

图表 26 厦门同行业公司供应链板块毛利率对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

四、黑土地上的现代农业全产业链综合服务商

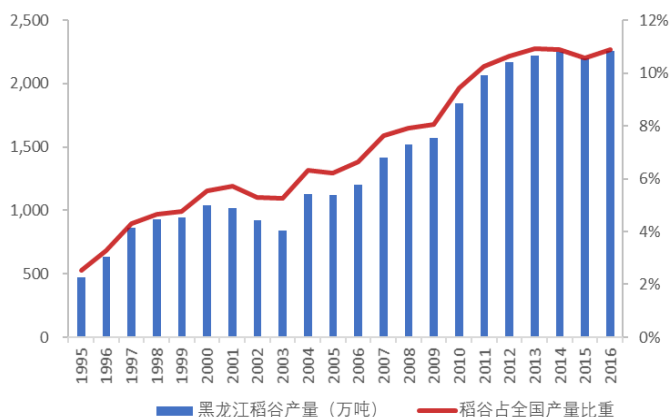
（一）行业背景

商品粮流通问题是制约农业发展和农村经济建设的重要问题。粮食流通与其他商品流通相比具有其特殊性，主要体现在量大面广等方面，在粮食安全的背景下发展粮物流是社会经济与农业发展的必然要求。

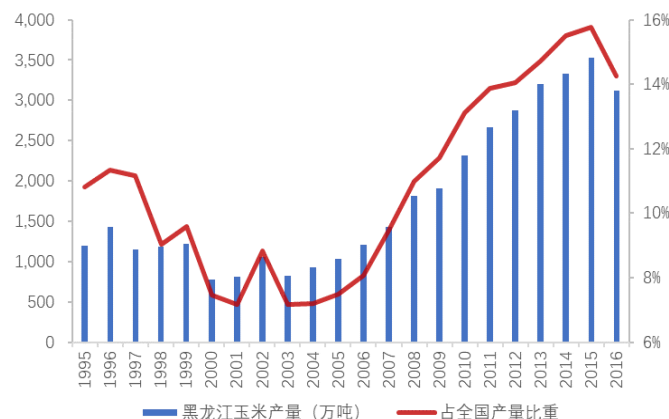
粮物流是维持粮食流通的重要支撑，是农业发展的前提条件，是城镇与农村的重要链接。高效的物流体系可以加快粮食的流通，促进农业发展，弥补传统农业发展弊端，将全国各地粮食产区与销区有效连接起来，缩短了城市与农村之间的距离。

黑龙江粮食产量大，粮物流体系落后，深加工能力弱。黑龙江省是我国传统的粮食生产大省，稻谷和玉米产量占全国总产量的 10% 以上，是我国粮食生产第一大省，也是玉米生产、购销、储存第一大省。但粮物流体系存在诸多问题，且本省深加工能力弱，省玉米深加工产能占全省玉米产量的 20%~30%。

图表 27 黑龙江是我国稻谷生产大省



图表 28 黑龙江是我国玉米生产大省



资料来源：WIND，太平洋证券整理

资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 29 黑龙江粮食物流体系缺陷

信息化程度低	黑龙江省的粮食物流体系，对于粮食的运输、生产等环节并没有实现大规模的信息化，信息无法快速有效传递，出现问题也无法快速解决
运输业相对滞后	黑龙江省位于我国最北部，其特殊的地理位置与环境风貌决定了黑龙江省粮食的运输只能靠公路运输一种方式。另外，在运输途中缺乏对粮食质量的有效保障也是制约其粮食物流建设和发展的重要因素。
储运基础设施落后	随着粮食连年增产，近年来黑龙江省面临仓容严重不足的问题。虽然为缓解当前巨大的仓储压力，黑龙江省已加大粮食仓储设施建设投资力度，但目前仍存在露天储粮比例较高，合格仓容严重不足的问题。
农业信息不畅	基本农业信息匮乏，信息网络不健全，广大农户不能根据市场变化及时做出调整。信息渠道的不畅通直接导致农业的发展失去了先进性，由于信息导向的不明确，导致粮食盲目流通。

资料来源：CNKI，太平洋证券整理

（二）打通粮食流通上中下游产业链

象屿股份 2011 年上市前从事大宗农产品贸易工作，品种主要是鱼粉、饲料级乳清粉、棕榈油/豆油、纸浆、天然橡胶。2013 年 9 月在黑龙江省设立象屿农产，深入粮食产区，正式进军粮食供应链业务。借助资本市场，公司已打通产业上中下游，形成“种植-仓储-流通-加工”产业链条。

图表 30 公司农产品产业链逐步完善

时间	事件
2013 年以前	从事大宗农产品贸易，品种为鱼粉、乳清粉、豆油、纸浆、橡胶等
2013 年 9 月	设立象屿农产
2014 年 4 月	收购鹏程物流，建立依安仓储物流基地
2014 年 5 月	设立综合销售平台大连象屿农产
2014 年 6 月	设立富锦象屿农产有限公司
2015 年 2 月	合资设立黑龙江象屿金谷农产有限公司，控股 65%

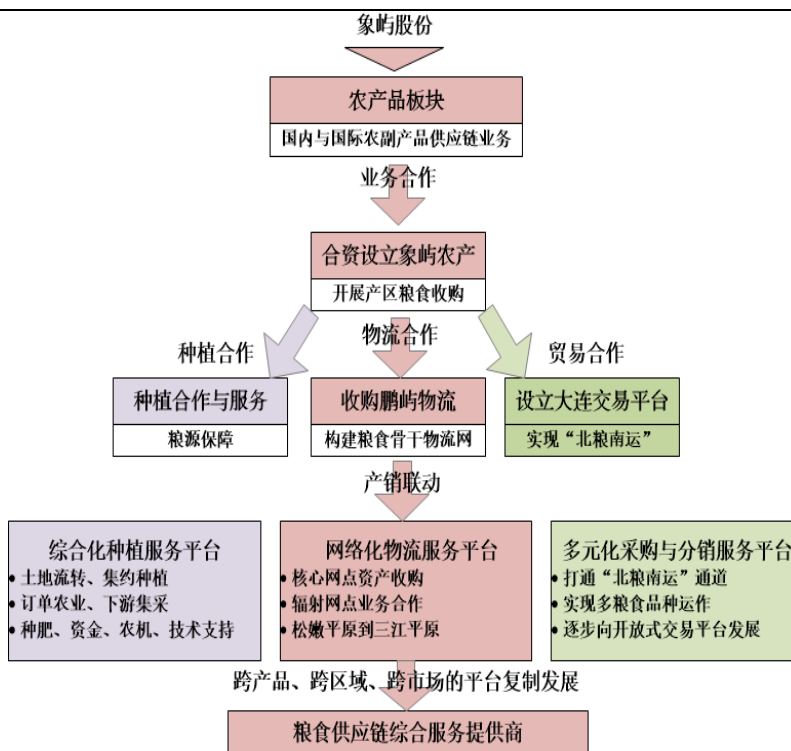
2015 年 5 月	拟非公开发行募资 15 亿元，用于富锦粮食仓储及物流项目
2015 年 10 月	建立绥化粮食仓储物流基地
2018 年 7 月	收购黑龙江象屿农业物产有限公司 20% 股权，公司将持有该公司 100% 股权

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

传统的粮食物流是通过相互分离的农户、收储企业、加工厂、零售商之间的层层转手来完成粮食生产到消费的全过程。为了解决传统渠道所存在的流通环节多、产销矛盾大、交易成本高等问题，部分企业开始尝试采取产销一体化的形式，将原来的市场交易关系内部化，对粮食生产基地、粮食物流中心与配送中心进行统一规划。

在粮食种植服务方面，公司为合作农户提供生产资料如种子、化肥、设备、资金、保险等支持；在物流方面，通过鹏屿物流构建粮食骨干物联网，构建网络化物流服务平台。在贸易方面，通过设立大连交易平台实现“北粮南运”。

图表 31 公司农产品供应链布局



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（二）政策性仓储逐渐退出，北粮南运发力

1. 临储时代

2004 年国家全面放开粮食购销市场后，随着粮食产量逐年增高，粮价下行压力较大。政府为了保障农民利益，增强种粮积极性，从 2005 年和 2006 年起对水稻和小麦实行最低收购价政策，从 2008 年起启动玉米临储政策。

临储时代，为中储粮进行代收代储业务所获得的财政补贴是公司的重要利润来源。根据财政部《关于批复最低收购价等中央政策性粮食库存保管费用补贴拨付方案的通知》和国家粮食局《关于 2015 年东北地区国家临时存储玉米收购有关问题的通知》，公司代收代储业务补贴主要分为烘干费、收购费和保管费。

图表 32 公司代收代储费用一览

烘干费	对实际水分含量高于标准规定的玉米，以标准中规定的指标为基础，每高 0.5 个百分点扣量 0.65%，并扣价 0.15% 作为烘干费。
收购费	国家临时存储玉米利息费用补贴包括贷款利息、保管费用等，由中央财政给予补贴。收购费用为 2.5 分/斤，简易和露天存储设施搭建补助费用标准为 3.5 分/斤，由收储库点全额包干使用，计入库存成本。
保管费	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆 15 省(区、市)每年每斤 4.3 分；安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、贵州、云南 8 省(市)每年每斤 4.7 分；上海、江苏、浙江、福建、广东、广西、海南 7 省(区、市)每年每斤 5.5 分；西藏自治区每年每斤 10 分。

资料来源：国家粮食局 太平洋证券整理

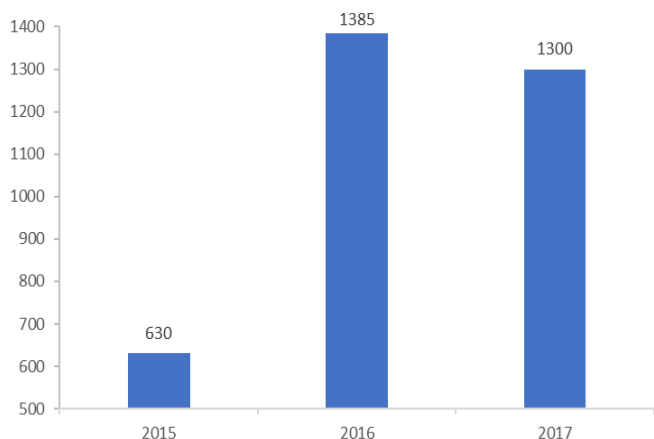
公司为中储粮进行代收代储业务获取补贴，一吨玉米的收购费用为 $0.025 \text{ 元} \times 2000 = 50 \text{ 元}$ ，露天存储设施搭建补助费用为 $0.035 \text{ 元} \times 2000 = 70 \text{ 元}$ ，东三省的保管费用每年每吨为 $0.043 \text{ 元} \times 20000 = 86 \text{ 元}$ ，此外还有部分烘干补贴。

2.后临储时代

2011年后玉米在内的国际农产品价格大幅跳水，而中国玉米收储价格却逐年提升，这让国内库存不断堆积，玉米出现严重供给过剩。2016年东三省玉米临储政策调整为“市场定价、价补分离”新机制，持续了8年的玉米临储政策结束。

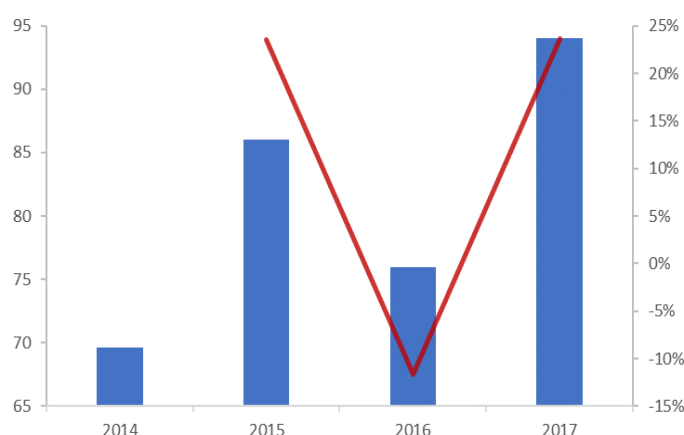
玉米后临储时代，公司政策性储粮规模缩减，北粮南运发力。公司保管的国储粮主要以玉米为主，2015~2016年公司保管的630万吨国储粮中80%为玉米，20%为水稻。2016年玉米临储政策取消，2017年国储粮库存量下降至1300万吨，但营收不降反增，说明公司北粮南运物流发力，创造新的营收点。

图表 33 公司保管的国储粮库存（万吨）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

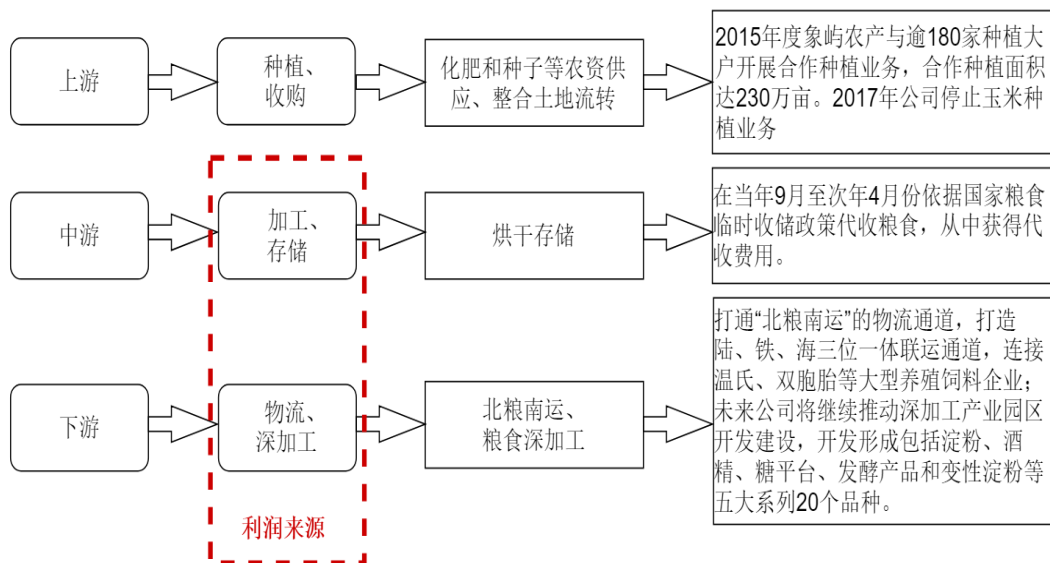
图表 34 象屿农产营收及同比增长率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

在粮食流通方面，公司与大连、锦州、深圳蛇口等11个主要港口建立陆、铁、海三位一体联运通道，打通“北粮南运”物流通道。销区网络以东北三省产区为基地，辐射至“长三角”、“珠三角”等地区，与国内正大、温氏、双胞胎等数十家饲料集团建立了稳固的战略合作关系，连续两年销售粮食均超过400万吨。

图表 35 公司农产品供应链示意图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

五、盈利预测

（一）农产品供应链盈利预测

玉米临储政策取消后，公司农产品供应链利润主要来自北粮南运的流通量增大，公司凭借强大的物流网络以较低成本实现供应链服务。政策粮规模逐渐收缩，市场粮的仓储和运输业务逐渐发力。

2018年7月13日，公司收购黑龙江象屿农产20%股权，收购完成后象屿农产成为公司全资子公司。公司2017-2018年粮食产季加大了粮食收购力度，粮食采购供应与物流服务规模大幅增长，同时国储业务库存量保持稳定。2018Q1象屿农产营收、净利分别较上年同期增长202%和197%，此次收购将进一步增厚公司2018年利润。

我们预测公司2018~2020年政策粮库存收缩至1200万吨、1100万吨、1000万吨，北粮南运业务规模增至600万吨、700万吨、800万吨。

图表 36 农产品供应链盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收（亿）	76	94	160	215	290
YOY	-11%	23%	70%	35%	35%

毛利率	10%	6%	9%	11%	11.5%
-----	-----	----	----	-----	-------

资料来源：公司公告 太平洋证券整理

（二）非农产品供应链盈利预测

公司大宗商品供应链受益于公、铁、海运物流网络的完善，同时加大对产业型客户的全流程供应链管理服务，参与原料选购和产品销售，随着对供应链服务的持续挖掘和探索，公司毛利率将稳步提升。

公司 2018 年 5 月收购象道物流 20% 股权，收购完成后持有象道物流 60% 股权。象道物流 2017 年 5 个月经营实现净利润 8300 万元，2018Q1 实现净利约 4500 万元。2017 年象道物流的产能尚未完全释放，仅有不到 30%。我们预计象道物流 2018 年净利润 2.5 亿，贡献归母净利润 1.5 亿。

图表 37 非农产品供应链盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收（亿）	1039	1906	2477	3343	4514
YOY	132%	83%	30%	35%	35%
毛利率	0.35%	0.32%	0.50%	0.80%	1.00%

资料来源：公司公告 太平洋证券整理

（三）公司主要财务指标

图表 38 公司主要财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	119066	203290	263700	355800	480400
增长率（%）	98.70%	70.74%	29.72%	34.92%	35.02%
归母净利（百万）	426	714	1044	1373	1700
增长率（%）	47.63%	67.51%	45.66%	31.51%	23.81%
EPS	0.36	0.51	0.48	0.63	0.78
PE	31	16	11	8	6

资料来源：公司公告 太平洋证券整理

我们预计公司 2018~2020 年归母净利分别为 10.44 亿/13.73 亿/17.00 亿，同比增长 45.66%/31.51%/23.81%，对应 EPS 为 0.48/0.63/0.78。基于公司完善物流网络短板，玉米业务规模放量，给予 2018 年 20 倍 PE，对应目标价 9.6 元。

六、风险提示

玉米价格大幅降低，粮食流通进展低于预期；大宗商品价格大幅下跌，公司大宗业绩规模不达预期；业务整合风险；贸易战进出口受较大影响，公司进出口业务有收缩风险。

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，三年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.co
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.c
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.co
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.co
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.co
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.co
广深销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.c
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.co
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	1856622325	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意