

公司点评 象屿股份 股票代码：600057.SH

年报点评：业绩增速 67.51%，供应链差异化发展路径清晰，农产与铁路物流融合发力

事项：

公司发布 2017 年报，实现营业收入 2033 亿元，同比增长 71%；实现归母净利润 7.14 亿元，同比增长 68%；EPS0.51 元，同比增长 45.71%。

主要观点

1. 公司公布 2017 年报

财务数据：实现营业收入 2033 亿元，同比增长 71%；实现归母净利润 7.14 亿元，同比增长 68%；EPS0.51 元，同比增长 45.71%。

分红情况：公司拟每 10 股转增 4.8 股，并 10 派 1 元，分红比例 20%

分季度看：Q4 提质增效

四季度单季实现营业收入 591.91 亿元，同比增长 48.1%，归属净利 2.19 亿元，同比大增 328.20%。公司四季度营收增长虽有所放缓，但毛利率同比提升 0.62pct。

期间费用率继续降低：

得益于公司规模效应增强、全程供应链模式的推广，公司三项费用率合计 1.68%，同比下降 0.61pct；销售费用率 1.17%，下降 0.13pct；管理费用率 0.20%，下降 0.12pct；财务费用率 0.31%，下降 0.36pct%。

2. 大宗供应链业务持续优化客户结构

1) 金属材料及矿产品供应链：

公司聚焦核心客户，嵌入物流服务带动业务向产业链上下游延伸，全年实现销量逾 7200 万吨，数量同比增长 42.89%，营收超过 1300 亿元，同比增长 63.11%，

其中有色金属和矿产品营收超过 360 亿元，增长近一倍；

铝产品板块业务实力进一步夯实，在全国市场的占有率进一步提升，成为全国前三大氧化铝供应链服务商。

唐山、天津的钢材物流园区保持领先的市场占有率，成为当地的龙头企业。

2) 能源化工产品供应链：

公司不断深耕重点市场和核心客户，加强与物流体系联动，全年销量接近 900 万吨，同比增长 113%，营收 458 亿元，同比增长 122%。

其中聚酯业务经营量稳居全国榜首。

当前股价：8.16RMB

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@hcys.com



联系人：刘阳

电话：021-20572578

邮箱：liuyang@hcys.com



联系人：肖祎

电话：021-20572557

邮箱：xiaoyi@hcys.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(%)	64.8
每股净资产(元)	7.5
市盈率(倍)	16.65
市净率(倍)	1.09
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 2017 年业绩快报点评：全年 55%-75%，业绩略超预期，供应链差异化发径清晰》

2018-01-21

其他产品供应链：公司进口汽车供应链大力推进欧洲、中东、北美、南美等地区车源的整合，业务规模同比增长 36%，全年进口量位居行业前列。

我们认为，随着供给侧结构性改革不断深入，大宗商品供应链市场份额有望持续向资金实力雄厚、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。公司或受益于此，不断提升市场占有率。

《象屿股份（600057）：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分融合》

2018-03-02

《象屿股份（600057）：一季报预增 52%-72%，拟 3.2 亿元收购象道物流 20% 股权，供应链差异化发展路径清晰，农产与铁路物流融合发力》

2018-04-15

3. 农产品供应链：全产业链布局迎突破，向上拐点已至

1) 国储粮保管服务贡献利润稳定剂，北粮南运迎突破。

2016 年玉米临储政策取消后，影响公司合作种植、合作收粮及贸易业务，但一方面公司接近 1300 万吨的国储粮，其库存保管 80 元/吨/年，年化贡献约 11 亿收入，这也是公司收购关键节点资源提供的稳定剂，

另一方面北粮南运业务实现突破，业务规模有较大增长，在北方三大港口（锦州、营口、大连港）的吞吐量均位居前列，农产实现约 2.8 亿利润。

2) 玉米市场化空间逐步打开，2017-2018 新粮季玉米业务大幅增长，全产业链布局的盈利能力正释放

此前报告中，我们分析象屿农产业务向上拐点将至，从一季度业绩预增公告看，玉米业务规模同比大幅提升，或意味着拐点已至。

临储取消后，东北粮食市场化空间正逐步打开。象屿农产作为唯一拥有覆盖产区、北方港区到南方销区全链条服务能力的粮商，覆盖全链条的重点节点，成本、效率竞争优势突出：

上游：在粮食产区富锦、依安、嫩江等主产区有仓储物流基地及自有铁路专用线及 K 车资源；

中游：运输环节，整合大连港、北良港、营口鲅鱼圈等北方粮食发运港部分仓储，同时整合了多家船公司 20 余条班轮航线资源；

下游：依托农副产品粮油业务供应链十多年的终端布局，加强了在南方销区华南华东节点泰州、南通、宁波、上海、厦门、广州等地物流资源和销售能力；

因公司全流程打通，公司在整个仓储、烘干、运输的流程可以顺畅，并且发挥规模优势。预计每吨外运粮食全程可节约 80-100 元成本。

粮食外运利润测算：2017-18 年新粮季预计收购 300-500 万吨，每吨贡献净利 15-25 元，则全环节预计可贡献净利润 1 亿左右。

粮食仓储利润测算：按照 1300 万吨国储粮计，预计可贡献约 2.6 亿元利润。

我们测算，2018 年农产业务合计净利润约 3.7 亿元

4. 象道物流：拟 3.2 亿元（低于评估价值）收购象道物流 20% 股权，对应 17 年年化利润估值为 8.1 倍，有望增厚业绩、实现控股、与供应链体系充分融合

1) 18Q1 象道物流利润贡献测算：17 年 8-12 月象道物流净利润为 0.81 亿

元，假设 18Q1 增速为 20%，则实现净利润为 0.59 亿元，按照公司目前持股 40%，可贡献利润 0.23 亿元。

2) 转让价对应 17 年 8.1 倍 PE, 0.94 倍 PB: 20% 股权协商转让价格为 3.16 亿元，意味着象道物流的整体估值为 15.81 亿元，按照 17 年 8-12 月利润年化 1.95 亿元，对应 PE 为 8.1 倍；同时 20% 股权评估价值为 3.347 亿元，公司收购价格对应评估价值的 94%。

3) 象道物流资产盘点：核心节点资产助于发展铁路集装箱及多式联运

象道物流在铝、煤炭等多行业的铁路物流拥有多年业务经验，依托完善的铁路物流服务网络，致力于以核心物流节点的铁路场站、专用线资源及专业的服务能力为基础，为广大客户提供个性化的大宗货物物流解决方案。公司于咸阳、三门峡、巩义、安阳、西宁、息烽等地布局有全资子公司，拥有遍布全国的 40 个业务网点。

截至评估基准日，厦门象道物流有限公司下有 8 家全资子公司、1 家分公司及 2 家托管公司。（8 家全资子公司：三门峡象道、陕西象道、高安象道、巩义市象道、青海象道、息烽象道、湖南象道、安阳象道；1 家昆明分公司；经营权托管的 2 家：贵阳象道、成都青白江象道）

大宗商品的运输呈现出长距离、大批量的特征，铁路运输的效率及成本优势明显。而铁路集装箱运输利于多种运输方式间的快速切换，可以开展多式联运。目前我国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，预计到 2020 年集装箱运量达到 20% 左右。

4) 铁路物流与公司大宗供应链可产生良好协同

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。

合资公司象道物流可通过公司原有客户资源、物流需求的导入，自身盈利能力增强。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。

而公司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，可增强铁路物流能力，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。

5. 盈利预测及投资建议：强调“推荐”评级

1) 我们预计 2018~2019 年象屿股份实现归属净利分别为 9.78、11.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.67、0.82 元，对应 PE 分别为 12、10 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，强调“推荐”评级。

3) 公司差异化发展路径渐清晰：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料将提升整体盈利能力。

6. 风险提示：大宗商品价格大幅波动、象道物流的收购进展不及预期

主要财务指标

	2017	2018E	2018E	2019E
主营收入(百万)	203,291	243,906	297,687	362,787
同比增速(%)	70.7%	20.0%	22.0%	21.9%
净利润(百万)	715	978	1,196	1,505
同比增速(%)	67.7%	36.8%	22.3%	25.8%
每股盈利(元)	0.49	0.67	0.82	1.03
市盈率(倍)	17	12	10	8

资料来源：公司公告，华创证券预测

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,830	9,617	12,127	11,485
应收票据	521	521	521	521
应收账款	2,585	3,102	3,786	4,613
预付账款	7,096	8,490	10,364	12,631
存货	12,196	14,592	17,812	21,709
其他流动资产	6,031	6,031	6,031	6,031
流动资产合计	33,259	42,354	50,641	56,990
其他长期投资	1,347	1,347	1,347	1,347
长期股权投资	1,918	1,918	1,918	1,918
固定资产	5,986	8,107	10,063	9,282
在建工程	667	667	667	667
无形资产	1,216	1,216	1,216	1,216
其他非流动资产	1,163	1,163	1,163	1,163
非流动资产合计	12,297	14,418	16,374	15,593
资产合计	45,556	56,772	67,015	72,583
短期借款	11,578	14,578	19,878	19,878
应付票据	3,212	3,212	3,212	3,212
应付账款	4,546	5,440	6,640	8,092
预收款项	5,120	6,143	7,497	9,137
其他应付款	489	489	489	489
一年内到期的非流动负债	253	4,648	4,648	4,648
其他流动负债	1,437	1,437	1,437	1,437
流动负债合计	26,636	35,947	43,802	46,894
长期借款	1,052	1,352	1,902	1,902
应付债券	994	994	994	994
其他非流动负债	833	952	833	833
非流动负债合计	2,878	3,178	3,490	3,370
负债合计	29,514	39,126	47,292	50,265
归属母公司所有者权益	10,946	11,924	13,120	14,626
少数股东权益	5,097	5,723	6,603	7,693
所有者权益合计	16,043	17,646	19,723	22,318
负债和股东权益	45,557	56,772	67,015	72,583

现金流量表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-5,251	298	101	128
现金收益	1,863	2,965	3,598	4,341
存货影响	-2,184	-2,397	-3,220	-3,897
经营性应收影响	-2,792	-2,261	-2,907	-3,483
经营性应付影响	1,473	1,916	2,555	3,092
其他影响	-3,611	75	75	75
投资活动现金流	-1,587	-2,396	-2,336	330
资本支出	-1,795	-2,586	-2,586	0
股权投资	-552	-260	-400	-450
其他长期资产变化	759	450	650	780
融资活动现金流	9,321	6,884	4,745	-1,100
借款增加	5,893	7,695	5,850	0
财务费用	-780	-930	-986	-1,100
股东融资	4,047	0	0	0
其他长期负债变化	161	119	-119	0

利润表

单位：百万元	2017	2018E	2018E	2019E
营业收入	203,291	243,906	297,687	362,787
营业成本	198,573	237,598	290,020	353,475
营业税金及附加	161	193	236	287
销售费用	2,340	2,439	2,977	3,628
管理费用	442	488	595	726
财务费用	780	930	986	1,100
资产减值损失	463	350	350	388
公允价值变动收益	380	450	650	780
投资收益	181	-260	-400	-450
营业利润	1,211	2,216	2,891	3,633
营业外收入	91	91	91	91
营业外支出	16	16	16	16
利润总额	1,286	2,291	2,966	3,708
所得税	291	687	890	1,112
少数股东损益	280	625	880	1,090
归属母公司净利润	715	978	1,196	1,505
NOPLAT	1,373	2,231	2,701	3,270
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.67	0.82	1.03

主要财务比率

	2017	2018E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	70.7%	20.0%	22.0%	21.9%
EBIT 增长率	-14.2%	79.6%	21.1%	21.1%
归属净利润增长率	67.7%	36.8%	22.3%	25.8%
获利能力				
毛利率	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%
净利率	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
ROE	6.5%	8.2%	9.1%	10.3%
ROIC	5.1%	6.2%	6.2%	7.1%
偿债能力				
资产负债率	64.8%	68.9%	70.6%	69.3%
债务权益比	91.7%	127.6%	143.3%	126.6%
流动比率	124.9%	117.8%	115.6%	121.5%
速动比率	79.1%	77.2%	74.9%	75.2%
营运能力				
总资产周转率	4.5	4.3	4.4	5.0
应收账款周转天数	5	5	5	5
应付账款周转天数	8	8	8	8
存货周转天数	22	22	22	22
每股指标(元)				
每股收益	0.49	0.67	0.82	1.03
每股经营现金流	-3.60	0.20	0.07	0.09
每股净资产	7.51	8.18	9.00	10.03
估值比率				
P/E	17	12	10	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	12	7	6	5

资料来源：公司报表、华创证券预测

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。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。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
	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
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
上海机构销售部	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
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@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