

增持 (维持)

厦门国贸 (600755)

规模增长、利润率提升，提高分红回报股东

2023年4月22日

市场数据

日期	2023/4/20
收盘价(元)	8.96
总股本(百万股)	2200.98
流通股本(百万股)	2030.06
净资产(百万元)	38066.10
总资产(百万元)	112896.56
每股净资产(元)	17.30

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《他山之石,可见一斑——海外供应链企业发展模式探究》2023-01-19

《含章未曜,履践致远——大宗供应链盈利模式解读》2022-12-16

《厦门国贸:光而不耀,静水流深》2022-11-29

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn
S0190515060003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn
S0190514070002

投资要点

事件: 厦门国贸发布 2022 年报: 2022 年公司实现营业收入 5219.18 亿元, 同比增长 12.30%; 归母净利润 35.89 亿元, 同比增长 4.41%, 2022 年基本 EPS 为 1.40 元/股 (扣除永续债利息影响)。2022 年公司每 10 股拟派发现金红利 6.5 元, 分红比例为 39.86%, 对应 2023 年 4 月 20 日收盘价 8.96 元, 股息率为 7.25%。

点评:

- **供应链管理业务营收稳步提升, 提质增效带来综合毛利率提升:** 2022 年, 供应链管理业务实现营业收入 5057.73 亿元, 同比增长 10.82%, 占公司全部营业收入的 96.91%; 实现进出口总额 174.81 亿美元; “一带一路”沿线贸易规模超 900 亿元, 同比增长超 17%。公司提质增效效果显著, 2022 年供应链管理业务结合期货套期保值损益后的毛利润为 77.58 亿元, 同比提升 33.23%; 综合毛利率为 1.49%, 同比增加 0.24 个百分点。
- **2022 年公司经营货量显著提升, 拓展新能源、消费品等新兴业务:** 主要品类中, 金属及金属矿产、能源化工与农林牧渔货量分别同比 +18.90%/+3.70%/+39.80%, 营收同比 -5.75%/+40.08%/+47.15%, 金属及金属矿产营收同比下滑可能系 2022 年铁矿石价格下滑影响。公司优势货种持续保持稳健增长, 同时积极开拓新货种, 具体来看, 2022 年铁矿经营货量超 8000 万吨, 同比增长超 20%; 钢材经营货量超 3000 万吨, 同比增长超 8%; 粮食谷物经营货量超 1200 万吨, 同比增长超 50%。铜矿、油品、饲料等品类经营货量增长超 100%, 新兴品类煤焦、硅锰、废钢、LPG 等已初具规模。
- **一体化项目增加, 助力公司延伸产业链, 提升利润率:** 公司继续推进供应链一体化项目的复制和优化升级, 协助产业客户实现降本增效, 与产业客户共享盈利, 为产业链上下游 8 万余家合作伙伴聚合纵横与多维的资源。2022 年公司新增供应链一体化项目 16 个, 在手供应链一体化项目实现营业收入 499.58 亿元, 同比增长超过 70%; 占供应链板块营收的 9.88%, 占比同比提升 3.55 pcts。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	521918	607727	704036	809641
同比增长	12.3%	16.4%	15.8%	15.0%
归母净利润(百万元)	3589	3106	3608	4092
同比增长	4.4%	-13.5%	16.2%	13.4%
毛利率	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%
ROE	11.9%	9.5%	10.2%	10.7%
每股收益(元)	1.63	1.41	1.64	1.86
市盈率	5.5	6.3	5.5	4.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

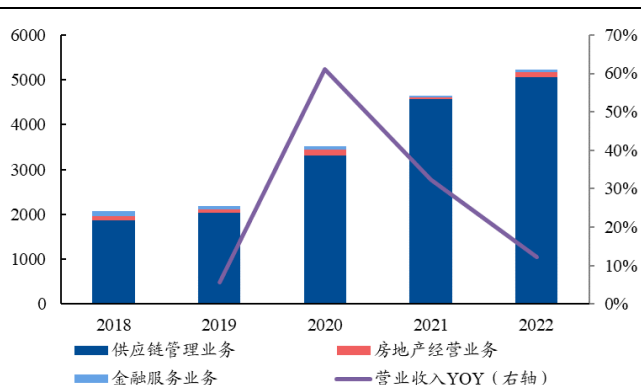
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **一体化综合金融服务协同发展，深化产融结合：**公司拥有期货、融资租赁、商业保理等子公司，参股证券、信托、银行等金融机构，深度挖掘产业客户需求，强化金融服务业务与供应链管理、健康科技业务的协同发展。2022年，金融服务业务内实现营业收入46.93亿元，同比增长6.61%，占公司全部营业收入的0.90%。公司于2022年12月经董事会审议拟将持有的国贸期货51%股权和启润资本25%股权转让给控股股东国贸控股，目前尚待证监会核准国贸期货股东变更事宜。公司未来可能剥离类金融板块，聚焦供应链主业。
- **剥离房地产业务，未来将聚焦供应链主业：**公司逐步退出房地产市场，2022年预收售房款较去年同期大幅下降，导致经营活动净现金流同比下滑95.53%。由于房地产项目建设周期较长，各项目开发周期差异导致各年度收入与利润水平出现波动。2022年，公司房地产板块实现营业收入114.52亿元，同比增长190.13%，大约贡献归母净利润10.75亿元。届此，公司存量房地产项目已结转完成，预计未来将不再涉及房地产业务，持续聚焦供应链主业。
- **数字引擎驱动，深化应用平台建设：**数字化已成为公司供应链综合服务能力中的重要组成部分。公司聚焦“3大护城河+2大新曲线+3大支撑力”的数字化转型目标蓝图，推进数字化风控平台、供应链金融数字业务平台、物流业务中台、大宗贸易集成系统等数字化项目建设。2022年，公司自主研发的数字化产品取得软件著作权21份，“国贸云链”覆盖客户近4000家，累计订单近5万笔，成交金额超200亿元。子公司厦门启润零碳数字科技有限公司重点研发“碳中和”整体方案，聚焦工厂、仓库、楼宇、运输四大场景，服务公司自身业务的同时，积极输出“碳中和”解决方案，赋能上下游企业，已在公司多个供应链一体化工厂项目开展业务。
- **分红率提升至39.86%，积极回报股东：**2022年，公司拟每10股派发现金红利6.50元（含税），现金分红比例为39.86%，较2021年的31.04%提升8.82pcts。
- **投资策略：**当前国内供应链服务行业集中度低，行业资源不断向龙头公司集中，未来规模效应将持续兑现；大宗供应链空间广阔，公司业务规模有望保持较快增速提升。公司已于2021年宣布逐步退出房地产行业，集中资源专注供应链管理业务，并持续通过“一体化”、合资公司模式不断将业务向产业链上下游延伸；在扩张国内业务的同时，也锚定海外市场，积极布局国际市场；公司大力推动数字化转型，科技赋能业务升级。此外，公司股权激励机制健全，业绩考核指标较高，有效助力公司业绩指标的达成。

综上，我们小幅提高盈利预测，预计厦门国贸2023-2025年将会实现归母净利润31.06亿元、36.08亿元、40.92亿元，EPS分别为1.41元、1.64元、1.86元；对应4月20日收盘价，PE为6.3X、5.5X、4.8X，对标可比公司存在提升空间；调整永续债后PB为0.8X、0.8X、0.7X，目前破净存在估值重塑空间。维持“增持”评级。

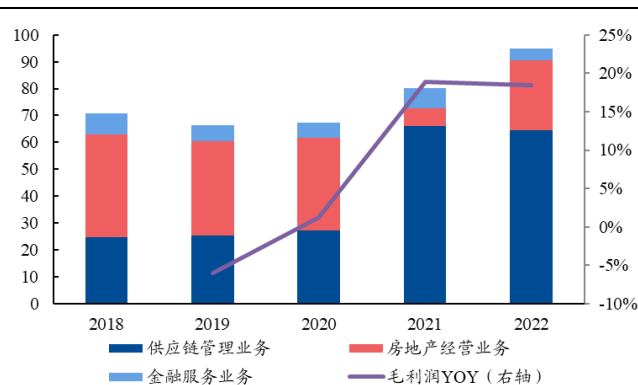
- **风险提示：**大宗商品价格剧烈波动，资产减值超出预期；宏观经济发展失速，供应链业务发展低于预期；道德风险带来危机事件。

图 1、2018-2022 年营业收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

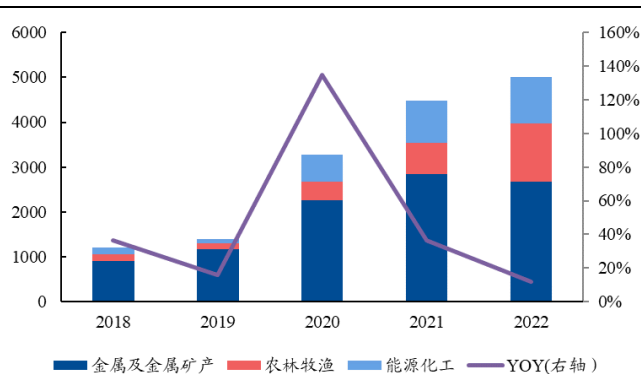
图 2、2018-2022 年毛利润构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

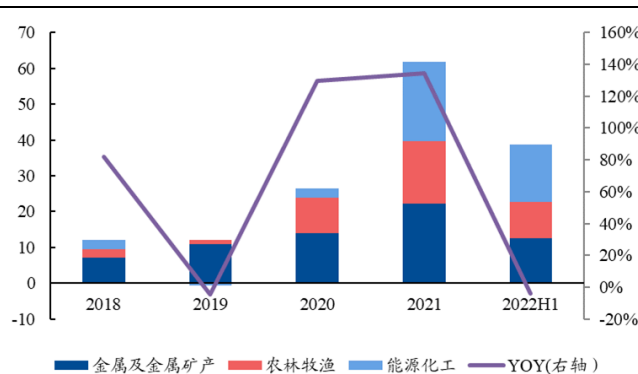
注: 供应链板块毛利未还原货套期保值损益, 与真实情况存在偏差。

图 3、2018-2022 年分货种营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2018-2022H1 分货种毛利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	93586	108322	117080	131746
货币资金	17852	14593	15044	15362
交易性金融资产	3056	3567	3518	3457
应收票据及应收账款	9459	8996	10848	12666
预付款项	21641	23024	27009	31339
存货	29266	45225	47313	54833
其他	12312	12918	13347	14089
非流动资产	19310	19405	18908	18621
长期股权投资	8077	8237	8103	8143
固定资产	4473	4347	4100	3772
在建工程	553	276	138	69
无形资产	303	374	457	547
商誉	1	1	1	1
长期待摊费用	33	29	25	21
其他	5870	6142	6084	6068
资产总计	112897	127727	135987	150367
流动负债	72984	84337	88847	99420
短期借款	14811	23021	23278	28270
应付票据及应付账款	25117	28,243	32,659	37,801
其他	33055	33073	32911	33348
非流动负债	1847	2251	2728	2739
长期借款	1199	1099	1099	1099
其他	647	1151	1629	1640
负债合计	74830	86588	91576	102159
股本	2201	2201	2201	2201
资本公积	4723	4723	4723	4723
未分配利润	13287	14840	17399	20279
少数股东权益	7848	8404	9095	9905
股东权益合计	38066	41140	44412	48208
负债及权益合计	112897	127727	135987	150367

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	3589	3106	3608	4092
折旧和摊销	313	401	418	427
资产减值准备	1168	800	6	86
资产处置损失	-32	-71	-73	-65
公允价值变动损失	509	-250	-250	200
财务费用	1387	1267	1444	1600
投资损失	-1781	-600	-500	-320
少数股东损益	926	556	690	810
营运资金的变动	-6140	-17413	-3573	-8968
经营活动产生现金流量	352	-10748	1292	-1972
投资活动产生现金流量	-1048	-460	946	165
融资活动产生现金流量	7001	7949	-1787	2125
现金净变动	6349	-3259	451	318
现金的期初余额	7450	17852	14593	15044
现金的期末余额	13799	14593	15044	15362

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	521918	607727	704036	809641
营业成本	512432	598240	692912	796282
税金及附加	436	594	617	731
销售费用	2282	2781	3189	3658
管理费用	376	427	493	570
研发费用	5	0	0	0
财务费用	1084	1267	1444	1600
其他收益	440	342	366	370
投资收益	1781	600	500	320
公允价值变动收益	-509	250	250	-200
信用减值损失	-288	-259	-271	-270
资产减值损失	-1168	-766	-837	-868
资产处置收益	32	71	73	65
营业利润	5591	4657	5461	6217
营业外收入	203	137	152	156
营业外支出	115	70	78	81
利润总额	5679	4724	5536	6291
所得税	1164	1062	1238	1389
净利润	4515	3662	4298	4902
少数股东损益	926	556	690	810
归属母公司净利润	3589	3106	3608	4092
BPS(元)	1.63	1.41	1.64	1.86

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	12.3%	16.4%	15.8%	15.0%
营业利润增长率	11.2%	-16.7%	17.3%	13.8%
归母净利润增长率	4.4%	-13.5%	16.2%	13.4%
盈利能力				
毛利率	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%
归母净利率	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
ROE	11.9%	9.5%	10.2%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	66.3%	67.8%	67.3%	67.9%
流动比率	1.28	1.28	1.32	1.33
速动比率	0.88	0.75	0.79	0.77
营运能力				
资产周转率	495.5%	505.1%	533.9%	565.5%
应收帐款周转率	6765.6%	6584.7%	6897.3%	6753.5%
存货周转率	1672.1%	1591.1%	1482.6%	1543.7%
每股资料(元)				
每股收益	1.63	1.41	1.64	1.86
每股经营现金	0.16	-4.88	0.59	-0.90
每股净资产	13.73	14.87	16.05	17.40
估值比率(倍)				
PE	5.5	6.3	5.5	4.8
PB	0.7	0.8	0.8	0.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn