

证券研究报告

物流Ⅲ



分析师 王爽
021-38565912
wangsh@xyzq.com.cn
SAC:S0190511030003

无评级

象屿股份（600057）调研纪要

分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC:S0190511020002

创造流通价值，服务企业成长

联系人：龚里
021-38565596
gongli@xyzq.com.cn

2011年9月11日

会议时间：2011年9月9日

出席高管：董事长王龙雏；总经理邓启东；副总经理、财务负责人齐卫东；董事会秘书吕东等

综合判断：我们与公司主要负责人进行了访谈，并实地参观了公司的保税仓库和码头。公司管理层较强的业务能力以及对资本市场的热情给我们留下深刻印象。由于公司刚刚借壳上市，我们对公司的财务数据以及业务的了解有限，并且公司自09年4月29日停牌至11年8月29日，市场可能存在炒作因素，我们对公司暂无评级。

Q：请问公司是如何发展壮大的？

A：象屿集团成立于1995年，系由原厦门市土地开发总公司、象屿保税区管理委员会直属企业为基础组建而成的国有独资企业。最早从事土地收储开发，之后承接开发象屿保税区。成立象屿集团的任务是作为一个融资主体，开发象屿保税区。

一开始公司资本金很小，按照土地的蓝线图做基础开发，象屿集团作为保税区开发商和全国各类保税区开发主体一样，除了融资、基础建设之外还需为园区内的企业提供服务。但象屿保税区和其他各地的保税区不同的是，它的政策优势并不突出，因为当时三资企业厦门的任何一个地方都可以享受政策优惠，并不一定要进保税区。并且保税区地处港口，土地面积小，地价很高。在这种情况下，象屿集团开拓创新，把对保税区内企业的服务放在第一位。集团除了把企业引进来之外，还为企业成长做服务，建设仓储，购买拖车，设立报关行、贸易公司，为受限制的中小企业提供贸易、开证等服务。当时因为基础能力很差，周边的市场没有形成，加上开发的任务很重，因此集团就形成了比较谨慎的，以服务为主的，能够全面面对市场竞争的文化。

在前十年中，集团平均增长率在30%以上。十一五之前，集团决定在十一五期间将主营业务集中在与物流相关的业务上，形成比较先进的服务模式。通过五年的努力，公司目前基本上形成了贸易和物流相互协调的业务格局。

这五年公司的成长更快，这与我们独特的模式有关系。公司作为流通服务商，与一般贸易企业有不同的业态。公司大宗生产资料采购供应是整个供应链的龙头，通过我们的公共物流平台实现物流能力的集约

化，综合物流通过我们平台的物流能力对大宗商品形成采购能力，和普通物流平台相比，公司物流平台能更好地发挥。我们的配送中心是一个开放式的平台，聚集 200 多家运输企业形成厦门通向全国 95% 的公路线路。我们运用了运力联盟，把口岸进来的货，迅速地进行配送。这个平台内可以实现运力交易（换货），无形之间提升了配送能力、便捷性以及成本的整合能力。经过 15 年的发展，公司从原来的依靠通过不对称性赚取差价的贸易模式，发展成为依靠研发能力、价格发现能力、资源整合能力创造对称性，为企业提供服务的现代供应链管理企业。

Q：公司和厦门建发、国贸的区别体现在哪里？

A：这几个企业不具备可比性。公司在大宗商品采购供应、综合物流服务、物流平台等每一个板块上的业务能力都很强，特征鲜明。在大宗商品采购领域，我们很多品种都是排名前列的，比如说农产品中的鱼粉、棕榈油、胡椒，塑料化工中的某些品种和金属领域的某些品种。我们追求在“针尖上”的服务，而不是面上的服务。

98、99 年之后，公司依托研发能力，迅速取得国内、国际市场地位。在物流服务方面，从 94、95 年开始，公司用仓储、拖车拉动港口物流业。公司旗下的速传物流从 04 年至去年连续 7 年被评为全国物流百强企业，是中国物流采购联合会理事单位，是厦门国际货运代理协会副会长单位，无船承运人，08 年获得中国最佳物流公司称号。集团是国家 5A 级物流企业，4A 级综合物流企业，航运 50 强、陆运 20 强、空运 20 强，仓储 20 强企业。公司物流服务较为综合，是华东地区为数不多的具有钢材、塑料剪切、加工和配送一体化的物流企业。我们的物流配送中心是福建最大的城市配送中心，覆盖全国 95% 以上的城市陆运线路，集中了 200 多家运输企业在配送中心运营。公司的国际航运中心，集中了物流和航运企业办公，集合了报关报检等服务。公司还在上海等福建省内外城市建设完善的物流平台，增强公司在全国的覆盖。

综上，公司与其他企业的差别体现在三个方面：1）综合的物流服务能力，2）比较专业的研究能力，包括在大宗商品采购供应、平台搭建、综合物流方案设计解决上都有相应的研究体系；3）较强的资源整合能力。公司除了配备基本的运输设施之外，以服务外包的形式在三大板块间有效地交流互动，推动整体能力的提升。

Q：公司每一块业务利润占比情况？

A：公司大宗商品采购供应、综合物流业务、物流平台建设三块业务是交融互动的，利润不能严格的区分。大宗商品采购供应更注重效率，平台建设主要是搭构物流服务平台提升其他业务发展。

Q：公司大宗商品采购供应业务中的农产品、化工、金属三大主要品种的业务流程，以及收入和利润的确认？

A：业务流程主要是采购、仓储、分拨。更多取得上家的分销，分拨给下游的大中小型企业，收取配送、仓储、供应管理、采购设计等服务费用。能够实现两边对锁尽量两边对锁，原则是至少锁定一方。

在农产品这一块，下游都是小的用户，一万多家饲料企业不可能和用户对接，我们起到区域分拨中心的作用。

如果公司不能把两端都锁定，只能降低相对风险。在传统贸易中，一旦协商了价格，所有的在途价格波动贸易商都要承担。我们现在的模式是建立的渠道，大量的生产资料采购商都是中小企业，在信息、规模、资金上都是处于劣势的，我们汇集了中小企业的需求，当我们采购的量越来越大，网络越来越健全，就与上游、下游的合作越来越紧密，形成良性循环。

在转型之前，公司的大宗商品采购供应研究能力很强，获取较大的差价收入。目前我们在极力寻求风险匹配的增长，结合市场对全程供应链的需求转型，除了量的增长，风险不能不断放大，我们力求把价格波动的风险尽可能的窄化，但也通过研究在时空方面创造机会。总体的服务价值在于根据下家在货源和品质稳定性需求的基础上提供最合理的价格。

Q：大宗商品采购供应的各项业务收入利润占比情况，公司会不会拓展其他商品采购？

A：公司按照事业部划分收入。收入上，金属 40%多，化工塑料 40%多，剩下是农产品。利润和收入结构匹配，利润率相近。只要我们的渠道建起来，其他业务都可以进行。目前金属除了钢铁外还有少量铜和锌，农产品主要是饲料，饲料产业发展空间很大，中国 13 亿人口，饲料产量每年 1 亿多吨，美国 3 亿人口，产量 3 亿多吨。公司目前饲料业务比例相对偏低。

Q：公司业务模式，先有需求还是现有采购？

A：一般的贸易模式是要么上游买断，然后分销；要么是现有订单然后采购。我们是两头计划，根据市场供求情况控制流量。我们的研究机构从宏观经济、产业的发展、商品的供求关系，从整体上研究；其次，从客户数据库中进行取样调查，根据产能形势，制定采购销售联动计划。在风险的控制上，我们要确保流动性，尽管在市场销量很大，但份额比例不会太大，原则上是控制在 10%的市场份额以内，其次我们相当多的品种是上下对锁的。

Q：公司对中小客户的粘性是怎么样的，是不是体现在“量”和“价”上？

A：中小客户的粘性体现在我们获取上游资源的能力上，向上游越靠拢，获取上游资源的能力越强，下游的粘性也就越强。在“量”的体现上，比如说中石油、中石化，一年 1000 多万吨的塑料，一定要确保销售渠道稳定，和我们每年都确定大的合同，需要我们包销，他们分解到每一个月，我们分解到每一天，一周必须将销售任务完成。在“价”上，不同企业的定价不一样，中石油中石化，一天一个价格，钢材企业一个月定价一次。我们有专业的信息收集机构，把每天、每周的采样做出来，根据对市场的分析，形成公允的报价，这个是中小企业是拿不到的。除了量价上，对中小企业的粘性还体现在区间的增值服务上，比如信用（提供稳定的服务）、对价格的判断和整合资源带来的整体成本的降低，提供全方位的增值服务。

Q：贸易行业的门槛主要体现在资金量上，公司是否面临资金压力？

A：公司更多地使用银行的信用额度，银行提供授信，转授信，我们额度较大。银行不可能给中小企业太大的授信额度，中小企业通过我们的转采购才可以实现稳定的采购。我们未来规模继续扩大可能会有资金的压力，当前公司现金流还比较充裕，这和我们周转率较快也有一定关系。

Q：公司追求在针尖上服务，为什么毛利率要比建发国贸低？

A：公司的模式体现周转次数和流量次数的胜出。2011 年上半年，公司存货周转次数为 23 天，应收账款周转天数 6.46 天。比建发和国贸要快。

Q：公司报表披露 10 年比 09 年收入增长 60%，主要是贸易收入增长带来的，但为什么应收应付等流动资产、流动负债没有相应增长。投资收益的波动比较大，怎么构成？

A：主要是公司周转速度加快，现金应收应付速度加快。销售费用属于正常，整个销售额提高了。投资收益的波动主要是套期保值锁定风险引起的，时高时低，但如果将投资收益加到主营业务利润中，我们会发现主营业务毛利率会更稳定。

Q：贸易企业风险较大，公司业务员的激励和考核情况？

A：公司有比较明确的以绩效为导向的激励机制，并且有一整套基于风险防控的管理考核体系。我们强调“三权分立”，货权、财权、业务权三权分开；“四方一致”，采购方、发货方、发票方、付款方四方一致；先款后货的原则。公司是逐步建立有效的内部体系，以防止道德风险。

Q：价格是由业务员确定，还是风控团队确定？

A：在不同的层级都有不同的授权，我们的客户比较稳定，因此合约也比较稳定。一般而言，量小订单价由业务员确定。我们的口号抓大放小，抓住重点客户，理顺中间平台。在风控上，公司有比较成熟的体系，公司在呆账比例非常低，除硬性的内控机制外还有风险转移的机制。

Q：公司在厦门以外建设的物流平台是办事处还是土地？

A：我们提出的物流园区网络，是以海峡西岸经济区为核心的，这与我们历史形成的资产关系很大，因此在厦门的网络比较完善。目前公司在福州、龙源还的发展才刚起步。公司在福州物流园区有大量的资产，但福州的港口搬迁还在进行中，因此发挥作用需要一定的过程。

我们在物流园区的布局上走的是多种模式，一个厦门模式，我们自己买地，例如公司上海宝山是自己买地，重庆、天津也都在选址。另一种模式是与现有的物流模式进行合作，复制更快。比如中储有庞大的仓储，我们与之合作，结合他们的仓库，通过我们核心能力介入运营。比如公司在唐山有钢坯基地，入住的都是大型刚企业，这样的物流园区资金整合能力很重要，我们的优势体现出来，因此我们与其合资。上海钢材物流中心，邀请我们去管理他们的库存，这样公司能够进行低投入的复制。因为货权在我们的手里，我们有能力对物流环节进行整合。

Q：公司未来业绩增长点？

A：量和服务都是未来增长点，我们计划打造和整合更多的物流服务平台。我们在福建的物流企业是排在前面的。但是其他地区还并不具备优势，我们将通过物流模式的不断复制，提供更完善，更优质的

服务。中国物流企业以中小企业为主，比较分散，整合度低，实现对广阔市场的整合需要有资金的实力、内控体制等。因此一旦这个实力形成了，我们未来持续的增长将非常快。未来的增长，首先量的增长比较重要，因为我们建的是高速公路，流量决定高速公路的效率。其次，增速服务空间大，我们需要通过对社会资源的更有效整合来增加利润来源。

Q：公司未来将寻求怎样的增长速度？

A：增长速度要取决市场本身的增长和自身的发展，象屿是一个很谨慎的企业，在象屿集团每一个板块都有一个规划额度，现金不允许挪用，基于这样的企业背景，我们的增长速度要基于我们自身的成长能力和内控水平。为了保持现在的增长速度，公司做了很多工作，通过技术手段保证复制的有效性，重视团队基础员工的培养。从今年开始，公司在全国的大学设立奖学金，目的是从最基层开始，寻求文化认同的员工。面对市场机会，公司的原则是风险第一、利润第二、规模第三。

Q：公司最大的风险和短板？

A：从股份公司的角度，最大风险在于内控体的形成和完善能不能和公司的增长相匹配。我们曾经做自营，毛利很高，公司在行情判断、节奏把握业内著名。但我们在转型，因为公司认识到 50 亿元和 300 亿元的规模，库存和价格波动的风险是不一样的。转型中，我们对各个层次的员工的培养都是详细制定的，外界认为象屿最吸引员工的是培训机会。

Q：象屿非上市资产情况？

A：象屿一开始有两个团队，一个是开发建设团队，一个是服务团队。现在形成了两大板块，一块是股份公司，主要从事贸易和物流服务，另一块是象屿建设。

象屿建设分为两大业务，一部分是房地产，主要项目在上海、重庆、长沙、福建其他城市，房地产业务进入比较晚，但发展快，我们定位清晰，做刚性需求，去年在上海排名 32 名。象屿建设另外一个业务是承担厦门的建设项目，在承担项目中我们相对关注与象屿核心业务相关的支持业务。

除了上述资产外，集团内部还有 1) 厦门铁道物流园区，整个物流园区规划 6000 亩，是海峡西岸最大的铁道物流园区；2) 散杂货码头，很快就要发挥很大作用，3) 对台小额贸易市场，是我国批准的唯一对台可实现免税零售的市场，我们规划做成购物公园，最终建成 112 万平方米的市场，首期已经开业，由于公司具有供应链背景，因此得到台湾中小企业和各行业的高度认可；4) 两岸现代服务业合作实验区。以上项目的特点都是在特殊区域发展的，这和我们形成的整合能力有很大的关系，凸显厦门市大力发展现代服务业的方向。5) 类金融板块，担保、资产管理等，目前由公司牵头将农信社改造为农商行。在厦门的三大开发集团中，象屿的资产效率、风险控制均领先。

Q：铁道物流园区股权和建设情况？

A：铁道部占 34%，为第一大股东，并非绝对控制，剩下的是厦门国企。该项目目前还有一些细节的问题未解决，合资公司还没有成立，但公司与铁道部之间的合作框架、股权比例、公司治理已基本协商一致，明确计划要等合资公司成立之后才能确定。

Q：公司对经济的体会？

A：4-5 月份之后，下游企业压力较大，订单周期缩短，长期订单减少。民生消费品相对好一些，工业制成品差一些。7 月中旬-8 月中旬有一个短暂的需求，之后订单突然少了。我们的体会是国际市场在走弱，国内冷热不均，东南沿海需求在降低，西北、西南、东北的增长还可以。大企业总体较好，中小企业相对较差。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

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.xyzq.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。

重要声明

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。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。