

证券研究报告 | 公司深度报告
TMT及中小盘 | 传媒

八千里路云和月，大宗供应浪淘沙

——厦门象屿（600057.SH）深度报告

谢笑妍

xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

S1090519030003

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn

S1090519010004

顾佳

gujia@cmschina.com.cn

S1090513030002

CMS 招商证券

2022年11月18日

核心观点

摘要：

厦门象屿深耕大宗商品交易行业多年，成功实现从传统贸易商到一体化供应链服务商的战略转型。公司通过“综合服务模式、全产业链服务模式、产业链运营模式”三大解决方案，充分发挥自身在物流仓储、地推、数字化和风险控制等方面优势，不断提升运营效率、降低业务风险，持续改善盈利能力。我国大宗商品原辅材料供需两端制造业的快速发展，催生了市场对大宗供应链服务的需求放量，公司有望通过产业链纵向拓展与横向复制，进一步扩展自身市占率。国内大宗商品供应链服务商的销售净利率水平较国际同业仍有提升空间，公司有望凭借经营效率和管理效率的提升实现追赶，公司业务符合保障供应链安全的国家政策，同时正在积极响应“一带一路”倡议走出去，践行“双循环”。

核心内容：

1、二十余载行业积淀，成就大宗品一体化供应链服务商龙头。公司以金属矿产、能源化工、农产品及新能源为主要品类，为产业链上下游企业提供一体化供应链服务，包括采购分销、全程物流、库存管理、供应链金融、粗加工和咨询等多种形式，是国内领先的大宗商品一体化供应链服务商。公司是厦门国资委下属企业，旗下控股象屿农产、象屿速传、象道物流等多家子公司，已成功转型为大宗商品一体化供应链服务企业，物流仓储等基础能力全面增强，同时，公司整合各流通要素，完成了从过去传统的企业单点服务向综合服务的模式升级，沿产业链向上下游延伸综合服务，建立起全产业链服务模式。转型后公司风险暴露减少，风险更为可控，2021年公司服务收益和金融收益的占比约70%，传统价差收益占比持续收敛。

2、业绩保持稳健增长，运营效率较高。公司上市以来积极应对大宗商品行业变化态势，在从传统贸易商模式向大宗商品一体化供应商转变的过程中逐步打开业绩增长空间。2011-2021年公司营收由339.34亿元增长至4625.16亿元，CAGR为29.85%；同期公司归母净利润由1.78亿元增长至21.60亿元，CAGR为28.39%。同时，规模效应也带动公司盈利能力持续向好。财务报表层面，公司收入可分为大宗商品采购分销服务和大宗商品物流服务，其中，大宗商品采购分销服务以金属矿产、农产品、能源化工及新能源为主要经营类目，2021年收入4489亿元，过往5年CAGR为22.71%，占营业收入比重稳定在97%左右，业务毛利率亦稳步提升；大宗商品物流服务顺应政策发挥优势，2017-2021年收入CAGR为9.31%。运营指标方面，公司经营性现金流和短期偿债水平稳中向好，运营效率优于同业，公司年度现金分红比例较高，股息率在4.5%以上（截至2022年11月16日）。

核心观点

3、产业链延展与复制解决痛点、扩大空间，物流+地推+数字化构建天罗地网。公司在大宗商品行业深耕多年，深切感知传统贸易商模式的弊端，并提出“全程供应链管理、全产业链服务、产业链运营模式”三大解决方案。战略转型对公司物流、地推、数字化及风险管控等核心能力提出更高要求。公司拥有覆盖全国、连接海外的铁路、公路、水路运输网络，仓储面积位列全国仓储企业第三，并通过丰富的激励措施助推地推人员人均创收持续向好。此外，公司积极运用数字化手段，打通物流、仓储、金融等供应链堵点，提高盈利能力，物流方面构建网络货运平台、网络水运平台以及AIS跟踪平台，仓储方面累计完成25个仓储智能化改造；供应链金融服务解决方案方面，搭建“屿链通”数字供应链服务平台；同时上线了农业产业级互联网平台订单业务系统、“铁军”地推团队指挥系统、“兴兴象农”APP以及在富锦、绥化试点WaaS项目，以数字化手段将关键三方仓点直连入平台。公司风控能力持续增强，基本形成了一套完善的风控体系，风险管控成效逐步展现。

4、对标国际发展空间广阔，供应链安全政策支持。我国大宗商品原辅材料供需两端制造业的快速发展催生了市场对大宗供应链服务的需求放量。尽管我国大宗供应链 CR4（物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸）市场占有率由2017年的 1.77%快速提升至 2021年的4.06%，但距美日大宗供应链 CR4 市场占有率还有较大差距。公司未来有望通过产业链纵向拓展与横向复制不断提升市占率，尤其在铝供应链、农产品供应链、能源化工供应链和新能源供应链，公司经营货量市占率仍然较低，是未来规模扩张的重点产业链。国内头部公司销售净利率水平与国际头部企业相比仍有3倍以上的提升空间，未来有望通过深度运营产业链、数字化改造等方式提升经营效率；公司股权激励计划调动管理层及核心骨干员工积极性，也有望提升管理效率。国家多次出台文件强调提高供应链安全水平，加强现代流通应急保供能力建设，在政策上形成利好。公司响应“一带一路”倡议，持续拓展“中国—印尼”“中国—越南”“中国—泰国”“中国—非洲”国际航线，推进国际物流平台建设，有利于公司体系内各业务板块捕捉海外需求，助力供应链的发展延伸。

结合我们对宏观政策、行业景气度以及公司基本面的各方面分析，我们预计2022-2024年归母净利润分别为27.79、36.06及43.33亿元，同比增速分别为28.63%、29.76%及20.16%，2021-2024年CAGR为26.11%，对应PE分别为8.7、6.7及5.6倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情加剧导致需求端不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；运营管理风险；汇率风险；地缘政治冲突影响海外供应链布局的风险等。

一、二十余载行业积淀，成就大宗品一体化供应链服务商龙头

1.1 一体化运营大宗商品，构建大型采购+服务“超市”

1.2 厦门国资下属企业，股权结构明晰

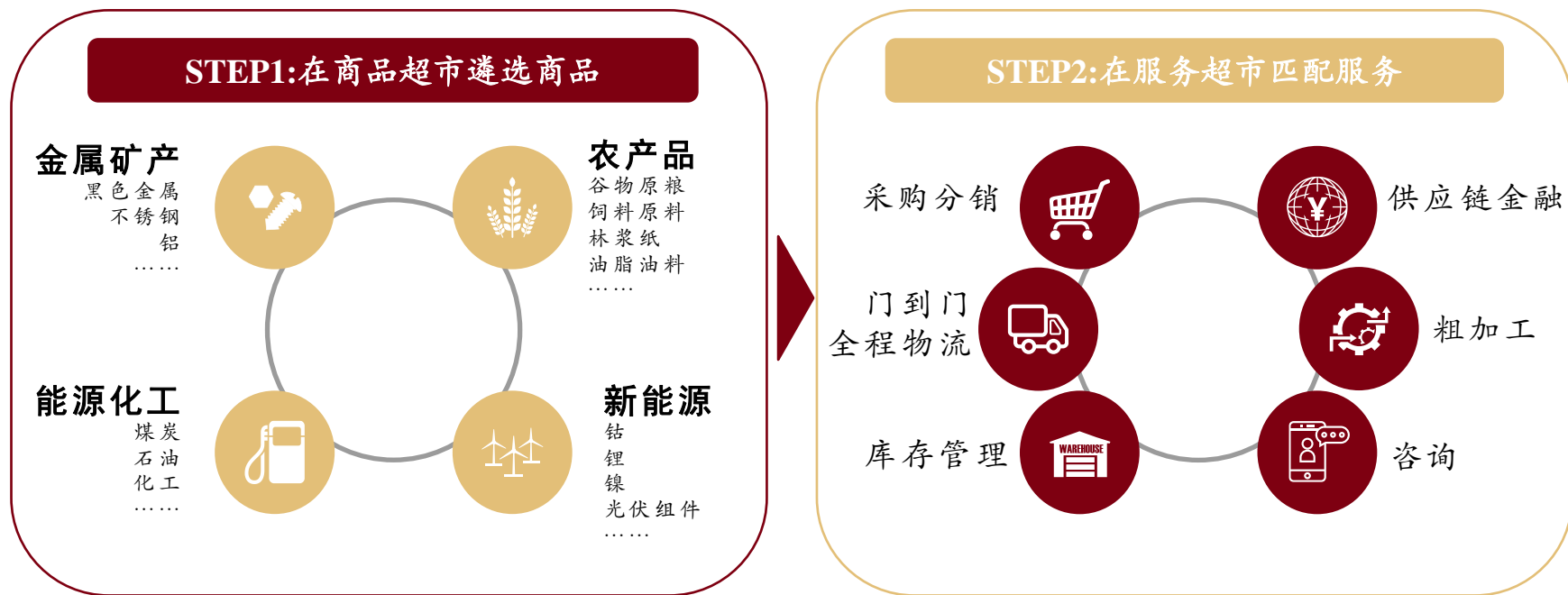
1.3 深耕大宗品行业多年，紧扣制造业转型脉搏

1.4 战略转型渐入佳境，盈利结构持续优化

1.1 一体化运营大宗商品，构建大型采购+服务“超市”

国内领先的大宗商品一体化供应链服务商。厦门象屿股份有限公司（600057.SH）以金属矿产、能源化工、农产品及新能源为主要品类，为产业链上下游企业提供一体化供应链服务，包括采购分销、全程物流、库存管理、供应链金融、粗加工和咨询等多种形式。公司具有强大的市场化基因，近年来积极进行商业模式转型，进一步支持实体经济，依靠强大的物流仓储网络和丰富的数字化手段，打通大宗商品供应链堵点，提升风险管控能力。得益于近年来持续的稳健经营，公司已位列全国仓储企业第三、国家5A级物流企业，公司连续11年进入《财富》中国500强榜单，由初次入榜的第136位稳步攀升至2020年的第28位。

图：厦门象屿大宗商品基本服务模式



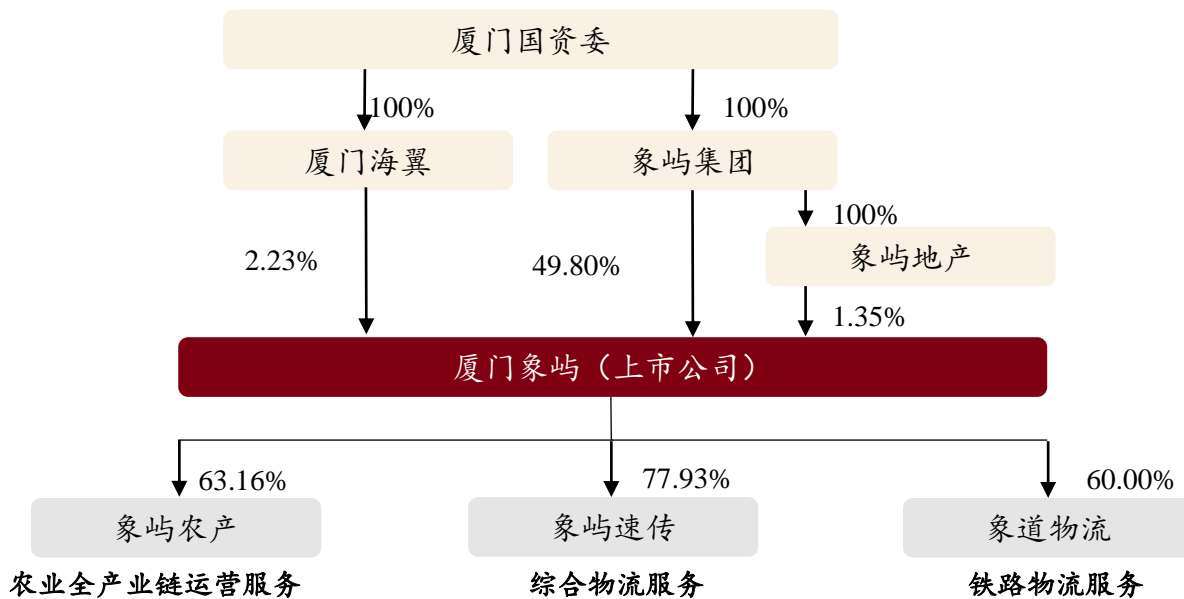
资料来源：公司公告，招商证券

1.2 厦门国资下属企业，股权结构明晰

公司实际控制人为厦门国资委。根据2022年三季报，公司控股股东厦门象屿集团有限公司（象屿集团）直接持有厦门象屿49.80%股份，通过全资子公司象屿地产集团有限公司（象屿地产）持有1.35%股份，合计持有51.15%股份。象屿集团由厦门国资委全资持股，且其全资持股的厦门海翼集团有限公司（厦门海翼）也持有厦门象屿2.23%股份。因此，公司实际控制人为厦门国资委。此外，公司此前公告计划引入招商局、山东港口作为战略投资者分别出资10亿元，认购公司非公开发行A股股票，方案获批后，招商局、山东港口将成为公司持股5%以上的股东，进一步增强公司供应链服务竞争力尤其是物流基础设施运用能力。

公司旗下重要子公司情况。根据2022年半年报，公司持有象屿农产（黑龙江象屿农业物产有限公司）63.16%股份，该公司主要负责农业全产业链运营服务；持有象屿速传（厦门象屿速传供应链发展股份有限公司）77.93%股份，主要负责综合物流服务；持有象道物流（象道物流集团有限公司）60.00%股份，该公司主要负责铁路物流服务，于2018年并表。

图：厦门象屿股权架构



资料来源：公司公告，招商证券。注：受限于数据披露及时性，公司股东持股比例数据依据2022年三季报，旗下重要子公司持股比例根据2022年半年报。

1.3 深耕大宗品行业多年，紧扣制造业转型脉搏

脱胎于象屿保税区，市场化基因浓厚。公司地处改革开放前沿的福建省厦门市，1992年国务院批准设立象屿保税区，厦门象屿集团有限公司（公司控股股东）于1995年成立，主要负责象屿保税区的开发建设运营服务。在象屿保税区稳定运营后，象屿集团积极谋求业务转型与拓展，逐渐构建起大宗商品供应链服务、城市开发运营、综合金融服务、港口航运等多个投资领域。2011年公司旗下负责大宗商品采购供应以及综合物流服务的厦门象屿股份有限公司通过资产重组上市。

成功转型为大宗商品一体化供应链服务商，物流仓储等基础能力全面增强。大宗商品经营十分考验企业综合服务能力，包括对商品价格走势前瞻、企业供需状态把握以及物流、金融等支持体系的建设。2012年公司提出创新供应链服务模式，2014年青岛港大宗商品融资诈骗案件爆发后，大宗商品相关企业转型的重要性与日俱增，厦门象屿也加速由传统贸易商模式向供应链服务商的转变，打造了五大服务体系。经过一段时间的摸索至2016年将主要服务行业聚焦于农产品、金属矿产以及能源化工板块，并于2018年控股象道物流扩展铁路物流服务，增强物流基础设施。2019年以来公司积极拓展新能源产业链。

图：厦门象屿发展历程



资料来源：公司公告，招商证券

1.4 战略转型渐入佳境，盈利结构持续优化

传统贸易商：本质上是博取差价、与大宗商品价格紧密相关。传统贸易商的盈利模式主要是赚取时间价差，该种模式下要求企业对经营类目能够较好前瞻未来价格变化，通过提前囤积获取后期收益。经营业绩和产业周期波动、商品价格走势以及对其的判断能力高度相关，受产业周期和价格波动的影响大。

供应链服务商：供需关系稳定、受价格波动的影响较小。供应链服务商的模式下，公司瞄准的是制造业企业对原材料采购和产成品销售的基本盘，不再过度关注价格的波动，更多是随行就市，通过多元服务赚取稳定的服务收益，经营业绩和客户粘性、服务深度、服务效率、管控成本高度相关，受产业周期和价格波动的影响小，整体经营风险有所降低。

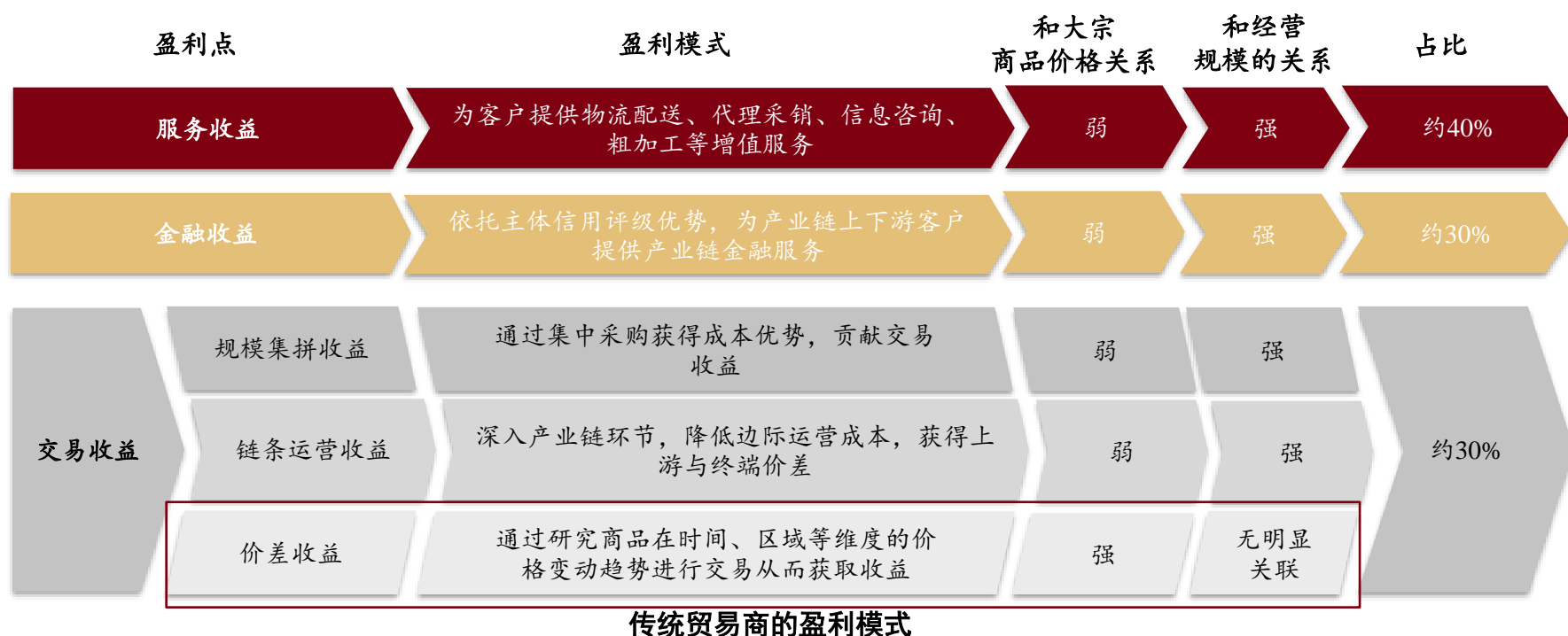
图：供应链服务商相较于传统贸易商的优势

		业务模式风险	客商资信风险	价格波动风险	货权管控风险
风险程度	传统贸易商	高 低买高卖模式，风险高	高 贸易商客户为主，资信差	高 价差收益占比高，价格影响大	高 第三方物流，货权掌控弱
	供应链服务商	低 综合服务模式，风险低	低 制造业客户为主，资信优	低 价差收益占比低，价格影响小	低 自有+合作物流，货权掌控牢
管控手段	传统贸易商	单一	单一 寻找优质、可靠的供应商或客户，管控能力弱	单一 加强对价格走势的判断	单一 寻找优质、可靠的物流服务商，管控能力弱
	供应链服务商	丰富 严格规避上下家关联、循环贸易、无货物流动、整进整出等高风险业务	丰富 持续开发制造业企业客户，严格执行准入和动态跟踪机制	丰富 根据客户需求动态调整现货头寸，同时运用动态保证金、灵活结算方式、金融工具对冲	丰富 完善自有+合作物流体系，匹配相应的制约、查验和提货机制

1.4 战略转型渐入佳境，盈利结构持续优化

服务收益及依靠供应链金融解决方案获取的收益（本质上也是服务受益）占比约70%，传统价差收益占比持续收敛。供应链服务商的盈利来源是通过服务上下游制造业企业，锁定供需关系与价格关系，通过提供一站式采购销售、物流、咨询、粗加工等方式获取服务收益，此外还可以利用自身的信用评级优势提供供应链金融解决方案。即便是交易收益，也并非局限于传统的价差收益模式，而是通过规模集采、拼单降低成本获取收益，又或者参与产业链运营多个环节，获取从原材料到产成品之间的附加价值。2021年公司服务收益和依托供应链金融服务方案获取的收益的占比约 70%，交易收益仅占30%，这其中还包含了规模集采拼单收益以及链条运营收益，这两者与大宗商品价格的关联度并不高。

图：厦门象屿盈利结构



资料来源：公司公告，招商证券

二、业绩保持稳健增长，运营效率较高

2.1 公司经营稳健，盈利能力增强

2.2 物流服务筑基，聚焦采购分销业务

2.3 大宗品采购分销业务：经营结构优化调整，助力盈利结构改善

2.4 大宗商品物流服务：顺应政策发挥优势，收入稳中有进

2.5 转型成效显著，风控能力增强

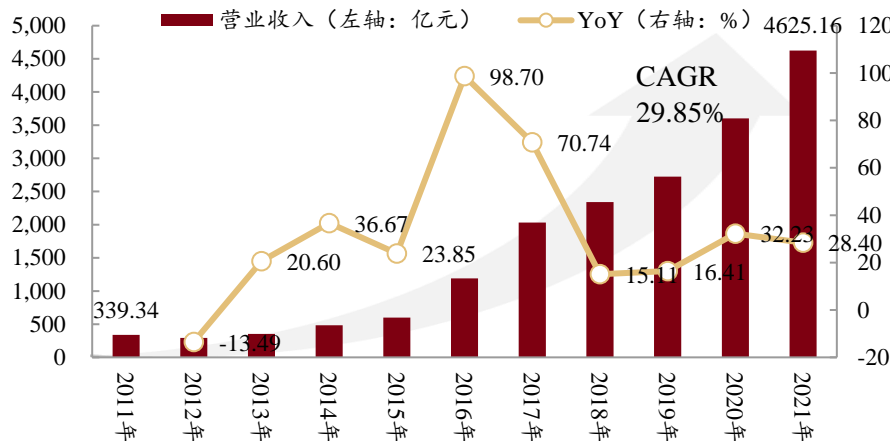
2.6 营运指标稳中向好，运营效率优于同业

2.1 公司经营稳健，盈利能力增强，转型成效显著

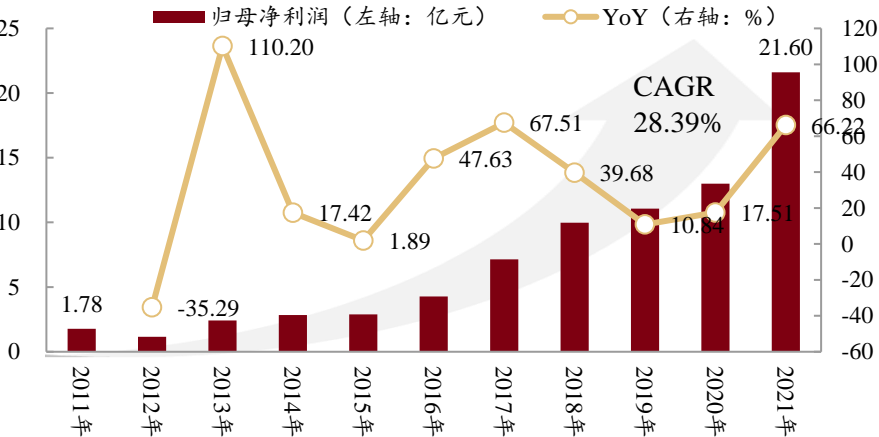
得益于公司稳健经营，不断完善业务模式、扩展盈利来源，过去十年业绩复合增速接近30%。公司于2011年借壳上市，上市以来积极应对大宗商品行业变化态势，由传统贸易商模式成功转型为大宗商品一体化供应链服务商，逐步打开业绩成长空间。2011-2021年公司营收由339.34亿元增长至4625.16亿元，CAGR为29.85%；同期公司归母净利润由1.78亿元增长至21.60亿元，CAGR为28.39%。

规模效应带动盈利能力持续增强。除2020年运输费用由销售费用转入成本核算造成毛利率下滑外，公司毛利率整体呈上升状态，随着公司业务规模扩大各项费用率也在稳步下行，最终带动公司净利率持续提升。

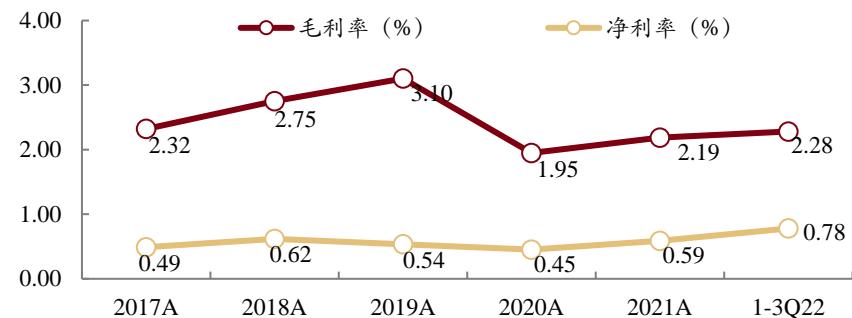
图：2011-2021年厦门象屿营业收入情况



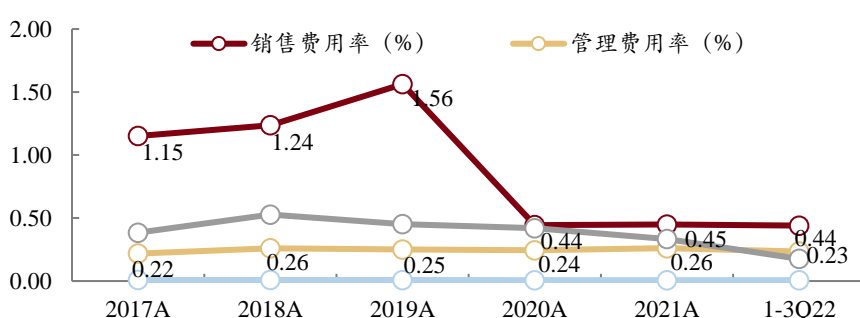
图：2011-2021年厦门象屿归母净利润情况



图：2017-2021年及1-3Q22厦门象屿毛利率与净利率情况



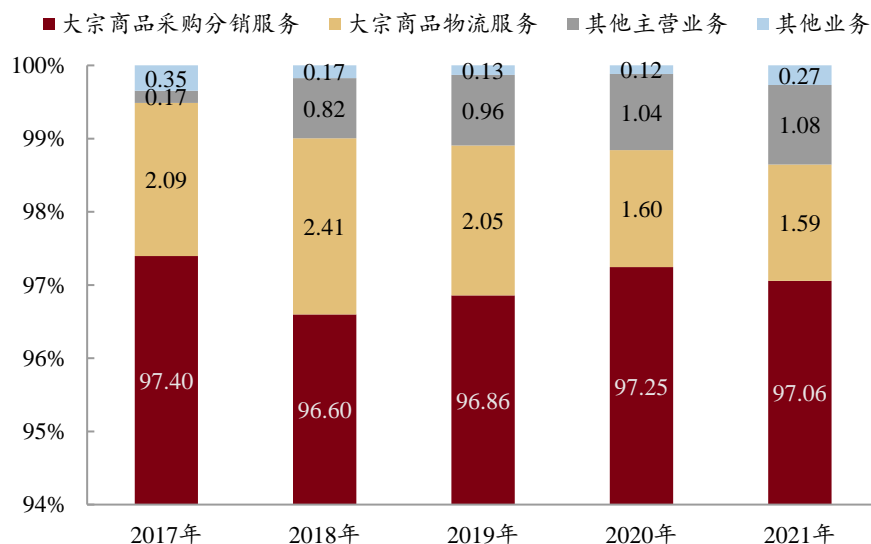
图：2017-2021年及1-3Q22厦门象屿主要费率情况



2.2 物流服务筑基，聚焦采购分销业务

报表层面，公司业务主要分为大宗商品采购分销服务和大宗商品物流服务。财务报表层面，公司收入主要分为大宗商品采购分销服务和大宗商品物流服务，收入占比总体稳定。2017-2021年大宗商品采购分销服务占营业收入的比重基本维持在97%上下，2021年为97.06%；同期大宗商品物流服务占营业收入的比重则有所波动，2021年占比为1.59%。从毛利贡献来看，大宗商品采购分销服务贡献的毛利持续提升，2021年占总毛利的86.03%；大宗商品物流服务毛利占比则收敛至2021年1.57%。总体而言，公司积极推动大宗商品一体化供应链服务，采购服务与物流服务协调推进，助力企业收入结构持续健康发展。

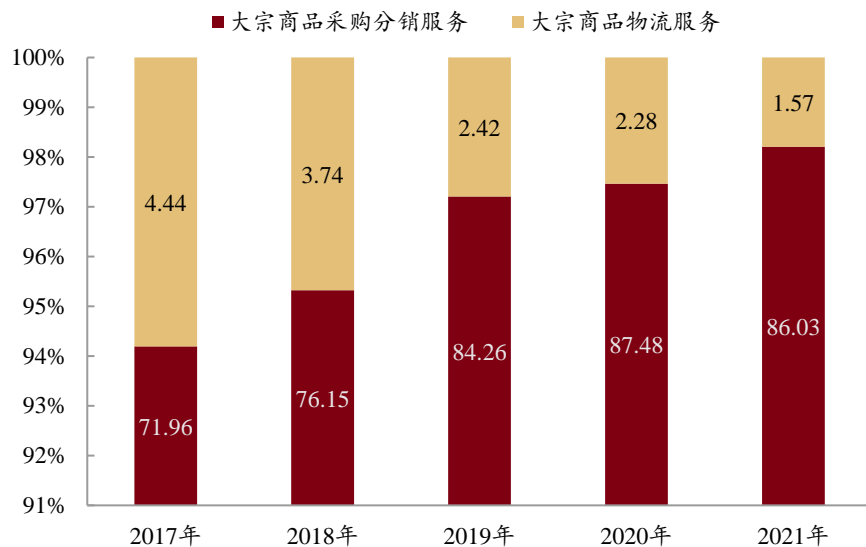
图：2017-2021年厦门象屿营业收入构成情况



资料来源：Wind，招商证券

注：受限于数据披露口径，2020年以前的数据可能因倒算等存在计算误差

图：2017-2021年厦门象屿大宗商品采购分销及物流服务毛利占比



资料来源：Wind，招商证券

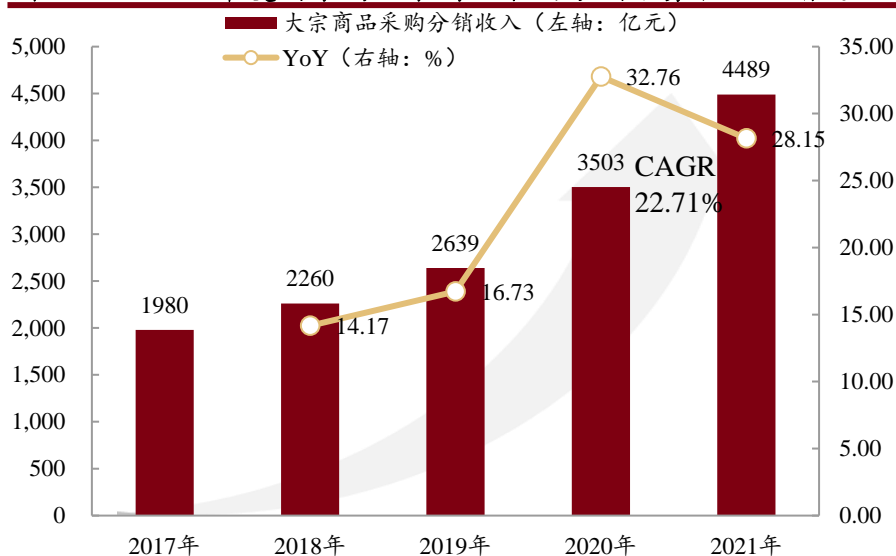
注：受限于数据披露口径，2020年以前的数据可能因倒算等存在计算误差

2.3 大宗商品采购分销服务：经营结构优化调整，助力盈利结构改善

2017-2021年大宗商品采购分销服务收入CAGR为22.71%。公司大宗商品采购分销服务主要是为上下游企业提供原材料采购、产成品销售及金融、粗加工、咨询等各类服务收益以及交易收益。2017-2021年公司大宗商品采购分销收入由1980亿元增长至4489亿元，CAGR为22.71%。

以铝等金属矿产、农产品、能源化工及新能源为主要经营类目，毛利率稳步提升。公司大宗商品采购分销服务主要经营类目分为金属矿产（铝、不锈钢以及黑色金属中的焦煤焦炭、铁锰、钢材等）、农产品（谷物原粮、饲料原料、林浆纸等）、能源化工（煤炭、化工、石油等）以及公司2019年以来积极布局的新能源（钴锂镍、光伏组件等）。2017-2021年金属矿产/农产品/能源化工三大类目收入CAGR分别为23.89%、47.28%、16.76%。新能源类目经营状况于2022年半年报披露，营业收入87亿元，同比增长126.38%，毛利率为3.37%。大宗商品采购分销服务板块毛利率总体呈现稳步上升状态（2020年运输费用由销售费用转入成本项造成毛利率下滑），主要源于毛利率较高的农产品占比相对提升，叠加公司不断优化金属矿产中毛利率相对较低的黑金类产品结构，新能源产品占比提升客观上也有利于毛利率的提高。

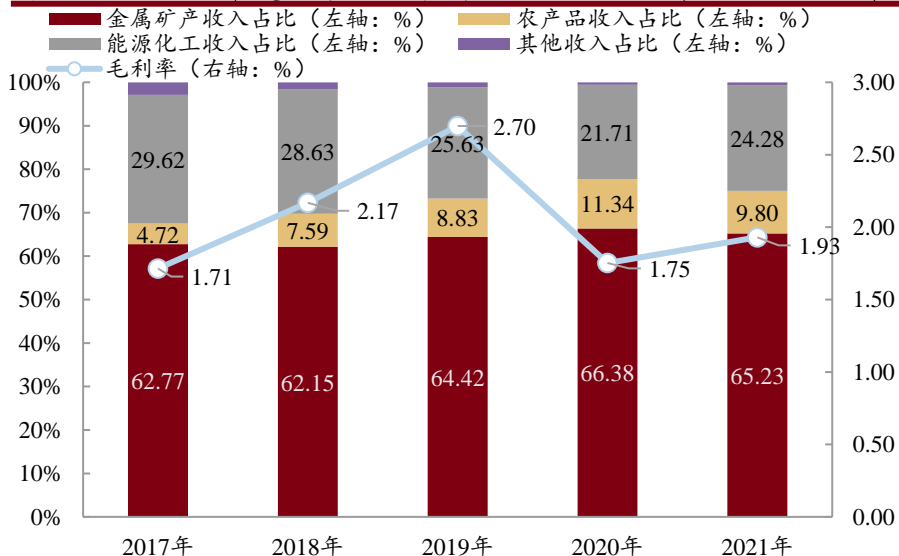
图：2017-2021年厦门象屿大宗商品采购分销服务收入及增速



资料来源：Wind，招商证券

注：受限于数据披露口径，2020年以前的数据可能因倒算等存在计算误差

图：2017-2021年厦门象屿大宗商品采购分销服务构成及毛利率



资料来源：Wind，招商证券

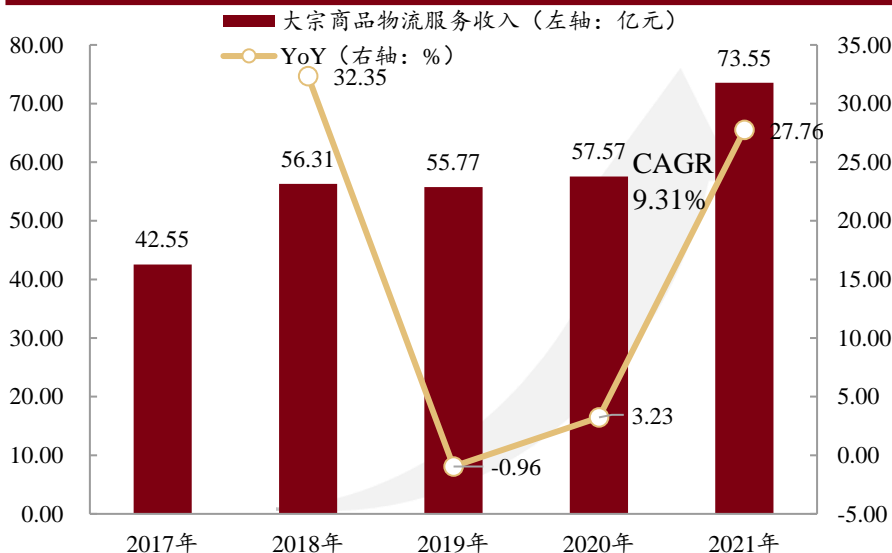
注：受限于数据披露口径，2020年以前的数据可能因倒算等存在计算误差

2.4 大宗商品物流服务：顺应政策发挥优势，收入稳中有进

2018-2021年大宗商品物流服务收入CAGR为9.31%。公司大宗商品采购物流服务主要为大宗商品采销提供物流、仓储等产生的收入。由于以铁路物流为主的象道物流2018年并表，造成2018年收入增速较高，2019年国储政策调整，致使相关业务体量减少、增速回落。2018-2021年公司大宗商品物流服务收入CAGR为9.31%。

农产品物流占比下降等多重因素致使板块毛利率下滑，公司积极应对国家粮食政策变化，象屿农产收益结构持续完善。公司大宗商品物流服务可划分为综合物流、铁路物流及农产品物流三个部分，综合物流收入占比稳中有升2021年为79.23%；铁路物流主要由象道物流贡献，占比稳定在15%以上，农产品物流占比持续下滑主要源于2016年起国家取消玉米临储政策，2018年9月和2019年10月又两次下调国储补贴。面对国家粮食政策变化，公司旗下象屿农产不断调整业务布局，已由偏重于国储收购、仓储等物流服务优化为全产业链多元服务的收益结构。由于农产品物流毛利率较高，因此其占比的下滑直接影响了公司大宗商品物流服务板块的毛利率，此外还有2020年运输费用会计政策调整、疫情使得物流业务承压等因素的掣肘。

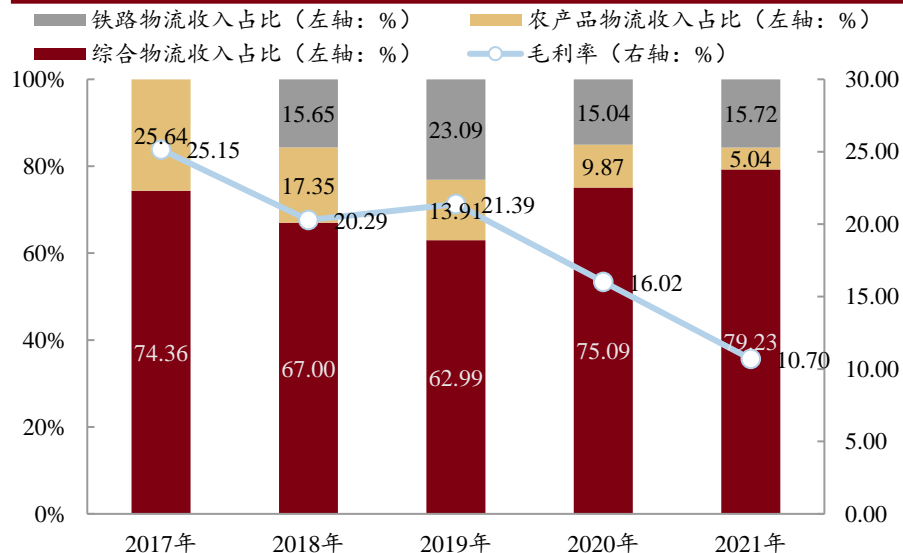
图：2017-2021年厦门象屿大宗商品物流服务收入及增速



资料来源：Wind，招商证券

注：受限于数据披露口径，2020年以前的数据可能因倒算等存在计算误差

图：2017-2021年厦门象屿大宗商品物流服务构成及毛利率



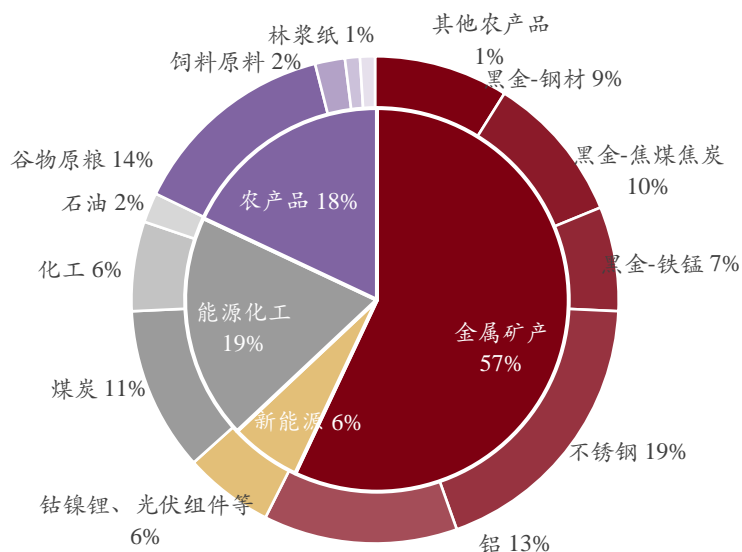
资料来源：Wind，招商证券

注：受限于数据披露口径，2020年以前的数据可能因倒算等存在计算误差

2.5 转型成效显著，风控能力增强

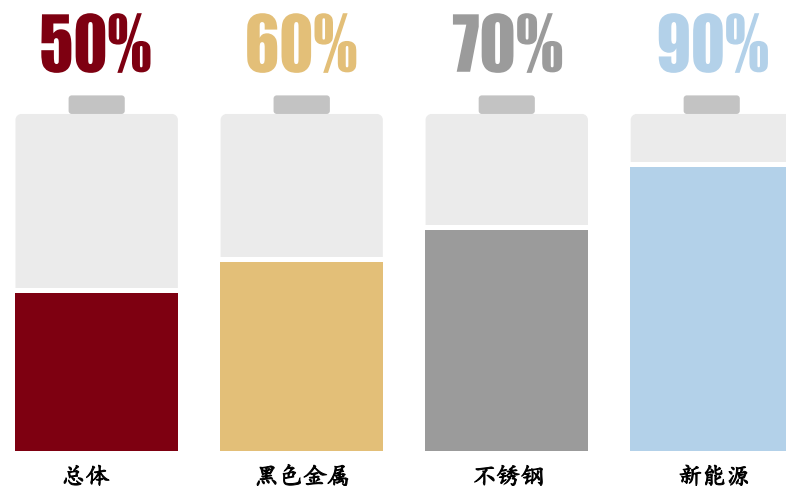
制造业企业服务量占比提升，产品组合优化，风控能力优于同业。一方面，制造业企业服务量占比提升。公司制造业企业服务量占比达到 50% 以上，其中黑色金属供应链占比达 60% 以上、不锈钢供应链占比达 70% 以上、新能源供应链占比达 90% 以上。另一方面，产品组合多元、结构均衡。公司目前拥有金属矿产、能源化工、农产品、新能源等四大经营品类，不同品类又经营多种商品，核心产品市占率大多在 2%-3%，具有更好的周期对冲能力和增长潜力。有鉴于此，公司信用减值损失占营业利润比重逐年降低，优于同业。信用减值损失衡量金融资产损失，主要体现为应收账款减值，2019-2021 年公司信用减值损失占营业利润比重分别为 4.64%、4.48%、1.96%，呈持续优化状态，近两年表现优于同业均值。

图：1H22 厦门象屿经营商品毛利构成



资料来源：公司公告，招商证券

图：厦门象屿服务的不同供应链中制造业企业占比



资料来源：公司公告，招商证券

表：2019-2021 年各公司信用减值损失占营业利润比重 (%)

证券代码	证券简称	2019年	2020年	2021年
600153.SH	建发股份	0.60	1.64	1.34
600704.SH	物产中大	4.68	11.00	7.20
600755.SH	厦门国贸	3.54	3.71	5.46
000906.SZ	浙商中拓	2.41	4.45	11.56
600057.SH	厦门象屿	4.64	4.48	1.96
行业均值		3.18	5.06	5.50

资料来源：Wind，招商证券

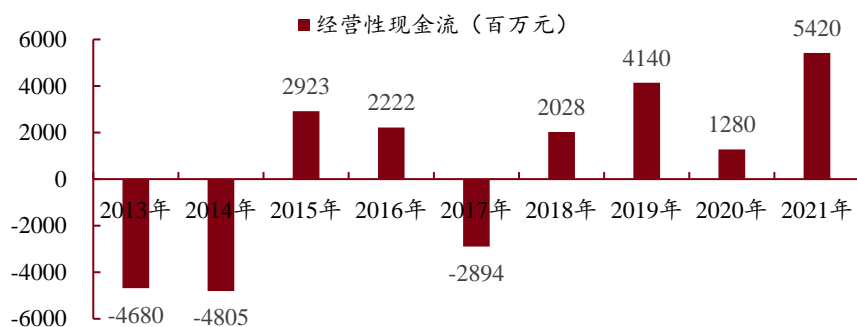
2.6 营运指标稳中向好，运营效率优于同业

经营性现金流和短期偿债水平稳中向好。自公司业务转型以来，经营性现金流逐渐趋于稳定正向增长，同时，公司流动比率稳步提升，短期偿债能力逐渐增强，整体经营效率稳中有升。

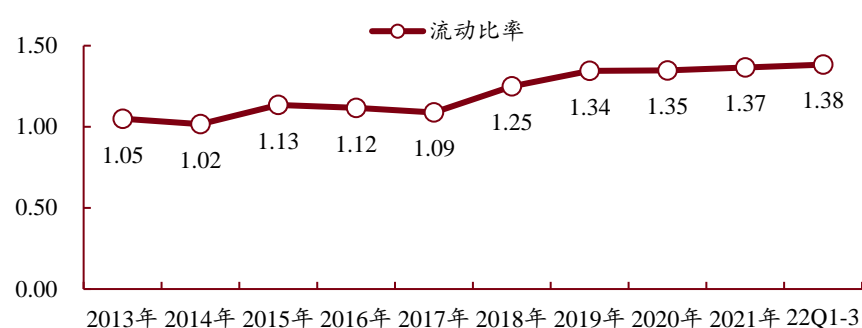
资产周转率优于同业。总资产周转率视角，2017-2021年公司总资产周转率显著优于同业，2021年公司总资产周转率为5.05次，而同业均值为3.91次，一方面源于公司业务专注于大宗商品供应链服务，而部分同业涉及房地产业务；另一方面得益于公司不断优化业务结构，提升经营效率。

积极通过分红回报投资者。公司近年来年度现金分红比例较高，2021年为50.89%，截至2022年11月16日公司股息率（TTM）为4.57%。

图：2013-2021年经营性现金流情况



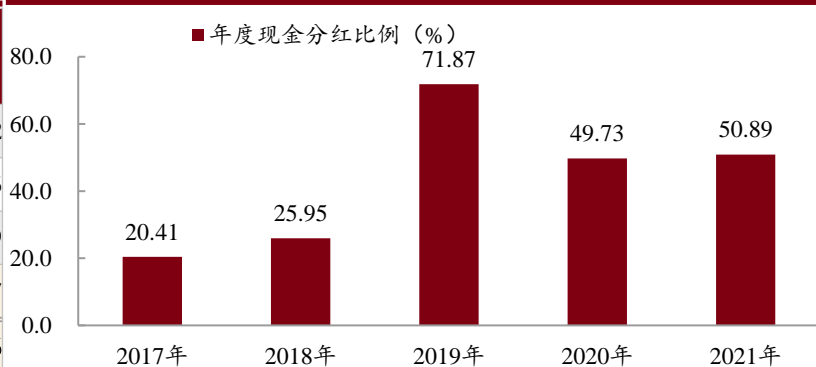
图：2013-2021年及1-3Q22流动比率



表：2017-2021年及1-3Q22厦门象屿及可比公司总资产周转率

证券代码	证券简称	2021年供应链业务占比	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	1-3Q22
600153.SH	建发股份	86.39%	1.45	1.43	1.32	1.27	1.43	0.82
600704.SH	物产中大	94.63%	3.40	3.49	4.00	4.04	4.77	2.85
600755.SH	厦门国贸	98.20%	2.61	2.80	2.64	3.46	4.40	3.39
600057.SH	厦门象屿	98.65%	5.12	4.67	4.52	4.71	5.05	3.57
平均值			3.14	3.10	3.12	3.37	3.91	2.66

图：2017-2021年厦门象屿年度分红比例



资料来源：Wind，招商证券

三、产业链延展与复制解决痛点、扩大空间，物流+地推+数字化构建天罗地网

3.1 结合产业链特性重塑业务模式，对核心能力建设提出更高要求

3.2 物流仓储网络强大，为大宗商品供应提供坚实支撑

3.3 地推团队锐意进取，沉淀行业经验

3.4 数字化改造多点推进，持续打通供应链堵点

3.5 风控能力持续增强，有效应对周期波动

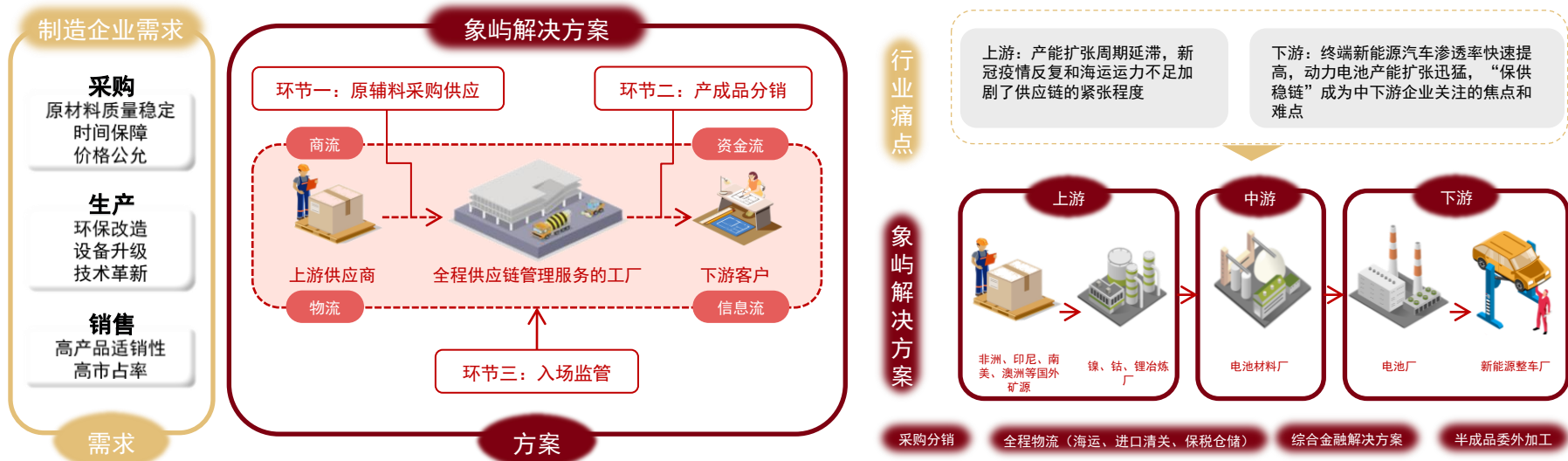
3.1 结合产业链特性重塑业务模式，对核心能力建设提出更高要求（1/3）

结合不同大宗品特性重塑业务模式，从传统贸易商角色成功转变成大宗商品一体化供应链服务商。公司在大宗商品行业深耕多年，深切感知传统贸易商模式的弊端，积极从以往博差价向提供服务转变，探索出三种相对成熟的解决方案：

（1）针对单一公司：综合服务模式。公司为中小制造业企业提供原材料采购和供应，同时帮助其进行产品分销，以及配套的物流、金融和咨询服务。公司还通过账户共管、货物监管、资产抵质押等进行入场监管。该种模式下中小制造业企业如同公司的工厂，即虚拟工厂，对于中小制造业企业而言拥有稳定的货源和销路，对于厦门象屿而言拥有了稳定的收益来源，平滑了周期波动。该模式下的典型案例是全程供应链管理服务（虚拟工厂）项目，该项目已由黑色金属产业拓展至铝、煤炭等产业，项目数量增加至 14 个，2022 年上半年营收贡献超 600 亿元、毛利贡献超 13 亿元，所有项目均未出现过风险事件。

（2）针对全产业链：全产业链服务模式。全产业链服务模式是指沿着产业链进行上下游拓展，从而逐步覆盖产业链的各个环节。以新能源产业链为例，公司不仅为上游矿源提供销路，为镍钴锂等冶炼厂供货，同时帮助其将产成品销往中游电池材料厂，然后继续向下游延展至电池厂、新能源整车厂。该模式已在锂电产业链应用，近三年公司新能源供应链业务快速发展，净利润复合增速超 100%。

图：厦门象屿解决产业链痛点从贸易商转变为一体化供应链服务商的解决方案——针对单一公司与针对全产业链



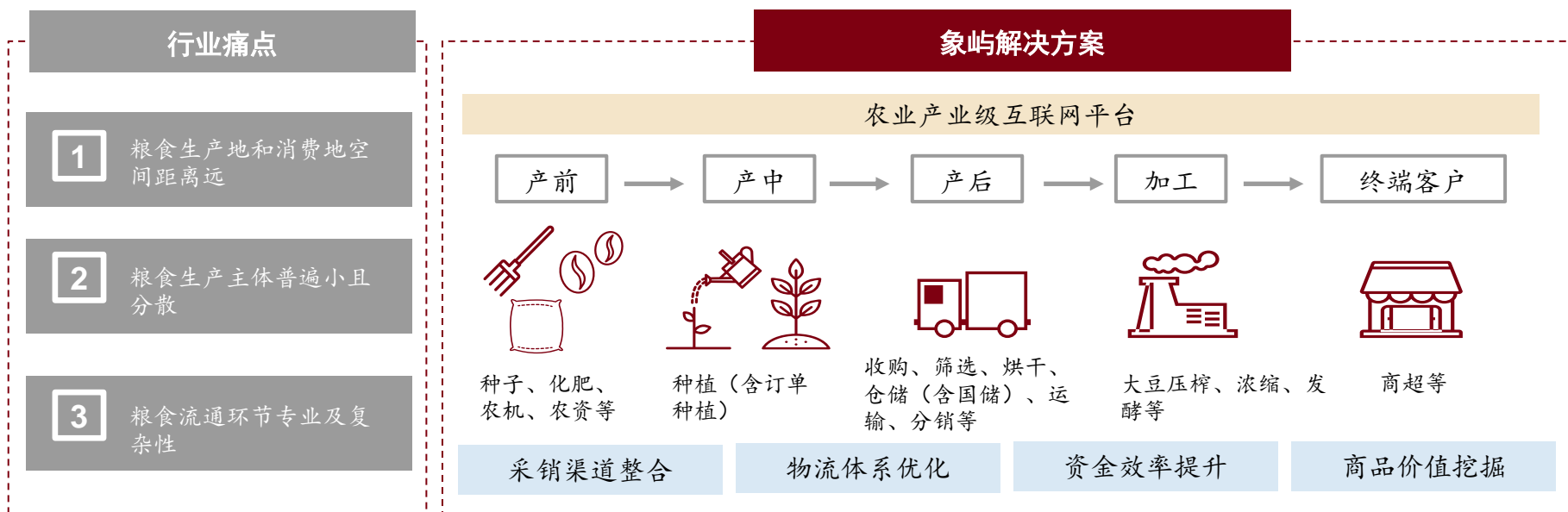
资料来源：公司公告，招商证券

3.1 结合产业链特性重塑业务模式，对核心能力建设提出更高要求（2/3）

（3）切入环节参与运营，进一步获取从原材料到产成品的附加价值：产业链运营模式方案。在全产业链形成完善的服务和渠道能力后，公司在大宗商品产业链条上顺势切入有赋能价值的生产制造环节，形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，有利于优化公司利润结构，提高对上下游的议价能力，熨平周期波动，改善经营现金流，提高综合收益水平。以粮食产业链为例，物流端公司依托7大粮食收购、仓储、物流平台和北粮南运物流服务体系，为温氏股份、双胞胎、海大集团、益海嘉里等大型养殖、饲料和深加工企业年供应原粮超千万吨级，是A股最大的玉米全产业链服务商。同时公司在生产端布局大豆压榨厂，该工厂实现了当年投产、当年盈利。

未来看点：将“单一公司——全产业链——切入环节参与运营”的三种方案在已有产业链和其他产业链推广运营。随着公司在各个品类及其产业链上运营经验的逐渐增强，未来可以将上述三种解决方案在产业链上下游复制，也可在新的产业链上进行推广。例如，公司正在积极推进光伏产业链的全产业链服务方案；公司已成为A股最大的玉米全产业链服务商，未来还可以拓展谷物原粮中的其他品类，如油脂、小麦、水稻等。

图：厦门象屿解决产业链痛点从贸易商转变为供应链服务商的解决方案——切入环节参与运营



资料来源：公司公告，招商证券

3.1 结合产业链特性重塑业务模式，对核心能力建设提出更高要求（3/3）

供应链服务商的盈利模式对物流仓储网络、地推团队、数字化及风控等提出新的能力要求。传统贸易商模式下，对所经营类目未来价格趋势的判断成为盈利的关键，一旦判断准确就能够以时间换取收益，甚至出现层层转嫁，资金空转的情况。而供应链服务商瞄准的是制造业企业长期、稳定的原材料采购和产成品销售需求，赚取稳定的服务收益。因此对企业的各项能力提出新的需求：

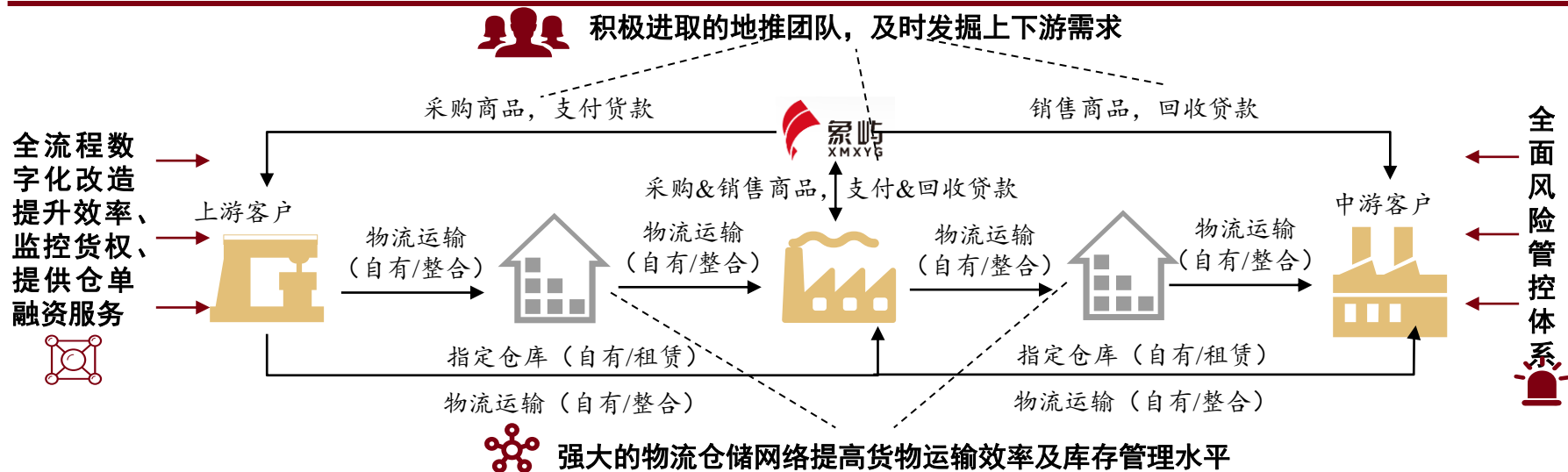
(1) 强大的物流仓储网络：这能够保障货物及时运输，同时为不具备足够仓储管理能力的企业提供库存管理（大宗商品库存管理的要求更加严格、复杂）；

(2) 地推团队积极主动发掘机会：一方面，公司提供的服务模式多样化，需要紧密跟踪服务企业的自身需求，因此需要地推团队及时了解企业在供应链方面的各类痛点并加以解决，以扩大营收规模和盈利来源；另一方面，公司深度运营农产品产业链，而农产品中谷物原粮等类目的上游生产者相对分散，也需要地推人员进行广泛服务。

(3) 数字化：由于对物流仓储、地推团队有更高要求，因此需要通过数字化手段尽可能减少对人员规模的过度依赖、提升管理效率；此外，对物流仓储的数字化改造还可以掌握货权，并提供仓单融资等金融服务。

(4) 风控体系：尽管公司现有盈利模式对于大宗商品价格波动的敏感性大大降低，但为了预防极端价格波动、交易对手风险等潜在隐患，也需要全面构建风控体系，科学利用金融工具管理。

图：由传统贸易商模式向供应链服务商模式转变对核心能力提出更高要求



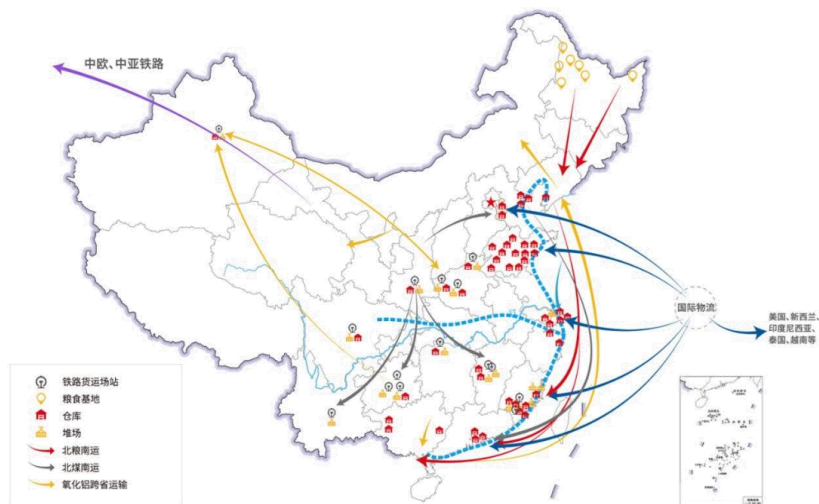
资料来源：公司公告，招商证券

3.2 物流仓储网络强大，为大宗商品供应提供坚实支撑

覆盖全国、连接海外的铁路、公路、水路运输网络，为大宗商品多式联运提供保障。公司旗下拥有象屿速传、象道物流、象屿农产三大物流运营主体以及一批专业化、市场化的物流服务团队。铁路运输方面，公司拥有15个铁路货运场站，覆盖中西部大宗商品集散枢纽，配套47条铁路专用线，年发运能力超1600万吨，形成“山东、河南—新疆”“陕西—云贵川”等优质煤炭、铝产品运输线路。公路方面，线下自有运输车辆超800辆，整合车辆超10万辆；水路方面，公司与招商港口系、山东港口系、中远海系等优质港航企业达成战略合作，整合运力，实现国内沿海及长江流域年运量约2000万吨。得益于上述物流基础，公司打造了“铝产品跨省流通”“北粮南运”“西煤东运”“北煤南运”等多个多式联运物流线路。

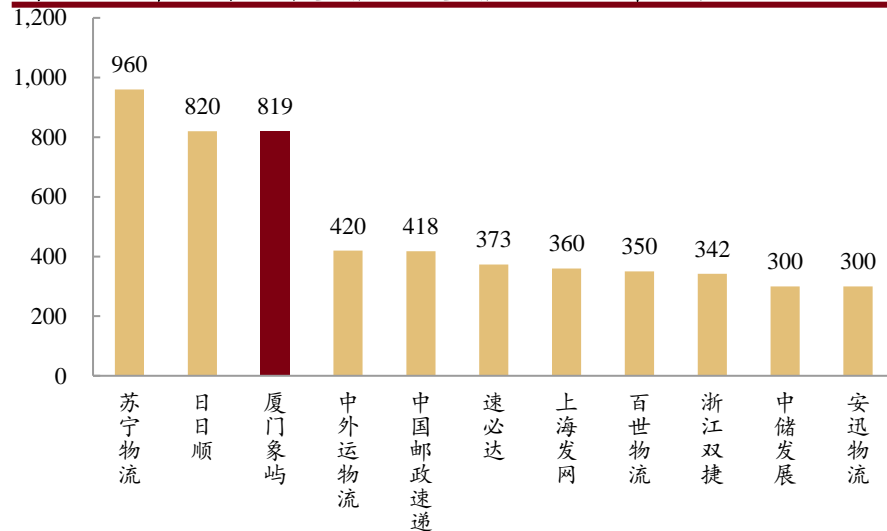
全国仓储企业排名第三，进一步提升配送效率。根据中国仓储与配送协会发布的《2021年全国通用仓储企业排名》厦门象屿凭借819.4万平方米的仓储面积位列全国仓储企业第三。粮食仓储方面，公司旗下7大粮食收购平台仓容能力1500万吨，其中自建仓容1000万吨。另有40个自有及包租管理的仓库，仓容能力约300万吨，5个堆场，面积逾40万平方米；准入仓库超2,500家；期货交割库总数量达11个。大面积的仓容空间为公司货物周转、跨区域调配、提升终端配送效率等提供强大基础，有利于进一步巩固公司核心竞争力，助力业务开拓。

图：厦门象屿物流网络



资料来源：公司公告，招商证券

图：2021年全国通用仓储企业仓储面积（万平方米）



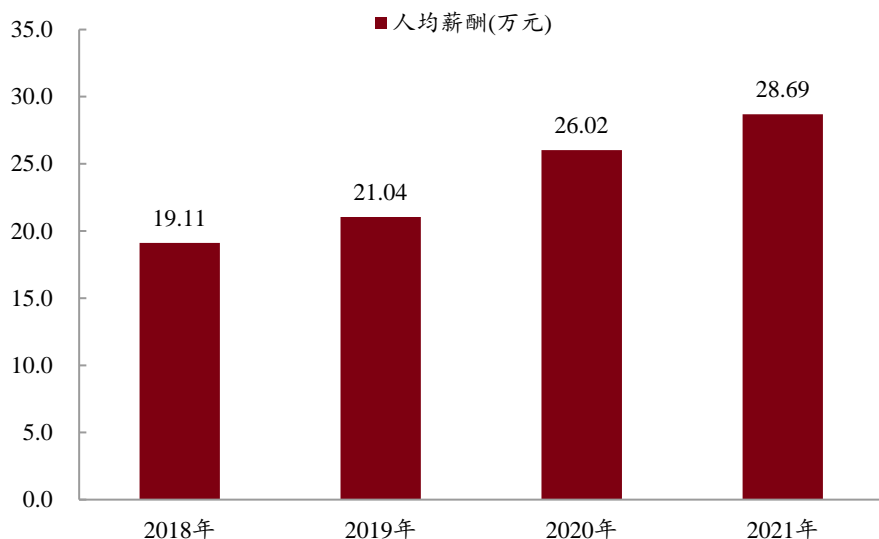
资料来源：中国仓储与配送协会，招商证券

3.3 地推团队锐意进取，沉淀行业经验

公司逐步构建起地推“铁军”，丰富激励措施助推人均创收情况持续向好。公司深度参与的农产品产业链上游谷物原粮生产者相对分散，整合难度大，需要大量地推人员在前期助力业务落地。公司培养了一批市场化、专业化的“地推团队”，通过他们发掘、对接、服务终端客户个性化、多样化需求，开拓战略客户、深化综合服务。公司员工激励措施丰富，一方面，公司人均薪酬持续增长，2021年为28.69万元；另一方面公司于2022年推出的限制性股权激励计划，762位核心管理人员、骨干人员获得激励计划87.93%的限制性股票，占总股本的4.40%，较好的激发了员工积极性。2018-2021年销售人员保持平稳增长态势，销售人员人均创收规模持续增长，2021年达到1.69亿元。

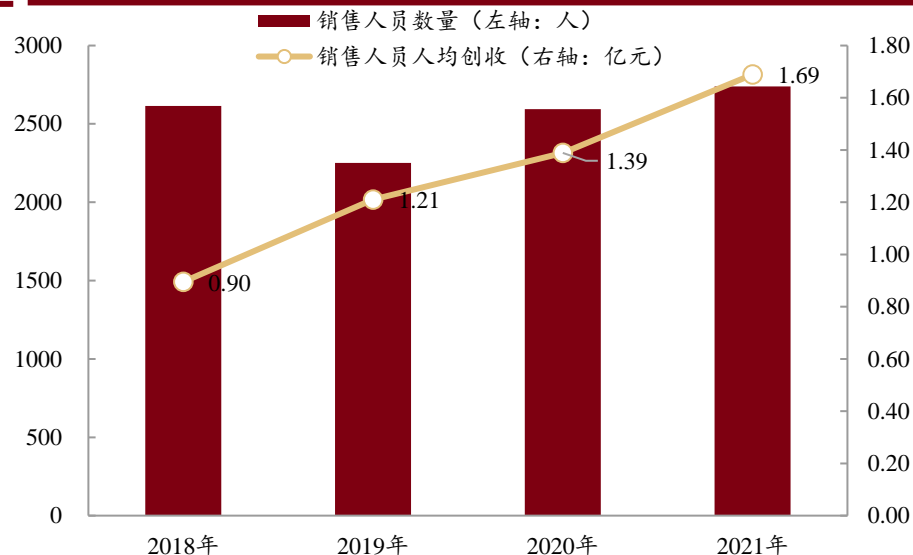
强化行业经验沉淀，赋能业务实践，提供咨询价值。公司建立了“总部研究院、专业研究子公司、一线经营主体研究部门”三级研究体系，并与知名投研机构凯丰投资建立战略合作、成立合资公司，拥有超50名专职研究人员，研究产品覆盖金属矿产、农产品、能源化工、新能源等品类，能够灵活前瞻经营品类的供需变化，为企业提供服务。

图：厦门象屿2018-2021年人均薪酬



资料来源：Wind，招商证券

图：2018-2021年厦门象屿销售人员数量及创收情况



资料来源：Wind，招商证券

3.4 数字化改造多点推进，持续打通供应链堵点

积极运用数字化手段，打通物流、仓储、供应链金融服务等供应链堵点，扩展盈利模型，提高盈利能力。公司将产业链运营经验与数字化手段结合，解决传统产业链运作中的难点。（1）物流方面，公司拥有网络货运平台、网络水运平台以及AIS跟踪平台，能够实时监测货物位置，降低途中风险。（2）仓储方面，公司累计完成25个仓储智能化改造，提高货权管控水平、提升作业效率。（3）供应链金融服务方面，在仓储和物流数字化的基础上，公司利用区块链、AI、物联网、电子签章等技术，搭建“屿链通”服务平台，该平台将智慧物流与数字化供应链金融相融合，不仅可以为企业提供线上出仓、货物监管等服务，同时也可为企业和银行打通数据，帮助企业通过仓单质押方式获得融资，既不占用公司授信额度、减少风险，还能直接增加金融服务收益。“屿链通”服务平台已为客户取得授信超70亿元，“屿仓融”“屿采融”业务累计落地近30单，用信超5亿元。（4）产业级互联网平台，得益于公司在农业产业链的长期积淀以及各项数字化技术的熟练运用，公司上线了农业产业级互联网平台订单业务系统、“铁军”地推团队指挥系统、“兴兴象农”APP以及在富锦、绥化试点WaaS项目，以数字化手段将关键三方仓点直连入平台，覆盖粮食种植、粮食仓点和粮食流通各环节，平台实名认证用户超3万名，线上土地录入超500万亩。我们认为，这些数字化措施将有助于公司提升供应链服务效率，拓展盈利来源，提升盈利能力，同时也符合新型工业化、乡村振兴等政策导向。

图：厦门象屿数字化技术运用案例



资料来源：公司公告，公司官方公众号，招商证券

3.5 风控能力持续增强，有效应对周期波动

系列措施应对大宗商品产业链风险。大宗商品经营过程中存在价格风险、模式风险、货权风险及资信风险等多个风险敞口，公司经过多年行业运作，基本形成了一套完善的风控体系。（1）价格风险方面，公司使用动态保证金进行管理，结算方式更为灵活，同时通过套保、上下游锁价等方式对冲风险。（2）模式风险方面，为了避免传统贸易商循环贸易、上下游关联等风险敞口，公司通过前述的商业模式改造，更多服务制造业企业，减少商业违约和业务量的大幅波动。（3）货权风险方面，公司通过智慧供应链建设，严格把控货物运输途中、仓储过程中的货权，规范查验和提货规则。（4）资信风险方面，公司设立准入门槛和评估机制，动态跟踪企业资信状况和履约能力。公司积极建设的“屿链通”平台未来能够进一步打通企业与银行信息，且不占用公司自身的授信额度，不承担风险敞口。

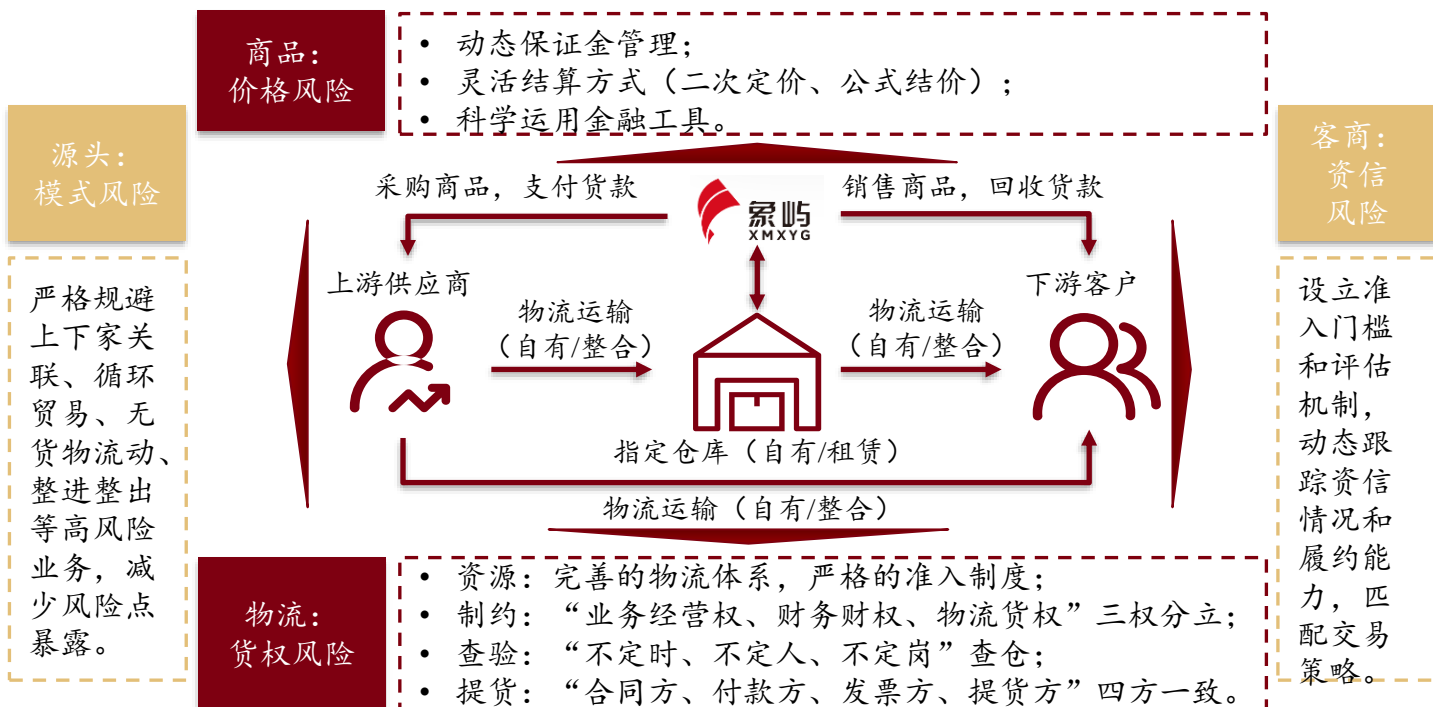
图：厦门象屿风控体系

◆ 风控基础

- 客户优质：制造业客户为主，需求稳定、信用可控；
- 商品聚焦：大宗商品流通性强、易变现、易储存、周转快；
- 结构均衡：业务、产品多元，周期不同，可对冲，系统性风险低。

◆ 三道防线

- 一线业务
- 总部风控
- 总部稽核



资料来源：公司公告，招商证券

四、对标国际发展空间广阔，供应链安全政策支持

4.1 市场空间广阔，头部企业市占率仍低

4.2 产业链纵向拓展与横向复制，有望助力市占率提升

4.3 盈利能力低于国际领先企业，静待经营效率与管理效率进一步提升

4.4 股权激励增强业务开拓热情，管理层经验丰富坚定转型

4.5 供应链安全具备战略高度，公司所处赛道深受政策支持

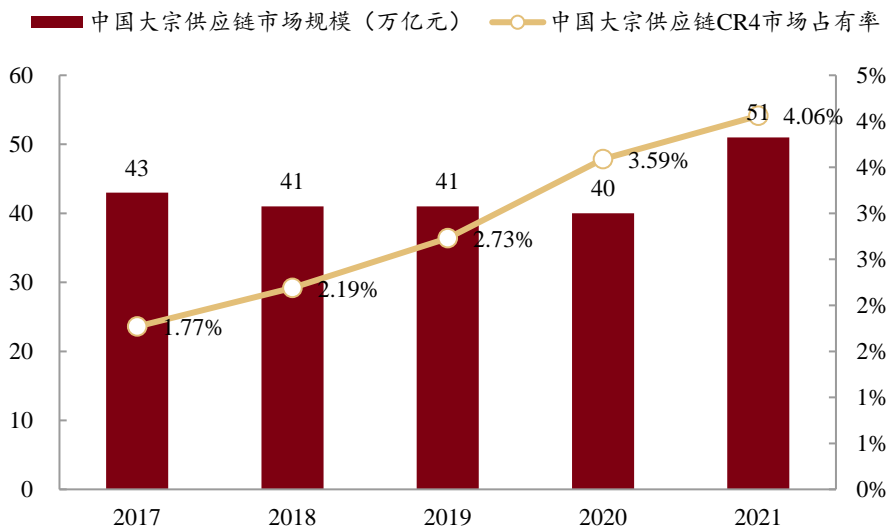
4.6 响应国家“一带一路”倡议，畅通国内国际双循环

4.1 市场空间广阔，头部企业市占率仍低

全国大宗商品供应链市场空间广阔，2021年突破50万亿元。我国制造业产值占全球的比重连续多年稳居世界第一，其中，大宗商品原辅材料供需两端制造业的快速发展催生了市场对大宗供应链服务的需求放量，近五年，大宗商品供应链市场规模稳定在40-50万亿元左右。

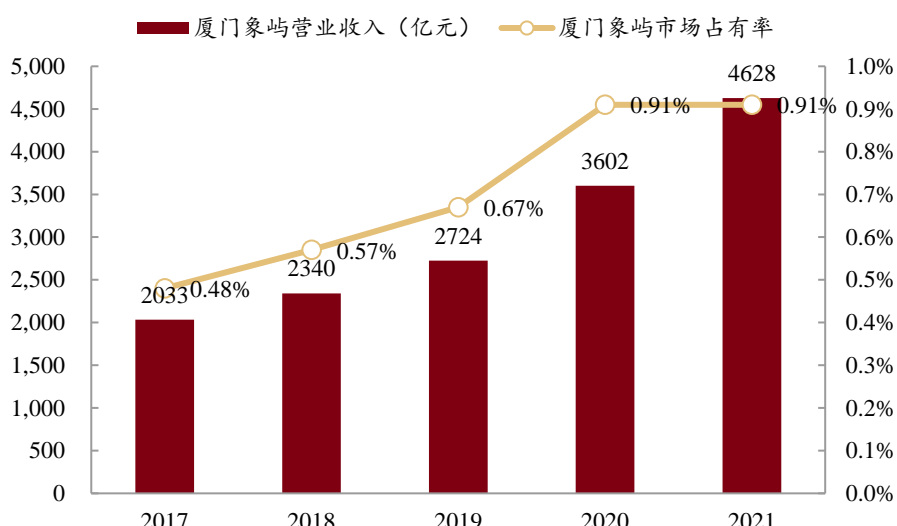
国内头部企业市占率低，CR4市占率低于5%，与国际差距较大。中国大宗供应链CR4（物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸）市场体量由2017年的8,000亿元左右增长至2021年的超2万亿元（统计口径不含房地产、类金融、制造业等业务），对应市场占有率由1.77%快速提升至4.06%，但距美日大宗供应链CR4市场占有率还有较大差距，中国大宗供应链CR4在区域、客户、品类拓展上仍具有广阔的外延发展空间。公司进入快速发展期，未来增长空间可期。2021年公司营收4,628亿元，2017-2021年CAGR达17.88%。参照海外头部大宗供应链企业托克集团营业规模达1.73万亿元，嘉能可经营规模达1.30万亿元，随着未来公司加速海外市场业务布局，国内市场头部企业马太效应加剧，公司业务有望迎来持续性增长。

图：中国大宗供应链市场规模及CR4市场占有率



资料来源：公司公告，招商证券

图：厦门象屿营业收入及市场占有率

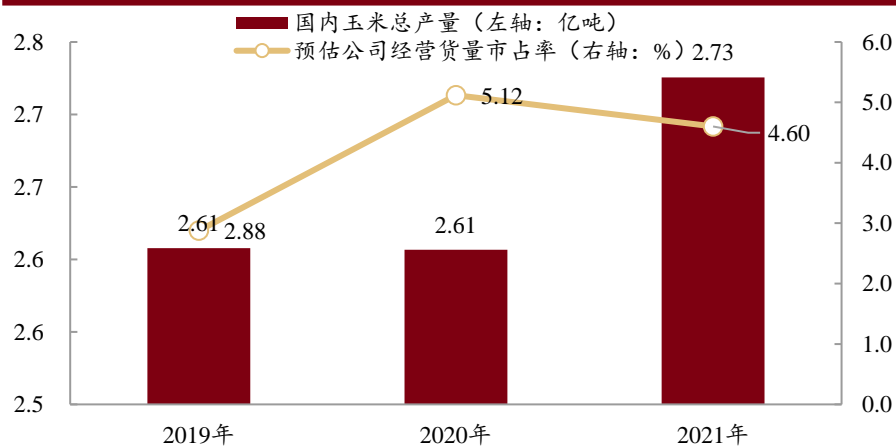


资料来源：公司公告，招商证券

4.2 产业链纵向拓展与横向复制，有望助力市占率提升

农产品、能源化工及新能源产业链市占率低，未来有望通过纵向拓展与横向复制提升市占率。公司正在积极调整经营结构，重点发力铝矿产、农产品、能源化工及新能源产业链，我们预计这部分目前经营货量市占率均较低，仍存在较大的拓展空间：（1）农产品方面，尽管公司是A股最大的玉米全产业链服务商，但以2021年公司农产品板块中谷物原粮的经营货量（1254万吨）作为分子，以当年国内玉米总产量为分母，预估市占率仅为4.60%（若考虑进口市场则实际数据更低）。这主要原因农产品上游相对分散，公司依靠“兴兴象农”等数字化工具整合上游资源，目前业务主要集中在黑龙江省，可以将此纵向拓展到其他谷物原粮品类，也可以在其他粮食大省复制经验；（2）能源化工方面，2020及2021年公司煤炭经营货量占当年能源化工板块总经营货量分别为87.96%和87.87%，以2019-2021年能源化工板块经营货量为分子，以国内原煤产量为分母预估市占率在2021年达到2.04%（考虑进出口及对分子的高估，实际数据应低于此），公司有望依托强大的铁路资源不断提升产业链服务能力。（3）新能源方面，根据2022年半年报新能源板块经营货量仅为7万吨，但营收同比增速达到126.38%，随着公司在该领域经验的逐步积累，未来有望进一步延展产业链，扩大业务规模。

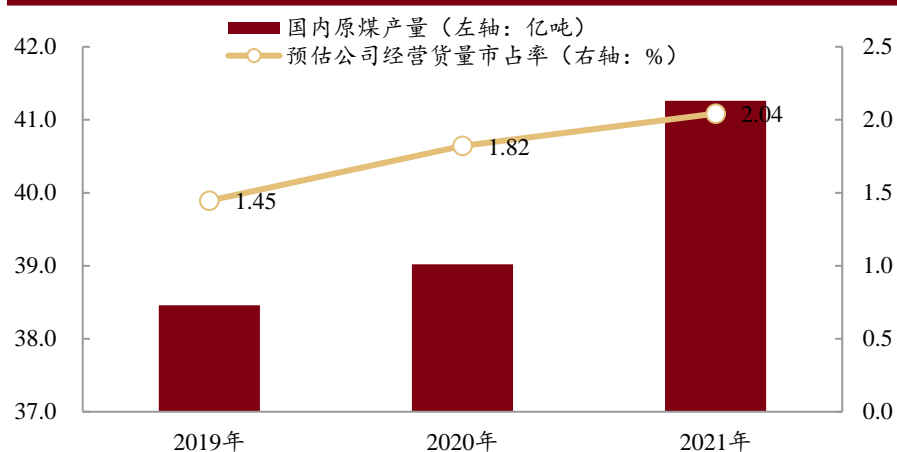
图：2019-2021年厦门象屿玉米经营货量预估市占率



资料来源：公司公告，Wind，招商证券

注：市占率计算分子使用公司披露的农产品板块中粮食经营货量数据，公司是A股最大的玉米全产业链服务商，因此我们以玉米产量作为分母，考虑到玉米进口需求，实际玉米经营货量市占率或更低，未来空间仍然很大。另，2019年粮食经营货量使用年报正文表述中的约计值（“粮食供应链经营货量近750万吨”）。

图：2019-2021年厦门象屿煤炭经营货量预估市占率



资料来源：公司公告，Wind，招商证券

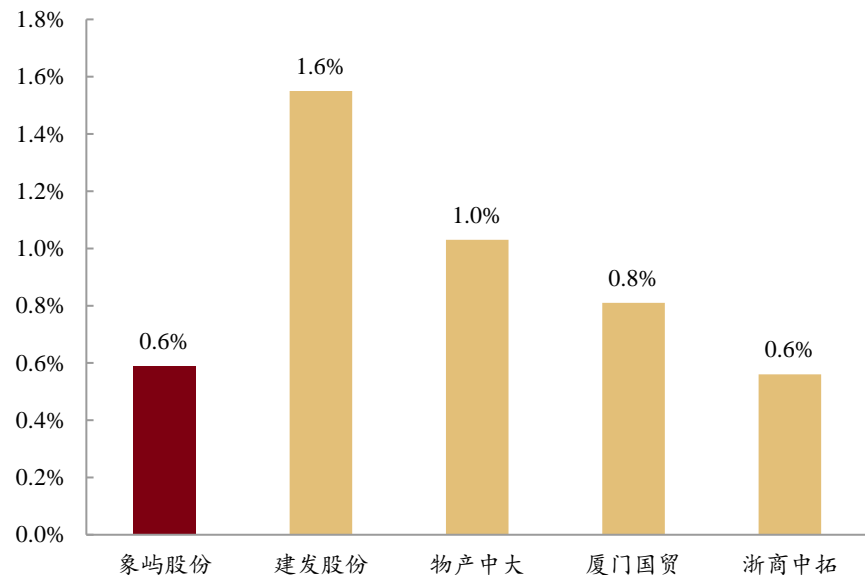
注：市占率计算分子使用公司披露的能源化工经营货量数据，2020及2021年公司煤炭经营货量占能源化工板块经营货量的比重均在88%左右，因此我们以原煤产量作为分母，考虑到原煤进口需求及分子的高估，实际原煤经营货量市占率或更低，未来空间仍然很大。

4.3 盈利能力低于国际领先企业，静待经营效率与管理效率进一步提升

净利率与国际头部企业相比仍有差距，需要经营效率与管理效率的进一步提升。销售净利率方面，中国大宗供应链 CR4 销售净利率平均 0.9%左右，相比嘉能可（2.1%）、三井物产（8.0%）、三菱商事（5.8%）等海外头部大宗商品供应链企业仍有3倍以上的提升空间。

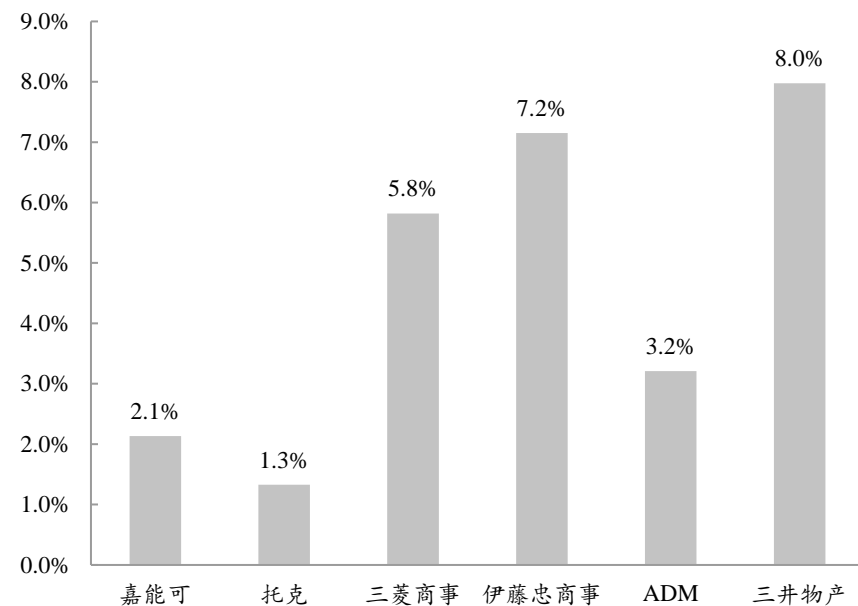
业务结构改善叠加数字化水平提高，经营效益有望提升。经营效益的提升主要依靠公司不断调整经营品类结构，优化毛利构成，同时通过农业产业级互联网平台订单业务系统、“铁军”地推团队指挥系统、“兴兴象农”APP、WaaS项目以及智慧物流服务平台数字化服务、金融服务等盈利模式提升毛利率。

图：2021年国内可比公司净利率对比



资料来源：各公司年报，招商证券

图：2021/2022财年国际可比公司净利率情况



资料来源：各公司年报，招商证券；注：嘉能可、ADM截至20211231，三菱商事、伊藤忠商事、三井物产截至20220331，托克截至20210930

4.4 股权激励增强业务开拓热情，管理层经验丰富坚定转型

股权激励调动积极性，业绩考核目标彰显发展信心，管理效率有望提升。2020及2022年公司实施两期股权激励计划，主要激励对象为管理人员和核心骨干员工，有利于调动员工积极性。根据公司2022年股权激励计划设置的业绩考核目标，换算2022-2024年公司营业收入下限为5331.18亿元、6123.65亿元、7024.19亿元，对应同比增速分别为15.26%、14.86%、14.71%；2021-2024年营业收入最低CAGR为14.94%，每股收益最低CAGR为9.47%。我们认为，股权激励政策有望调动管理层及核心骨干员工积极性，有利于进一步提升管理效率、增强人效。

表：2020年以来厦门象屿两期股权激励情况

激励计划	股票数量（万股）	占当时总股本比例	激励人数	激励对象
2020年股权激励计划	6450.63	2.99%	259	公司董事、高级管理人员，核心管理人员及子公司核心管理层
2022年股权激励计划	10,787.27	5.00%	769	董事、高级管理人员、核心管理人员、核心骨干人员

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	自授予完成登记之日起24个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%	(1) 以2020年度营业收入为基准，2022年度营业收入增长率不低于48%，且不低于同行业均值或对标企业75分位值水平； (2) 2022年度每股收益不低于1.01元/股，且不低于同行业均值或对标企业75分位值水平； (3) 2022年度主营业务收入占营业收入的比例不低于95%。
第二个解除限售期	自授予完成登记之日起36个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%	(1) 以2020年度营业收入为基准，2023年度营业收入增长率不低于70%，且不低于同行业均值或对标企业75分位值水平； (2) 2023年度每股收益不低于1.11元/股，且不低于同行业均值或对标企业75分位值水平； (3) 2023年度主营业务收入占营业收入的比例不低于95%。
第三个解除限售期	自授予完成登记之日起48个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起60个月内的最后一个交易日当日止	40%	(1) 以2020年度营业收入为基准，2024年度营业收入增长率不低于95%，且不低于同行业均值或对标企业75分位值水平； (2) 2024年度每股收益不低于1.22元/股，且不低于同行业均值或对标企业75分位值水平； (3) 2024年度主营业务收入占营业收入的比例不低于95%。

资料来源：公司公告，招商证券

4.4 股权激励增强业务开拓热情，管理层经验丰富坚定转型

公司管理层经验丰富。公司核心管理层均在集团及公司任职多年，拥有丰富的大宗商品供应链管理经验和丰富的数字化转型经验，同时积极助推公司数字化转型，公司成立了董事长牵头的数字化转型委员会，推动数字化转型规划的有序落地实施。

表：厦门象屿管理层简介一览

姓名	主要工作经历
邓启东	党委书记、董事长，厦门象屿集团有限公司党委副书记、总裁、董事。曾任厦门象屿集团有限公司总裁助理、贸易中心总经理，厦门象屿物流集团有限责任公司总经理，厦门象屿股份有限公司总经理。
齐卫东	党委副书记、副董事长、总经理兼财务负责人。曾任厦门象屿集团有限公司贸易中心常务副总经理，厦门象屿物流集团有限责任公司财务负责人、贸易中心管理本部及贸易事业部总经理，厦门象屿股份有限公司副总经理。
张水利	董事，厦门象屿集团有限公司党委书记、董事长。曾任厦门银城企业总公司财务经理，厦门象屿保税区贸易有限公司财务经理，厦门象屿宝发有限公司副总经理，厦门象屿国际贸易发展有限公司总经理，厦门象屿集团有限公司贸易中心总经理，厦门象屿集团有限公司副总裁、总裁，厦门象屿股份有限公司董事长。
程益亮	党委委员、副总经理。曾任厦门象屿集团有限公司投资部经理，厦门象屿集团国际货运有限公司投资发展总监兼上海分公司总经理，厦门象屿速传供应链发展股份有限公司总经理。
范承扬	党委委员、纪委书记、副总经理，厦门象屿集团有限公司纪委书记。曾任厦门象屿集团有限公司法律事务部经理、风险管理总监。
张军田	副总经理，厦门象屿化工有限公司总经理。曾任厦门兴大进出口贸易有限公司天津分公司总经理，厦门象屿集团有限公司贸易中心副总经理，厦门象屿股份有限公司塑化事业一部总经理。
陈代臻	党委委员、副总经理。曾任厦门象屿速传供应链发展股份有限公司副总经理，成大物产（厦门）有限公司总经理，象屿重庆有限责任公司总经理，香港拓威贸易有限公司总经理。
童晓青	党委委员、副总经理，黑龙江象屿农业物产有限公司总经理。曾任天津象屿进出口贸易有限公司副总经理，象屿期货有限责任公司总经理助理，黑龙江象屿农业物产有限公司常务副总经理。

资料来源：公司公告，招商证券

4.5 供应链安全具备战略高度，公司所处赛道深受政策支持

政府多次出台政策加强供应链安全建设，政策端利好公司发展。2017年以来，中央政府先后出台《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》等政策，强调提高供应链安全水平，加强现代流通应急保供能力建设。二十大报告亦强调将推进国家安全体系和能力现代化，加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全，谨防短缺风险。公司入选第一批电煤重点保供企业名单，展现出较强的产业链地位。

表：2017年以来中央层面出台的有关供应链安全的重点政策

序号	时间	部门	文件	主要内容
1	2017年10月5日	国务院办公厅	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	提高全球供应链安全水平，制定和实施国家供应链安全计划，建立全球供应链风险预警评价指标体系，完善全球供应链风险预警机制，提升全球供应链风险防控能力。
2	2018年4月10日	商务部等八部门	《关于开展供应链创新与应用试点的通知》	构建优质高效的供应链质量促进体系，加强全链条质量监管，为客户提供安全、诚信优质、高效的服务，鼓励企业加强供应链品牌建设，创建一批高价值供应链品牌。
3	2019年5月5日	财政部、商务部	《关于推动农商互联完善农产品供应链的通知》	进一步加强农商互联，完善农产品供应链，提高农产品流通效率，促进农民增收和乡村振兴，满足农产品消费升级需求。
4	2020年4月10日	商务部等八部门	《关于进一步做好供应链创新与应用试点工作的通知》	加强供应链安全建设，把供应链安全作为企业发展战略的重要组成部分，建立供应链风险预警系统，制定和实施供应链多元化发展战略，提升风险防范和抵御能力，促进供应链全链条安全、稳定、可持续发展。
5	2022年1月13日	国家发改委	《十四五电子商务发展规划》	加强现代流通应急保供能力建设，增强流通体系安全风险管控和抗冲击能力，充分发挥对保障基本民生和产业链供应链全稳定的作用。
6	2022年4月10日	国务院	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	大力发展第三方物流，支持数字化第三方物流交付平台建设，推动第三方物流产业科技和商业模式创新，培育一批有全球影响力的数字化平台企业和供应链企业，促进全社会物流降本增效。加强应急物流体系建设，提升灾害高风险区域交通运输设施、物流站点等设防水平和承灾能力，积极防范粮食、能源等重要产品供应短缺风险。

资料来源：政府官网，招商证券

4.6 响应国家“一带一路”倡议，畅通国内国际双循环

“一带一路”倡议创造发展新机遇，公司加快拓展海外供应链业务。公司持续拓展“中国—印尼”“中国—越南”“中国—泰国”“中国—非洲”国际航线，推进国际物流平台建设，设立越南公司、印尼公司，深耕印尼、越南市场。“一带”方面，2022年11月，公司发运首趟冷链中欧班列，打造国际多式联运精品线路，为客户提供一站式综合物流服务，为深化国内国际“双循环”、加快构建对外开放格局注入活力。此外，公司还于近期发运了通往莫斯科的“铁路快通”班列，装载各类中国制造产品，总运行时间可缩短2-3天。

“一路”方面，公司在印尼投资建设了年产250万吨的不锈钢冶炼一体化项目，其外派拓展团队为印尼不锈钢项目提供硅铁、硅锰、无烟煤等原辅材料供应和钢坯、镍铁等产成品的销售及配套物流服务。截至2022年6月，项目带动进出口贸易额超80亿美元。响应国家“一带一路”倡议有利于公司体系内各业务板块捕捉海外需求，助力供应链的发展延伸。

图：江西南昌国际陆港“铁路快通”中欧班列



资料来源：公司官方公众号，招商证券

图：公司于印尼投资建设不锈钢冶炼一体化项目



资料来源：公司官方公众号，招商证券

五、盈利预测

5.1 收入假设

大宗商品采购分销服务假设。公司注重经营品类平衡，逐步优化黑金类目经营货量（1H22同比下滑16.68%），因此我们保守假设金属矿产分部同比增速下降；农产品部分1H22同比增长14.77%，我们假设增速前高后低；能源化工部分1H22同比增速91.84%，其中煤炭是主要驱动力，我们预计能源化工部分未来延续较高增长；公司于1H22起披露新能源类目数据，营业收入同比增长126.38%，这部分在以往的年报披露口径中纳入其他分部中，因此我们假设该部分未来增速保持较高增长。

大宗商品物流服务假设。1H22公司综合物流收入同比增长13.24%，农产品物流同比下滑3.64%，铁路物流同比下滑8.80%。我们预计全年趋势与1H22类似，同时考虑国家临储和国储政策变化预计农产品物流板块收入后续延续下滑；铁路物流和综合物流随着疫情影响减弱或于后续均有所增长。

最终我们预计2022-2024年公司营业收入分别为5331.29/6207.28/7168.17亿元，同比增速分别为15.27%、16.43%及15.48%，2021-2024年CAGR为15.72%。

表：大宗商品采购分销服务假设

单位：亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
金属矿产	2325.08	2927.89	3061.41	3154.09	3220.03	
YoY (%)		36.78%	25.93%	4.56%	3.03%	2.09%
农产品	397.38	439.88	506.89	568.60	619.03	
YoY (%)		70.49%	10.70%	15.23%	12.17%	8.87%
能源化工	760.46	1089.87	1548.11	2195.35	2946.86	
YoY (%)		12.45%	43.32%	42.04%	41.81%	34.23%
其他	19.99	30.93	60.40	108.84	179.59	
YoY (%)		-31.87%	54.73%	95.27%	80.21%	65.00%
大宗商品采购分销服务	3502.91	4488.57	5176.81	6026.88	6965.51	
YoY (%)		32.76%	28.14%	15.33%	16.42%	15.57%

资料来源：Wind，招商证券

5.1 收入假设

表：大宗商品物流服务、其他主营业务及其他业务假设

单位：亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
综合物流	43.23	58.27	67.23	80.81	93.80	
YoY (%)		23.06%	34.79%	15.37%	20.21%	16.07%
农产品物流	5.68	3.71	3.45	3.20	2.97	
YoY (%)		-26.80%	-34.68%	-6.98%	-7.29%	-7.10%
铁路物流	8.66	11.56	10.29	13.41	15.53	
YoY (%)		-32.76%	33.49%	-10.97%	30.32%	15.79%
大宗商品物流服务	57.57	73.54	80.97	97.42	112.30	
YoY (%)		3.23%	27.74%	10.10%	20.32%	15.27%
单位：亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
大宗商品采购分销服务	3502.91	4488.57	5176.81	6026.88	6965.51	
YoY (%)		32.76%	28.14%	15.33%	16.42%	15.57%
大宗商品物流服务	57.57	73.54	80.97	97.42	112.30	
YoY (%)		3.23%	27.74%	10.10%	20.32%	15.27%
其他主营业务	37.46	50.18	60.22	69.25	76.17	
YoY (%)		42.74%	33.96%	20.00%	15.00%	10.00%
其他业务	4.21	12.87	13.29	13.73	14.18	
YoY (%)		18.42%	205.91%	3.28%	3.28%	3.28%
营业收入	3602.15	4625.16	5331.29	6207.28	7168.17	
YoY (%)		32.23%	28.40%	15.27%	16.43%	15.48%

资料来源：Wind，招商证券

5.2 毛利率及费率假设

毛利率及费率假设。毛利率方面，预计大宗商品采购分销服务毛利率稳步提升，2022-2024年分别为2.04%、2.08%、2.14%，主要源于金属矿产类目优化带来毛利率稳步提升，以及新能源板块毛利贡献。大宗物流服务毛利率保持稳定，分别为10.66%、10.67%和10.68%。费率方面考虑随着公司规模扩大终端销售地推人员规模或稳步扩张，因此假设2022-2024年销售费用率分别为0.45%、0.47%和0.47%，同时假设管理费用率、研发费用率及财务费用率基本保持稳定。

表：主要业务毛利率假设及费率假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	1.95%	2.19%	2.27%	2.31%	2.35%
大宗商品采购分销服务	1.75%	1.93%	2.04%	2.08%	2.14%
金属矿产	1.25%	1.38%	1.39%	1.39%	1.40%
农产品	4.57%	4.40%	4.28%	3.87%	3.73%
能源化工	1.83%	2.38%	2.57%	2.58%	2.58%
其他	1.45%	2.07%	2.52%	2.61%	2.67%
大宗商品物流服务	16.03%	10.69%	10.66%	10.67%	10.68%
综合物流	11.38%	8.99%	9.29%	9.81%	10.03%
农产品物流	55.46%	50.94%	50.58%	50.62%	52.03%
铁路物流	13.39%	6.31%	6.25%	6.32%	6.71%
其他主营业务	-5.37%	7.19%	6.49%	6.81%	6.31%
其他业务	37.30%	25.13%	20.01%	19.67%	18.86%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.44%	0.45%	0.45%	0.47%	0.47%
管理费用率	0.24%	0.26%	0.26%	0.24%	0.22%
研发费用率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
财务费用率	0.42%	0.33%	0.32%	0.27%	0.25%

资料来源：Wind，招商证券

5.3 盈利预测及可比公司估值

业绩有望保持稳健增长、持续提升市占率，公司当前PE低于国际可比公司高速发展期的平均PE。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为27.79、36.06及43.33亿元，同比增速分别为28.63%、29.76%及20.16%，2021-2024年CAGR为26.11%。国际可比公司成长阶段（利润CAGR高于20%期间）的平均PE达到19.55倍，考虑到公司相较于国际可比公司市占率及净利率水平仍有很大提升空间，出于谨慎性给予10倍PE，我们目前的盈利预测对应2022-2024年PE分别为8.7、6.7及5.6倍，因此首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表：盈利预测及可比公司估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	360215	462516	533129	620728	716817
同比增长	32%	28%	15%	16%	15%
营业利润(百万元)	2138	3927	5044	6505	7922
同比增长	21%	84%	28%	29%	22%
归母净利润(百万元)	1300	2160	2779	3606	4333
同比增长	18%	66%	29%	30%	20%
P/E(倍)	18.5	11.1	8.7	6.7	5.6
P/B(倍)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
可比公司	核心业绩增长期及表现				区间平均PE
三菱商事	2002-2007年净利润CAGR为49.88%				18.26
伊藤忠商事	2004-2007年净利润CAGR为40.83%				18.75
ADM	1999-2002年净利润CAGR为24.33%				23.55
托克	2004-2006年净利润CAGR为22.79%				17.65
平均值	平均CAGR为34.46%				19.55

资料来源：Wind，招商证券

六、风险提示

风险提示

(1) **疫情加剧导致需求端不及预期的风险。**公司所处行业与宏观经济形势密切相关，国际和国内宏观经济波动会显著影响大宗商品市场的供需和价格，重大公共卫生安全事件如新冠肺炎疫情亦会通过影响宏观经济，对大宗商品市场造成间接不利影响。近年来，受全球宏观经济的不确定性以及国内经济增速放缓等因素影响，大宗商品价格波动加剧，加大了公司的经营压力和决策难度。

(2) **市场竞争加剧的风险。**公司所处行业属于充分市场化、竞争激烈的行业，行业结构和格局在不断变化，行业集中度不断提升，新兴的经营业态开始出现，公司面临的行业竞争不断加剧。

(3) **运营管理风险。**随着公司业务规模不断增长，新业务、新项目、新模式不断涌现，新团队不断加入，对公司的风险管控能力、精细化管理能力、人力资源体系建设、信息系统建设提出了更高的要求，公司面临运营管理能力与业务规模不匹配的风险。

(4) **汇率风险。**随着公司业务规模不断增长，进出口贸易规模不断提升，世界经济不确定性增加带来汇率波动的加剧，公司日常经营中面临汇率波动的风险。

(5) **地缘政治冲突影响海外供应链布局的风险。**地缘政治冲突影响大宗商品进出口业务，同时对大宗商品价格产生扰动。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	70211	77995	118055	133314	150097
现金	11636	13614	51097	61316	68059
交易性投资	5264	5025	6654	6654	6654
应收票据	561	106	122	142	164
应收款项	12527	14396	15439	17976	20705
其它应收款	2125	1683	1940	2259	2608
存货	21378	22195	21355	21217	24490
其他	16720	20977	21448	23750	27417
非流动资产	17154	17839	18136	19930	20639
长期股权投资	1273	1603	1702	2502	2798
固定资产	9756	10087	10407	10708	10990
无形资产商誉	1883	2073	1866	1679	1511
其他	4242	4076	4161	5041	5340
资产总计	87365	95834	136191	153244	170737
流动负债	51422	56403	96619	111534	125228
短期借款	10133	8246	54212	65654	75155
应付账款	23985	29245	29700	33353	37098
预收账款	8843	8722	9379	9703	9800
其他	8461	10190	3328	2825	3175
长期负债	9433	8102	5748	4145	4291
长期借款	5276	2857	2857	2857	2857
其他	4157	5244	2890	1287	1433
负债合计	60855	64505	102366	115679	129519
股本	2157	2157	2254	2844	2844
资本公积金	8810	9763	9763	9763	9763
留存收益	3998	5294	6972	9188	11718
少数股东权益	11545	14115	14835	15770	16893
归属母公司所有者权益	14965	17214	18989	21795	24325
负债及权益合计	87365	95834	136191	153244	170737

现金流量表

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1280	5420	2901	6094	3073
净利润	1627	2720	3499	4540	5455
折旧摊销	691	690	837	834	831
财务费用	1489	1303	1706	1676	1792
投资收益	347	629	430	610	840
营运资金变动	(2689)	(36)	(3573)	(1570)	(5906)
其它	(187)	114	2	4	60
投资活动现金流	(3435)	(2220)	(3195)	(3239)	(2381)
资本支出	(280)	(753)	(938)	(938)	(938)
其他投资	(3155)	(1467)	(2256)	(2300)	(1443)
筹资活动现金流	7174	(3477)	37776	7364	6052
借款变动	7526	(3397)	42839	11442	9501
普通股增加	0	0	97	590	0
资本公积增加	859	954	0	0	0
股利分配	(798)	(647)	(1100)	(1389)	(1803)
其他	(414)	(386)	(4060)	(3279)	(1646)
现金净增加额	5018	(277)	37483	10219	6743

利润表

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	360215	462516	533129	620728	716817
营业成本	353197	452404	521053	606414	699970
营业税金及附加	299	448	517	602	695
营业费用	1599	2073	2389	2917	3369
管理费用	878	1206	1390	1490	1577
研发费用	24	31	35	62	72
财务费用	1510	1541	1706	1676	1792
资产减值损失	(491)	(589)	(564)	(452)	(581)
公允价值变动收益	114	83	83	(21)	(99)
其他收益	154	248	116	116	33
投资收益	(347)	(629)	(629)	(705)	(773)
营业利润	2138	3927	5044	6505	7922
营业外收入	217	166	124	130	28
营业外支出	127	96	96	96	120
利润总额	2229	3997	5072	6539	7829
所得税	601	1276	1573	1999	2374
少数股东损益	328	560	720	934	1123
归属母公司净利润	1300	2160	2779	3606	4333

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	32%	28%	15%	16%	15%
营业利润	21%	84%	28%	29%	22%
归母净利润	18%	66%	29%	30%	20%
获利能力					
毛利率	1.9%	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%
净利率	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
ROE	9.1%	13.4%	15.4%	17.7%	18.8%
ROIC	7.0%	8.9%	7.2%	6.0%	6.2%
偿债能力					
资产负债率	69.7%	67.3%	75.2%	75.5%	75.9%
净负债比率	19.0%	14.8%	41.9%	44.7%	45.7%
流动比率	1.4	1.4	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	4.7	5.0	4.6	4.3	4.4
存货周转率	17.3	20.8	23.9	28.5	30.6
应收账款周转率	38.7	33.5	35.5	36.9	36.8
应付账款周转率	16.4	17.0	17.7	19.2	19.9
每股资料(元)					
EPS	0.6	1.0	1.2	1.3	1.5
每股经营净现金	0.6	2.4	1.3	2.7	1.4
每股净资产	6.6	7.6	8.4	9.7	10.8
每股股利	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0
估值比率					
PE	18.6	11.2	8.7	6.7	5.6
PB	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	21.1	14.8	11.9	10.0	8.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢笑妍：招商证券研发中心煤炭开采行业首席分析师、传媒互联网行业高级分析师。南开大学学士，美国乔治华盛顿大学硕士，五年券商行研经验，曾就职于民生证券，2017年加入招商证券，所在团队新财富2017年环保行业最佳分析师第四名；金牛奖2017年环保行业最佳分析师第二名，新财富2020年传媒行业最佳分析师第四名，新财富2021年传媒行业最佳分析师第四名，2021年卖方分析师水晶球奖第四名。

苏宝亮：招商证券交运行业首席分析师。清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作10多年。2018年加入招商证券研发中心。

顾佳：招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名，水晶球第四名。2020年新财富第四名。2021年新财富第四名，水晶球第四名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



感谢您宝贵的时间
Thank You