

评级：买入（首次）

市场价格：9.91元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

联系人：邵美玲

电话：

Email: shaoml@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,264
流通股本(百万股)	2,151
市价(元)	9.91
市值(百万元)	22,434
流通市值(百万元)	21,319

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	462,516	538,148	616,785	707,699	789,226
增长率 yoy%	28%	16%	15%	15%	12%
净利润(百万元)	2,160	2,637	3,225	3,962	4,661
增长率 yoy%	66%	22%	22%	23%	18%
每股收益(元)	0.95	1.16	1.42	1.75	2.06
每股现金流量	2.39	2.75	1.18	2.29	2.58
净资产收益率	7%	7%	8%	9%	9%
P/E	10.4	8.5	7.0	5.7	4.8
P/B	1.3	1.3	1.1	1.0	0.8

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价为2023年5月22日收盘价。

投资要点

- **被忽视的转型升级。**1) 传统贸易商以赚取价差收益为主，经营业绩受大宗商品价格波动影响较大；而公司已成功完成由“传统贸易商”向“供应链服务商”的转型，并在依次形成综合服务模式、全产业链服务模式、产业链运营模式基础上，逐步进入数智服务阶段，盈利结构进可攻退可守，2022年服务收益占比超过70%。2) 公司持续优化客户结构，2022年制造业企业客户数量及服务量占比分别达到50%和60%以上；动态调整商品组合，重要品类精耕细作，具有更好的增长潜力和周期对冲能力；在多维度齐发展基础上，风险管控能力不断增强。2020-2022年，公司营业收入复合增速为22.23%；归母净利润复合增速为41.21%；净资产收益率由10.76%提升至18.06%；销售净利率由0.46%提升至0.70%；实现了量的合理增长和质的稳步提升，转型升级成效显著。
- **被低估的成长潜力。**1) 横纵结合。公司全程供应链管理服务（虚拟工厂）项目已由黑色金属产业拓展至铝、煤炭等产业，2022年上半年项目数量增加至14个，2022年铝供应链期现毛利同比增长102.12%，验证了成熟模式横向复制的高成长性；公司在农产品板块形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，布局大豆压榨厂，实现服务链条的延伸，后续有望成为新的利润增长点。2) 物贸联动。公司在业内率先构建起以“公、铁、水、仓”为核心、连接海内外市场的网络化物流服务体系，先发优势显著，安全高效的资源调配能够加深客户粘性，提升核心竞争力。3) 数智赋能。公司积极利用数智科技为供应链服务赋能，上线网络货运平台、农业产业级互联网平台、“屿链通”数字供应链服务平台等数字化项目，实现提质增效。截至2022年底，“屿链通”服务平台已为客户取得专项授信近90亿元，客户累计授信超11亿元，公司在不承担担保责任的前提下，向客户收取稳定的服务费，整体收益水平有望持续改善。
- **行业发展空间广阔，国际化迎来新机遇。**作为制造业大国，我国大宗供应链行业发展空间广阔。同时，随着“一带一路”倡议不断深化以及全球供应链重构趋势加深，海外市场正迎来全新机遇。目前我国大宗供应链CR4市场占有率与美国、日本相比仍有较大差距，头部企业在区域、客户、品类拓展上具有广阔的外延发展空间。公司作为头部企业之一，竞争优势显著，后续业绩增长可期。
- **股权激励彰显信心，回报股东共享发展。**1) 公司不断完善治理体系，2022年推出新一期股权激励计划，整体覆盖范围更广、业绩考核要求更高，充分调动核心员工积极性的同时，彰显了公司对于未来经营发展的信心。2) 公司积极回报股东，2019-2021年实际现金分红率均在55%以上；2022年拟每股派发现金红利0.61元（含税），合计拟派发现金红利13.81亿元（含税），分红率为55.98%，显著高于股东回报规划中承诺的最低分红比例。
- **盈利预测、估值及投资评级：**预计公司2023-2025年实现营业收入分别为6167.85、7076.99、7892.26亿元，实现归母净利润分别为32.25、39.62、46.61亿元，每股收益分别为1.42、1.75、2.06元，当前股价9.91元，对应PE分别为7.0X/5.7X/4.8X。考虑到公司深耕大宗商品供应链领域多年，业务模式不断优化升级，后续有望凭借现有业务的扩张延伸、成熟模式的快速复制、领先的综合物流服务能力以及不断发展的数智化平台抢占更多市场份额，从而实现高速增长。公司2017-2022年净利润复合增速在30%左右，在1倍PEG假设下，同时考虑到大宗商品供应链业务营业收入的相对波动性，测算公司合理PE在20倍以上，当前估值仍有较大提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济环境波动风险、大宗商品价格下跌风险、业务拓展不及预期风险、研报使用信息数据更新不及时风险。

内容目录

“象”阳而生，“屿”时俱进	- 4 -
厦门上市国企，业务蓬勃发展	- 4 -
营收规模稳增，盈利能力提升	- 5 -
完善治理体系，积极回报股东	- 6 -
转型升级，匠心独运	- 8 -
服务模式演进更新，盈利结构攻守兼备	- 8 -
产品组合多元均衡，客户结构不断优化	- 12 -
横纵结合，服务驱动	- 15 -
横向复制纵向延伸，经营板块高速发展	- 15 -
物流服务能力领先，积极向数智化转型	- 18 -
行业发展空间广阔，龙头有望强者恒强	- 21 -
盈利预测与估值建议	- 23 -
风险提示	- 24 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程	- 4 -
图表 2: 公司股权结构（截至 2023 年 Q1）	- 5 -
图表 3: 公司 2020-2022 年营业收入变化	- 5 -
图表 4: 公司 2020-2022 年归母净利润变化	- 5 -
图表 5: 公司 2020-2022 年净资产收益率变化	- 6 -
图表 6: 公司 2020-2022 年销售净利率变化	- 6 -
图表 7: 公司 2017-2022 年营业收入结构变化	- 6 -
图表 8: 公司 2017-2022 年毛利结构变化	- 6 -
图表 9: 公司 2022 年限制性股票激励计划业绩考核目标情况	- 7 -
图表 10: 公司 2017-2022 年现金分红情况	- 8 -
图表 11: 公司业务模式演进	- 8 -
图表 12: 公司综合服务模式	- 9 -
图表 13: 公司全程供应链管理（虚拟工厂）项目	- 9 -
图表 14: 公司新能源产业链服务项目	- 10 -
图表 15: 公司产业链运营模式	- 10 -
图表 16: 公司粮食产业链服务项目	- 11 -
图表 17: 公司数智服务模式	- 11 -
图表 18: 公司盈利结构及释义	- 12 -
图表 19: 公司 2022 年经营商品期现毛利构成	- 13 -
图表 20: 公司 2022 年核心产品市占率情况（分供应链）	- 13 -
图表 21: 制造业企业客户与贸易商客户对比	- 14 -

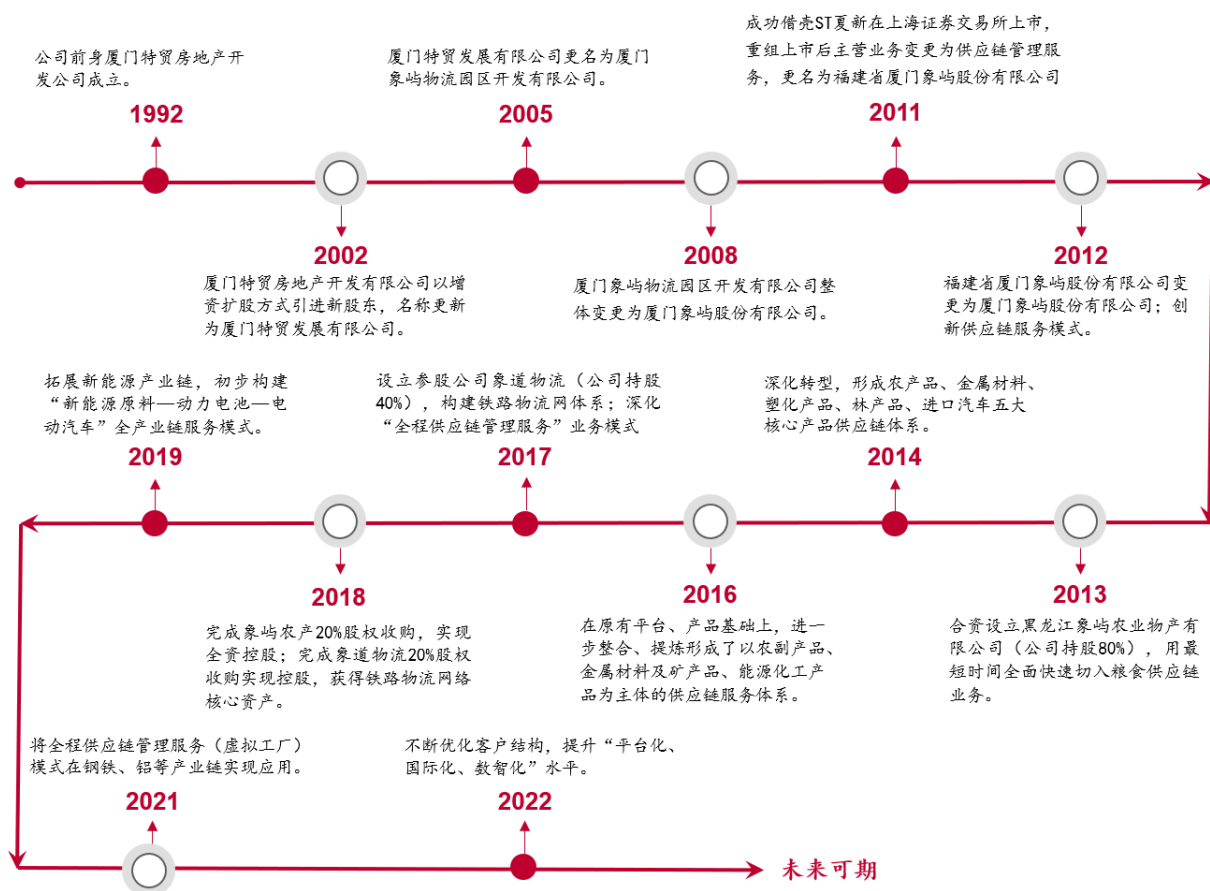
图表 22: 公司 2022 年制造业企业服务量占比 (%)	- 14 -
图表 23: 公司 2020-2022 年中大型客户数量变化 (家)	- 14 -
图表 24: 公司业务过程中的主要风险及应对手段	- 15 -
图表 25: 公司 2019-2022 年信用减值损失占营业利润的比例较低	- 15 -
图表 26: 2017-2022 年大宗商品经营板块营收变化	- 16 -
图表 27: 2017-2022 年大宗商品经营板块营收结构	- 16 -
图表 28: 2022 年农产品经营板块营收分布	- 16 -
图表 29: 2022 年农产品经营板块货量分布	- 16 -
图表 30: 2022 年金属矿产经营板块营收分布	- 17 -
图表 31: 2022 年金属矿产经营板块货量分布	- 17 -
图表 32: 2022 年金属矿产板块主要品类经营业绩同比变化情况	- 17 -
图表 33: 2022 年能源化工经营板块营收分布	- 18 -
图表 34: 2022 年能源化工经营板块货量分布	- 18 -
图表 35: 2022 年新能源供应链经营业绩同比变化情况	- 18 -
图表 36: 客户需求变化及服务主体演变	- 19 -
图表 37: 公司覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系	- 19 -
图表 38: 公司物流资源及能力 (截至 2022 年)	- 20 -
图表 39: 公司农业产业级互联网平台	- 20 -
图表 40: 公司“屿链通”数字供应链服务平台	- 21 -
图表 41: 2022 年我国全部工业增加值超 40 万亿元	- 22 -
图表 42: 2018-2022 年中国大宗供应链市场规模变化	- 22 -
图表 43: 2018-2022 年中国大宗供应链 CR4 市场体量变化	- 22 -
图表 44: 2018-2022 年中国大宗供应链 CR4 市占率变化	- 22 -
图表 45: 公司国际化业务发展布局	- 23 -
图表 46: 公司 2023-2025 年营业收入预测表 (百万元)	- 24 -
图表 47: 公司及可比公司盈利预测与估值表	- 24 -

“象”阳而生，“屿”时俱进

厦门上市国企，业务蓬勃发展

- 厦门象屿股份有限公司由象屿集团旗下所有供应链服务相关子公司重组而成，2011 年成功借壳 ST 夏新在上海证券交易所上市，重组上市后主营业务变更为供应链管理服务。上市以来，公司不断优化调整业务结构，持续创新供应链服务模式。2014 年形成农产品、金属材料、塑化产品、林产品、进口汽车五大核心产品供应链体系；2016 年重点聚焦农副产品、金属材料及矿产品、能源化工产品三大板块；2018 年控股象道物流获得铁路物流网络核心资产；2019 年拓展新能源产业链；2021 年成功将全程供应链管理服务（虚拟工厂）模式在钢铁、铝等产业链实现应用；2022 年持续优化客户结构，提升“平台化、国际化、数智化”水平，提高供应链综合服务核心竞争力。

图表 1：公司发展历程

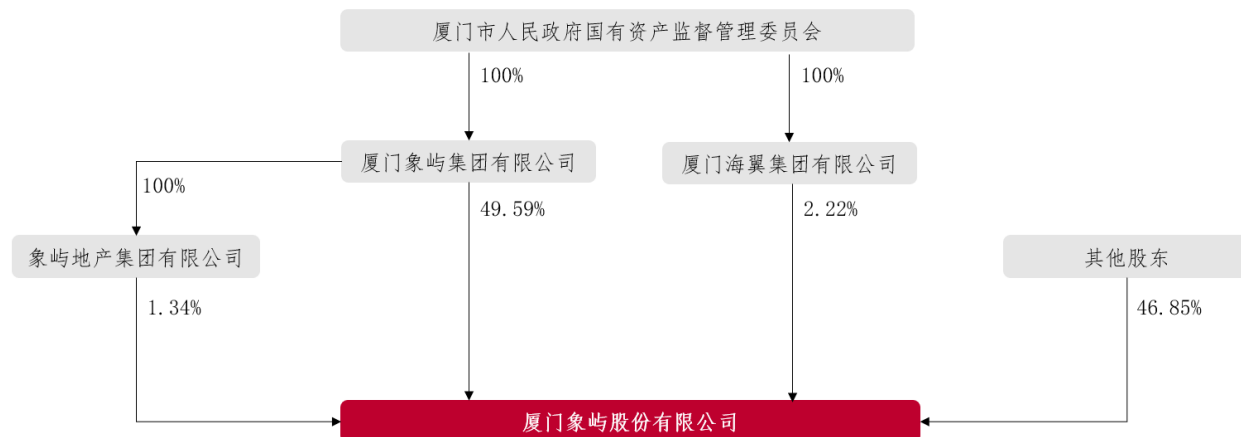


来源：公司公告、公司官网、公司债券募集说明书、中泰证券研究所

- 国资控股综合实力雄厚，战略投资有望优势互补。截至 2023 年一季报，公司控股股东为厦门象屿集团有限公司，直接持股比例为 49.59%，通过象屿地产集团有限公司间接持股比例为 1.34%；实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会。此外，根据公司 2023 年 2 月 24 日发布的《向特定对象发行 A 股股票预案（第二次修订稿）》，此次向特定

对象发行将引入招商局和山东港口作为战略投资者,有望实现战略协同,深化业务合作,促进资源整合,共同提升供应链综合服务能力。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 Q1)

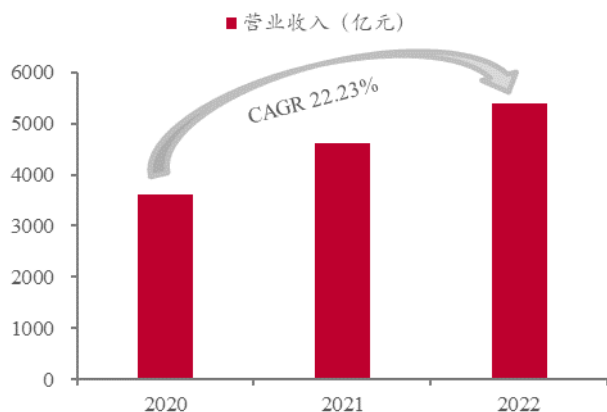


来源: 公司公告、同花顺、中泰证券研究所

营收规模稳增, 盈利能力提升

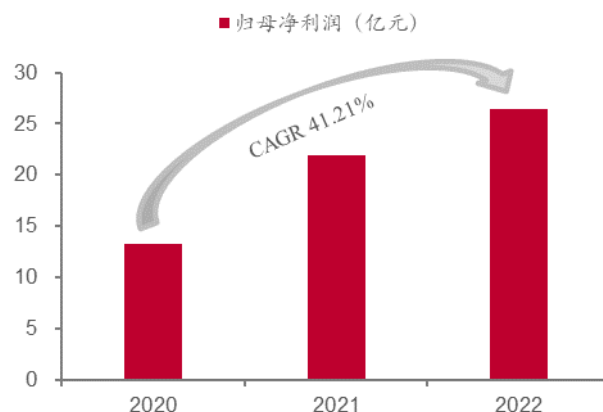
- 收入规模稳步增长, 经营效益持续提升。**2020-2022 年, 公司营业收入由 3602 亿元增加至 5381 亿元, 复合增速为 22.23%; 归母净利润由 13.2 亿元增加至 26.4 亿元, 复合增速为 41.21%; 净资产收益率由 10.76% 提升至 18.06%; 销售净利率由 0.46% 提升至 0.70%; 实现了量的合理增长和质的稳步提升。2023 年一季度, 公司实现营业收入 1291.50 亿元, 同比增长 13.43%; 归母净利润 5.46 亿元, 同比增长 14.52%, 整体延续稳健盈利趋势; 其中因参股的哈尔滨农商行计提不良贷款减值准备, 公司按股比确认投资损失 1.48 亿, 将该部分投资损失还原后, 公司归母净利润为 6.94 亿元, 同比增长 46%。2023 年 4 月 27 日, 公司与控股股东厦门象屿集团有限公司签署《股权转让意向协议》, 拟将公司持有的哈尔滨农商行全部股权转让给厦门象屿集团有限公司或其下属子公司, 力争于 2023 年年内完成股权交割。

图表 3: 公司 2020-2022 年营业收入变化

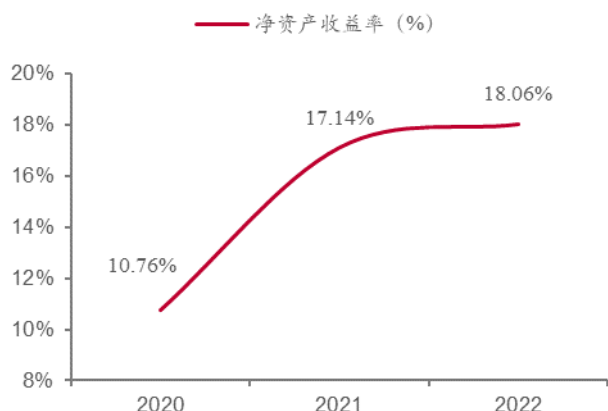


来源: 公司公告、中泰证券研究所

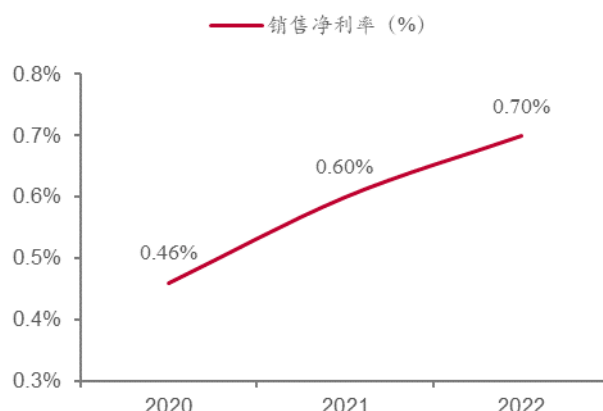
图表 4: 公司 2020-2022 年归母净利润变化



来源: 公司公告、中泰证券研究所

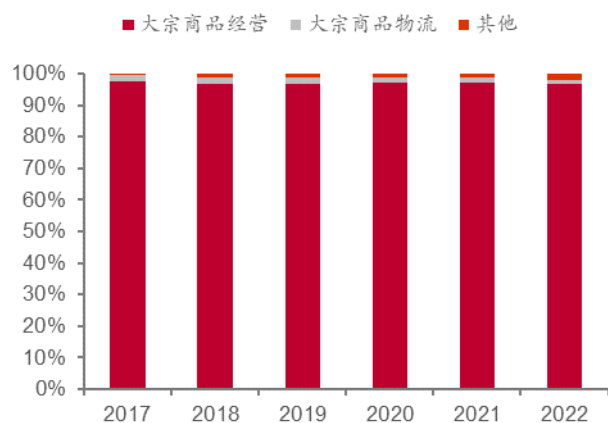
图表 5：公司 2020-2022 年净资产收益率变化


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 6：公司 2020-2022 年销售净利率变化


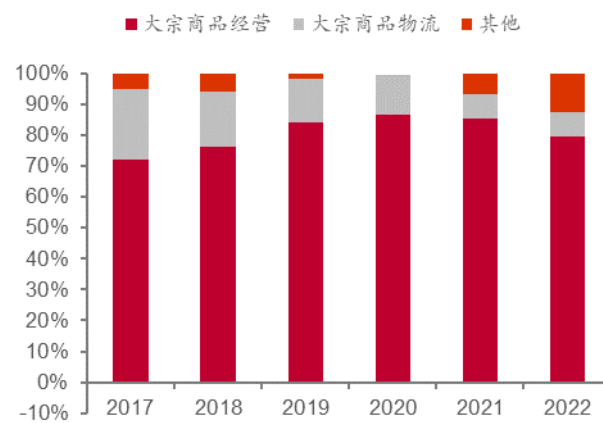
来源：公司公告、中泰证券研究所

- **深耕大宗供应链领域多年，经营板块贡献公司主要业绩。**公司主营业务为大宗商品供应链服务，包括大宗商品经营、大宗商品物流两大板块，物流体系除响应内部供应链业务团队需求外，还对外提供市场化服务，整体形成互联互通、相互促进的发展格局。其中，大宗商品经营板块为公司业绩的主要来源，2017-2022 年营业收入占比均在 95%以上；毛利占比均在 70%以上。

图表 7：公司 2017-2022 年营业收入结构变化


来源：Wind、公司债券募集说明书、公司公告、中泰证券研究所

注：受限于数据披露口径，部分数据为测算值，可能存在误差，下同

图表 8：公司 2017-2022 年毛利结构变化


来源：Wind、公司债券募集说明书、公司信用评级报告、公司公告、中泰证券研究所

完善治理体系，积极回报股东

- **股权激励完善长效激励机制，彰显发展信心。**2022 年 3 月，公司发布《2022 年限制性股票激励计划(草案)》，拟定的激励对象包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员以及核心骨干人员，其中首次授予的考核要求为：(1) 以 2020 年营业收入为基准，2022-2024 年营业收入增长率分别不低于 48%、70%、95%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平；(2) 2022-2024 年每股收益分别不低于 1.01 元/股、1.11

元/股、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) 2022-2024 年主营业务收入占营业收入的比例均不低于 95%。新一期股权激励计划覆盖范围更广,考核要求更高,充分调动公司核心员工积极性的同时,彰显了公司对于未来发展的信心。

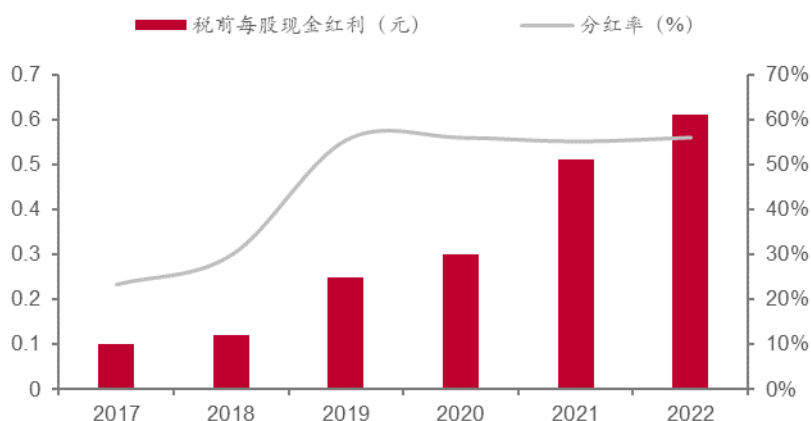
图表 9: 公司 2022 年限制性股票激励计划业绩考核目标情况

	首次授予	预留授予
	第一个解除限售期	第一个解除限售期
解除限售时间	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	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
解限数量比例	30%	30%
业绩考核目标	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%。	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%。
	第二个解除限售期	第二个解除限售期
解除限售时间	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	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
解限数量比例	30%	30%
业绩考核目标	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%。	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%。
	第三个解除限售期	第三个解除限售期
解除限售时间	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	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
解限数量比例	40%	40%
业绩考核目标	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%。	1、以 2020 年度营业收入为基准, 2025 年度营业收入增长率不低于 125%, 且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平; 2、2025 年度每股收益不低于 1.35 元/股, 且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平; 3、2025 年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **重视股东回报, 分红比例维持高位。**根据公司发布的股东回报规划, 公司承诺的每年最低现金分红比例已由 10% (2012-2019 年) 提升至 30% (2020-2024 年)。近几年公司业绩稳健增长, 实际分红比例显著高于承诺的最低比例, 2019-2021 年分红率均在 55% 以上。2022 年, 公司拟每股派发现金红利 0.61 元 (含税), 合计拟派发现金红利 13.81 亿元 (含税), 分红率为 55.98%。

图表 10: 公司 2017-2022 年现金分红情况



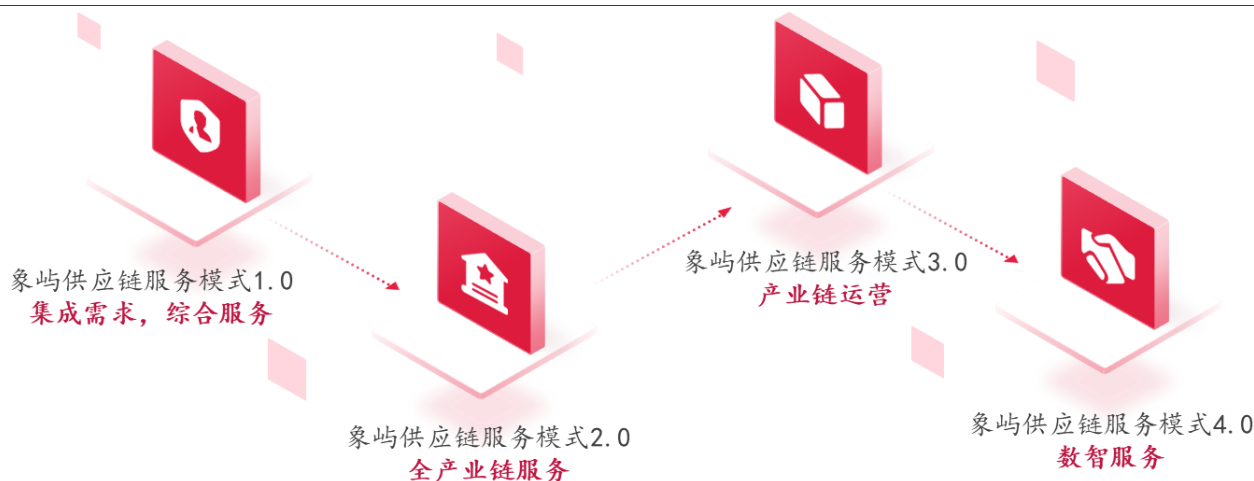
来源: 公司公告、中泰证券研究所

转型升级，匠心独运

服务模式演进更新，盈利结构攻守兼备

- **把握时代脉搏，不断转型升级业务模式。**传统供应链服务模式为多头对接，单点服务，而公司从客户需求出发，整合各流通要素，首先将“单点服务”升级为“综合服务”；然后沿着产业链向上下游延伸“综合服务”，建立起具有公司特色的“全产业链服务模式”；再在部分有赋能价值的领域切入生产制造环节，实践“产业链运营模式”。经过持续的深入发展，公司现已逐步演化形成“象屿数智供应链综合服务平台”。

图表 11: 公司业务模式演进

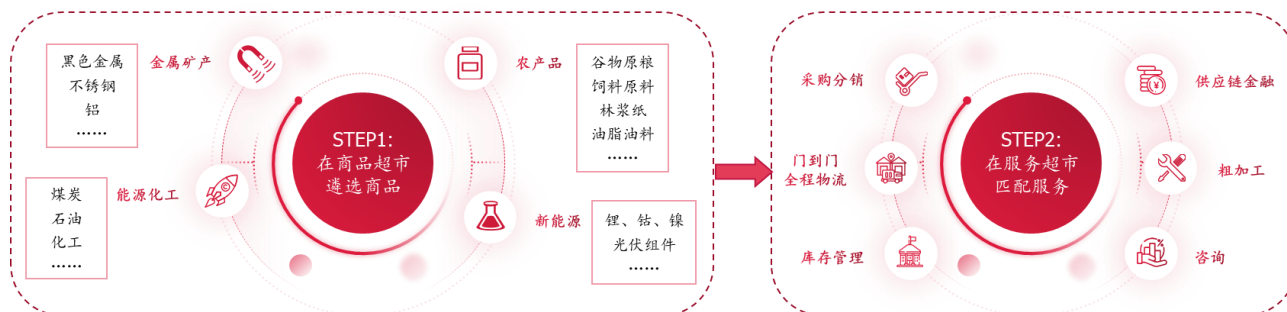


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **供应链服务模式 1.0: 解决单个客户综合服务需求。**公司为客户打造了能够满足其多元采购需求的“大宗商品采购超市”和多元服务需求的“大宗商品服务超市”，提供原材料采购、产成品分销、库存管理、仓储物流、供应链金融等一揽子综合服务，一站式解决客户全方位供应链需求。通过制订采销计划、跨区域运输以及提供其他综合服务，有效解决大宗商

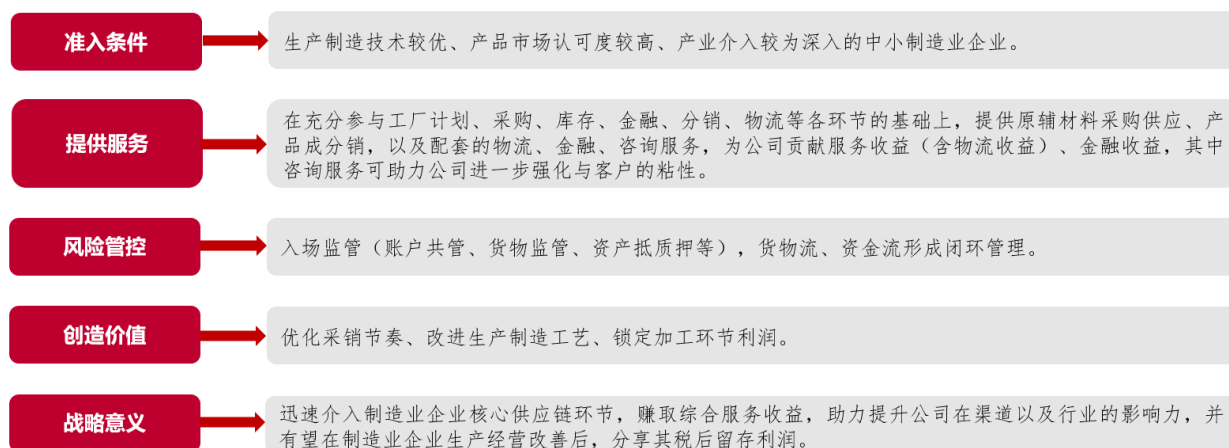
品物资在时间和空间上错配的问题。公司在此模式下打造了全程供应链管理（虚拟工厂）项目，并且已由金属矿产供应链复制推广至能源化工供应链，截至 2022 年上半年，项目总数增至 14 个。

图表 12：公司综合服务模式



来源：公司公告、中泰证券研究所

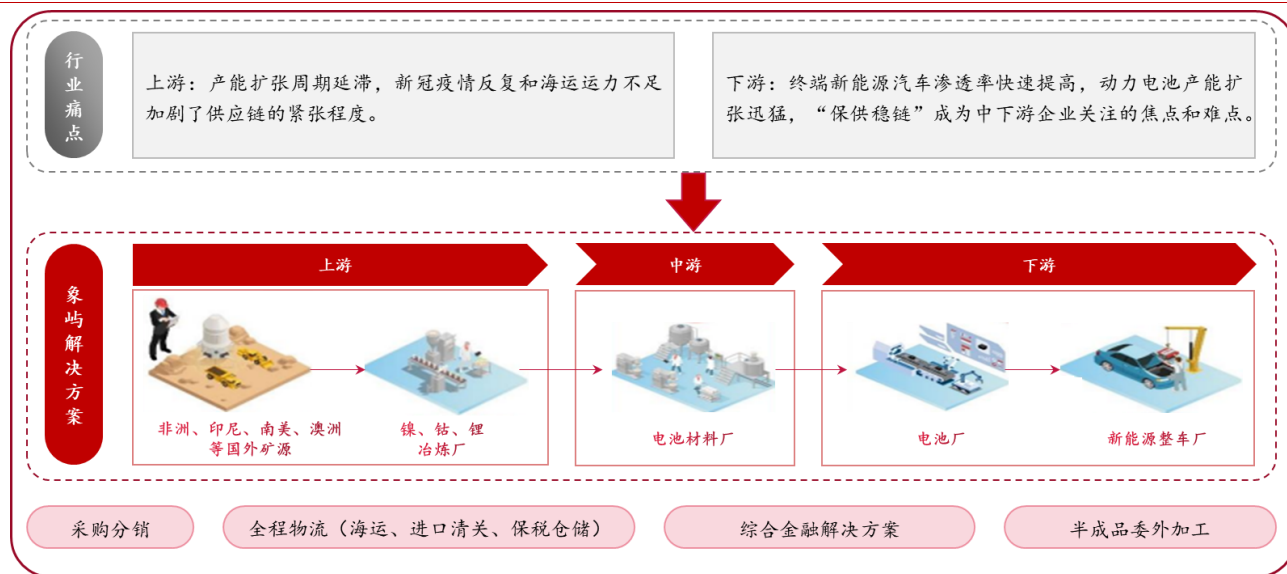
图表 13：公司全程供应链管理（虚拟工厂）项目



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **供应链服务模式 2.0：解决产业链各环节客户综合服务需求。**公司在产业链某一环节为客户输出“综合服务”，形成客户粘性、渠道优势、核心竞争力后，沿着产业链向上下游延伸“综合服务”，在产业链多个环节提供一揽子供应链服务，介入更多环节可使公司迅速打开新的增量市场空间，同时强化对产业链上下游信息、渠道的掌控度。公司在此模式下的典型案例是新能源产业链服务项目，锂电方面，秉持“上整资源、下拓渠道、中联物流”的经营理念，着重打通“海内外矿山资源获取、国内半成品委外加工、下游客户长协供应锁定”的全产业链运营通路，碳酸锂年经营量超 3 万吨；光伏方面，与头部光伏企业在渠道建设、供应链管理、国际物流、海外市场等方面建立良好的合作关系。

图表 14: 公司新能源产业链服务项目



来源：公司公告、中泰证券研究所

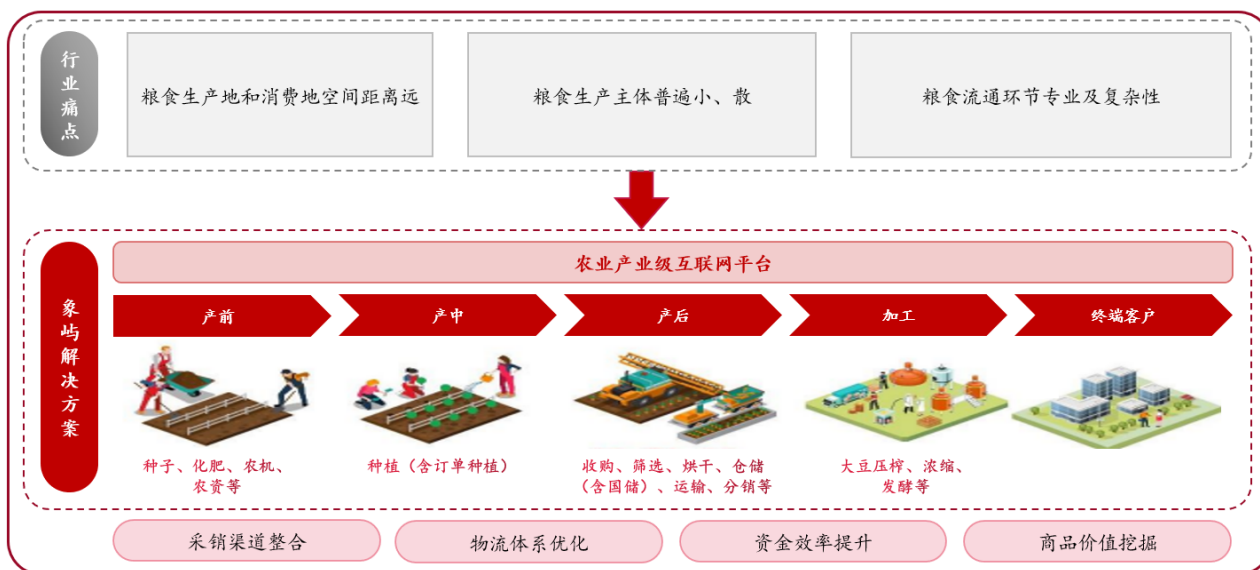
- **供应链服务模式 3.0：提升产业链运营效率。**公司在全产业链形成完善的服务和渠道能力后，在大宗商品产业链条上顺势切入有赋能价值的生产制造环节，形成了“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，从而助力公司优化利润结构，提高对上下游的议价能力，熨平周期波动，改善经营现金流，提高综合收益水平。公司在此模式下的典型案例是粮食产业链服务项目，业务贯通产前、产中、产后、加工，形成集种肥服务、农业种植、粮食收储、物流运输、原粮供应、粮食加工等于一体的服务布局，其中生产端布局大豆压榨业务，实现从进口大豆到豆油、豆粕加工的产业链延伸，该工厂实现了当年投产、当年盈利。

图表 15: 公司产业链运营模式



来源：公司公告、中泰证券研究所

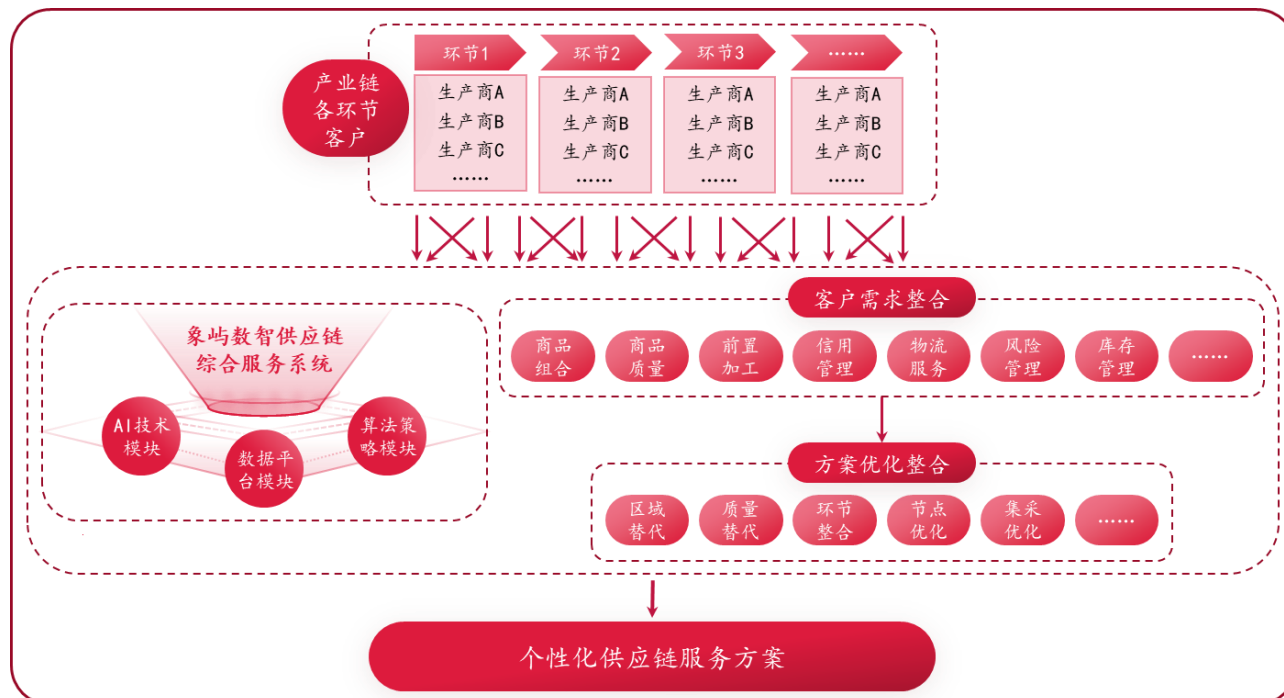
图表 16: 公司粮食产业链服务项目



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **供应链服务模式 4.0：数智供应链综合服务平台。**公司通过多元商品组合供应与高效物流服务结合，形成特色“物贸联动”优势。在深度对接制造业企业客户采销系统的基础上，通过多式联运物流能力、多渠道商品采销能力、大数据挖掘分析能力，公司能够预测客户需求、库存等情况，匹配商品供应渠道，通过区域仓实现跨区配货、跨期补货的无缝衔接，精准高效解决各类“时空错配”，定制输出个性化的供应链解决方案。

图表 17: 公司数智服务模式



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **盈利结构以服务收益为主，进可攻退可守。**传统贸易商主要通过低买高卖赚取价差收益，经营业绩受产业周期和价格波动的影响较大，发展的不确定性较高。而公司通过升维业务模式，已成功转型为综合服务商，以服务收益和规模集拼收益为核心，构筑起稳定盈利的底盘，通过区域、客户、品类拓展，以及服务叠加，实现经营业绩的持续稳定增长；同时辅以价差收益，在大宗商品价格波动时释放盈利弹性。公司盈利结构中服务收益（包含金融服务收益）占比超过 70%，即使在大宗商品价格下跌周期，预计仍可通过做大经营规模、提高市占率，来实现整体盈利的提升。

图表 18：公司盈利结构及释义

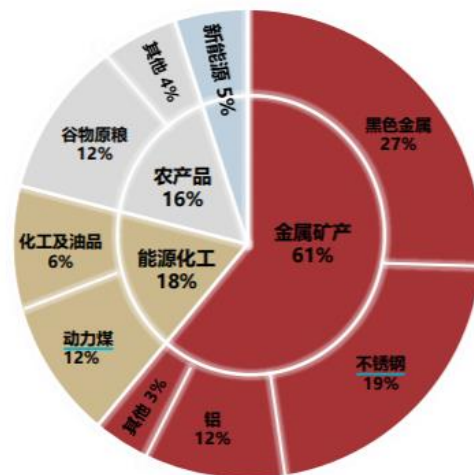
盈利点		释义	和大宗商品价格的关系	占比
服务收益		依托平台化优势，规模化运作，为客户提供代理采销、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务，赚取服务费（含金融服务收益）。其中，公司通过“屿链通”数字供应链服务平台，升维供应链金融服务模式，在不承担担保责任的前提下，向客户收取稳定的服务费。	关联度弱	>70%
交易收益	规模集拼收益	依托庞大的业务体量，通过集中采购及专业化运营获得成本优势，降低各环节运营成本，贡献交易收益。随着规模优势和专业化优势的进一步提升，交易收益对大宗商品价格波动的敏感度也在降低。	关联度弱	<30%
	价差收益	依托专业的分析判断，通过研究商品价格变动趋势（时间维度）和区域价格差异（空间维度）进行交易从而获取收益。	关联度强	

来源：公司公告、中泰证券研究所

产品组合多元均衡，客户结构不断优化

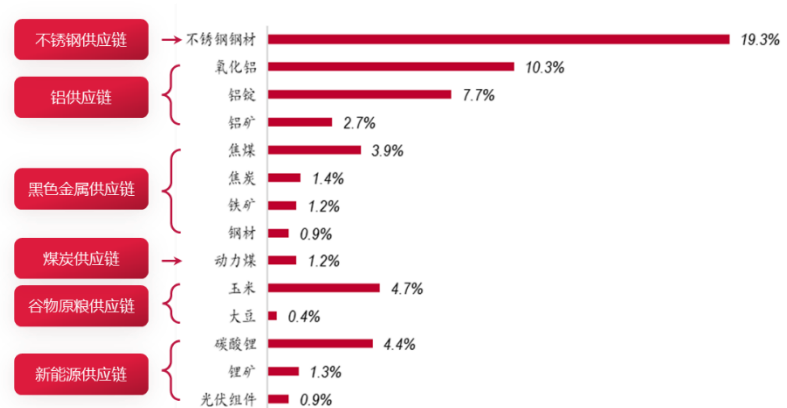
- **动态调整商品结构，重要品类精耕细作。**公司选择商品的标准为：（1）流通性强，易变现；（2）标准化程度高，易存储；（3）需求量大，产业链条长，能够提供多环节综合服务。在此基础上，公司不断丰富商品组合，锻造大宗商品一揽子组合供应能力，并结合行业周期变化动态调整商品构成，使结构更加均衡，具有更好的增长潜力和周期对冲能力。公司目前主要经营金属矿产、农产品、能源化工、新能源等大宗商品，涵盖“黑色金属、铝、不锈钢、新能源、煤炭、谷物原粮”六大核心品类。公司在重要细分品类上精耕细作，逐步形成规模优势及市场话语权，2022 年不锈钢钢材市占率达到 19.3%、氧化铝市占率达到 10.3%。

图表 19：公司 2022 年经营商品期现毛利构成



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 20：公司 2022 年核心产品市占率情况（分供应链）

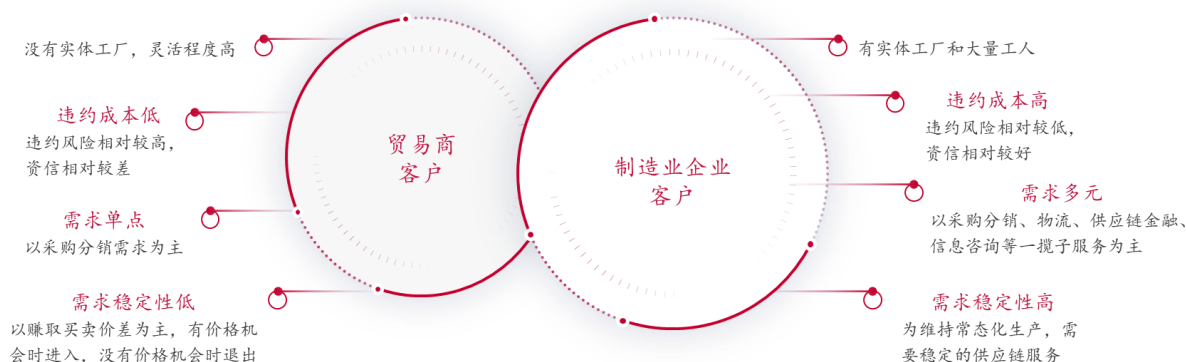


来源：公司公告、中泰证券研究所

注：1、市占率=公司经营货量÷（国内产量+进口量），其中公司经营货量不包括转口业务量
2、不锈钢材市场规模（估算值）=不锈钢粗钢产量+不锈钢进口量

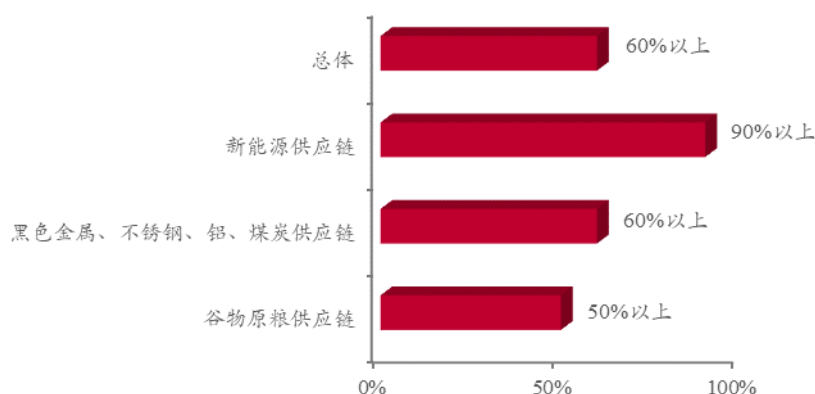
- **持续优化客户结构，制造业企业服务量占比超 60%。**相较于贸易商客户，制造业企业客户资信更优、需求更多元且稳定性更高，公司近年以制造业企业为主要目标客群，持续优化客户结构。截至 2022 年，公司制造业企业客户数量及服务量占比分别达到 50%和 60%以上；其中新能源供应链服务量占比在 90%以上；黑色金属、不锈钢、铝、煤炭供应链服务量占比在 60%以上；谷物原粮供应链服务量占比在 50%以上。此外，公司聚焦资源型和产业型战略客户，新增与中国华能、美国 ADM、力拓集团、嘉吉公司、安佑集团、澳大利亚永钢、奥古斯塔矿业集团、德信钢铁、中唐特钢、得丰焦化等签订战略/长协协议。截至 2022 年底，公司客户数量超 1.4 万家，近 3 年复合增速达 13%；其中年业务规模大于 3 亿元的中大型客户数量超 400 家，近 3 年复合增速超 30%。

图表 21: 制造业企业客户与贸易商客户对比



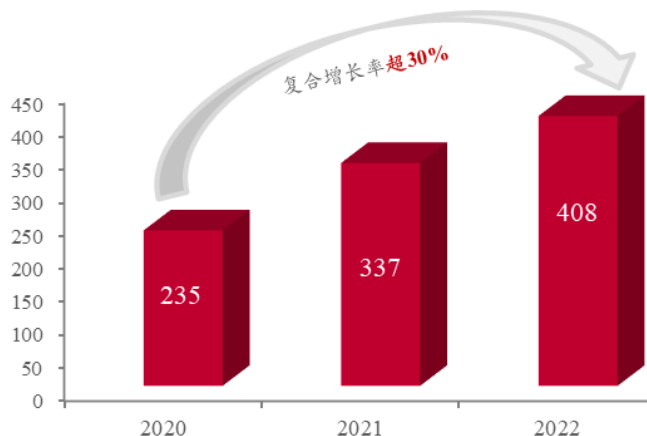
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 22: 公司 2022 年制造业企业服务量占比 (%)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 23: 公司 2020-2022 年中大型客户数量变化 (家)



来源：公司公告、中泰证券研究所

注：中大型客户为年业务规模超 3 亿元的客户

- **多方位管控风险，确保经营稳定。**公司已形成一线业务部门、总部风控部门以及总部稽核部门三道风险管理防线，在具体风险识别与应对方面，通过设立客户准入门槛和评估机制，获取客户信息，评估客户履约能力，

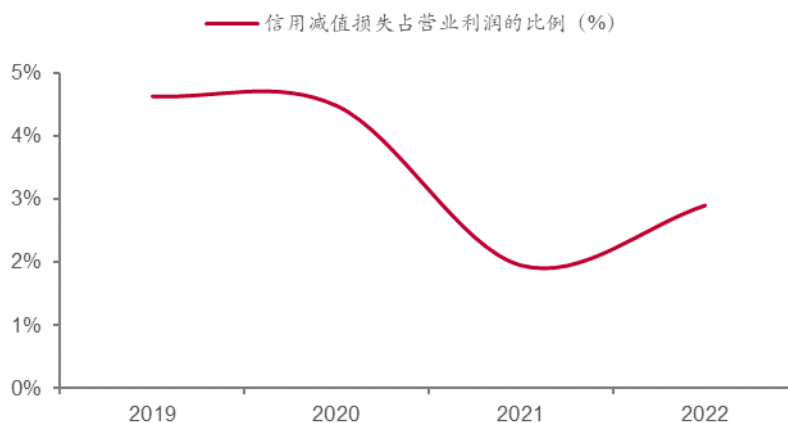
识别客商资信风险；通过动态保证金管理，灵活结算方式，运用金融工具，应对商品价格风险；通过建立物流准入制度，“经营权、财权、货权”三权分立，“不定时、不定人、不定岗”查仓，“合同方、付款方、发票方、提货方”四方一致，管控货权风险。近年来，公司风险管控成效不断彰显，信用减值损失占营业利润的比例处于较低水平。

图表 24：公司业务过程中的主要风险及应对手段



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 25：公司 2019-2022 年信用减值损失占营业利润的比例较低



来源：Wind、中泰证券研究所

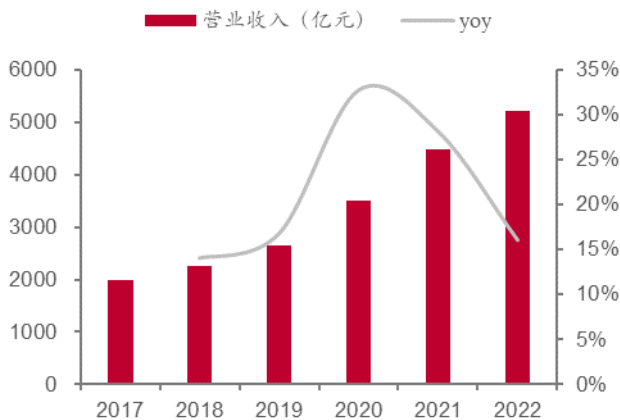
横纵结合，服务驱动

横向复制纵向延伸，经营板块高速发展

- 公司大宗商品经营板块主要涉及农产品、金属矿产、能源化工以及新能源供应链服务，整体呈现高速发展趋势，2017-2022 年营业收入的复合

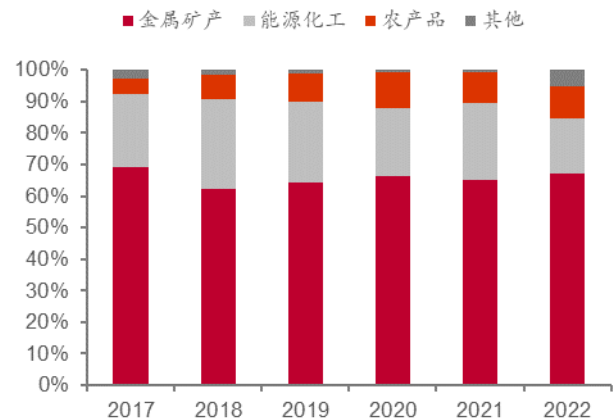
增长率为 21.3%，2022 年实现营业收入 5207 亿元，同比增长 16.0%。

图表 26：2017-2022 年大宗商品经营板块营收变化



来源：公司债券募集说明书、公司公告、中泰证券研究所

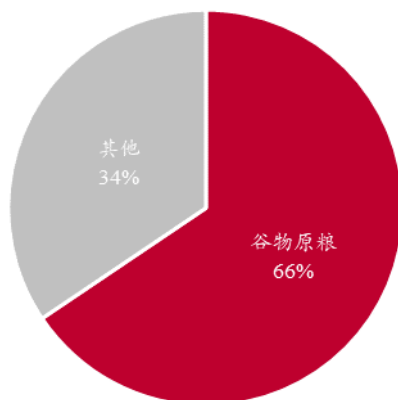
图表 27：2017-2022 年大宗商品经营板块营收结构



来源：公司债券募集说明书、公司公告、中泰证券研究所

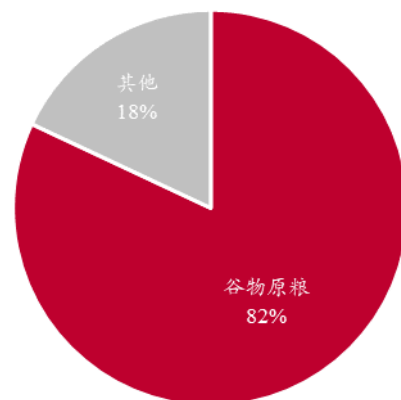
- **农产品供应链：向上强化粮源掌控，向下布局粮食加工，产业链运营能力不断提升。**2022 年，农产品经营板块实现营业收入 520 亿元，同比增长 12.45%，经营货量 1764 万吨，同比增长 19.39%；其中粮食谷物实现营业收入 341 亿元，同比增长 26.87%，经营货量 1446 万吨，同比增长 29.44%。2022 年，公司以轻资产合作模式加快业务布局，外围库点数量增长 50%至 160 余个，覆盖东北、华北、西北、华东地区多个省份；首次启动华北地区夏粮小麦收购，收购量跃居河南省第三，实现区域及品种双突破，逐步形成东北、华北双极收储格局，2021-2022 产季秋粮收购总量突破千万吨至 1200 万吨；与广东省储、福建省储签订代储协议，延伸业务空间。流通端，公司为温氏股份、双胞胎、海大集团、益海嘉里等企业客户年供应原粮超千万吨，是目前 A 股最大的玉米全产业链服务商。生产端，大豆压榨业务能力提升，工厂产能达产率 94%，年加工量超 75 万吨，同比增长超 90%。

图表 28：2022 年农产品经营板块营收分布



来源：公司公告、中泰证券研究所

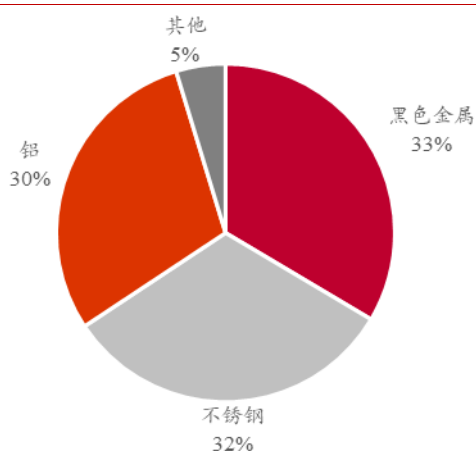
图表 29：2022 年农产品经营板块货量分布



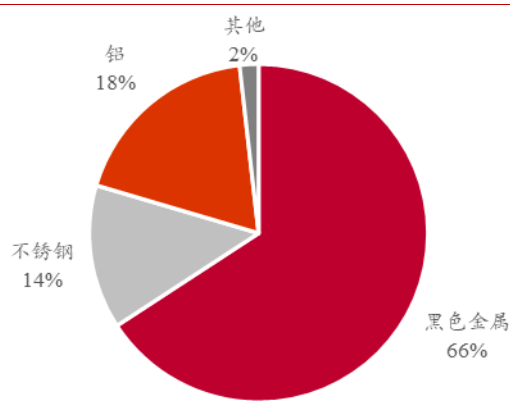
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 在总结粮食产业链服务的成功经验基础上，公司将“全产业链服务模式”向金属、能化等产业链复制，均取得显著成效：

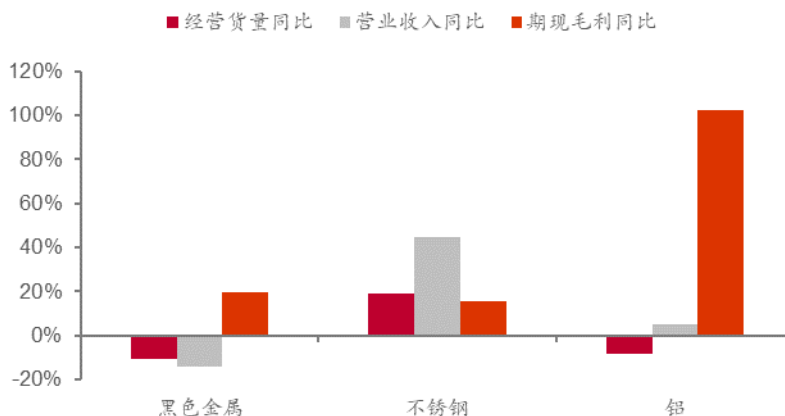
- **金属矿产供应链：做深全程供应链管理服务项目（虚拟工厂），推动提质增效。**2022 年，金属矿产板块实现营业收入 3491 亿元，同比增长 8.02%；经营货量 11665 万吨，同比下降 5.65%。其中，黑色金属供应链经营货量、营业收入有所下滑，但在优化采购渠道降低采购成本，逐步提高焦煤、焦炭比重后，期现毛利同比增长 19.85%；不锈钢供应链经营业绩保持高质量增长，期现毛利同比增长 15.47%；铝供应链在保持氧化铝、电解铝等成熟品种市场优势的同时，不断探索新品种和新市场，石油焦及铝土矿进口量均跻身行业前五，铝制品出口额首次突破 1 亿美元，业务拓展至北美、中东、欧洲、东南亚等地，虽然品类结构变化导致整体经营货量有所下滑，但期现毛利同比增长 102.12%。

图表 30：2022 年金属矿产经营板块营收分布


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 31：2022 年金属矿产经营板块货量分布


来源：公司公告、中泰证券研究所

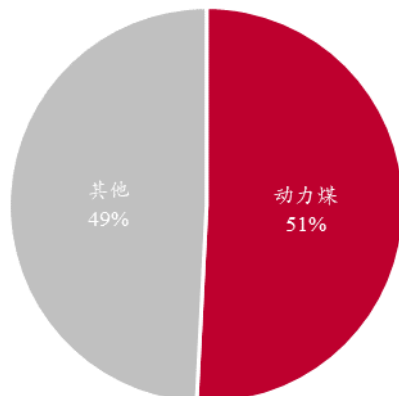
图表 32：2022 年金属矿产板块主要品类经营业绩同比变化情况


来源：公司公告、中泰证券研究所

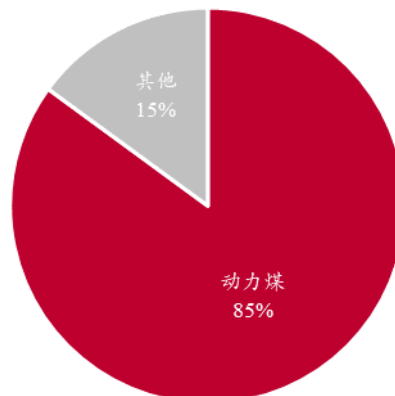
注：1、焦煤、焦炭为炼钢辅料，2022 年由能源化工供应链调整至金属矿产供应链，具体归属于黑色金属供应链，2021 年数据按该口径同步调整；
 2、公司为配套供应链综合服务现货经营，运用期货工具对冲大宗商品价格波动风险，相应产生公允价值变动损益及处置损益，期现毛利为结合期货套保损益后的数据。

- **能源化工供应链：拓展上下游渠道，优化经营结构。**2022 年，能源化工板块实现营业收入 919 亿元，同比增长 34.87%；经营货量 6345 万吨，同比增长 19.56%。其中，煤炭供应链总进口量全国占比约 8%，

蒙煤进口量同比增长超 115%，非电客户占比提升 7 个百分点至 45%，煤炭经营量稳居行业头部，入选国家第一批电煤重点保供企业名单；塑料供应链拓展亚洲、美洲国际渠道，出口量同比增长约 60%。

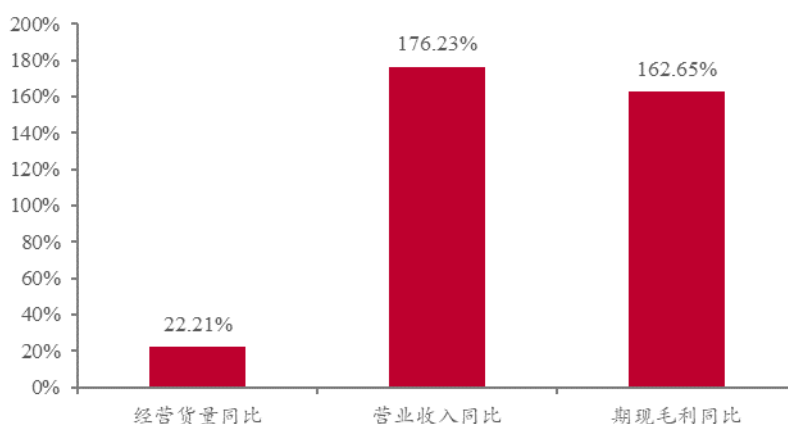
图表 33：2022 年能源化工经营板块营收分布


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 34：2022 年能源化工经营板块货量分布


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **新能源供应链：专注锂电和光伏两大赛道的专业化经营。**公司新能源供应链业务发展迅猛，2019-2021 年净利润复合增速超 100%；2022 年实现营业收入 251 亿元，同比增长 176.23%，经营货量 21 万吨，同比增长 22.21%，期现毛利 4.76 亿元，同比增长 162.65%。2022 年，锂电和镍钴板块实现主流磷酸铁锂正极材料厂商合作全覆盖，碳酸锂供应量全国前五，锂盐经营量全国第三，钴进口量全国占比超 10%；光伏板块服务覆盖产业链多品种辅材，运用多环节、全产品服务等方式，形成了涵盖海内外采销、EPC 渠道、电站开发、物流服务的多维业务生态。

图表 35：2022 年新能源供应链经营业绩同比变化情况


来源：公司公告、中泰证券研究所

物流服务能力领先，积极向数智化转型

- **综合物流服务能力行业领先，构建核心竞争壁垒。**制造业企业日益专业

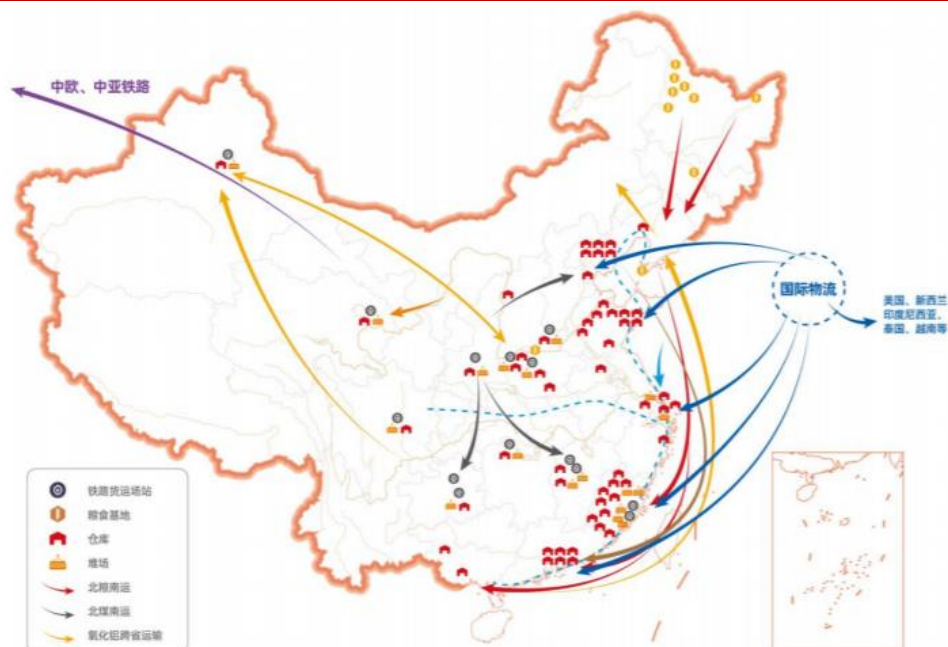
化、规模化,更加注重供应链整体的安全和高效,对原辅材料组合供应、产成品快速分销、物流配送效率、环节成本优化、资金融通便捷、库存安全和周转效率提出更高要求。公司在业内率先构建以“公、铁、水、仓”为核心、连接海内外市场的网络化物流服务体系,能够为客户提供高品质、全流程、定制化的大宗商品物流服务和多式联运综合解决方案,打造了“铝产品跨省流通”“北粮南运”“西煤东运”“北煤南运”等多条多式联运线路。网络化的物流服务体系是公司服务制造业企业客户的核心能力之一,同时也是公司实现货权管控、数智赋能业务升维的重要基石,预计未来可助力公司抢占更多市场份额。

图表 36: 客户需求变化及服务主体演变



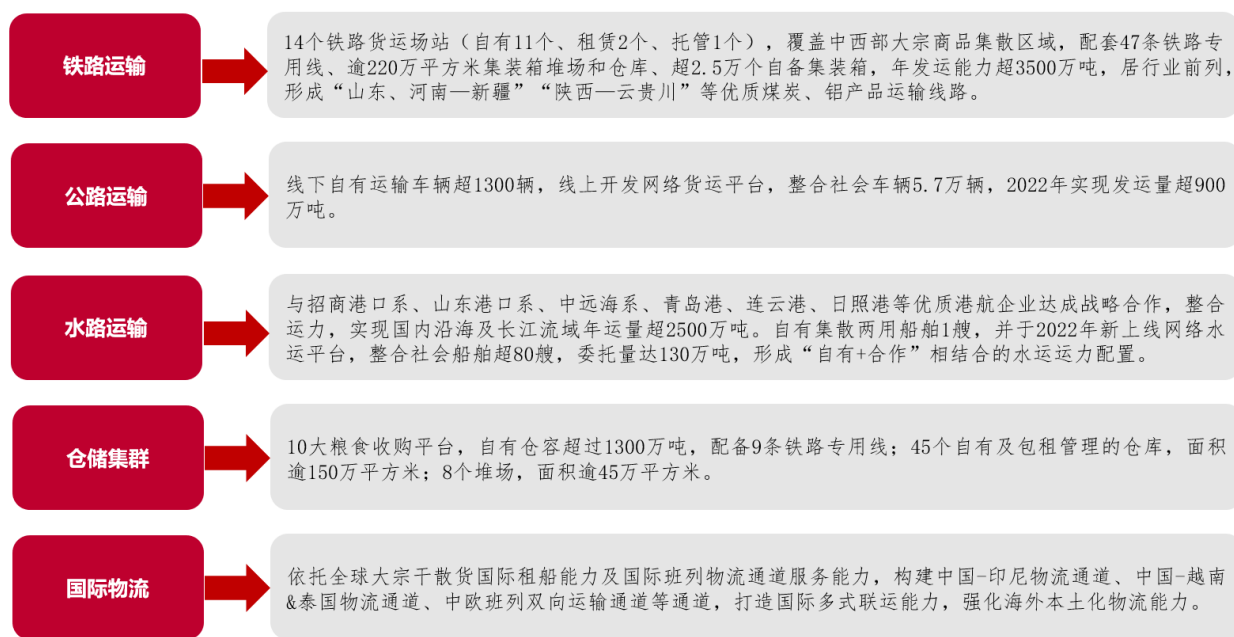
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 37: 公司覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系



来源: 公司公告、中泰证券研究所

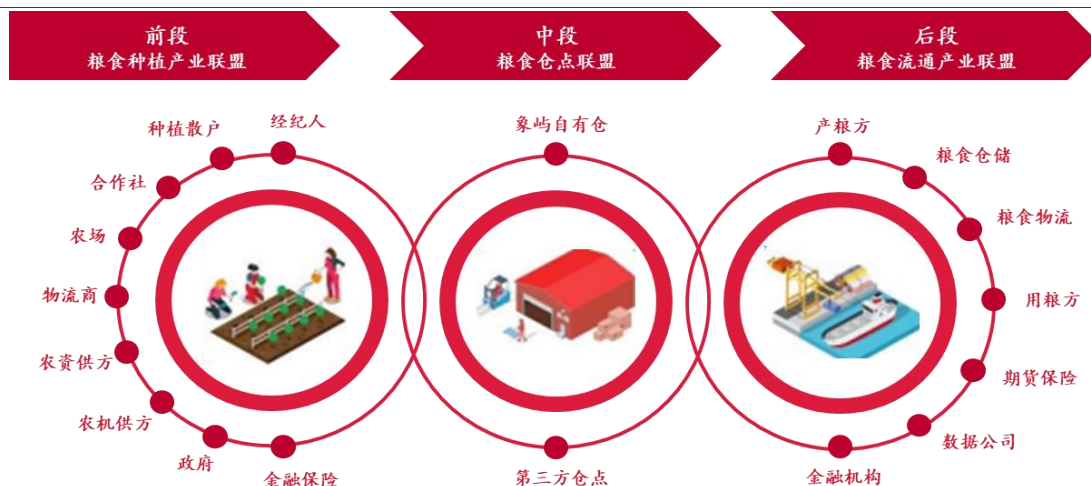
图表 38：公司物流资源及能力（截至 2022 年）



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **打造数智化平台，发展供应链金融。** 1) 针对粮食产业链中存在的信息不对称、流通环节多、效率不高等问题，公司联合阿里团队打造“象屿农业产业级互联网平台”，实现粮食种植环节、仓储环节、流通环节、加工环节等全链条数字化，在“一手粮、多元粮、高速网、全产业链”等方面实现差异化竞争优势。2022 年“兴兴象农”APP 注册种植户 3.8 万户，录入土地面积 689.4 万亩。2) 公司基于区块链、人工智能、物联网等数智化技术打造“屿链通”数字供应链服务平台，实现在途、仓储环节的持续可视化和数字资产凭证的不可篡改，破除资金供给方与需求方之间的信用鸿沟，而公司在不承担担保责任的前提下，向客户收取稳定的服务费。截至 2022 年底，“屿链通”服务平台已为客户取得专项授信近 90 亿元，客户累计用信超 11 亿元，后续有望持续改善公司资产负债结构和整体收益水平。

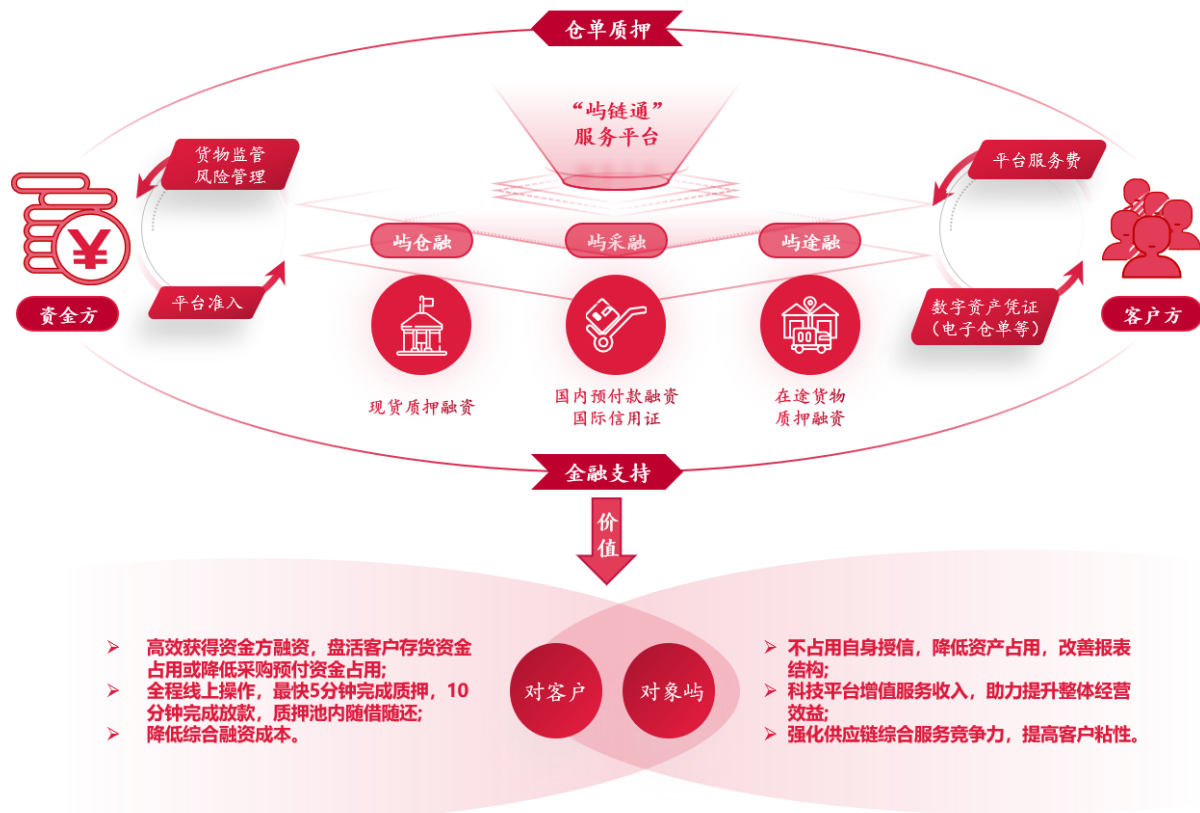
图表 39：公司农业产业级互联网平台



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 40：公司“屿链通”数字供应链服务平台

➢ 主要准入品种：黑色金属、有色金属、矿产、新能源、塑化、橡胶、玉米、成品纸、纸浆等。

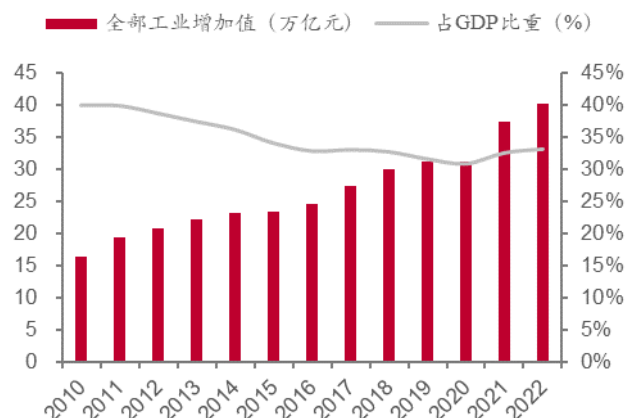


来源：公司公告、中泰证券研究所

行业发展空间广阔，龙头有望强者恒强

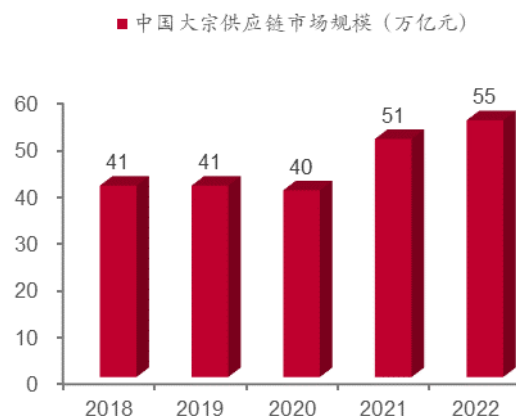
- 行业发展空间广阔，当前市场集中度较低。2022 年，我国全部工业增加值突破 40 万亿元大关，占 GDP 比重达到 33.2%，制造业规模连续 13 年位居世界首位。制造业特别是大宗商品原辅材料供需两端制造业的飞速发展催生了对大宗供应链服务的庞大需求，行业发展空间广阔。2022 年，我国大宗供应链市场规模达到 55 万亿元，但 CR4（厦门象屿、物产中大、建发股份、厦门国贸）市场占有率仅为 4.18%，与美日大宗供应链 CR4 市场占有率相比仍有较大差距。公司深耕大宗商品供应链领域多年，后续有望凭借更为积极的客户挖掘、区域拓展、商品丰富、模式复制等策略来获取增量市场，同时通过不断完善服务体系进行降本增效，从而实现强者恒强。特别是在大宗商品价格宽幅震荡或产业周期下行阶段，传统贸易商渠道松动或淡出市场，预计会进一步加快头部企业抢占市场的速度。

图表 41：2022 年我国全部工业增加值超 40 万亿元



来源：Wind、中泰证券研究所

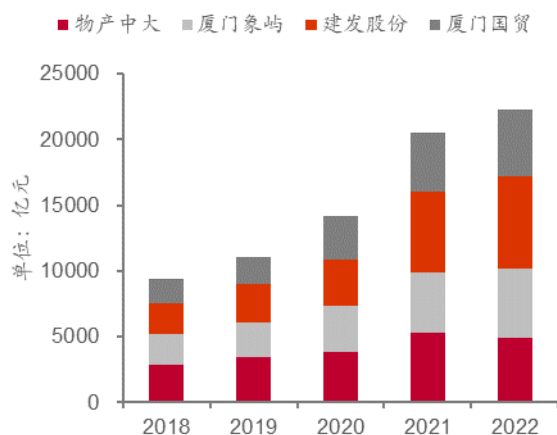
图表 42：2018-2022 年中国大宗供应链市场规模变化



来源：公司公告、中泰证券研究所

注：大宗商品供应链服务市场规模=大宗工业企业营业收入+大宗商品进口额

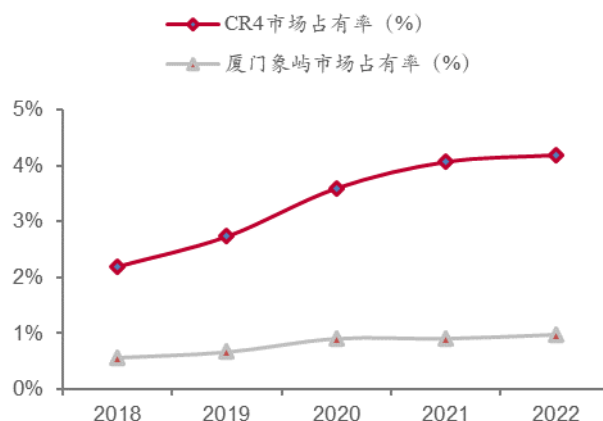
图表 43：2018-2022 年中国大宗供应链 CR4 市场体量变化



来源：Wind、中泰证券研究所

注：图中为供应链板块营业收入，不包含房地产、类金融、制造业等

图表 44：2018-2022 年中国大宗供应链 CR4 市占率变化

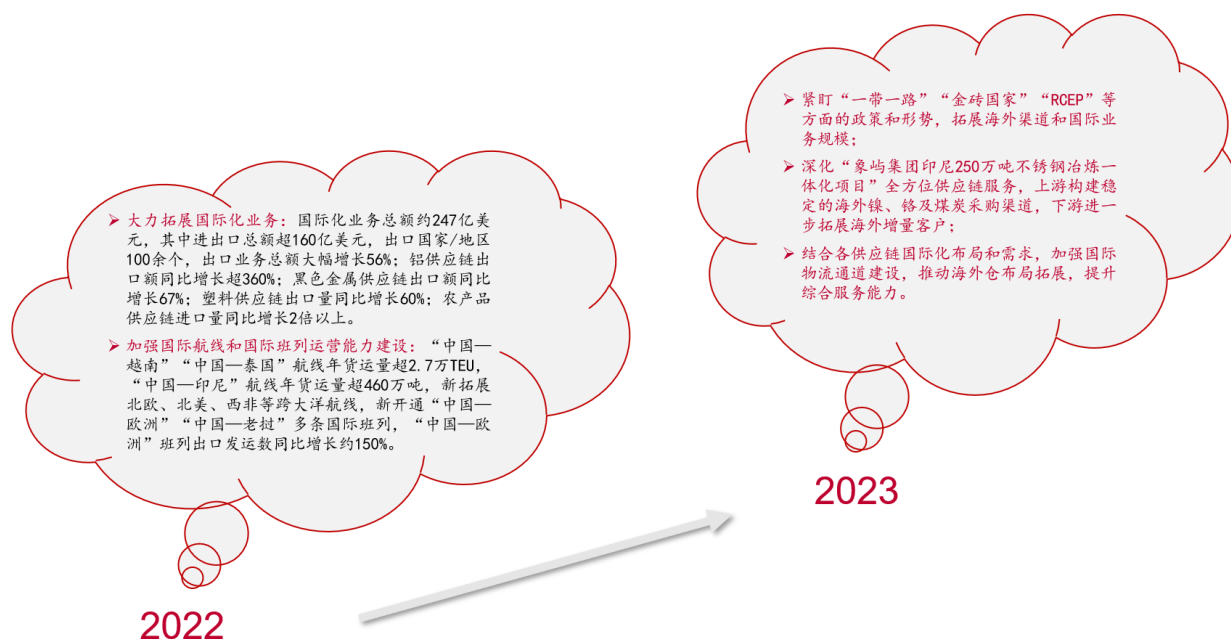


来源：公司公告、中泰证券研究所

注：CR4 具体指物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸

- **国际化迎来全新机遇，公司加快发展步伐。**随着“一带一路”倡议不断深化以及全球供应链重构趋势加深，中国大宗供应链国际化正迎来全新机遇。2022 年，公司国际化业务总额约 247 亿美元，其中进出口总额超 160 亿美元，出口国家/地区 100 余个，出口业务总额大幅增长 56%；铝供应链出口额同比增长超 360%；黑色金属供应链出口额同比增长 67%；塑料供应链出口量同比增长 60%；农产品供应链进口量同比增长 2 倍以上。2023 年，公司将紧盯“一带一路”“金砖国家”“RCEP”等方面的政策和形势，拓展海外渠道和国际业务规模；深化“象屿集团印尼 250 万吨不锈钢冶炼一体化项目”全方位供应链服务，上游构建稳定的海外镍、铬及煤炭采购渠道，下游进一步拓展海外增量客户；结合各供应链国际化布局和需求，加强国际物流通道建设，推动海外仓布局拓展，提升综合服务能力。

图表 45：公司国际化业务发展布局



来源：公司公告、中泰证券研究所

盈利预测与估值建议

■ 核心假设：

- 1) 大宗商品经营板块：考虑到能源化工板块受益于内贸煤、蒙煤业务快速开发有望高速增长；新能源板块前期发展迅猛，预计后续可通过强化海外资源获取和提升全产业链服务能力实现持续增长；农产品板块后续将随着产业平台化升级逐步发展壮大；金属矿产板块将持续优化产品结构、大力发展铝供应链等高价值产品；预计板块整体将呈现快速扩张趋势，假设 2023-2025 年公司大宗商品经营板块的营收增速分别为 15%、15%、12%。
- 2) 大宗商品物流板块：考虑到综合物流近几年稳步增长，预计后续业务规模继续扩张；铁路物流有望在货运场站等设施逐步完善情况下实现小幅增长；农产品物流受国储政策影响较大，预计后续还将保持下滑趋势，但其占比不高，对板块整体营收变化影响不大；我们认为板块整体将呈现稳步增长趋势，假设 2023-2025 年公司大宗商品物流板块的营收增速分别为 13%、13%、9%。

- **盈利预测：**基于以上假设，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 6167.85、7076.99、7892.26 亿元，同比增速分别为 15%、15%、12%，实现归母净利润分别为 32.25、39.62、46.61 亿元，每股收益分别为 1.42、1.75、2.06 元。

图表 46：公司 2023-2025 年营业收入预测表（百万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	462516	538148	616785	707699	789226
yoy		16%	15%	15%	12%
大宗商品经营板块	448900	520679	596383	684982	764331
yoy		16%	15%	15%	12%
大宗商品物流板块	7355	7688	8665	9806	10693
yoy		5%	13%	13%	9%
其他	6261	9781	11737	12911	14202
yoy		56%	20%	10%	10%

来源：Wind、中泰证券研究所

- **估值与投资建议：**按照 2023 年 5 月 22 日的收盘价，可比公司建发股份、厦门国贸的平均 PB 为 0.8，厦门象屿 PB 为 1.5；可比公司建发股份、厦门国贸 2023 年平均 PE 为 5.4 倍，厦门象屿 2023 年 PE 为 7.0 倍。考虑到大宗供应链行业发展空间广阔，当前市场集中度较低，公司深耕行业多年，业务模式不断优化升级，后续有望凭借现有业务的扩张延伸、成熟模式的快速复制、领先的综合物流服务能力以及不断发展的数智化平台抢占更多市场份额，从而实现高速增长。公司 2017-2022 年净利润复合增速在 30% 左右，在 1 倍 PEG 假设下，同时考虑到大宗商品供应链业务营业收入的相对波动性，测算公司合理 PE 在 20 倍以上，当前估值仍有较大提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 47：公司及可比公司盈利预测与估值表

代码	名称	收盘价（元）	PB	每股收益（元）			市盈率 PE		
		2023/5/22		22A	23E	24E	22A	23E	24E
600153.SH	建发股份	11.16	0.7	2.09	2.40	2.75	5.3	4.7	4.1
600755.SH	厦门国贸	8.61	0.9	1.63	1.42	1.65	5.3	6.1	5.2
	平均值	/	0.8				5.3	5.4	4.6
600057.SH	厦门象屿	9.91	1.5	1.16	1.42	1.75	8.5	7.0	5.7

来源：Wind、中泰证券研究所

注：厦门象屿、厦门国贸 EPS 为中泰交运预测值，其余公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

风险提示

- **宏观经济环境波动风险：**公司主营业务同宏观经济环境联系紧密，若未来宏观经济走势恶化或行业政策出现不利变动，将削弱公司盈利能力。
- **大宗商品价格下跌风险：**若大宗商品价格出现大幅下跌，将使公司营收承压，并且可能会出现因客户违约而产生的存货和应收款减值损失。
- **业务拓展不及预期风险：**若产业链上下游拓展或成熟模式复制成效不及预期，将会对公司业绩增速产生一定影响。
- **研报使用信息数据更新不及时风险：**研究报告使用的公开资料可能存在信息数据滞后或更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	19,828	19,804	21,893	24,709	营业收入	538,148	616,785	707,699	789,226
应收票据	185	212	243	271	营业成本	526,673	603,243	691,665	770,798
应收账款	20,933	23,992	27,528	30,700	税金及附加	691	792	909	1,014
预付账款	17,411	19,942	22,865	25,481	销售费用	2,340	2,805	3,360	3,905
存货	28,520	32,667	37,455	41,740	管理费用	1,479	1,695	1,944	2,168
合同资产	752	862	989	1,102	研发费用	52	60	69	77
其他流动资产	10,346	11,778	13,433	14,918	财务费用	1,203	1,289	1,478	1,639
流动资产合计	97,223	108,395	123,418	137,819	信用减值损失	-140	-108	-124	-116
其他长期投资	953	885	920	903	资产减值损失	-677	-601	-639	-620
长期股权投资	1,540	1,572	1,556	1,564	公允价值变动收益	-459	-188	-323	-256
固定资产	10,147	10,103	9,761	9,442	投资收益	-188	-408	-298	-353
在建工程	156	106	206	256	其他收益	528	388	458	423
无形资产	2,004	1,835	1,683	1,546	营业利润	4,813	6,009	7,379	8,732
其他非流动资产	3,033	2,864	3,072	3,067	营业外收入	489	327	408	368
非流动资产合计	17,833	17,365	17,198	16,777	营业外支出	270	183	227	205
资产合计	115,056	125,760	140,616	154,596	利润总额	5,032	6,153	7,560	8,895
短期借款	11,959	11,959	11,959	11,959	所得税	1,254	1,533	1,883	2,216
应付票据	22,380	25,633	29,391	32,753	净利润	3,778	4,620	5,677	6,679
应付账款	15,474	17,724	20,322	22,647	少数股东损益	1,141	1,395	1,715	2,017
预收款项	24	27	32	35	归属母公司净利润	2,637	3,225	3,962	4,662
合同负债	9,815	11,249	12,907	14,394	NOPLAT	4,681	5,588	6,787	7,910
其他应付款	4,001	2,620	3,311	2,965	EPS (按最新股本摊薄)	1.16	1.42	1.75	2.06
一年内到期的非流动负债	1,593	1,593	1,593	1,593	主要财务比率				
其他流动负债	5,726	6,492	7,219	7,937	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动负债合计	70,972	77,298	86,733	94,283	成长能力				
长期借款	3,195	3,395	3,595	3,795	营业收入增长率	16.4%	14.6%	14.7%	11.5%
应付债券	2,998	2,997	2,998	2,997	EBIT增长率	12.6%	19.4%	21.4%	16.5%
其他非流动负债	1,499	1,508	1,504	1,506	归母公司净利润增长率	22.1%	22.3%	22.9%	17.7%
非流动负债合计	7,693	7,901	8,097	8,299	获利能力				
负债合计	78,665	85,199	94,830	102,582	毛利率	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
归属母公司所有者权益	17,092	19,865	23,377	27,587	净利率	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
少数股东权益	19,300	20,696	22,410	24,427	ROE	7.2%	8.0%	8.7%	9.0%
所有者权益合计	36,392	40,561	45,787	52,014	ROIC	11.7%	13.0%	14.5%	15.3%
负债和股东权益	115,056	125,760	140,616	154,596	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	68.4%	67.7%	67.4%	66.4%
单位:百万元					债务权益比	58.4%	52.9%	47.3%	42.0%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
经营活动现金流	6,223	2,673	5,180	5,837	速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
现金收益	5,723	6,786	8,031	9,172	营运能力				
存货影响	-6,325	-4,146	-4,788	-4,285	总资产周转率	4.7	4.9	5.0	5.1
经营性应收影响	-6,355	-5,016	-5,852	-5,195	应收账款周转天数	12	13	13	13
经营性应付影响	11,368	4,126	7,050	5,346	应付账款周转天数	10	10	10	10
其他影响	1,813	924	739	799	存货周转天数	17	18	18	18
投资活动现金流	2,204	-1,180	-1,349	-1,137	每股指标(元)				
资本支出	-36	-614	-483	-448	每股收益	1.16	1.42	1.75	2.06
股权投资	63	-31	16	-8	每股经营现金流	2.75	1.18	2.29	2.58
其他长期资产变化	2,177	-535	-882	-681	每股净资产	7.55	8.78	10.33	12.19
融资活动现金流	-3,744	-1,517	-1,741	-1,884	估值比率				
借款增加	2,521	198	201	200	P/E	9	7	6	5
股利及利息支付	-3,641	-2,693	-3,084	-3,465	P/B	1	1	1	1
股东融资	12,043	12,043	12,043	12,043	EV/EBITDA	1,538	1,290	1,082	942
其他影响	-14,667	-11,065	-10,901	-10,662					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。