

# 厦门象屿 (600057)

证券研究报告  
2023年05月11日

## 全产业链模式持续深化，大宗供应链龙头穿越周期见成长

厦门象屿是一家综合供应链服务商。

公司是厦门国资委旗下的供应链综合服务商，为客户提供包括信息咨询、物流仓储、供应链资金等综合服务，盈利来源由“价差”向“服务费”模式转变。2022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%，营收与大宗商品价格波动相关性明显减弱。

市场集中度有望加速向具备市场化激励机制的国企集中。

需求端，大宗商品体量规模庞大，各大品类之间增速分化切换；供给端，CR4不足5%，我们认为市场集中度有望加速向具备市场化激励机制的国企集中。同时，参考海外企业的发展路径，我们认为降低资金驱动的贸易属性，转向提升供应链端到端服务能力是大宗供应链行业的典型演变路径，同时中国企业更有可能向中游物流资产布局为主的托克模式靠拢，在产业链上下游延伸的侧重上或有所异同。

公司具备规模、周转和风控三重优势。

1) 公司盈利模式与经营规模关联度较强，产品毛利与财务费用的规模效应明显。2) 从ROE视角看公司盈利模式：首先，公司净利率较低，公司主动优化商品组合，将资源向收益率较高的新能源、农产品供应链倾斜，提高整体盈利能力；其次，ROE主要靠杠杆驱动，公司通过重资产网络物流体系布局提升周转经营效率，逐步转为杠杆+周转双重驱动的模式。3) 风控上，通过提高制造业企业占比、打造商品组合及完善风控体系，公司风控能力持续增强，有效对冲经营风险。

未来：科技赋能供应链，模式创新见成效。

1) 科技赋能：公司开发“屿链通”金融服务平台解决企业融资难、授信主体风控难问题，同时将数字化与农产业务深度融合，提高综合服务能力。2) 模式创新：公司向产业链服务商转型，并在产业链运营上打开突破口。公司针对客户综合服务需求提出虚拟工厂项目，目前运营模式成熟，由黑金横向复制至铝、能化等供应链；农产品领域，公司切入生产制造环节，同时凭借完善的北粮南运物流体系进一步夯实业务优势。

首次覆盖，给予“买入”评级。

我们预计23-25年公司归母净利润分别为33.19/42.36/47.31亿元，同比增长26%/28%/12%；对应EPS分别为1.47、1.87、2.09元/股，PE分别为6.90x、5.40x、4.84x。综合考虑可比公司估值及象屿领先的成长性带来估值溢价，给予对应2023年9倍PE；对应价值为13.20元/股，给予“买入”评级。

**风险提示：**大宗品市场波动剧烈；临储政策风险；供应链业务管控风险；新模式拓展不及预期。

### 投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.11元
目标价格	13.20元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,263.76
流通A股股本(百万股)	2,151.30
A股总市值(百万元)	22,886.62
流通A股市值(百万元)	21,749.61
每股净资产(元)	6.79
资产负债率(%)	73.48
一年内最高/最低(元)	12.49/7.71

### 作者

徐君 分析师  
SAC执业证书编号：S1110522110001  
xujuna@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《厦门象屿-公司点评:基本面全面改善，半年报大幅预增!》2018-07-22
- 《象屿股份-年报点评报告:年报同增近70%，大宗供应链物流平台龙头布局正当时!》2018-04-25
- 《象屿股份-公司点评:一季报大幅预增，供应链物流平台龙头布局正当时!》2018-04-15

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	462,516.23	538,148.06	628,296.97	723,912.64	788,096.41
增长率(%)	28.40	16.35	16.75	15.22	8.87
EBITDA(百万元)	7,035.55	7,709.41	9,925.39	11,858.21	13,337.04
归属母公司净利润(百万元)	2,160.27	2,636.90	3,319.06	4,235.56	4,730.80
增长率(%)	66.22	22.06	25.87	27.61	11.69
EPS(元/股)	0.95	1.16	1.47	1.87	2.09
市盈率(P/E)	10.59	8.68	6.90	5.40	4.84
市净率(P/B)	1.33	1.34	1.05	0.91	0.80
市销率(P/S)	0.05	0.04	0.04	0.03	0.03
EV/EBITDA	3.99	4.85	3.38	2.63	2.45

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 厦门象屿：头部大宗商品供应链综合服务商</b> .....	<b>6</b>
1.1. 深耕供应链，转型一体化供应链服务商.....	6
1.2. 实际控制人系厦门市国资委，股权激励方案完善长效激励机制.....	7
1.3. 全程供应链服务模式转型，业务拓展带动营收高增长.....	8
<b>2. 从交易价差到形式价差，龙头企业加速渗透</b> .....	<b>11</b>
2.1. 大宗需求：增速切换，无需悲观.....	11
2.2. 大行业小公司，市场向具备市场化激励机制的国企集中.....	13
2.3. 从海外模式看中国大宗供应链企业发展路径.....	16
2.3.1. 嘉能可：持续的上游兼并收购缔造“工业+贸易”巨头.....	16
2.3.2. ADM：专营农产品的全产业链运营商.....	17
2.3.3. 托克：专注贸易，轻重资产结合模式带来高盈利.....	19
2.3.4. 中国企业发展路径：轻重相宜，建立全产业链综合服务能力.....	21
<b>3. 公司具备规模、周转和风控三重优势</b> .....	<b>23</b>
3.1. 大宗供应链的盈利模式决定了规模为王.....	23
3.2. ROE 视角：盈利依靠高杠杆+高周转双重驱动.....	25
3.2.1. 商品结构调优，提盈利.....	25
3.2.2. 重资产网络布局，促周转.....	26
3.3. 风控能力持续增强，有效对冲经营风险.....	28
<b>4. 未来：科技赋能供应链、增值服务、模式创新</b> .....	<b>30</b>
4.1. 科技赋能供应链.....	30
4.2. 产业链纵向延伸+横向复制，全产业链模式初见成效.....	31
4.2.1. 虚拟工厂解决客户综合服务需求，模式成熟、横向复制.....	31
4.2.2. 象屿农产：转型为全产业链运营模式，物流仓储体系构筑壁垒.....	32
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>34</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>36</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司业务由早期的贸易、综合物流转型为供应链综合服务.....	6
图 3：公司 2022 年经营商品毛利构成.....	7
图 4：厦门市国资委为厦门象屿的实际控制人.....	7
图 5：厦门象屿 2010 年营收构成.....	8
图 6：公司营业收入与大宗商品价格波动相关性较强.....	8
图 7：厦门象屿的盈利模式从贸易业务逐渐向供应链服务业务转变.....	9
图 8：2022 年公司盈利结构.....	9
图 9：公司营业收入与大宗商品价格波动相关性减弱.....	9

图 10: 2019-2022 年 A 股主要供应链公司的总营收和归母净利的增速情况	10
图 11: 公司营业收入拆分及增速 (亿元)	10
图 12: 公司归母净利润拆分及增速 (亿元)	10
图 13: 公司销售毛利率及净利率	10
图 14: 公司费用率情况	10
图 15: 八种大宗商品总消费情况	11
图 16: 八种大宗商品总生产情况	11
图 17: 中国部分大宗商品的消费量占全球消费量比例情况 (2021 年)	11
图 18: 2012-2021 年间我国部分大宗商品需求复合增速呈现分化走势	12
图 19: 人均能源消费与人均 GDP 轨迹	12
图 20: 我国大宗供应链行业 CR4 市占率	13
图 21: 大宗商品价格指数	14
图 22: 大宗供应链公司单季度营收同比增长率	14
图 23: 大宗供应链公司单季度净利润同比增长率	14
图 24: 2012 年以后我国工业增速及利润率显著换挡	15
图 25: 2000-2011 大宗供应链行业中地方国企及央企的营收规模增速差别不大 (百亿元)	15
图 26: 近十年大宗供应链行业中地方国企及央企的营业规模变化 (百亿元)	15
图 27: 嘉能可营业收入构成占比 (2022 年, 亿美元)	16
图 28: 嘉能可各品类资本开支 (百万美元)	17
图 29: 嘉能可各业务资本开支 (百万美元)	17
图 30: 嘉能可长期股权投资 (参股公司) 及固定资产占总资产比例	17
图 31: 嘉能可与托克长期债务结构	17
图 32: ADM 各业务板块营收	18
图 33: ADM 中游资产布局	18
图 34: ADM 的固定资产净值 (百万美元) 及占总资产比例 (右轴)	19
图 35: 托克营业收入构成占比 (2022 年)	19
图 36: 托克基于空间、时间和形式的变换进行套利	20
图 37: 托克与嘉能可固定资产+长期投资占比	20
图 38: 嘉能可与托克资产负债率	21
图 39: 嘉能可与托克流动负债率	21
图 40: 五家大宗供应链企业资产负债率	21
图 41: 五家大宗供应链企业流动负债率 (2022 年)	21
图 42: 各公司在供应链各环节布局	22
图 43: 各公司固定资产比例对比 (单位: %)	23
图 44: 公司玉米经营货量及市占率	24
图 45: 公司分产品单吨毛利 (万元/吨)	24
图 46: 厦门象屿与同业公司平均超短期融资债券利率	24
图 47: 厦门象屿与同业公司超短期融资债券发行规模 (亿元)	24
图 48: 公司财务费用率	24
图 49: 各产品毛利情况	25

图 50: 2021 年中国钢铁行业市场份额 .....	26
图 51: 大宗商品经营板块的收入构成 .....	26
图 52: 2021 年全国通用仓储企业排名 (万平方米) TOP10 .....	26
图 53: 公司覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系 .....	26
图 54: 各公司固定资产占比对比 .....	27
图 55: 公司资本开支 (亿元) .....	28
图 56: 厦门象屿与同业公司的资产周转率 (次/年) .....	28
图 57: 厦门象屿与同业公司的存货周转率 (次/年) .....	28
图 58: 公司制造企业客户占比 (2022) .....	29
图 59: 公司经营商品毛利构成 (2022) .....	29
图 60: 厦门象屿的风控体系 .....	29
图 61: 2022 年厦门象屿及同业公司资产减值损失占营业利润的比例 (%) .....	30
图 62: 厦门象屿资产减值损失占净利润、营业利润比例 .....	30
图 63: 厦门象屿 “屿链通” 服务平台 .....	30
图 64: “兴兴象农” APP 首页界面 .....	31
图 65: 虚拟工厂业务模式 .....	31
图 66: 全程供应链模式营业收入稳步增长 (亿元) .....	32
图 67: 全程供应链模式横向拓展 (个) .....	32
图 68: 全程供应链模式毛利率水平较高 (22H1) .....	32
图 69: 各业务毛利率情况 (2022 年) .....	33
图 70: 农产品物流收入及同比增速 .....	33
图 71: 象屿农产全链条经营模式 .....	33
图 72: 象屿农产的营业收入情况 (亿元) .....	34
图 73: 象屿农产的净利润情况 (亿元) .....	34
图 74: 我国玉米产量分布 .....	34
图 75: 国内玉米各用途消费量占比 .....	34
表 1: 厦门象屿股权激励计划梳理 .....	8
表 2: 能源消费 “S” 形曲线 3 个关键点对应的人均 GDP (单位: PPG, GK 美元) .....	13
表 3: 主要矿产消费 “S” 形曲线 3 个关键点对应的人均 GDP (单位: PPG, GK 美元) .....	13
表 4: 目前地方国企及央企大宗供应链企业经营情况 .....	15
表 5: 嘉能可投资并购历程 (不完全统计) .....	16
表 6: ADM 各部门下游加工厂具体情况 (截至 2022 年底) .....	19
表 7: 托克实体产业和相关金融投资子公司 .....	20
表 8: 象屿农产与 ADM 布局差异 .....	22
表 9: 公司盈利结构 (2022H1) .....	23
表 10: Roe 拆解 .....	25
表 11: 各公司物流布局 .....	27
表 12: 公司 2023-2025 年营业收入预测 (亿元) .....	35

表 13: 毛利率假设 .....	36
表 14: 可比公司估值 .....	36

## 1. 厦门象屿：头部大宗商品供应链综合服务商

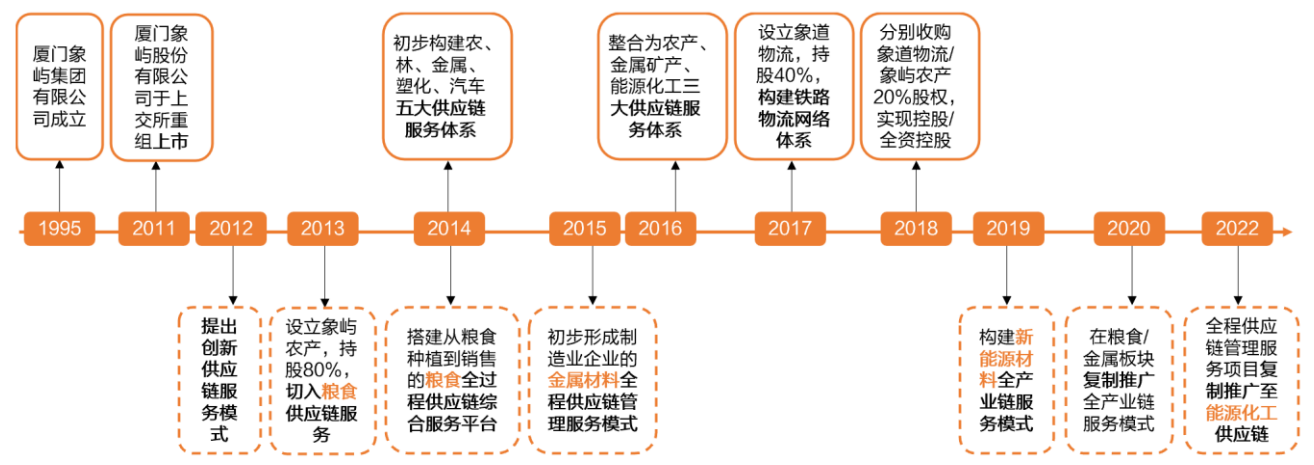
### 1.1. 深耕供应链，转型一体化供应链服务商

厦门象屿是象屿集团旗下供应链服务公司。母公司厦门象屿集团于 1995 年成立，最初作为象屿保税区的开发商负责保税区开发建设，之后业务领域陆续涵盖大宗商品供应链、城市开发运营、综合金融服务、港口航运、创新孵化等。2011 年象屿集团整合集团下的供应链相关业务成立厦门象屿股份有限公司，并通过认购原夏新电子股份有限公司定向发行股份将优质资产注入夏新电子，实现上市。

**业务模式优化，传统贸易商转型一体化供应链服务商。**厦门象屿早期以贸易业务起家，兼做综合物流服务以及物流平台的运营。2012 年，公司首次提出创新供应链服务模式，并于次年设立控股子公司象屿农产，切入粮食供应链服务，于 2014 年初步搭建从粮食种植到销售的粮食全过程供应链综合服务。2015 年，在金属矿产供应链业务中，推动针对制造业企业的“全程供应链管理业务”向纵深发展。近五年，公司先后将“全产业链服务模式”推广至新能源材料、能源化工等业务板块，逐步转型成为供应链综合服务提供商，整合商流、物流、资金流、信息流资源，为客户提供包括信息咨询、物流仓储、供应链资金、解决方案等综合服务。

公司向供应链综合服务商转型的举措取得显著成效，荣获 2022 年中国物流企业 50 强第 2。

图 1：公司发展历程



资料来源：厦门象屿公司官网，厦门象屿公司年报，天风证券研究所

图 2：公司业务由早期的贸易、综合物流转型为供应链综合服务



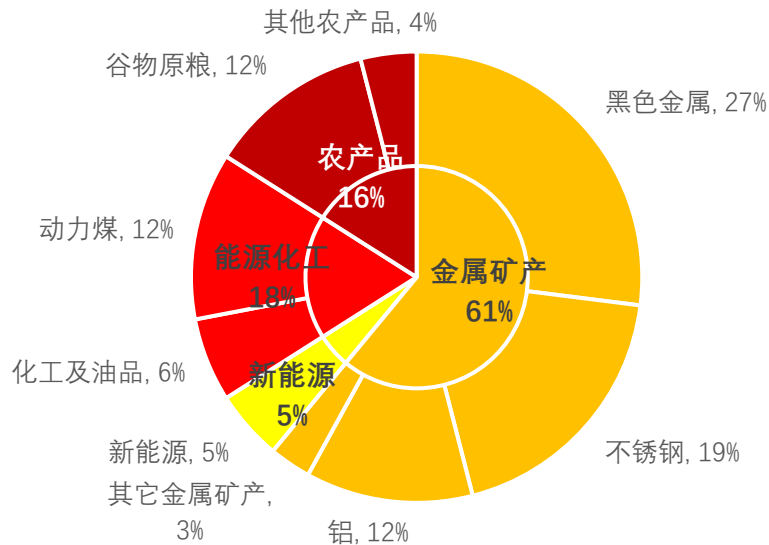
资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

**业务布局整合调优。**2016 年，在原有的五大核心产品供应链的基础上，公司进一步整合、提炼，形成以农副产品、金属材料及矿产品、能源化工产品等三类大宗商品为主体的供应



链服务体系。2019年，公司抓住新能源汽车产业发展带来的供应链服务契机，初步构建了“新能源原料—动力电池—电动汽车”全产业链服务模式。目前，公司经营的大宗商品主要有金属矿产、农产品、能源化工、新能源四大类。

图 3：公司 2022 年经营商品毛利构成

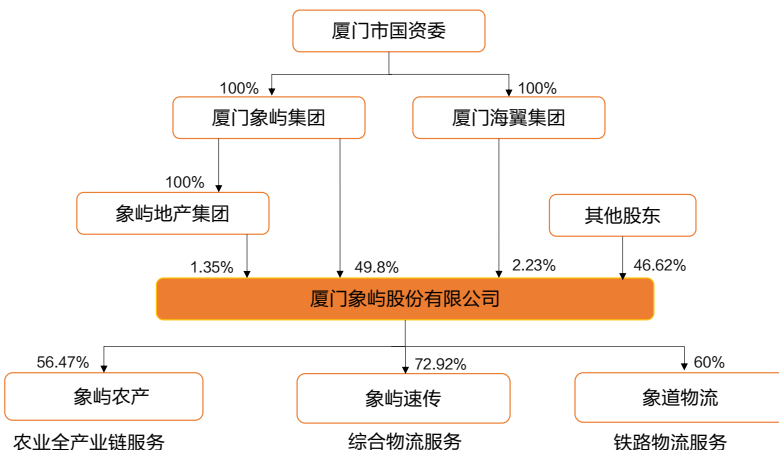


资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

## 1.2. 实际控制人系厦门市国资委，股权激励方案完善长效激励机制

厦门国资委为公司实际控制人。厦门市国资委同时通过厦门海翼集团（主要经营管理授权范围内的国有资产）、厦门象屿集团合计持有厦门象屿 53.38% 股份，为象屿股份实际控制人。董事长邓启东自 2011 年加入厦门象屿股份有限公司以来，在上市公司和集团控股多个公司有任职经历，2021 年起担任象屿股份董事长。

图 4：厦门市国资委为厦门象屿的实际控制人



资料来源：wind，厦门象屿公司公告，天风证券研究所

注：数据截至 22 年年报

股权激励方案出台，进一步完善公司长效激励机制。公司于 2020 年、2022 年分别实行股权激励计划，合计占总股本的 8%，激励份额向核心管理人员和一线业务团队倾斜，覆盖面广。从实际经营结果上来看，公司 2022 年度营业收入相比 2020 年增长 49%，每股收益为 1.10 元/股，主营业务收入占营业收入的比例为 99.71%，超预期完成考核指标，股权激励实施效果明显。根据公司 2022 年股权激励计划设置的业绩考核目标，2022-2024 年

公司营业收入同比增速下限为 15.26%、14.86%、14.71%，股权激励政策有望进一步调动管理层及核心骨干员工积极性，提升管理效率、增强人效。

表 1：厦门象屿股权激励计划梳理

激励计划	股票数量 (万股)	占总股本比	激励对象
2020 股权激励计划	6451	3%	董事、高级管理人员、核心管理人员及子公司核心管理层等 259 人
2022 年股票激励计划	10787	5%	董事、高级管理人员、核心管理人员、核心骨干等 769 人
行权期	业绩考核目标（2022 年限制性股票激励计划）		
第一个行权期	(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%；		
第二个行权期	(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%；		
第三个行权期	(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：厦门象屿公司公告，天风证券研究所

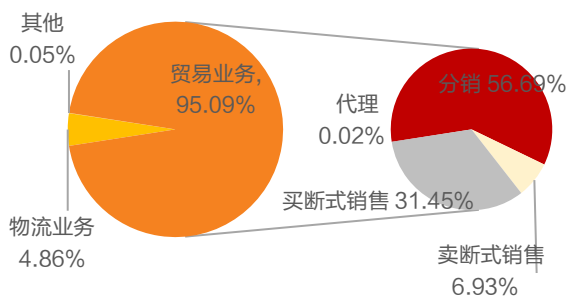
### 1.3. 全程供应链服务模式转型，业务拓展带动营收高增长

公司早期的贸易业务包括自营与代理两种模式，两种模式均不涉及增值服务，区别在于上游货源和下游客户是否可控。

- **代理模式：**不涉及增值服务而主要依赖于公司渠道优势收取代理手续费，具有风险小、盈利稳定的特点。
- **自营模式：**包含分销、卖断式销售以及买断式销售，均为以买卖价差为主要的盈利模式，其中买断式销售需要公司承担市场价格波动风险。

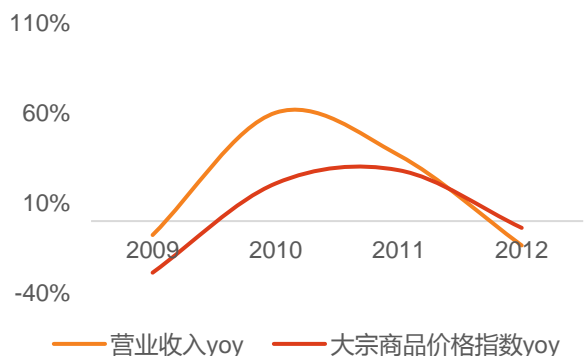
公司营业收入与大宗商品价格波动相关性较强。2010 年，自营模式下的贸易业务贡献公司主要营收，占比 95.09%。而自营模式主要依靠买卖差价盈利，因此公司营业收入与大宗商品价格相关性较大。公司 2009-2012 年的营收增速基本与大宗商品价格指数同步变动。

图 5：厦门象屿 2010 年营收构成



资料来源：《\*ST 夏新发行股份购买资产暨关联交易报告书》，天风证券研究所

图 6：公司营业收入与大宗商品价格波动相关性较强

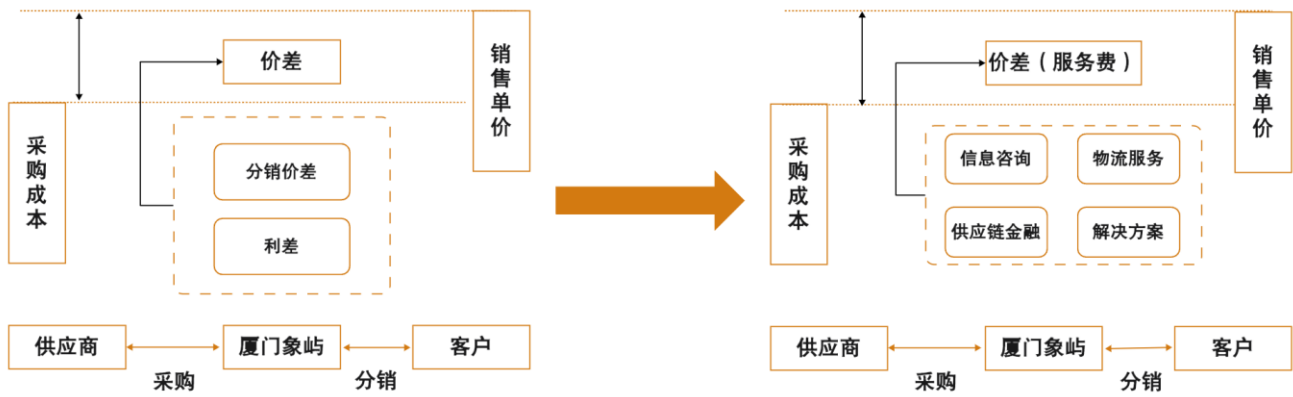


资料来源：wind，《\*ST 夏新发行股份购买资产暨关联交易报告书》，天风证券研究所



供应链综合服务业务提供多项增值服务，并通过收取服务费实现盈利。2013年之后，公司逐渐向大宗商品供应链综合服务商转型，逐步开拓粮食、金属材料等全程供应链业务。不同于早期的贸易业务，供应链服务提供商赚取的并非是价差而是增值服务产生的费用。在对供应厂商和客户采用双向货值结算的情况下，这种服务费用体现为两次结算的差值，通常按照货物金额量的一定比例收费，从而使得大宗商品价格变动带来的影响可以得到有效控制。

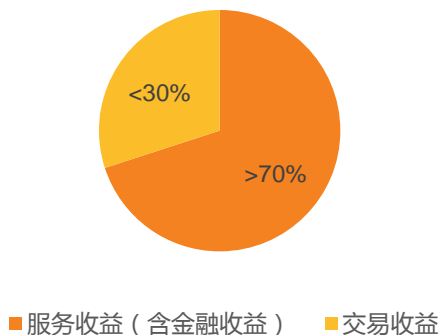
图 7：厦门象屿的盈利模式从贸易业务逐渐向供应链服务业务转变



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

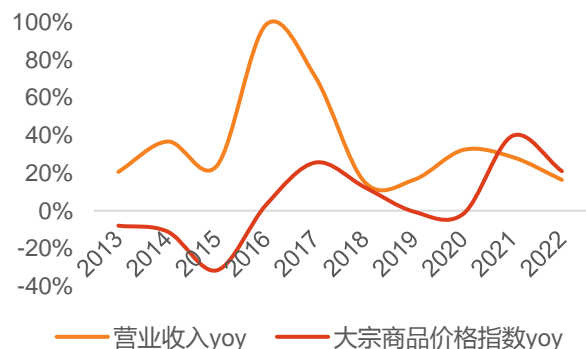
公司在弱周期期间具备抗风险能力，依靠价差赚取的收益占比收缩明显。在 2013-2016 年大宗商品市场弱势周期环境下，大宗商品价格下跌，公司营业收入仍然保持稳健增长，与大宗商品价格指数走势出现分化。2017 年，大宗商品市场需求和活跃度提升，公司营收提振明显。我们认为，盈利模式的改变使得公司在弱势周期具备充分的抗风险能力，同时在上升周期能够充分享受周期红利。2022 年，公司服务收益和依托供应链金融服务方案获取的收益占比大于 70%，交易收益占比仅占 30% 不到，依靠价差赚取的收益占比收缩明显。

图 8：2022 年公司盈利结构



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

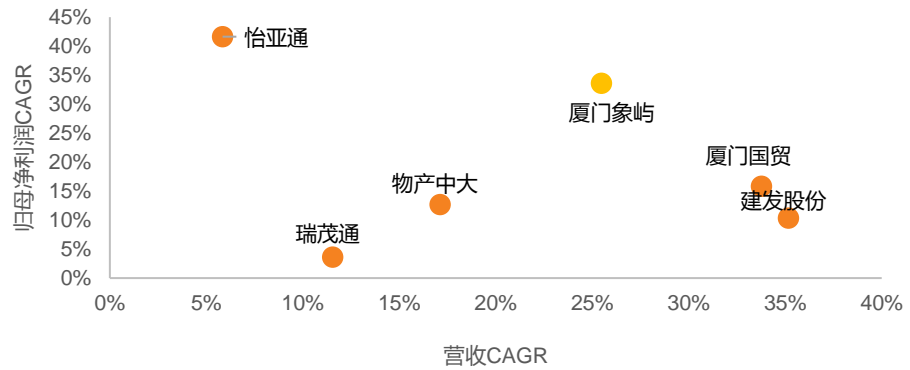
图 9：公司营业收入与大宗商品价格波动相关性减弱



资料来源：wind，厦门象屿公司年报，天风证券研究所

公司在上市供应链企业中具备较好的成长性。伴随全程供应链转型，公司业务范围拓展，为农户提供农资服务，开展合作种植模式，布局核心物流资产开展铁路物流业务，搭建数字化平台赋能企业经营发展，营收与归母净利润统一稳健增长。2019 年-2022 年厦门象屿的营收复合增速 25.48%，归母净利润复合增速 33.59%，在 A 股主要的供应链企业中领先，呈现较好的成长性。

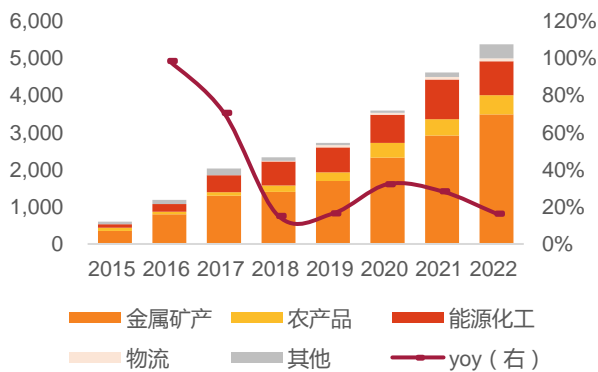
图 10：2019-2022 年 A 股主要供应链公司的总营收和归母净利润的增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

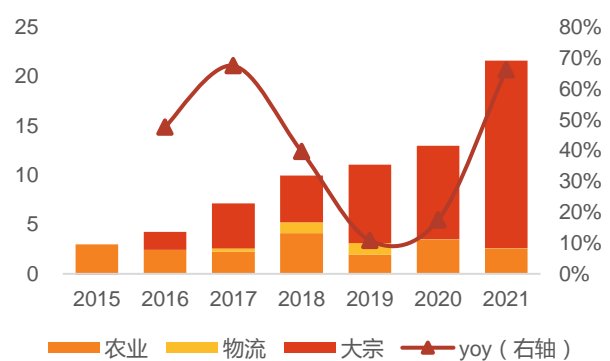
大宗商品经营贡献主要业绩，疫情期间逆势上涨。2020 年疫情的爆发阻塞了大宗商品企业采购分销渠道，公司抓住机遇开拓市场，营收同比增长 32%，2021、2022 年继续维持高速增长。利润端，大宗商品相关业务贡献了公司净利润的主要部分，而物流业务受到疫情干扰、高速公路过路费减免、国际油价低位震荡等因素影响，利润有所萎缩，预计在资本开支趋缓后公司或有望迎来业绩放量。

图 11：公司营业收入拆分及增速（亿元）



资料来源：wind，厦门象屿公司年报，天风证券研究所

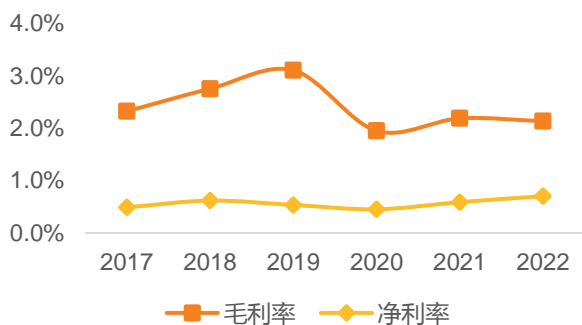
图 12：公司归母净利润拆分及增速（亿元）



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

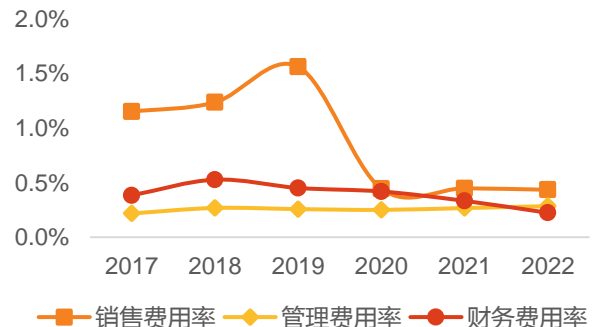
公司盈利改善明显。从轻资产贸易模式到逐渐布局物流资产卡位大宗品集散核心枢纽，公司业务沿上下游延伸和供应商客户形成更加稳固紧密的合作关系。采购分销业务为物流业务导流，是公司发展全程供应链拓展经营范围的重要切入点，物流业务提升公司盈利水平的同时，深化公司核心竞争力对供应链服务形成正向反馈。2022 年，公司毛利率、净利率分别为 2.13%、0.70%，在规模效应与经营模式转变的双重驱动下，公司净利率有明显提升。

图 13：公司销售毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：公司费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

注：2020 年毛利率下降主要原因为受新收入准则影响，将商品控制权转移给客户前产生的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算。

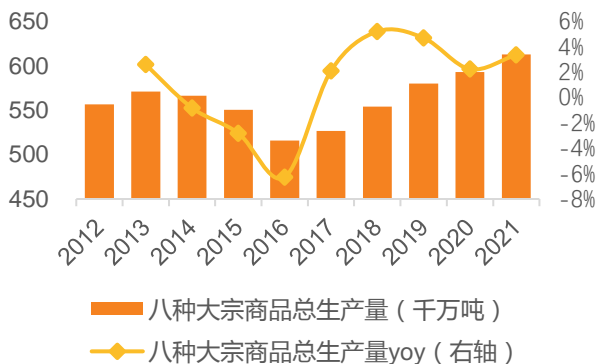
## 2. 从交易价差到形式价差，龙头企业加速渗透

### 2.1. 大宗需求：增速切换，无需悲观

按照商品产业属性，大宗商品可分为工业品和农业品，其中工业品包括铁矿石、钢材、铜、煤炭、原油、塑料等黑色、有色金属和能化品，农业品包括大豆、玉米、橡胶、木材等各类农副商品。

2012-2021 年，十年间我国大宗商品在生产量和消费量两端不断增长，大宗商品市场整体形成了巨大的体量规模。以原油、煤炭、粗钢、大豆、玉米等较为重要的 8 种大宗商品来说，国内生产和消费总量的 CAGR 分别为 1.1%/0.8%。

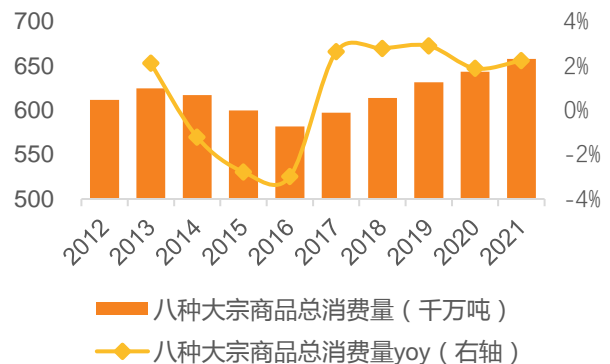
图 15：八种大宗商品总消费情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：八种大宗商品分别为原油、煤炭、焦炭、精炼铜、合成橡胶、玉米、大豆、粗钢

图 16：八种大宗商品总生产情况

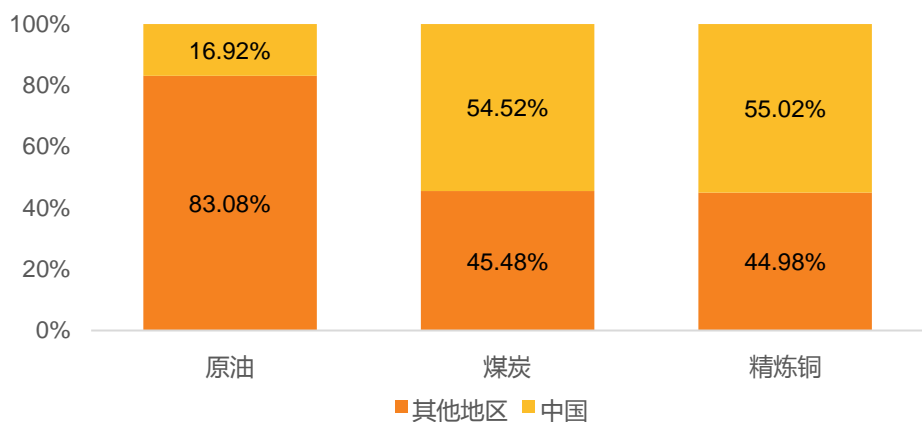


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：八种大宗商品分别为原油、煤炭、焦炭、精炼铜、合成橡胶、玉米、大豆、粗钢

目前，我国已是世界上主要的大宗商品生产和消费国之一。2021 年我国煤炭、精炼铜等商品消费量近乎占据全球消费量半成，其他重要商品的消费量也已位居世界前列。

图 17：中国部分大宗商品的消费量占全球消费量比例情况（2021 年）

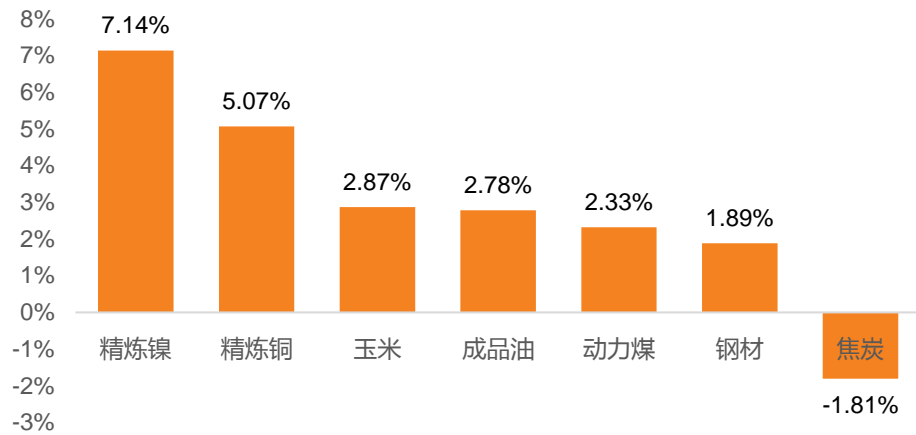


资料来源：Wind，天风证券研究所

从结构上看，大宗商品需求增速呈现分化走势（有色>农产品>能化>黑色）。我们选取部分大宗商品中较为典型的品种的消费量情况分析截至 2021 年的十年间我国各品类大宗增长情况（注：钢材、焦炭代表黑色类；动力煤，成品油代表能化类；精炼铜，精炼镍代表有色类；玉米代表农产品类），可以看出增速情况表现为有色>农产品>能化>黑色。考

考虑到在碳中和的大背景以及产业转型升级带动铜等部分有色金属的增量需求的情况下（据国际铜业协会数据，燃油车单车用铜约 23kg，纯电车单车用铜量约 83kg），有色金属实物消费量有望后续继续保持高速增长。

图 18：2012-2021 年间我国部分大宗商品需求复合增速呈现分化走势

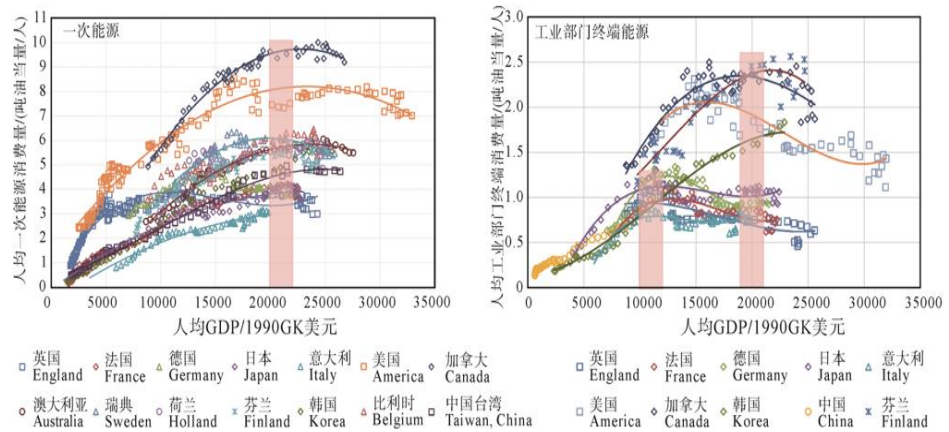


资料来源：Wind，天风证券研究所

根据学术论文《能源和矿产资源消费增长的极限与周期》研究结论，随着经济的发展，发达国家或地区一次能源人均消费量呈现出缓慢增长、快速增长、减速增长直至零增长或缓慢负增长的“S”形轨迹。这一演变规律，表现在资源消费的转折点和零增长点，与城市化率、经济(产业)结构、基础设施完备程度以及社会财富积累水平等经济社会发展程度的重要指标变化点密切相关。

海外国家的数据表明，当人均 GDP 超过 2 万-2.2 万美元，社会财富积累步入较高水平，大宗矿产资源消费均处于零增长或负增长阶段，以高新技术为特色的低能耗、低物耗的第三产业成为 GDP 的主要贡献者。

图 19：人均能源消费与人均 GDP 轨迹



资料来源：《能源和矿产资源消费增长的极限与周期》.王安建,王高尚,周凤英，中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心，天风证券研究所

表 2：能源消费“S”形曲线 3 个关键点对应的人均 GDP（单位：PPG，GK 美元）

		起飞点	转折点	零增长点
一次能源		2500~3000	10000~12000	20000~22000
工业部门终端能源	中高“S”型	2500~3000	10000~12000	15000~17000
	低“S”型	2500~3000	7000~9000	10000~12000
交通部门终端能源		5000	15000~17000	20000~22000
电力		6000~8000	16000~18000	23000~25000

资料来源：《能源和矿产资源消费增长的极限与周期》。王安建,王高尚,周凤英, 中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心, 天风证券研究所

表 3：主要矿产消费“S”形曲线 3 个关键点对应的人均 GDP（单位：PPG，GK 美元）

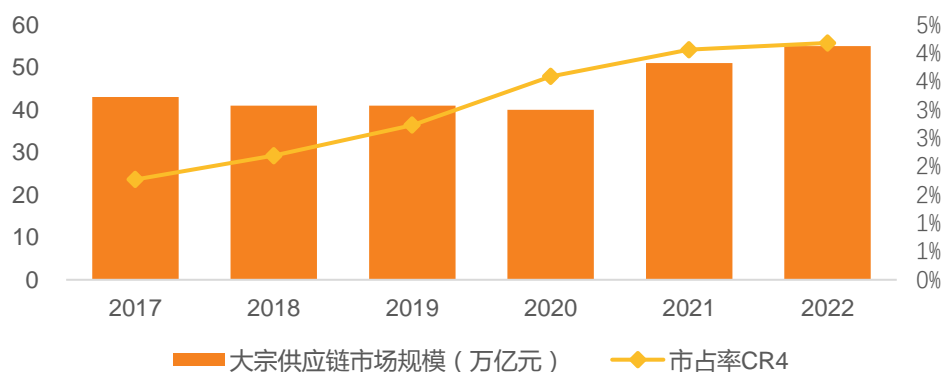
		起飞点	转折点	零增长点
粗钢		2500~3000	6500~7000	10000~12000
水泥		2500~3000	6500~7000	10000~12000
铜		3000~4000	10000~12000	16000~18000
铝		3000~4000	10000~12000	18000~20000
		3000~4000	11000~13000	20000~22000
铅		2500~3000	10000~12000	20000~22000
		3000~4000	7000~8000	15000~17000
锌		2500~3000	10000~12000	18000~20000
		2500~3000	7000~8000	10000~12000

资料来源：《能源和矿产资源消费增长的极限与周期》。王安建,王高尚,周凤英, 中国地质科学院全球矿产资源战略研究中心, 天风证券研究所

## 2.2. 大行业小公司，市场向具备市场化激励机制的国企集中

2022 年，大宗供应链市场规模为 55 万亿元，中国大宗供应链 CR4（注：计算口径为厦门象屿、厦门国贸、建发股份、物产中大）市场体量由 2017 年的 8,000 亿元左右增长至 2022 年的 2.3 万亿元，对应市场占有率由 1.77% 快速提升至 4.18%，但距美日大宗供应链 CR4 市场占有率还有较大差距。

图 20：我国大宗供应链行业 CR4 市占率



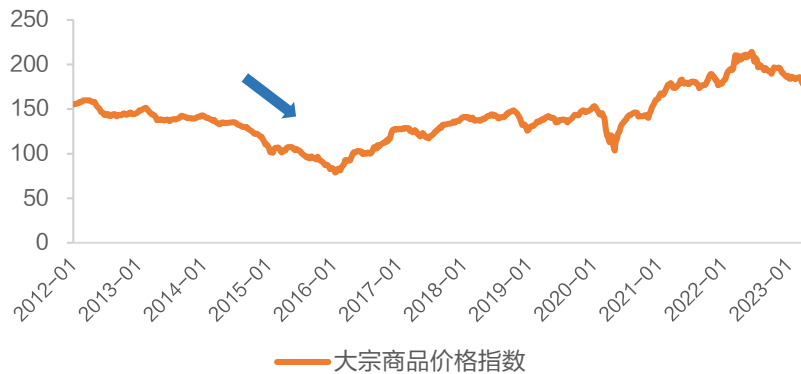
资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

注：计算口径为厦门象屿、厦门国贸、建发股份、物产中大

**传统自营贸易商受大宗商品周期影响。**2012 年以前，中国的工业化起步带来旺盛的大宗商品需求高增长，供不应求以及信息不对称意味着丰厚的贸易利润。2013 年-2015 年，受需求下行的影响大宗商品价格明显下跌以及市场透明度不断提升，贸易商的利润空间明显缩窄，当时的大宗商品贸易商由于自营博差价的经营模式而受到价格下跌的较大冲击，营收、

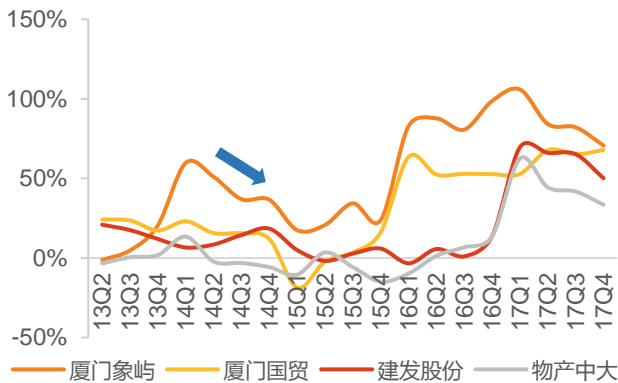
净利润增速有所放缓；后随着大宗商品景气度回暖，大宗供应链公司营业与净利润增速逐步走高，整体而言，此前贸易属性主导的传统大宗供应链公司业绩表现受大宗商品价格影响较为明显。

图 21：大宗商品价格指数



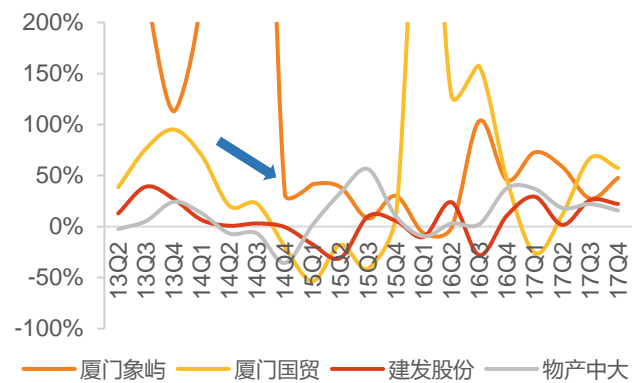
资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：大宗供应链公司单季度营收同比增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：大宗供应链公司单季度净利润同比增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为，未来随着中国经济的转型，大宗商品的投机功能或将降低，博差价的贸易商或将逐渐离场，大宗供应链服务商开展集成式供应链增值服务，服务商的经营业绩更多依赖于规模扩张经营货量增加而非经营货品价格（锁定价格平抑价格波动）。新模式下，对供应链精细化管理的要求将明显提高，基于行业较低的渗透率与优秀企业的长期竞争力，市场集中度有望加速向具备市场化激励机制的国企集中。

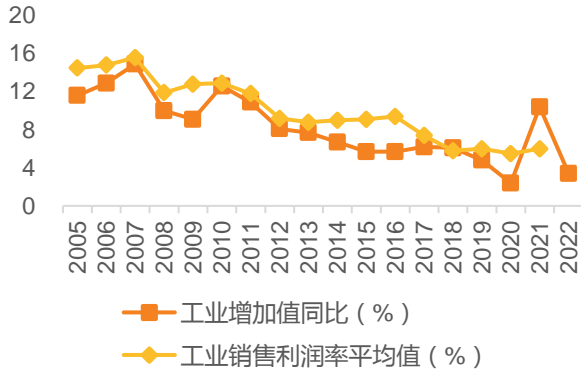
**大宗商品价格波动下，小规模民营企业流动性风险较大。**以钢铁行业为例，2012 年，螺纹钢价格较 2011 年高点下跌近 30%，大量钢贸商周转困难并使用虚假仓单向银行质押以获得融资，并最终造成银行不良率快速升高。钢贸危机的爆发打击了小规模民营企业的流动性，使得钢贸商与银行关系恶化，银行对钢贸商信贷的收缩造成大量小规模民营钢贸商被迫退出市场。根据中国物流与采购联合会钢铁物流专委会等机构联合发布的调研报告，自 2012 年钢贸危机发生至 2015 年初，全国的钢贸商数量已经从 20 万家缩减至 10 万家左右，上海近 70%、全国其他地区近 30% 的钢贸商已退出行业。

**相较央企，具备市场化基因的国企转型更胜一筹。**期间，部分央企和地方国企类的贸易商开启转型，从单纯商品买卖的业务模式转向综合服务模式，嵌套增值服务。过程中，由于拥有较好资源优势的央企经营效率更低，转型效果不佳，在 2013-2015 年大宗商品价格下降中，央企营收受到较大冲击。以当时中国规模最大的黑色金属贸易商五矿发展为例，由于 2013-15 年钢材价格下滑超 50%，2015 年营收较 2013 年降低 70%，同年大幅亏损 39.5 亿元。相较之下，地方国企由于兼具组织架构灵活、经营转型市场化以及资金信用背景雄



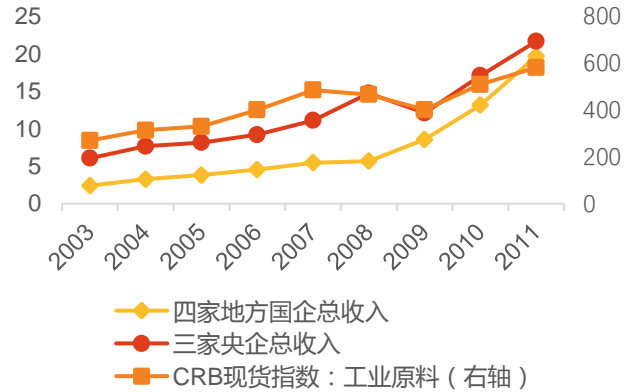
厚的特点，得以继续保持自身流动性稳定，部分具备市场化基因的地方国企取得较为稳健的增长，大宗供应链集中度迎来快速提升，象屿在内的四家地方国企市占率从 2016 年的 0.27% 提升至 2021 年的 0.73%。

图 24：2012 年以后我国工业增速及利润率显著换挡



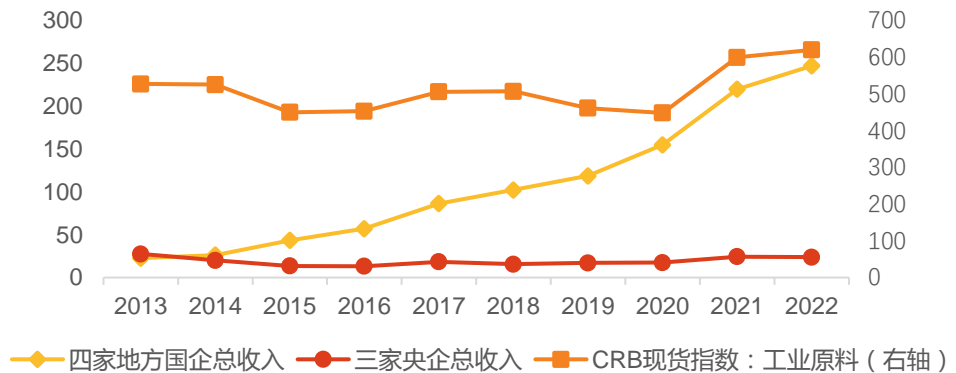
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2000-2011 大宗供应链行业中地方国企及央企的营收规模增速差别不大 (百亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：近十年大宗供应链行业中地方国企及央企的营业规模变化 (百亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：目前地方国企及央企大宗供应链企业经营情况

公司名称	企业性质	2022 年 ROE (%)	2022 年总收入 (亿元)	营收 CAGR (2015-2022 年)	主营大宗商品品种
建发股份	地方国企	10.74	8328	30.66%	浆纸、钢铁及橡胶等化工产品
物产中大	地方国企	11.59	5765	17.85%	钢材、煤炭、化工
厦门象屿	地方国企	15.43	5381	36.83%	金属矿产、能源化工及农副(林)产品
厦门国贸	地方国企	11.88	5219	34.89%	钢材、铁矿、化纤及其他
浙商中拓	地方国企	18.98	1936	37.32%	黑色(钢材、煤炭、废钢、矿石)、有色、能化
五矿发展	央企	7.05	786	3.46%	黑色金属为主(钢材、铁矿石、煤炭、焦炭)
远大控股	央企	3.80	820	5.77%	石油化工、能源化工、金属、农产品
中储股份	央企	4.91	768	23.27%	纸浆、农产品、化工、金属

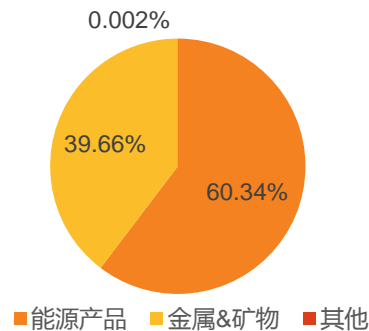
资料来源：Wind，建发股份公司年报，物产中大公司年报，厦门象屿公司年报，厦门国贸公司年报，浙商中拓公司年报，五矿发展公司年报，远大控股公司年报，中储股份公司年报，企查查，天风证券研究所

## 2.3. 从海外模式看中国大宗供应链企业发展路径

### 2.3.1. 嘉能可：持续的上游兼并收购缔造“工业+贸易”巨头

嘉能可国际公司（以下简称“嘉能可”）是全球大宗商品交易巨头，成立于 1974 年，总部设于瑞士巴尔，是一家从事大宗商品和原材料贸易的大型私营企业。嘉能可成立初期主要从事黑色金属和有色金属的实物营销业务，随后扩展至矿物、原油及石油产品等领域。如今，嘉能可经营的产品主要包括金属、矿物、煤、原油、石油产品及农产品。

图 27：嘉能可营业收入构成占比（2022 年，亿美元）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

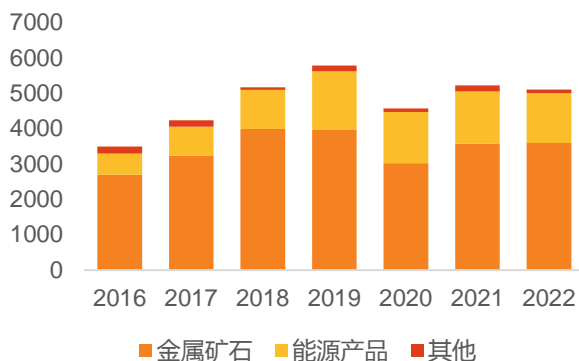
2011 年至今，嘉能可通过频繁并购实现了向全球大宗商品交易商与全球矿业生产商双重身份的转变。从布局品类来看，嘉能可的资本开支更多地集中在金属矿产领域，2022 年金属矿产领域资本开支占比为 70.45%，远高于能源产品（27.63%）。从上中下游布局来看，嘉能可的资产并购集中于上游开采加工的矿山、冶炼厂等资源。2016-2020 年嘉能可贸易业务资本开支（主要为港口、仓储等中下游资源）占比均未超过 15%，反映出嘉能可持续向上游重资产延伸，参与生产、加工等价值增值过程的发展方式。

表 5：嘉能可投资并购历程（不完全统计）

并购日期	并购内容	并购企业所属行业
2011 年 7 月	收购马可布雷 70%股权	矿石开采
2011 年 8 月	收购米纳拉资源公司 100%股份	矿石开采
2011 年 12 月	收购南非煤矿企业乌姆赛博 43.7%股份	矿石开采
2012 年 3 月	收购维特拉公司 100%股权	粮油加工
2012 年 6 月	收购锌矿企业罗什皮纳 80.08%股权	矿石开采
2012 年 9 月	收购卡拉钦 18.91%股权	矿石开采
2013 年	收购克莱蒙特热能煤矿 50.1%股权	矿石开采
2013 年	收购穆坦达矿业 14.5%股权	矿石开采
2013 年	合并斯特拉塔股份有限公司	矿石开采
2014 年	收购克莱蒙特煤矿合资企业	矿石开采
2016 年	收购阿特拉斯钢铁有限公司 8.47%股份	矿石开采
2016 年	收购艾博特角港合资公司 45%权益	港口运营
2017 年 2 月	收购穆坦达矿业 31%股份	矿石开采
2017 年 2 月	收购加丹加矿业有限公司 10.25%股份	矿石开采
2017 年 11 月	收购沃尔坎矿业有限公司 42.3%A 股普通股	矿石开采
2018 年 5 月	收购猎人谷煤矿 49%权益	矿石开采

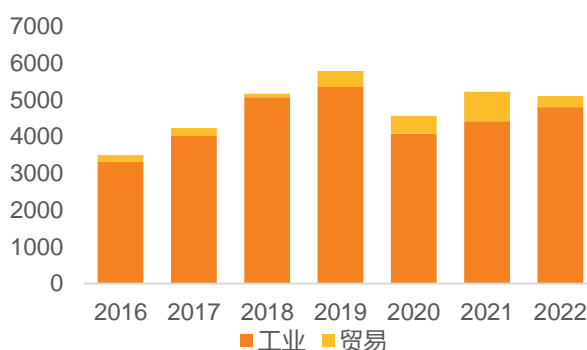
资料来源：《大宗巨头嘉能可精准并购模式探究》张继德等，米纳拉公司官网，维特拉公司官网等，天风证券研究所

图 28：嘉能可各品类资本开支（百万美元）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 29：嘉能可各业务资本开支（百万美元）

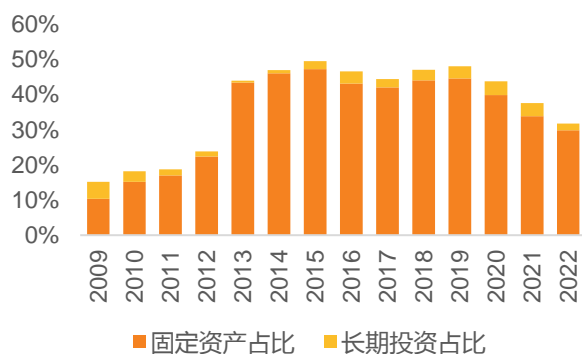


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

随着中上下游并购加速，嘉能可的固定资产及长期股权投资占资产比重之和不断升高，并且在 2013 年完成与 Xstrata

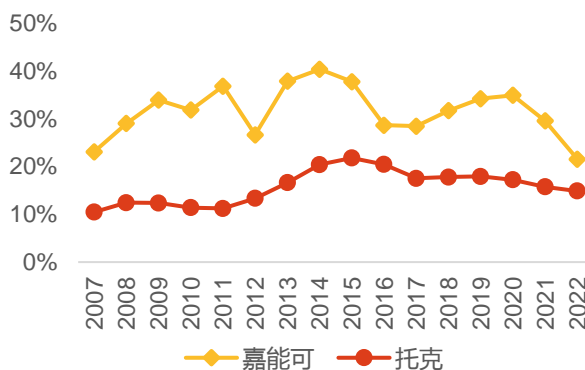
（斯特拉塔）兼并后保持在 40%左右的较高水平。为了匹配不断升高的固定资产水平，嘉能可多采用长期负债等长长期融资方式，融资结构中长期负债占比相较托克而言更高。

图 30：嘉能可长期股权投资（参股公司）及固定资产占总资产比例



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 31：嘉能可与托克长期债务结构



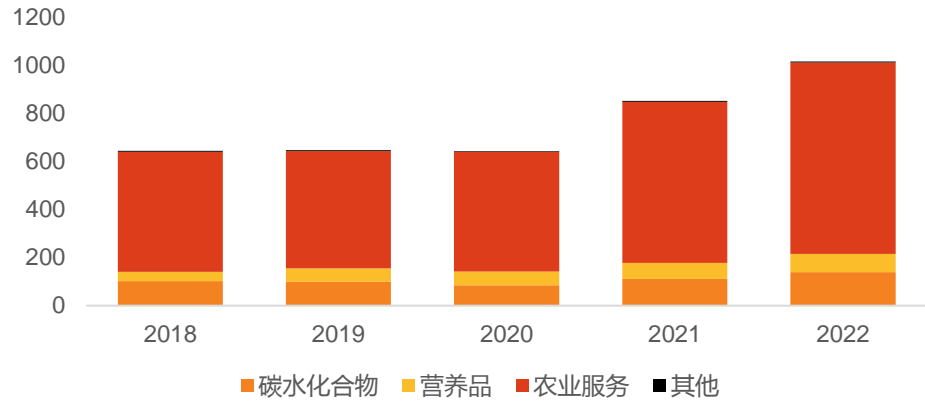
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

### 2.3.2. ADM：专营农产品的全产业链运营商

ADM 公司（Archer-Daniels-Midland Company）创立于 1902 年，是全球领先的农产品贸易及加工商，同时也生产人类及动物营养品。ADM 成立初期主要从事亚麻籽压榨业务，随后逐渐向大宗供应链中游及下游拓展。ADM 现主营业务主要为农业服务，人类、宠物营养品业务，动物饲料，及工业生物材料业务。2022 年公司营业收入及资产规模分别达 1015.56 亿及 597.74 亿美元。

**农业大宗商品贸易贡献公司主要营收。**不仅仅包含传统的贸易及运输，还包括部分增值服务如装卸、种植园的供应链服务以及结构化供应链金融。2022 年 ADM 农业服务营业收入达 795.63 亿美元，占公司总营收的 78.34%。

图 32: ADM 各业务板块营收



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

ADM 在中下游资产端布局较多, 形成了全球性的资产布局网络。

- **中游资产方面**, 公司主要投资于采购设施、仓库及港口等, 其中采购设施及仓库主要位于作物生产地附近, 以自有为主(截至 2022 年底自有采购及仓储设施共近 400 座), 牢牢掌握大宗农产品货权。
- **运输工具方面**, ADM 设立子公司 ADM Logistics 专营农产品的全球物流, 已经打造形成铁路-公路-水路的\*\*多式联运物流体系\*\*。水运方面, 公司投资于河运及远洋船舶, 并提供衔接河运、海运的装卸及汽船代理服务, 2022 年底 ADM 自有船舶接近 2000 艘; 陆运方面, ADM 拥有美国国内端到端的运输网络, 运输工具包括卡车、铁路车皮以及拖车, 同时其还针对上下游企业提供包括供应链管理、优化、整合及咨询服务。

图 33: ADM 中游资产布局



资料来源: ADM 公司 2022 年报, ADM 公司官网, 天风证券研究所

- **下游资产端**, 公司深度切入农产品加工环节。ADM 从油籽粗加工起家下游精加工方面, 截至 2022 年底 ADM 共拥有 304 座加工厂、制粉厂、碾磨厂等资产, 其中约一半位于海外, 生产针对下游食品饮料制造商、工业客户及营养品客户等的各类农业加工品。

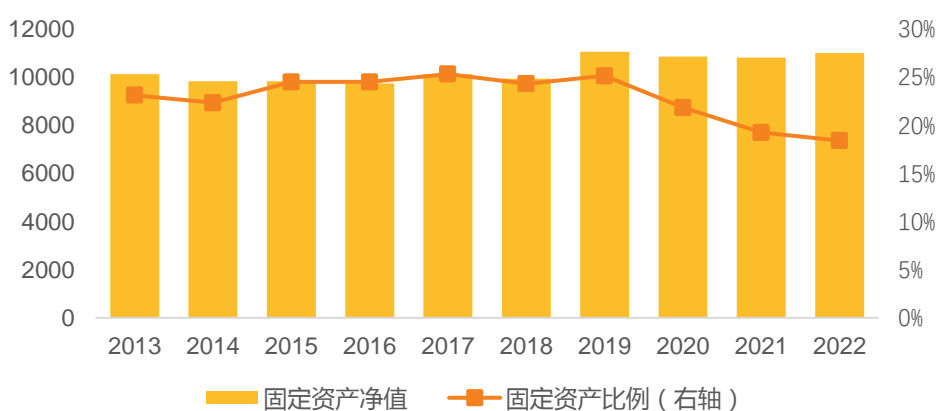
表 6: ADM 各部门下游加工厂具体情况 (截至 2022 年底)

部门	总产能 (千吨/天)	海外所在国家	描述
农业服务及油籽加工	160	巴西、德国、加拿大等	主营油籽粉碎及精加工, 生产食物、饲料、再生燃料及工业产品等用途的多种产品
碳水化合物解决方案	95	加拿大、英国、法国等	玉米及小麦的湿磨、干磨及后续精加工, 生产多种碳水化合物产品
营养品	101	法国、中国、墨西哥等	通过系统化的设计及混合生产人类营养及动物营养产品

资料来源: ADM 公司 2022 年报, 天风证券研究所

公司在产业链延伸过程中, 着重中游仓储物流环节的布局, 同时切入农产品下游加工环节, 打造农产品的全产业链运营模式。从重资产布局来看, ADM 的固定资产占比近十年来始终稳定在 20%-25% 区间, 低于以金属矿产为主要布局的嘉能可。

图 34: ADM 的固定资产净值 (百万美元) 及占总资产比例 (右轴)

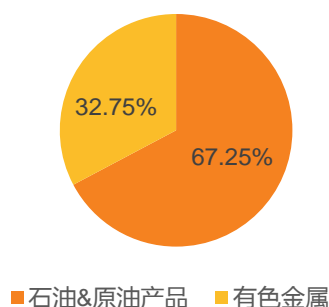


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

### 2.3.3. 托克: 专注贸易, 轻重资产结合模式带来高盈利

托克 (Trafigura) 公司成立于 1993 年, 目前是全球最大的独立商品贸易商之一。公司专注于石油和石油产品以及金属和矿产的期现货交易服务及物流服务, 通过石油、金属、电力和可再生能源以及航运部门建立了全球贸易业务。

图 35: 托克营业收入构成占比 (2022 年)



资料来源: 托克 2022 年报, 天风证券研究所

托克在全球范围内进行石油和石油产品以及金属和矿产的采购、存储、混合和运输服务, 并在此过程中基于地理、时间和形式的转换进行套利。托克利用其规模经济的优势大量采购, 有着强大的谈判能力来获得成本较低的商品。托克使用期货、交换等标准衍生工具来对冲平价风险, 减小风险敞口, 并通过全球采购来规避地区性风险; 然后通过其分布在世界各地的中游资产对商品进行仓储、混合、运输, 并时刻关注市场寻找实物套利的机会。

图 36：托克基于空间、时间和形式的变换进行套利



资料来源：《商品解密——交易及全球供应链指南》.Trafigura，天风证券研究所

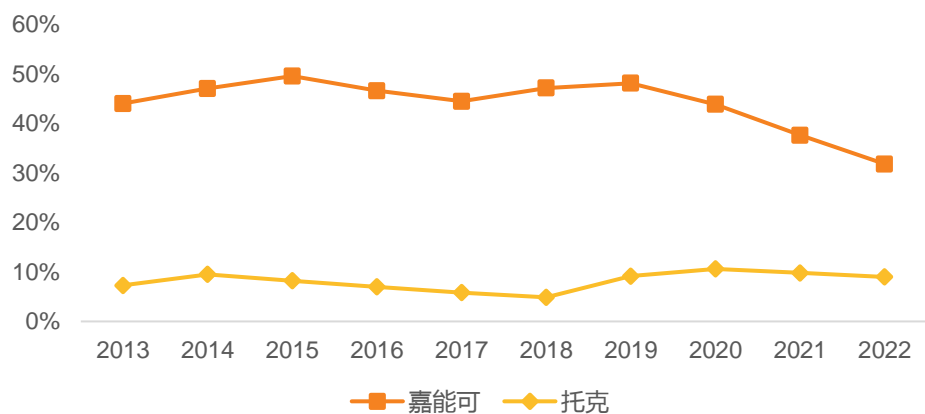
与嘉能可、ADM 不同，托克公司更偏轻资产运营，上游重资产布局相对更少，长期资产投资更多地集中于中游物流存储资产。近年来，托克不断购买并建设码头、仓储、生产和加工设施等中游资产。对于中游资产的布局和采购使托克对第三方物流、仓储的依赖性大大降低，使其节省了大量的交易成本，提高了中游环节的运作效率，也为其对实物商品的灵活操作提供空间。

表 7：托克实体产业和相关金融投资子公司

投资子公司	子公司业务
Impala	多式联运提供商，拥有港口、码头、仓库及转运设备等资源。
Trafigura Mining Group	开采运营服务商，与公司合并收购组密切合作且有一众资产组合。
Galena asset management	实体资产和私募基金投资。
Nyrstar	多金属开采和熔炼，在锌和铅领域市场领先。

资料来源：托克 2022 年报，天风证券研究所

图 37：托克与嘉能可固定资产+长期投资占比

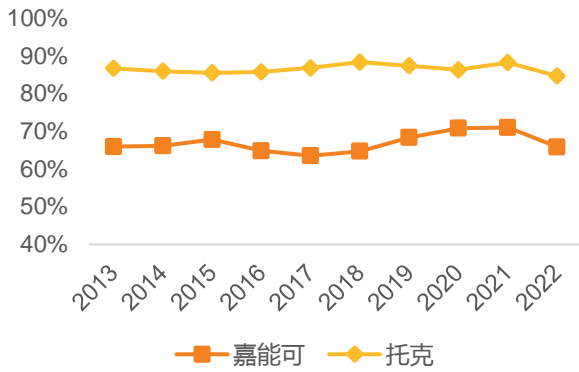


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

重资产模式长期融资比例高，以匹配固定资产投资需求。采取轻资产运营模式的托克集团自有资产少，需大量融资以满足驱动其业务扩张的资金需求，自 2013 年来资产负债率一直保持 84% 以上的高位。重资产投资上下游产业的嘉能可，同期资产负债率水平维持在 65% 左右。除资产负债率区别显著外，采取不同运营模式的贸易商在负债结构上也存在较大差异，即在流动负债率方面也有显著区分。2013 年以来，由于托克对支持重资产投资的长期融资需求小，短期融资即可满足其日常经营的资金需求，流动负债率处于较高水平，长期高于嘉能可。

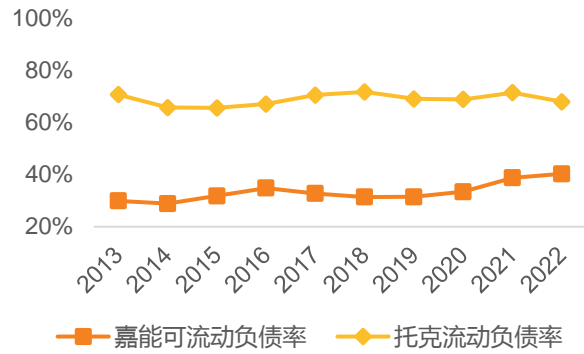


图 38：嘉能可与托克资产负债率



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 39：嘉能可与托克流动负债率

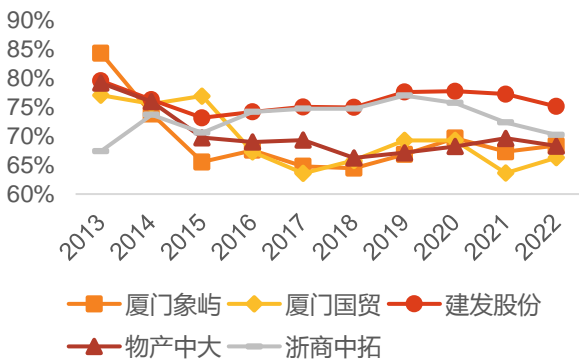


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

### 2.3.4. 中国企业发展路径：轻重相宜，建立全产业链综合服务能力

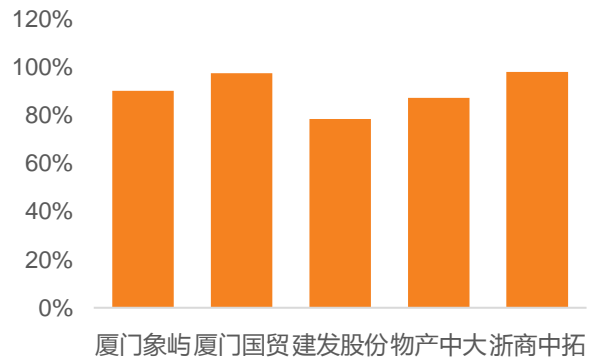
目前我国头部大宗供应链企业仍以高杠杆驱动，体现为资产负债率和流动负债占比较高。大宗行业的特征决定着商贸企业的资金需求较大，以高杠杆融资驱动盈利。从国内五家头部大宗供应链企业 2022 年数据看，其资产负债率均在 60%以上；除地产业务较高的建发股份为 78.49%外，各企业流动负债比率均在 80%以上。而嘉能可/托克 2022 年对应的资产负债率和流动负债比率分别为 65.89%/84.71%和 40.29%/67.92%。因此我们认为，我国头部大宗供应链企业与托克模式较为接近，即贸易属性仍然较强。

图 40：五家大宗供应链企业资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 41：五家大宗供应链企业流动负债率（2022 年）



资料来源：wind，天风证券研究所

经过对海外龙头的复盘，我们认为对于中国大宗供应链企业的发展模式有如下参考：

1. 我们认为降低资金驱动的贸易属性，转向提升供应链端到端服务能力是大宗供应链行业的典型演变路径。在发展历程中，对比海外龙头，嘉能可与 ADM 均切入产业链上游或下游的加工制造环节，嘉能可更多的将资产集中于上游资源，例如矿山、冶炼厂等；而 ADM 选择将资源布局于中游仓储物流及下游加工制造环节，两者都打造全产业链运营模式。而托克着重于中游关键物流节点的资产布局，有效降低交易成本，形成贸易商的竞争优势，打造全产业链服务模式。海外企业在资产布局的重心上或有所侧重，重资产投入具较大差异，但是实质均是向产业链上下游行伸，从单点服务最终发展为端到端的服务模式。

图 42：各公司在供应链各环节布局

产业链环节	贸易			上游			中游			下游		
	ADM	嘉能可	托克	ADM	嘉能可	托克	ADM	嘉能可	托克	ADM	嘉能可	托克
玉米	✓	✓					✓	✓		✓		
小麦		✓						✓				
油籽	✓	✓					✓	✓		✓	✓	
棉花		✓										
糖		✓						✓			✓	
可可	✓						✓			✓		
工业金属		✓	✓		✓	✓		✓	✓		✓	
铁矿		✓	✓						✓		✓	
石油		✓	✓		✓			✓	✓			✓
煤炭		✓	✓		✓			✓	✓			
天然气			✓									

资料来源：《The Economics of Commodities Trading Firms》，Craig Pirrong，2014，天风证券研究所

**2. 以农产为例，我国企业与海外企业在产业链延伸的侧重有所异同。**比较象屿与 ADM 在产业链延伸过程，相同之处均在于对于中游资产的大力布局，不同之处象屿侧重上游粮食种植，ADM 侧重下游精加工制造。我们认为，延伸方向的侧重主要系两国农业发展阶段不同。美国农业机械化、自动化水平较高，产业发展成熟，贸易商往往通过与农场合作种植来锁定作物供给，难以向上游种植户进行渗透。而我国农业自动化水平相对较低，仍以散户种植方式为主，小农经济的发展形态需要大型平台来对产物进行整合以及对散户进行聚拢，因此象屿在农产品产业链更加侧重上游，直到 2021 年才开始布局大豆压榨业务，切入农产品下游加工制造环节。

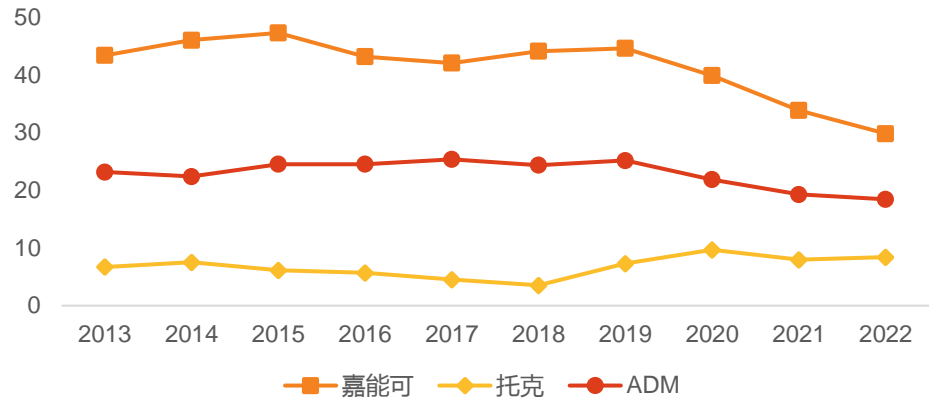
表 8：象屿农产与 ADM 布局差异

重点布局	ADM	象屿农产
上游	/	开拓“自种+合作种植”双轮驱动种植模式，2020 年种植面积超 170 万亩，同比增长 65%
中游	拥有全球仓储及采购设施 400 座，自有船舶近 2000 艘，铁路车皮近 10000 节，货车和拖车近 1500 辆	北方港口中转能力超 1000 万吨，南方港口中转能力超 800 万吨，拥有强大的北粮南运能力
下游	拥有 304 座加工厂、制粉厂、碾磨厂等资产，其中约一半位于海外	2021 年起布局大豆压榨业务，实现从进口大豆到豆油、豆粕加工的产业链延伸

资料来源：ADM 公司官网，Wind，天风证券研究所

**3. 中游仓储物流为大宗贸易的重要环节，中国大宗供应链行业龙头公司的成长路径可能更向托克模式靠拢，嘉能可重资产的模式难以复制。**我们认为，由于大宗供应存在着供给与需求的波动性和地域分布差异性，在商品套利过程中公司对于货权的把控尤其重要，并且第三方仓储运输平台可能通过临时加价降低贸易商套利利润，所以贸易公司对中游关键节点物流资产的投资可以降低交易成本并实现快速交易。托克模式注重中游资产的投资布局，通过对大宗商品的全流通过程提供供应链服务，其模式和扩张路径更适合当下中国大宗供应链企业的发展阶段。而嘉能可对上游矿产资源的兼并收购离不开金融资本的支持，甚至通过控制供应链和金融资本化来赚取超额利润，因此这一模式在中国可能相对难以被复制。

图 43：各公司固定资产比例对比（单位：%）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

相较其他工业大宗商品，农产品贸易对中游资产的投资需求较高，主要因为：1) 农产品的生产及消费在时间及空间上高度不匹配：时间方面，作物往往在特定季节集中成熟，而消费在一年之中相对均匀；空间方面，作物的高产量生产往往有区域要求，消费地则相对分散。成熟时较大的收成量使得存储容量要求较高；2) 农产品易损耗：较钢铁石油等工业品，农产品对存储环境的往往在湿度、温度方面均有要求，良好的储存需要更高额的中游资产投资。

### 3. 公司具备规模、周转和风控三重优势

#### 3.1. 大宗供应链的盈利模式决定了规模为王

大宗供应链的盈利模式决定了规模为王。大宗供应链业务具备规模效应，即通过商品采购分销、物流、资金等各个环节的集采集供能力，来降低流环节综合成本。公司盈利以“交易收益、服务收益、金融收益”为核心，盈利模式与经营规模关联度较强，前者依托业务体量，通过集中采购获得成本优势，后两者依托流量基础、平台化优势，通过提供物流、金融等增值服务进行流量变现；同时帮助客户降本增效，进一步带来份额提升与流量增长，形成正向循环。

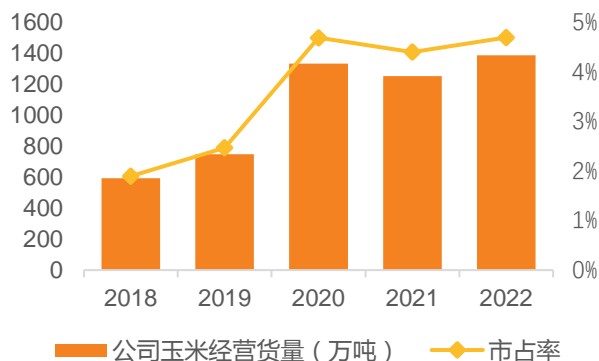
表 9：公司盈利结构（2022H1）

盈利点	盈利方式	和大宗商品价格的关系	和经营规模的关系	占比
服务收益	物流配送、代理采销、信息咨询、粗加工等增值服务，赚取服务费	关联度弱	关联度强	40%
金融收益	供应链金融服务，获取金融收益。	关联度弱	关联度强	30%
交易收益	规模集拼收益：集中采购获得成本优势，贡献交易收益	关联度弱	关联度强	30%
	链条运营收益：在各个环节发挥专业化运营优势和规模效应，大幅降低边际运营成本，获取交易收益(体现为上游与终端价差)	关联度弱	关联度强	
	价差收益：依托专业的分析判断，通过研究商品在时间、区域等维度的价格变动趋势进行交易从而获取收益	关联度强	无明显关系	

资料来源：厦门象屿公司半年报，天风证券研究所

以粮食产业链为例，2022 年，公司玉米经营货量继续保持千万吨级，在玉米大宗市场的市占率为 4.7%，是 A 股最大的玉米全产业链服务商。公司通过专业化运营优势和规模效应，大幅降低边际运营成本，农产品单吨毛利提升明显。

图 44：公司玉米经营货量及市占率



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

注：1) 2019-2021 年，粮食/农产品整体经营货量在 85%左右，假设 2018 年粮食货量占比为 85%；2) 2021 年年报披露，粮食经营货量为 1254 万吨，玉米为千万吨级，以粮食经营货量近似代替玉米经营货量；3) 市占率=公司玉米经营货量/中国玉米总消费量

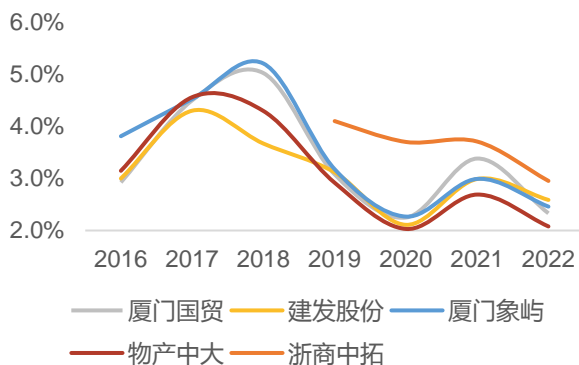
图 45：公司分产品单吨毛利（万元/吨）



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

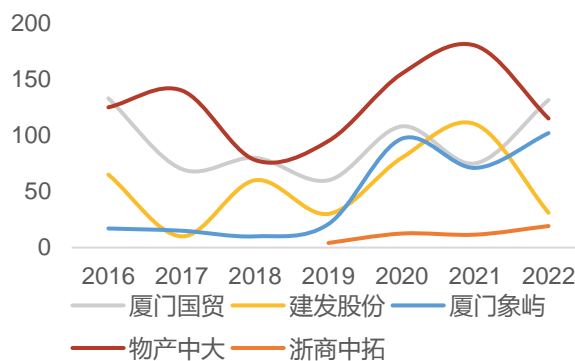
**规模效应下，公司融资成本下降明显。**传统大宗供应链业务对资金规模要求较高，业务规模扩张的同时，存货、预付款项及应收账款随之快速增长，资金占用明显，企业需要经常性举债满足资金要求。从五家大宗供应链国企看，举债规模和融资成本基本呈负相关关系。随着经营体量的逐步扩大，公司超短期融资券发行规模逐年扩张，融资利率与财务费用率下降明显。2022 年，公司融资规模与融资成本均在头部五家企业的中等水平，同时，公司主体信用评级和债项评级均维持 AAA 级，偿债能力保持稳定。

图 46：厦门象屿与同业公司平均超短期融资债券利率



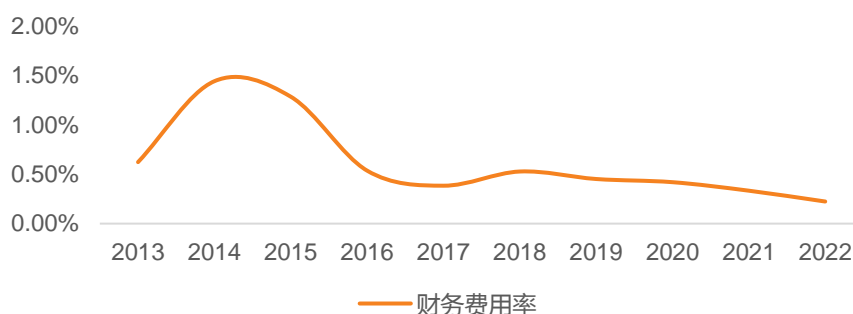
资料来源：wind，天风证券研究所

图 47：厦门象屿与同业公司超短期融资债券发行规模（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 48：公司财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. ROE 视角：盈利依靠高杠杆+高周转双重驱动

大宗供应链行业利润率较低，ROE 主要靠杠杆驱动，且逐步转为杠杆+周转双重驱动的模式。通过杜邦分析拆解公司的盈利模式可以发现，公司的净利率水平较低，2015 年以后基本处于 0.5% 以下的水平，ROE 的拉动主要依靠高杠杆以及高周转驱动。我们认为，这主要系大宗商品流通过行业作为制造业上下游中间环节，需要保持合理销售价格，使销售毛利率和销售净利率保持在相对比较低的水平，以加快销售周转、提高流通效率，企业普遍呈现低毛利率的特点。

表 10: Roe 拆解

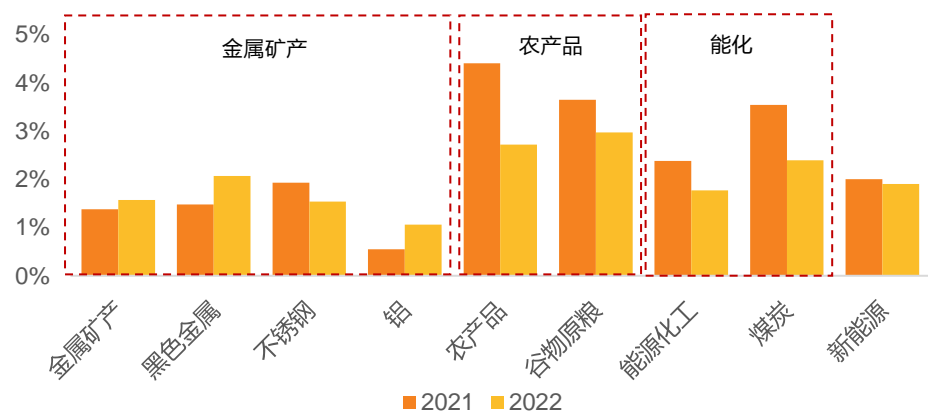
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROE	14.43%	10.16%	5.89%	6.70%	8.10%	8.66%	8.61%	9.10%	13.43%	15.37%
销售净利率	0.68%	0.58%	0.48%	0.36%	0.35%	0.43%	0.41%	0.36%	0.47%	0.49%
权益乘数	5.96	6.09	4.78	4.72	4.51	4.35	4.69	5.36	5.69	6.15
资产周转率(次)	3.55	2.85	2.56	3.97	5.12	4.67	4.52	4.71	5.05	5.10

资料来源: wind, 天风证券研究所

#### 3.2.1. 商品结构调优，提盈利

公司目前主要经营的品类为金属矿产、农产品、能源化工、新能源四大类大宗商品，且不同品类之间的盈利能力、发展潜力有所差异，从 2022 年的毛利率上看，金属矿产 (1.57%) < 能源化工 (1.77%) < 新能源 (1.90%) < 农产品 (2.72%)。

图 49: 各产品毛利情况



资料来源: 厦门象屿公司半年报, 天风证券研究所

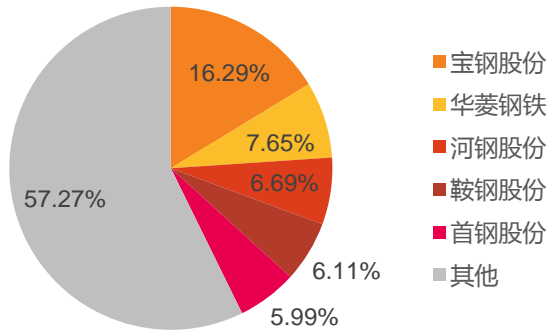
**黑金品类高周转、低毛利，业务体量收缩明显。**金属矿产主要包括黑色金属（钢材、铁锰等）、铝、不锈钢，其中钢材在内的黑色金属矿产等品类整体呈现高周转、低毛利的特征，主要系：1）钢材是用于生产及再生产的基础原材料类的商品，标准化程度高，加工增值空间小，导致服务环节单一；2）钢材下游需求分散，相较而言钢铁行业竞争格局较为集中，2021 年 CR5 为 42.73%，销售往往采取代理模式，供应商集中下游需求集中购买，收取服务费，导致利润空间较小。公司主动优化商品组合，2022 年，黑色金属经营货量、营业收入同比下降 10.40%、14.17%。

**公司把资源向收益率较高的新能源供应链、和农产品供应链倾斜。**农产品上，区别于黑色金属矿产等品类高周转、低毛利的特征，农产品周期波动性相对较低、利润率水平更高。**新能源业务上**，公司于 2019 年切入新能源材料产业链，专注锂电和光伏高成长赛道，坚持“上整资源、下拓渠道、中联物流”战略，实现从海外原料端到冶炼厂再到电池端的全产业链服务布局，产品覆盖镍、钴、锂、铜箔等动力电池核心原料或部件。同时在物流能力上，公司构建非洲、印尼、南美物流网络，强化海外资源获取能力。截至 2022 年，公司基本实现主流正极材料厂商碳酸锂供应全覆盖，与华友钴业、中伟股份、格林美、盛屯矿业、龙蟠科技、融通高科等企业形成了紧密合作关系，碳酸锂供应量全国前五，年经营量超 3 万吨，镍、锂、钴等产品经营规模同比大幅增长。享有较高毛利率以及较高增速



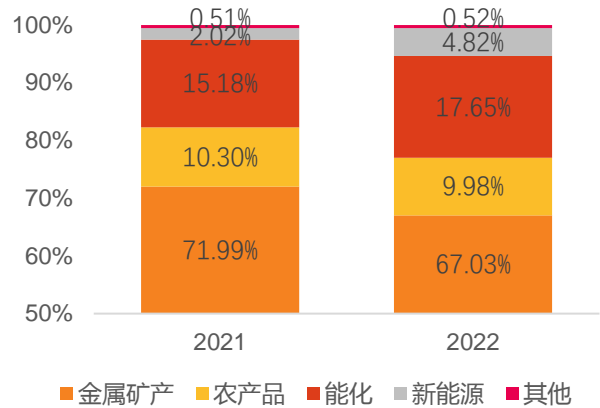
的新能源材料在大宗商品的收入占比提升为 3.54%，公司大宗商品销售结构进一步调优。

图 50：2021 年中国钢铁行业市场份额



资料来源：今日钢铁公众号，天风证券研究所

图 51：大宗商品经营板块的收入构成



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

### 3.2.2. 重资产网络布局，促周转

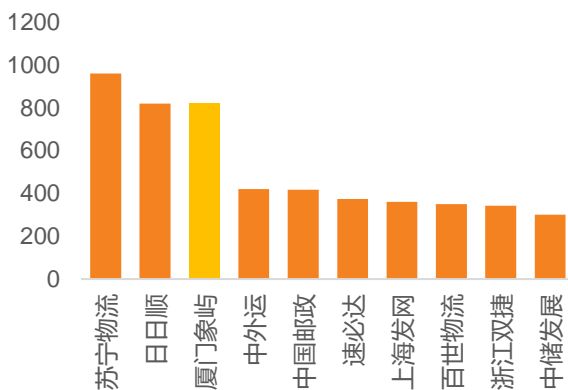
**供应链企业的本质是为制造业企业提供物资供应服务，而不是囤积商品赚取价差。因此库存商品周转越快，说明企业经营效率越高，越能体现供应链服务的本质。**

公司搭建了覆盖全国、连接海外的铁路、公路、水路网络化物流服务体系。公司是国家 5A 级物流企业，在业内率先构建以“公、铁、水、仓”为核心的网络化物流服务体系，培育了三大物流运营主体(象屿速传、象道物流、象屿农立)，拥有一批专业化、市场化的物流服务团队，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。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支撑，有利于进一步巩固公司核心竞争力，助力业务开拓。

- **粮食仓储：**截至 22 年末，公司拥有 10 大粮食收购平台，自有仓容超 1300 万吨，配备 9 条铁路专用线；
- **其他仓储：**截至 22 年末，公司拥有 45 个自有及包租管理的仓库，面积逾 150 万平方米，存储产品包括钢材、塑化、农副产品、民生消费品等；8 个堆场，面积逾 45 万平方米。

图 52：2021 年全国通用仓储企业排名（万平方米）TOP10



资料来源：中国仓储与配送协会公众号，天风证券研究所

图 53：公司覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系



资料来源：厦门象屿公司 2022 年年报，天风证券研究所



较其余大宗供应链企业，公司网络物流布局完善，固定资产占比领先。2018 年，公司完成象道物流 20%股权收购实现控股，获得铁路物流网络核心资产，进一步丰富自身物流体系和布局。目前，公司是五家上市大宗供应链企业中，铁路物流布局的领先企业。截至 2022 年，公司固定资产占比 8.82%，高于同行业竞争对手。

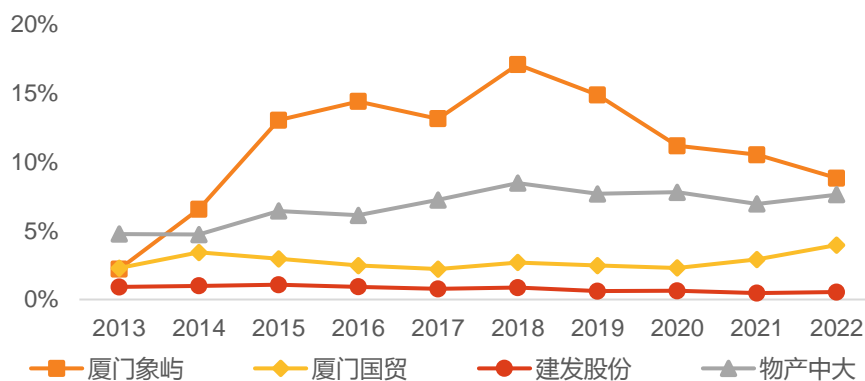
表 11: 各公司物流布局

项目	厦门象屿	浙商中拓	厦门国贸	建发股份	物产中大
铁路运输	14 个铁路货运场站 ( 自有 11 个 )，47 条铁路专用线，逾 220 万 m <sup>2</sup> 集装箱场和仓库、超 2.5 万个自备集装箱，年发运能力超 3500 万吨	/	/	/	布局铁路专用线 10 条，并试点合作运行中老、中欧班列
公路运输	线下自有运输车辆超 1300 辆；线上开发网络货运平台，整合车辆 5.7 万辆	公司网络货运平台整合车船数超 2.1 万辆	/	/	/
水路运输	国内沿海及长江流域年运量约 2,500 万吨运量；自有集散两用船舶 1 艘，并于 22 年新上线网络水运平台，整合社会船舶 80 艘，委托量达 130 万吨	/	自有大型远洋船舶 6 艘、管理船舶 16 艘，合计运力 127 万吨，远洋及近洋年运输量超 3,000 万吨；自有 2 艘万吨级江船	/	/
仓储集群	10 大粮食收购平台，自有仓容超 1300 万吨，配备 9 条铁路专用线；45 个自有及包租管理的仓库，面积逾 150 万平方米；8 个堆场，面积逾 45 万平方米	自管仓库近 170 个，其中第三方自管库近 100 个，第三方自管库吞吐量超 5,000 万吨	自管仓库面积近 300 万平方米，合作仓库超 3,000 个；成为铁矿石、甲醇等商品的指定期货交割库，期货交割库数量共 8 个	已在 23 个海外国家和地区签约仓库 104 个	在华北、华东和华南等大宗商品核心物流节点区域布局物流网点数 154 个，其中带码头仓 18 个、泊位 51 个

资料来源：厦门象屿公司年报，浙商中拓公司年报，厦门国贸公司年报，建发股份公司年报，物产中大公司年报，天风证券研究所

注：截至 2022 年末

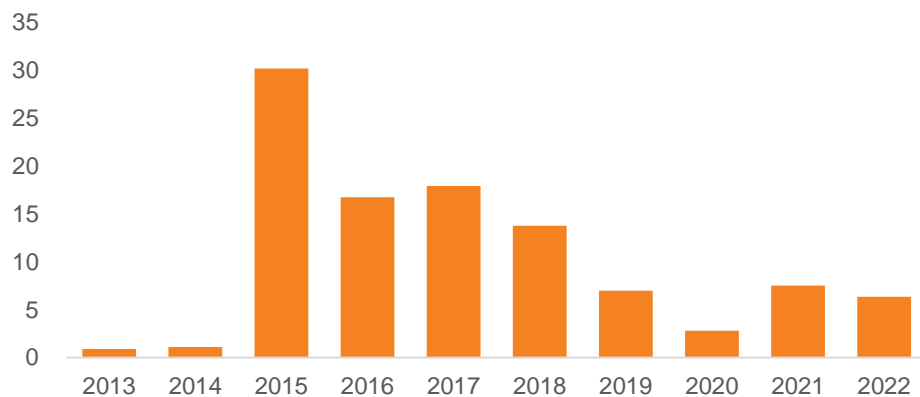
图 54: 各公司固定资产占比对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

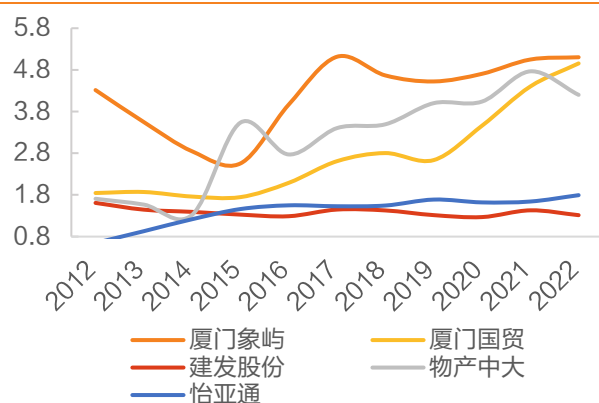
核心重资产布局撬动网络效应，2015年后总资产周转率稳步提升。2015年之后公司大规模的资本开支并未影响到资产周转率，相反公司周转经营效率出现较大幅度提升，侧面证明关键物流节点的布局改善了公司整体经营状况、网络效应有望得以更好发挥。厦门象屿存货中价值占比最大的为供应链运营的大宗商品(2022年约为91.5%)，存货周转率稳居高位，经营效率领先同业。

图 55：公司资本开支（亿元）



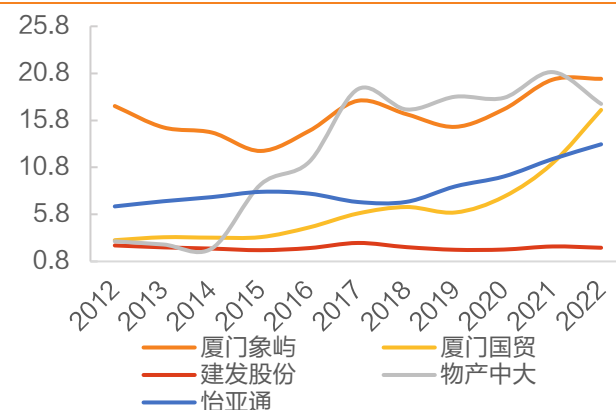
资料来源：wind，天风证券研究所

图 56：厦门象屿与同业公司的资产周转率（次/年）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 57：厦门象屿与同业公司的存货周转率（次/年）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.3. 风控能力持续增强，有效对冲经营风险

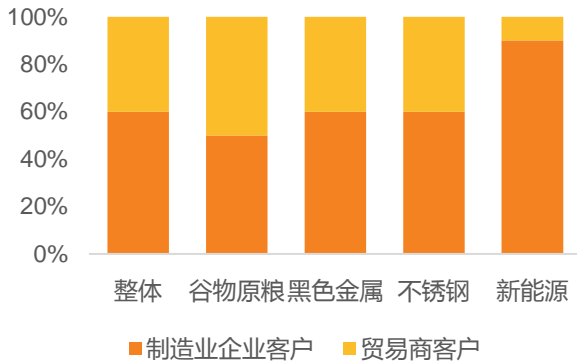
大宗商品供应链行业由于存在交易环节多、融资功能强的特点，对于企业风控能力要求较高。在具体业务开展中，象屿搭建了严格的全面风控制度，通过提高制造业企业占比（客户角度）、打造商品组合（商品角度）、完善风控体系（管控角度），形成组合拳，有效管控商品价格风险、客户资信风险以及物流货权风险，确保整体经营稳定。

从客户与商品角度来看，厦门象屿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：

- 公司将广大制造业企业作为目标客户，制造业企业服务量占比不断提升。制造业企业客户具有资信更优、需求更多元且稳定性更高的特点，截至 2022 年，公司制造业企业服务量占比达到 60%以上，其中谷物原粮供应链占比达 50%以上、黑色金属、不锈钢供应链占比达 60%以上、新能源供应链占比达 90%以上。

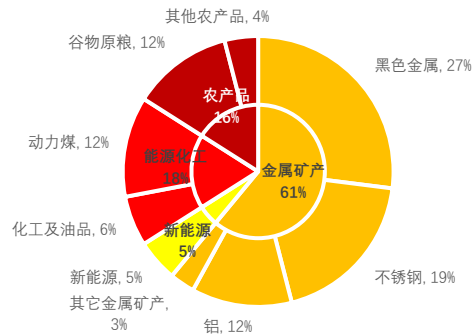
- 公司将“流通性强且易变现”的大宗商品作为主营产品，并对产品进行多维度组合以降低系统性风险，产品组合多元、结构均衡。公司目前拥有金属矿产、能源化工、农产品、新能源等四大经营品类，核心产品市占率大多在 2%-3%，具有更好的风险对冲能力和增长潜力。

图 58：公司制造企业客户占比（2022）



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

图 59：公司经营商品毛利构成（2022）

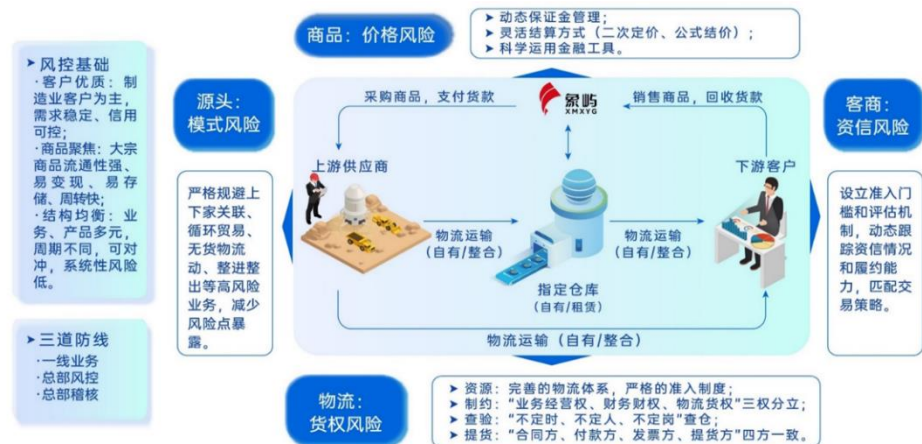


资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

从管控角度来看，象屿搭建了严格的全面风控制度，基本形成了一套完善的风控体系，其中重点应对商品价格风险、模式风险、客户资信风险以及物流货权风险：

- **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、公式定价等方式对冲风险。
- **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，公司通过商业模式改造，更多地服务于制造业企业，与资信更好的客户合作，减少和贸易流通商的交易占比，从而减少商业违约风险和业务量的大幅波动。
- **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，并通过“业务经营权、财务财权、物流货权”的三权分立，严格制约不同部门对公司物流运输链条的过分干涉。
- **资信风险方面**，公司设立客户准入门槛和评估机制，动态跟踪客户企业资信状况和履约能力，坚持保证金制度。此外，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。

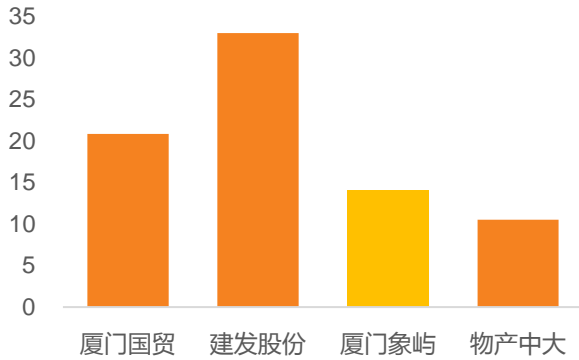
图 60：厦门象屿的风控体系



资料来源：厦门象屿公司半年报，天风证券研究所

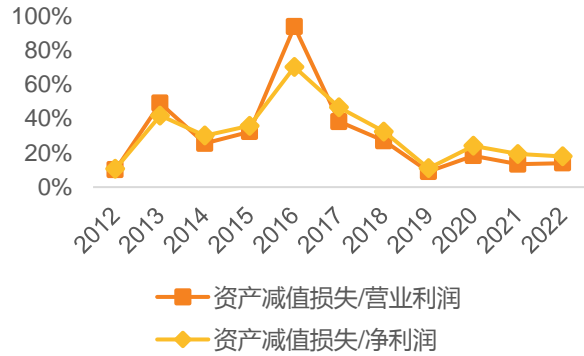
以风控体系作为基石，厦门象屿资产减值损失占营业利润及净利润比例不断下降，经营状况颇为稳健。2022 年，公司净资产损失占净利润比 17.91%，相较 16 年高峰期下降 52.34pcts。

图 61：2022 年厦门象屿及同业公司资产减值损失占营业利润的比例 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 62：厦门象屿资产减值损失占净利润、营业利润比例



资料来源：wind，天风证券研究所

## 4. 未来：科技赋能供应链、增值服务、模式创新

### 4.1. 科技赋能供应链

基于供应链经营能力、物流资源布局及货权管控能力，象屿利用区块链、AI、电子签章等技术开发“屿链通”数字供应链金融服务平台，与多家金融机构完成系统对接。通过该平台，象屿对客户方的存入货物开具电子仓单，银行根据仓单授信给客户，最终象屿向客户收取平台服务费。截至 2022 年底，公司通过“屿链通”服务平台，已为客户取得授信超过 90 亿元。

**数字化平台解决链路中企业融资难、授信主体风控难问题。**与传统的供应链金融服务相比，该模式下，公司凭借大宗商品货物监管和风险管理能力，用数字化平台搭建数据桥梁，降低金融机构及实体企业之间的信用不对称性，1) 于银行而言，帮助其降低受到的违约风险，拓展银行的服务边界；2) 于客户而言，盘活存货资金占用、解决企业客户融资难问题；3) 于象屿而言，不占用自身授信额度，通过向客户收取稳定平台服务费提升整体经营效益，同时强化供应链的综合服务能力。

图 63：厦门象屿“屿链通”服务平台



资料来源：厦门象屿公司半年报，天风证券研究所

**数字化赋能农产品全产业链。**公司与阿里团队共创农业产业级互联网平台项目，将数字化技术应用在农产品的前端种植、中游仓储、后端销售各个环节，推进数字化与业务深度融合，提高供应链综合服务能力。1) **前端种植**：公司完成种植产业联盟模块的核心内容建

设，“兴兴象农”APP 已上线，可以快捷高效地为农户提供订单种植、农资、粮食销售服务，截至 21 年底，平台在试点区域覆盖农户比例超 30%，截至 22 年底，线上 APP 实名认证用户达 3.8 万名，线上土地录入面积达 689.4 万亩；2) **中游仓储**：启动粮食仓点联盟模块建设，首次提出 WaaS 模式，目标是实现自有仓库与第三方仓库的标准化。3) **后端销售**：直连物流运输与用粮企业客户，实现稳定原粮供应。

图 64：“兴兴象农”APP 首页界面



资料来源：“兴兴象农”APP，天风证券研究所

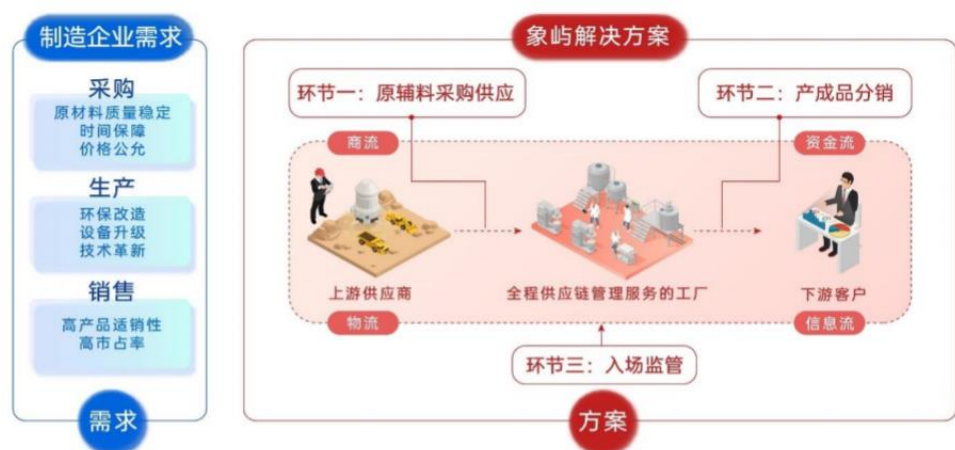
## 4.2. 产业链纵向延伸+横向复制，全产业链模式初见成效

公司结合不同业务的特点，打造多元化的大宗商品服务模式，但实质都是往产业链上下游延伸，为客户提供采购、仓储运输、金融、咨询等在内的一篮子综合服务。同时，在单一大宗品类的业务模式成熟之后，再将其不断复制到新的产业链，提升公司全品类的供应链运营能力。

### 4.2.1. 虚拟工厂解决客户综合服务需求，模式成熟、横向复制

公司为单一客户打造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”，解决客户全方位供应链需求。该模式下的典型案例即虚拟工厂项目，主要针对生产制造技术较优、产品市场认可度较高的中小制造业企业，提供原辅材料采购供应、产成品分销，以及配套的物流、金融、咨询服务，为公司贡献服务收益(含物流收益)、金融收益，其中咨询服务可助力公司进一步强化与客户的粘性。同时，公司通过账户共管、货物监管等入场监管方式进一步管控业务风险。

图 65：虚拟工厂业务模式

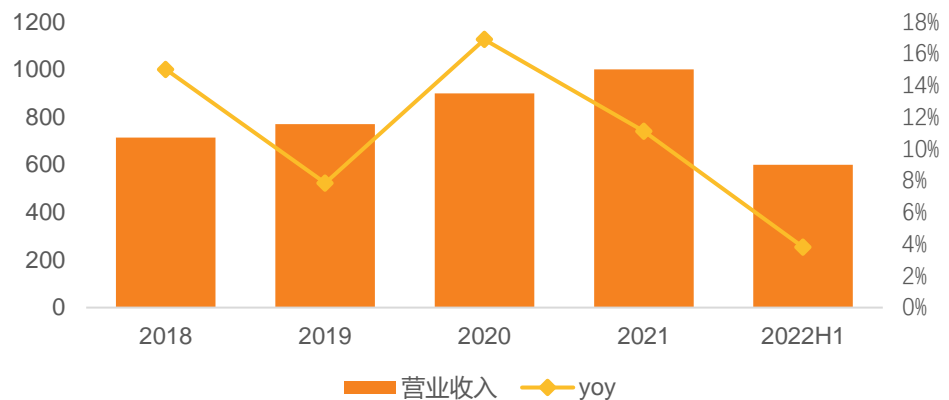


资料来源：厦门象屿公司半年报，天风证券研究所



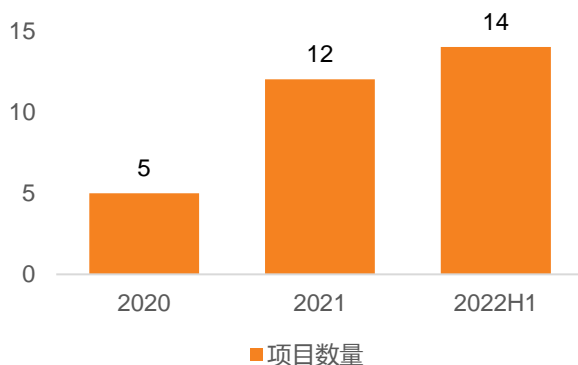
**虚拟工厂业务横向复制，盈利良好。**截至 22 年上半年，公司全程供应链管理服务(虚拟工厂)项目已由黑色金属产业拓展至铝、能化等供应链，项目数量增加至 14 个，整个上半年营收贡献超 600 亿元，毛利贡献超 13 亿元，毛利率 2.17%，远高于金属矿产业务整体毛利率水平 1.68%，同时所有项目均未出现风险事件。截至 2022 年底，铝供应链业务已拓展至北美、中东、欧洲、东南亚等地，铝制品出口额首次突破 1 亿美元。

图 66：全程供应链模式营业收入稳步增长（亿元）



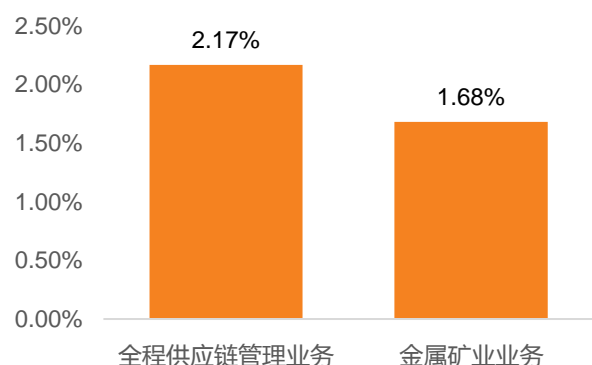
资料来源：厦门象屿公司公告，天风证券研究所

图 67：全程供应链模式横向拓展（个）



资料来源：厦门象屿公司公告，天风证券研究所

图 68：全程供应链模式毛利率水平较高（22H1）



资料来源：厦门象屿公司公告，天风证券研究所

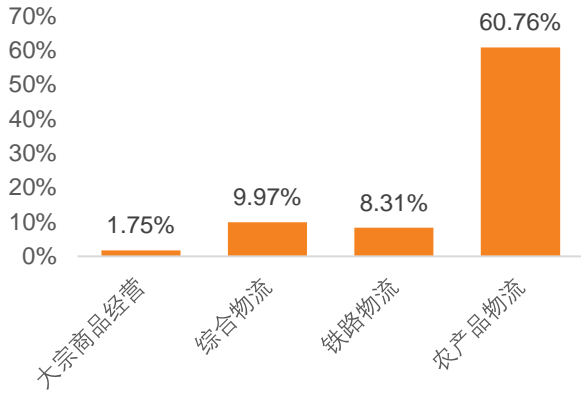
#### 4.2.2. 象屿农产：转型为全产业链运营模式，物流仓储体系构筑壁垒

公司引入经验丰富的合作方设立象屿农产进入农产品供应链业务。2013 年 9 月公司出资 4 亿元与合作方穆海鹏、穆明倩合资设立黑龙江象屿农业物产有限公司，公司持股比例 80%。2018 年公司完成对黑龙江象屿农业物产有限公司 20% 的股权收购，象屿农产成为公司全资子公司。2022 年新增中银金融资产投资有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司三家投资方，厦门象屿持股比例变为 63.15%。

象屿农产从事农业全产业链运营业务、农产品物流服务，因玉米临储政策调整，农产品物流业务收缩明显。其中，农产品物流业务主要是国储业务，为核心客户中储粮集团提供粮食代收代储并收取国家补贴，毛利率远高于公司其他业务。但由于 2016 年起国家取消玉米临储政策，2019 年政策进一步调整，公司农产品物流业务收缩明显。

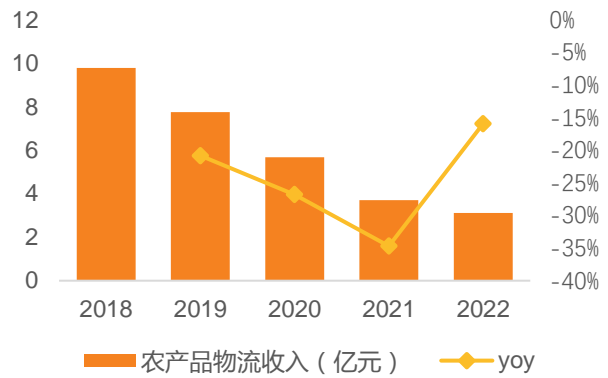


图 69：各业务毛利率情况（2022 年）



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

图 70：农产品物流收入及同比增速



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

公司积极探索农产全程供应链模式。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。在农产品全程供应链模式下，公司深度介入农业生产的产前、产中、产后，提供生产要素参与生产环节、并利用物流仓储网络、分销体系负责流通环节的运营。

- **生产环节：**为农业生产提供种子、化肥、农机、农资等配套服务；积极开展多种种植模式的探索，形成“自种+合作种植”双轮驱动的种植业务模式；
- **流通环节：**依托粮食收购、仓储、物流基地和北粮南运物流服务体系，提供粮食收购、筛选、烘干、仓储、运输等服务，为温氏、双胞胎、海益嘉里等大型养殖、饲料和深加工企业提供一体化原粮供应服务。

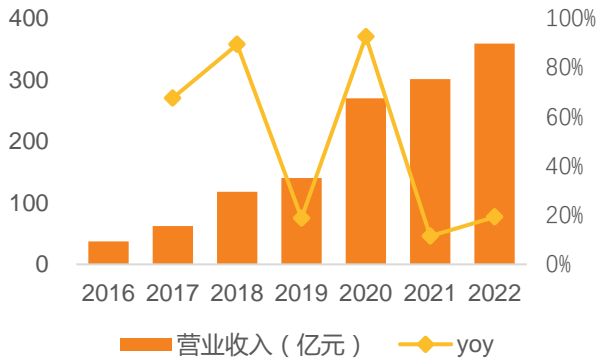
图 71：象屿农产全链条经营模式



资料来源：厦门象屿公司半年报，天风证券研究所

农产品利润结构由偏重于国储收购、仓储等物流服务优化为全产业链多元服务收益结构。在农产品物流收入逐步收缩的前提之下，公司积极调整业务布局，2020 年，公司在农产品种植端、收购端、销售端全面发力，上拓粮源，下展销售，推广粮食全产业链服务模式。粮食采购分销业务持续放量，20 年贡献营业收入 270 亿元，全年营业收入同比增长 93%。21 年，公司继续拓展全产业链模式的运行范围，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，当年实现营业收入 301 亿元，净利润 4 亿元，分别同比增长 11%、16%。22 年，公司外围库点数量继续保持高增长，覆盖东北、华北、西北、华东地区多个省份，并首次启动华北地区夏粮小麦收购，实现区域及品种双突破，逐步形成东北、华北双极收储格局，大豆压榨业务能力也进一步提升。22 年共实现营收 359 亿元，同比增长 19%，净利润 3.05 亿元，同比下滑 24.5%，净利润下滑主要系市场化原粮收购占比提升、毛利率较高的竞拍粮收购占比下降导致。

图 72：象屿农产的营业收入情况（亿元）



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

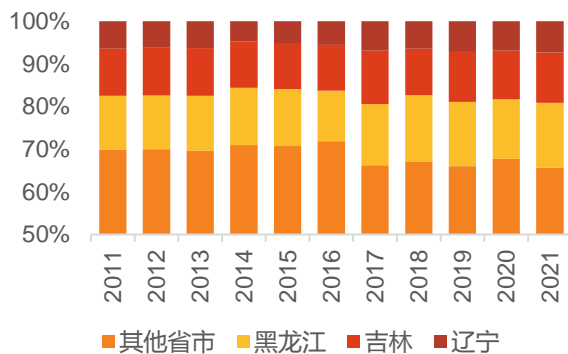
图 73：象屿农产的净利润情况（亿元）



资料来源：厦门象屿公司年报，天风证券研究所

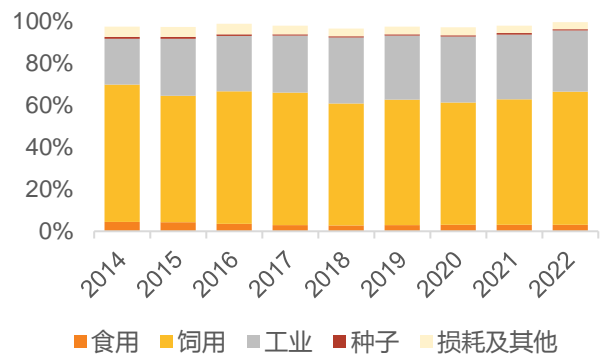
东北是我国粮食的主要产区，而粮食的主要消耗却是在南方，供给与需求之间存在区域错配，并因此产生庞大的粮食物流需求。以玉米为例，东北是我国玉米产区腹地，下游华东、华南、华中三大区域饲料产量占据绝对优势，供需区域错配带来北粮南运市场长期大规模的需求空间。东北三省是我国玉米的主产区，2021年三省玉米产量占全国总产量的34.33%。玉米下游最大的需求来自于饲料消费，东北三省的玉米供给是下游饲料行业的重要原料。我国饲料生产区域主要集中在华东地区、华中地区和华南地区，2018年三大区域合计产量占全国比重71.3%。东北三省的产出除运往当地工业企业深加工之外，多数通过北粮南运体系供往南方饲料加工企业。2021年东北三省玉米产量约为9356.08万吨，而象屿21年年粮食贸易量仅为1000万吨左右，公司的农产业务经营业绩有望持续改善。

图 74：我国玉米产量分布



资料来源：wind，天风证券研究所

图 75：国内玉米各用途消费量占比



资料来源：wind，天风证券研究所

公司北粮南运物流体系持续完善，仓容量、周转速度提升，位于粮食主产区的七大粮仓基地占据区位优势稳定粮源供应。公司在黑龙江产区拥有7大粮食基地，仓容逾1,500万吨（其中自有仓容约1,000万吨），粮食基地均配备收储、烘干、装卸、发运、铁路专用线等资源，以轻资产方式在蒙吉辽产区扩张；港区资源上，公司在北方港口拥有100万吨粮食仓容，在南方港口拥有45万吨粮食仓容，并与港口合作，开辟铁路入港通道。同时，公司具备强大的北粮南运服务能力，北方港口中转通货能力逾1,000万吨，南方港口中转通货能力逾800万吨。高效的物流体系以及大容量仓容基地对业务扩张形成有力支撑。

## 5. 盈利预测与估值

我们认为作为全程供应链服务的公司，厦门象屿在风控、成长性方面具备核心优势：风控体系完善，公司资产减值损失占净利润比例持续降低；营收与归母净利润高成长、资产周转快。具体来看，盈利预测基本假设如下：

(1) **大宗商品经营**：在钢铁、铝等产业链复制推广虚拟工厂，金属矿产业务有望稳健增长；铁路物流网络拉动煤炭供应链业务，能化业务延续高增速；农产品业务上，公司拓展

长江流域、西南区域、华北区域销售市场，布局大豆压榨业务；公司 19 年初步构建新能源全产业链服务模式，22 年业务实现快速增长，营业收入同比提高 176.23%，新能源业务有望延续高增长。预计 2023-2025 年，金属矿产业务收入同比增长 15%/15%/8%，能源化工业务收入同比增长 20%/15%/10%，农产品业务收入同比增长 10%/10%/5%，新能源业务收入同比增长 50%/30%/20%。考虑到全产业链运营模式的进一步拓宽，盈利能力有望进一步提升；

**(2) 大宗商品物流：**伴随大宗商品集散地布局、物流网络通达性增强，物流资产利用率提升，预计 2023-2025 年，物流业务（包含农产品物流、综合物流、铁路物流）收入同比增长 14%/14%/10%，其中农产品物流继续收缩，同比下降 25%/5%/5%，铁路物流产能利用率持续爬坡，保持 20%/10%/10%的较高增速。毛利率高于大宗品采购供应业务，伴随投入资产利用率提高，盈利水平进一步提升。

表 12：公司 2023-2025 年营业收入预测（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4625	5381	6283	7239	7881
yoy	28.40%	16.35%	16.75%	15.22%	8.87%
<b>大宗商品经营板块</b>					
营收总计	4489	5207	6093	7032	7659
YOY	28.15%	15.99%	17.01%	15.41%	8.91%
金属矿产	2837	3490.79	4014.41	4616.57	4985.90
YOY	22.02%	23.04%	15.00%	15.00%	8.00%
农产品	439.88	519.69	571.66	628.82	660.27
YOY	10.70%	18.14%	10.00%	10.00%	5.00%
能源化工	1090	918.85	1102.62	1268.01	1394.81
YOY	43.32%	-15.69%	20.00%	15.00%	10.00%
新能源	90.76	250.70	376.05	488.87	586.64
YOY	-	176.23%	50.00%	30.00%	20.00%
其他	30.93	26.76	28.10	29.50	30.98
YOY	54.73%	-13.48%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>大宗商品物流</b>					
营收总计	73.55	76.88	87.65	99.75	109.39
YOY	27.76%	4.53%	14%	14%	10%
其中：综合物流	58.27	63.97	73.57	84.60	93.06
YOY	34.80%	34.80%	15.00%	15.00%	10.00%
农产品物流	3.71	3.12	2.34	2.22	2.11
YOY	-34.59%	-34.59%	-25.00%	-5.00%	-5.00%
铁路物流	11.56	9.79	11.75	12.92	14.22
YOY	33.46%	33.46%	20.00%	10.00%	10.00%
其他业务	62.6	97.6	102.5	107.6	113.0
yoy	50.26%	55.88%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 13：毛利率假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	2.19%	2.13%	2.19%	2.26%	2.30%
大宗商品经营板块	1.93%	1.75%	1.92%	2.00%	2.04%
其中：金属矿产	1.38%	1.54%	1.74%	1.84%	1.89%
农产品	4.40%	2.81%	2.91%	2.96%	2.98%
能源化工	2.38%	1.87%	1.97%	2.02%	2.04%
新能源		1.93%	2.13%	2.18%	2.20%
其他	2.1%	2.9%	2.97%	3.02%	3.04%
大宗物流板块	10.70%	11.81%	12.1%	12.4%	12.4%
其中：综合物流	8.98%	9.97%	11.0%	11.5%	11.7%
农产品物流	51.03%	60.76%	61.76%	62.3%	62.5%
铁路物流	6.36%	8.31%	9.31%	9.8%	10.0%
其他业务	10%	14.61%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

综上，我们预计 2023-2025 年厦门象屿收入分别为 6283/7239/7881 亿元，同比增长 17%/15%/9%；归母净利润 33.19/42.36/47.31 亿元，同比增长 26%/28%/12%；对应 EPS 分别为 1.47、1.87、2.09 元/股，PE 分别为 6.90x、5.40x、4.84x。

供应链服务商模式不同导致公司营收规模、盈利水平有不同程度的分化，估值水平相差较大。厦门象屿以及厦门国贸、建发股份等属于同类别，参与货物买卖，相对来说资产周转率高、毛利净利水平低，怡亚通不参与货物买卖，资产周转率较低、净利毛利水平较高。市场估值水平前者（参与买卖）低于后者（不参与买卖）。在同类别公司（参与买卖）之中，考虑到公司物流资产区位优势以及风控能力、成长性，我们认为适合给予公司 2023 年 9 倍的 PE 估值，对应股价为 13.20 元/股。

表 14：可比公司估值

公司名称	公司代码	股价 (元/股)	EPS(元/股)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
厦门国贸	600755	9.17	1.40	1.54	1.75	1.99	5.62	5.96	5.23	4.60
建发股份	600153	11.57	1.93	2.40	2.75	3.14	5.54	4.82	4.20	3.69
怡亚通	002183	5.53	0.10	0.17	0.24	-	56.08	32.21	22.79	-
平均水平							30.81	18.51	13.50	3.69
厦门象屿	600057	10.11	1.10	1.47	1.87	2.09	9.19	6.90	5.40	4.84

资料来源：wind，天风证券研究所

注：数据日期截至 2023 年 5 月 11 日

## 6. 风险提示

**大宗商品市场波动剧烈。**大宗商品行业周期性较强，宏观经济波动对公司业绩影响较大。

**临储政策风险。**临储政策变化规模收缩或影响公司子公司象屿农产物流业务盈利能力。

**供应链业务管控风险。**资金占用、应收款项以及虚拟钢厂业务或面临较大业务管控风险。

**新模式拓展不及预期。**公司将虚拟工厂业务模式横向复制到其他品类，若模式拓展不及预期将影响公司业绩增长。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,614.09	19,827.80	21,990.39	25,336.94	27,583.37
应收票据及应收账款	14,501.52	21,118.21	16,057.47	28,585.79	20,546.20
预付账款	16,995.82	17,410.89	20,778.85	24,346.34	24,741.24
存货	22,195.31	28,520.23	34,623.68	35,036.27	41,321.86
其他	10,057.47	9,594.54	7,902.38	11,288.07	9,575.17
<b>流动资产合计</b>	<b>77,364.21</b>	<b>96,471.67</b>	<b>101,352.78</b>	<b>124,593.41</b>	<b>123,767.84</b>
长期股权投资	1,603.18	1,540.30	1,540.30	1,540.30	1,540.30
固定资产	10,087.00	10,146.63	9,619.72	9,132.19	8,585.57
在建工程	880.85	156.42	156.42	156.42	156.42
无形资产	2,060.39	2,008.10	1,936.72	1,865.33	1,793.94
其他	3,207.37	3,981.55	3,517.13	3,581.29	3,614.09
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,838.79</b>	<b>17,833.01</b>	<b>16,770.29</b>	<b>16,275.54</b>	<b>15,690.32</b>
<b>资产总计</b>	<b>95,834.22</b>	<b>115,056.41</b>	<b>118,123.07</b>	<b>140,868.95</b>	<b>139,458.16</b>
短期借款	8,245.74	11,959.35	9,064.35	8,573.74	11,344.79
应付票据及应付账款	29,244.95	37,853.65	37,271.17	49,357.02	46,144.45
其他	10,216.84	11,344.39	22,030.00	28,364.88	22,390.28
<b>流动负债合计</b>	<b>47,707.52</b>	<b>61,157.39</b>	<b>68,365.53</b>	<b>86,295.64</b>	<b>79,879.52</b>
长期借款	2,857.30	3,195.50	3,000.00	3,150.00	3,307.50
应付债券	2,994.84	2,998.49	2,662.57	2,885.30	2,848.79
其他	2,249.54	1,498.69	1,970.44	1,906.22	1,791.78
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,101.68</b>	<b>7,692.67</b>	<b>7,633.01</b>	<b>7,941.52</b>	<b>7,948.07</b>
<b>负债合计</b>	<b>64,504.64</b>	<b>78,664.78</b>	<b>75,998.54</b>	<b>94,237.16</b>	<b>87,827.59</b>
少数股东权益	14,115.32	19,300.06	20,327.76	21,488.25	22,884.21
股本	2,157.45	2,254.09	2,263.76	2,263.76	2,263.76
资本公积	5,555.02	6,089.01	6,148.28	6,148.28	6,148.28
留存收益	5,412.72	6,782.83	10,101.88	13,618.98	17,547.31
其他	4,089.06	1,965.63	3,282.83	3,112.51	2,786.99
<b>股东权益合计</b>	<b>31,329.58</b>	<b>36,391.63</b>	<b>42,124.53</b>	<b>46,631.79</b>	<b>51,630.57</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>95,834.22</b>	<b>115,056.41</b>	<b>118,123.07</b>	<b>140,868.95</b>	<b>139,458.16</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,720.13	3,778.00	3,319.06	4,235.56	4,730.80
折旧摊销	689.70	741.84	721.61	730.17	736.07
财务费用	1,303.01	2,020.28	1,434.18	1,195.53	1,323.21
投资损失	629.05	187.54	387.71	401.43	325.56
营运资金变动	53.65	(3,911.07)	(1,208.33)	(1,616.17)	(5,697.39)
其它	24.46	3,406.41	1,227.70	1,597.55	1,881.12
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,420.00</b>	<b>6,222.99</b>	<b>5,881.92</b>	<b>6,544.07</b>	<b>3,299.37</b>
资本支出	1,078.41	685.37	(348.46)	235.48	232.50
长期投资	330.29	(62.88)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,628.38)	1,581.97	(272.60)	(1,254.33)	(1,142.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,219.68)</b>	<b>2,204.46</b>	<b>(621.06)</b>	<b>(1,018.86)</b>	<b>(909.50)</b>
债权融资	(2,906.52)	1,318.46	(4,484.41)	(1,052.82)	1,269.70
股权融资	(198.59)	(1,492.79)	1,386.14	(1,125.84)	(1,413.14)
其他	(371.83)	(3,569.35)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,476.94)</b>	<b>(3,743.68)</b>	<b>(3,098.27)</b>	<b>(2,178.66)</b>	<b>(143.44)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(276.62)</b>	<b>4,683.78</b>	<b>2,162.60</b>	<b>3,346.55</b>	<b>2,246.43</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>462,516.23</b>	<b>538,148.06</b>	<b>628,296.97</b>	<b>723,912.64</b>	<b>788,096.41</b>
营业成本	452,403.69	526,673.45	614,506.06	707,529.03	769,985.21
营业税金及附加	448.27	691.36	807.17	930.01	1,012.47
销售费用	2,072.94	2,339.93	2,779.03	3,198.03	3,464.72
管理费用	1,205.79	1,478.55	1,631.92	1,918.82	2,100.40
研发费用	30.74	52.18	60.92	62.83	73.74
财务费用	1,540.87	1,202.85	1,434.18	1,195.53	1,323.21
资产/信用减值损失	(602.20)	(816.35)	(983.74)	(1,162.41)	(1,383.56)
公允价值变动收益	83.10	(458.94)	200.00	200.00	200.00
投资净收益	(629.05)	(187.54)	(387.71)	(401.43)	(325.56)
其他	2,035.58	2,359.33	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>3,926.51</b>	<b>4,813.25</b>	<b>5,906.24</b>	<b>7,714.55</b>	<b>8,627.55</b>
营业外收入	166.44	488.79	290.83	315.35	364.99
营业外支出	96.38	270.39	164.48	177.08	203.99
<b>利润总额</b>	<b>3,996.57</b>	<b>5,031.65</b>	<b>6,032.59</b>	<b>7,852.82</b>	<b>8,788.55</b>
所得税	1,276.44	1,253.65	1,685.83	2,219.71	2,376.63
<b>净利润</b>	<b>2,720.13</b>	<b>3,778.00</b>	<b>4,346.76</b>	<b>5,633.11</b>	<b>6,411.92</b>
少数股东损益	559.86	1,141.09	1,027.70	1,397.55	1,681.12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,160.27</b>	<b>2,636.90</b>	<b>3,319.06</b>	<b>4,235.56</b>	<b>4,730.80</b>
每股收益(元)	0.95	1.16	1.47	1.87	2.09

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	28.40%	16.35%	16.75%	15.22%	8.87%
营业利润	83.63%	22.58%	22.71%	30.62%	11.83%
归属于母公司净利润	66.22%	22.06%	25.87%	27.61%	11.69%
<b>获利能力</b>					
毛利率	2.19%	2.13%	2.19%	2.26%	2.30%
净利率	0.47%	0.49%	0.53%	0.59%	0.60%
ROE	12.55%	15.43%	15.23%	16.85%	16.46%
ROIC	14.59%	16.73%	16.87%	19.71%	21.72%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.31%	68.37%	64.34%	66.90%	62.98%
净负债率	11.53%	-0.22%	-12.57%	-18.22%	-15.79%
流动比率	1.38	1.37	1.48	1.44	1.55
速动比率	0.99	0.97	0.98	1.04	1.03
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	33.53	30.22	33.80	32.43	32.08
存货周转率	21.23	21.22	19.90	20.78	20.64
总资产周转率	5.05	5.10	5.39	5.59	5.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.95	1.16	1.47	1.87	2.09
每股经营现金流	2.39	2.75	2.60	2.89	1.46
每股净资产	7.60	7.55	9.63	11.11	12.70
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.59	8.68	6.90	5.40	4.84
市净率	1.33	1.34	1.05	0.91	0.80
EV/EBITDA	3.99	4.85	3.38	2.63	2.45
EV/EBIT	4.41	5.35	3.64	2.80	2.59

资料来源:公司公告, 天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com