

## 强于大市

公司名称	股票代码	股价	评级
厦门象屿	600057.SH	人民币 6.31	买入
建发股份	600153.SH	人民币 9.72	买入
厦门国贸	600755.SH	人民币 6.82	增持
浙商中拓	000906.SZ	人民币 7.56	增持

资料来源: iFinD, 中银证券

以2023年10月25日当地货币收市价为标准

# 大宗供应链行业深度报告

### 市场空间广阔集中度有望提升, 商业模式升级品类扩张凸显价值

我国制造业产值占全球的比重连续多年稳居世界第一, 制造业的飞速发展催生了对大宗供应链服务的庞大需求, 据厦门象屿2022年年报, 2018-2022年, 大宗商品供应链服务市场规模稳定在40万亿左右。并且头部大宗供应链企业凭借规模、服务、风控、资金等优势迅速抢占市场, 中国CR4市场占有率提升迅速, 但是距美日CR4市场占有率还有较大差距, 中国CR4在区域、客户、品类拓展上具有广阔的外延发展空间。

#### 支撑评级的要点

- 供应链龙头推陈出新, 商业模式逐步升级。**大宗供应链链条较其他行业偏长, 并且数字化程度较低, 因此进步空间较大, 近年行业龙头在信息服务、客户拓展、物流整合、金融服务等方面探索数字化供应链服务体系。行业龙头如厦门象屿健全完善了“屿链通”体系, 建发股份构建了“纸源网”框架等。
- 风险管控体系日趋完善, 行业龙头通过“公司化”运作独立核算。**公司针对不同行业搭建相应的业务管理架构, 深入市场, 深入行业中心, 做到“入行入圈”。风险管控能力是公司多年来保持供应链运营业务健康发展的核心竞争力, 而专业化运营的战略是公司风险控制体系的核心基础。龙头企业充分借助智能化信息科技体系、网络化物流服务体系、完善的风险管控制度、专业的风险管控人员, 对企业的经营风险、客商资信风险、商品价格风险等进行准确识别和管控, 争取确保每笔交易全程风险可控。
- 产业结构转型升级, 中国制造业全球化布局, 催生供应链服务新需求。**近年来, 中国深入实施创新驱动发展战略, 推动我国经济结构转型升级, 不断深化供给侧结构性改革, 提升高附加值、绿色低碳、具有国际竞争力产业的比重, 减少低附加值、高消耗、高污染、高排放产业的比重。产业结构的转型升级和供给侧结构性改革, 催生钢铁等生产制造企业进行全球化布局, 在煤炭、铁矿石等大宗物资丰富的发展中国家投资建厂, 制成产成品后分销至中国、日本、美国等消费大国。中国制造业进行全球化布局, 衍生出原辅材料采购供应、产成品分销、国际多式联运物流等供应链服务新需求。
- 供应链金融迅速发展, 大宗供应链企业有望享受红利。**2021年政府工作报告首次单独提及“创新供应链金融服务模式”, 其在解决中小微企业融资问题和金融脱实向虚等方面的作用得到了国家层面的认可和扶持。我国供应链金融已进入快速发展阶段, 区块链等金融科技的应用进一步加速了市场渗透率。据艾瑞咨询预测, 2027年供应链金融市场规模有望超过60万亿元, 服务空间广阔。头部供应链企业拥有庞大的业务流量, 丰富的应用场景, 完善的物流体系, 优秀的风控能力, 通过构建数字化平台, 为银行与中小企业之间搭建可信的数据桥梁, 是开展供应链金融服务的优良载体, 有望率先享受到数字供应链金融快速发展的红利。

#### 投资建议

- 重点推荐行业龙头厦门象屿、建发股份、厦门国贸、浙商中拓。

#### 评级面临的主要风险

- 经济增长不及预期导致需求端偏离预期, 市场竞争可能出现加剧, 地缘政治冲突可能影响海外供应链布局的风险, 汇率风险。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 交通运输

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

联系人: 刘国强

guoqiang.liu\_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122070018

## 目录

一、大宗供应链行业浅析——聚焦上游+品类多样 .....	7
(一) 大宗商品产业链结构：位于上游资源环节，品类覆盖大部分工业原材料 .....	7
(二) 大宗供应链企业财务特征——低净利率+高 ROE .....	8
二、大宗供应链投资框架——规模效应+多元收益 .....	9
(一) 规模效应：总量提升方行稳致远 .....	9
(二) 多元收益：主次结合获取稳定收益。 .....	11
三、商业模式升级——盈利稳定+科技赋能 .....	15
(一) 传统供应链商业模式：业务稳定性弱，不受青睐 .....	15
(二) 需求、政策双重发力促进企业转型 .....	16
(三) 科技赋能商业模式加速转型升级 .....	17
四、风控机制完善——节点牢固+风险分散 .....	19
(一) 传统供应链业务存在较大业务风险 .....	19
(二) 风险管控体系化，成效不断彰显，盈利稳定性增强 .....	19
(三) 国际局势加剧大宗商品供需动荡，大宗商品供应链服务商机凸显 .....	20
五、供应链到产业链——业务多元+拓展边界 .....	22
(一) 供应链焕然一新，结合产业链多维扩展 .....	22
(二) 厦门象屿——“四流合一”的全产业链服务模式 .....	22
(三) 建发股份——可定制、强复制性的“LIFT”供应链服务体系 .....	25
投资建议 .....	28
重点公司推荐 .....	29
风险提示 .....	30
厦门象屿 .....	31
建发股份 .....	40
厦门国贸 .....	51
浙商中拓 .....	59

## 图表目录

图表 1.中国大宗商品产业链结构.....	7
图表 2. 2022 年企业供应链业务收入（亿元） .....	8
图表 3. 2022 年企业供应链业务毛利率.....	8
图表 4. 2022 年供应链企业 ROE .....	8
图表 5. 2022 年供应链企业资产周转率.....	8
图表 6.中国大宗供应链市场规模以及 CR4 市场占有率.....	9
图表 7.国内外头部大宗供应链企业 2021 年营收（亿元） .....	9
图表 8.厦门象屿连接海外的网络化物流服务体系.....	10
图表 9.建发股份供应链运营网络.....	10
图表 10.浙商中拓产业链一体化服务模式.....	10
图表 11.厦门象屿“大宗商品采购超市”&“大宗商品服务超市.....	11
图表 12.大宗供应链企业服务收益分类.....	12
图表 13.厦门象屿覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系.....	12
图表 14.厦门国贸“国贸云链”智慧供应链综合服务平台.....	13
图表 15.厦门象屿农业产业级互联网平台.....	14
图表 16.大宗商品采购供应业务主要经营模式.....	15
图表 17. 2014 年-2024 年全球玉米消费量.....	15
图表 18. 2014 年-2021 年全球原油消费量.....	15
图表 19. 2014 年-2021 年全球精铜消费量.....	16
图表 20. 2012 年-2019 年全球粗钢消费量.....	16
图表 21.厦门象屿早期贸易品种的销售渠道分布状况.....	16
图表 22.客户需求变化以及服务主体演变.....	17
图表 23.建发股份 LIFT 供应链服务体系 .....	17
图表 24.制造业企业客户和贸易商客户对比表.....	17
图表 25.厦门象屿总资产规模及增长率.....	17
图表 26.建发股份总资产规模及增长率.....	17
图表 27.2021 年厦门象屿研发人员学历结构.....	18
图表 28.2021 年厦门象屿研发人员年龄结构.....	18
图表 29.厦门象屿研发费用 .....	18
图表 30.建发股份研发费用 .....	18
图表 31.传统供应链业务的主要风险.....	19
图表 32.厦门象屿核心客户及供应商.....	19
图表 33.厦门象屿 2022 年经营毛利构成.....	20
图表 34.厦门象屿 2018-2022 收入结构（亿元） .....	20
图表 35.厦门象屿风险管控手段.....	20
图表 36.建发股份风险管控体系 .....	20

图表 37.2021 年俄罗斯、乌克兰主要农作物产量以及全球占比.....	21
图表 38.厦门象屿归母净利润.....	22
图表 39.建发股份归母净利润.....	22
图表 40.厦门象屿业务模式演进.....	23
图表 41.全国玉米产量.....	24
图表 42.全国玉米耕种面积.....	24
图表 43.厦门象屿粮食全产业链服务模式.....	24
图表 44.厦门象屿全程供应链服务模式.....	25
图表 45.厦门象屿新能源产业链服务模式.....	25
图表 46.建发股份“LIFT”服务体系.....	26
图表 47.建发股份定制化服务理念.....	26
图表 48.建发股份流动资产.....	27
图表 49.建发股份营业利润.....	27
图表 50.重点推荐公司.....	29
图表 51.厦门象屿历史沿革.....	32
图表 52.厦门象屿主要股东及重要子公司（截至 2023H1）.....	32
图表 53.公司上市前自营业务和代理业务盈利模式.....	33
图表 54. 2007-2010 年毛利分业务模式情况（亿元）.....	33
图表 55. 2007-2010 年营收分业务模式情况（亿元）.....	33
图表 56.厦门象屿近三年净资产收益率.....	34
图表 57.厦门象屿近三年销售净利率.....	34
图表 58.厦门象屿网络化物流体系.....	34
图表 59.厦门象屿“屿链通”服务平台.....	35
图表 60.厦门象屿“屿链通”服务模式 VS 传统供应链金融服务模式.....	35
图表 61. 分拆业务盈利预测.....	37
图表 62. 盈利预测结果.....	37
图表 63. 可比公司相对估值.....	38
图表 64.建发股份历史沿革.....	41
图表 65.建发股份主要股东及重要子公司.....	42
图表 66.厦门象屿董事会主要成员.....	42
图表 67.建发股份董事会主要成员.....	43
图表 68. 2022 年建发股份营收 8328.12 亿元.....	43
图表 69. 2022 年建发股份归母净利润 62.82 亿元.....	43
图表 70.建发股份营业收入业务占比.....	43
图表 71.房地产业务毛利率高于供应链业务毛利率.....	43
图表 72.建发股份纸浆供应链服务体系.....	44
图表 73.建发股份钢铁产业链合作伙伴.....	45
图表 74.建发股份纸浆产业链合作伙伴.....	45
图表 75.建发股份纸浆供应链服务体系.....	45

图表 76.建发房产销售额及同比.....	46
图表 77.建发房产销售面积及同比.....	46
图表 78.联发集团销售额及同比.....	46
图表 79.联发集团销售面积及同比.....	46
图表 80.联发集团“悦系”社区“欣悦湾”.....	47
图表 81.联发集团“臻系”社区“君领学府”.....	47
图表 82.建发股份房地产全业态服务体系.....	48
图表 83.分拆业务盈利预测.....	48
图表 84.盈利预测结果.....	49
图表 85.可比公司相对估值.....	49
图表 86.厦门国贸历史沿革.....	52
图表 87.厦门国贸股权架构示意图（截至 2022 年底）.....	52
图表 88.厦门国贸营业收入及增速.....	53
图表 89.厦门国贸各营业板块毛利率.....	53
图表 90.厦门国贸供应链管理业务收入及增速.....	53
图表 91.厦门国贸归母净利润及增速.....	53
图表 92.建发股份 2022 年供应链收入构成.....	53
图表 93. ITG Solutions“一体化工厂”服务案例（纺织板块）.....	54
图表 94. ITG Solutions“一体化工厂”服务案例（冶金板块）.....	54
图表 95.厦门国贸国际化布局.....	55
图表 96.厦门国贸智慧仓储监管物联网平台.....	56
图表 97.分拆业务盈利预测.....	56
图表 98.盈利预测结果.....	57
图表 99.可比公司相对估值.....	57
图表 100.浙商中拓历史沿革.....	60
图表 101.浙商中拓股权架构示意图（截至 2023H1）.....	60
图表 102.浙商中拓营业收入及同比增速.....	61
图表 103.浙商中拓归母净利润及同比增速.....	61
图表 104.浙商中拓各个业务板块收入.....	61
图表 105.浙商中拓各板块毛利率.....	61
图表 106.浙商中拓盈利模式.....	61
图表 107.浙商中拓配供配送模式.....	62
图表 108.浙商中拓库供分销模式.....	62
图表 109.浙商中拓厂库供应链模式.....	62
图表 110.浙商中拓物流金融模式.....	62
图表 111.浙商中拓再生钢铁原料“基地+平台”模式.....	63
图表 112.浙商中拓新能源产业链一体化服务模式.....	63
图表 113.浙商中拓虚拟工厂模式.....	63
图表 114.浙商中拓数字化赋能供应链.....	64

---

图表 115. 分拆业务盈利预测 .....	65
图表 116. 盈利预测结果 .....	65
图表 117. 可比公司相对估值 .....	66

## 一、大宗供应链行业浅析——聚焦上游+品类多样

### （一）大宗商品产业链结构：位于上游资源环节，品类覆盖大部分工业原材料

大宗商品位于上游原材料资源环节，主要有金属矿产、能源化工和农副产品三大类别。在金融投资市场，大宗商品指同质化、可交易、被广泛作为工业基础原材料的商品，如原油、有色金属、钢铁、农产品、铁矿石、煤炭等。大宗商品主要分成三个大类别，金属矿产、能源化工、农副产品，这三大类别的产品几乎涵盖了所有工业制造业原材料。供应链业务主要指的就是，在商品流通过程中，提供物流（仓储&运输），商流（订单），资金流（供应链金融），信息流（信用&信息整合）等服务，使商品能够更高效，低成本地进行流通。

图表 1.中国大宗商品产业链结构

大宗商品类别	上游（原材料）	中游（半成品）	下游
能源化工	煤炭、原油、天然气	天然橡胶、合成橡胶、成品油、塑料、化纤、甲醇、丙烷等	轮胎、服装、塑料制品等
黑色金属	铁矿石	生铁、粗钢、螺纹钢、热卷、冷轧等	建材、汽车、家电、电子通讯等
有色金属	铜精矿、铝土矿、铅矿、锌矿、金矿、银矿	铜合金、铜线、铝合金、铝板、锌饼、金银饰品等	
农副产品	玉米、稻谷、小麦、大豆、棉花、猪、牛、羊	大豆油、棕榈油、大豆粉、面粉、豆粕等	精加工食品

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

**金属矿产通过卖原材料买成品的方式锁定成本，降低应收账款。**以业内相对成熟的钢材贸易模式为例，上游供应商向钢厂销售铁矿石，由钢厂加工成钢材，再向其购买钢材。一方面可以锁定成本，避免钢厂恶意抬高价格，另一方面也可以稳定客源，取得多个环节的利润。同时，供应链集成服务可以减少应收账款，向钢厂销售的铁矿石的贷款就以钢材的形式取得。除了钢材以外，新能源电池的原材料金属（镍、钴、锂）的进口也是一个新的业务增长点。

**能源化工可通过供应链金融服务，解决生产商资金流问题。**能源化工目前主要服务的品类为塑料、乙烯、聚酯、石油。以厦门象屿为例，对客户在寻求金融支持方面存在融资难、融资贵、融资慢等问题，公司通过引入外部金融生态，构建“屿链通”数字供应链服务平台，解决大宗供应链金融行业长期存在的信用鸿沟问题。

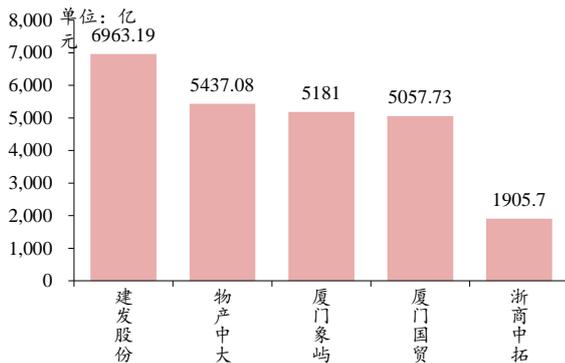
**农副产品：**以农产品做得最好的厦门象屿为例，传统的粮食物流是通过相互分离的农户、收储企业、加工厂、零售商之间的层层转手来完成粮食生产到消费的全过程。为了解决传统渠道所存在的流通环节多、产销矛盾大、交易成本高等问题，部分企业开始尝试采取产销一体化的形式，将原来的市场交易关系内部化，对粮食生产基地、粮食物流中心与配送中心进行统一规划。在粮食种植服务方面，公司为合作农户提供生产资料如种子、化肥、设备、资金、保险等支持；在物流方面，通过鹏屿物流构建粮食骨干物联网，构建网络化物流服务平台。在贸易方面，通过设立大连交易平台实现“北粮南运”。

**大宗供应链行业市场规模：**根据中国物流与采购联合会统计，2020年大宗商品社会销售总额预计为80万亿元，而且随着我国大宗商品的贸易量逐年递增，中国已连续多年成为全球大宗商品消费和进口的第一大国。中国GDP在“十三五”期间平均每年增长6.7%，而中国的大宗商品社会销售总额保持了平均增长5.9%，二者之比，弹性系数为0.88。按照这个弹性系数去估算，未来GDP每增长1个百分点，即大宗商品增长0.88个百分点，按2020年大宗商品的销售总额80万亿计算，大宗商品销售增长额是65000亿左右。

## (二) 大宗供应链企业财务特征——低净利率+高 ROE

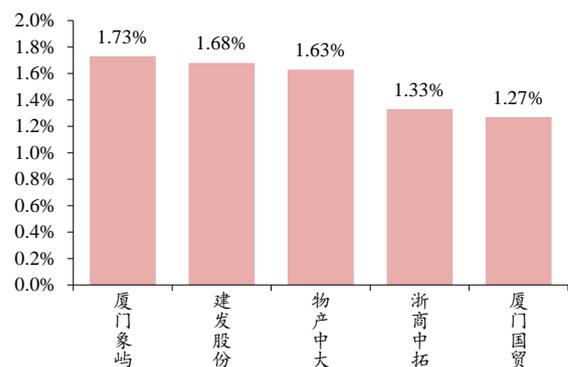
由于大宗供应链企业采用全额法确认准则，商品货值计入收入、成本，因此造成营业收入高、成本高、毛利率低、净利率低。2022 年数据看：供应链业务收入：建发股份（6963 亿元）>物产中大（5437 亿元）>厦门象屿（5181 亿元）>厦门国贸（5057 亿元）>浙商中拓（1906 亿元）。（注：象屿包括大宗商品物流业务、物产中大包括了整车及车后服务业务）；供应链业务毛利率：厦门象屿（1.73%）>建发股份（1.68%）>物产中大（1.63%）>浙商中拓（1.33%）>厦门国贸（1.27%），供应链占比高的厦门象屿和浙商中拓综合净利率更低。

图表 2. 2022 年企业供应链业务收入（亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

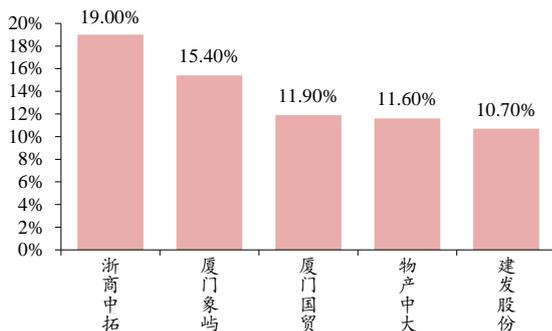
图表 3. 2022 年企业供应链业务毛利率



资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

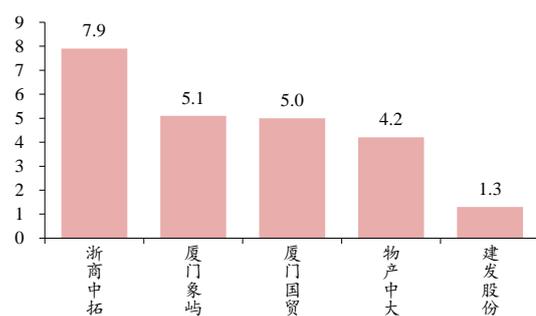
大宗供应链企业的高周转及权益乘数导致 ROE 水平高。2022 年 ROE：浙商中拓（19.00%）>厦门象屿（15.40%）>厦门国贸（11.90%）>物产中大（11.60%）>建发股份（10.70%）；五家业内领先公司 ROE 水平均超过 10%，行业整体 ROE 水平较高；资产周转率：供应链业务占比更高的浙商中拓与厦门象屿资产周转率分别为 7.9 与 5.1，厦门国贸与物产中大为 5.0 及 4.2，建发股份因房地产业务资产周转率为 1.3。

图表 4. 2022 年供应链企业 ROE



资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

图表 5. 2022 年供应链企业资产周转率



资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

## 二、大宗供应链投资框架——规模效应+多元收益

通过分析常用的大宗供应链企业盈利指标，我们将大宗供应链企业的投资框架拆分为“规模效应+多元收益”两层成长模式。规模效应是指公司扩大自身的业务范围和业务数量，达到一定程度使得生产和管理的成本下降，扩大市场份额，增加自身竞争力；多元收益是指公司通过增加收益来源和品类来将大规模的产品转化为稳定高额的服务收益、金融收益、交易收益等。

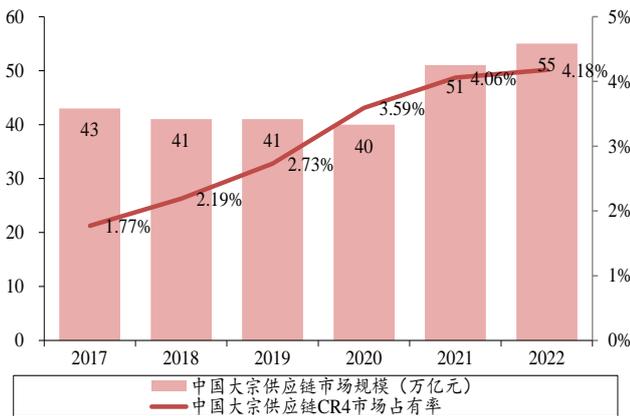
### （一）规模效应：总量提升方行稳致远

企业自身营业规模的增加有助于提升企业自身的信誉和议价的权利，从而达到降本增效的目的，进而获取更多的利润，提升市场占有率等关键指标。

**规模增长机会1：行业集中度提升会有效形成龙头的示范效应，提高盈利水平。**

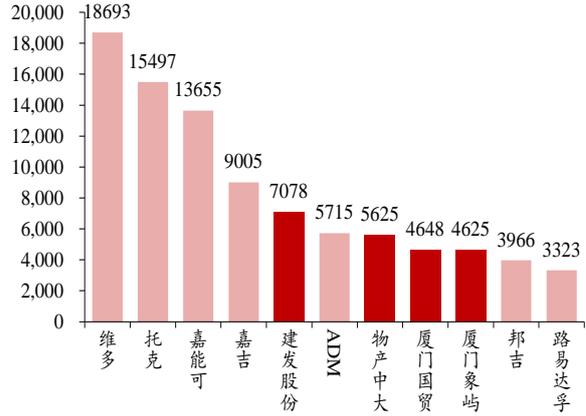
大宗供应链业务本身即具备规模效应，当各个环节的供给与配合都形成稳定的流程，各个环节的成本自然就会降低，因此规模优势是企业核心竞争壁垒之一。大宗供应链市场空间广阔，格局红利显著，预计龙头份额将持续提升。目前规模大小的界定主要参考大宗工业企业营业收入与大宗商品进口额合计值（各个大宗供应链企业主营业务，如石化产品、煤炭、黑色金属、有色金属、纸制品业、农副食品加工业、橡胶行业等品类）。厦门象屿在2022年年报中披露显示，截至2022年末，我国大宗供应链市场规模已经接近55万亿元，CR4市占率也在稳步提升，2022年CR4市占率为4.18%。

图表 6.中国大宗供应链市场规模以及 CR4 市场占有率



资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

图表 7.国内外头部大宗供应链企业 2021 年营收 (亿元)



资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

对比国际，国内行业龙头份额仍有较大提升空间，示范效应加强有助于活跃整个行业。制造业变革使得优质大宗供应链企业价值进一步凸显。由于我国幅员辽阔，能源物资空间分布不均，地区经济发展水平也存在较为明显的差异，因此地方中小企业在相关原材料、半成品、成品的采购分销方面存在不同的难题，理论上需要一类专营机构来解决此类难题。大宗供应链企业便在这个链条中起着中轴的作用。当前宏观经济增速提升，制造业的利润存在收窄的预期，中小企业的融资，降成本的需求增强，更要求大宗商品供应链企业在此时发挥中流砥柱的作用。现存的大宗供应链企业都是经过行业出清大浪淘沙的优质企业，市场需求将会持续向头部企业集中，龙头企业有望依托其降本增效的价值，获取更高的市场份额。

随着经济全球化的进一步推进，企业不约而同构建国内国外双循环体系。大宗供应链龙头将受益于国内制造业出海趋势下的供应链配套业务需求。未来印尼、越南等“一带一路”沿线国家的大宗商品供应链服务市场有望成为龙头公司的重要需求增量来源。供应链龙头厦门象屿基于集团印尼不锈钢项目持续拓展海外供应链物流服务，与德龙镍业、青山控股等制造业龙头不断加深国际化业务合作，将国内与国际业务双轨并行，占有更多的市场份额。



国内废钢等再生资源市场空间广阔，处于加速规范化发展阶段，再生资源配套的供应链服务需求量同样高于基本金属类工业品总体水平。浙商中拓采用“基地+贸易”模式，大力拓展再生资源供应链市场。即在交易业务平稳推进的同时，充分整合上游资源，深度绑定终端客户，投资实体基地汇聚流量，构建集收购、金融、加工、配送、销售为一体的模式。建发股份更进一步将产品品类深入到如汽车、家电、轻纺产品、食品、美妆个护等多个品类，初步实现大宗商品至消费品的多品类的全球化布局。物产中大汽车供应链业务同样在行业领先。

### 规模稳定机会1：多元化商品匹配多需求客户

供应链龙头企业通过丰富经营的大宗商品类型，有助于完善产业布局、更具有针对性地匹配客户的需求。品类丰富度提升能够满足制造业企业多元化商品采销需求。例如钢厂客户除了大量需要钢材作为原材料之外，更需要铜、钴、镍等其他辅助金属来进行运营，这样匹配客户多样化需求有利于增强客户黏性。另外，通过品类多元化可以平滑大宗商品的周期波动。黑色金属、有色金属、能源化工、农产品等不同品类的价格周期不同，光伏、储能供能、风电等战略新兴产业所处的产业周期不同；从风控角度，品类多元化有利于平滑周期性、避免单一品类比例过高带来的风险并且不同品类的利润率水平不同。高利润率的农产品业务量增长有利于提升综合盈利水平。例如，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。

图表 11. 厦门象屿“大宗商品采购超市”&“大宗商品服务超市”



资料来源：厦门象屿公司公告，中银证券

### 规模稳定机会2：合理选择客户可以令产业链条更加稳定

转型前，大宗供应链企业的服务对象以中间贸易商居多，其面临的信用风险较高（尤其是上下游两头均为贸易商的业务）。价格承受能力相对较弱，在行业景气度下行时期一旦价格波动超出其承受范围，往往会选择“砍仓”，即放弃保证金、直接违约；贸易商投机性强、经营周期相对较短，业务合作不稳定、不连贯。在转型过程中，逐步寻求与终端产业型客户合作，通过优化流量来源，使得业务需求侧更稳定、客户信用风险得以控制。区别于贸易商客户的价格承受能力弱、货量不稳定，制造业企业的经营稳定性与价格承受能力更强，能够容忍一定程度的大宗商品价格波动，大多为滚动生产，不会经常性停止生产，因此对大宗商品的需求较为稳定。

### （二）多元收益：主次结合获取稳定收益。

头部大宗供应链企业的转型不仅仅将之前风险较高的价差收益大部分转换为风险低，链条稳定的服务收益，并且通过进一步衍生至金融和互联网等方面，既丰富了收益来源，也增强了收益的稳定性。

**服务收益：**服务收益与大宗商品价格相关的周期性弱，更多基于经营货量与相对稳定的服务费率；而服务费率则取决于——大宗供应链企业在物流环节、加工环节自有资产或外协资源布局带来的规模化成本优势与周转效率优势，部分采用成本定价。考虑到目前大宗行业客户对于供应链服务签订一揽子合同的惯例，服务性收益往往嵌套于综合费率之中。

图表 12. 大宗供应链企业服务收益分类

服务收益分类	信息简介
物流服务费	物流是大宗供应链的核心服务环节之一，供应链企业一方面基于自有仓储、运力资源获取物流收入，另一方面则是凭借供应链采销业务积累的货量，向“公、铁、水”运输企业、仓储企业、港口码头等获得更优惠的运费、仓储费、码头费用，在外协物流资源的“批发价”基础上向客户收取物流服务费
代理采销服务费	即受客户委托代为采购、分销大宗商品，不承担市场价格波动风险、赚取相对稳定的代理手续费
加工服务费	目前国内大宗供应链企业加工业务以钢材等大宗商品的粗加工环节为主，在服务收益中总体占比较低。
产业咨询服务费	国内头部企业均设立产业研究院等咨询机构，配套自身供应链业务发展的同时，可以对外提供套期保值业务咨询等增值服务

资料来源：公司公告，中银证券

在众多服务收益分类中，物流能力是大宗供应链服务最核心要素之一，具有先占性和稀缺性，公司网络化物流体系能够形成差异化多式联运服务能力。大宗供应链行业物流服务能力核心价值在于：物流成本与周转优势实现差异化服务引流。大宗供应链业务盈利依赖于高周转，而自主可控的网络化物流能力能够促进商品采销环节的周转率。对制造业客户而言，其流通环节的核心需求在于“买到货、买到价格合适的货、并且最终按需进行定时、定量的稳定原材料配送”，优质的第三方物流服务能够帮助其提高商品流通效率，加快库存周转、提升供应链稳定性。对大宗供应链企业而言，物流能力有助于降低自身仓储运输成本、提升核心环节资产周转率。同时物流在当前大宗供应链服务环节中相对差异化，能够形成一定客户粘性与竞争壁垒，吸引更多客户在公司供应链平台上采销商品、实现引流，同时客户业务量增加进一步反哺物流的规模效应，实现良性循环。

图表 13. 厦门象屿覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系

项目	资源能力
铁路运输	11 个铁路货运场站（自有 10 个、托管 1 个），覆盖中西部大宗商品集散枢纽，配套 47 条铁路专用线（其中在建线路 8 条）、逾 250 万平方米集装箱堆场和仓库、约 3 万个自备集装箱，年发运能力超 3500 万吨，居行业前列，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。
公路运输	线下自有运输车辆超 1000 辆，整合车辆超 8 万辆；线上开发网络货运平台，整合车辆 4 万辆。
水路运输	与中远海系、日照港、连云港、青岛港等优质港航企业达成战略合作，2023 年上半年实现沿海及长江流域运量超 1100 万吨。截至 2023 上半年，公司自有集散两用船舶一艘，网络水运平台整合社会船舶 850 余艘，2023 年上半年内委托量超 700 万吨。形成“自有+合作”相结合的水运运力配置。
仓储集群	7 大粮食收购平台，仓容能力约 1,300 万吨，其中自建粮食仓容约 1,000 万吨，配备 9 条铁路专用线；46 个自有及包租管理的仓库，面积约 160 万平方米；堆场约 8 个，面积逾 50 万平方米。

资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

**物流具备天然的风控属性。**大宗供应链风控，控的是资金、货权、货损、货物处置渠道等，若业务过程中大宗商品始终处于公司自主可控（自建/自管）的仓储节点与物流路径的体系之内，则货权与资金相对更为安全，大宗供应链企业对于商品流通的管控力更强。**物流核心节点资源具备先占性与稀缺性。**相较于信息、金融、采销渠道等服务，重资产投入的物流资源具备先占性和稀缺性，仓储、铁路场站等核心节点一定程度上是先占先得，后来者在物流节点的可得性和购置成本方面存在劣势；国内以铁路货运为代表的物流资源整合需要与当地各部门进行相对长时间的协调与对接，后来者短期内快速构建起来的难度较大。“公、铁、水、仓”各环节成线成网后，高覆盖度、多点触达的多式联运物流能够发挥较强的网络效应，形成一定壁垒。

**金融收益：**国企平台优势之外，体系化能力更为重要。金融收益的核心在于自身资金实力与多样化金融服务大宗供应链企业依托主体信用评级优势、国企平台优势、智能化信息科技体系和庞大的业务流量数据沉淀，为产业链上下游客户提供供应链金融服务，获取利润。**具体形式**包括：预付款管理、应收款管理、融资租赁、商业保理等服务。

**龙头公司内部金融板块对供应链业务形成协同，提供多样化金融服务。**头部企业中，物产中大、厦门国贸均开展独立的金融板块业务，包括：一是期货、证券、资产管理等牌照业务；二是融资租赁、商业保理、小额贷款等类金融业务。具体来看，我们认为金融板块对于供应链业务的协同在于：期货板块，提供产业研究支持以及更高效的期现管理。例如中大期货、国贸期货均设有相关产业研究院，通过期货经纪等业务积累了较为丰富的专业研究机制，对于大宗商品产业链上下游价格、产销、库存等具备较深的认知，支持大宗供应链业务的开展。基于现货端供应链的产业优势和期货端的金融业务经验，更好地发挥套期保值等期现管理手段。

**金融中介服务收益：**部分龙头企业在探索发挥“风控中介”作用，以供应链服务及风控能力为基础，数字化技术为支撑，获取中介服务收益。本质上是供应链企业作为中小企业客户与银行之间的可信数据桥梁，为银行端输出货物风险监控与货物处置变现的能力，为中小制造业客户解决融资难的问题。

图表 14. 厦门国贸“国贸云链”智慧供应链综合服务平台

### 厦门国贸“国贸云链”智慧供应链综合服务平台



资料来源：公司公告，中银证券

**具体业务模式来看：**中小实体企业将流动资产，即仓库里的原料、成品、半成品的仓单质押给银行，大宗供应链企业负责监控贸易背景的真实性、承诺仓单的真实性，实现对货物入库、出库的全流程数字化管理，保证质押货物看得见、控得住。前端，帮银行检查货物品质是否有瑕疵、是否有重复质押、法律纠纷等风险、分辨一手货和二手货等。中间环节，负责对仓单对应的货物进行保管、盯市，负责保管过程当中产生的损失，观察商品价值是否变动、是否要给银行增加保证金等。

**套利交易：**套利交易本质上是在空间（物流）、时间（存储）和形式（加工）上产生的商品转换价值，大宗供应链企业匹配客户对于时间、地点和产品规格上的商品需求；提供相应的采购、存储、混合和交付实物商品，以此获取套利利润。

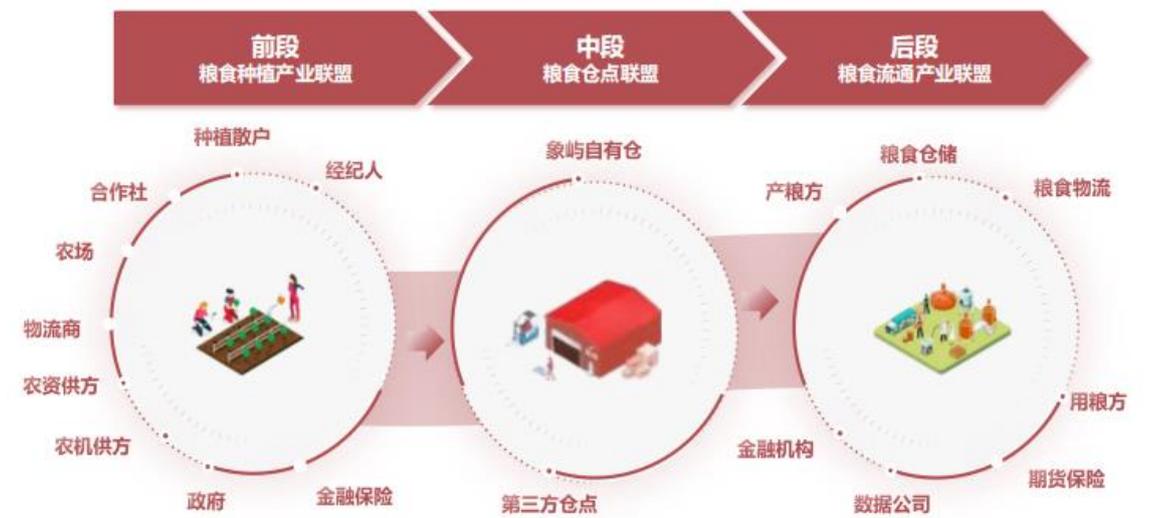
**价差：**风险可控前提下，依托专业分析判断，深入挖掘商品在时间、区域、品种、期限等维度的变动趋势进行交易从而获取价格管理收益，与大宗商品价格波动存在一定关联，也与区域商品物流调拨能力存在关联。随着大宗供应链企业近年来的业务转型，交易收益占比趋于下降、逐步成为非主要盈利来源。头部企业通过套保对冲、限制自营敞口、增加代理模式比例等方式，尽可能地避免了为获取单边交易收益所带来的价格波动风险，整体经营较转型前更为稳定。

**价格管理服务：**发挥现货端产业优势与期货端经验技术为供应链集成服务保驾护航。立足现货，积极利用期货工具，充分发挥期货等金融衍生工具的避险增值作用，帮助客户平抑现货商品价格周期波动，稳定主营业务收益。

**产业投资收益：**大宗供应链头部企业通过投资参股垂直产业链上下游的制造业企业，以股权加强商权，实现“资源引流”，即绑定目标客户、获取稳定的上游商品采购货源与下游分销渠道，实现自身供应链业务量的增长、各环节协同效应和议价权的提升，同时获取投资收益。“股权换商权”具备较强的产业链上下游业务协同，大宗供应链企业通过股权投资介入。上游端资源型企业参与供应链经营商品的上游开发和管理，进而获得商品优先购买权以及更低的采购成本，保障后续业务开展的稳定货源供应；中游制造型企业，参与经营商品具体的生产加工环节，实现低成本的货源获取与分销渠道，例如投资冷轧厂，既能获得热轧卷板的稳定销售渠道，也能获得冷轧卷板的稳定货源，且采购价格均比外部客户更有利。

**搭建产业互联网平台，进一步整合社会资源。**象屿农产与阿里团队打造“象屿农业产业级互联网平台”。象屿基于自身在农业上下游的业务触角和数据获取能力，结合阿里的技术赋能，能够串联粮食产业前段、中段、后段，以“粮食种植产业联盟、粮食仓点联盟、粮食流通产业联盟”为核心。形成“前端种植服务的数字化平台、中游收储库存的管理平台、下游客户渠道的物流运输服务平台”三大平台，有望实现上下游数据打通，大幅优化象屿库存利用率、降本增效。截至 2021 年底，种植产业联盟模块已完成核心内容的建设，“兴兴向农”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；已启动粮食仓点联盟模块的建设，目标是实现自有仓库与第三方仓库的标准化。2021 年底，平台在试点区域覆盖农户比例超 30%，组建“铁军”地推团队，以黑龙江绥化为试点区域，逐步向全省铺开。

图表 15. 厦门象屿农业产业级互联网平台



资料来源：公司公告，中银证券

## 三、商业模式升级——盈利稳定+科技赋能

### (一) 传统供应链商业模式：业务稳定性弱，不受青睐

上游的货源和下游的客户是否可控为标准划分，采购供应业务分为代理和自营模式。代理模式指受委托代为采购和销售大宗商品，基本实现上下游的锁定，不承担市场价格的波动风险，赚取相对稳定的代理手续费，利润驱动因素为代理费率和业务量，而自营模式则是大宗供应链企业依托长期稳定的货源渠道获得采购的价格优惠，向下游销售时赚取买卖价差，上下游中至少一方未完全锁定，利润来源主要为商品的价差，但是也会承担相应风险。

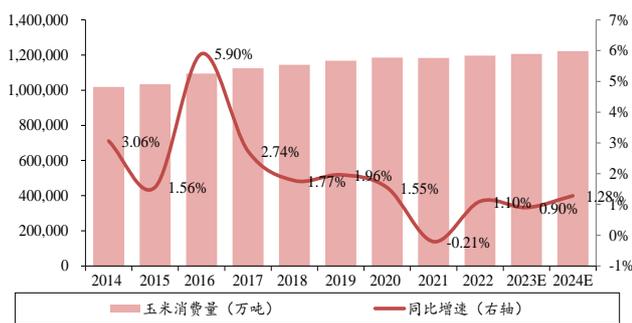
图表 16. 大宗商品采购供应业务主要经营模式

销售模式	具体分类	具体经营模式
代理	代理采购与供应管理	受委托方委托代为销售某种货物的业务。此类业务中委托方不承担市场价格波动引起的风险、商品质量风险和供应商信誉风险，只收取代理手续费，风险小，盈利稳定
	分销	上游供应商通过销售渠道在市场上将产品进行销售，根据结算方式不同和有无竞争对手可以分为长约采购业务、二次定价业务和特许经营业务。盈利主要来自于上游供应厂商为分销商提供的产品价格优惠。
自营	卖断业务	先将某商品预先销售给下游制造企业，或者在销售的同时通过自身货源渠道向上游供应商采购该商品进行交付的业务。盈利主要来源于长期稳定的货源渠道带来的采购价格优势，以及相关的服务收入。
	买断业务	以赚取市场价格波动利润为主要目标，先与上游供应厂商签订采购合同，持有货物然后等待市场价格上扬之后再卖出的业务。盈利主要来自于买卖价差利润，通常业务会结合期货套保工具进行操作。

资料来源：公司公告，中银证券

上下游力量是否均衡也是决定货物供应方式的重要因素。以黑色金属行业为例，铁矿石由于上下游比较强势（上游是矿山，下游是钢厂），双方都具有较大的需求，可以直接进行对接，不需要代理，因此以自营业务为主；而钢铁因其上下游力量不均衡，上游供给集中，下游需求分散，有集中采购的需求，需要供应链服务商搭桥来集中采购，获得上游采购的议价权，来保证下游的供给和价格，因此供应链企业主要代理方式进行经营。

图表 17. 2014 年-2024 年全球玉米消费量



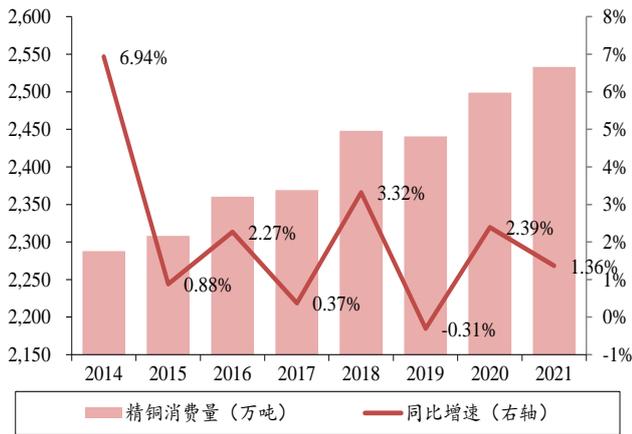
资料来源：iFinD，中银证券

图表 18. 2014 年-2021 年全球原油消费量



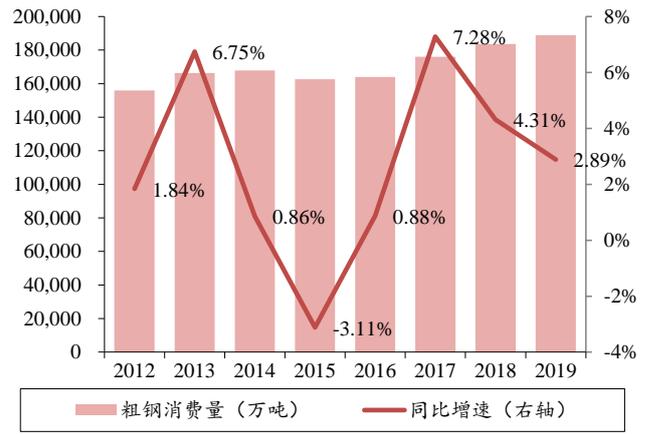
资料来源：iFinD，中银证券

图表 19. 2014 年-2021 年全球精铜消费量



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 20. 2012 年-2019 年全球粗钢消费量



资料来源: iFinD, 中银证券

**自营贸易模式存在较多的弊端:** 第一, 利差往往是自营模式的主要利润来源, 但是由于大宗商品的价格存在不确定的波动幅度, 因此自营的不确定性较大; 第二, 贸易商的价格承受能力往往相对较弱, 因此较难和企业形成稳定可靠的合作关系, 进而违约率会上升, 导致供应链公司坏账增加; 第三, 随着产业链信息化, 透明度不断提升, 制造业企业的直采、直销业务逐渐增加, 此类外部环境的变化使得贸易价差空间收窄, 该模式难以为继。

图表 21. 厦门象屿早期贸易品种的销售渠道分布状况

贸易品种	销售渠道分布	2010 年销售方式
化工材料	以河北、上海、福建、广东等地区为核心, 依托各地分公司搭建起覆盖比较完整的华北、华东、华南全国销售网络。主要分布在华东、华北和华南区域。华东地区以上海作为分销中心辐射浙江, 江苏等周边区域; 华北地区以天津和唐山为主向周边区域延伸; 华南地区以广东为主, 向周边沿海区域延伸; 此外, 公司还将销售渠道拓展至华中市场等。	自营, 直接销售该下游厂家为主。一部分 PTA、MEG 与市场中主要的贸易商建立联系渠道, 作为备用的销售渠道。
金属材料	以上海、天津、广州各分公司为依托, 辐射华东、华中、华北、东北、西北、华南、西南各地市场, 在全国各区域市场建立比较完善的销售网络。	自营, 直接销售给下游厂商为主。一部分钢材采用代理方式。
饲料原料	以广州、天津、张家港、厦门等四大港口为核心, 分别向华南、华东、华北和福建市场进行全方位辐射, 市场遍布全国主要油脂消费大省。	自营, 棕榈油等直接销售给门市部, 一部分销售给视频加工厂和贸易商。
木材制品	主要分布在华东、华南区域。华东市场以山东地区为主, 辐射周边区域, 并延伸至浙江、江苏和上海地区。华南市场以广东、广西和福建市场为主。	自营, 直接销售给下游厂家。同时也开展代理业务。

资料来源: 公司公告, 中银证券

## (二) 需求、政策双重发力促进企业转型

**客户需求以及服务主体演变, 对供应链企业提出新要求。** 制造业企业日益专业化、规模化, 对原辅材料采购供应、产成品分销需求由单纯追求“价格低廉”转为更加注重整体供应链“安全、效率”,

以追求更稳定的原材料供应和产成品分销渠道、更高效的货物和资金周转、更安全的物流仓储等等。制造业企业需要实力雄厚的供应链运营商提供稳定可靠的、因“需”制宜的供应链综合服务。

图表 22.客户需求变化以及服务主体演变



资料来源：公司公告，中银证券

图表 23.建发股份 LIFT 供应链服务体系



资料来源：公司公告，中银证券

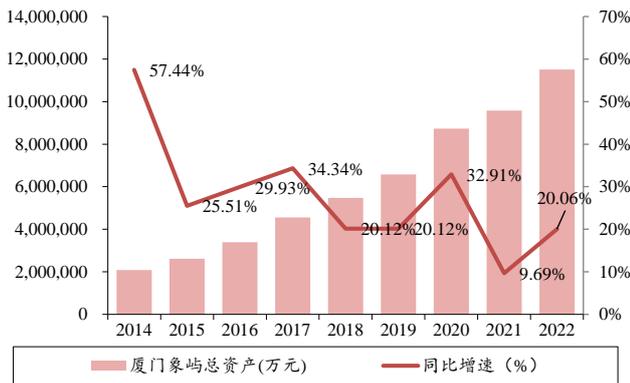
图表 24.制造业企业客户和贸易商客户对比表

对比项目	制造业企业客户	贸易商客户
客户资信	有实体工厂和大量工人，违约成本高，违约风险相对较低，资信相对较好	没有实体工厂，灵活程度高，违约成本低，违约风险相对较高，资信相对较低。
需求特点	1、需求多元：以采购分销、物流、供应链金融、信息咨询等一揽子服务为主； 2、需求稳定性高：为维持常态化生产，需要稳定的供应链服务。	1、需求单点：以采购分销需求为主； 2、需求稳定性低：以赚取买卖价差为主，有价格机会时进入，没有价格机会时退出，需求稳定性差。

资料来源：公司公告，中银证券

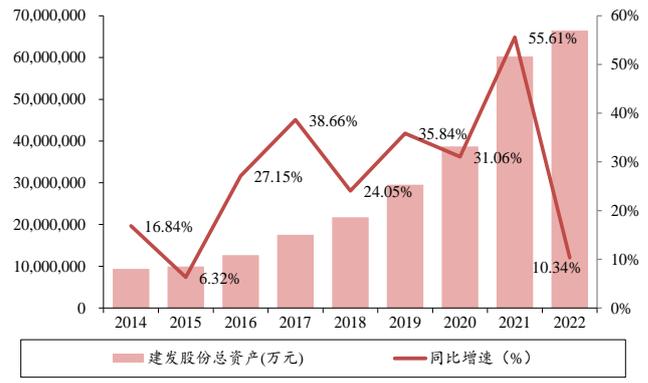
现代供应链成经济重要抓手，政策红利持续释放，市场空间广阔。2017年10月，国务院办公厅印发《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》（国办发〔2017〕84号），提出了“到2020年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系，培育100家左右的全球供应链领先企业，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心”的明确目标。

图表 25.厦门象屿总资产规模及增长率



资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

图表 26.建发股份总资产规模及增长率

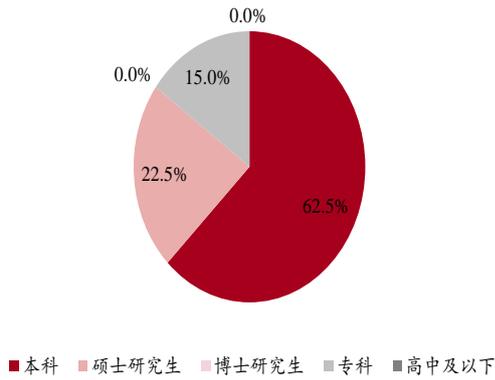


资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

### (三) 科技赋能商业模式加速转型升级

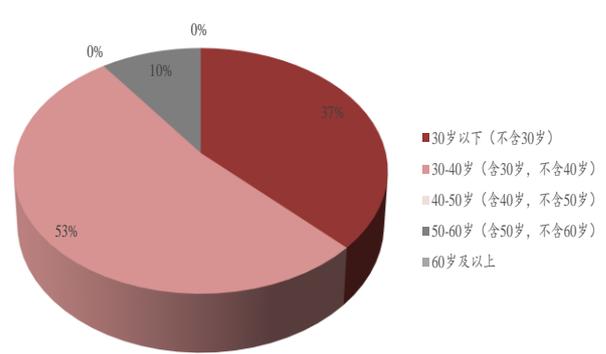
龙头企业注重研发，催生供应链条结构升级。2021年厦门象屿年度报告数据显示，公司在2021年研发投入合计超过4830万元，研发投入资本化的比重为36.46%。公司研发人员数量为40人，且学历在本科以上占比为85%，占公司总人数比例为57%。供应链行业龙头厦门象屿和建发股份在近几年的研发投入逐年上升，建发股份在2021年研发投入增速超过600%。头部供应链企业拥有庞大的业务流量，丰富的应用场景，完善的物流体系，优秀的风控能力，通过构建数字化平台，为银行与中小企业之间搭建可信的数据桥梁，是开展供应链金融服务的优良载体，有望率先享受到数字供应链金融快速发展的红利。

图表 27.2021 年厦门象屿研发人员学历结构



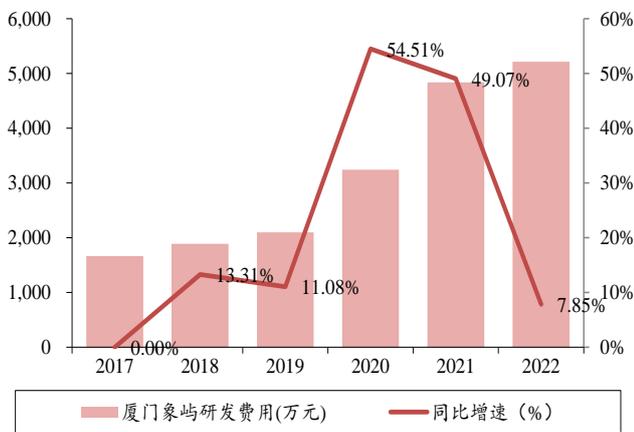
资料来源: iFinD, 公司公告, 中银证券

图表 28.2021 年厦门象屿研发人员年龄结构



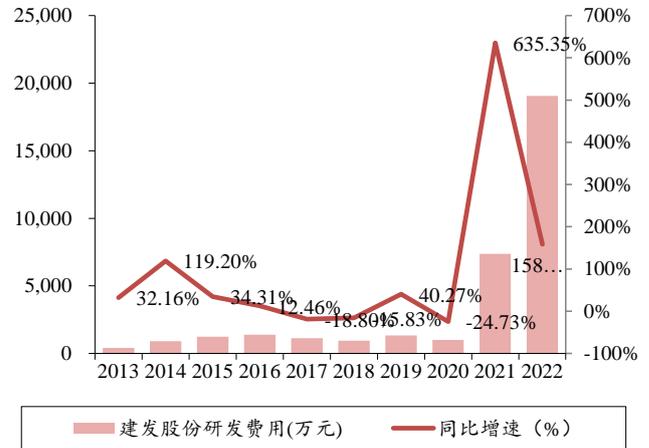
资料来源: iFinD, 公司公告, 中银证券

图表 29.厦门象屿研发费用



资料来源: iFinD, 公司公告, 中银证券

图表 30.建发股份研发费用



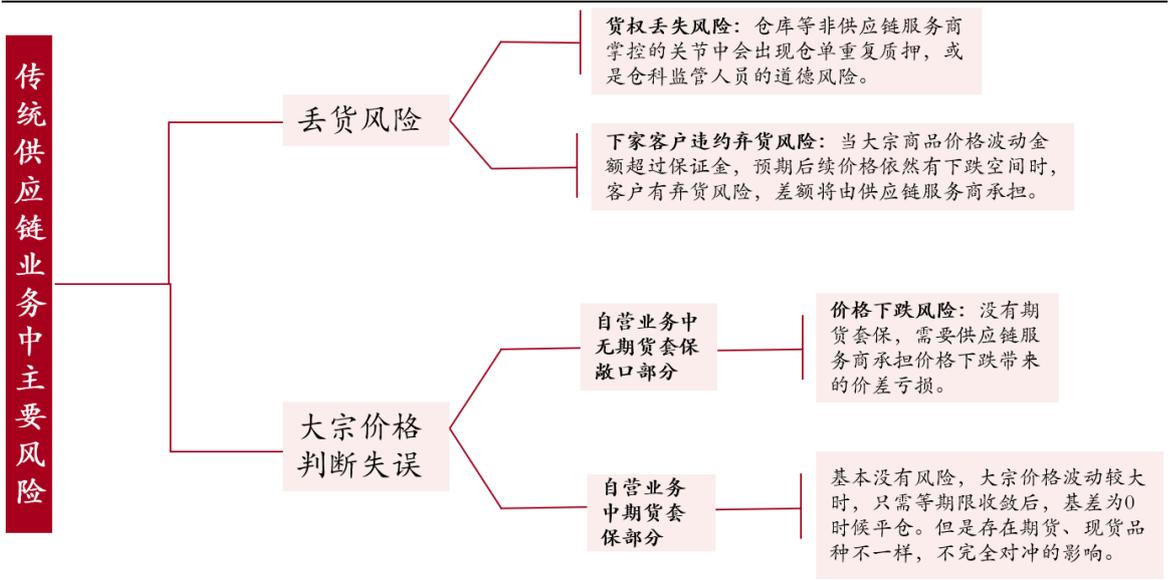
资料来源: iFinD, 公司公告, 中银证券

## 四、风控机制完善——节点牢固+风险分散

### （一）传统供应链业务存在较大业务风险

供应链业务中货流和现金流为两大核心，最大的风险就是丢货风险和价格风险。丢货风险可分为货权丢失风险与下家客户违约弃货的风险；而价格风险一般出现在自营贸易模式当中，一般通过期货套期保值可以帮助供应链服务商有效规避大宗商品价格波动风险。

图表 31.传统供应链业务的主要风险



资料来源：MBA 智库，中银证券

### （二）风险管控体系化，成效不断彰显，盈利稳定性增强

随着业务规模的扩张和种类的增加，龙头企业愈发重视收益的稳定性。广义相比于之前对经营风险的简单分类，现在的供应链龙头企业更加注重风控意识与底线思维，将风险管理作为一项核心的生产力。企业往往从客户角度、商品角度、管控角度来形成组合拳，来确保经营的稳定。

**从客户角度：**当前供应链龙头往往将广大的制造业企业作为目标客户，持续优化客户结构，不断提升制造业企业服务量的比例。以行业龙头厦门象屿为例，公司与金属矿产、农产品、能源化工产业的头部企业均建立起了良好的合作关系，培育起服务能力，并且逐步将服务延伸至中小制造业企业，打开更加广阔的市场空间。

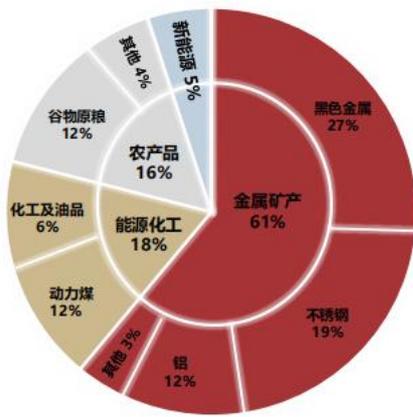
图表 32.厦门象屿核心客户及供应商

产业链	上游供应商	下游核心客户
农产品	合种、自种	海大集团、温氏股份、双胞胎、益海嘉里
金属矿产	力拓、嘉能可、托克	中国铝业、天山铝业、中国武钢、青山控股、宏旺集团
能源化工	中煤能源、易大宗	中国华能、华润电力、国家能源集团、国家电投

资料来源：公司公告，中银证券

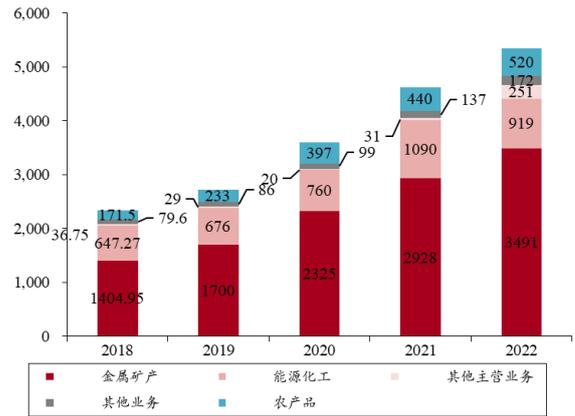
**从商品角度：**优秀的供应链企业在选择经营商品时往往把鸡蛋放在不同的篮子中进行多元匹配，使业务具有更好的风险对冲能力和增长潜力。行业龙头在完善自身风险管控能力的同时，聚焦核心品类，深耕黑色/有色金属、矿产品、农产品等大宗品类，不断创造差异化的竞争优势，实现规模和效益的高质量增长，引领供应链服务创新和价值提升。

图表 33. 厦门象屿 2022 年经营毛利构成



资料来源：公司公告，中银证券

图表 34. 厦门象屿 2018-2022 收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

从管控角度，供应链企业对风险管控的系统性与全面性越来越重视。对于不同类型的风险，各龙头企业采用专业化的运营战略，形成“分级化，流程化”的风险管控体系，入行入圈，不断稳健地提升公司的 ROE 水平，使得盈利稳定性大大增强。厦门象屿作为大宗供应链行业翘楚，公司精准分类各种经营风险，形成三道风险管理防线，（一线业务部门、总部风控部门、总部稽核部门）；并且通过建立物流准入机制“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。

图表 35. 厦门象屿风险管控手段



资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 建发股份风险管控体系



资料来源：公司公告，中银证券

### （三）国际局势加剧大宗商品供需动荡，大宗商品供应链服务商机凸显

2022 年俄乌战争爆发。由于俄罗斯和乌克兰都是全球极为重要的大宗商品出口国。战争使得与两国相关的大宗商品价格出现了剧烈的波动，非俄罗斯类的大宗商品价格大幅上涨，俄罗斯类大宗商品价格迅速下跌。与此同时，欧洲各国联合美国对俄罗斯进行制裁，包括关闭领空、禁止进口俄罗斯能源产品等，最为重要的是，这些国家将俄罗斯部分银行排除在 SWIFT 之外，冻结外汇等制裁。但是俄罗斯作为欧洲原油、天然气、钢铁、有色金属等大宗商品的重要进口国，突如其来的封禁让欧洲各个国家猝不及防，甚至出现了能源危机，此时他们不得不用更高的价格从美国利用货轮运输油气，金属等资源。在此背景下，大宗商品由于其不可替代性将逐渐映入各国眼帘，未来大宗商品供应链企业的服务质量将会得到前所未有的重视，彼时供应链企业会在更小风险的环境下接手更大体量的业务，发展空间十分广阔。

图表 37.2021 年俄罗斯、乌克兰主要农作物产量以及全球占比

农产品种类	俄罗斯		乌克兰	
	产量(百万吨)	占全球产量比重 (%)	产量(百万吨)	占全球产量比重 (%)
小麦	75.16	9.70	33	4.20
油菜籽	2.78	3.90	3.02	4.20
大麦	17.51	12.00	9.9	6.80
燕麦	3.73	16.40	0.48	2.10
高粱			0.17	0.30
玉米	15.23	1.30	41.9	3.50

资料来源：海关总署，中银证券

## 五、供应链到产业链——业务多元+拓展边界

### (一) 供应链焕然一新，结合产业链多维扩展

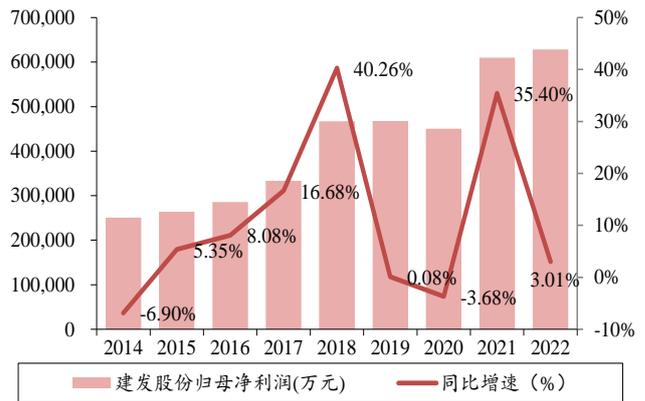
为了持续深化供应链服务的空间，寻求更多的利润增长机会与盈利方式，目前的各个头部的供应链服务商正在结合自己原有的供应链体系以及现有的优势，积极进行创新，将供应链与产业链相结合。供应链延伸至产业链进行发展，是一种进一步降低风险，增强上游供给方与下游客户黏性、稳定利润率的主流方式。中国大宗商品供应链 CR4 在 2021 年归母净利润增幅均超过 30%，厦门象屿增长率甚至超过 60%，可见在进行供应链体系延伸至产业链后，利润量的规模与稳定性都得到了显著增加。

图表 38. 厦门象屿归母净利润



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 39. 建发股份归母净利润

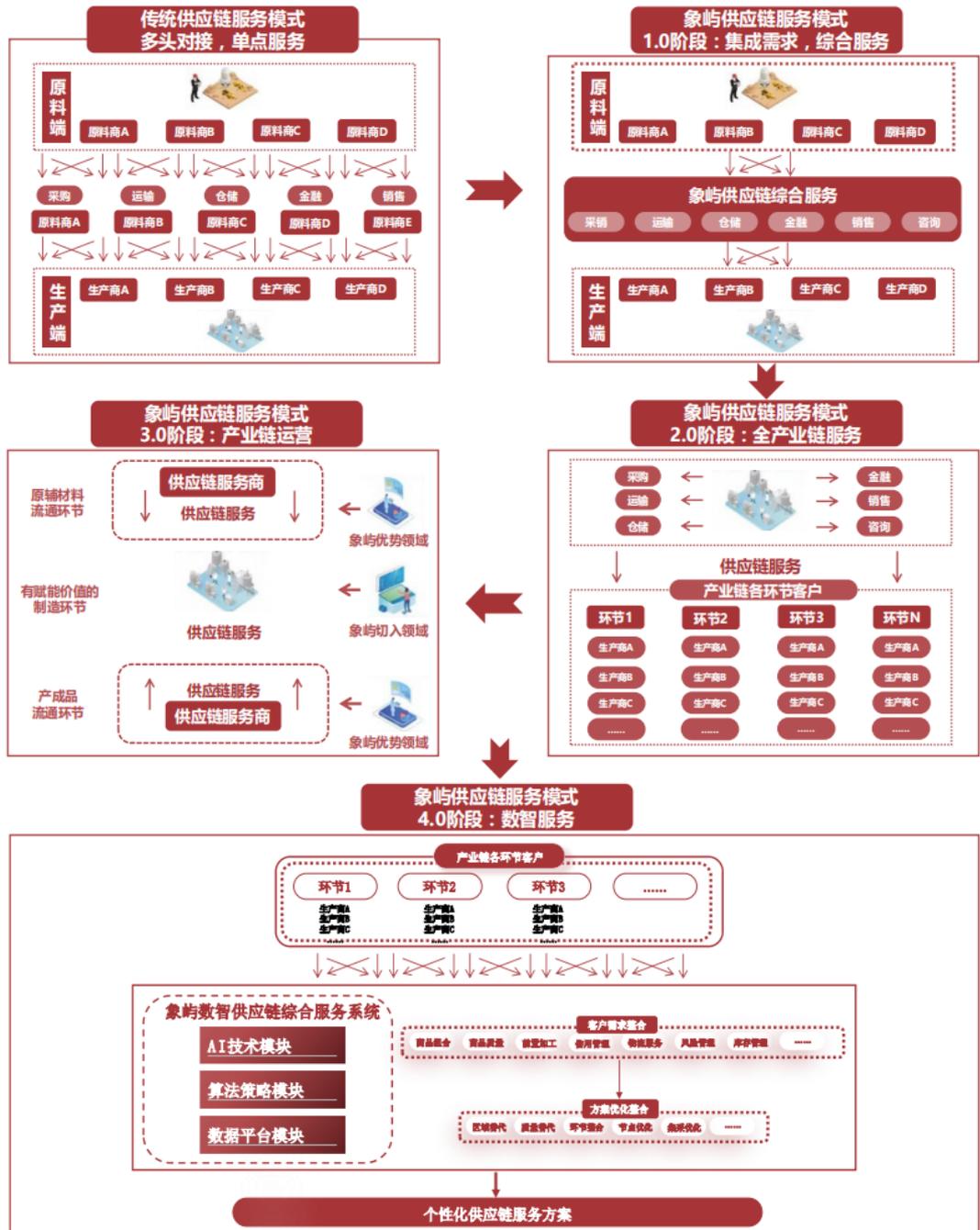


资料来源: iFinD, 中银证券

### (二) 厦门象屿——“四流合一”的全产业链服务模式

作为供应链顶尖企业，厦门象屿公司打造了“四流合一”的供应链综合服务平台，以客户为最终服务对象，为其定制专业化，对口化的物流解决方案，提供全程一站式的服务。最新的厦门象屿特色“产业链服务模式”不仅仅适用于单个行业或者单类商品，而是可以实现公式化的套用，形成了全面升级的服务体系。公司以服务收益和金融收益为主要的盈利模式，并且在区域、客户、品类等方面持续叠加规模效应，在大宗商品价格出现利好浮动时及时地释放盈利的弹性，获得较高的收益。

图表 40. 厦门象屿业务模式演进

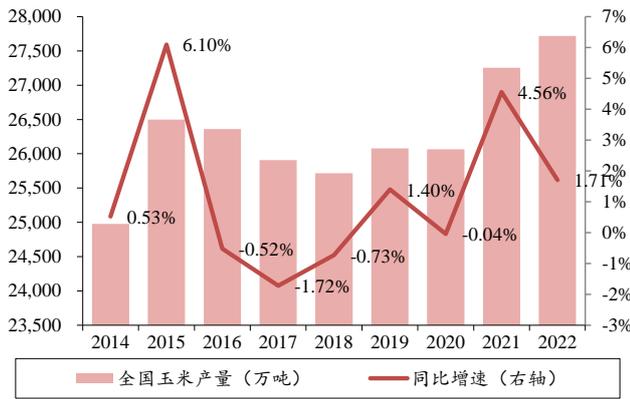


资料来源：公司公告，中银证券

**1.0 阶段**，公司将“单点服务”升级为“综合服务”，提供的服务内容从单一环节服务，升级为原材料采购、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。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。该模式的典型案例是虚拟工厂项目，公司通过充分介入制造业企业核心供应链环节，为客户提供原辅材料采购供应、产品成分销，以及配套的物流、金融、咨询等服务，赚取综合服务收益；**2.0 阶段**，在产业链某一环节为客户输出“综合服务”，形成客户粘性、渠道优势后，公司沿产业链向上下游延伸“综合服务”，建立起具有厦门象屿特色的“全产业链服务模式”，商品品类更加丰富，服务体量也得以迅速增加；**3.0 阶段**，在全产业链形成服务和产研优势后，公司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，进一步提高综合收益水平，熨平周期性波动；**4.0 阶段**，随着前三阶段的深入发展，公司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，针对不同行业、不同区域、不同规模、不同性质的客户分别或叠加提供以上服务。

该模式下的典型案例是粮食产业链服务项目：公司贯通产前、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。在流通端，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，通过各个环节发挥专业化运营优势（集合生产要素开展订单种植、粮食银行便利资金融通、铁军团队地推服务、七大粮食基地高效烘筛、多式联运直达客户）和规模效应（粮食年经营量超 1,000 万吨），大幅降低边际运营成本，提高运营效率和收益水平。公司为温氏股份、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；在生产端，公司布局大豆压榨厂，依托完善的全产业链一体化服务体系，为工厂提供大豆采购供应、豆油豆粕销售、物流运输等供应链服务。通过“供应链服务”与“生产制造”一体化整合，进一步提升上下游议价能力，优化资金周转率，有效改善了公司现金流，该工厂也实现了当年投产、当年盈利。

图表 41. 全国玉米产量



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 42. 全国玉米耕种面积



资料来源: iFinD, 中银证券

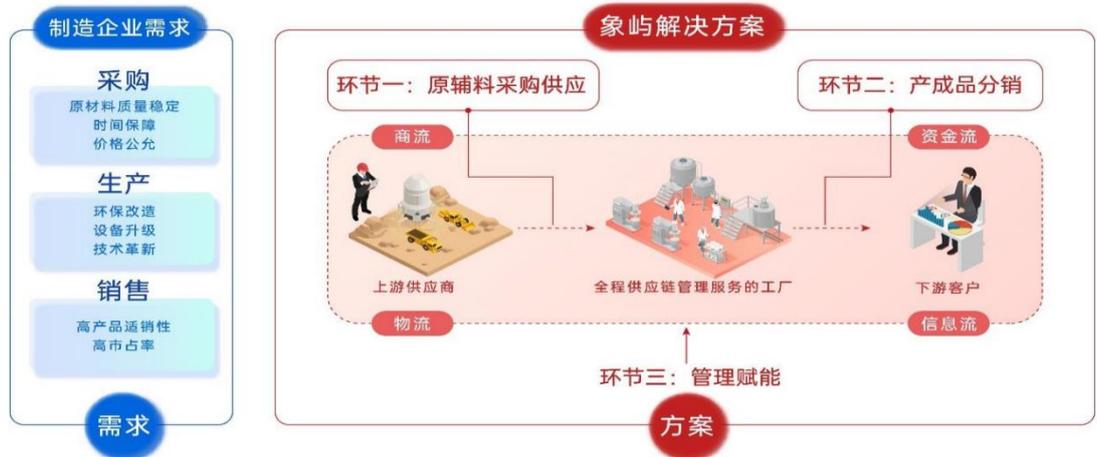
图表 43. 厦门象屿粮食全产业链服务模式



资料来源: 公司公告, 中银证券

公司的金属产业链和能化产业链的服务模式形成了完备的“虚拟工厂”体系。公司通过和上下游的大客户建立紧密的合作关系，形成了全程供应链管理服务模式。在合作期间不断构建渠道优势，培养服务能力，并且对中小型的制造业企业进行规模赋能、管理赋能以及金融赋能，可以实现产业链整体销售净利率的明显提升。金属行业方面，公司与嘉能可、力拓、中国铝业，武钢集团等大公司具有紧密的商业合作联系，在能化产业方面，公司和国外的沙特阿美、埃克森美孚以及国内的中国石油、中国石化、国家电投等央企也有密切的合作往来。

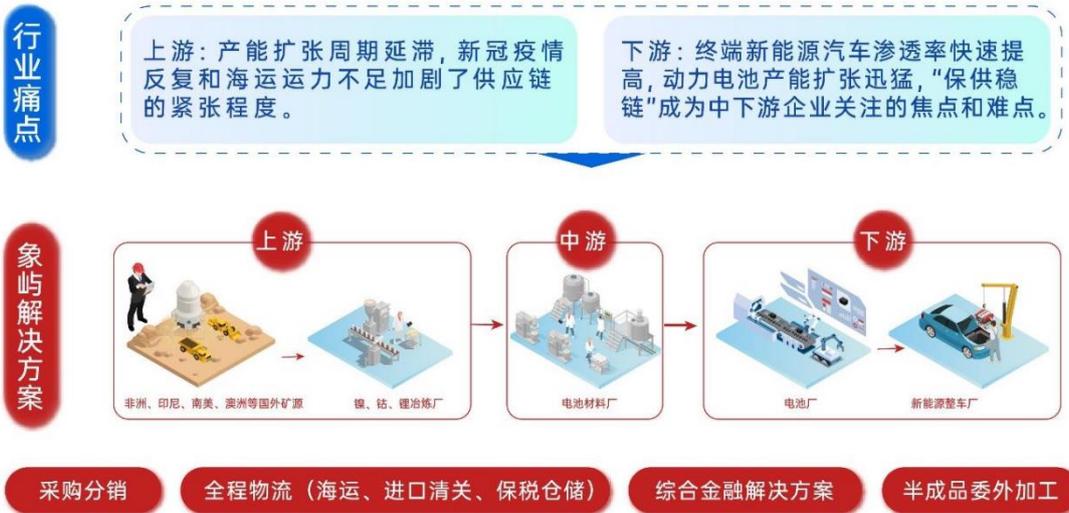
图表 44. 厦门象屿全程供应链服务模式



资料来源：公司公告，中银证券

新能源方面公司实现“专精特新”。公司深耕锂电与光伏赛道，聚焦钴、锂、镍、电池片以及组件等产品，2018-2021 年新能源供应链净利润复合增长超过 100%。锂电层面，公司秉承着“上整资源、下拓渠道、中联物流”的经营。与其他行业一样，公司和华友钴业、格林美、国轩高科等企业形成紧密合作关系，并且碳酸锂生产每年实现一定比例的增量；光伏方面公司上游聚焦隆基股份、通威股份、晶澳科技等行业巨头，下游筛选优质客户和富有增长潜力的投资项目。

图表 45. 厦门象屿新能源产业链服务模式

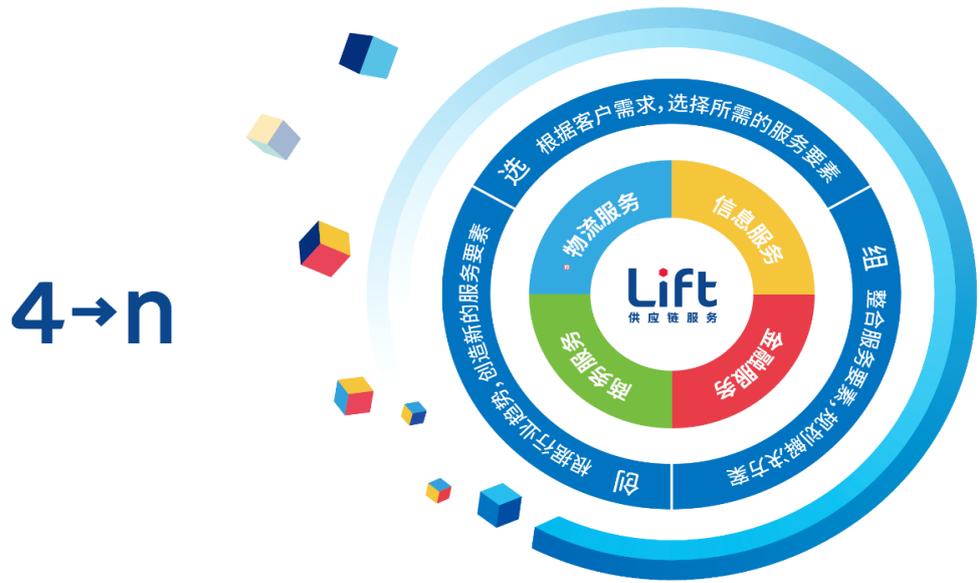


资料来源：公司公告，中银证券

### （三）建发股份——可定制、强复制性的“LIFT”供应链服务体系

建发股份作为中国领先、全球布局的供应链服务商，其针对产业链上下游客户的核心诉求，搭建了“LIFT”供应链服务体系。该体系集风险控制、线上交易、供应链金融等于一身，为客户整合物流、信息、金融、商品、市场五大资源，提供以“物流”、“信息”、“金融”、“商务”为基础，进而到“4—n”的定制化的供应链运营服务。公司通过数字化融合、金融科技技术为供应链体系赋能，并且将“成为国际领先的供应链运营商”作为企业发展愿景，营业规模在同类公司中连续多年位于领先阵营。

图表 46.建发股份“LIFT”服务体系



资料来源：公司公告，中银证券

建发股份的“LIFT”体系由于其可复制性，已经应用到很多行业，并且已经在规模、专业方向形成了一定的优势。目前公司已经在纸浆、农产品、钢铁、新能源、消费品领域应用此体系。以纸浆供应链业务为例：公司和国内外多个优质企业进行深度合作，实现从上游纸浆资源端到中游国内造纸厂的集约化采购和分销，在同时服务纸浆厂销售要求和造纸厂对原材料采购需求的情况下，同时解决供应商与客户之间的物流服务、库存管理等痛点问题。

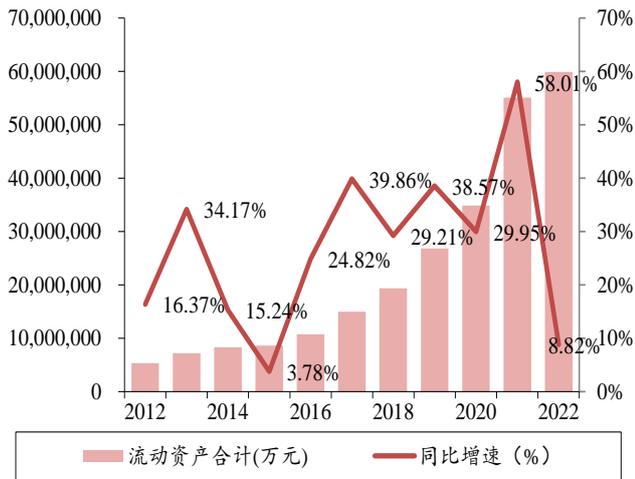
图表 47.建发股份定制化服务理念



C&D 建发股份 | Lift

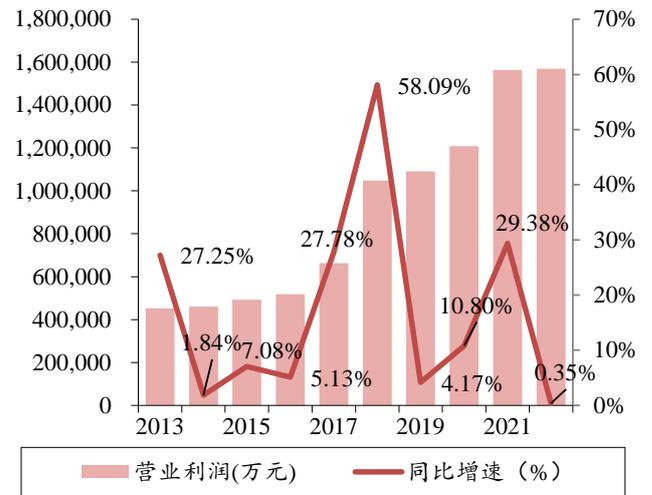
资料来源：公司公告，中银证券

图表 48.建发股份流动资产



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 49.建发股份营业利润



资料来源: iFinD, 中银证券

## 投资建议

**供应链服务收益可穿越大宗价格周期：**供应链服务收益主要与业务量相关度高，而并不与大宗商品价格完全趋同，主要是因为服务费收益占比大，并且大宗供应链企业通过对商业模式的改革升级，收入的主要来源已经变成产业链条各个环节的服务收益，几乎不受大宗商品价格波动影响，比较稳定。而价差业务亦可通过期货工具、集拼、长协等服务获取稳定收益。但供应链服务商在大宗商品价格上行周期盈利弹性更大，因此可以总结为：服务费收益依靠经营量的增长稳健成长，周期属性带来增量弹性。

**供应链金融迅速发展，大宗供应链企业有望享受红利：**2021 年政府工作报告首次单独提及“创新供应链金融服务模式”，其在解决中小微企业融资问题和金融脱实向虚等方面的作用得到了国家层面的认可和扶持。我国供应链金融已进入快速发展阶段，区块链等金融科技的应用进一步加速了市场渗透率。据艾瑞咨询预测，2027 年供应链金融市场规模有望超过 60 万亿元，服务空间广阔。头部供应链企业拥有庞大的业务流量，丰富的应用场景，完善的物流体系，优秀的风控能力，通过构建数字化平台，为银行与中小企业之间搭建可信的数据桥梁，是开展供应链金融服务的优良载体，有望率先享受到数字供应链金融快速发展的红利。

**供应链延伸至产业链大势所趋：**产业链深度扩展是供应链企业与产业客户深度绑定的一种方式，可增加客户粘性、提升利润率，减少收入利润波动。各个龙头企业大体的产业链服务模式基本一致，厦门象屿通过“虚拟工厂”将大宗商品供应的上下游公司连接起来进行合作，链条更加粗壮稳定的同时，盈利节点也更加丰富，类似的还有厦门国贸的“一体化工厂”等。

## 重点公司推荐

### 厦门象屿

**推荐理由：**公司深耕大宗商品交易行业多年，成功实现从传统贸易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、数字化和风险控制等方面的优势，不断提升运营效率、降低业务风险，持续改善盈利能力，未来公司有望通过产业链纵向拓展与横向复制，进一步扩展自身的市占率。首次覆盖给予**买入**评级。

**业绩预测：**预计 2023-2025 年收入分别为 5123.5、5636.5、6197.7 亿元，归母净利分别为 22.5、30.3、34.4 亿元；EPS 分别为 0.99、1.34、1.52 元。

### 建发股份

**推荐理由：**公司第一大股东建发集团是世界 500 强企业，综合实力强劲，可以为公司提供充足的资源和资金支持。实控人为厦门市国资委，房地产开发方面具有较强的韧性，并且在核心城市积极补仓；在供应链业务中，公司受益于集中度提升，作为行业第一梯队龙头，增长潜力较大。首次覆盖给予**买入**评级。

**业绩预测：**预计 2023-2025 年收入分别为 8879.6、9622.8、10585.0 亿元，归母净利分别为 55.3、69.5、82.9 亿元；EPS 分别为 1.84、2.31、2.76 元。

### 厦门国贸

**推荐理由：**公司近年来开始战略转型，逐步退出房地产行业，聚焦于供应链管理服务业务，未来大宗供应链业务市场占有率有望提升，公司积极推动“医疗+养老”大健康布局，未来有望为公司提供业绩增量。首次覆盖给予**买入**评级。首次覆盖给予**增持**评级。

**业绩预测：**预计 2023-2025 年收入分别为 5862.5、6737.2、7741.3 亿元，归母净利分别为 31.8、38.7、44.5 亿元；EPS 分别为 1.44、1.76、2.02 元。

### 浙商中拓

**推荐理由：**公司作为供应链集成服务商，积极推动物流金融和虚拟工厂的创新模式转型，经营网络遍布全国主要区域，经营品类涵盖大宗商品、新能源、再生资源等产业链上几十个细分品种，公司光伏和储能两大业务布局有望成为未来增长点。首次覆盖给予**增持**评级。

**业绩预测：**预计 2023-2025 年收入分别为 2149.2、2418.0、2712.9 亿元，归母净利分别为 10.4、12.1、13.9 亿元；EPS 分别为 1.48、1.73、1.98 元。

图表 50.重点推荐公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600057.SH	厦门象屿	买入	6.31	143.1	1.0	1.3	1.5	6.4	4.7	4.2
600153.SH	建发股份	买入	9.72	292.0	1.8	2.3	2.8	5.3	4.2	3.5
600755.SH	厦门国贸	增持	6.82	150.3	1.4	1.8	2.0	4.7	3.9	3.4
000906.SZ	浙商中拓	增持	7.56	52.9	1.5	1.7	2.0	5.1	4.4	3.8

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 2023 年 10 月 25 日

## 风险提示

**经济增长不及预期导致需求端偏离预期：**大宗供应链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，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，会加大公司的经营压力和决策难度。

**市场竞争可能出现加剧：**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。

**地缘政治冲突可能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。

**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。

**600057.SH**
**买入**

市场价格:人民币 6.31

板块评级:强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(39.0)	(6.5)	(21.3)	(36.1)
相对上证综指	(34.4)	(2.0)	(13.4)	(36.1)

发行股数 (百万)	2,268.21
流通股 (百万)	2,151.30
总市值 (人民币 百万)	14,312.38
3个月日均交易额 (人民币 百万)	101.21
主要股东	
厦门象屿集团有限公司	49.49

资料来源: 公司公告, iFinD, 中银证券  
以2023年10月25日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

## 厦门象屿

供应链综合运营服务商, 品类扩张模式复制打开成长空间

公司深耕大宗商品交易行业多年, 成功实现从传统贸易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、数字化和风险控制等方面的优势, 不断提升运营效率、降低业务风险, 持续改善盈利能力, 未来公司有望通过产业链纵向拓展与横向复制, 进一步扩展自身的市占率。首次覆盖, 给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **深耕领域多年, 运营模式升级为“全产业链服务”。**公司以农产品、能源化工, 金属矿产以及新能源为核心品类, 成功由传统价差收益的盈利方式转型成为产业链上下游企业提供一体化供应链服务模式, 包括采购分销、库存管控、物流运输、金融服务、咨询服务等形式, 在基础能力全面增强的同时整合各个流通要素, 持续降低传统价差收益占比, 使收入风险更为可控。
- **业绩稳步增长, 运行效率较高。**2011-2022年公司营收由339.34亿元增长至5381.48亿元, 2017-2022年CAGR为21.5%; 同期公司归母净利润由1.78亿元增长至26.37亿元, 2017-2022年CAGR为21.45%。同时规模效应也带动公司盈利能力持续向好。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, 大宗商品供应链服务以金属矿产、农产品、能源化工及新能源为主要经营类目, 2022年收入5207亿元, 占营业收入比重稳定在98%左右, 业务毛利率亦稳步提升。
- **对标国际, 发展空间广阔。**海外大宗供应链市场集中度远高于国内市场, 其中四大国际粮商掌控了全球80%的粮食贸易, 四大原油矿产贸易商2022年合计营收规模超万亿美元。过去五年, 中国大宗商品供应链市场规模稳定在40~50万亿元左右, 但中国大宗供应链CR4合计营收规模快速提升, 由2018年9,000亿元左右增长至2022年的2.3万亿元, 对应市场占有率由2.19%快速提升至4.18%, 基数虽小但呈现出加速提升态势。

### 估值

- 预计2023-2025年收入分别为5123.5、5636.5、6197.7亿元, 归母净利润分别为22.5、30.3、34.4亿元; EPS分别为0.99、1.34、1.52元。首次覆盖, 给予买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 经济复苏不及预期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。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	462,516	538,148	512,353	563,650	619,770
增长率(%)	28.4	16.4	(4.8)	10.0	10.0
EBITDA(人民币 百万)	6,563	6,953	6,534	8,116	8,913
归母净利润(人民币 百万)	2,160	2,637	2,247	3,033	3,437
增长率(%)	66.2	22.1	(14.8)	35.0	13.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.95	1.16	0.99	1.34	1.52
市盈率(倍)	6.6	5.4	6.4	4.7	4.2
市净率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(倍)	3.9	4.1	2.9	1.9	1.3
每股股息(人民币)	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8
股息率(%)	6.0	5.9	8.2	11.1	12.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## (一) 从传统大宗商品贸易商到供应链综合运营龙头

国内供应链综合运营服务龙头。厦门象屿于1995年11月成立，主要从事大宗商品采购供应及综合物流业务。2011年8月，公司通过重大资产重组借壳A股的夏新电子上市。2013年9月，公司为继续扩展农产品业务，设立象屿农产公司，持股比例为80%，2018年完剩余20%股权收购，象屿农产成为公司全资子公司。2018年5月，公司完成对象道物流20%股权收购，持股比例达到60%。2019年7月，公司与易大宗设立合资公司开展蒙古煤炭和内蒙煤炭业务合作，2022年5月，公司引入招商局和山东港口作为战略投资者，有助于借助二者在港口领域的区位优势和网络布局推动公司实现“成为世界一流供应链服务企业”的目标。

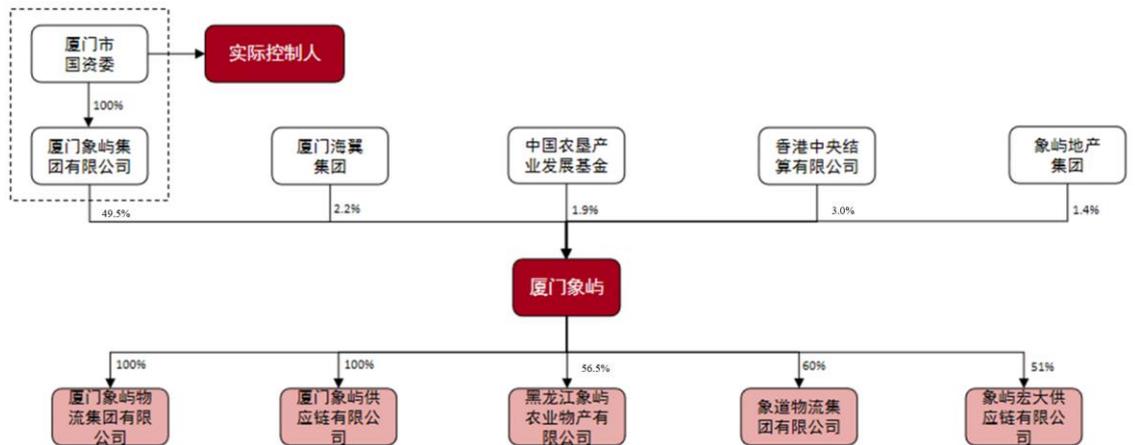
图表 51. 厦门象屿历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

主要股东为厦门象屿集团有限公司，实际控制人为厦门市国资委。截至2023年半年报，厦门象屿集团有限公司持有公司49.5%的股权，厦门市国资委持有厦门象屿集团有限公司100%的股权，是公司的实际控制人。厦门象屿旗下全资子公司象屿物流集团主要负责运营供应链综合物流服务，象道物流主要涉及铁路物流服务，象屿农产负责公司农业全产业链运营服务。

图表 52. 厦门象屿主要股东及重要子公司（截至2023H1）



资料来源：iFinD，中银证券

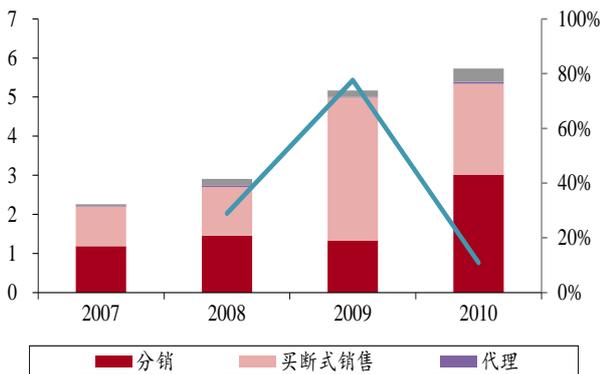
上市之前，公司主要通过传统大宗商品贸易商赚取买卖价差的方式获得利润，其中风险较高的买断式自营业务占比较高。公司上市前主要通过自营业务盈利，自营业务的毛利占比达到98%以上。自营业务主要可分为分销、卖断和买断业务，公司主要开展分销和买断业务，二者合计为公司贡献毛利超过90%，公司买断式业务是以买卖价差最大化为目标的业务，因此需要承担市场价格波动风险，而买断业务在2007-2010年公司毛利结构中占比均超过40%，在2009年毛利中占比超过70%，占比相对较高，这使得上市之前公司经营受到大宗商品价格波动影响较为明显。

图表 53.公司上市前自营业务和代理业务盈利模式

购销方式	上下游需求满足	风险锁定方式	赚取利润方式
自营业务			
分销一长约采购	上游供应商获得长期销售合同，实现稳定销售；下游企业获得长期稳定供应；上下游企业获得市场研究报告支持。	分期分批定价，分销商不承担价格波动风险。	价格锁定的买卖价差及相关服务
分销一二次定价	上游供应商获得长期销售合同，实现稳定销售；下游企业获得稳定供应；上下游企业获得市场研究报告支持。	供应商按预定的价格将货物发出，在货物抵达目的地或抵达目的地一段时间后，买卖双方根据当时的市场价格按一定的规则确定最终结算价格，分销商不承担货物运输时间内的价格波动风险。	价格锁定的买卖价差及相关服务
分销一特许经营	上游供应商获得长期的销售渠道；下游企业获得稳定供应；上下游企业获得市场研究报告支持。	上游供应厂商给予分销商在某一区域市场上独家经销其产品的资格。根据销售情况给予一定的价格折让，分销商不承担风险。	价格锁定的买卖价差及相关服务
卖断式业务一长约销售	与下游厂商签订长期销售合同，下游厂商获得长期稳定供应；上游获得稳定的采购合同；上下游企业获得市场研究报告支持。	下游客户承担价格波动风险。	价格锁定的买卖价差及相关服务
卖断式业务一对锁	上下游供求一一对应，下游厂商获得及时稳定供货；上下游企业获得市场研究报告支持。	上下游厂商承担价格波动风险。	价格锁定的买卖价差及相关服务
买断式业务	上游厂商获得销售合同，下游厂商在市场上及时得到供货。上游获得销售订单，下游获得供应	采购供应商承担风险，风险未能锁定。	买卖价差最大化
代理业务		上下游厂商承担价格波动风险	服务收入

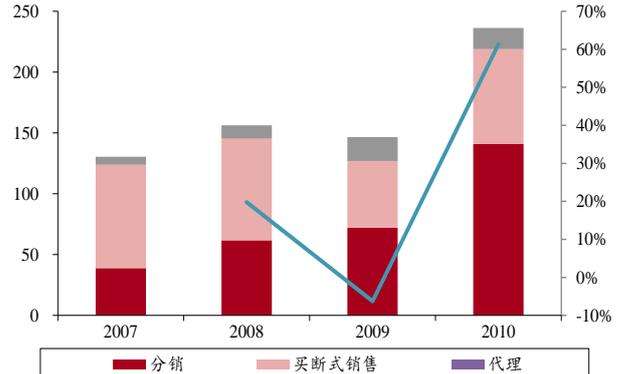
资料来源：公司公告，中银证券

图表 54. 2007-2010 年毛利分业务模式情况 (亿元)



资料来源：iFinD，中银证券

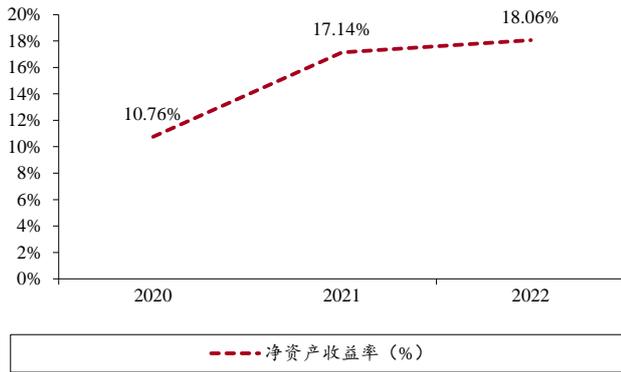
图表 55. 2007-2010 年营收分业务模式情况 (亿元)



资料来源：iFinD，中银证券

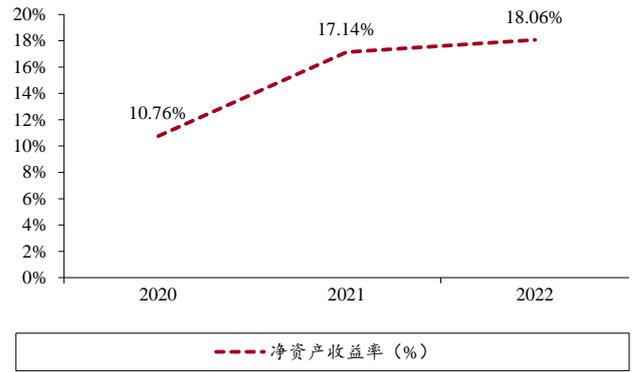
2016 年作为公司“五五”规划开篇之年，是公司上市以来经营的一个分水岭。2016 以前公司虽稳步扩大经营规模，但由于上市之初以赚取价差为主要盈利方式的自营规模占比仍相对较高，公司经营品种也尚未完全丰富，经营仍部分受大宗商品价格波动影响，其中 2012 年受大宗商品市场价格下滑、需求低迷，营收和归母净利润双双出现下降。2016 年，公司推动针对制造业企业的“全程供应链管理服务业务”向纵深发展，凭借原有业务开拓的渠道，围绕制造业企业核心客户所在区域，拓展业务品种和市场区域，并挖掘产业链项目机会。当年公司实现金属材料及矿产品供应链销量 5039 万吨，营收 797 亿元，其中有色金属和矿产品营收增长 3.4 倍，超过 250 亿元，产品结构进一步优化，总营业收入首次突破千亿大关，同比接近翻倍。

图表 56. 厦门象屿近三年净资产收益率



资料来源: iFinD, 公司公告, 中银证券

图表 57. 厦门象屿近三年销售净利率



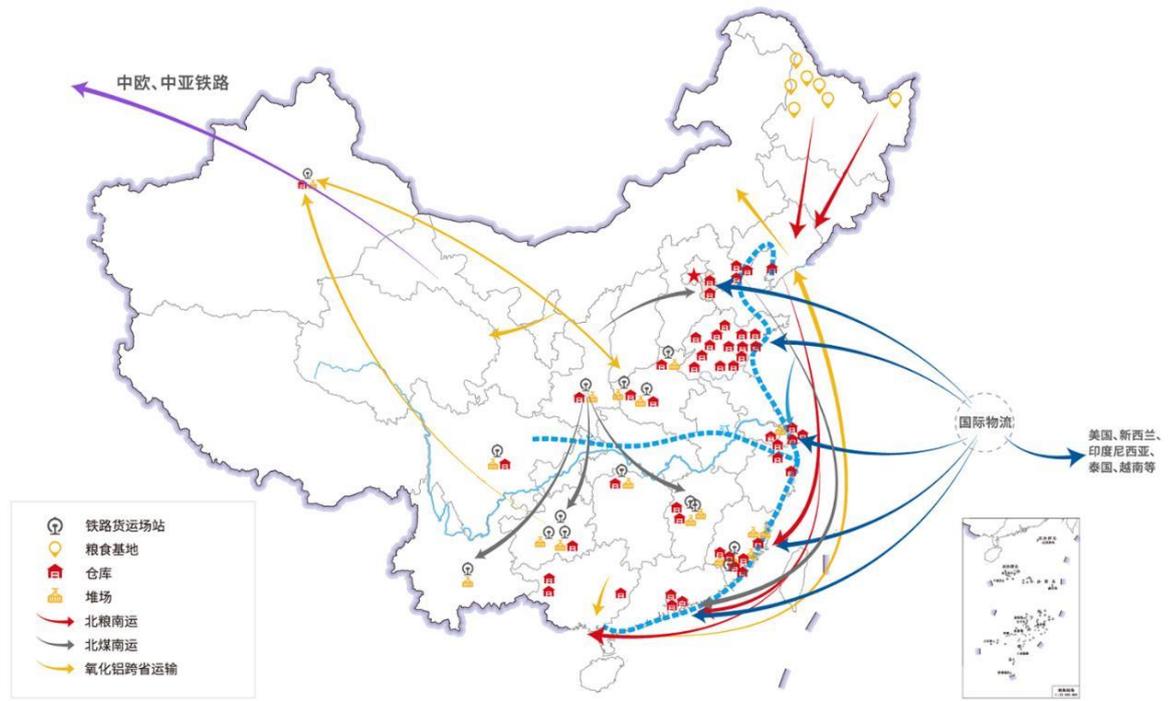
资料来源: iFinD, 公司公告, 中银证券

## (二) 仓储物流: 网络全面且强大, 为供应链保驾护航

对于大宗商品产业链公司, 完善的仓储物流体系可以有效承接企业业务的运输需求, 实现供应和运输自给自足。厦门象屿是全国仓储企业百强(居第3位)、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、象屿农产), 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。

**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。截至2023年上半年, 粮食仓储方面, 公司旗下7大粮食收购平台自有仓容超1300万吨。另有46个自有及包租管理的仓库, 面积约160万平方米, 8个堆场, 面积逾50万平方米。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。

图表 58. 厦门象屿网络化物流体系



资料来源: iFinD, 公司公告, 中银证券

### (三) 屿链通：业务体系“数智化”，金融服务多元化

公司从战略高度重视数智化建设，依托海量的业务数据、庞大的客户资源、丰富的应用场景，积极向数智化转型。公司构建了涵盖企业经营分析、客户关系、风险管理、财务管控、人力资源管理在内的数智化体系，打造了农业产业级互联网平台、“屿链通”数字供应链金融服务平台、智慧物流服务平台、网络货运平台等一系列重点项目，通过业务环节可视化、内部运营管控精细化、数据挖掘分析深度化，助力公司进一步拓展增量市场、提高服务效率、升维业务模式。

**厦门象屿“屿链通”数字供应链金融服务平台：**公司在 21 年报中披露：已推出“屿采融、屿仓融、屿途融”等产品，与多家金融机构完成系统对接，并实现了区块链电子仓单质押融资业务落地。截至 2021 年底，公司通过“屿链通”数字供应链金融服务平台，已取得授信 25 亿元，质押融资品种拓展至钢材、塑化、橡胶、玉米、成品纸、纸浆等。象屿农产成功落地与邮储银行黑龙江省分行合作的粮食仓单质押融资个人产业链经营贷款业务，公司作为监管方推出 C 端融资业务取得实质性突破。公司披露 2022 年经营计划：“屿链通”数字供应链金融服务平台进一步拓展金融机构合作伙伴，丰富质押融资品种，开发在途货物质押融资和预付款融资新产品，“风控中介”服务收益来源更加丰富。

图表 59. 厦门象屿“屿链通”服务平台



资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

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。随着“屿链通”服务平台业务的快速发展，公司资产负债结构和整体收益水平有望持续改善，供应链金融行业生态有望得到重塑。公司为客户提供的是信用赋能服务，收取的是服务费，该模式与传统供应链金融服务模式的对比如下：

图表 60. 厦门象屿“屿链通”服务模式 VS 传统供应链金融服务模式

项目	“屿链通”服务模式	传统供应链金融服务模式
基本模式	公司基于“屿链通”平台，为客户开具数字资产凭证（电子仓单等），客户凭数字资产凭证向金融机构申请授信，公司向客户收取融资金额一定比例的服务费。	向客户预付货款采购商品或延迟收款销售商品，向客户收取预付货款或应收账款金额一定比例的资金占用利息。
授信占用	不占用自身授信和资金。	占用自身授信和资金。
风险控制	如客户无法还款，公司不承担担保责任，无需替客户偿还本息，但需协助银行处置客户用于抵质押的货物。	如客户无法还款，损失本金和利息，只能通过法律手段追回。
收益对比	向客户收取融资总额的一定比例，作为公司的平台服务费，不占用公司授信和资金。	向客户收取资金占用总额的约 10%，扣掉自身资金成本后，息差约 5%-7%。
模式复制	不依赖自身授信和资金，需要一定体量的仓库（自营或可控）、数智化技术，以及行业先发优势，并获得金融机构的持续认可，可复制性强。	需要大量的授信和资金做支撑，可复制性差。

资料来源：厦门象屿 2022 年年报，中银证券

#### (四) 战略合作深化、龙头强强共赢

公司在原有基础上进一步与各大宗商品以及运输产业龙头开展深化合作，进一步拓宽产业链条的服务空间，挖掘新兴产能。一是引入招商局、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，长期持有公司股票，并向公司派出董事。此次战略入股，体现了两家战略投资者看好大宗商品供应链服务行业的前景，以及对公司业务模式、盈利模式、风控能力和投资价值的充分认可。两家战略投资者，将为公司带来国际国内领先的市场、渠道等战略性资源。二是聚焦资源型和产业型战略客户，完善大客户管理体系，新增与中伟新材料、三井物产、奥古斯塔矿业集团、德信钢铁、永钢矿业、得丰焦化、中特钢、新疆中泰等签订战略协议，涉及金属、能源、化工、物流等多板块；维护并深化与招商港口系、山东港口系、中远海、北部湾等核心港航资源的战略合作。公司将为战略客户提供原料采购、成品销售、国内外物流等多环节服务，深挖服务价值。

#### (五) 盈利预测与估值

①**农产品业务**：公司 2021/2022/2023H1 农产品业务收入增速分别为 11%/12%/10%，考虑到农产品业务未来仍然将是公司重点发力的板块，基于此，我们假设 2023-2025 年收入增速为 10%/10%/10%。2023 年上半年农产品业务风险敞口较大，大宗商品价格下跌导致这部分出现亏损，公司目前已积极调整，我们预计后续毛利率有望逐步回暖，基于此假设 2023-2025 年农产品业务毛利率为 -0.45%/1.00%/1/20%。

②**金属矿产业务**：2023 年上半年金属矿产收入同比下降 14%，考虑到下半年以及明后年经济逐步复苏，我们预计 2023-2025 年金属矿产业务收入增速为 -8%/10%/10%。金属矿产业务 2022/2023H1 毛利率为 1.57%/1.67%。我们审慎假设 2023/2024/2025 年该业务毛利率为 1.50%/1.50%/1.50%。

③**能源化工业务**：考虑到 2023 年上半年由于国内经济复苏较慢，公司能源化工业务增速放缓，我们认为该业务后续有望随着经济复苏逐步回暖，基于此我们假设 2023-2025 年能源化工业务收入增速为 5%/10%/10%。2023H1 能源化工整体景气度较弱，盈利能力有所下降，预计后续随着经济复苏回暖，我们审慎假设 2023/2024/2025 年该业务毛利率为 1.50%/1.50%/1.50%。

④**新能源业务**：过去几年公司新能源业务增速较快，今年上半年新能源产业链增速放缓，公司 2023H1 该部分业务增速为 9%，我们预计后续新能源业务增速保持平稳，基于此我们假设 2023-2025 年新能源业务收入增速为 10%/10%/10%。新能源业务整体毛利率较高，2023H1 毛利率达到 3.04%，我们审慎假设 2023/2024/2025 年该业务毛利率为 2.50%/2.50%/2.50%。

图表61. 分拆业务盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	3602.15	4625.00	5381.48	5123.53	5636.50	6197.70
YOY(%)	32.40	28.40	16.36	(4.79)	10.01	9.96
毛利率(%)	0.75	1.04	2.13	2.01	2.17	2.17
农产品(亿元)	397.38	440.00	520.00	572.00	629.20	692.12
YOY(%)	70.55	10.73	12.45	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	4.57	4.32	2.72	(0.45)	1.00	1.20
金属矿产(亿元)	2,325.08	2,928.00	3,491.00	3,211.72	3,532.89	3,886.18
YOY(%)	36.77	25.93	8.02	(8.00)	10.00	10.00
毛利率(%)	1.25	1.38	1.57	1.50	1.50	1.50
能源化工(亿元)	760.46	1090.00	919.00	964.95	1061.45	1167.59
YOY(%)	27.80	43.33	34.87	5.00	10.00	10.00
毛利率(%)	1.25	1.38	1.57	1.50	1.50	1.50
新能源(亿元)			251.00	276.10	303.71	334.08
YOY(%)			176.23	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)			1.90	2.50	2.50	2.50
综合物流(亿元)	43.23	58.27	63.97	57.57	66.21	72.83
YOY(%)	23.06	34.79	9.79	(10.00)	15.00	10.00
毛利率(%)	11.38	8.99	9.97	10.00	10.50	10.50
农产品物流(亿元)	5.68	3.71	3.12	2.56	2.69	2.74
YOY(%)	(26.80)	(34.68)	(16.08)	(18.00)	5.00	2.00
毛利率(%)	55.46	50.94	60.76	60.00	65.00	65.00
铁路物流(亿元)	8.66	11.56	9.79	10.28	10.59	10.91
YOY(%)	(32.76)	33.49	(15.33)	5.00	3.00	3.00
毛利率(%)	13.39	6.31	8.31	6.00	8.00	10.00

资料来源: 公司公告, 中银证券

根据以上盈利预测结果, 我们预计公司 2023-2025 年的营业收入为 5123.53/5636.50/6197.70 亿元, 同比变动-4.8%/10.0%/10.0%。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 22.5/30.3/34.4 亿元, 同比变动-14.8%/35.0%/13.3%, 预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.99/1.34/1.52 元/股, 对应 6.4/4.7/4.2 倍 PE。首次覆盖给予**买入**评级。

图表62. 盈利预测结果

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币百万)	462,516	538,148	512,353	563,650	619,770
增长率(%)	28.4	16.4	(4.8)	10.0	10.0
EBITDA(人民币百万)	6,563	6,953	6,534	8,116	8,913
归母净利润(人民币百万)	2,160	2,637	2,247	3,033	3,437
增长率(%)	66.2	22.1	(14.8)	35.0	13.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.95	1.16	0.99	1.34	1.52
市盈率(倍)	6.6	5.4	6.4	4.7	4.2
市净率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(倍)	3.9	4.1	2.9	1.9	1.3
每股股息(人民币)	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8
股息率(%)	6.0	5.9	8.2	11.1	12.5

资料来源: 公司公告, 中银证券

股票价格截至 2023 年 10 月 25 日

可比公司估值对比方面, 我们选取大宗商品供应链行业的公司, 包括建发股份、厦门国贸、浙商中拓和物产中大进行对比分析, 得到其 2023-2025 年平均 P/E 为 5.1 倍、4.2 倍、3.7 倍。对比厦门象屿 2023-2025 年 P/E 分别为 6.4 倍、4.7 倍、4.2 倍, 公司估值处于相对合理区间。首次覆盖给予**买入**评级。

图表63. 可比公司相对估值

代码	简称	PE				ROE(%)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600755.SH	厦门国贸	4.2	4.7	3.9	3.4	11.9	9.9	11.2	12.0
600153.SH	建发股份	4.6	5.3	4.2	3.5	10.7	8.9	10.5	11.6
000906.SZ	浙商中拓	5.3	5.1	4.4	3.8	19.0	17.1	17.2	17.1
600704.SH	物产中大	6.4	5.2	4.4	3.9	11.6	12.5	13.0	13.2
	平均数	5.1	5.1	4.2	3.7	13.3	12.1	13.0	13.5
600057.SH	厦门象屿	5.4	6.4	4.7	4.2	15.4	12.4	15.5	16.2

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 可比公司中物产中大数据来自 iFinD 一致预测, 截止时间2023 年10 月25 日

## (六) 风险提示

**经济增长不及预期导致需求端偏离预期:** 大宗供应链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, 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, 会加大公司的经营压力和决策难度。

**市场竞争可能出现加剧:** 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。

**地缘政治冲突可能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。

**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。

### 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	462,516	538,148	512,353	563,650	619,770
营业收入	462,516	538,148	512,353	563,650	619,770
营业成本	452,404	526,673	502,078	551,439	606,347
营业税金及附加	448	691	658	724	796
销售费用	2,073	2,340	2,266	2,493	2,739
管理费用	1,206	1,479	1,331	1,464	1,635
研发费用	31	52	39	43	47
财务费用	1,541	1,203	1,471	1,525	1,492
其他收益	248	528	388	388	388
资产减值损失	(525)	(677)	(600)	(600)	(600)
信用减值损失	(77)	(140)	(104)	(107)	(117)
资产处置收益	13	38	15	15	15
公允价值变动收益	83	(459)	60	60	60
投资收益	(629)	(188)	(335)	(374)	(381)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,927	4,813	3,935	5,344	6,080
营业外收入	166	489	268	285	302
营业外支出	96	270	164	177	204
利润总额	3,997	5,032	4,038	5,452	6,178
所得税	1,276	1,254	1,096	1,479	1,676
净利润	2,720	3,778	2,942	3,972	4,502
少数股东损益	560	1,141	696	939	1,064
归母净利润	2,160	2,637	2,247	3,033	3,437
EBITDA	6,563	6,953	6,534	8,116	8,913
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.95	1.16	0.99	1.34	1.52

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	77,995	97,223	108,142	120,355	130,912
现金及等价物	13,614	19,828	26,576	28,982	32,755
应收帐款	14,396	20,933	23,186	25,350	28,019
应收票据	106	185	92	213	122
存货	22,195	28,520	30,055	34,279	36,461
预付账款	16,996	17,411	18,850	20,976	22,816
合同资产	631	752	567	881	711
其他流动资产	10,057	9,595	8,815	9,674	10,027
<b>非流动资产</b>	17,839	17,833	19,104	18,675	17,988
长期投资	1,699	1,672	1,822	1,902	1,982
固定资产	10,087	10,147	10,475	10,210	9,874
无形资产	2,045	2,004	1,933	1,870	1,806
其他长期资产	4,008	4,010	4,874	4,693	4,326
<b>资产合计</b>	95,834	115,056	127,246	139,031	148,900
<b>流动负债</b>	56,403	70,972	79,267	88,845	95,913
短期借款	8,246	11,959	12,000	12,000	12,000
应付账款	14,086	15,474	16,882	18,655	20,421
其他流动负债	34,072	43,539	50,385	58,190	63,492
<b>非流动负债</b>	8,102	7,693	9,802	9,618	9,710
长期借款	2,857	3,195	3,000	3,000	3,000
其他长期负债	5,244	4,497	6,802	6,618	6,710
<b>负债合计</b>	64,505	78,665	89,069	98,463	105,623
股本	2,157	2,254	2,268	2,268	2,268
少数股东权益	14,115	19,300	19,996	20,935	21,999
归属母公司股东权益	17,214	17,092	18,181	19,632	21,277
<b>负债和股东权益合计</b>	95,834	115,056	127,246	139,031	148,900

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,720	3,778	2,942	3,972	4,502
折旧摊销	811	857	1,256	1,336	1,423
营运资金变动	(796)	(5,029)	3,054	264	38
其它	2,685	6,617	2,519	1,430	1,995
<b>经营活动现金流</b>	5,420	6,223	9,772	7,003	7,958
资本支出	(753)	(636)	(2,606)	(713)	(713)
投资变动	(58)	3,780	607	(10)	(10)
其他	(1,409)	(940)	(335)	(372)	(375)
<b>投资活动产生的现金流</b>	(2,220)	2,204	(2,334)	(1,095)	(1,098)
银行借款	(4,306)	4,052	(155)	0	0
股权融资	(497)	(5,498)	(1,157)	(1,582)	(1,792)
其他	1,326	(2,297)	622	(1,920)	(1,294)
<b>筹资活动现金流</b>	(3,477)	(3,744)	(690)	(3,502)	(3,087)
<b>净现金流</b>	(277)	4,684	6,748	2,406	3,773

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 财务指标

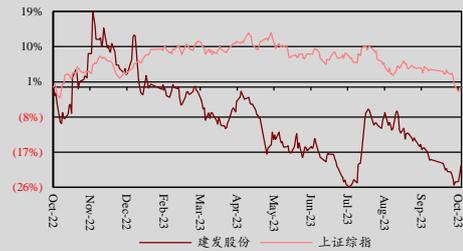
年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	28.4	16.4	(4.8)	10.0	10.0
营业利润增长率(%)	83.6	22.6	(18.3)	35.8	13.8
归属于母公司净利润增长率(%)	66.2	22.1	(14.8)	35.0	13.3
息税前利润增长(%)	54.2	6.0	(13.4)	28.5	10.5
息税折旧前利润增长(%)	48.5	5.9	(6.0)	24.2	9.8
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	66.2	22.1	(14.8)	35.0	13.3
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	1.2	1.1	1.0	1.2	1.2
营业利润率(%)	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0
毛利率(%)	2.2	2.1	2.0	2.2	2.2
归母净利润率(%)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
ROE(%)	12.5	15.4	12.4	15.5	16.2
ROIC(%)	10.2	11.0	9.0	12.0	13.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.1	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	5.0	5.1	4.2	4.2	4.3
应收账款周转率	34.4	30.5	23.2	23.2	23.2
应付账款周转率	34.9	36.4	31.7	31.7	31.7
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
管理费用率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.0	1.2	1.0	1.3	1.5
每股经营现金流(最新摊薄)	2.4	2.7	4.3	3.1	3.5
每股净资产(最新摊薄)	7.6	7.5	8.0	8.7	9.4
每股股息	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	6.6	5.4	6.4	4.7	4.2
P/B(最新摊薄)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.9	4.1	2.9	1.9	1.3
价格/现金流(倍)	2.6	2.3	1.5	2.0	1.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**600153.SH**
**买入**

市场价格:人民币 9.72

板块评级:强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(31.2)	(4.4)	(0.4)	(26.3)
相对上证综指	(26.6)	0.1	7.6	(26.2)

发行股数 (百万)	3,004.07
流通股 (百万)	2,844.37
总市值 (人民币 百万)	29,199.57
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	313.91
主要股东	
厦门建发集团有限公司	45.15

资料来源: 公司公告, iFinD, 中银证券  
以 2023 年 10 月 25 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

# 建发股份

## 地产和供应链双核并进的国资龙头

公司第一大股东建发集团是世界 500 强企业, 综合实力强劲, 可以为公司提供充足的资源和资金支持。实控人为厦门市国资委, 房地产开发方面具有较强的韧性, 并且在核心城市积极补仓; 在供应链业务中, 公司受益于集中度提升, 作为行业第一梯队龙头, 增长潜力较大。首次覆盖, 给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **厦门国资委下龙头, 控股股东综合实力较强。**公司第一大股东建发集团为世界 500 强, 综合实力强劲, 可为公司提供充足资金资源支持, 并且在两期股权激励计划的刺激下, 公司营收与利润节节攀升。2022 年实现营业收入 8328 亿元, 同比增长 17.7%, 归母净利润 62.8 亿元, 同比增长 2.3%。
- **供应链运营业务: 行业第一梯队龙头, 受益于集中度提升。**2017-2022 年供应链业务的营收 CAGR 为 29.9%, 保持了较高的增速。2022 年, 国际国内经济形势中不确定因素日益突出, 全球产业链和供应链面临风险和挑战, 公司供应链运营业务所处的外部环境较为复杂。公司坚持专业化经营, 加快国际化布局, 强化科技、金融双赋能和投资、物流双支持, 在供应链运营业务的营收规模和效益再创新高。2022 年供应链运营业务实现营业收入 6,963.19 亿元, 同比增长 13.86%; 实现归母净利润 40.14 亿元, 同比增长 23.07%。
- **房地产开发业务: 逆境中成长, 行业排名稳步提升。**根据克而瑞研究中心的数据, 2022 年百强房企累计销售金额同比降幅达到 42%。子公司建发房产和联发集团顶住压力, 销售金额波动幅度小于同行业平均水平。2022 年公司地产业务板块合计实现合同销售金额 2,097.25 亿元(全口径), 同比下降 3.60%, 公司在一二线城市的权益销售金额占比近 80%, 销售超 50 亿的城市达到 14 个。根据克而瑞研究中心发布的“2022 年 1-12 月中国房地产企业销售榜”, 按全口径销售金额计算, 建发房产位列全国第 10 名, 较上年提升 11 名。

### 估值

- 我们预计 2023-2025 年收入分别为 8879.6、9622.8、10585.0 亿元, 归母净利分别为 55.3、69.5、82.9 亿元; EPS 分别为 1.84、2.31、2.76 元。首次覆盖给予**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

- 经济复苏不及预期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。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	707,844	832,812	887,963	962,276	1,058,504
增长率(%)	63.5	17.7	6.6	8.4	10.0
EBITDA(人民币 百万)	14,415	13,260	12,899	15,937	18,472
归母净利润(人民币 百万)	6,098	6,282	5,528	6,949	8,289
增长率(%)	35.4	3.0	(12.0)	25.7	19.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.03	2.09	1.84	2.31	2.76
市盈率(倍)	4.8	4.6	5.3	4.2	3.5
市净率(倍)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(倍)	9.3	10.2	8.2	5.9	4.0
每股股息 (人民币)	0.6	0.8	0.7	0.9	1.1
股息率(%)	6.6	5.9	7.2	9.1	10.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## （一） 海滨城市起家，“双核”布局全国

**“供应链运营+房地产”双核驱动。**1998年经厦门人民政府批准，公司由厦门建发集团有限公司独家发起设立并且于6月上市。1999年收购联发集团，占其75%的股份；2006年收购联发集团20%股份，增持其股权至95%。同年，经厦门市国资委批准，公司顺利完成股权分置改革，并确立了公司向“供应链运营商”战略转型，制定了新一轮三年战略发展规划。2007年，公司进一步完善了法人治理结构，建立了较为完善的内部控制制度。2009年，公司以所持会展集团95.00%的股权与建发集团所持建发房产的44.65%的股权进行等价置换，以现金购买建发集团所持有的建发房产的10.00%的股权，合计持有建发房产54.65%的股权。至此公司确立了“供应链运营+房地产开发”双主业格局。

**在供应链运营业务方面，**2018年正式发布“LIFT供应链服务”品牌，以商务、物流、信息、金融四类服务要素构建“LIFT供应链服务”体系，连接原材料供应商、实业企业（分销商）、制造业企业，整合运营资源，规划供应链解决方案，提供运营服务。2020年持续深化供应链“专业化”经营策略，将供应链经营单位规划调整为“四大专业集团”（钢铁、浆纸、汽车和农产品集团）以及“五大事业部”（消费品、矿产有色、能化、机电和综合事业部）。

**在房地产业务方面，**公司涵盖房地产开发、城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、关联产业投资等业务。截至2022年末，建发股份拥有“建发房产”和“联发集团”两大品牌，业务布局全国70多个城市，初步形成全国性战略布局。子公司建发房产已连续11年获得“中国房地产开发企业50强”，根据克而瑞研究中心发布的“2022年1-12月中国房地产企业销售榜”，按全口径销售金额计算，建发房产位列全国第10名，较上年提升11名。

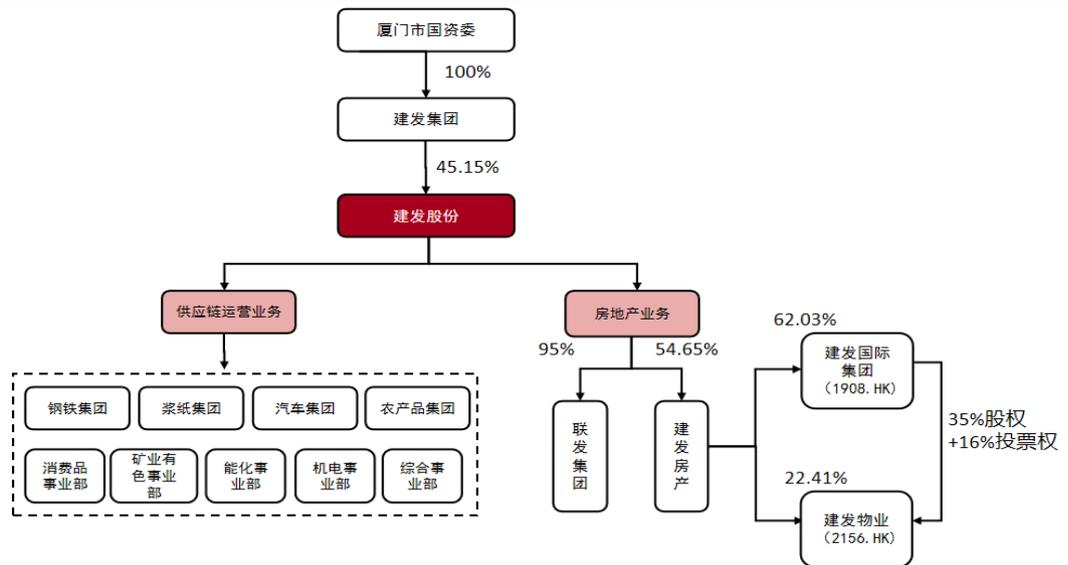
图表 64.建发股份历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

**国资背景助力双核驱动。**公司控股股东为厦门建发集团有限公司，截至2022年，建发集团持有公司45.15%的股份，厦门市国资委持有建发集团100%的股份。公司国资背景对经营发展、业务拓展和融资渠道等方面都提供了保障，助力公司双主业持续发展。公司自2009年确立“供应链运营+房地产开发”双主业格局以来，不断扩大公司业务规模，现公司供应链运营业务板块旗下有建发金属、建发纸业、建发能源、建发通讯等控股子公司；房地产开发板块主要为建发房产及联发集团两个业务平台。

图表 65.建发股份主要股东及重要子公司



资料来源: iFinD, 公司官网, 中银证券

公司高管任职时间长，从业经营经验丰富。公司现任董事长、党委书记曾任厦门建发纸业有限公司总经理、建发股份党委副书记、常务副总经理、总经理等职；公司副董事长黄文洲先生曾任本公司总经理、董事长、建发集团党委副书记、总经理等职；公司董事陈东旭先生曾任厦门建发汽车有限公司总经理等，建发集团广阔的业务布局培养了一批多线作战的公司高层，在不同岗位管理层具有丰富经验的高管可以充分发挥专业能力，提高资源调配效率引领公司向好发展。

图表 66.厦门象屿董事会主要成员

姓名	职务	任职日期	工作经历
郑永达	董事长	2020/4/23	现任建发股份党委书记、董事长，建发集团党委副书记、总经理等职。历任建发股份进出口六部副总经理、总经理，建发包装总经理，建发纸业总经理，建发股份总经理助理、常务副总经理、总经理，建发集团副总经理等职。
黄文洲	副董事长	2014/5/23	现任建发股份副董事长，建发集团党委书记、董事长等职。历任建发公司财务部副经理、财务部经理、建发集团总经理助理、副总经理，建发股份副总经理、总经理、董事长，建发集团党委副书记、总经理等职。
林茂	董事	2016/5/24	现任建发股份党委副书记、董事、总经理等职。历任建发集团财务部副经理，建发股份证券部经理、董事会秘书、副总经理等职。
叶衍榴	董事	2016/5/24	现任建发股份董事，建发集团副总经理等职。历任建发集团法律事务部副经理，法律事务部总经理，建发集团法务总监、总法律顾问，建发股份监事会主席等职。
陈东旭	董事	2020/8/4	现任建发股份党委委员、董事、副总经理，建发集团董事等职。历任建发汽车总经理等职。
邹少荣	董事	2022/5/23	现任建发股份监事，建发集团总法律顾问、投资总监、董事会秘书等职。历任建发集团法律事务部总经理，建发集团法务总监等职。

资料来源: 公司公告, 中银证券

股权激励力度升级，显著提振公司整体积极性。2020年11月公司首次提出股权激励计划，授予限制性股票 2835.2 万股，占总股本 1%，授予对象为公司董事、高级管理人员、中层管理人员，合计 278 人；2022年5月20日，授予对象共 1066 人，授予数量为 11453.69 万股，授予价格为 5.63 元/股。相较于第一次股权激励，第二次的授予对象和数量都有了显著提高，公司通过股权激励绑定公司股东与管理层利益，助力公司发展。

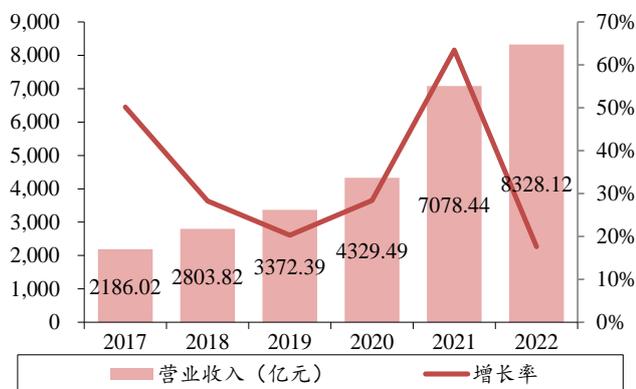
图表 67.建发股份董事会主要成员

姓名	职务	获授限制性数量 (万股/万份)	占本激励计划授出权益数量的比 例 (%)	占总股本的比例 (%)
郑永达	董事长	60	0.42	0.02
林茂	董事、总经理	60	0.42	0.02
叶衍榴	董事	60	0.42	0.02
陈东旭	董事、副总经理	60	0.42	0.02
王志兵	副总经理	60	0.42	0.02
江桂芝	副总经理、董事会秘书	60	0.42	0.02
许加纳	财务总监	60	0.42	0.02
程东方	副总经理	60	0.42	0.02
吕荣典	副总经理	60	0.42	0.02
魏卓	财务总监	25	0.17	0.01
中层管理人员及核心骨干人员		10,888.69	76.05%	3.80
预留		2,863.42	20.00	1.00
合计		14,317.11	100.00	5.00

资料来源：公司公告，中银证券

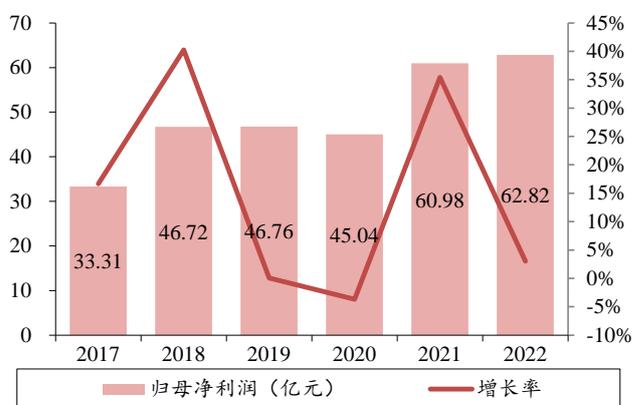
**2022 年供应链运营和房地产营收与利润再创新高。**2022 年，公司营业收入达到 8,328.12 亿元，同比增长 17.65%；实现净利润 112.67 亿元，同比增长 1.30%；实现归属于母公司所有者的净利润 62.82 亿元，同比增长 2.30%；加权平均净资产收益率为 12.63%。截至 2022 年末，公司总资产达到 6,647.54 亿元，净资产达到 1,653.44 亿元，归属于母公司所有者的净资产达到 584.80 亿元。公司已连续 22 年入选“中国上市公司 500 强”榜单，最新排名为第 15 位，较上年提升 9 位。公司房地产业务分部 2022 年业绩下降主要系 2022 年计提减值准备增加导致。

图表 68. 2022 年建发股份营收 8328.12 亿元



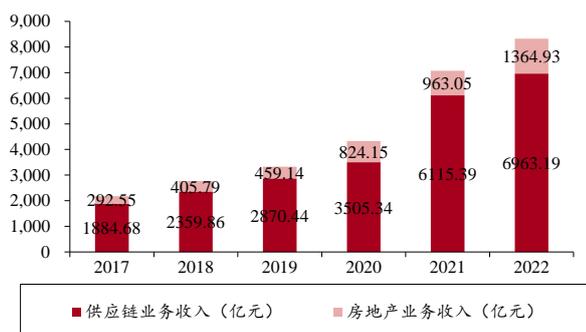
资料来源：iFinD，中银证券

图表 69. 2022 年建发股份归母净利润 62.82 亿元



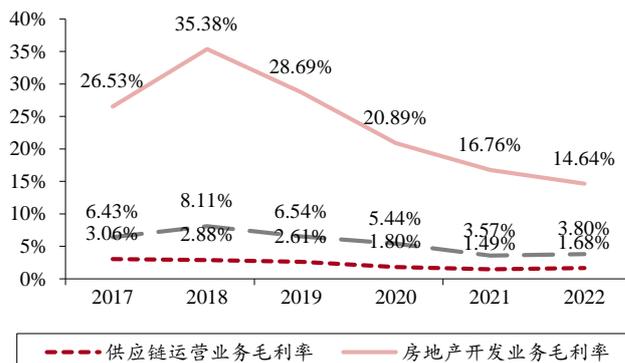
资料来源：iFinD，中银证券

图表 70.建发股份营业收入业务占比



资料来源：iFinD，中银证券

图表 71.房地产业务毛利率高于供应链业务毛利率



资料来源：iFinD，中银证券

## (二) 供应链业务：转型成功业务稳健，集中度低市场广阔

公司利用可定制、强复制性的“LIFT”供应链综合服务体系持续推动供应链服务创新。从供应链出发，走进客户价值链，帮助客户实现运营模式再造，依靠服务创造价值。公司在浆纸、农产品、钢铁等行业中深耕多年，并已在规模、专业等方面形成优势。基于成熟的“LIFT”供应链服务体系，公司可以将供应链运营服务以及价值链解决方案在其他行业持续复制，满足更多行业客户的需求。目前，公司已成功将服务领域拓展至消费品领域和新能源产业链，取得良好成效。

在专业化经营的基础上，公司积极向产业链上下游延伸，提高精细化服务能力。以纸浆为例，在上游环节，2022年公司参股纸浆生产商永丰浆纸，利用当地丰富的竹林资源制造竹浆，目前已形成45万吨/年的竹浆生产能力；在下游环节，建发钢铁集团围绕核心大客户投资建设卷板剪配中心、建材深加工和废钢加工中心，为终端客户提供更深度的供应链服务；建发浆纸集团参与森信纸业集团（现更名为：建发新胜）（0731.HK）重组，成功介入浆纸产业链的生产制造环节，取得其旗下远通纸业超40万吨/年的涂布白板纸和箱板纸产能，同时，建发浆纸集团还通过设立合资公司的方式为下游客户提供分切、配送等终端精细化服务；建发农产品集团通过成立合资公司的方式成立虚拟大豆、菜籽压榨厂，持续完善国内保税代加工基地布局，逐步搭建进口采购—物流加工仓储—终端销售一体化经营产业链条，推进公司业务向产业链下游的延伸。

图表 72.建发股份纸浆供应链服务体系



资料来源：iFinD，公司官网，中银证券

2022年，公司经营黑色、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的经营货量约2亿吨，同比增速近10%，多个核心品类继续保持行业领先地位。其中：钢材经营货量超5,300万吨，同比增长超17%；农产品经营货量超3,000万吨，同比增长超9%；纸浆、纸张合计经营货量超1,300万吨，同比增长超15%。公司持续拓展产业链上下游大型终端客户，向上积极拓宽供货渠道，加深与国内外大型供应商的合作；向下深挖制造业客户资源，构建稳定的客户需求网络。在供应商合作方面，建发钢铁集团与国有上市及大型民营钢厂维持良好合作关系，大型供应商合作量提升近24%；建发浆纸集团与国内外大型纸浆供应商建立良好战略合作伙伴关系，主要供应商合作量提升27%。在客户合作方面，公司下游大客户数占比提升近5%，交易额占比提升近10%。公司成熟的大宗商品供应链运营能力得到上下游客户的广泛认可。

图表 73.建发股份钢铁产业链合作伙伴



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 74.建发股份纸浆产业链合作伙伴



资料来源: iFinD, 中银证券

在大数据时代,公司也在积极布局数字化、多应用场景的供应链服务体系。在大数据时代,公司意识到数据本身已成为一种生产要素,把握时代趋势、实现更高效的业务场景和生态体系被公司列入战略层面进行思考与探索。公司持续加快数字化布局,深入打造具有建发特色的数字化、多应用场景的供应链服务体系,赋能公司业务经营拓展,打造智慧供应链生态体系。在业务流程线上化方面,公司已推出“E建签”电子签约平台、“E建巡”远程巡库盘点管理平台、“点价APP”线上期货点价交易平台等,推进业务实现高效在线化、数字化、可视化。在数据线上化方面,公司已基本实现内部业务数据的对接,并持续接入上下游客商、物流、仓储、资金、信用等多方数据,努力构建产业联动的一体化大数据生态。公司已在浆纸行业推出“纸源网”和“浆易通”浆纸产业互联网平台,在钢铁行业推出“建发云钢(E钢联)”钢铁产业链数字化协同平台,在农产品行业推出“农E点”客户服务平台,在消费品行业推出食品供应链线上购销服务平台“E建单”,在汽车行业推出私域客户数字化运营解决方案“域建”平台和“二手车流通全链路数字化交易平台”,为不同行业客户提供更高效的综合服务。

图表 75.建发股份纸浆供应链服务体系



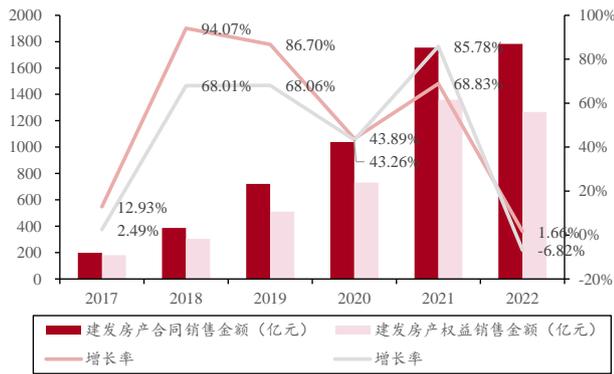
资料来源: iFinD, 公司官网, 中银证券

在全球化合作的大背景下，各类型产业链的全球分工明显，对大宗供应链企业所提供的包含采购、分销在内的一系列服务的需求庞大。根据厦门象屿年报披露，近五年，大宗商品供应链服务市场规模略有缩减，但仍稳定在 40 万亿以上。而国内供应链行业 CR4（物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸）市占率从 2018 年的 2.19% 快速提升至 2022 年的 4.18%，潜在空间仍旧广阔。随着我国制造业在全球产业链中定位的持续提升，专业的产业供应链服务日趋重要，具有资金、平台、资源、仓储、运输、信息系统等全面优势的头部大宗供应链企业的市场份额有望持续提升。

### （三）房地产业务：严控品质未雨绸缪，协同发展创造价值

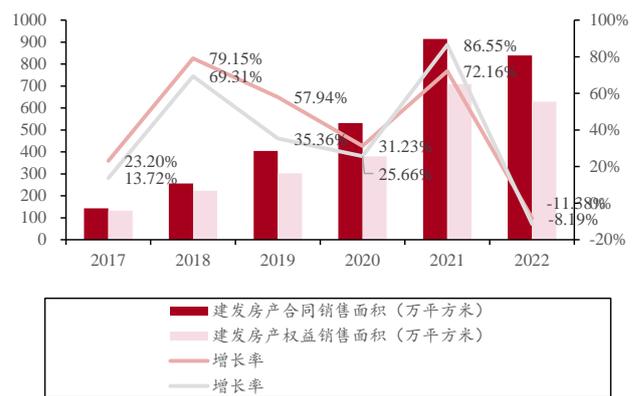
行业排名稳步提升，合理布局高效回款。根据克而瑞研究中心的数据，2022 年百强房企累计销售金额同比降幅达到 42%。子公司建发房产和联发集团顶住压力，居危思变，加强市场研究，合理铺排推货，销售金额波动幅度小于同行业平均水平。2022 年，公司房地产业务板块合计实现合同销售金额 2,097.25 亿元（全口径），同比下降 3.60%，其中：子公司建发房产实现合同销售金额 1,781.99 亿元（全口径），同比增加 1.60%；子公司联发集团实现合同销售金额 315.26 亿元（全口径），同比减少 25.26%。公司在一二线城市的权益销售金额占比近 80%，销售超 50 亿的城市达到 14 个。根据克而瑞研究中心发布的“2022 年 1-12 月·中国房地产企业销售榜”，按全口径销售金额计算，建发房产位列全国第 10 名，较上年提升 11 名。子公司建发房产和联发集团加强日常资金管理，实现高效回款，有效盘活受限资金、降低融资成本，新增贷款和存量贷款的平均融资成本均有所下降。2022 年，子公司建发房产实现全口径回款金额 1,704 亿元，回款比例达 96%；联发集团实现全口径回款金额 329 亿元，回款比例达 104%。

图表 76.建发房产销售额及同比



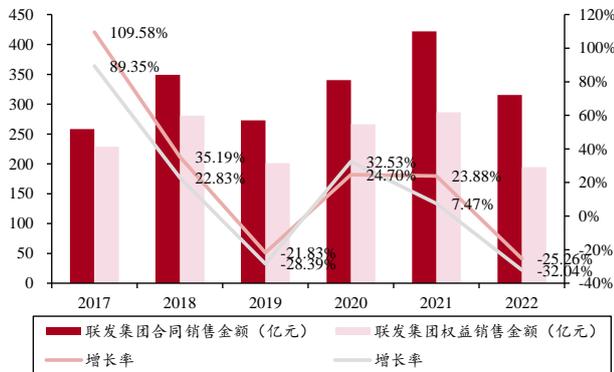
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 77.建发房产销售面积及同比



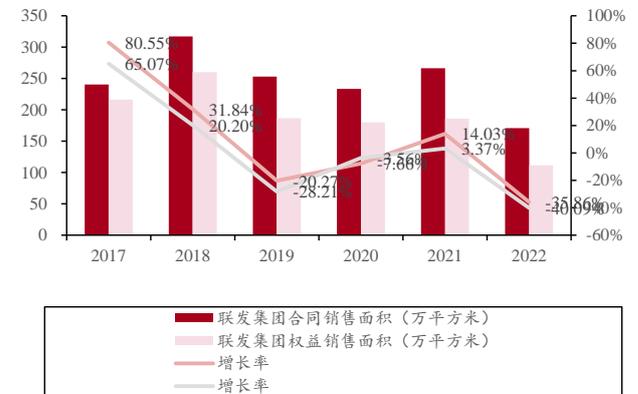
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 78.联发集团销售额及同比



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 79.联发集团销售面积及同比



资料来源: iFinD, 中银证券

**重点城市群布局能力突出，匠心打造差异化品牌竞争力。**公司秉持“布局全国、区域聚焦、城市深耕”战略，现已布局海西、长三角、长江中游、粤港澳大湾区等核心城市群，包括厦门、上海、杭州、苏州、无锡、武汉、长沙、成都等一二线城市和漳州、莆田等公司在当地具备品牌美誉度及其他优势的三线城市，形成一、二、三线城市强有力的互补优势。并且充分发挥住宅产品户型研发、风格设计等方面的优势，开发出独特、优质的产品，现已形成良好的客户口碑。子公司建发房产致力于成为“新中式生活匠造者”，提出“建设东方，发献大美”的新中式产品主张，目前打造了“王府中式”“禅境中式”“山水唐风”三类新中式产品，以人为本，酒店式的高端物业服务也收获客户的一致好评；子公司联发集团精研人文精神，凝炼定位于成长型幸福人文社区的“悦系”、聚焦进阶型品质人文社区的“臻系”、立足于精品艺术人文社区的“嘉和系”三大产品系，全国首创 New Amoy Deco 新厦门装饰风格，筑就现代人文生活，形成核心品牌竞争力；“温情九度”的全生命周期客户服务体系，陪伴 45 万业主共创美好未来。子公司建发房产已连续 11 年获得“中国房地产开发企业 50 强”，2022 年位列第 16 位；子公司联发集团位列“2023 中国房地产百强企业”第 28 位。

图表 80. 联发集团“悦系”社区“欣悦湾”



资料来源：公司官网，中银证券

图表 81. 联发集团“臻系”社区“君领学府”



资料来源：公司官网，中银证券

**土储方面发展坚实，重点布局一二线城市。**在投资拓储方面，子公司建发房产和联发集团持续践行稳健安全的经营策略，坚持“以收定支”并加强现金流统筹管理，紧跟各地政策风向做好项目研判，不断提升管理颗粒度。在区域选择上，公司聚焦高能级城市和优质地段，深度挖掘流动性好、有价值的优质标的，采取“勤踏勘、严筛选、慎出手”的拓展策略，不断增强土储安全边际，优化库存结构。2022 年，公司以多元化方式获取优质土地 62 宗，全口径拿地金额合计约 1,030.25 亿元，其中一二线拿地金额占比达 92%，重点在上海、厦门、北京、杭州等地获取多个优质项目。公司在一、二线城市的土地储备（未售口径）预估权益货值占比约 70%，良好的土储结构为公司房地产业务的安全发展提供了坚实保障。与此同时，公司房地产业务拥有全业态开发经验，涉及住宅、写字楼、品牌酒店、会议场馆、大型购物商场以及各种类型的公共建筑，同时涵盖城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、工程与设计服务、关联产业投资等业务。公司地产业务坚持区域深耕战略，主要布局了福建、浙江、江苏等省份，以及上海、北京、武汉、长沙、成都、重庆等高能级城市。

图表 82.建发股份房地产全业态服务体系



资料来源: iFinD, 公司官网, 中银证券

#### (四) 盈利预测与估值

①**供应链运营业务**: 公司 2021/2022/2023H1 供应链运营收入增速分别为 74%/14%/3%，考虑到公司该业务收入在 2021 年增长过快，2022 年及之后行业景气程度下滑，公司业务结构转型后收入不受大宗商品价格波动影响，但冶金、农林方面业务量由于行业景气下滑而减少，新能源、消费品等小基数业务仍有望增长。基于此，我们假设 2023-2025 年收入增速为 4%/8%/10%。2023 年上半年供应链运营业务毛利率基本与 2022 年持平，我们预计后续毛利率基本维持稳定或略有增长，基于此假设 2023-2025 年供应链运营业务毛利率为 1.6%/1.6%/1.65%。

②**房地产开发业务**: 公司 2021/2022/2023H1 房地产开发收入增速分别为 17%/42%/26%，考虑到上半年公司获取优质土地 52 宗，一二线城市拿地金额占比超 87%，在上海、厦门、杭州等地获取多个优质项目，我们预计 2023-2025 年房地产开发业务收入增速为 20%/10%/10%。房地产开发业务 2021/2022/2023H1 毛利率为 16.76%/14.64%/15.01%，考虑到宏观政策调控以及土地成本上升，我们假设 2023/2024/2025 年该业务毛利率为 13%/13.5%/13.5%。

图表 83. 分拆业务盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	4329.49	7078.44	8328.12	8879.63	9622.76	10585.04
YOY(%)	28.38	63.49	17.65	6.62	8.37	10.00
毛利率(%)	5.44	3.57	3.80	3.65	3.83	3.87
供应链运营(亿元)	3505.34	6115.39	6963.19	7241.72	7821.06	8603.16
YOY(%)	22.12	74.46	13.86	4.00	8.00	10.00
毛利率(%)	1.80	1.49	1.68	1.60	1.60	1.65
房地产开发(亿元)	824.15	963.05	1364.93	1637.92	1801.71	1981.88
YOY(%)	79.50	16.85	41.73	20.00	10.00	10.00
毛利率(%)	20.89	16.76	14.64	13.00	13.50	13.50

资料来源: 公司公告, 中银证券

根据以上盈利预测结果，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入为 8879.63/9622.76/10585.04 亿元，同比增长 6.6%/8.4%/10.0%。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 55.28/69.49/82.89 亿元，同比变动-12.0%/25.7%/19.3%，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 1.84/2.31/2.76 元/股，对应 5.3/4.2/3.5 倍 PE。

图表84. 盈利预测结果

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (人民币 百万)	707,844	832,812	887,963	962,276	1,058,504
增长率 (%)	63.5	17.7	6.6	8.4	10.0
EBITDA (人民币 百万)	14,415	13,260	12,899	15,937	18,472
归母净利润 (人民币 百万)	6,098	6,282	5,528	6,949	8,289
增长率 (%)	35.4	3.0	(12.0)	25.7	19.3
最新股本摊薄每股收益 (人民币)	2.03	2.09	1.84	2.31	2.76
市盈率(倍)	4.8	4.6	5.3	4.2	3.5
市净率 (倍)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (倍)	9.3	10.2	8.2	5.9	4.0
每股股息 (人民币)	0.6	0.8	0.7	0.9	1.1
股息率 (%)	6.6	5.9	7.2	9.1	10.9

资料来源：公司公告，中银证券

股票价格截至 2023 年 10 月 25 日

可比公司估值对比方面，我们选取大宗商品供应链行业的公司，包括厦门象屿、厦门国贸、浙商中拓和物产中大进行对比分析，得到其 2023-2025 年平均 P/E 为 5.3 倍、4.3 倍、3.8 倍。对比建发股份 2023-2025 年 P/E 分别为 5.3 倍、4.2 倍、3.5 倍，公司估值处于相对合理区间。首次覆盖给予买入评级。

图表85. 可比公司相对估值

代码	简称	PE				ROE (%)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600755.SH	厦门国贸	4.2	4.7	3.9	3.4	11.9	9.9	11.2	12.0
600057.SH	厦门象屿	5.4	6.4	4.7	4.2	15.4	12.4	15.5	16.2
000906.SZ	浙商中拓	5.3	5.1	4.4	3.8	19.0	17.1	17.2	17.1
600704.SH	物产中大	6.4	5.2	4.4	3.9	11.6	12.5	13.0	13.2
	平均数	5.3	5.3	4.3	3.8	14.5	13.0	14.2	14.6
600153.SH	建发股份	4.6	5.3	4.2	3.5	10.7	8.9	10.5	11.6

资料来源：iFinD，中银证券

注：可比公司数据中物产中大来自 iFinD 一致预测，截止时间 2023 年 10 月 25 日

## (五) 风险提示

**经济增长不及预期导致需求端偏离预期：**大宗供应链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，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，会加大公司的经营压力和决策难度。

**市场竞争可能出现加剧：**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。

**地缘政治冲突可能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。

**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。

### 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	707,844	832,812	887,963	962,276	1,058,504
营业收入	707,844	832,812	887,963	962,276	1,058,504
营业成本	682,585	801,147	855,084	925,440	1,017,553
营业税金及附加	900	1,848	985	1,068	1,174
销售费用	8,161	9,851	13,487	14,616	16,077
管理费用	664	1,039	996	1,079	1,187
研发费用	74	191	105	114	126
财务费用	1,616	1,269	1,075	890	649
其他收益	472	887	785	785	785
资产减值损失	(1,423)	(5,185)	(5,000)	(4,800)	(4,600)
信用减值损失	(210)	(1,040)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
资产处置收益	20	141	44	60	80
公允价值变动收益	(148)	(70)	60	60	60
投资收益	3,085	3,497	2,114	2,466	2,790
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	15,642	15,698	13,235	16,640	19,852
营业外收入	247	583	20	20	20
营业外支出	87	107	1	1	1
利润总额	15,802	16,174	13,254	16,659	19,871
所得税	4,839	4,907	4,040	5,078	6,057
净利润	10,963	11,267	9,214	11,581	13,814
少数股东损益	4,865	4,985	3,685	4,633	5,526
归母净利润	6,098	6,282	5,528	6,949	8,289
EBITDA	14,415	13,260	12,899	15,937	18,472
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.03	2.09	1.84	2.31	2.76

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	550,683	599,231	651,403	697,371	756,364
货币资金	90,268	96,524	102,916	111,529	122,682
应收账款	8,226	13,210	9,483	11,901	14,038
应收票据	79	124	468	173	532
存货	346,825	361,501	403,324	424,431	457,449
预付账款	32,678	36,541	39,466	42,795	47,654
合同资产	831	710	1,190	867	1,395
其他流动资产	71,776	90,621	94,556	105,675	112,614
<b>非流动资产</b>	51,776	65,523	65,835	65,277	64,171
长期投资	17,728	27,078	27,228	27,308	27,388
固定资产	2,813	3,601	5,471	6,039	6,181
无形资产	869	1,041	983	932	879
其他长期资产	30,365	33,803	32,154	30,998	29,724
<b>资产合计</b>	602,459	664,754	717,238	762,648	820,535
<b>流动负债</b>	356,236	391,999	445,011	485,090	538,295
短期借款	8,999	9,074	15,326	16,872	21,695
应付账款	41,765	41,062	47,342	52,914	60,147
其他流动负债	305,472	341,864	382,343	415,303	456,453
<b>非流动负债</b>	109,305	107,411	99,786	96,195	90,235
长期借款	61,103	56,424	48,578	44,316	38,692
其他长期负债	48,202	50,987	51,208	51,879	51,544
<b>负债合计</b>	465,541	499,411	544,797	581,285	628,531
股本	2,863	3,005	3,004	3,004	3,004
少数股东权益	86,074	106,864	110,550	115,182	120,708
归属母公司股东权益	50,844	58,480	61,891	66,180	71,297
<b>负债和股东权益合计</b>	602,459	664,754	717,238	762,648	820,535

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	10,963	11,267	9,214	11,581	13,814
折旧摊销	586	748	1,593	1,777	1,686
营运资金变动	(31,193)	(7,063)	248	772	745
其他	20,053	10,538	1,498	(3,017)	(1,621)
<b>经营活动现金流</b>	409	15,489	12,553	11,114	14,624
资本支出	(741)	(1,803)	(2,606)	(713)	(713)
投资变动	(8,605)	(12,094)	2,090	(10)	(10)
其他	(131)	5,291	2,201	2,484	2,876
<b>投资活动现金流</b>	(9,477)	(8,607)	1,685	1,761	2,153
银行借款	24,887	(4,604)	(1,594)	(2,716)	(802)
股权融资	17,233	(5,510)	(2,117)	(2,659)	(3,172)
其他	1,149	7,012	(4,135)	1,113	(1,650)
<b>筹资活动现金流</b>	43,269	(3,102)	(7,846)	(4,262)	(5,624)
<b>净现金流</b>	34,201	3,781	6,392	8,613	11,153

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	63.5	17.7	6.6	8.4	10.0
营业利润增长率(%)	29.4	0.4	(15.7)	25.7	19.3
归属于母公司净利润增长率(%)	35.4	3.0	(12.0)	25.7	19.3
息税前利润增长率(%)	16.4	(9.5)	(9.6)	25.2	18.5
息税折旧前利润增长率(%)	17.9	(8.0)	(2.7)	23.5	15.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	35.4	3.0	(12.0)	25.7	19.3
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	2.0	1.5	1.3	1.5	1.6
营业利润率(%)	2.2	1.9	1.5	1.7	1.9
毛利率(%)	3.6	3.8	3.7	3.8	3.9
归母净利润率(%)	0.9	0.8	0.6	0.7	0.8
ROE(%)	12.0	10.7	8.9	10.5	11.6
ROIC(%)	3.9	3.4	3.1	4.0	4.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净负债权益比	0.2	0.1	0.1	0.0	(0.1)
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	110.7	77.7	78.3	90.0	81.6
应付账款周转率	20.3	20.1	20.1	19.2	18.7
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	1.2	1.2	1.5	1.5	1.5
管理费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.0	2.1	1.8	2.3	2.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	5.2	4.2	3.7	4.9
每股净资产(最新摊薄)	16.9	19.5	20.6	22.0	23.7
每股股息	0.6	0.8	0.7	0.9	1.1
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	4.8	4.6	5.3	4.2	3.5
P/B(最新摊薄)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.3	10.2	8.2	5.9	4.0
价格/现金流(倍)	71.4	1.9	2.3	2.6	2.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**600755.SH**
**增持**

市场价格:人民币 6.82

板块评级:强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.9)	(11.9)	(10.0)	4.8
相对上证综指	(1.4)	(7.3)	(2.1)	4.8

发行股数 (百万)	2,204.23
流通股 (百万)	2,034.36
总市值 (人民币 百万)	15,032.83
3个月日均交易额 (人民币 百万)	163.05
主要股东	
厦门国贸控股集团有限公司	34.34

 资料来源: 公司公告, iFinD, 中银证券  
 以2023年10月25日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

**交通运输: 物流**
**证券分析师: 王靖添**

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

## 厦门国贸

### 锐意改革的优质国资供应链标的

公司近年来开始战略转型, 逐步退出房地产行业, 聚焦于供应链管理服务业务, 未来大宗供应链业务市场占有率有望提升, 公司积极推动“医疗+养老”大健康布局, 未来有望为公司提供业绩增量。首次覆盖给予**增持**评级。

#### 支撑评级的要点

- **厦门市属国有企业, 底蕴实力雄厚。**公司控股股东厦门国贸控股集团有限公司为厦门市属国有企业集团, 自2017年起连续六年荣登《财富》世界500强, 业务布局供应链、先进制造、城市建设运营、消费与健康、金融服务五大赛道, 综合实力雄厚。2022年实现营业收入5219亿元, 同比增长12.3%, 归母净利润35.89亿元, 同比增长4.41%。
- **供应链管理业务: 夯实主营业务, 链通产业布局。**供应链管理业务实现营业收入5,057.73亿元, 同比增长10.82%; 实现进出口总额174.81亿美元; “一带一路”沿线贸易规模超900亿元, 同比增长超17%。公司合理运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格和汇率波动风险, 2022年供应链管理业务结合期货损益后的综合毛利率提升至1.49%, 同比增加0.24个百分点。
- **战略转型: 退出房地产, 着眼健康医疗。**2021年, 公司公司将国贸地产100%股权和国贸发展51%股权转让给国贸控股, 逐步退出房地产行业, 将资源集中于供应链管理业务的转型升级, 并且在2021-2025年发展战略规划纲要明确提出投资推动大健康等新兴业务发展的命题。未来拟围绕医疗+养老构建大健康生态, 延伸发展空间。

#### 估值

- 公司在剥离房地产类的资金密集型项目后, 现金流会更加灵活, 在供应链业务方向的示范效应会有较为乐观的预期, 市场份额提升空间有望更进一步。预计2023-2025年收入分别为5862.5、6737.2、7741.3亿元, 归母净利分别为31.8、38.7、44.5亿元; EPS分别为1.44、1.76、2.02元。首次覆盖给予**增持**评级。

#### 评级面临的主要风险

- 经济复苏不及预期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。

#### 投资摘要

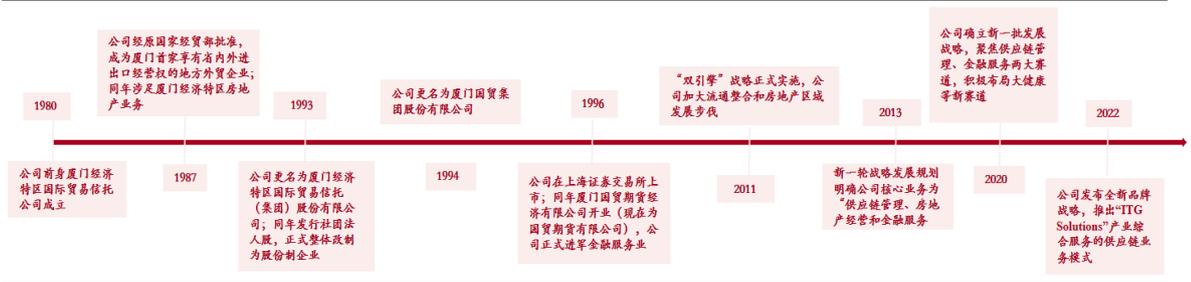
年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	464,756	521,918	586,247	673,716	774,132
增长率(%)	32.4	12.3	12.3	14.9	14.9
EBITDA(人民币 百万)	4,872	5,314	5,050	6,201	7,485
归母净利润(人民币 百万)	3,412	3,589	3,179	3,869	4,447
增长率(%)	30.6	5.2	(11.4)	21.7	14.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.55	1.63	1.44	1.76	2.02
市盈率(倍)	4.4	4.2	4.7	3.9	3.4
市净率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(倍)	0.7	0.6	0.4	0.0	0.0
每股股息 (人民币)	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8
股息率(%)	6.9	9.1	8.4	10.3	11.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## （一） 海滨城市起家，“双核”布局全国

公司在世界经济复苏乏力，地缘政治冲突和动荡频发的 2022 年逆势改革，聚焦主营业务——供应链管理，打造新型增长曲线——“大健康”生态，推动业务迅速转型升级。2022 年，公司实现营业收入 5,219.18 亿元，同比增长 12.30%；属于上市公司股东的净利润 35.89 亿元，同比增长 4.41%；净资产收益率 15.35%。公司经营业绩再创历史新高。公司已完品牌战略焕新，坚持“产业伙伴”的定位，以“成为值得信赖的全球化产业伙伴”为愿景，秉持“链通产业，共创价值”的使命，以“ITG Solutions”产业综合服务，为上下游产业伙伴创造广泛的链接机会，共创产业未来。

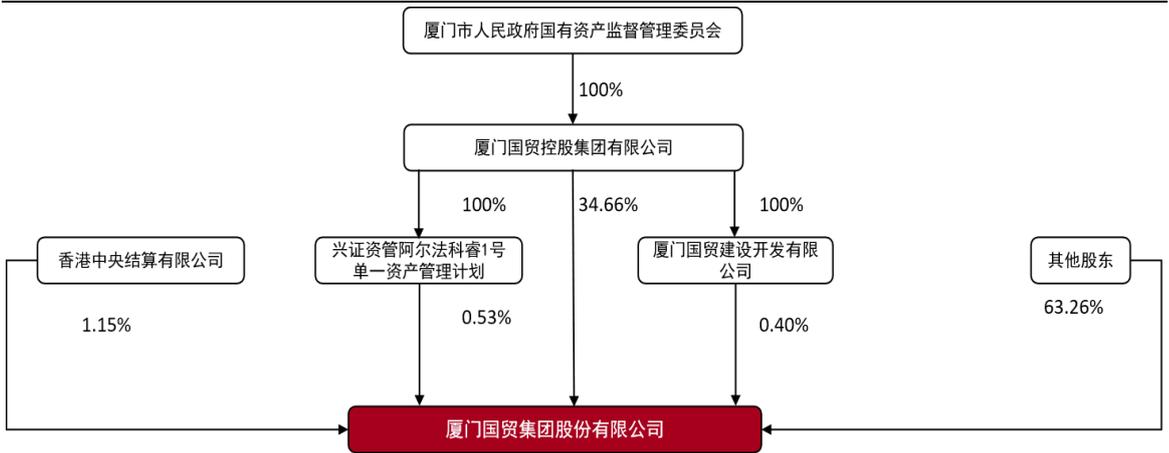
图表 86. 厦门国贸历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

国资背景助力公司源远流长。厦门国贸前身为厦门经济特区国际贸易信托公司；1987 年经原国家经贸部批准，成为厦门首家享有省内外进出口经营权的地方外贸企业，同年涉足厦门经济特区房地产业务；1994 年公司正式更名为厦门国贸集团股份有限公司并于 1996 年在上交所上市，同年正式进军金融服务业；2013 年确定核心业务为“供应链管理、房地产经营和金融服务”；最新五年发展战略规划纲要（2021-2025 年）提出，以供应链管理与金融服务业务双轮驱动，积极布局大健康等新业务赛道，持续创造新价值；2022 年公司发布全新品牌战略，推出“ITG Solution”产业综合服务的供应链业务模式，持续专攻供应链管理方面。

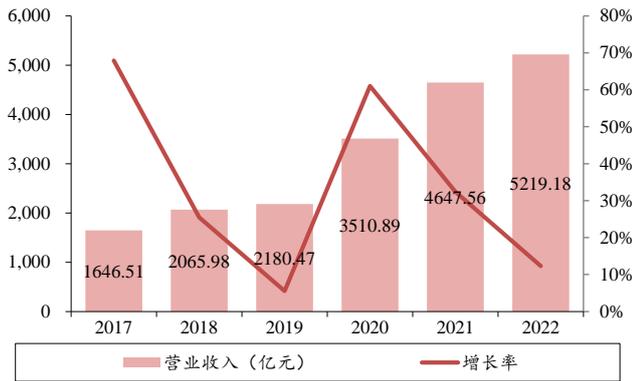
图表 87. 厦门国贸股权架构示意图（截至 2022 年底）



资料来源：公司公告，中银证券

目前公司业绩的主要来源为供应链管理业务。公司在 2014 年将业务进行整合，将主营业务划分为供应链管理、房地产经营和金融服务三个方向。在 2020 年，公司发布新一轮五年发展战略规划纲要（2021-2025 年）将公司定位为一个供应链管理转型提升，强化协同金融服务，积极拓展健康科技新赛道的企业，逐步退出房地产业务。2022 年，公司营业收入为 5219.18 亿元，其中供应链管理业务收入为 5057.73 亿元，占营业总收入的 96.91%。

图表 88. 厦门国贸营业收入及增速



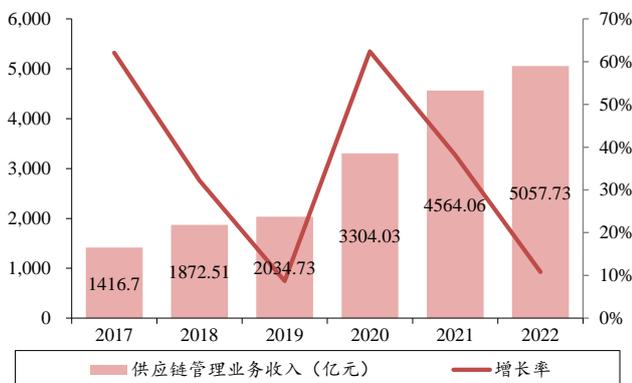
资料来源：公司公告，中银证券

图表 89. 厦门国贸各营业板块毛利率



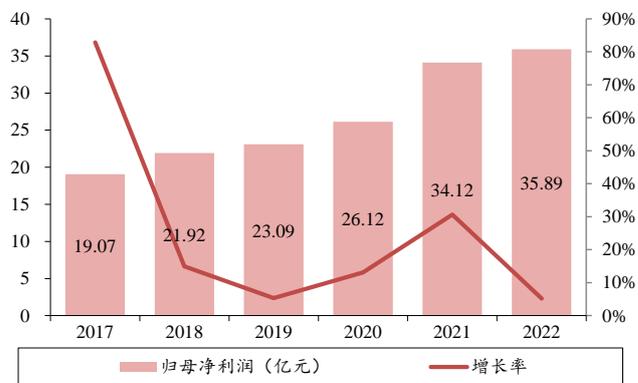
资料来源：公司公告，中银证券

图表 90. 厦门国贸供应链管理业务收入及增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 91. 厦门国贸归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中银证券

## (二) 供应链管理业务：夯实核心品类优势，开辟新型增长点

公司加强上下游渠道建设，夯实核心品类竞争优势，持续提升市场份额。2022 年，铁矿经营货量同比增长超 20%、钢材经营货量同比增长超 8%；粮食谷物超 50%。铜矿、油品、饲料等品类经营货量增长超 100%，新兴品类煤焦、硅锰、废钢、LPG 等已初具规模。

同时公司持续拓展在新能源、消费品等新兴业务领域布局。在新能源领域，公司与头部新能源客户加强合作，探索业务模式升级。2022 年，公司新开拓氢氧化钴、碳酸锂、MHP（氢氧化镍钴）、硫酸镍、硫酸钴、光伏板等新能源材料的供应链管理业务。公司积极探索消费品领域，成立合资公司布局水产、茶酒消费品等新品类。

图表 92. 建发股份 2022 年供应链收入构成

品类	营业收入		经营货量		期现毛利率(%)	
	金额 (亿元)	同比增幅(pct)	货量 (万吨)	同比增幅(%)	期现毛利率	同比增幅 (pct)
金属及金属矿产	2,680.28	(5.75)	12,171.34	18.90	1.08	增加 0.37
能源化工	1,301.05	40.08	5,228.70	3.70	1.41	减少 0.42
农林牧渔	1,029.47	47.15	2,489.88	39.80	2.17	减少 0.06

资料来源：公司公告，中银证券

公司不断优化自身的供应链模式，增强可复制性，提质增效。公司继续推进供应链一体化项目的复制和优化升级，协助产业客户实现降本增效，与产业客户共享盈利。2022 年，公司围绕湖南万泰钢铁有限公司旗下多家高碳铬铁厂开展多个供应链一体化项目，新增内蒙古沪蒙（钢铁）、广东港源（钢铁）、莆田华源（纺织品）、漳州中怡（化工品）等供应链一体化项目。2022 年共计新增供应链一体化项目 16 个，在手供应链一体化项目实现营业收入 499.58 亿元，同比增长超过 70%。

图表 93. ITG Solutions“一体化工厂”服务案例（纺织板块）

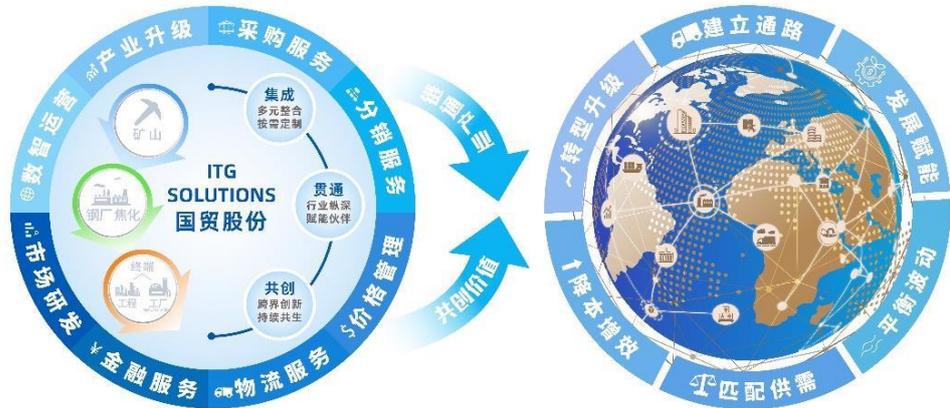
## ITG SOLUTIONS “一体化工厂” 服务案例（以纺织板块为例）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 94. ITG Solutions“一体化工厂”服务案例（冶金板块）

## ITG SOLUTIONS 厦门国贸供应链综合服务（以冶金板块为例）



资料来源：公司公告，中银证券

公司和大宗商品龙头深化合作，在关键产业布局深耕。2022 年公司新增合资公司 23 家，与产业伙伴累计投资金额超 26 亿元，持续增强产业服务能力。公司与山西晋城钢铁控股集团有限公司、河南金马能源股份有限公司等产业客户设立合资公司，延伸黑色金属产业布局；与黑龙江省农投供应链管理有限公司、黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司、黑龙江万里利达集团有限公司等产业客户成立合资公司，拓展玉米、化肥等农资农业产业领域；与旭阳集团有限公司签订战略合作协议，延伸煤焦和化工领域合作。此外，公司参与上海期货交易所发起的全国性大宗商品仓单注册登记中心合资公司组建，是股东中唯一一家可提供产业综合服务的供应链管理公司，公司将与各合作方协同推进建设标准化、可视化的仓单登记平台。此外，公司自有 30 万吨级超大型油轮（VLCC）浮仓 ITG Amoy 轮于 2022 年 2 月投入马六甲海峡正式运营，开展船用燃料油的仓储、调和及贸易，并成为新加坡普氏市场燃料油报价浮式储油轮之一，也是其中唯一由中国公司主导运营的浮仓。

**国内国际双轮驱动，内网外环同步发展。**公司积极服务和融入全国统一大市场，拓展中西部业务，新设西安等区域公司，携手湖北省属、武汉市属企业设立湖北国控供应链集团有限公司，初步形成了以上海、成都、广州、北京、武汉等重点城市为核心的“东西南北中”区域布局，构建国内业务与要素和资源市场的循环通道。同时，公司加快布局海外市场，拓展海外资源。在俄罗斯、菲律宾、越南、泰国、迪拜等国家和地区设立海外分支机构，拓展钢铁、煤炭、浆纸、棉纺、农林等品种的境外业务；在新加坡设立航运公司布局国际航运、油气和铁矿业务；在印尼成立金属合资公司，布局钢铁业务；与印尼万向镍业有限公司成立合资公司拓展印尼本地的镍矿、煤炭市场，助力构建国内国际双循环发展格局。2022年，公司境外营业收入为672.57亿，同比增长12.59%。

图表 95. 厦门国贸国际化布局



资料来源：公司公告，中银证券

**“国贸云链”加速数字化产能释放，实现提质增效。**公司十分重视经营过程中的风险并推进数字化风控平台、供应链金融数字业务平台、物流业务中台、大宗贸易集成系统等数字化项目建设来促进供应链运营提质增效，实现全面全程风控。截至2022年末，公司自主研发的数字化产品累计取得软件著作权21份，“国贸云链”覆盖客户近4,000家，累计订单近5万笔，成交金额超200亿元。“国贸云链·天眼”已在全国71个仓库部署103套智能虚拟围栏及货物智能盘点设备，在近50个仓库以物联网电子锁替代传统挂锁、封签，提高仓储管理安全保障，节约驻库人工成本超千万元。其凭借其区块链技术在供应链行业场景的应用，被商务部遴选为“2022年度商业科技创新应用优秀案例”，获得“2022「鼎革奖」数字化转型先锋榜年度供应链转型典范奖”；“国贸云链·天眼”智慧仓储监控平台荣获中物联2022年“全国物流与供应链信息化优秀案例”。

图表 96. 厦门国贸智慧仓储监管物联网平台



资料来源：公司公告，中银证券

### (三) 盈利预测与估值

①**供应链管理业务**：公司 2021/2022/2023H1 供应链管理业务收入增速分别为 38%/11%/3%，考虑到 2023 年大宗商品价格波动较为剧烈、大宗商品需求增长不及预期，公司调整业务结构退出房地产行业强化资源利用率以及实体产业客户占比，基于此，我们假设 2023-2025 年收入增速为 15%/15%/15%，毛利率为 1.5%/1.5%/1.5%。

②**房地产经营业务**：公司 2022 年开始退出房地产经营，预计 2023 年完全退出该业务，预计后续营业收入接近 0。

③**金融服务业务**：公司转让旗下类金融业务公司的部分股权给国贸资本，预计公司将缓慢淡出该业务，因此预计 2023-2025 年收入增速为 -5%/5%/5%，毛利率为 10%/10%/10%。

图表 97. 分拆业务盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	3510.89	4647.56	5219.18	5862.47	6737.16	7741.32
YOY(%)	61.02	32.38	12.30	12.33	14.92	14.90
毛利率(%)	1.92	1.72	1.82	1.58	1.57	1.55
供应链管理(亿元)	3304.03	4564.06	5057.73	5816.39	6688.85	7692.18
YOY(%)	62.38	38.14	10.82	15.00	15.00	15.00
毛利率(%)	0.83	1.44	1.27	1.50	1.50	1.50
房地产经营(亿元)	137.42	39.47	114.52	1.50	1.50	0.00
YOY(%)	79.89	(71.28)	190.14	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	24.90	16.92	22.71	58.00	0.00	0.00
金融服务(亿元)	69.43	44.02	46.93	44.58	46.81	49.15
YOY(%)	0.12	(36.60)	6.61	(5.00)	5.00	5.00
毛利率(%)	8.28	16.90	9.48	10.00	10.00	10.00

资料来源：公司公告，中银证券

根据以上盈利预测结果，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入为 5862.47/6737.16/7741.32 亿元，同比增 12.3%/14.9%/14.9%。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 31.79/38.69/44.47 亿元，同比变动 -11.4%/21.7%/14.9%，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 1.44/1.76/2.02 元/股，对应 4.7/3.9/3.4 倍 PE。

图表98. 盈利预测结果

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (人民币 百万)	464,756	521,918	586,247	673,716	774,132
增长率 (%)	32.4	12.3	12.3	14.9	14.9
EBITDA (人民币 百万)	4,872	5,314	5,050	6,201	7,485
归母净利润 (人民币 百万)	3,412	3,589	3,179	3,869	4,447
增长率 (%)	30.6	5.2	(11.4)	21.7	14.9
最新股本摊薄每股收益 (人民币)	1.55	1.63	1.44	1.76	2.02
市盈率(倍)	4.4	4.2	4.7	3.9	3.4
市净率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (倍)	0.7	0.6	0.4	0.0	0.0
每股股息(人民币)	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8
股息率 (%)	6.9	9.1	8.4	10.3	11.8

资料来源：公司公告，中银证券  
股票价格截至2023年10月25日

可比公司估值对比方面，我们选取大宗商品供应链行业的公司，包括厦门象屿、建发股份、浙商中拓和物产中大进行对比分析，得到其2023-2025年平均P/E为5.5倍、4.4倍、3.8倍。对比厦门国贸2023-2025年P/E分别为4.7倍、3.9倍、3.4倍，公司估值处于相对合理区间。首次覆盖给予**增持**评级。

图表99. 可比公司相对估值

代码	简称	PE				ROE (%)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600153.SH	建发股份	4.6	5.3	4.2	3.5	10.7	8.9	10.5	11.6
600057.SH	厦门象屿	5.4	6.4	4.7	4.2	15.4	12.4	15.5	16.2
000906.SZ	浙商中拓	5.3	5.1	4.4	3.8	19.0	17.1	17.2	17.1
600704.SH	物产中大	6.4	5.2	4.4	3.9	11.6	12.5	13.0	13.2
	平均数	5.4	5.5	4.4	3.8	14.2	12.7	14.0	14.5
600755.SH	厦门国贸	4.2	4.7	3.9	3.4	11.9	9.9	11.2	12.0

资料来源：iFinD，中银证券

注：可比公司数据中物产中大来自iFinD一致预测，截止时间2023年10月25日

#### (四) 风险提示

**经济增长不及预期导致需求端偏离预期：**大宗供应链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，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，会加大公司的经营压力和决策难度。

**市场竞争可能出现加剧：**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。

**地缘政治冲突可能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。

**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。

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	464,756	521,918	586,247	673,716	774,132
营业收入	464,756	521,918	586,247	673,716	774,132
营业成本	456,748	512,432	576,989	663,126	762,102
营业税金及附加	305	436	437	502	577
销售费用	2,185	2,282	2,638	3,032	3,384
管理费用	304	376	410	472	542
研发费用	0	5	2	2	2
财务费用	1,274	1,084	1,363	1,260	1,476
其他收益	286	440	363	363	363
资产减值损失	(390)	(1,168)	(1,000)	(800)	(600)
信用减值损失	(275)	(288)	(282)	(282)	(282)
资产处置收益	165	32	49	61	77
公允价值变动收益	252	(509)	60	60	60
投资收益	1,053	1,781	1,500	1,500	1,500
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,030	5,591	5,099	6,224	7,167
营业外收入	95	203	134	134	134
营业外支出	24	115	48	48	48
利润总额	5,101	5,679	5,186	6,311	7,254
所得税	1,337	1,164	1,211	1,474	1,694
净利润	3,764	4,515	3,974	4,837	5,559
少数股东损益	352	926	795	967	1,112
归母净利润	3,412	3,589	3,179	3,869	4,447
EBITDA	4,872	5,314	5,050	6,201	7,485
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.55	1.63	1.44	1.76	2.02

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	80,495	93,586	106,404	116,805	136,985
货币资金	10,782	17,852	20,052	23,044	26,479
应收账款	5,554	9,139	7,365	11,602	10,193
应收票据	85	320	135	388	213
存货	31,352	29,266	41,255	39,794	53,352
预付账款	15,507	21,641	24,838	28,580	32,811
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	17,215	15,368	12,758	13,398	13,938
<b>非流动资产</b>	17,251	19,310	19,872	20,281	20,523
长期投资	9,013	9,497	9,647	9,727	9,807
固定资产	2,842	4,473	5,023	5,424	5,710
无形资产	138	303	287	280	272
其他长期资产	5,258	5,038	4,915	4,850	4,735
<b>资产合计</b>	97,746	112,897	126,276	137,086	157,509
<b>流动负债</b>	59,218	72,984	82,461	90,195	106,722
短期借款	4,079	14,811	10,211	12,775	15,236
应付账款	4,819	7,687	8,340	10,080	11,089
其他流动负债	50,319	50,485	63,909	67,340	80,396
<b>非流动负债</b>	2,984	1,847	3,039	2,820	2,930
长期借款	1,513	1,199	2,000	2,000	2,000
其他长期负债	1,471	647	1,039	820	930
<b>负债合计</b>	62,201	74,830	85,500	93,015	109,652
股本	2,118	2,201	2,204	2,204	2,204
少数股东权益	6,453	7,848	8,643	9,610	10,722
归属母公司股东权益	29,091	30,218	32,133	34,460	37,135
<b>负债和股东权益合计</b>	97,746	112,897	126,276	137,086	157,509

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,764	4,515	3,974	4,837	5,559
折旧摊销	322	383	560	701	842
营运资金变动	15,145	(3,091)	467	(1,972)	(2,813)
其他	(11,353)	(1,455)	(904)	(32)	(325)
<b>经营活动现金流</b>	7,878	352	4,097	3,534	3,263
资本支出	(516)	(1,241)	(1,006)	(1,013)	(1,013)
投资变动	1,839	(237)	3,417	(10)	(10)
其他	(1,875)	430	1,529	1,552	1,567
<b>投资活动现金流</b>	(552)	(1,048)	3,940	529	544
银行借款	(16,209)	10,418	(3,799)	2,564	2,462
股权融资	7,791	468	(1,264)	(1,542)	(1,773)
其他	(1,582)	(3,886)	(774)	(2,092)	(1,060)
<b>筹资活动现金流</b>	(10,000)	7,001	(5,837)	(1,071)	(372)
<b>净现金流</b>	(2,674)	6,305	2,200	2,992	3,435

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	32.4	12.3	12.3	14.9	14.9
营业利润增长率(%)	34.9	11.2	(8.8)	22.1	15.2
归属于母公司净利润增长率(%)	30.6	5.2	(11.4)	21.7	14.9
息税前利润增长率(%)	27.4	8.4	(9.0)	22.5	20.8
息税折旧前利润增长率(%)	27.7	9.1	(5.0)	22.8	20.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	30.6	5.2	(11.4)	21.7	14.9
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9
营业利润率(%)	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9
毛利率(%)	1.7	1.8	1.6	1.6	1.6
归母净利润率(%)	0.7	0.7	0.5	0.6	0.6
ROE(%)	11.7	11.9	9.9	11.2	12.0
ROIC(%)	14.3	15.5	12.4	14.5	15.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	4.4	5.0	4.9	5.1	5.3
应收账款周转率	99.4	71.0	71.0	71.0	71.0
应付账款周转率	101.0	83.5	73.2	73.1	73.1
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
管理费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.5	1.6	1.4	1.8	2.0
每股经营现金流(最新摊薄)	3.6	0.2	1.9	1.6	1.5
每股净资产(最新摊薄)	13.2	13.7	14.6	15.6	16.8
每股股息	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	4.4	4.2	4.7	3.9	3.4
P/B(最新摊薄)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	0.7	0.6	0.4	0.0	0.0
价格/现金流(倍)	1.9	42.7	3.7	4.3	4.6

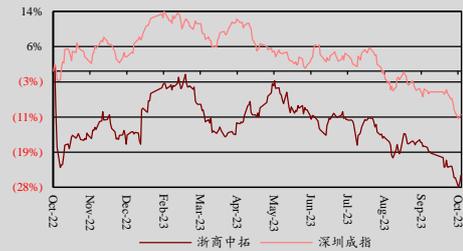
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**000906.SZ**

# 增持

市场价格:人民币 7.56

板块评级:强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16.8)	(8.3)	(11.4)	(28.9)
相对深圳成指	(2.5)	(2.4)	2.2	(18.5)

发行股数 (百万)	699.49
流通股 (百万)	692.04
总市值 (人民币 百万)	5,288.16
3个月日均交易额 (人民币 百万)	42.13
主要股东	
浙江省交通投资集团有限公司	45.28

资料来源:公司公告, iFinD, 中银证券  
以2023年10月25日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

## 浙商中拓

### 高速成长的供应链“小巨人”

公司作为供应链集成服务商,积极推动物流金融和虚拟工厂的创新模式转型,经营网络遍布全国主要区域,经营品类涵盖大宗商品、新能源、再生资源等产业链上几十个细分品种,公司光伏和储能两大业务布局有望成为未来增长点。首次覆盖给予**增持**评级。

#### 支撑评级的要点

- 以“让产业链更集约更高效”为使命。公司根据产业链上下游的产业形态,聚焦客户在采销、仓储、运输、加工、供应链金融、价格管理等方面的需求痛点,为其提供全方位、多层次、个性化集成服务,帮助客户降本增效,优化产业链整体资源配置。2022年实现营业收入1936亿元,同比增长8.6%,归母净利润10.03亿元,同比增长22.4%。
- 供应链集大成者:业务模式多样,布局行业广泛。截至2022年底,公司经营品类已涵盖大宗商品、新能源、再生资源等产业链上几十个细分品种,经营网络遍布长三角、珠三角、环渤海、中西部等全国主要区域,共设立62家全资/控股子公司,其中在中国香港、新加坡、印尼拥有4家国际化平台子公司,业务覆盖东盟、南美、非洲等67个国家和地区,其中“一带一路”国家27个,成长空间广阔。
- 风险管控体系全面且流程化。公司对业务全过程进行360度审视,事前严格执行客户资信准入及评级制度,把关合作客户质量;事中强化货权管控、加强单据管理,注重检查核实客户实际生产情况,并开展持续的动态跟踪;事后及时处置以及进行内部培训教育,将防范风险嵌入业务发展和管理全过程。同时,公司积极探索智能风控,通过嵌入物联网、区块链等新技术提升风控水平。
- 天网地网协同运作优势明显。公司同时发展数字天网和物流地网,天网促进供应链产业智能化、信息化,提高经营效率;地网有效解决物流供给稳定性弱的难题,降低运输成本,实现盈利多样化。

#### 估值

- 我们预计公司2023-2025年收入分别为2149.2、2418.0、2712.9亿元,归母净利润分别为10.4、12.1、13.9亿元;EPS分别为1.48、1.73、1.98元。首次覆盖给予**增持**评级。

#### 评级面临的主要风险

- 经济复苏不及预期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。

#### 投资摘要

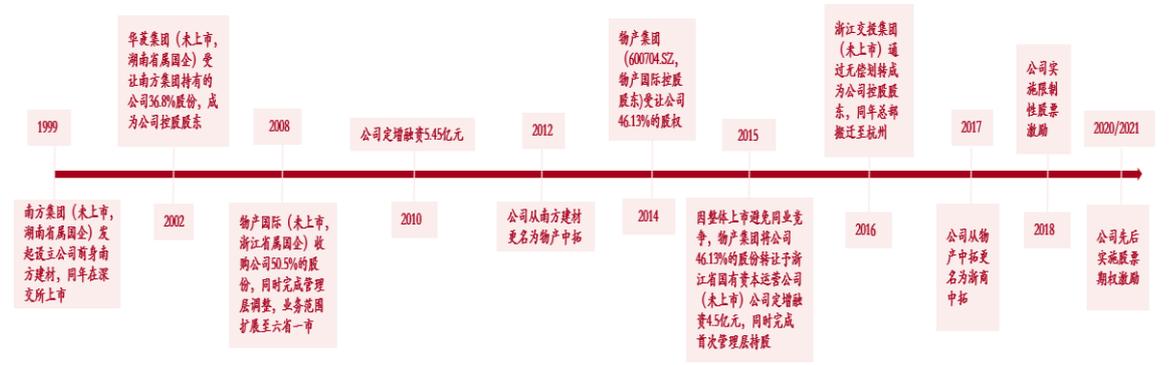
年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	178,270	193,605	214,916	241,799	271,292
增长率(%)	63.6	8.6	11.0	12.5	12.2
EBITDA(人民币 百万)	1,685	1,477	2,175	2,631	3,020
归母净利润(人民币 百万)	819	1,003	1,038	1,207	1,388
增长率(%)	47.6	22.4	3.5	16.3	15.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.17	1.43	1.48	1.73	1.98
市盈率(倍)	6.5	5.3	5.1	4.4	3.8
市净率(倍)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(倍)	2.5	5.1	3.7	5.2	2.4
每股股息(人民币)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
股息率(%)	3.7	5.5	4.8	5.2	5.5

资料来源:公司公告, 中银证券预测

## （一）高成长与高盈利并存的开拓者

浙商中拓成立于1999年4月。历经三次重大股权变动后，公司已经逐渐发展为国内领先的大宗商品供应链集成服务商，提供产销衔接、库存管理、物流配送、半成品加工、产业金融、套期保值等全链条集成化管理和一站式服务。

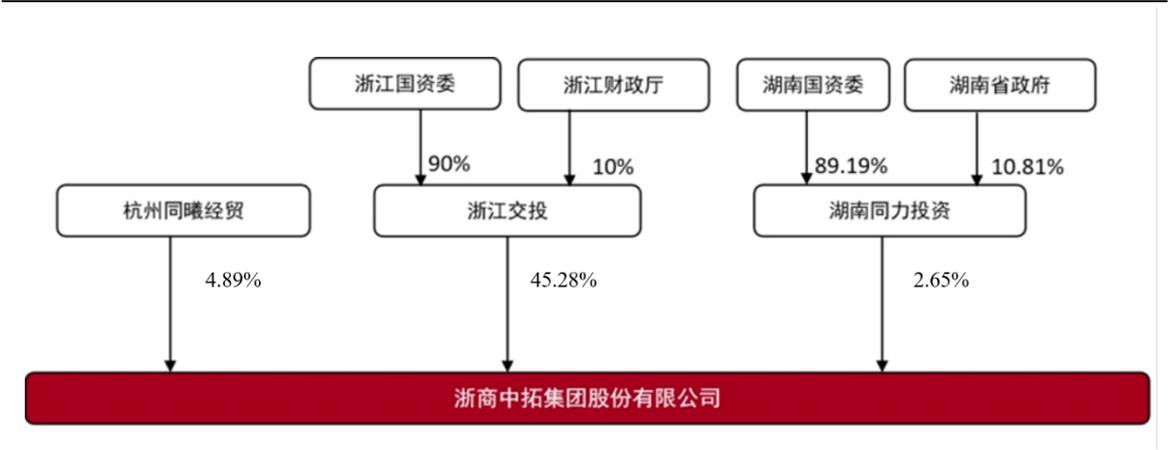
图表 100. 浙商中拓历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

**浙江省国资委为实际控制人，股权激励造就优秀团队：**公司的实际控制人为浙江省国资委，通过控股浙江省交通投资集团有限公司的方式，控制40.8%的股份。此外，湖南国资委合计持有公司2.4%的股份。地方国资背景为公司提供了强大的信用背书，使得公司拥有更强的融资能力、更低的融资成本和更多客户信任，支撑业务快速发展。公司在浙江省属国有上市公司中率先实施管理团队参与定向增发、限制性股票激励计划和股票期权激励计划，持续推动子公司实施管理团队持股，不断完善管理团队中长期激励约束机制，形成了长期稳定的优秀核心团队。2015年至今，公司共进行5轮股权激励，累计奖励相关业务人员股份超过12%。

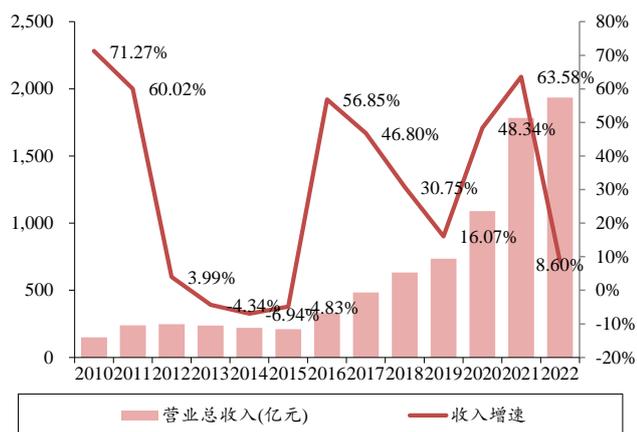
图表 101. 浙商中拓股权架构示意图（截至2023H1）



资料来源：公司公告，中银证券

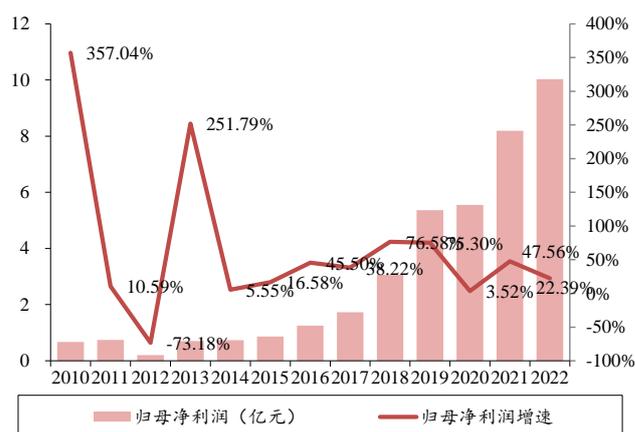
**营收持续增长，业务结构不断细分优化：**公司业绩持续高速增长，2016-2022年公司营业收入、归母净利润年均复合增速分别为34.3%、41.4%。2022年，公司实现营收1936.05亿元，同比+8.60%，归母净利润10.03亿元，同比+22.39%。2022年主营业务分产品来看，黑色供应链、有色供应链、再生资源供应链、能源化工供应链、新能源供应链收入分别为1525.71、29.82、104.97、105.14、140.06亿元，占比78.81%、1.54%、5.42%、5.43%、7.23%，同比+9.34%、-31.15%、-48.08%、79.99%、+171.67%。

图表 102.浙商中拓营业收入及同比增速



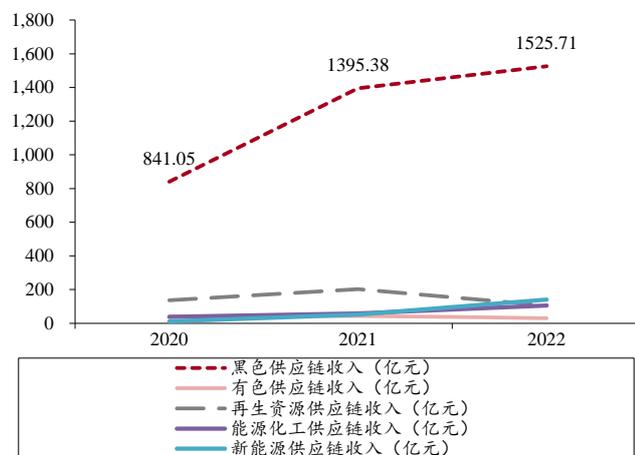
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 103.浙商中拓归母净利润及同比增速



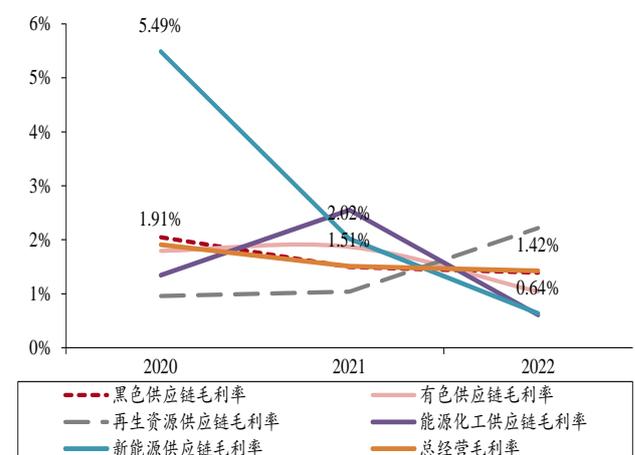
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 104.浙商中拓各个业务板块收入



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 105.浙商中拓各板块毛利率



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 106.浙商中拓盈利模式



资料来源: 公司公告, 中银证券

## (二) 全面的业务模式使产业链更集约、高效

**配供配送模式。**公司依托自身资源渠道优势，发挥采销衔接、仓储、运输、加工等服务能力，为客户提供“门到门”的一站式集成服务，该模式分为工程配供配送和工业配供配送两种类型。

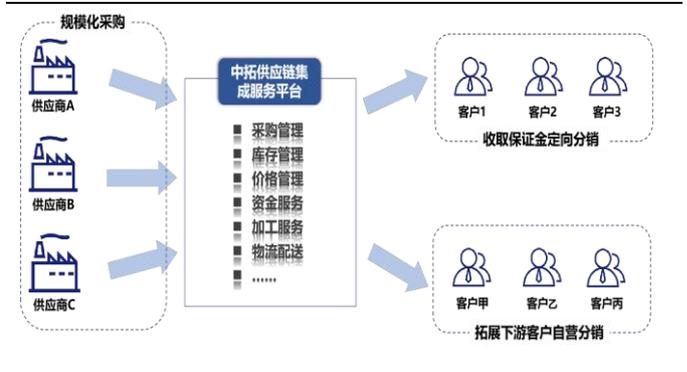
**库供分销模式。**充分利用上游资源和资金实力自行购置批量库存后向下游分销，助力客户降低供应链成本，包括两种：一是收集客户采购意向，集中采购后定向销售给客户；二是基于自身仓储网点开展库存分销，严格管理头寸，通过衍生品市场进行套期保值，防范价格风险，以获取稳定收益。

图表 107.浙商中拓配供配送模式



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 108.浙商中拓库供分销模式



资料来源: iFinD, 中银证券

**厂库供应链模式。**为满足一定规模制造企业的个性化需求所开发的定制化服务模式。在此模式下，公司深度介入客户生产环节，在其生产区域内设置自管仓库，提供包括原材料采购、产成品销售、库存管理、物流金融、套期保值、生产管理、管理咨询等在内的一站式集成服务，赋能客户降本增效，提升竞争实力。目前公司在山西、广西、浙江、江苏等多个区域均已成熟项目落地。

**物流金融模式。**物流金融是公司基于供应链集成服务和风险管控能力，发挥公司数字天网和物流地网优势，通过提供货物质押监管、价格盯市、市场渠道等服务，担当银行等金融机构与制造类企业间的风控中介，为制造类企业盘活原材料、半成品、产成品等存货价值，助力金融机构服务实体经济，普惠中小微企业，解决融资难、融资贵、融资烦问题。

**“基地+平台”模式。**该模式主要应用于再生资源产业链，在交易业务平稳推进的同时，充分整合上游资源，深度绑定终端客户，投资实体基地汇聚流量，构建集收购、金融、加工、配送、销售为一体的模式。公司已在再生钢铁原料、再生不锈钢、再生铝、再生 PET 等品种开展布局。

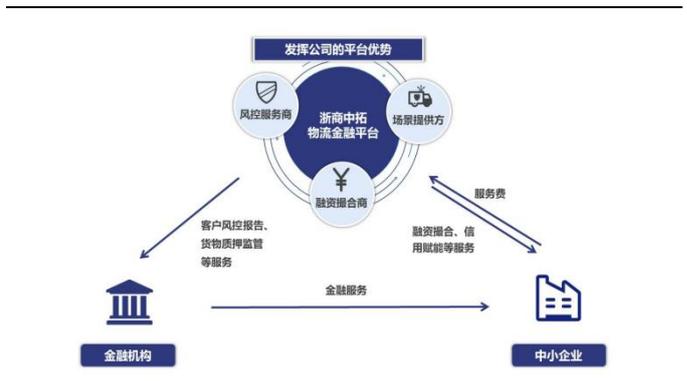
**新能源产业链一体化服务模式。**以满足产业核心客户需求的供应链服务为基础，持续向客户的上下游环节企业延伸，在此过程中通过股权合作强化与产业链企业黏性，依托业务和投资的双轮驱动获得稳定的供应链服务收益和产业链增值收益。目前，该模式主要应用于公司的新能源业务，已在光伏、储能产业链为多家头部企业提供供应链服务，并以此为中心往上下游产业链延伸。以光伏产业链为例，公司已完成从硅片、支架、电池片、组件到光伏电站自上而下的业务布局，通过为产业链上的新能源产业客户提供原材料采购、库存管理、物流配送、加工服务、供应链金融、行情信息等供应链服务。

图表 109.浙商中拓厂库供应链模式



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 110.浙商中拓物流金融模式



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 111.浙商中拓再生钢铁原料“基地+平台”模式



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 112.浙商中拓新能源产业链一体化服务模式



资料来源: iFinD, 中银证券

**虚拟工厂模式。**虚拟工厂是公司“贸工一体”的升级模式，公司凭借品牌、资金、渠道等优势，锁定制造企业所有或部分产能，掌握产成品货权，实现供应链服务与生产制造的融合发展，增强供应链集成服务能力。该模式有效提升了资源利用效率，以相对较低成本满足客户加工需求，提升产业链整体竞争力。在此模式下，公司通过与制造企业合作，强化客户合作粘性，同时获取加工利润。目前虚拟工厂已应用于黑色、化工、新能源领域。

图表 113.浙商中拓虚拟工厂模式



资料来源: 公司公告, 中银证券

### (三) 全流程化的风控体系

**风险管控能力是公司重点打造的核心竞争能力之一。**“经营企业就是经营风险”，公司始终坚持“风控第一，效益第二，规模第三”的经营理念 and “全员、全面、全程、全体系”的指导思想，持续优化和完善风控体系。公司高度重视以数字科技促进管理提升和业务创新，积极推动全方位、上下贯通的数字化转型。以信息化手段为支撑，通过区块链、物联网、大数据等技术，助力公司完成从信息化支撑业务到数字化赋能业务的转变；以数字化赋能供应链集成服务、风险管控，为产业链合作伙伴带来全新的价值提升。公司目前已自主研发了以客户关系管理（CRM）、价格风险管理（PRM）、智慧仓储系统（WMS）、物流运输管理（TMS）、电子商务系统（EC）、物流金融系统（FMS）、工程配送系统、智能合同系统（IC）等信息系统为核心的“天网”体系，实现对公司日常经营管理的全覆盖，已有效实现业务流程线上化、数据分析可视化、交易下单自助化、期现结合数字化、客户评估全景化。

图表 114. 浙商中拓数字化赋能供应链



资料来源：公司公告，中银证券

#### （四）盈利预测与估值

- ①**黑色供应链业务**：公司 2021/2022/2023H1 黑色供应链业务收入增速分别为 66%/9%/9%，考虑到 2021 年收入大幅增长，公司传统主营业务黑色供应链将回归稳健，业务量增长推动收入增长，基于此，我们假设 2023-2025 年收入增速为 12%/11%/10%。2023 年上半年黑色供应链业务毛利率有所下降，我们预计后续毛利率有望逐步回暖，基于此假设 2023-2025 年黑色供应链业务毛利率为 1.45%/1.50%/1.55%。
- ②**有色供应链业务**：2023 年上半年有色供应链收入同比下降 78.8%，主要系公司品种调整，减少了有色金属矿交易量，基于此，我们预计 2023-2025 年金属矿产业务收入增速为 -30%/10%/10%。有色供应链业务 2021/2022 年毛利率为 1.87%/1.04%，我们审慎假设 2023/2024/2025 年该业务毛利率为 1.10%/1.30%/1.30%。
- ③**再生资源供应链业务**：公司 2021/2022/2023H1 再生资源供应链业务收入增速分别为 49%/-48%/71%，去年同期业务量受政策影响出现异常降低，今年业务量恢复正常，基于此我们假设 2023-2025 年再生资源供应链业务收入增速为 30%/10%/5%。2022/2023H1 再生资源供应链业务毛利率为 2.22%/1.20%，我们假设 2023/2024/2025 年该业务毛利率为 1.50%/2.00%/2.00%。
- ④**能源化工供应链业务**：公司 2021/2022/2023H1 能源化工供应链业务收入增速分别为 55%/80%/16%，过去几年公司能源化工业务增速较快，今年上半年增速放缓，我们预计后续能源化工供应链业务增速保持平稳，基于此我们假设 2023-2025 年能源化工供应链业务收入增速为 30%/30%/30%。能源化工供应链 2021/2022/2023H1 毛利率为 2.55%/0.61%/1.15%，上半年毛利率比去年同期下降，我们审慎假设 2023/2024/2025 年该业务毛利率为 0.60%/1.00%/1.40%。
- ⑤**新能源供应链业务**：公司 2021/2022/2023H1 新能源供应链业务收入增速分别为 381%/172%/-22%，公司布局新能源产业链，业务覆盖光伏和储能板块，切入废旧电池回收赛道，该业务有望成为公司第二成长曲线，为业绩带来弹性。考虑到前两年公司该业务收入大幅增长，今年上半年同比出现下滑，我们预计后续该业务总体增长趋势不变，2023-2025 年收入增长 -20%/20%/30%。2022/2023H1 新能源供应链业务毛利率为 0.64%/1.33%，我们审慎假设 2023/2024/2025 年该业务毛利率为 0.80%/1.10%/1.20%。

图表115. 分拆业务盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	1089.77	1782.70	1936.05	2149.16	2417.99	2712.92
YOY(%)		63.58	8.60	11.01	12.51	12.20
毛利率(%)	1.91	1.51	1.42	1.43	1.50	1.51
黑色供应链(亿元)	841.05	1395.38	1525.71	1708.80	1896.76	2086.44
YOY(%)		65.91	9.34	12.00	11.00	10.00
毛利率(%)	2.05	1.50	1.39	1.45	1.50	1.55
有色供应链(亿元)	40.78	43.32	29.82	20.87	22.96	25.26
YOY(%)		6.22	(31.16)	(30.00)	10.00	10.00
毛利率(%)	1.80	1.87	1.04	1.10	1.30	1.30
再生资源供应链(亿元)	135.82	202.19	104.97	136.46	150.11	157.61
YOY(%)		48.87	(48.08)	30.00	10.00	5.00
毛利率(%)	0.96	1.04	2.22	1.50	2.00	2.00
能源化工供应链(亿元)	37.58	58.42	105.14	136.68	177.69	230.99
YOY(%)		55.45	79.97	30.00	30.00	30.00
毛利率(%)	1.34	2.55	0.61	0.60	1.00	1.40
新能源供应链(亿元)	10.72	51.55	140.06	112.05	134.46	174.79
YOY(%)		380.88	171.70	(20.00)	20.00	30.00
毛利率(%)	5.49	2.02	0.64	0.80	1.10	1.20
其他(亿元)	25.23	33.20	32.67	34.30	36.02	37.82
YOY(%)		31.57	(1.60)	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)	7.35	5.96	6.70	6.00	6.00	6.00

资料来源: 公司公告, 中银证券

根据以上盈利预测结果, 我们预计公司 2023-2025 年的营业收入为 2149.16/2417.99/2712.92 亿元, 同比增长 11.0%/12.5%/12.2%。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 10.38/12.07/13.88 亿元, 同比增长 3.5%/16.3%/15.0%, 预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 1.48/1.73/1.98 元/股, 对应 5.1/4.4/3.8 倍 PE。

图表116. 盈利预测结果

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	178,270	193,605	214,916	241,799	271,292
增长率(%)	63.6	8.6	11.0	12.5	12.2
EBITDA(人民币 百万)	1,685	1,477	2,175	2,631	3,020
归母净利润(人民币 百万)	819	1,003	1,038	1,207	1,388
增长率(%)	47.6	22.4	3.5	16.3	15.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.17	1.43	1.48	1.73	1.98
市盈率(倍)	6.5	5.3	5.1	4.4	3.8
市净率(倍)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(倍)	2.5	5.1	3.7	5.2	2.4
每股股息(人民币)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
股息率(%)	3.7	5.5	4.8	5.2	5.5

资料来源: 公司公告, 中银证券

股票价格截至 2023 年 10 月 25 日

可比公司估值对比方面, 我们选取大宗商品供应链行业的公司, 包括厦门象屿、建发股份、厦门国贸和物产中大进行对比分析, 得到其 2023-2025 年平均 P/E 为 5.4 倍、4.3 倍、3.7 倍。对比浙商中拓 2023-2025 年 P/E 分别为 5.1 倍、4.4 倍、3.8 倍, 公司估值处于相对合理区间。首次覆盖给予 **增持** 评级。

图表117. 可比公司相对估值

代码	简称	PE				ROE (%)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600153.SH	建发股份	4.6	5.3	4.2	3.5	10.7	8.9	10.5	11.6
600057.SH	厦门象屿	5.4	6.4	4.7	4.2	15.4	12.4	15.5	16.2
600755.SH	厦门国贸	4.2	4.7	3.9	3.4	11.9	9.9	11.2	12.0
600704.SH	物产中大	6.4	5.2	4.4	3.9	11.6	12.5	13.0	13.2
	平均数	5.2	5.4	4.3	3.7	12.4	10.9	12.5	13.2
000906.SZ	浙商中拓	5.3	5.1	4.4	3.8	19.0	17.1	17.2	17.1

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 可比公司数据中物产中大来自 iFinD 一致预测, 截止时间 2023 年 10 月 25 日

### (五) 风险提示

**经济增长不及预期导致需求端偏离预期:** 大宗供应链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, 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, 会加大公司的经营压力和决策难度。

**市场竞争可能出现加剧:** 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。

**地缘政治冲突可能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。

**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。

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	178,270	193,605	214,916	241,799	271,292
营业收入	178,270	193,605	214,916	241,799	271,292
营业成本	175,459	190,865	211,841	238,177	267,183
营业税金及附加	122	153	170	191	214
销售费用	445	514	580	653	732
管理费用	460	581	600	675	757
研发费用	1	31	12	13	15
财务费用	560	441	509	593	584
其他收益	80	90	85	85	85
资产减值损失	(48)	(43)	(38)	(41)	(42)
信用减值损失	(147)	(67)	(67)	(79)	(90)
资产处置收益	1	2	2	2	2
公允价值变动收益	(40)	46	0	0	0
投资收益	199	649	500	500	500
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,268	1,697	1,686	1,963	2,260
营业外收入	29	41	21	21	21
营业外支出	11	18	10	10	10
利润总额	1,286	1,720	1,698	1,975	2,271
所得税	282	436	401	466	536
净利润	1,005	1,284	1,297	1,509	1,735
少数股东损益	186	282	259	302	347
归母净利润	819	1,003	1,038	1,207	1,388
EBITDA	1,685	1,477	2,175	2,631	3,020
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.17	1.43	1.48	1.73	1.98

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	20,848	23,697	25,793	29,290	31,618
货币资金	6,226	5,298	7,413	6,617	8,271
应收账款	4,056	3,753	4,916	4,837	6,105
应收票据	322	43	362	94	418
存货	5,097	5,247	6,234	6,675	7,806
预付账款	4,583	8,338	6,003	10,121	7,967
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	564	1,017	866	946	1,051
<b>非流动资产</b>	2,246	2,375	4,711	5,019	5,136
长期投资	816	327	477	557	637
固定资产	427	544	1,656	2,127	2,471
无形资产	365	371	355	348	340
其他长期资产	637	1,133	2,222	1,987	1,688
<b>资产合计</b>	23,094	26,071	30,503	34,309	36,754
<b>流动负债</b>	16,456	17,968	16,838	18,210	20,393
短期借款	3,226	6,425	1,000	3,571	1,000
应付账款	3,264	1,949	3,837	2,668	4,629
其他流动负债	9,965	9,594	12,001	11,972	14,764
<b>非流动负债</b>	259	337	4,846	6,046	4,864
长期借款	86	19	4,600	5,763	4,600
其他长期负债	173	319	246	282	264
<b>负债合计</b>	16,715	18,305	21,684	24,256	25,257
股本	674	688	699	699	699
少数股东权益	1,860	2,484	2,743	3,045	3,392
归属母公司股东权益	4,519	5,282	6,076	7,008	8,104
<b>负债和股东权益合计</b>	23,094	26,071	30,503	34,309	36,754

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,005	1,284	1,297	1,509	1,735
折旧摊销	97	126	567	661	763
营运资金变动	960	(5,441)	4,313	(5,502)	4,089
其他	376	220	54	68	94
<b>经营活动现金流</b>	2,438	(3,811)	6,231	(3,263)	6,681
资本支出	(206)	(515)	(2,806)	(863)	(813)
投资变动	(166)	496	17	(69)	(120)
其他	186	301	482	492	492
<b>投资活动现金流</b>	(186)	282	(2,307)	(441)	(441)
银行借款	(40)	3,132	(844)	3,734	(3,734)
股权融资	43	84	(244)	(275)	(292)
其他	(405)	(293)	(722)	(550)	(560)
<b>筹资活动现金流</b>	(402)	2,923	(1,810)	2,908	(4,586)
<b>净现金流</b>	1,850	(606)	2,114	(795)	1,654

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	63.6	8.6	11.0	12.5	12.2
营业利润增长率(%)	54.7	33.8	(0.6)	16.4	15.1
归属于母公司净利润增长率(%)	47.6	22.4	3.5	16.3	15.0
息税前利润增长率(%)	18.3	(14.9)	19.0	22.5	14.6
息税折旧前利润增长率(%)	20.3	(12.4)	47.3	21.0	14.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	47.6	22.4	3.5	16.3	15.0
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
营业利润率(%)	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
毛利率(%)	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5
归母净利润率(%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	18.1	19.0	17.1	17.2	17.1
ROIC(%)	40.1	11.0	10.6	8.1	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	(0.4)	0.2	(0.2)	0.3	(0.2)
流动比率	1.3	1.3	1.5	1.6	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	8.6	7.9	7.6	7.5	7.6
应收账款周转率	44.9	49.6	49.6	49.6	49.6
应付账款周转率	62.4	74.3	74.3	74.3	74.4
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
管理费用率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.2	1.4	1.5	1.7	2.0
每股经营现金流(最新摊薄)	3.5	(5.4)	8.9	(4.7)	9.6
每股净资产(最新摊薄)	6.5	7.6	8.7	10.0	11.6
每股股息	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	6.5	5.3	5.1	4.4	3.8
P/B(最新摊薄)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	2.5	5.1	3.7	5.2	2.4
价格/现金流(倍)	2.2	(1.4)	0.8	(1.6)	0.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371