

厦门象屿(600057)

大宗供应链龙头，多层次驱动成长价值低估

——厦门象屿深度报告

深度报告

行业公司研究——物流II行业

证券研究报告

✍️：匡培钦 执业证书编号：S1230520070003
☎️：021-80106013
✉️：kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

本报告从模式端、配套端及激励端三个维度分别详细梳理厦门象屿的业态布局、网络延展及进取动力。我们认为大宗商品需求景气持续背景下，公司的供应链业态升级前景及多式联运空间或被低估。

投资要点

□ 大宗供应链综合服务平台龙头，擅长优质资源整合

优势整合，龙头壁垒高筑。1)从基因看，公司并购整合功底深厚，2011年借壳登陆A股以来先后通过非公开发、配股等多种融资方式发力版图拓展，2021年3月引入战投中垦基金合力纵深发展粮食供应链业务。2)从业务看，公司主要从事大宗商品采购分销及物流两大主业，形成横向协同。3)从优势看，公司整体具备渠道、网络及服务三大核心壁垒。4)从财务看，上市以来营收复合增速30%，15-19年归母净利润复合增速40%，财务表现兼具成长性与稳健性。

□ 当前PEG仅0.52倍，成长性低估值，核心预期差来自业绩增长确定性

根据我们测算，公司2020-2022年归母净利润复合增速17.90%，2021年对应PE仅9.38倍，从成长性角度看PEG仅0.52倍。低估核心来自市场对公司稳定高增长的担忧，市场担忧公司所涉及大宗商品整体空间不足，但我们认为客观上公司模式和物流配套占优将在龙头集中过程中业务量突围，主观上公司股权激励严苛，行权条件托底增速，两方面叠加考虑我们预计公司利润未来将维持15%-20%的相对高增。

□ 模式端：全程供应链服务助力大宗贸易，业务扩张自带需求

理解大宗供应链的生意本质需要具备自上而下视角。1)核心驱动层面，经济超预期恢复领先全球叠加需求侧管理推动，“中国制造”走强将对大宗商品形成持续利好。2)产业链层面，未来需求侧变革下制造业柔性生产大势所趋，相应的物流体系或迎重塑，壁垒占优、业态成熟的大宗供应链企业将强者更强。3)微观业务层面，公司的赚钱模式逐步由价差收益转变为产业链延伸的服务增值收益，形成“以流促贸上量-以贸促流提质”的两大主板块间正向循环。

□ 配套端：海陆物流网络全方位布局，多式联运大有可为

依托全方位海陆网络布局，公司多式联运业务发力在即。我们认为，在1)区域经济协调发展、2)运力结构优化、3)政策支持三重催化下，我国多式联运货量未来有望大幅攀升，进一步缩小与欧美差距。2018年公司实现控股象道物流，得以依托完备的海陆物流网络体系，开展以铁路为核心的多式联运业务。展望未来，我们认为公司将拓宽物流网络海内外覆盖范围、提升关键物流节点密度、加大数智化建设力度，以硬件的自我强化赋能业态的模式升级。

□ 激励端：股权激励落地形成催化，行权条件要求严苛带来进取动力

公司2020年股权激励计划落地，高管期权行权条件要求21-23年营收CAGR7.3%，利润端要求21/22/23年EPS不低于0.60元/0.71元/0.86元。同时股息也有吸引力，考虑此次股权激励计划对业绩目标的设定，以及参考2019年公司两度派息合计分红比例同比大幅提升29pts至55%，假设2021-2023年公

评级

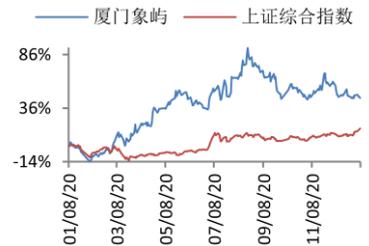
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥6.32

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.19
2Q/2020 0.24
1Q/2020 0.18
4Q/2019 0.15



公司简介

中国领先的供应链投资运营服务商，全国供应链创新与应用试点企业，以“立足供应链，服务产业链”为经营理念，以“打造互利共赢的绿色供应链”为企业使命

相关报告

报告撰写人：匡培钦
联系人：耿鹏智

司分红比例维持 50%，测算仅行权条件对应合计股息收益高达 17.5%。

□ 盈利预测及估值

综合公司软硬件设施布局及内生长性驱动等方面考虑，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别 12.11 亿元、14.35 亿元、16.83 亿元，同比分别+9.50%、+18.46%、+17.35%，对应 EPS 分别 0.56 元、0.66 元、0.78 元。从成长性角度看，公司 2020-2022 年归母净利润复合增速 17.90%，对应 2021E 市盈率的 PEG=0.52<1，估值相对成长性明显偏低。我们认为公司合理估值在 15 倍 PE 左右，对应 2021 年归母净利润合理市值 215 亿元左右，相对现价仍有约 58%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示：宏观经济恢复不及预期；大宗商品价格大幅波动；多式联运推进不及预期；临储政策往不利方向发展。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	272412	324906	362368	399808
(+/-)	16.41%	19.27%	11.53%	10.33%
净利润	1106	1211	1435	1683
(+/-)	10.84%	9.50%	18.46%	17.35%
每股收益(元)	0.51	0.56	0.66	0.78
P/E	12.17	11.12	9.38	8.00

正文目录

1. 大宗供应链综合服务平台龙头	6
1.1. 文化：厦门国资委旗下企业，整合式增长基因深厚	6
1.2. 业务：主要从事大宗商品贸易与物流两大主业	7
1.3. 优势：三大优势共振，高筑核心竞争壁垒	9
1.4. 财务：业绩高增，财务稳健	11
2. 模式端：全程供应链服务助力大宗贸易，业务扩张自带需求	14
2.1. 大宗供应链：格局整合空间明显，价差收益逐渐转向服务增值	14
2.2. “以流促贸上量-以贸促流提质”正向循环可期	16
2.3. 扎根成功经验，从模式端看公司未来业绩增长存在的三个契机	18
2.4. 全面风险管控体系准确识别、日趋完善	22
3. 配套端：海陆物流网络全方位布局，多式联运大有可为	25
3.1. 多式联运有望迎来快速增长	25
3.2. 水陆物流网络布局覆盖全球、连接海外	30
3.3. 硬件设施的强化将赋能公司业态模式的升级	31
4. 激励端：股权激励落地，赋予进取动力	33
4.1. 授予股票期权与限制性股票，行权条件要求较高	33
4.2. 内部激励有望成为业绩助推器，或利好高分红维系	35
5. 盈利预测及估值	36
5.1. 盈利预测	错误!未定义书签。
5.2. 估值偏低，首次覆盖给予“买入”评级	38
5.3. 风险提示	38

图表目录

图 1：公司实控人为厦门市国资委（截止 2020/6/30）	6
图 2：公司 1H20 各业务营业收入拆分（单位：亿元）	9
图 3：公司 1H20 各业务营业毛利润拆分（单位：亿元）	9
图 4：物流、商流、信息流及资金流在生产制造流程中的体现	9
图 5：中国大宗商品产业链图谱	10
图 6：大宗商品行业的企业同样适用龙头为王逻辑	10
图 7：供应链管理（SCM）及领先物流服务商（LLP）位于“物流微笑曲线”右上侧	11
图 8：公司 2011-2019 年营收复合增速 30%	11
图 9：公司近年净利润稳健增长	12
图 10：公司 2015-2019 年归母净利润复合增速 40%	12
图 11：公司近年销售净利率中枢在 0.5%左右	12
图 12：公司近年 ROE、ROIC 表现稳健	12

图 13: 公司近年收现比稳定在 1.1 以上	12
图 14: 公司近年 EBITDA/利息费用稳步走高	12
图 15: 公司前五名供应商采购额占比较低	13
图 16: 公司前五名客户销售额占比较低	13
图 17: 公司坏账损失占利润总额比例逐步走低	13
图 18: 中国大宗供应链龙头企业渗透率极低	14
图 19: 中国大宗商品价格指数 2020 年 5 月以来持续走高	15
图 20: 2021 年 1-2 月中国贸易顺差 1033 亿美元	15
图 21: 2020 年 4 月以来我国出口金额同比增速一路领跑	15
图 22: 我国 PMI 已连续多月位于荣枯线上	15
图 23: 我国物流总费用占 GDP 比重持续下降	15
图 24: 物流外包主要集中在运输仓储环节	15
图 25: 2000-2019 年农产品与工业品物流总额与宏观经济波动高度相关	16
图 26: 制造业全链路, 包括原材料供应链往后长期将对消费端的需求变动反应更为灵敏	16
图 27: 公司大宗采购分销板块分货种经营货量	17
图 28: 公司大宗采购分销板块分货种营业收入	17
图 29: 以厦门象屿为例的大宗全流程供应链赚钱模式	18
图 30: 公司有望形成“以流促贸上量-以贸促流提质”正向循环	18
图 31: 粮食全产业链服务模式	19
图 32: 黑色全程供应链管理服务模式	19
图 33: 我国玉米播种面积自 2015 年以来持续下降	20
图 34: 全国玉米均价近期大幅上涨	20
图 35: 我国大豆供给对外依赖度有所降低	20
图 36: 我国豆粕库消比明显下降	20
图 37: 我国大米能够自给自足	21
图 38: 我国大米库消比上升或催生更多仓储需求	21
图 39: 升级物流服务到供应链服务, 能够从与客户和价值链的深度绑定中实现增值	22
图 40: 中信煤炭板块净利润明显回升	22
图 41: 中信钢铁板块净利润明显回升	22
图 42: 公司业务过程中碰到的主要风险及应对手段	23
图 43: 衍生品套期保值机制	23
图 44: 公司套期保值有效平滑利润波动	24
图 45: 多式联运运营模式简析	25
图 46: 相较公路运输, 运距越长则集装箱多式联运单位成本越低	26
图 47: 预计到 2030 年全欧多式联运周转量 3060 亿吨公里	26
图 48: 欧洲多式联运结构	26
图 49: 预计到 2040 年美国多式联运货运量 35.75 亿吨	27
图 50: 美国多式联运结构	27
图 51: 横向看中国多式联运市场仍有较大空间	27
图 52: 我国铁路集装箱发送量稳步增长	27
图 53: 分地区固定资产投资完成额累计同比 (单位: %)	28
图 54: 分地区人均可支配收入同比增速	28
图 55: 铁路客运逐渐向高铁转移	28
图 56: 铁路与水路货运占比回升	28

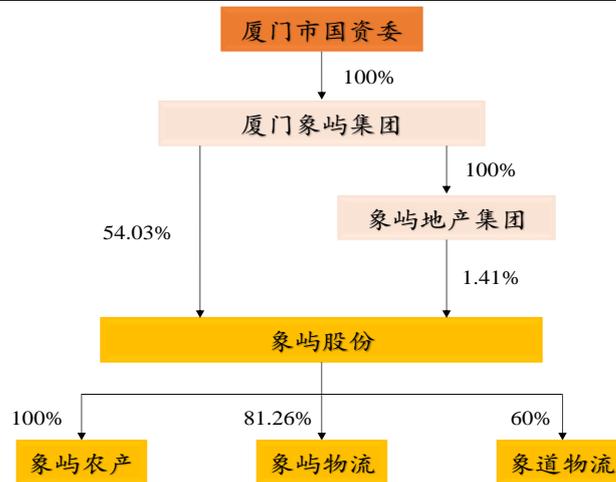
图 57: 象道物流煤炭铁海联运华南福建流向路线	30
图 58: 公司形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系	30
图 59: 象屿集团印尼不锈钢冶炼项目全景	31
图 60: 公司境外地区主营业务收入 15-19 年复合增速 31%	31
图 61: 公司物流业务营收拆分 (单位: 亿元)	31
图 62: 公司物流业务毛利润拆分 (单位: 亿元)	31
图 63: 象道物流改变了呼和温都尔站无集装箱铁运的历史	33
图 64: 象道物流积极开展铁水联运	33
图 65: 公司 2019 年分红比例 55%	35
表 1: 公司自上市以来积极推进资源整合	6
表 2: 公司大宗商品贸易与物流业务模式拆分	8
表 3: 公司期货套保操作方式	24
表 4: 各种主要货物运输方式对比	25
表 5: “多式联运”的相关政策利好持续发力	28
表 6: 截止 2019 年末公司自营堆场情况	31
表 7: 截止 2019 年末公司自营仓库分布情况 (单位: 万平方米)	32
表 8: 公司粮食代收业务收入构成情况 (单位: 亿元, %)	32
表 9: 截止 2020 年 3 月末公司主要在建铁路物流项目情况 (单位: 亿元)	33
表 10: 股票期权激励具体情况	34
表 11: 限制性股票激励具体情况	34
表 12: 根据股权激励计划目标设定对公司股利支付情况测算 (收盘价数据截止 2021/3/15)	36
表 13: 营业收入预测简表 (单位: 亿元)	37
表 14: 盈利预测简表 (单位: 亿元)	38
表附录: 三大报表预测值	39

1. 大宗供应链综合服务平台龙头

1.1. 文化：厦门国资委旗下企业，整合式增长基因深厚

中国领先的供应链投资运营服务商，实控人为厦门市国资委，2021年3月引入战投中垦基金。依托保税区、自贸区等政策优势及国资背景，公司成为中国领先的供应链投资运营服务商，位居2020年中国物流企业50强第2位，2019年全国仓储企业100强第2位，是国家5A级物流企业。作为福建自贸试验区厦门片区核心区的龙头国企集团，截止2020年中报厦门象屿集团对象屿股份直接持股54.03%，同时通过象屿地产集团间接持股1.41%，厦门市国资委为上市公司实控人。2021年3月，中垦基金受让象屿集团持有上市公司2%股份成为公司战略投资者，将在战略持股、业务合作及投资合作等方面实现战略交互，共同推动上市公司进一步做大做强粮食供应链业务，实现粮食产业链、价值链、供应链的“三链协同”。

图 1：公司实控人为厦门市国资委（截止 2020/6/30）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：2021年3月，象屿集团转让持有上市公司2%股权至战投中垦基金，转让后集团持股比例变为53.44%，控制权不变

集团旗下供应链服务资源整合体，2011年借壳登陆A股，具备深厚整合基因。公司最初由象屿集团旗下所有供应链服务相关子公司整合而成，2011年借助与夏新电子股份有限公司的资产重组实现借壳上市。登陆A股以来，公司增资整合力度不减，先后通过非公开发、配股等多种融资方式发力拓展大宗商品贸易及物流版图。

表 1：公司自上市以来积极推进资源整合

时间	事件
2011年	整合集团旗下所有供应链服务相关子公司，借壳登陆A股
2013年	与穆氏家族合资设立象屿农产，开展粮食供应链业务，上市公司持股80%
2014年	为满足业务拓展需要，增资速传物流、速传供应链、成大贸易、香港速传等子公司 非公开发募资17.2亿元，用于增资象屿农产依安粮食仓储物流中心等项目
2015年	投资建设富锦、北安粮食仓储物流基地，项目总预算45亿元，非公开发募资15亿元 投资建设绥化粮食仓储物流基地，新建60万吨粮食仓储物流设施，项目总预算4.98亿元

2017 年	合资成立象道物流，上市公司持股 40% 配股募资 17.5 亿元，计划通过补流积极推进国内外物流平台布局和物流服务体系
2018 年	出资 3.16 亿元进一步收购象道物流 20% 股权，形成控股 进一步收购象屿农产 20% 股权，实现全资控股

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

子公司象屿农产及象道物流为公司大宗业务重要支撑。

- 1) 象屿农产：**主要从事农业全产业链运营，覆盖黑龙江产区粮食种植、收购、仓储、物流、分销等业务，是公司开展农产品贸易与物流服务的主要载体。在粮食产区，投入建设了九大综合仓储物流中心，配备烘干、铁路专用线及其他运输资源；在北方粮食港区，打通产区与港区的铁路物流瓶颈，配备港区库容，整合航线资源；在销区，完善分销和集散渠道。依托象屿农产，公司已形成了强大的收储、运输和集散能力，构建了一条连贯产区、港区与销区的农产品物流服务体系。
- 2) 象道物流：**主要从事全国范围内铁路物流服务业务，公司通过控股象道物流掌握铁路物流网络核心资产，初步构建起以铁路为核心的多式联运线路，并逐步完善了基础物流服务体系、农产品物流服务和铁路物流服务体系。依托象道物流，公司在中西部地区的大宗商品集散区域，拥有沿铁路线枢纽的配备铁路专用线的铁路货场，在铁路货场外围布局业务网点，形成铁路货运业务辐射能力，为公司构筑从北到南、自东向西、从沿海到内陆的海运、河运、铁运、汽运多式联运物流服务体系奠定了坚实的基础。

1.2. 业务：主要从事大宗商品贸易与物流两大主业

公司主业分为大宗商品采购分销及物流两大部分。概括来讲，对于大宗商品采购分销业务而言，公司类似于“经销商”，业绩增长驱动来自于供需错配下的买卖价差及业务放量；对于大宗商品物流业务而言，公司主要赚取产业链延伸带来的服务增值收入，业绩增长驱动来自于服务质量提升的需求引流效应以及对于议价权的提升效应。公司积极推动大宗商品物流服务与大宗商品采购分销服务的横向协同，形成了“以流促贸、以贸促流”的良好发展态势。

- 1) 大宗商品采购分销业务：**经营思路在于沿着产业链上下游不断拓展产品品类，通过打通上下游渠道，不断做大业务规模，逐步形成核心产品经营体系并不断强化其竞争优势。公司已与国内外诸多大中型企业建立了广泛的战略合作伙伴关系，形成了以厦门、上海、广州、天津、青岛、大连等城市为中心辐射全国的市场网络。
- 2) 大宗商品物流业务：**经营思路在于通过轻资产整合和重资产持有并重的方式，加强对关键性、稀缺性物流渠道、枢纽节点的把控，以点带线、以线成面，形成以仓库、堆场、专业物流园区为主要支撑，以“公铁水”为主要运输方式的全国性多式联运物流骨干网络，为客户提供高效、便捷的门到门物流服务。公司通过多年来的持续投入，已初步形成了全国性的物流网络体系，包括自建的物流资源和整合的社会物流资源。

表 2：公司大宗商品贸易与物流业务模式拆分

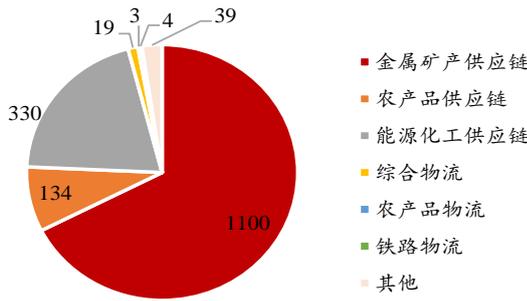
大宗商品采购分销业务				大宗商品物流服务		
业务分类	货种拆分	销售方式	盈利模式	业务分类	服务拆分	盈利模式
金属矿产	钢铁	直接销售给下游厂商为主		基础物流服务体系	港口装卸	服务收入
	有色金属				堆场服务	
	各类矿产				仓储服务	
能源化工	塑料	直接销售给下游厂商为主，一部分钢材采用分销或者对锁方式		农产品物流服务体系	清关服务	收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益
	有机化学品				运输配送服务	
	聚酯原料				专业物流园区运营服务	
农产品	煤炭		本质为大宗采购分销服务费	铁路物流服务体系	装卸	针对一笔货物收节点场站中转综合服务 取一揽子费用
	粮食谷物				烘干	
					多式联运	
	食品原料	直销给下游重点客户，一部分向贸易商销售			粮食国储临储	
	饲料原料				全程多式联运服务	
趋势 从单一赚取商品价格波动差价逐步升级为获取综合服务收益，同时为客户降本增效从而获取供应链增值服务收益						

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

业务结构拆分来看，大宗采购分销贡献主要营收，但大宗物流毛利较高。以 2020 年中报数据来看：

- 1) **营收端**，金属矿产供应链、农产品供应链、能源化工供应链分别贡献营业收入约 1100 亿元、134 亿元、330 亿元，占比分别约 67%、8%、20%，合计贡献营业收入约 1564 亿元，占比 96%。
- 2) **毛利端**，受新收入准则影响，将商品控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算，1H20 大宗采购分销业务毛利率进一步下降。综合物流、农产品物流及铁路物流对毛利贡献明显高于营收，分别贡献毛利润约 2.1 亿元、2 亿元、0.8 亿元，占比分别约 8.1%、7.7%、3%，合计贡献 19% 毛利润。

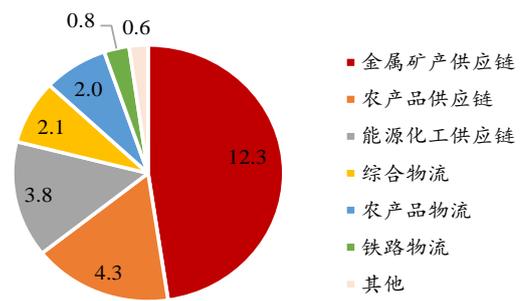
图 2：公司 1H20 各业务营业收入拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：“其他”包括除三项供应链业务之外其余大宗商品采购分销服务收入，以及除主营之外其他业务收入

图 3：公司 1H20 各业务营业毛利润拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：“其他”包括除三项供应链业务之外其余大宗商品采购分销服务毛利润，以及除主营之外其他业务毛利润

着力构建“四流合一”的供应链综合服务平台。大宗商品供应链服务行业的集中度持续提升，日趋集成化和专业化，多元综合服务及全产业供应链服务成为产业型客户的核心需求。公司通过整合“商流、物流、资金流、信息流”，打造“四流合一”的供应链综合服务平台，沿着产业链向上下游延伸服务，为客户设计具有针对性的供应链解决方案，提供采购分销、门到门全程物流、库存管理、供应链金融、信息咨询等全价值链流通服务，形成具有厦门象屿特色的“产业全链条服务模式”。

图 4：物流、商流、信息流及资金流在生产制造流程中的体现



资料来源：浙商证券研究所

1.3. 优势：三大优势共振，高筑核心竞争壁垒

渠道优势：提升稳定性。从产销看，我们认为由于大宗商品产销地区存在较为明显的资源错配，物流运输成为产业链中的核心资源之一，因而把握好存量客户粘性，就把握好了需求的持续性，也有助吸引增量客户。经过多年市场化经营，公司积累了丰富的客户资源、产业资源、流量资源，当前公司主动进行客户结构调整，逐步提升产业型客户的比重，持续优化业务结构；同时不断增加长约业务的比重，通过客户结构和业务结构的调整，提升了销售数量、质量和渠道的稳定性。

图 5：中国大宗商品产业链图谱



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

网络优势：拓展能力圈。从属性看，我们认为大宗供应链行业是典型的大行业、小公司。特别地，对于有意发展多式联运业务的企业，网络拓展能力尤为重要。近年来，公司通过轻资产整合和重资产持有并重的方式，加强对关键性、稀缺性物流节点的把控，以点带线、以线成面，建起连接国内外产区与销区之间的流通桥梁，一方面网络化物流服务体系的形成有助拓展业务能力圈，另一方面也能带来规模效应摊薄单吨运输成本。

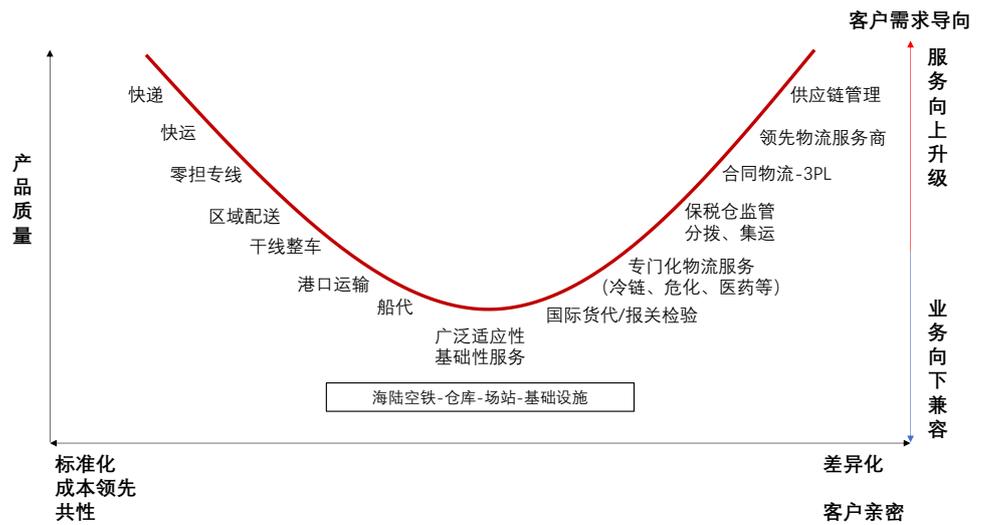
图 6：大宗商品行业的企业同样适用龙头为王逻辑

企业类型	龙头企业：国企和央企	区域型核心企业	中小民营企业
影响力及复杂程度	高	中	低
企业特点	<ul style="list-style-type: none"> ● 体量大 ● 业务复杂，产品种类繁多 ● 经营与财务状况较为稳定 	<ul style="list-style-type: none"> ● 生产专业性较高 ● 与地区资源联系紧密 	<ul style="list-style-type: none"> ● 运营成本低，管理灵活 ● 技术相对落后 ● 存在不规范生产行为
在产业链中的作用	<ul style="list-style-type: none"> ● 物流调度中心 ● 资金周转中心 ● 信息交换中心 	<ul style="list-style-type: none"> ● 充分调动区域性资源 ● 带动地区中小民营企业发展 ● 促进行业创新 	<ul style="list-style-type: none"> ● 提高产业整体生产力 ● 吸收劳动力 ● 构成产业链发展的基础

资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

服务优势：增强盈利性。从痛点看，我们认为供应链行业当前痛点之一在于服务同质化程度依然较强，通过全流程供应链服务提升产业附加值是物流供应链企业盈利突围的一大重点，未来提供优质服务的第三方专业综合物流服务供应商将会胜出。如前文总结，公司物流业务对毛利润贡献进一步提升，长期看未来盈利模式有望从单一赚取商品价格波动差价逐步升级为获取综合服务收益，同时为客户降本增效从而获取供应链增值服务收益。

图 7：供应链管理（SCM）及领先物流服务商（LLP）位于“物流微笑曲线”右上侧

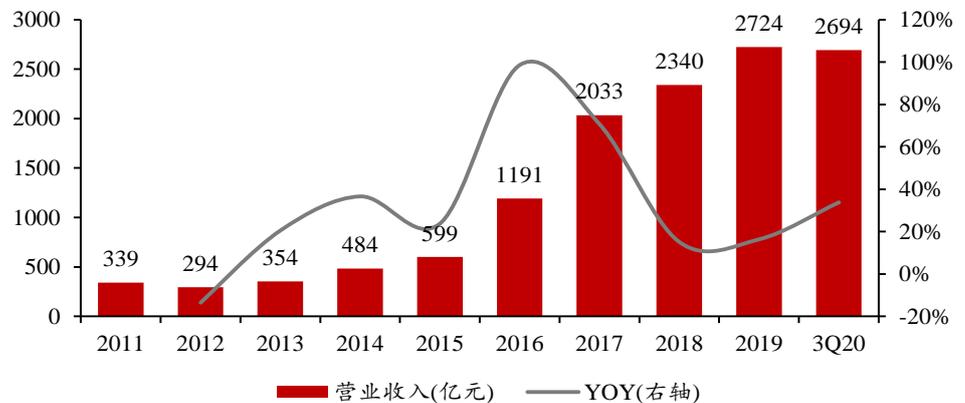


资料来源：运联智库，浙商证券研究所

1.4. 财务：业绩高增，财务稳健

营收端，上市以来营收复合增速 30%。 受益于供应链业务持续转型升级以及业务规模扩张，公司营收维持高增，2011-2019 复合增速 30%。2020 年前 3 季度，公司实现营业收入 2694 亿元，完成 2019 全年的 99%。

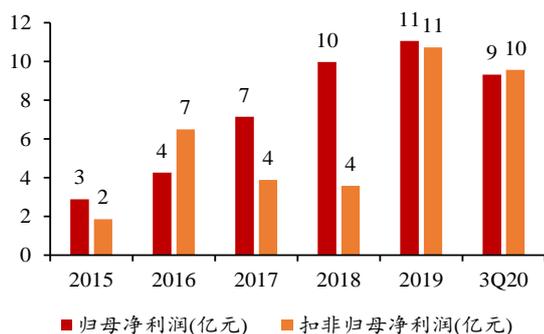
图 8：公司 2011-2019 年营收复合增速 30%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

利润端，2015-2019 年归母净利润复合增速 40%。 2019 年，公司归母净利润 11 亿元，2015-2019 年复合增速 40%；2020 年前 3 季度，公司归母净利润 9 亿元，已实现 2019 全年的 84%。我们认为，公司利润端的成长性来自于规模扩张的同时逐步拓展盈利能力较强的专业第三方物流业务，稳定性则受益于期货套保对价格风险的有效规避。

图 9：公司近年净利润稳健增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：公司 2015-2019 年归母净利润复合增速 40%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

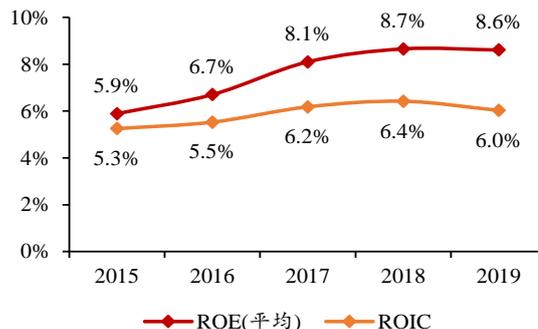
公司当前利润率较低，主要系行业适用会计处理方法所致。对于大宗供应链行业企业，商品货值大多同时计入收入与成本，因而导致较低的毛利率与净利率。公司近年来销售净利率中枢维持在 0.5% 左右，但投入产出效率提升，2019 年 ROE(平均)与 ROIC 分别 8.6%、6%，整体表现稳健。

图 11：公司近年销售净利率中枢在 0.5% 左右



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：公司近年 ROE、ROIC 表现稳健



资料来源：Wind，浙商证券研究所

收入变现能力与偿债能力表现稳健。大宗供应链企业资产大多偏重，一方面是需要重视对下游客户的收现能力，另一方面要求把好控债务风险。公司近年来 EBITDA 与利息费用之比稳步走高，同时收现比稳定在 1.1 以上。

图 13：公司近年收现比稳定在 1.1 以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：公司近年 EBITDA/利息费用稳步走高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：收现比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入

对上下游大商依赖度相对较低，信用风险控制良好。上游供应商方面，2019年公司前五名供应商采购额占总采购额比例21.3%，同比下降1.28pts；下游客户方面，2019年公司前五名客户销售额占营业收入比例10.94%，同比下降2.07pts。此外信用风险控制良好，坏账损失占利润总额比例由2016年45%逐步走低至2020年前3季度1%。

图 15：公司前五名供应商采购额占比较低



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 16：公司前五名客户销售额占比较低



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 17：公司坏账损失占利润总额比例逐步走低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

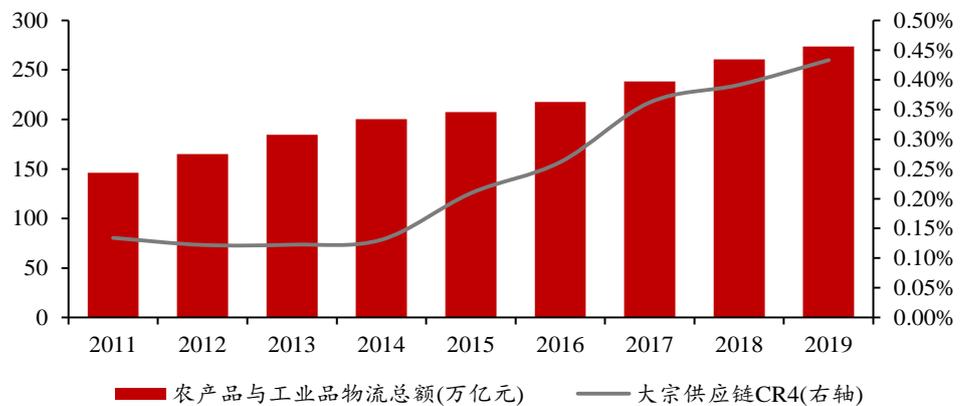
备注：2019年及之后因会计准则调整，指标分子部分的计算使用“信用减值损失”科目金额

2. 模式端：全程供应链服务助力大宗贸易，业务扩张自带需求

2.1. 大宗供应链：格局整合空间明显，价差收益逐渐转向服务增值

格局分散，整合空间广阔。目前中国正处在工业化中期阶段，随着城镇化和工业化持续推进，我国大宗商品总体消费量和供应量还将在一定时期内维持高位。大宗商品市场容量巨大，但行业集中度低，根据中物联估算，2019年我国大宗商品销售总额在80万亿元左右，而2019年国内四大大宗供应链龙头（厦门象屿、建发股份、物产中大、厦门国贸）营业收入合计1.19万亿元，占比不到1.5%。随着供给侧结构性改革的持续推进、生产企业的兼并重组，大宗商品采购分销及物流业务将逐步向高效、专业的大企业集中和转移，市场集中度会得到进一步提升。

图 18：中国大宗供应链龙头企业渗透率极低



资料来源：Wind，国家发改委，浙商证券研究所

备注：大宗供应链CR4成分公司包括厦门象屿、建发股份、物产中大、厦门国贸，测算公式=营业收入合计/农产品与工业品物流总额

经济超预期恢复领先全球叠加需求侧管理推动，“中国制造”走强有望利好大宗供应链持续发展：

- 1) **从国际角度看**，新冠疫情影响下我国经济回暖及产能复苏力度领先全球，根据浙商宏观团队观点，2021年我国出口景气具备暂时性替代、永久性替代及各大经济体补库共振三条主线，我们认为这也将加速催化我国成为全球生产供应中心的进程，溯及上游对大宗原材料需求有望形成长期支撑；
- 2) **从国内角度看**，当前我国政策更加重视加强需求侧管理，通过扩大居民消费、提升消费层次释放内需潜力，从而推动供给侧我国产业的转型，有望倒逼大宗原材料供应链业态升级。

图 19: 中国大宗商品价格指数 2020 年 5 月以来持续走高



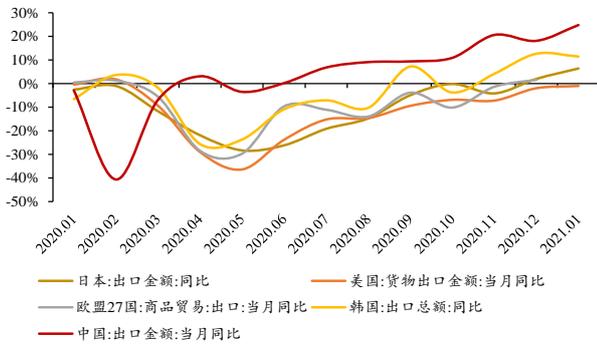
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 20: 2021 年 1-2 月中国贸易顺差 1033 亿美元



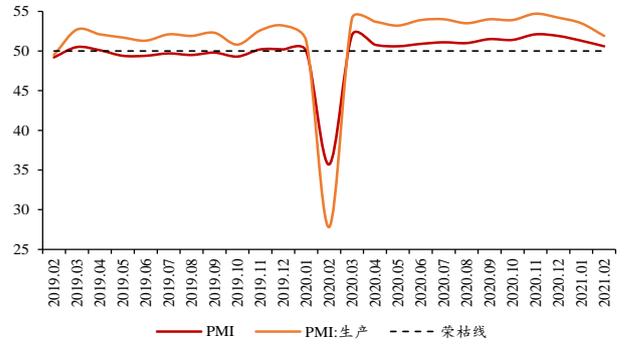
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 21: 2020 年 4 月以来我国出口金额同比增速一路领跑



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

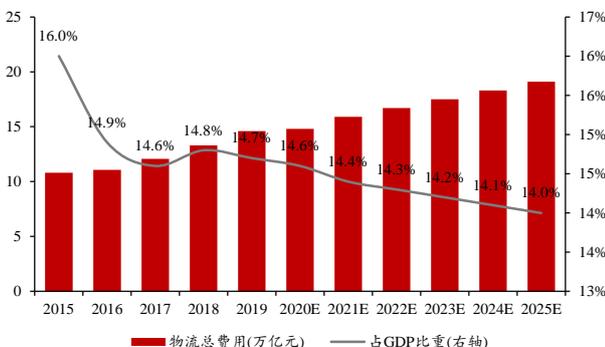
图 22: 我国 PMI 已连续多月位于荣枯线上



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

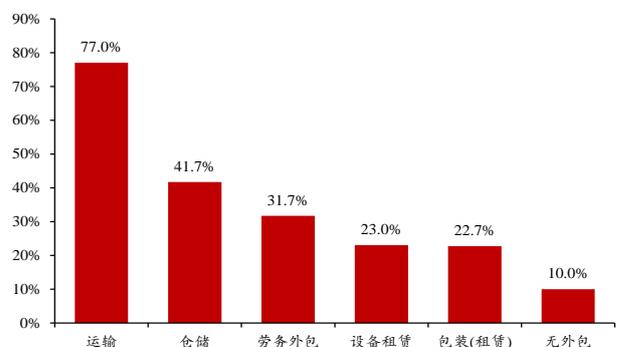
物流外包大势所趋, 效率仍有提升空间。随着我国制造业的分工逐步专业化, 企业更多倾向于将运输及仓储环节外包, 由此第三方专业物流服务供应商兴起, 物流效率有所提升, 我国物流总费用占 GDP 比重由 2010 年 17.4% 下降至 2019 年 14.7%, 《国家物流枢纽布局和建设规划》要求到 2025 年全社会物流总费用占 GDP 比例进一步下降至 12%。横向对比来看, 欧美发达国家物流总费用占 GDP 比重仅 8%-9% 左右, 说明我国物流效率仍有进一步提升空间, 第三方专业物流服务供应商仍大有可为。

图 23: 我国物流总费用占 GDP 比重持续下降



资料来源: Wind, 国家发改委, 灼识咨询, 浙商证券研究所

图 24: 物流外包主要集中在运输仓储环节



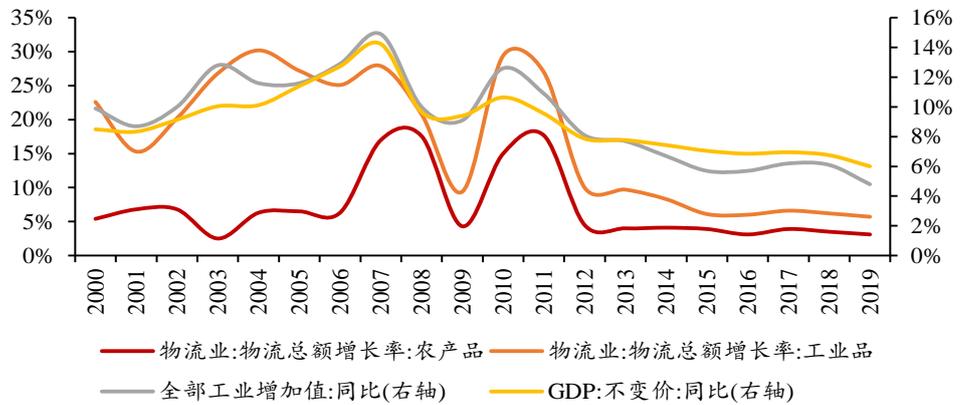
资料来源: 京东物流研究院, 浙商证券研究所

制造业供应链消费需求驱动逐渐替代产能供给驱动，对全程供应链服务要求进一步提升，龙头有望受益：

- 1) 从规划来看，《中国制造 2025》要求推动商业模式创新和业态创新，促进生产型制造向服务型制造转变，支持有条件的企业由提供产品向提供整体解决方案转变；
- 2) 从我国制造业驱动因素变化来看，受益于电商渗透与消费升级，消费需求的变化传导至产业链条上端，对原材料供应链服务能力提出更高要求，末端需求不确定化及交付周期高频化带来 C2M 的更高要求，中游制造与原料供应链应更加柔性化（此前中物联估算“十三五”期间我国大宗品社会销售额对 GDP 弹性系数约 0.88）。

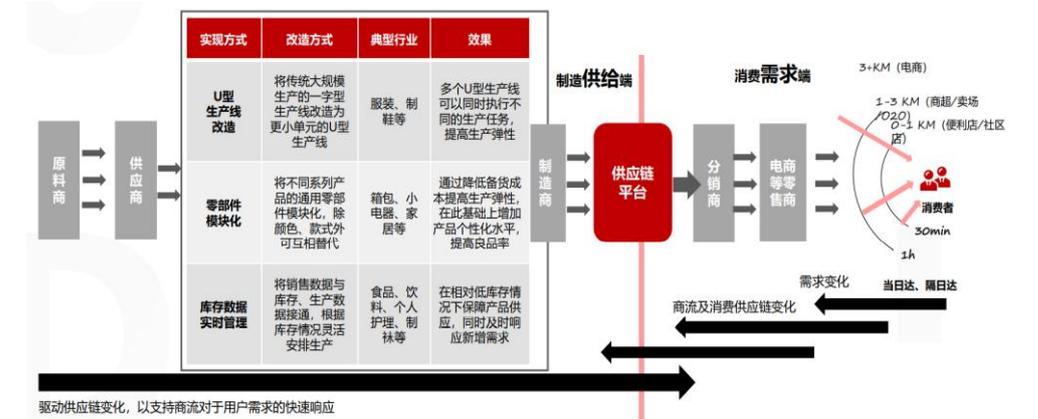
往后长期，需求侧变革背景下，管理智能化与服务全程化水平占优的大宗供应链企业将具备明显优势，一体化供应链服务能力的壁垒将进一步强化客户粘性，推动竞争格局优化。

图 25：2000-2019 年农产品与工业品物流总额与宏观经济波动高度相关



资料来源：Wind，国家发改委，浙商证券研究所

图 26：制造业全链路，包括原材料供应链往后长期将对消费端的需求变动反应更为灵敏



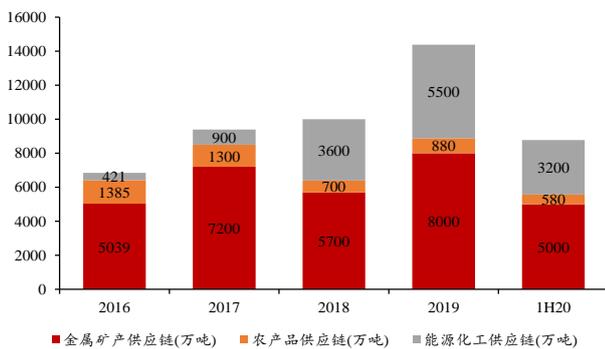
资料来源：京东物流研究院，浙商证券研究所

2.2. “以流促贸上量-以贸促流提质” 正向循环可期

受益于规模扩张及模式完善,公司大宗采购分销板块表现出色。2020年上半年,公司大宗商品采购分销服务经营货量超8700万吨,同比增长21%;营业收入1585亿元,同比增长30%。

- 1) **金属矿产供应链方面**, 1H20 经营货量约 5000 万吨, 其中黑色同比增长 76% 至超 3400 万吨, 铝产品同比增长 38% 至近 690 万吨; 1H20 营业收入同比增长 43% 至超 1100 亿元, 其中黑色同比增长 44% 至近 700 亿元, 铝产品同比增长 64% 至近 220 亿元。
- 2) **农产品供应链方面**, 1H20 经营货量同比增长 29% 至近 580 万吨, 营业收入同比增长 24% 至超 130 亿元, 其中粮食供应链经营货量超 480 万吨, 实现营业收入超 80 亿元, 同比增长均超 20%。
- 3) **能源化工供应链方面**, 1H20 经营货量同比增长 32% 至超 3200 万吨, 实现营业收入 330 亿元, 其中煤炭供应链经营货量超 2800 万吨, 实现营业收入超 170 亿元, 同比增长均超 30%; 化工供应链经营货量近 400 万吨, 实现营业收入 157 亿元。
- 4) **此外未来或发展原油供应链业务**, 据公司公告, 2020 年 7 月子公司象屿物流获批“原油非国营贸易进口资格”。根据凤凰网资讯, 原油非国营贸易进口资格的牌照壁垒较高, 按照公司目前的业务规划, 未来年原油操作可达 300 万吨, 预计可实现营收超 100 亿元, 充分享受到国家对原油进口的政策红利。

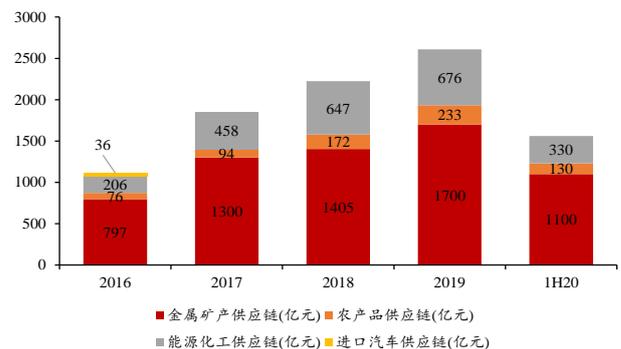
图 27: 公司大宗采购分销板块分货种经营货量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 2016 年进口汽车供应链未披露经营货量; 自 2018 年起公司将煤炭业务从金属矿产类调整到能源化工类

图 28: 公司大宗采购分销板块分货种营业收入

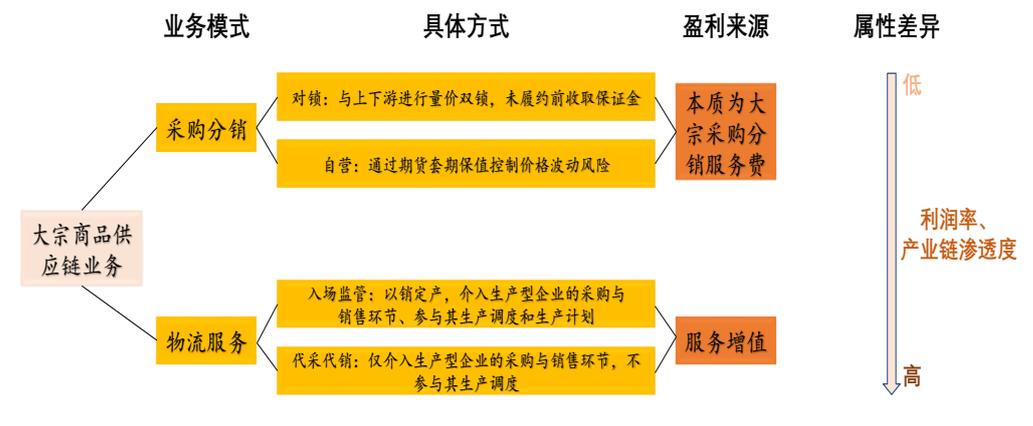


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 自 2018 年起公司将煤炭业务从金属矿产类调整到能源化工类

公司的赚钱模式逐步由价差收益转变为产业链延伸的服务增值收益。随着行业结构调整和产业整合升级的持续深入,制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强带动了大宗商品供应链服务领域的快速发展,同时物流服务也由单一环节的传统服务向产业链各个环节延伸拓展。企业不断拓宽服务内容,完善服务模式,贸易物流一体化发展、规模化运作已成为目前供应链管理服务企业的主要发展方向。

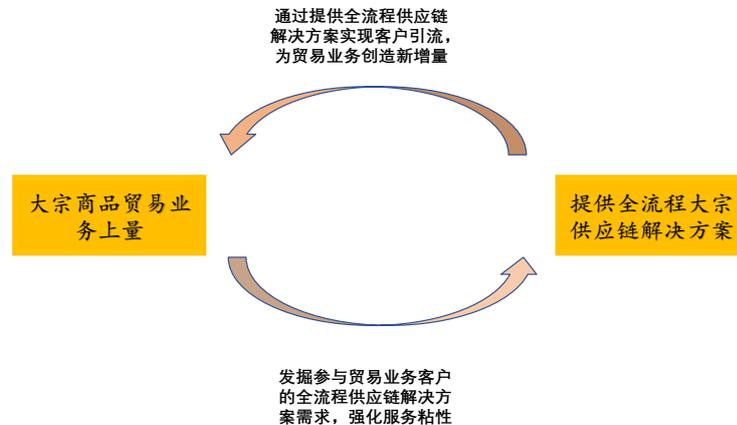
图 29：以厦门象屿为例的大宗全流程供应链赚钱模式



资料来源：联合信用评级报告，公司公告，浙商证券研究所

遵循“做大-做强”的客观规律，形成“以流促贸上量-以贸促流提质”正向循环。核心是会带动大宗贸易需求量的增长。从单一的物流服务提供商逐步升级为全流程供应链解决方案提供商，是大宗供应链企业通过服务差异化扩张市场份额的必经之路，我们认为公司有望利用提供全流程供应链解决方案创造需求，通过客户引流为贸易业务创造新增量，带动大宗商品贸易板块上量，再进一步发掘参与贸易业务客户内部的全流程供应链解决方案需求，强化服务粘性，由此形成两大主业板块之间的正向循环。

图 30：公司有望形成“以流促贸上量-以贸促流提质”正向循环



资料来源：浙商证券研究所

2.3. 扎根成功经验，从模式端看公司未来业绩增长存在的三个契机

根基：成功业务模式的复制迁移。公司将服务粮食产业链的“产业全链条服务”成功模式复制到金属矿产、农产品、能源化工等产业服务中，满足了客户“稳定货源、降低成本、控制风险、综合服务”等核心诉求，在实现降本增效的同时促进了全产业链价值的提升，形成了具有细分产业特色的供应链服务产品，进而分享增值收益：

- 1) **服务粮食产业链方面**，在产前，为农业生产提供种子、化肥、农机、农资等配套服务；在产中，形成“自种+合作种植”双轮驱动的种植业务模式，并进一步探索“产业联盟订单”模式；在产后，依托9大粮食收购、仓储、物流基地和北粮南运物流服务体系，提供粮食收购、筛选、烘干、仓储、运输等服务，为大型养

殖、饲料和深加工企业提供一体化原粮供应服务。产前与产中环节业务计入农产品物流板块，产后环节业务计入农产品采购分销板块。

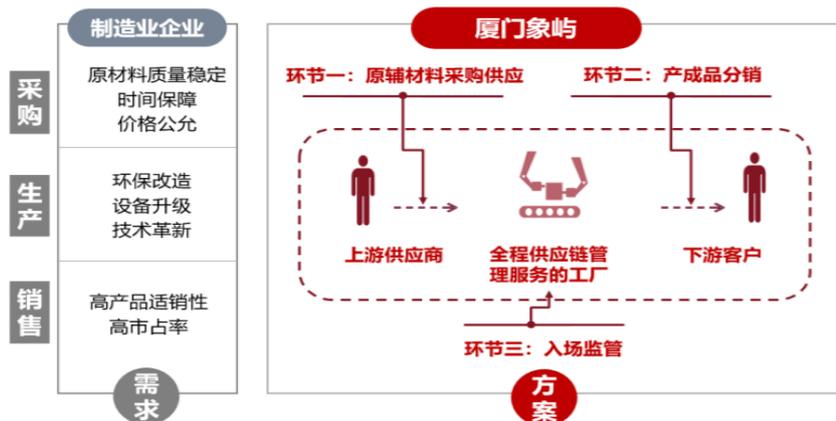
- 2) **服务黑色产业链方面**，在原辅材料采购供应、产成品销售、运输配送、仓储等一条龙服务的基础上，通过入场监管的方式管控风险，打造出全程供应链管理服务模式。
- 3) **服务铝产业链、煤炭产业链方面**，通过与上下游客户达成战略合作，锁定优质采购渠道，依托大跨度、多环节的物流服务能力开展供应链服务，铝产品跨省流通服务量和煤炭进口量均稳居全国前列。
- 4) **服务化工产业链方面**，为客户提供集采销、资金、物流、衍生品与信息为一体的综合服务，聚酯、塑料等产品业务量位居全国前列。

图 31：粮食全产业链服务模式



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 32：黑色全程供应链管理服务模式



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从模式端看，我们认为公司未来业绩的增长存在三大契机：

其一，农产品供需格局的优化。

- 1) **玉米**：供给端，2016年起国家取消玉米临储，带动玉米播种面积连年下降，库消比同样走低，玉米价格持续上行；需求端，生猪产能修复叠加畜禽养殖维持高位，

饲料粮需求持续向好。根据农业农村部最新预测,2020/21年度全国玉米播种面积同比继续下降0.05%至4126.4万公顷,玉米饲用消费同比增加1100万吨至1.85亿吨。玉米供给偏紧、需求增长的背景下,公司粮食产业链中部的“自种+合作种植”双轮驱动模式(2019年玉米自有种植面积约19万亩,合1.27万公顷)有望带动农产品供应链业务从中受益。

图 33: 我国玉米播种面积自 2015 年以来持续下降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 34: 全国玉米均价近期大幅上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2) **大豆:** 供给端,我国大豆自给自足能力稳步提升,大豆国内供给量占比由2015/16年度12.41%上升至2020/21年度16.39%;需求端,主要受益于2020年起生猪产能逐步恢复,国内蛋白粕需求提振,豆粕消费增加。根据农业农村部,当前东北农户余豆有限、惜售情绪较重,2020/21年度我国大豆总产量预计同比增长8.3%至1960万吨,而国际方面全球大豆供应偏紧。国内大豆自给自足能力提升叠加豆粕需求提振,公司农产品供应链业务及农产品物流业务都有望受益。

图 35: 我国大豆供给对外依赖度有所降低



资料来源: USDA, 浙商证券研究所

备注: 国内供给量占比=国内产量/(国内产量+进口量)

图 36: 我国豆粕库消比明显下降

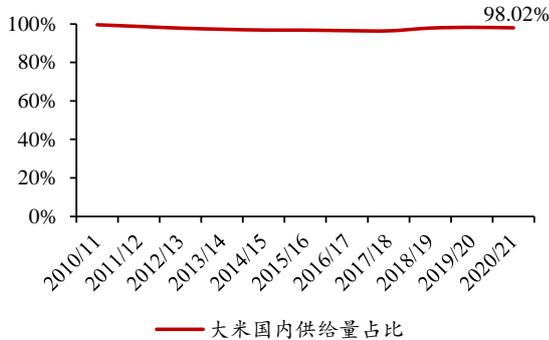


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3) **水稻:** 供给端,我国大米已能实现自给自足,根据USDA最新预测,大米国内产量占总供给量比重达98.02%;需求端,我国人口谷物摄入量明显较大,对大米需求具有较强刚性。近年来国家愈发强调粮食安全的重要性,大米库消比也由2014/15年度39.75%上升至2020/21年度78.12%,或催生更多仓储需求。公司自玉米临储取消后加大水稻收储力度,2019/20产季完成水稻收储量同比增长70%

至逾 50 万吨,截止 2020 年 6 月底国储库存约 900 万吨,其中水稻占比超 50%,因此公司农产品物流业务或能受益于水稻仓储需求的提升。

图 37: 我国大米能够自给自足



资料来源: USDA, 浙商证券研究所

备注: 国内供给量占比=国内产量/(国内产量+进口量)

图 38: 我国大米库消比上升或催生更多仓储需求

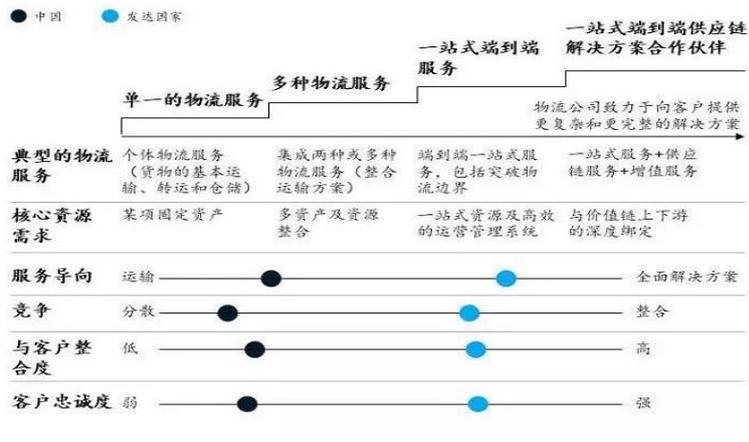


资料来源: USDA, 浙商证券研究所

其二, 产业链把控力提升叠加全流程服务闭环形成, 对需求粘性的强化。

- 1) **产业链把控力:** 在公司全程供应链的“入场监管”模式中, 公司不仅介入生产型企业的采购与销售环节, 还参与其生产调度和生产计划, 生产模式主要为以销定产, 结算周期约 30 天, 一般以现金结算。我们认为, “入场监管”模式虽然当前盈利能力较弱, 但能够更好地实现对全产业链的把控, 未来模式趋于成熟后, 规模效应也能够有效压降单位成本。
- 2) **全流程服务闭环:** 全面复制推广“全程供应链管理服务”模式。新开拓“西王特钢”等生产型钢厂项目, 为客户提供从原辅材料采购供应至产成品分销的全价值链流通服务; 在铝产品内贸业务基础上, 拓展铝土矿、氧化铝进口和铝制品出口业务, 形成稳定的铝产品国际采销渠道; 聚焦下游终端电厂和上游优质矿山资源, 在巩固煤炭进口业务优势的基础上, 加大力度拓展内贸煤业务。2020 上半年, “全程供应链管理服务”项目为公司贡献营业收入近 500 亿元, 同比增长超 40%。
- 3) **两者叠加, 强化需求粘性:** 大宗产业链的产销两端空间距离远、且两端主体普遍小而散。产业链把控力增强叠加货运稳定性提升, 在经营模式上向更高阶段的供应链管理方向转型, 能够增加上下游企业对服务商的依赖度, 从而使供应链服务商获得更大的利润空间。

图 39：升级物流服务到供应链服务，能够从与客户和价值链的深度绑定中实现增值



资料来源：麦肯锡，浙商证券研究所

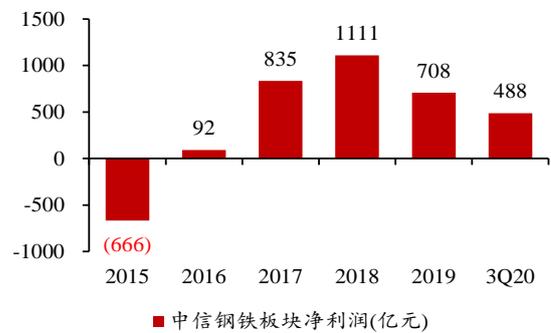
其三，后供给侧改革阶段过剩产能出清对利润空间的释放。2019 年以来，黑色、煤炭等行业的供给侧结构性改革步入深水区，过剩产能陆续出清，新增产能受到严格管控，产业发展向高质量转型，行业集中度持续提升，竞争格局大幅改善。上游大宗商品生产企业盈利状况和竞争格局的改善，客观上为向供应链环节释放更多利润创造了前提，此外产业集中度的提升也将带动供应链服务行业集中度的快速提升，头部供应链企业有望依托更大的竞争优势获得更高的市场份额。

图 40：中信煤炭板块净利润明显回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 41：中信钢铁板块净利润明显回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

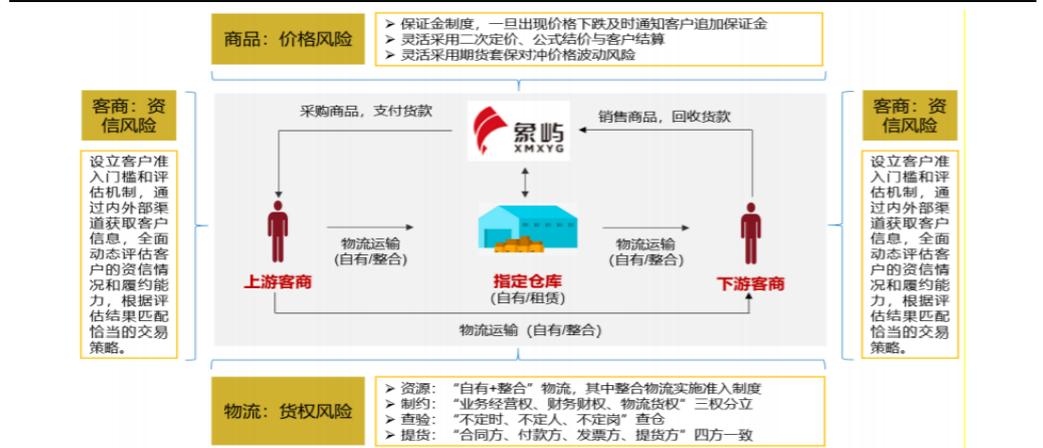
2.4. 全面风险管控体系准确识别、日趋完善

针对大宗供应链行业可能出现的经营风险，公司将风控作为核心生产力。公司已建立起多年运营基础上的完善风险管控体系，形成具有厦门象屿特色的风险识别及应对手段：

- 1) **渠道风险**：将中国广大的制造业企业作为目标客户，构建起稳定的上下游渠道，确保经营需求和客户信用可控；
- 2) **流动性风险**：将“流通性强且易变现”的大宗商品作为主营产品，确保经营产品可通过自有渠道快速变现，保证流动性和高周转；

3) **系统性风险**: 通过对主要业务板块、主要经营产品进行多维度组合, 避免单一业务、单一产品占比过高带来的系统性风险。

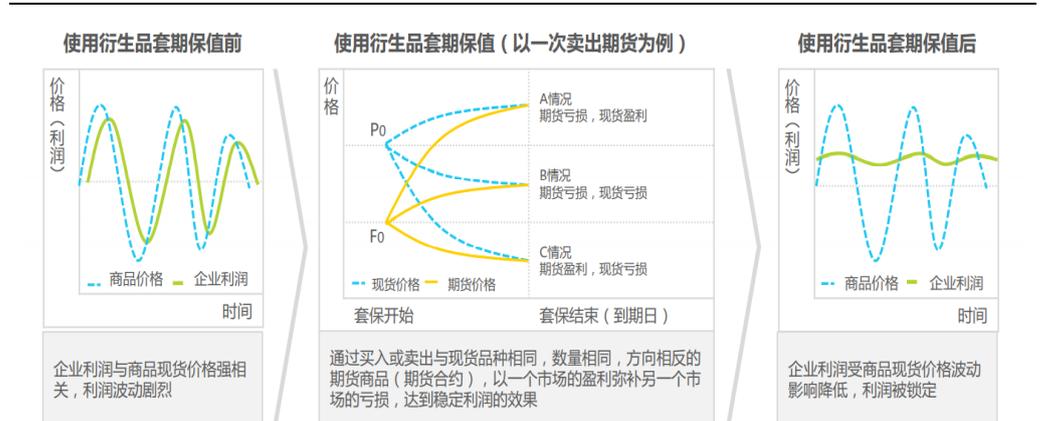
图 42: 公司业务过程中碰到的主要风险及应对手段



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

引入期货可对冲掉大宗贸易价格波动的风险。由于大宗商品自带金融属性的特点, 基于大宗商品的衍生品可以使用套期保值的方法减少价格波动对企业利润的影响, 其本质是一种风险的对冲。我国大宗商品市场价格波动显著, 风险敞口数额较大, 对使用金融衍生品进行套期保值的需求强烈, 然而迄今为止, 我国许多企业尤其是中小企业对于套期保值的认知仍然较低。厦门象屿作为我国大宗供应链龙头, 已经率先引入并使用大宗品期现套保机制, 有效实现风险对冲。

图 43: 衍生品套期保值机制



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

商业实质上, 公司主要利用期货合约对冲采购分销板块经营的大宗品。公司业务涉及的大宗商品不仅受到上游原料价格影响, 还受到宏观经济与下游行业形势的影响, 因此积极利用期货市场的风险规避功能。公司进行期货套保的基本逻辑在于, 买入(卖出)与现货市场数量相当、交易方向相反的期货合同, 以期在未来某一时间通过期货合同的公允价值变动补偿现货市场价格变动所带来的价格风险。

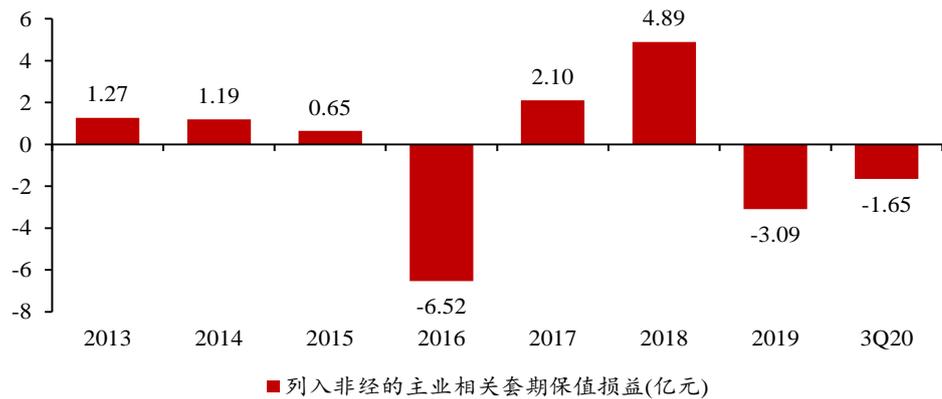
表 3：公司期货套保操作方式

操作方式	具体内容
买入套期保值	签订了远期销售合同后，如预期远期价格上涨，则首先在期货市场上买入等等的商品期货合约，规避价格上涨的风险
卖出套期保值	在买入现货的同时，如此时期货价格较高，而远期现货价格可能走低，则在期货市场卖出等等的商品期货合约，保有利润

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

报表处理上，主业相关套保行为发生的损益列入非经损益，从而平滑利润波动。按照会计准则规定，公司的期货套保主要包括 1) 未确认的确定承诺（涉及公允价值套期）与 2) 预期交易（涉及现金流量套期）。我们从损益角度来看，对于公允价值套期，套期工具产生的利得或损失以及被套期项目因被套期风险敞口形成的利得或损失计入当期损益；对于现金流量套期，套期工具产生的利得或损失中属于套期无效的部分计入当期损益。公司将主业相关套保损益列入非经，从利润端有效抵消了大宗品价格风险，保障业绩平稳性。

图 44：公司套期保值有效平滑利润波动



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

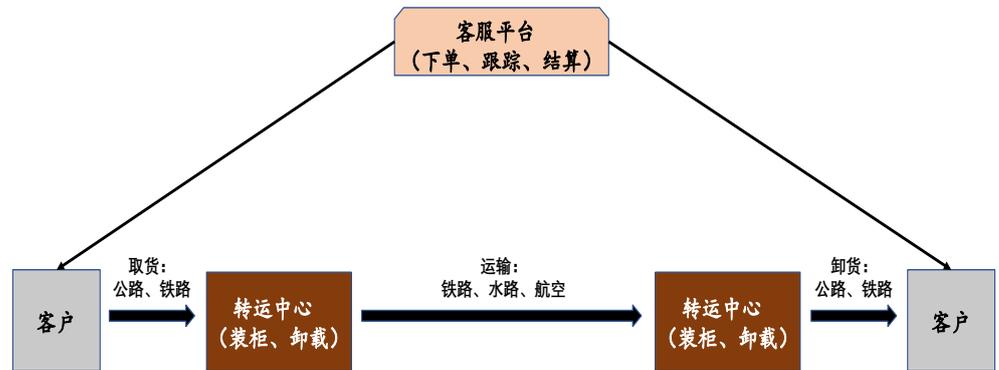
备注：主要是公司为配套主营业务现货经营，运用期货工具和外汇合约对冲大宗商品价格及汇率波动风险，相应产生的公允价值变动损益及处置损益，该损益与主营业务经营损益密切相关

3. 配套端：海陆物流网络全方位布局，多式联运大有可为

3.1. 多式联运有望迎来快速增长

多式联运是一种以实现货物整体运输的最优化效益为目标的联运组织形式。在我国，多式联运定义为联运经营者为委托人实现两种或两种以上运输方式的全程运输，以及提供相关运输物流辅助服务的活动。多式联运一般以集装箱运输为主，还包括大宗货物散货多式联运以及半挂车或整车多式联运等。根据交通运输部科学研究院现代物流研究中心测算，多式联运在全社会货运量中的比重每提高1个百分点，每年可为我国节约1000亿元左右的物流总费用。大力推进多式联运，有助于公铁水各大物流运输方式发挥协同作用、优势互补，提高物流效率。

图 45：多式联运运营模式简析



资料来源：浙商证券研究所

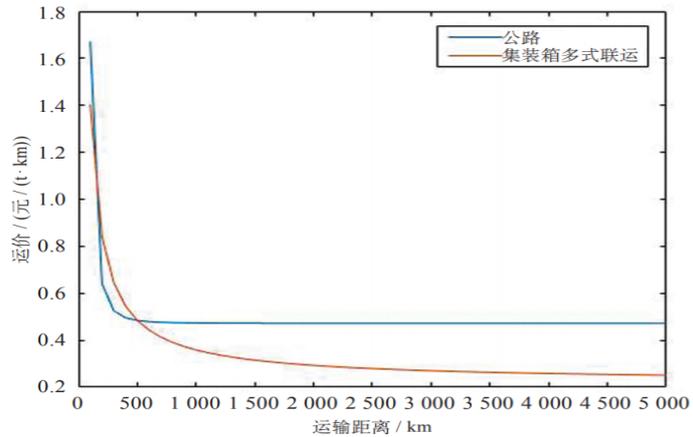
多式联运适合用于大宗商品运输，铁路环节为核心枢纽。由于多式联运主要是通过规模效应及整合运输环节中的冗余工序来提升物流效率，因而更适合于运输距离长、对成本敏感、运输体量大的商品，例如大宗商品。铁路货运具备大运量、低单位成本、环保节能的特点，是大宗商品多式联运的枢纽环节。

表 4：各种主要货物运输方式对比

运输方式	时速范围 (km/h)	运输特点	17年运价 (元/吨公里)	19年货运量 (亿吨)	19年货物周转量 (亿吨公里)	19年平均运距 (公里)
铁路	80-250	运距较长，时效较慢，受地形及货物品类影响	0.26	43.89	30182	688
公路	80-120	运距较短，时效快，个性化服务能力强	0.87	343.55	59636	174
水路	14-50	运距较长，时效最慢	0.01	74.72	103963	1391
民航	800-1000	时效较快，价格偏高	1.30	0.08	263	3495

资料来源：运联智库，交通运输部，浙商证券研究所

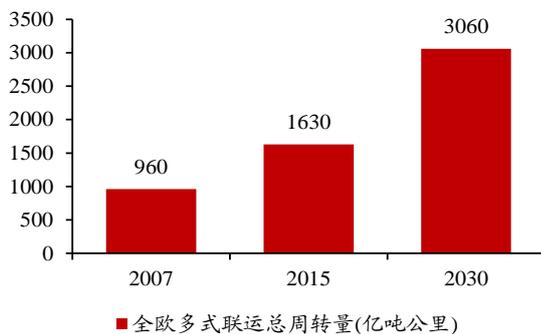
图 46：相较公路运输，运距越长则集装箱多式联运单位成本越低



资料来源：《我国铁路集装箱多式联运竞争力比较分析探讨》，浙商证券研究所

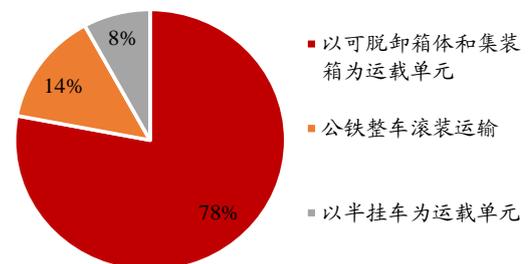
发达国家多式联运发展完备。根据交通运输部《多式联运发展技术指引》，近年来美国的多式联运一直保持着高速增长势头，且未来持续发展的空间很大，其中公铁联运成为主流方式，同时站场及集疏运体系健全、市场主体体系完善。2011年3月，欧盟出台新的运输政策白皮书《迈向统一欧洲的运输发展之路：构建更有竞争力、更高能效的运输系统》，提出绿色低碳交通发展目标，强调通过发展组合运输把更多公路货运转向铁路和水运，并提出2030年前转移30%、2050年前转移50%的目标；美国联邦运输部每隔5年会制定未来的战略规划，战略规划内容主要有运输业的使命、战略目标、规划实施步骤与未来计划评价等，将多式联运作为未来战略方向。

图 47：预计到 2030 年全欧多式联运周转量 3060 亿吨公里



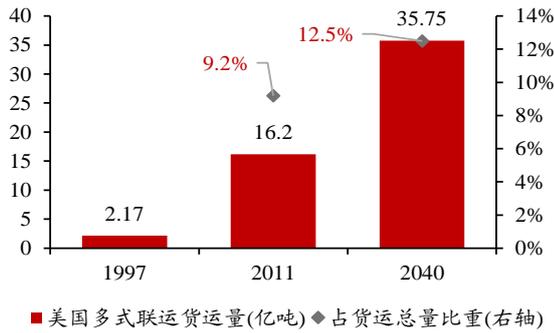
资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

图 48：欧洲多式联运结构



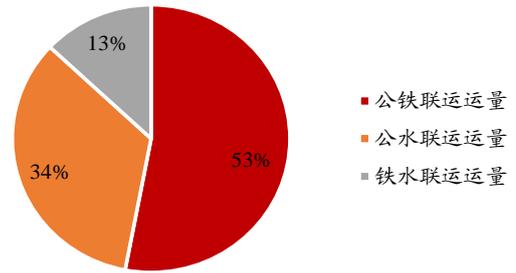
资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

图 49: 预计到 2040 年美国多式联运货运量 35.75 亿吨



资料来源: 交通运输部, 浙商证券研究所

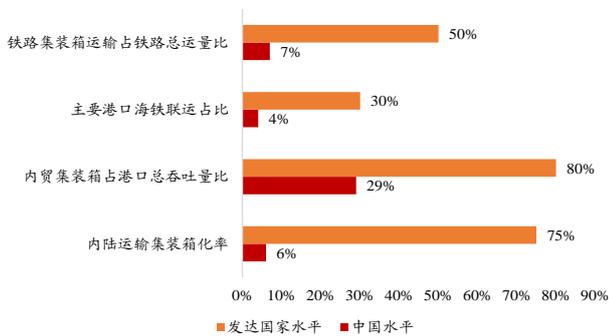
图 50: 美国多式联运结构



资料来源: 交通运输部, 浙商证券研究所

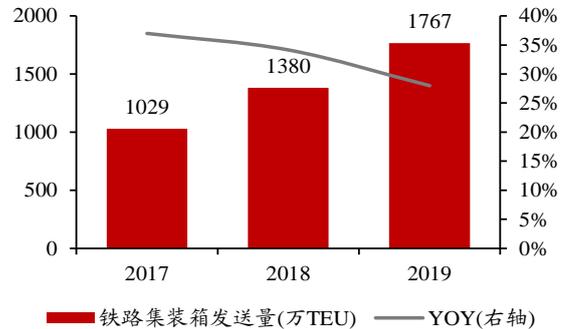
我国多式联运空间广阔, 集装箱化处于进行时。从多式联运总量看, 根据《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》, 预计 2020 年我国多式联运货运量可达 30.28 亿吨, 占全社会货运量比重 7.25% 左右, 仍低于 2011 年美国多式联运 9.2% 的占比; 从发挥核心作用的铁路集装箱运量看(实现多式联运的重要条件在于设施标准化, 集装箱是典型的标准设施), 根据学术论文《我国铁路集装箱多式联运竞争力比较分析探讨》, 2019 年我国铁路集装箱运量 1767 万 TEU(预计 2020 年达 2000 万 TEU), 我们测算占铁路总运量 7%-9% 左右, 发达国家占比则在 50% 左右。

图 51: 横向看中国多式联运市场仍有较大空间



资料来源: 中国集装箱行业协会, 浙商证券研究所

图 52: 我国铁路集装箱发送量稳步增长



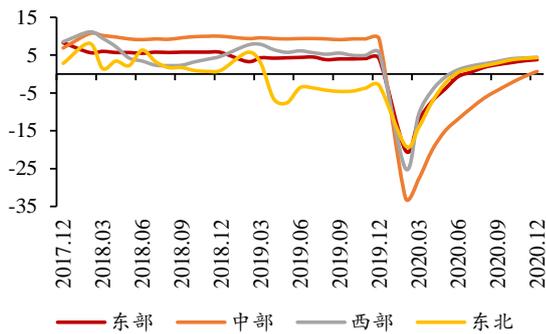
资料来源:《我国铁路集装箱多式联运竞争力比较分析探讨》,《我国多式联运存在问题及发展策略》, 浙商证券研究所

备注: 18 年发送量及同比增速系根据 17 年及 19 年数据推算

我们认为, 从区域经济协同发展、运力结构优化、政策支持三个层面来看, 多式联运货量未来有望大幅攀升:

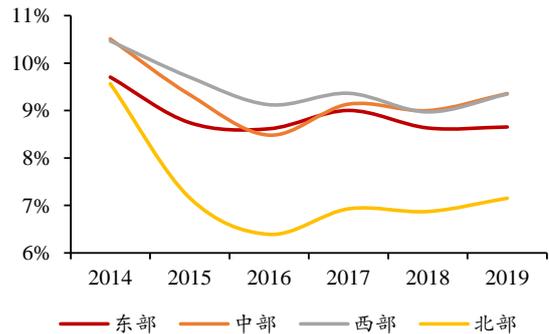
- 1) 大趋势看区域间经济协调发展。促进区域协调发展是新时期经济和体制改革的重要工作之一, 各大区域协调发展战略的稳步推进将带来基础设施建设需求的全面提升。根据《国家物流枢纽布局和建设规划》, 到 2025 年底前, 多式联运体系基本建成, 多式联运相关的服务规范和运行规则基本形成; 建设 30 个左右体现共享型、平台型、供应链组织型特色的国家物流枢纽。联运设施升级将更好服务于区域经济的协同性提升。

图 53：分地区固定资产投资完成额累计同比（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

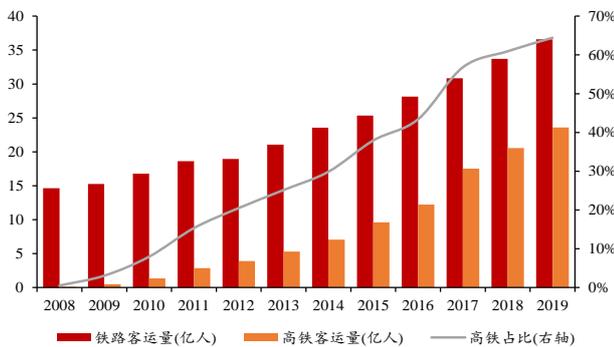
图 54：分地区人均可支配收入同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

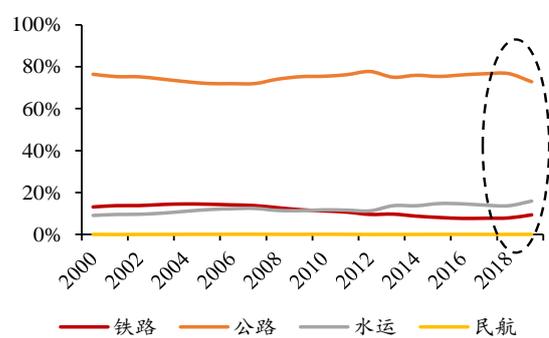
2) **核心铁路运力明显释放，铁水货运占比回升。**一方面，近年来铁路客运往高铁转移趋势明朗，过去客货混跑的现象明显好转，铁路货运回暖也带动铁路货车采购量由 2010 年 3.3 万辆上升至 2019 年 4.22 万辆，根据交通运输部《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》，大宗、集装箱和专业特色物流运量占国家铁路总运量比例由 2018 年 8:1:1 发展至 2025 年 7:2:1，到 2035 年进一步优化至 6:3:1；另一方面，铁路与水路货运占比回升，强化对公路货运运力的承接与替代，预计在公路治超趋严及环保要求提升的背景下，铁水运输贡献会进一步提升。

图 55：铁路客运逐渐向高铁转移



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 56：铁路与水路货运占比回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3) **多式联运享受多重政策红利。**2019 年，按照铁路实现增量 2.5 亿吨任务目标，国铁集团分线、分区域、分品类细化完善运输组织方案，多式联运保增量 2000 万吨。多式联运为单一主体负责全程承运，可通过全流程各运输方式的优势整合降低运输成本，同时水路与铁路运输的环保程度优于公路运输，在“公转铁”等货物运输结构调整政策及“碳达峰、碳中和”等环境保护政策引导下，我国多式联运将迎来发展良机。

表 5：“多式联运”的相关政策利好持续发力

时间	事件
2014 年 9 月	国务院印发《物流业发展中长期规划（2014-2020）》，将“多式联运”工程列为重点工程，提出加快推进大宗散货水铁联运、集装箱多式联运，探索铁路驮背运输、水路滚装运输等多式联运体系
2015 年 7 月	国家发改委、交通运输部印发《关于开展多式联运示范工程的通知》，建立多式联运持续、有序发展的机制体制，加快推进物流大通道建设

2017年1月	交通运输部等18个部门联合发布《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》，标志着我国已将多式联运发展上升为国家层面的制度安排
2017年5月	发改委等印发《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》，大力发展集装箱多式联运，加快推进铁路货物集装、零散货物快运化
2017年12月	中央经济工作会议提出深化铁路等行业改革，增加铁路运量，降低用能、物流成本
2018年5月	发改委等印发《关于做好2018年降成本重点工作的通知》，发展集装箱等成组化运输，发挥铁路在多式联运中的突出作用，积极提升铁路货运比例
2018年12月	国家发改委和交通运输部印发《国家物流枢纽布局和建设规划》，要求2025年底前多式联运体系基本建成
2020年6月	国家发改委和交通运输部印发《关于进一步降低物流成本的实施意见》，以多式联运为突破口，以基础设施联网优化为基础，加快推进运输结构调整，构建“宜铁则铁，宜公则公，宜水则水”的局面，降低综合运输成本
2020年12月	中央经济工作会议要求我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，力争2060年前实现碳中和，抓紧制定2030年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰

资料来源：交通运输部，发改委，国铁集团，新华社，浙商证券研究所

依托象道物流开展铁路物流为核心的多式联运，增长前景可期。公司通过控股象道物流布局铁路运输，逐步构建起以铁路为核心的多式联运线路，大宗商品物流服务能力显著提升。在中西部地区的大宗商品集散区域，拥有沿铁路线枢纽的配备铁路专用线的铁路货场，在铁路货场外围布局业务网点，形成铁路货运业务辐射能力，为公司构筑从北到南、自东向西、从沿海到内陆的海运、河运、铁运、汽运多式联运物流服务体系奠定了坚实的基础。通过“公铁海”多式联运，公司得以构建连贯产区与销区的物流通路。

- 1) 持续整合资源。**与中远海体系船公司、招商系港口、北部湾港口、日青连港口全面战略合作，与公司自有的铁路物流体系连接，提升多式联运服务能力。2020年上半年，公司北粮南运实现运量超250万吨，氧化铝跨省流通实现运量超130万吨，北煤南运实现运量超400万吨。
- 2) 完善铁路物流网络。**新开发“内蒙古临河-天津”“陕西宝鸡、彬县-云贵川”“广西防城港-四川”“山东滨州-新疆昌吉”等铁路运输线路；上线设备管理系统，加强整体设备的运营调控，提高使用效率。
- 3) 推动相对轻资产运营方式。**成立网络货运平台运营主体“天津象屿智运物流有限责任公司”并与天津东疆保税区签约，与头部物联网科技企业G7合作开发系统，搭建智能化的公路运输资源整合平台，进一步完善“公铁水仓”的网络化物流服务体系。

图 57：象道物流煤炭铁海联运华南福建流向路线



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.2. 水陆物流网络布局覆盖全球、连接海外

盘活多式物流仓储体系，网络布局完善。公司通过自有与外协相结合、轻资产与重资产相结合的方式，串联“公、铁、水、仓”，形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系，包括贯通中西、串联南北的铁路运输网络；辐射全国的公路运输网络；立足国内主要口岸、延伸至“一带一路”沿线的水路运输网络；覆盖东部沿海、中西部大宗商品集散区域的仓储集群。因此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。

图 58：公司形成覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

拓展国际化，一带一路沿线业务布局再突破。从顶层设计看，公司组建国际化战略工作组，制定国际化业务拓展方案，强化顶层设计和组织保障。从核心产品看，聚焦煤炭、铁矿石等核心产品，2020年上半年进出口业务逆势增长，进出口总额达41.3亿美元，同比增长33%，其中进口34.3亿美元，同比大增43%。从项目开拓看，积极推进“象屿集

团印尼 250 万吨不锈钢冶炼一体化项目”、“中国-印尼”国际物流线路项目、“中国-越南”物流线路项目，同时拓展俄罗斯、中亚至国内沿海口岸、内陆加工集中区的精品班列。公司未来将进一步围绕一带一路全力推动国际化业务。

图 59：象屿集团印尼不锈钢冶炼项目全景



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 60：公司境外地区主营业务收入 15-19 年复合增速 31%

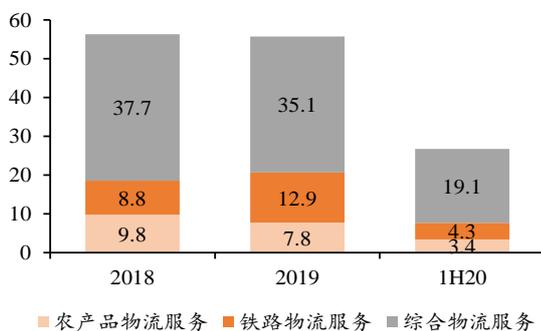


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 硬件设施的强化将赋能公司业态模式的升级

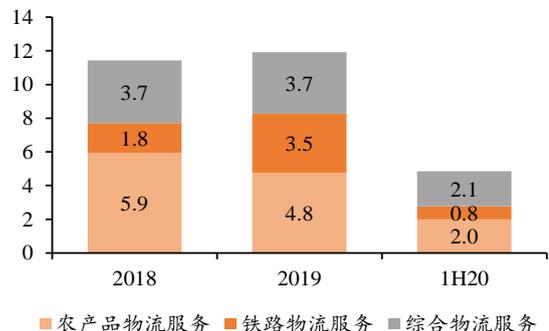
当前，公司已构建并逐步完善的物流网络体系包括基础物流服务体系、农产品物流服务体系、铁路物流服务体系。

图 61：公司物流业务营收拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 62：公司物流业务毛利润拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1) **基础物流服务体系**：基于较为完善的基础设施（仓库、堆场、专业物流园区），发展仓储、运输配送、内贸海运、国际货运代理、进口清关、堆场服务、港口服务、园区运营服务等业务。堆场方面，截止 2019 年末，公司在厦门和福州的四个港区拥有自营堆场 33.83 万平方米；仓储方面，截止 2019 年末，公司在全国各地拥有自营仓库面积约 34.18 万平方米；物流园区方面，公司已在区域核心城市厦门、泉州、福州、上海、天津、唐山等地开发建设并经营专业物流园区，通过培育产业集群效应赚取专业运营收入。

表 6：截止 2019 年末公司自营堆场情况

地理位置	厦门		福州	
	海天港区	海沧港区	马尾青州港区	福清江阴港区
堆场类型	非保税	保税/非保税	非保税	非保税
堆场总面积（平方米）	115177	138419	21807	62897

场装面积(平方米)	37843	21597	1813	3220
修箱场面积(平方米)	19317	21562	1800	1200
冷藏箱插座(个)	180	60	32	24

资料来源: 联合信用评级报告, 浙商证券研究所

表 7: 截止 2019 年末公司自营仓库分布情况(单位: 万平方米)

地理位置	厦门			福州			上海	广州	青岛	其他
	保税区	现代物流园	保税物流园	海沧港区	马尾港区	江阴港区	宝山区	黄埔区	黄岛区	天津、太仓、 信阳、诸暨、 滨州、临沂等
仓储面积	1.29	1	0.03	6.82	0.15	0.3	6.18	3.9	4.9	9.61
仓库类型	保税	非保税	保税	非保税	非保税	非保税	非保税	非保税	非保税	非保税

资料来源: 联合信用评级报告, 浙商证券研究所

2) **农产品物流服务体系:** 在产业链上游, 提供土地流转、种肥农机服务、合作种植服务; 在产业链中游, 提供粮食收购、烘干、仓储、运输等各环节流通服务。截止 2019 年末, 公司以九大粮食仓储物流中心为核心节点, 配备烘干、铁路专用线等资源, 整合粮食铁路运输车 1250 余节、敞顶箱 1100 余个, 辐射周边 40 多个收购网点, 自有和合作仓容已超过 1500 万吨, 辐射周边粮源 2500 万吨, 管理国储粮食库存总量近 1100 万吨。此外, 公司在北方港区与锦州港、大连港、北良港、营口港合作经营和管理近 50 万吨港区库容, 铁路运输范围覆盖东北三省, 年运力超过 400 万吨。其中, 公司开展国家粮食临储业务, 即按照国家规定的收储价格向农民收购粮食, 经过烘干、仓储, 再运输交给国家指定粮库, 一般粮食入库后 3 年内逐渐出仓。公司可获得收粮费用补贴、烘干补贴、保管费用补贴、出库费用补贴等收益, 公司在玉米国家临储政策取消后积极向“贸易粮”业务转型, 同时增加国储水稻收购力度, 形成了新的利润增长点。

表 8: 公司粮食代收业务收入构成情况(单位: 亿元, %)

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-9 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
仓储收入	12.53	55.10	10.69	60.23	9.67	61.52	5.73	63.82
装卸收入	2.52	40.24	0.43	-37.93	0.96	57.34	0.27	57.45
烘干收入	0.99	-15.84	0.06	-909.26	0.16	-32.86	0.01	-194.28
合计	16.05	48.37	11.18	51.15	10.80	59.74	6.01	63.13

资料来源: 联合信用评级报告, 浙商证券研究所

备注: 仓储收入计入农产品物流服务收入, 装卸收入和烘干收入计入其他业务收入

3) **铁路物流服务体系:** 截止 2019 年末, 公司形成了覆盖陕西、河南、江西、湖南、青海、贵州、云南、山西、四川、广西、福建等省市的大宗货物运输配送网络, 在中西部地区的大宗商品集散区域自有及租赁铁路货运场站 19 个, 配套约 50 公里铁路专用线、逾 220 万平方米集装箱堆场和仓库、约 3 万个自备集装箱, 年

运力超 1600 万吨，结合市场需求与铁路运输政策形成贯通中西、串联南北的铁路运输网络，此外依托完善的铁路物流网络拓展货量与品类。

图 63：象道物流改变了呼和浩特站无集装箱铁运的历史



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 64：象道物流积极开展铁水联运



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 9：截止 2020 年 3 月末公司主要在建铁路物流项目情况（单位：亿元）

名称	简介	总投资	投资进度	截止 2020 年 3 月末 已投资	2020 年 4-12 月计划 投资
巩义象道货场建设项目	巩义市象道物流有限公司自有土地 133 亩正用于铁路专用线施工建设中，未来将拥有三条专用线及十万平方仓库	2.82	92.46%	2.61	0.21
安阳象道货场建设项目	安阳象道国际物流园铁路专用线工程将建成自有铁路专用线 6 条，届时将主要承接安阳钢铁的铁矿石与钢材到发，货量预计可达到 150-200 万吨/年	5.40	76.40%	4.13	1.27
息烽象道货场建设项目	息烽象道物流有限公司目前将自有的 200 亩土地用于息烽九寨物流铁路专用线工程建设，未来将拥有自有铁路专用线三条以及 8 万平方米左右仓库	2.48	76.45%	1.90	0.58

资料来源：联合信用评级报告，浙商证券研究所

总体来看，我们认为公司未来在配套端会有三方面的拓展，以硬件实力的自我强化赋能业务模式的业态升级：其一，拓宽物流网络覆盖范围，以一带一路为抓手全力推动国际化业务；其二，提升关键物流节点密度，通过持续推动与外部优势物流企业的战略合作，夯实物流多式联运服务平台；其三，加大数智化建设力度，力争在网络货运、智能仓库、仓单流转、供应链金融方面取得突破性进展。

4. 激励端：股权激励落地，赋予进取动力

4.1. 授予股票期权与限制性股票，行权条件要求较高

股权激励计划落地，业绩考核目标设定较高。2020 年 11 月，公司发布《2020 年股权激励计划（草案）》，为建立健全长效激励机制，决定对公司董事、高管、核心管理人员及

子公司核心管理层实施股票期权激励计划，对公司核心管理人员及子公司核心管理层实施限制性股票激励计划。截止目前，首次授予已经完成。

- 1) **股票期权激励计划**: 拟向公司董事、高管、核心管理人员及子公司核心管理层合计 36 人授予 4279.57 万份股票期权，其中首次已授予 3980 万份，行权价格每份 6.21 元。从主要业绩考核目标来看，一是要求 2021/2022/2023 年营业收入相较 2019 年增长不低于 40%/50%/61%，二是要求 2021/2022/2023 年每股收益不低于 0.60 元/0.71 元/0.86 元。

表 10: 股票期权激励具体情况

股票期权	
股票来源	公司回购的 A 股普通股和向激励对象定向发行公司 A 股普通股
拟授予数量	共计 4279.57 万份股票期权，其中首次授予 3980 万份，预留 299.57 万份
被授予人权利	在满足行权条件的情况下，激励对象获授的每一份股票期权拥有在有效期内以行权价格购买 1 股公司股票的权利
激励对象	公司董事、高管、核心管理人员及子公司核心管理层（合计 36 人）
行权价格	每份 6.21 元
行权期业绩考核	第一个行权期 (1) 以 2019 年度营业收入为基准，2021 年度营业收入增长率不低于 40%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平； (2) 2021 年度每股收益不低于 0.60 元/股，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平； (3) 2021 年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。
	第二个行权期 (1) 以 2019 年度营业收入为基准，2022 年度营业收入增长率不低于 50%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平； (2) 2022 年度每股收益不低于 0.71 元/股，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平； (3) 2022 年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。
	第三个行权期 (1) 以 2019 年度营业收入为基准，2023 年度营业收入增长率不低于 61%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平； (2) 2023 年度每股收益不低于 0.86 元/股，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平； (3) 2023 年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- 2) **限制性股票激励计划**: 拟向核心管理人员及子公司核心管理层授予共计 2171.06 万股公司限制性股票，其中首次已授予 218 人 1998.75 万股，授予价格每股 3.73 元。从主要业绩考核目标来看，一是要求 2021/2022/2023 年营业收入相较 2019 年增长不低于 40%/50%/61%，二是要求 2021/2022/2023 年每股收益不低于 0.54 元/0.60 元/0.66 元。

表 11: 限制性股票激励具体情况

限制性股票	
股票来源	公司从二级市场回购的本公司 A 股普通股
拟授予数量	共计 2171.06 万股公司限制性股票，计划首次授予 2019.09 万股，预留 151.97 万股，实际首次授予 1998.75 万股
被授予人权利	满足授予条件后，激励对象可以每股 3.73 元的价格购买公司从二级市场回购的本公司 A 股股票
激励对象	核心管理人员及子公司核心管理层（计划 223 人，首次实际授予 218 人）
行权价格	每股 3.73 元
解除限售期业绩考核	第一个解除 (1) 以 2019 年度营业收入为基准，2021 年度营业收入增长率不低于 40%，且不低于同行业

限售期	均值或对标企业 75 分位值水平; (2) 2021 年度每股收益不低于 0.54 元/股, 且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平; (3) 2021 年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。
第二个解除	(1) 以 2019 年度营业收入为基准, 2022 年度营业收入增长率不低于 50%, 且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平;
限售期	(2) 2022 年度每股收益不低于 0.60 元/股, 且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平; (3) 2022 年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。
第三个解除	(1) 以 2019 年度营业收入为基准, 2023 年度营业收入增长率不低于 61%, 且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平;
限售期	(2) 2023 年度每股收益不低于 0.66 元/股, 且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平; (3) 2023 年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。

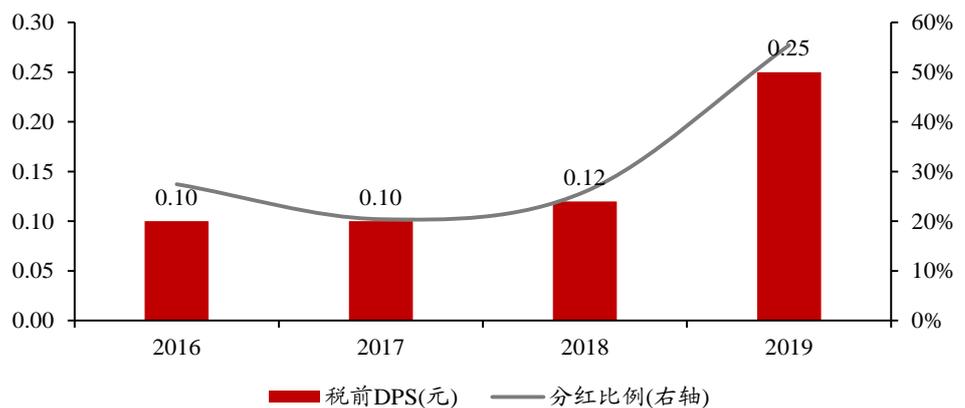
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

综合来看, 本次激励业绩目标设定整体严格, 其中对公司董事及管理层的考核要求更加看重盈利能力, 彰显对基本面信心。本次股权激励计划中, 股票期权激励计划与限制性股票激励计划对营收增长率考核要求相同, 但公司董事与高管参与的股票期权激励计划对每股收益考核要求更为严格。我们认为这彰显了管理层对于公司发展的信心, 也带来了内生进取的动力。

4.2. 内部激励有望成为业绩助推器, 或利好高分红维系

2019 年两度分红, 累计分红比例同比大增 29pts。2019 年全年公司两度派息, 累计每股股利(税前) 0.25 元, 同比增加 0.13 元; 累计分红比例 55.42%, 同比大增 29.47pts。

图 65: 公司 2019 年分红比例 55%



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

若强激励下业绩高增兑现, 股利政策方面高分红或亦能延续。一方面, 公司 2020 年 4 月发布《股东回报规划(2020 年-2022 年)》, 承诺除特殊情况外, 2020-2022 年每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的合并报表可供分配净利润的 30%; 另一方面, 根据 2020 年 5 月每日经济新闻对张水利董事长的访谈内容, 公司会继续重视分红持续性与投资者回报。叠加此次股权激励计划对业绩目标设定的指引, 假设 2021-2023 年公司分红

比例维持 50%，我们测算三年间对应股票期权计划目标 EPS 的股息率分别 4.8%、5.7%、6.9%，合计股息收益 17.5%。

表 12：根据股权激励计划目标设定对公司股利支付情况测算（收盘价数据截止 2021/3/15）

	2021E	2022E	2023E
股票期权：			
EPS 目标底线	0.60	0.71	0.86
30%分红比例假设下 DPS	0.18	0.21	0.26
40%分红比例假设下 DPS	0.24	0.28	0.34
50%分红比例假设下 DPS	0.30	0.36	0.43
30%分红比例假设下股息率	2.9%	3.4%	4.2%
40%分红比例假设下股息率	3.9%	4.6%	5.6%
50%分红比例假设下股息率	4.8%	5.7%	6.9%
限制性股票：			
EPS 目标底线	0.54	0.60	0.66
30%分红比例假设下 DPS	0.16	0.18	0.20
40%分红比例假设下 DPS	0.22	0.24	0.26
50%分红比例假设下 DPS	0.27	0.30	0.33
30%分红比例假设下股息率	2.6%	2.9%	3.2%
40%分红比例假设下股息率	3.5%	3.9%	4.3%
50%分红比例假设下股息率	4.4%	4.8%	5.3%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1. 预计公司 2021 年/2022 年归母净利润 14.35 亿元/16.83 亿元

收入端：

【大宗商品采购分销服务】

- 1) **金属矿产供应链业务方面**，考虑 2020 年起公司将粮食“产业链全链条服务模式”成功经验复制到黑色、铝等金属矿产业务，假设 2020-2022 年经营货量分别同比 +25%、+12%、+10%。
- 2) **农产品供应链方面**，考虑客观上公司较成熟完备的一体化服务体系已经形成，且主观上引入战投、有纵深发展决心，假设 2020-2022 年经营货量分别同比 +30%、25%、22%。
- 3) **能源化工供应链方面**，主要是煤炭、塑料、聚酯等，假设维持相对稳健增长，2020-2022 年经营货量分别同比 +4%、+5%、+6%。
- 4) **费率方面**，由于大宗商品采购分销服务的盈利模式本质为服务费，我们不考虑大宗商品价格波动影响。

我们预计 2020-2022 年大宗商品采购分销服务营业收入分别 3160.51 亿元、3526.41 亿元、3892.03 亿元，同比分别+19.78%、11.58%、10.37%。

【大宗商品物流服务】

- 1) **农产品物流方面**，主要是粮食储存业务，假设 2020 年受新冠疫情影响营业收入同比-18%，后续低基数下有所回升、但临储政策逐步收紧导致总量整体趋降，假设 2021、2022 年营业收入分别同比+12%、+8%。
- 2) **铁路物流方面**，假设 2020 年受新冠疫情影响营业收入同比-20%，后续象道物流依托铁路网络开展多式联运带来相对高增，假设 2021、2022 年营业收入分别同比+30%、+25%。
- 3) **综合物流方面**，假设营业收入与大宗商品采购分销业务收入保持一致增速。

我们预计 2020-2022 年大宗商品物流服务营业收入分别 58.74 亿元、67.47 亿元、76.26 亿元，同比分别+5.34%、+14.85%、13.02%。

此外假设其他业务收入维稳，我们预计公司 2020-2022 年营业总收入分别 3249.06 亿元、3623.68 亿元、3998.08 亿元，同比分别+19.27%、+11.53%、10.33%。

表 13：营业收入预测简表（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2340.08	2724.12	3249.06	3623.68	3998.08
YOY	15.11%	16.41%	19.27%	11.53%	10.33%
大宗商品采购分销服务收入	2260.48	2638.55	3160.51	3526.41	3892.03
其中：					
金属矿产供应链	1404.95	1700.00	2125.00	2380.00	2618.00
农产品供应链	171.50	233.07	303.00	378.75	462.07
能源化工供应链	647.27	676.00	703.04	738.19	782.48
大宗商品物流服务收入	56.31	55.77	58.74	67.47	76.26
其中：					
农产品物流	9.77	7.76	6.37	7.13	7.70
铁路物流	8.81	12.88	10.30	13.39	16.74
综合物流	37.73	35.13	42.08	46.95	51.81
其他业务收入	4.07	3.56	3.56	3.56	3.56

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

利润端：

- 1) 考虑自 2020 年起适用新会计准则，将商品控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算，导致大宗商品采购分销服务毛利率较 2019 年下降，后续由于商业模式的原因趋稳，我们在不考虑大宗商品价格变动影响的假设下，预计：

① 大宗采购分销 2020-2022 年毛利率分别 1.72%、1.69%、1.71%；

② 物流业务 2020-2022 年毛利率分别 16.82%、15.87%、14.81%。

最终预计 2020-2022 年综合毛利率分别 2.01%、1.98%、1.98%。

- 2) 假设 2020-2022 年销售费用率分别为 0.7%、0.7%、0.7%;管理费用率分别为 0.23%、0.22%、0.21%。
- 3) 由于公司大宗商品采购分销业务实质上并不受到大宗价格波动的影响,相应地简化假设并不考虑期现套保对非经损益的影响。
- 4) 由于公司参股联营企业业绩增长较稳健,假设 2020-2022 年投资收益分别同比 +10%、+10%、+10%。

综合毛利润及其他损益情况,我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别 12.11 亿元、14.35 亿元、16.83 亿元,同比分别+9.50%、+18.46%、+17.35%。

表 14: 盈利预测简表 (单位: 亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2340.08	2724.12	3249.06	3623.68	3998.08
YOY	15.11%	16.41%	19.27%	11.53%	10.33%
毛利率	2.75%	3.10%	2.01%	1.98%	1.98%
营业成本	2275.70	2639.61	3183.59	3551.91	3919.04
毛利润	64.38	84.50	65.47	71.78	79.04
销售费用	28.93	42.58	22.74	25.37	27.99
管理费用	6.08	6.81	7.47	7.97	8.40
归母净利润	9.98	11.06	12.11	14.35	16.83
YOY	39.68%	10.84%	9.50%	18.46%	17.35%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5.2. 估值偏低, 首次覆盖给予“买入”评级

根据我们的预测, 厦门象屿 2020-2022 年 EPS 分别为 0.56 元、0.66 元、0.78 元。从估值角度看, 对应当前收盘价, 公司 PE (TTM) 为 11.30 倍, 2020-2022 年对应 PE 分别为 11.12 倍、9.38 倍、8.00 倍。

如前文分析, 厦门象屿在模式端有全程供应链服务助力大宗贸易, 业务扩张自带需求; 在配套端有海陆物流网络全方位布局, 多式联运大有可为; 在激励端行权条件要求较高, 带来内生进取动力。因此从成长性角度看, 公司 2020-2022 年归母净利润 17.90% 的复合增速确定性较高, 对应 2021E 市盈率的 PEG=0.52<1, 估值相对成长性明显偏低。

综合公司软硬件设施布局及内生成长性驱动等方面, 根据公司 2019-2022 年归母净利润复合增速 15.03%、2020-2022 年归母净利润复合增速 17.90%, 我们从 PEG 角度考虑, 保守认为公司合理估值在 15 倍 PE 左右, 对应 2021 年归母净利润 14.35 亿元合理市值 215 亿元左右, 相对现价仍有约 58% 左右空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

5.3. 风险提示

宏观经济恢复不及预期;

大宗商品价格大幅波动;

多式联运推进不及预期;

临储政策往不利方向发展。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	49025	49448	51978	54621	营业收入	272412	324906	362368	399808
现金	7214	14085	13852	14426	营业成本	263961	318359	355191	391904
交易性金融资产	2385	795	1060	1414	营业税金及附加	171	248	273	286
应收账款	5524	5965	7370	8048	销售费用	4258	2274	2537	2799
其它应收款	1607	1207	1246	1353	管理费用	681	747	797	840
预付账款	8327	7429	7541	7765	研发费用	21	25	28	31
存货	19471	15712	16884	17356	财务费用	1230	1289	1219	1223
其他	4498	4253	4025	4258	资产减值损失	242	0	0	0
非流动资产	16708	17711	18603	18964	公允价值变动损益	(48)	95	103	102
金额资产类	0	53	26	40	投资净收益	(176)	88	97	107
长期投资	1558	1626	1529	1571	其他经营收益	142	0	0	0
固定资产	9777	10981	12198	12757	营业利润	1766	2147	2524	2935
无形资产	1933	1892	1847	1802	营业外收支	170	0	0	0
在建工程	1213	970	776	621	利润总额	1936	2147	2524	2935
其他	2227	2188	2226	2174	所得税	478	530	623	725
资产总计	65732	67159	70581	73586	净利润	1458	1617	1901	2210
流动负债	36399	37355	39448	41153	少数股东损益	352	406	466	527
短期借款	9374	10451	10075	9966	归属母公司净利润	1106	1211	1435	1683
应付款项	18998	19248	21609	23371	EBITDA	3175	3927	4390	4889
预收账款	5376	5031	5002	5136	EPS (最新摊薄)	0.51	0.56	0.66	0.78
其他	2651	2625	2763	2679	主要财务比率				
非流动负债	7537	7057	7274	7290		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	4582	4582	4582	4582	成长能力				
其他	2956	2476	2692	2708	营业收入	16.41%	19.27%	11.53%	10.33%
负债合计	43936	44412	46722	48443	营业利润	1.64%	21.60%	17.55%	16.29%
少数股东权益	8212	8618	9084	9611	归属母公司净利润	10.84%	9.50%	18.46%	17.35%
归属母公司股东权益	13584	14129	14775	15532	获利能力				
负债和股东权益	65732	67159	70581	73586	毛利率	3.10%	2.01%	1.98%	1.98%
					净利率	0.54%	0.50%	0.52%	0.55%
					ROE	5.36%	5.44%	6.16%	6.87%
					ROIC	6.38%	7.77%	8.46%	9.23%
					偿债能力				
					资产负债率	66.84%	66.13%	66.20%	65.83%
					净负债比率	33.51%	35.12%	32.80%	31.41%
					流动比率	1.35	1.32	1.32	1.33
					速动比率	0.81	0.90	0.89	0.91
					营运能力				
					总资产周转率	4.52	4.89	5.26	5.55
					应收账款周转率	52.61	57.56	56.09	54.08
					应付账款周转率	32.08	25.39	24.49	24.36
					每股指标(元)				
					每股收益	0.51	0.56	0.66	0.78
					每股经营现金	1.92	3.62	1.88	2.05
					每股净资产	6.30	6.55	6.85	7.20
					估值比率				
					P/E	12.17	11.12	9.38	8.00
					P/B	0.99	0.95	0.91	0.87
					EV/EBITDA	7.50	6.13	5.56	4.88

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>