

厦门象屿 (600057)

大宗品一体化供应链龙头，估值低成长稳的“沧海遗珠”

买入 (首次)

2022年08月07日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

执业证书: S0600121010005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	462,516	508,721	578,434	642,647
同比	28%	10%	14%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	2,160	2,598	3,487	3,988
同比	66%	20%	34%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.96	1.15	1.55	1.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	8.41	6.99	5.21	4.56

投资要点

- **厦门象屿是国内大宗供应链综合服务商龙头。**公司提供大宗品经营和物流等一站式综合服务，主要经营类目包括金属矿产、能源化工、农产品，2021年分别贡献大宗品经营板块47%/30%/22%的毛利润。2021年公司实现收入4,625亿元/+28%yoy，归母净利润21.6亿元/+66%yoy。过去数年中，公司一直保持稳健的业绩增长，2015-2021年，公司收入/归母净利润CAGR分别高达41%/40%，展现出强大的持续增长能力。公司2019-21年股息率分别为9%/5%/6%，维持着较高的分红。
- **大宗供应链行业空间稳定，未来企业集中度有望提升。**厦门象屿年报显示，2016~2020年，我国大宗供应链市场规模稳定在约40万亿元左右。近年来行业集中度不断提升，2016~2021年行业CR4份额从1.2%提升至5.5%，在此过程中龙头企业得以实现持续增长。未来大宗供应链龙头企业有广阔的成长空间，2021年我国CR4企业（包括厦门象屿在内）市占率均不足2%，对标全球龙头（邦吉、嘉能可等）规模仍然较小。
- **提供综合贸易服务，盈利更稳定。**传统大宗供应链企业的利润结构以价差为主，业绩与大宗品周期高度相关。厦门象屿近年来已逐渐向供应链综合服务模式转型，以提供物流、金融等服务为盈利点，降低对交易价差利润的依赖。2021年公司服务及金融收益占比达70%，而交易价差收益占比降低至30%。公司的客户结构也从贸易商迭代至制造业企业，后者需求更稳定，坏账等经营风险更低。经过这一系列转变，未来公司在不同时期的盈利能力和抗风险能力都能够有所保障。
- **未来成长点：纵向深挖+横向复制，不断提升规模及壁垒。**纵向深挖是做深产业链，通过提供采购、运输、仓储、金融、销售、咨询等多维度的服务，把利润做深做厚，提升利润额。公司的虚拟工厂模式就是近年来纵向深挖的例子。横向复制是将成熟模式复制到新品类新行业，如公司将其他行业的经验用于开拓新能源产业链，2019-2021实现100%的CAGR，在2022年上半年也贡献了较高的利润增量。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内大宗供应链龙头企业，未来有望受益于行业集中度提升而不断成长，而随公司盈利结构转向服务及金融收益，业绩稳定性也有保障。我们预计公司2022-24年归母净利润为26.0/34.9/39.9亿元，同比增长20%/34%/14%，对应8月5日收盘价仅7.0/5.2/4.6倍P/E，业绩有望持续增长且估值低。我们按2022E的8.6倍P/E，给予9.9元/股目标价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**大宗品价格波动，坏账风险，新品类拓展不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.06
一年最低/最高价	7.21/9.58
市净率(倍)	1.30
流通 A 股市值(百万元)	17,215.77
总市值(百万元)	18,168.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.18
资产负债率(% ,LF)	73.99
总股本(百万股)	2,254.09
流通 A 股(百万股)	2,135.95

相关研究

内容目录

1. 厦门象屿：高增速、持续性强的大宗供应链龙头企业	5
1.1. 业务简介：聚焦金属矿产、能源化工、农产品，提供大宗品一站式服务	5
1.2. 国资控股结构清晰，股权激励力度大充分调动积极性	7
1.3. 公司业绩持续增长，经营性现金流良好	8
2. 大行业小公司，龙头综合服务商市占率有望持续提升	10
2.1. 大宗供应链行业规模稳定，龙头公司份额高速提升	10
2.2. 行业特性：低利润率、高周转率，关注效率&风控	12
2.3. 厦门象屿优势：提供供应链综合服务，空间大&盈利稳	13
3. 大宗供应链纵向深挖+横向复制，物流板块构建差异化服务能力	16
3.1. 金属矿产&能源化工：改进品类结构提质增效，横向复制进军新能源	16
3.2. 象屿农产：构建全产业链一体化服务体系	18
3.3. 象屿物流：自建铁路资源构筑优势壁垒	20
4. 盈利预测及投资建议	21
4.1. 关键假设	21
4.2. 投资建议	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1:	厦门象屿大宗服务链模式对比.....	5
图 2:	2021 年厦门象屿主营品类毛利详细构成.....	6
图 3:	厦门象屿综合服务模式发展历程.....	6
图 4:	公司实控人为厦门市国资委.....	7
图 5:	厦门象屿收入及增速.....	8
图 6:	厦门象屿归母净利润及增速.....	8
图 7:	厦门象屿毛利率及净利率.....	9
图 8:	厦门象屿费用率.....	9
图 9:	厦门象屿经营活动现金流持续为正.....	9
图 10:	厦门象屿营业周期(天).....	9
图 11:	大宗供应链市场规模及增速.....	10
图 12:	大宗供应链市场 CR4 及厦门象屿市占率.....	10
图 13:	国内大宗供应链主要公司市占率变化情况.....	10
图 14:	国内外头部大宗供应链企业 2021 年营收对比(亿人民币).....	11
图 15:	国际大宗商品供应链龙头垄断.....	11
图 16:	大宗供应链龙头企业 2021 年供应链业务毛利率与销售净利率.....	12
图 17:	2021 年大宗供应链龙头销售、管理及研发费用率.....	12
图 18:	2021 年大宗供应链龙头企业财务费用率.....	12
图 19:	杜邦分析——2021 年大宗供应链龙头企业 ROE 水平均较高.....	13
图 20:	厦门象屿完成从传统单点模式向综合服务模式转变.....	13
图 21:	厦门象屿归母净利润 yoy v.s. 南华商品指数 yoy.....	14
图 22:	贸易商客户向制造业客户转变.....	15
图 23:	大宗供应链纵向深挖, 发展全产业链运营模式.....	17
图 24:	虚拟工厂采取利润分成深度介入上下游产业链.....	17
图 25:	象屿农产收入及增速.....	18
图 26:	象屿农产净利润及增速.....	18
图 27:	厦门象屿农产品大宗商品经营收入及增速.....	18
图 28:	厦门象屿农产品物流(国储业务)收入及增速.....	18
图 29:	厦门象屿粮食全产业链服务模式.....	19
图 30:	厦门象屿历史 P/E Band (TTM).....	24
表 1:	厦门象屿主营产品收入及毛利构成(2021 年).....	5
表 2:	厦门象屿股权激励力度较大.....	7
表 3:	厦门象屿盈利结构: 2021 年交易收益占比仅约 30%.....	14
表 4:	制造业企业客户与贸易商客户对比.....	15
表 5:	厦门象屿核心客户及供应商: 各产业链已逐步构建起稳定的优质上下游客户群.....	15
表 6:	厦门象屿 2021 年金属矿产品类结构.....	16
表 7:	厦门象屿 2021 年能源化工品类结构.....	16
表 8:	厦门象屿 2021 年农产品品类结构.....	19
表 9:	厦门象屿物流资源及能力(2021).....	20
表 10:	厦门象屿分板块收入及毛利率预测(收入单位: 百万元).....	21

表 11: 厦门象屿大宗商品经营板块分品类收入及毛利率预测.....	22
表 12: 厦门象屿大宗商品物流板块分品类收入及毛利率预测.....	22
表 13: 厦门象屿费用率预测.....	23
表 14: 厦门象屿收入及利润预测汇总.....	23
表 15: 行业公司估值表（更新至 8 月 5 日）.....	24

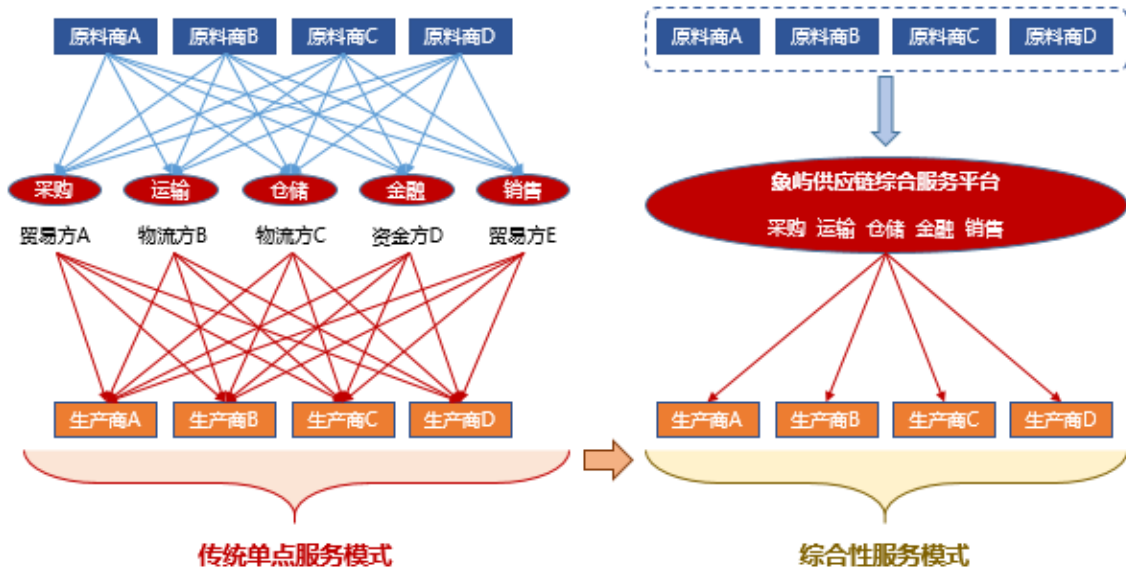
1. 厦门象屿：高增速、持续性强的大宗供应链龙头企业

1.1. 业务简介：聚焦金属矿产、能源化工、农产品，提供大宗商品一站式服务

厦门象屿是国内大宗供应链综合服务商龙头。公司主业为大宗商品供应链服务，帮助企业一站式完成采购、仓储、金融、销售等环节，主要品类涵盖金属矿产、能源化工、农产品等。公司致力于成为世界一流的供应链服务企业。

与传统大宗贸易相比，厦门象屿的供应链综合服务一站式服务的方式，赚取综合服务费收入。传统贸易商的“单点服务”模式需对接贸易方、物流方、资金方等多个实体，方能完成交易，整体效率低下；贸易商主要赚取价差收益，有一定的存货风险敞口，业绩周期波动明显。公司依托于象屿供应链综合服务平台提供一站式服务，大幅提高效率；厦门象屿亦通过价差、供应链服务、供应链金融等方面的赚取复合收益，业绩更加稳健。

图1：厦门象屿大宗服务链模式对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

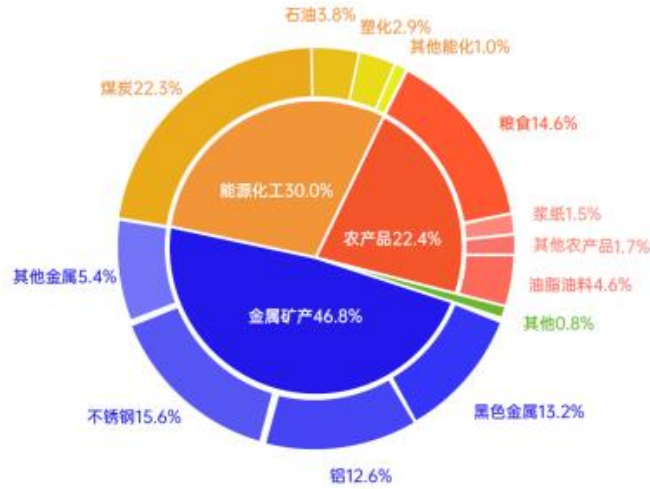
公司大宗供应链服务的主营品类包括金属矿产、能源化工、农产品等。其共性在于货量大、标准性强、上下游格局分散，货值高、利润率薄。金属矿产是公司重要的收入和利润来源，2021年贡献了65%的收入和46.8%的毛利。农产品是毛利率较高的品类，2021年毛利率达4.3%，高于金属矿产/能源化工的1.4%/2.4%。

表1：厦门象屿主营产品收入及毛利构成（2021年）

主营产品	细分品类	收入占比	毛利占比	毛利率
金属矿产	黑色金属、铝、不锈钢	65.2%	46.8%	1.40%
能源化工	煤炭、石油、塑化	24.3%	30.0%	2.39%
农产品	粮食、油脂油料、木柴、浆纸	9.8%	22.4%	4.32%
其他		0.7%	0.8%	3.23%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2021年厦门象屿主营品类毛利详细构成



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

深耕大宗供应链服务行业，不断进行纵向深挖&横向复制，实现持续增长。厦门象屿成立于1997年5月，2011年借壳夏新电子上市。上市后公司逐渐优化业务模式，拓宽经营范围。2014年初步建立针对农、林、金属、塑化、进口汽车五大供应链服务体系，2015年形成“全程供应链管理服务”作为业务演进方向，从大宗贸易商向大宗综合服务商转型，客户重心也开始向制造业企业转移。2016年公司正式形成金属矿产、能源化工、农产品三大经营板块。2017年公司收购象道物流，重点布局铁路资源，夯实履约能力。2019年公司开拓新能源产业链，专注锂电和光伏两大赛道，2019-2021年新能源供应链净利润CAGR超100%。

图3：厦门象屿综合服务模式发展历程

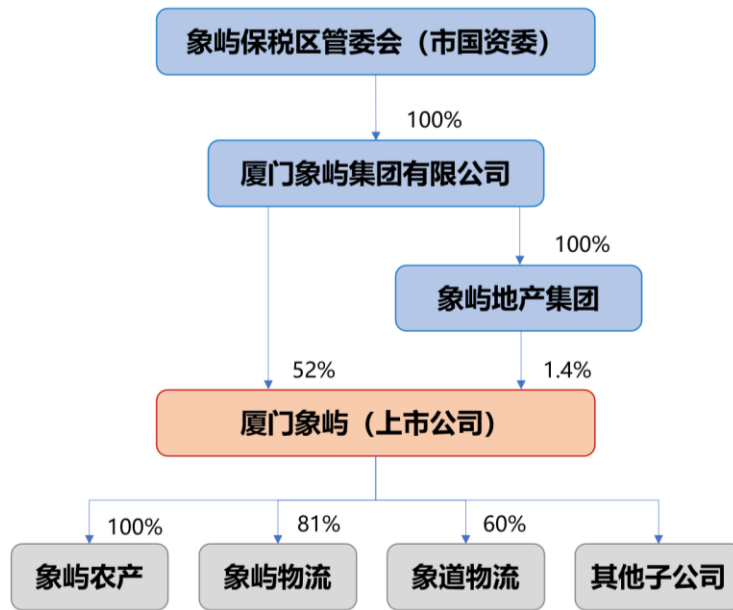


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 国资控股结构清晰，股权激励力度大充分调动积极性

公司是地方国资背景，实控人为厦门市国资委。厦门市国资委实际控制公司 53.44% 股份，为公司第一大股东。母公司象屿集团业务涵盖大宗商品供应链、城市开发运营、综合金融服务、港口航运、创新孵化等，其中厦门象屿主要经营大宗品供应链业务。厦门象屿旗下拥有象屿农产（主要经营国储及农产品物流）、象屿物流（主要经营综合物流）、象道物流（主要经营铁路物流）等子公司。

图4：公司实控人为厦门市国资委



数据来源：wind，东吴证券研究所

股权激励力度大，充分调动员工积极性。公司在 2016 年、2020 年进行了股权激励，2022 年拟再次进行股权激励，以上三次激励总量达激励前总股本的 9.7%，总体力度大，具体激励细节见下表。历次激励的对象主要为公司董事、监事、高管、核心管理层、核心骨干、子公司核心管理层等公司高层人员，有望绑定核心员工利益，促进积极性。

表2：厦门象屿股权激励力度较大

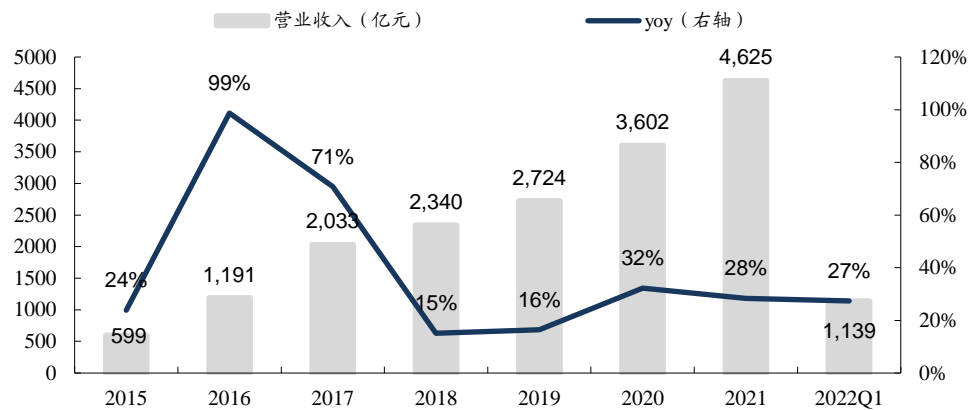
激励计划	股票数量 (万股)	占总股本%	总价值 (亿元)	激励人数	激励对象
2016 年员工持股计划	1,993	1.7%	2.07	500	董事、监事、中层以上管理人员及核心骨干
2020 年股权激励计划	6,451	3.0%	3.50	259	董事、高级管理人员、核心管理人员及子公司核心管理层
2022 年限制性股票激励计划	10,787	5.0%	8.90	769	董事、高级管理人员、核心管理人员、核心骨干人员

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：占总股本的计算基数为实施前总股本

1.3. 公司业绩持续增长，经营性现金流良好

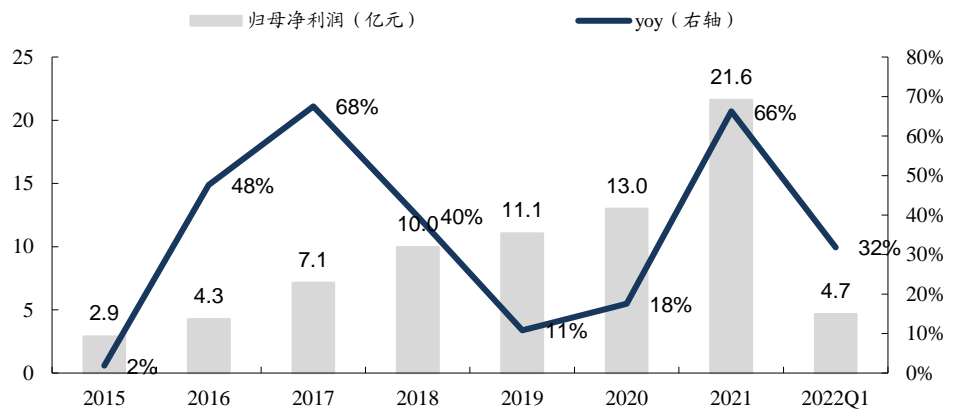
业绩持续增长，收入、归母净利润连年高增。2021年，公司实现营业收入4,625亿元，同比增长28%；实现归母净利润21.61亿元，同比增长66%。2015-2021年，公司收入、归母净利润GACR分别为41%、40%。我们认为公司持续高增的原因，是供应链综合服务模式满足了下游制造业客户的核心需求，即通过一站式服务提高采销效率。

图5: 厦门象屿收入及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图6: 厦门象屿归母净利润及增速

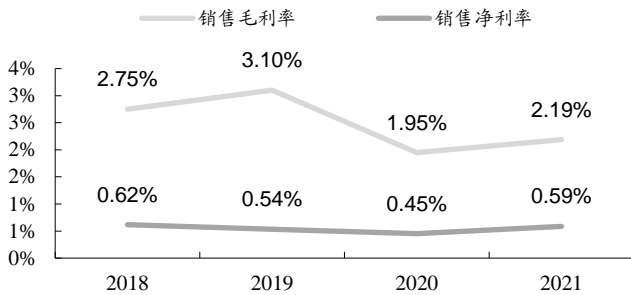


数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

公司大宗供应链业务占比高，因此利润率低、费用率低。2021年公司销售毛利率/净利率分别为2.2%/0.6%，同比+0.26/+0.14pct。公司历年净利率稳定在0.5~0.6%，而2020年毛利率下降是因会计准则变更导致部分物流开支从销售费用转移到成本。

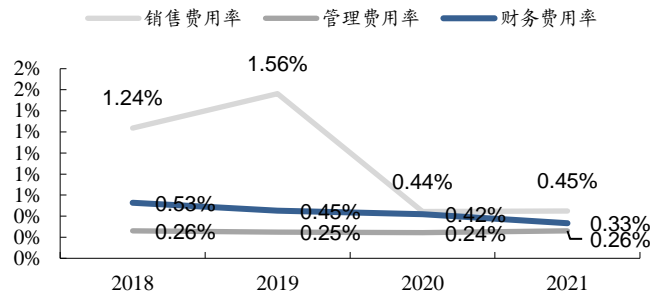
决定公司毛利率、费用率的核心因素是业务结构和品类结构：业务结构方面，物流业务的利润率和费用率都会比大宗供应链的更高；品类结构方面，农产品、新能源等品类的大宗供应链服务，利润率通常都会比黑色金属等品类要高。

图7：厦门象屿毛利率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

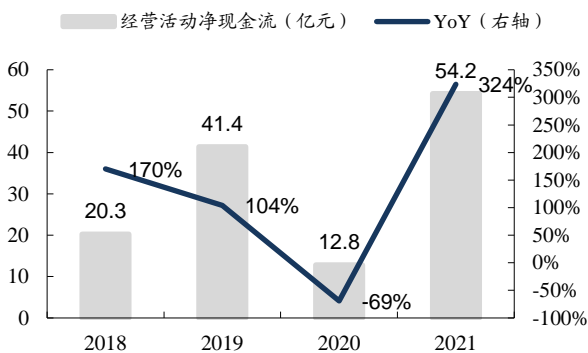
图8：厦门象屿费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

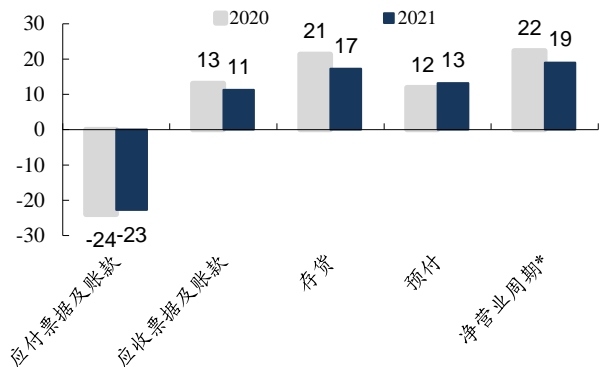
账期控制良好，经营性现金流持续为正。大宗供应链企业通常要向下游提供一定的账期，有时会出现经营活动净现金流低于利润甚至为负数的情况。厦门象屿对应收、存货的把控效果较为良好，近年来经营活动净现金流持续为正，2021年现金敞口较2020年有所收窄，且2021年经营活动净现金流(54.2亿元)也高于当年的净利润(27.2亿元)。

图9：厦门象屿经营活动现金流持续为正



数据来源：wind，东吴证券研究所

图10：厦门象屿营业周期(天)



数据来源：wind，东吴证券研究所

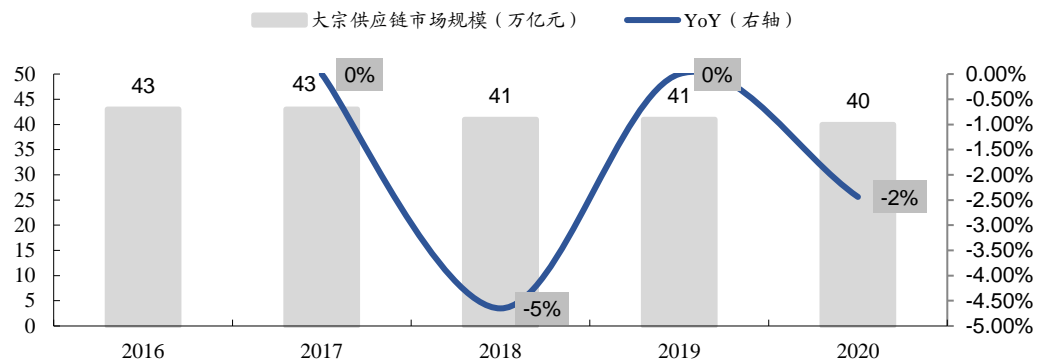
注：此处净营业周期计算方式为应收+存货+预付-应付

2. 大行业小公司，龙头综合服务商市占率有望持续提升

2.1. 大宗供应链行业规模稳定，龙头公司份额高速提升

大宗供应链行业规模约 40 万亿元，成交额较为稳定。大宗供应链涉及金属矿产（黑色、有色等）、能源化工（煤炭、石化等）、农产品等，是各个工业产业链的上游。作为世界工厂与人口大国，我国大宗供应链规模较高。据厦门象屿年报，2016 年来，我国大宗商品供应链成交额稳定在大约 40 万亿元左右，是个规模大且没有明显增长的行业。

图 11: 大宗供应链市场规模及增速

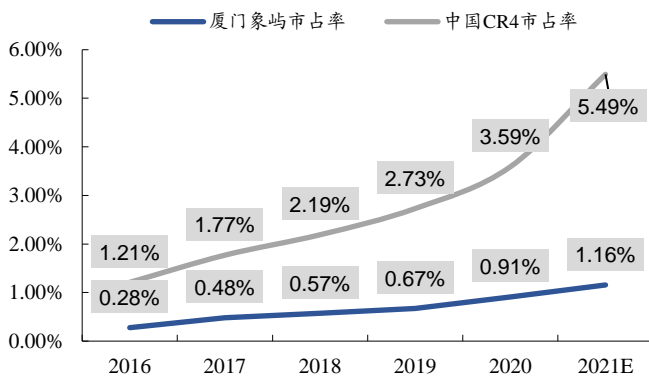


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

目前国内大宗供应链行业格局分散，龙头企业市占率在 2% 以内。根据厦门象屿年报数据计算，2020 年我国大宗供应链 CR4 市占率仅为 3.59%，假设 2021 年行业规模持平，那么 2021 年行业 CR4 也仅为 5.5%。其中建发股份、物产中大、厦门国贸、厦门象屿市占率分别为 1.77%/ 1.41%/ 1.16%/ 1.16%，均不足 2%。

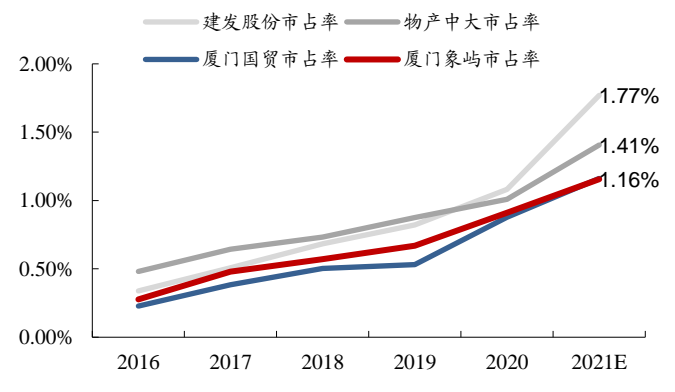
近年来大宗供应链行业集中度提升显著，龙头企业持续成长。2016 至 2021 年，我国 CR4 市占率由 1.21% 快速提升至约 5.5%。未来下游制造商或愈发重视供应商的一体化服务能力，厦门象屿等能够提供贸易、物流、供应链金融等一站式服务的综合服务商，市场份额有望持续提升。

图 12: 大宗供应链市场 CR4 及厦门象屿市占率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

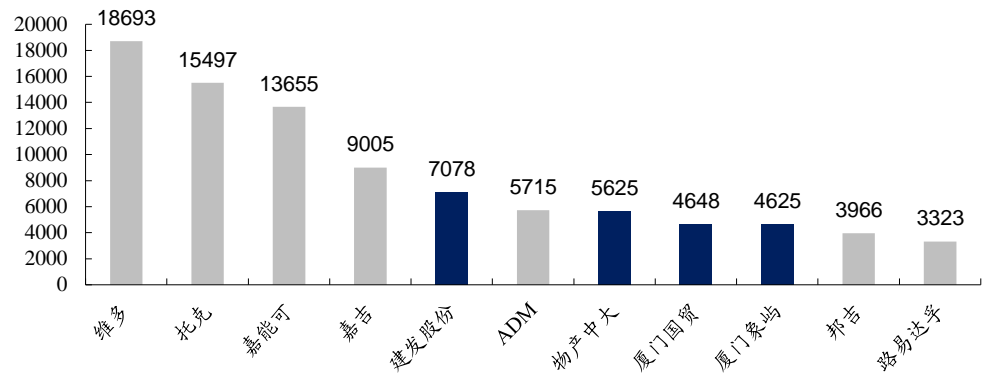
图 13: 国内大宗供应链主要公司市占率变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

对标全球市场，国内大宗供应链企业仍有较大的成长空间。全球金属及能源化工巨头包括嘉能可（Glencore）、托克（Trafigurre）、维多（Vitol）等；农产品巨头为四大粮商 ADM、邦吉（Bunge）、嘉吉（Cargill）、路易达孚（LouisDreyfus）。其中，嘉能可、托克、维多等金属及能源化工巨头的营收规模超 1 万亿人民币，而四大粮商收入规模均在 2000 亿元以上。建发股份、物产中大、厦门国贸、厦门象屿的业务既有金属、能源，也有农产品，这些企业 2021 年的收入体量大约在 5000 亿元左右，和全球巨头体量相比，仍有数倍成长空间。

图14：国内外头部大宗供应链企业 2021 年营收对比（亿人民币）



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所，蓝色为国内企业，美元：人民币按 6.7:1 换算

图15：国际大宗商品供应链龙头垄断



数据来源：东吴证券研究所整理

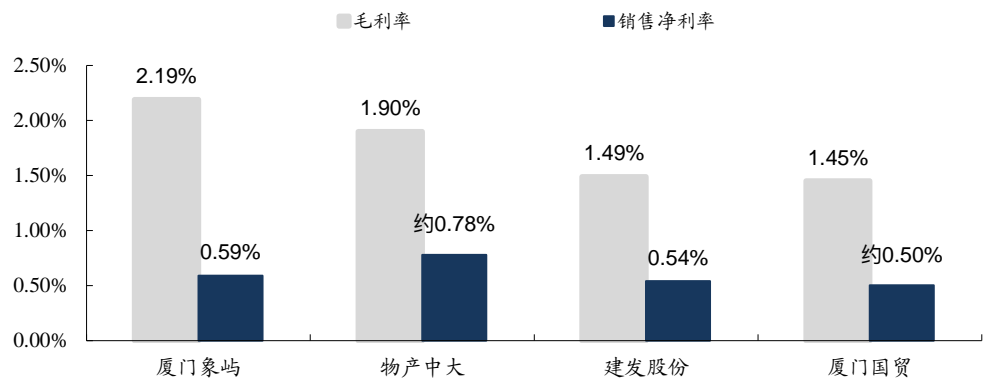
未来国内龙头大宗供应商市场份额有望进一步提升。国际市场中，上下游客户对物流服务及配套金融业务的需求度较强，因此头部供应链企业具备竞争优势。随着国内制造业企业日益专业化、规模化，对采购分销的追求由“价格低廉”转为“安全、效率、便捷”，未来中国大宗供应链龙头企业在规模、效率、服务上的优势将愈发凸显，市场份额有望持续提升。

2.2. 行业特性：低利润率、高周转率，关注效率&风控

大宗供应链企业的特征是利润率较低、周转率较高。大宗品的利润较薄，在贸易货值计入收入及成本的情况下，企业毛利率、净利率并不高。大宗供应链企业毛利率普遍在2%~3%以内，而净利率常常在1%以内；具体利润率视品类而定，比如农产品的利润率通常高于矿产。

横向对比国内大宗供应链企业，厦门象屿与厦门国贸的毛利率、净利率较为接近，也符合行业特征；而物产中大、建发股份拥有部分制造业、地产业务，整体利润率较高。

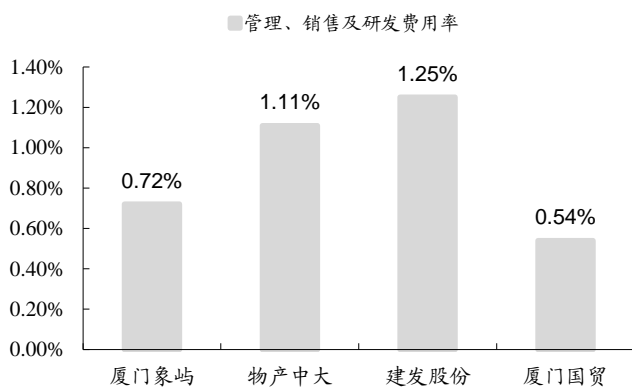
图16：大宗供应链龙头企业 2021 年供应链业务毛利率与销售净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

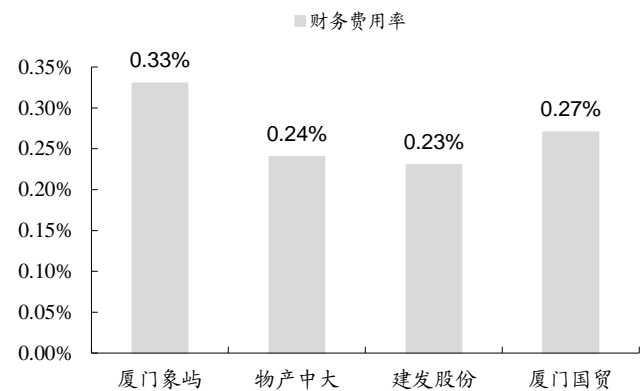
在较高的收入基数下，企业费用率普遍不高。由于大宗供应链企业将货值全额计入收入，利润率普遍不高。2021 年厦门象屿、厦门国贸的销售+管理+研发费用率均在1%以内；物产中大、建发股份拥有一部分其他业务，三费的费用率小幅高于1%。而大宗供应链企业需要向下游提供账期，需要投入一定的流动资金，因此企业需要借款融资，并产生约0.2%~0.3%的财务费用率。

图17：2021 年大宗供应链龙头销售、管理及研发费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：2021 年大宗供应链龙头企业财务费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

高资产周转率、高杠杆带来高 ROE。头部大宗供应链企业 ROE 均高于 12% (2021 年厦门象屿 13.43%、厦门国贸 12.34%、建发股份 13.67%、物产中大 13.92%)。杜邦分析可见高 ROE 来自高杠杆、高周转率，而净利率较低。高杠杆来自企业的融资及应付款项，高周转来自大宗企业普遍较高的收入体量。我们认为周转率是反映大宗供应链企业的经营能力的重要指标，高周转意味着拥有更高的资金使用效率，并有助于产生规模效益摊薄固定开支。

图19：杜邦分析——2021 年大宗供应链龙头企业 ROE 水平均较高

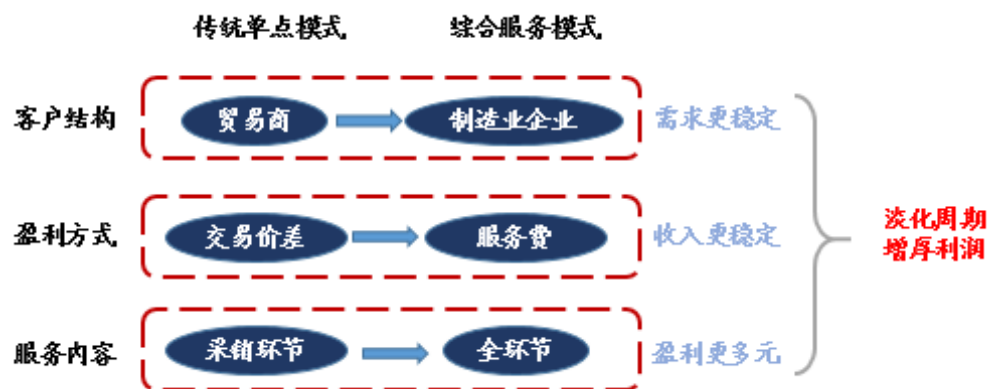
公司	总资产周转率	归母净利率(%)	权益乘数	ROE(%)
厦门象屿	5.05	0.47	5.69	13.43
建发股份	1.41	0.86	11.09	13.67
物产中大	4.7	0.71	4.12	13.92
厦门国贸	4.4	0.73	3.82	12.34

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理。注：建发股份表内拥有房地产业务，因此杜邦拆解的结果与行业其他企业差异较大

2.3. 厦门象屿优势：提供供应链综合服务，空间大&盈利稳

大宗供应链头部企业从传统贸易模式转向综合性服务模式是行业发展趋势，综合服务模式下企业盈利稳定性更强。传统大宗供应链业务以贸易价差为主，利润受到大宗商品价格波动影响，在商品价格下跌周期有亏损的可能。而综合服务型供应链模式通过提供货源、资金、运输、仓储等一系列增值服务并收取费用，盈利更为稳定。

图20：厦门象屿完成从传统单点模式向综合服务模式转变

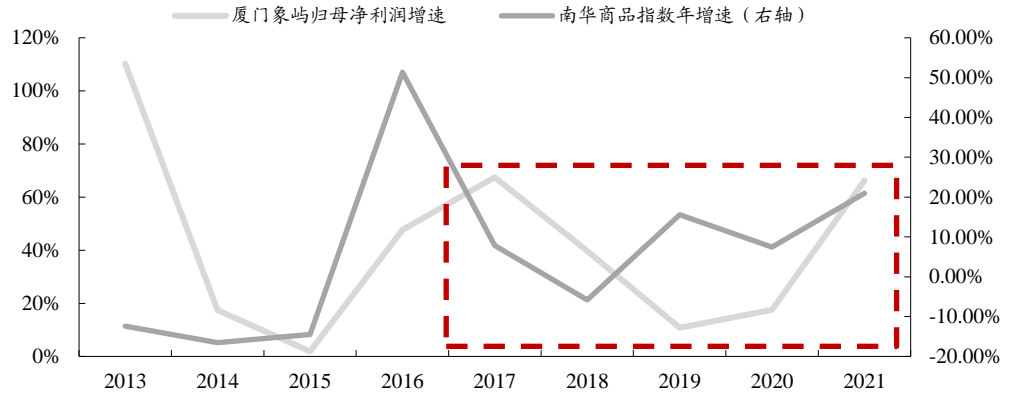


数据来源：东吴证券研究所整理

厦门象屿服务&金融收益占比高，价差收益占比低，自 2017 年来，利润与商品价格之间的关联度有所降低。传统大宗供应链业务强调以贸易价差为主导，贸易商通过赚取买卖双方价差获取利润，其收入受到大宗商品价格波动影响，波动较大。厦门象屿从 2013 年开始就逐步降低大宗品自营业务的比重，并发力盈利能力更稳定的综合服务&供

应链金融。2021年，公司盈利结构中服务&金融收益占比约70%，交易&价差收益占比约30%，业绩增长的稳定性与持续性有保障。

图21: 厦门象屿归母净利润 yoy v.s. 南华商品指数 yoy



数据来源: 东吴证券研究所

表3: 厦门象屿盈利结构: 2021年交易收益占比仅约30%

盈利点	释义	厦门象屿收益占比 (2021)
服务收益	为客户提供物流配送、代理采销、信息咨询、剪切加工等增值服务，赚取服务费。	
金融收益	依托主体信用评级优势和国企平台优势、智能化科技体系和庞大的数据沉淀，为产业链上下游客户提供供应链金融服务。	70%
交易收益	1. 规模集拼交易收益，通过集中采购获得成本优势。 2. 链条运营交易收益，深度介入产业链各环节，以专业化优势和规模效应降低边际运营成本。 3. 价差收益：通过商品在时间、区域等维度的价格变动趋势进行交易从而获取收益。	30%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

持续优化客户结构，制造业客户占比提升。客户结构关系到业务的稳定性和企业的盈利能力。厦门象屿持续优化客户结构，用优质制造业企业客户替换贸易商客户，2022Q1制造业企业服务量占比已达50%以上，且多是各行业头部企业。传统贸易商客户没有实体工厂，违约成本低，资信相对较差，以赚取买卖价差为主，需求稳定性差。而制造业客户有实体工厂和大量工人，违约成本高，资信相对较好，且需求比传统贸易商多元化，以采购分销、物流、供应链金融、信息咨询等一揽子服务为主，具备稳定性。

表4: 制造业企业客户与贸易商客户对比

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, 资信相对较差。
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。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 贸易商客户向制造业客户转变



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表5: 厦门象屿核心客户及供应商: 各产业链已逐步构建起稳定的优质上下游客户群

产业链	上游	下游
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

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 大宗供应链纵向深挖+横向复制, 物流板块构建差异化服务能力

厦门象屿的业务可分为: ①大宗品经营板块, 其中金属矿产和能源化工业务主要为下游制造业企业提供大宗资源品原材料; 农产品业务依托于象屿农产子公司, 业务包括全产业链农产品经营、国储物流、社会物流、粮食银行等。②大宗商品物流板块, 拥有覆盖全国、连接海外的多式联运网络化物流服务体系, 为公司构建差异化服务能力。

3.1. 金属矿产&能源化工: 改进品类结构提质增效, 横向复制进军新能源

金属矿产贡献了公司大部分收入及利润, 产品结构开始倾向利润更高的有色金属转移。2021年金属矿产类贡献了公司大宗商品供应链板块46.8%的毛利润, 主要产品包括黑色金属、铝、不锈钢和其他有色金属。从单吨毛利上看, 有色金属利润最为丰厚, 而黑色金属利润较薄。2021年公司收缩了部分利润较薄的传统黑色金属业务, 经营货量从2020年的8,883万吨下降到5,425万吨, 并将资源倾斜向利润更丰厚的新能源板块(包括镍、锂、钴等, 下表中归属于“其他有色金属”)。2019年至2021年, 公司新能源板块利润CAGR超100%。

表6: 厦门象屿2021年金属矿产品类结构

品类拆分	经营货量(万吨)	单吨毛利(元)	毛利占比
黑色金属	5,425	21.0	13.20%
铝	2,122	51.3	12.60%
不锈钢	1,492	90.4	15.60%
其他有色金属	231	202.0	5.40%
合计	9,270	43.6	46.80%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

能源化工主要包括煤炭、石油、塑化等产品, 煤炭为主营品类。2021年能源化工类贡献了公司大宗商品供应链板块30%的毛利润, 主要产品是煤炭类产品。2021年公司依托铁路物流和口岸物流服务能力, 深化与终端电厂、钢厂合作, 实现内贸煤和进口煤业务双增长, 煤炭经营量突破7,000万吨; 积极拓展石化供应链客户, 石油业务营业收入同比增长超35%。

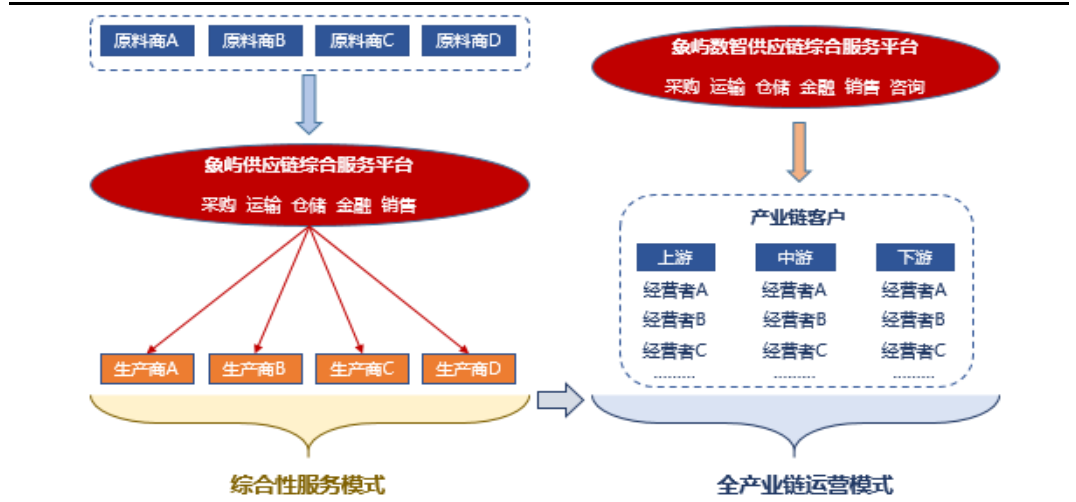
表7: 厦门象屿2021年能源化工品类结构

品类拆分	经营货量(万吨)	单吨毛利(元)	毛利占比
煤炭	7406	26.0	22.30%
石油	1022	65.1	3.80%
塑化			2.90%
其他能化			1.00%
合计	8428	30.8	30%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

金属矿产及能源化工板块的成长点在于纵向深挖+横向复制。所谓纵向深挖是做深产业链，通过提供采购、运输、仓储、金融、销售、咨询等多维度的服务，把利润做深做厚，提升利润额。横向复制是将成熟模式复制到新品类新行业，如公司将其他行业的经验用于开拓新能源产业链，2019-2021 实现 100%的 CAGR。

图23: 大宗供应链纵向深挖, 发展全产业链运营模式

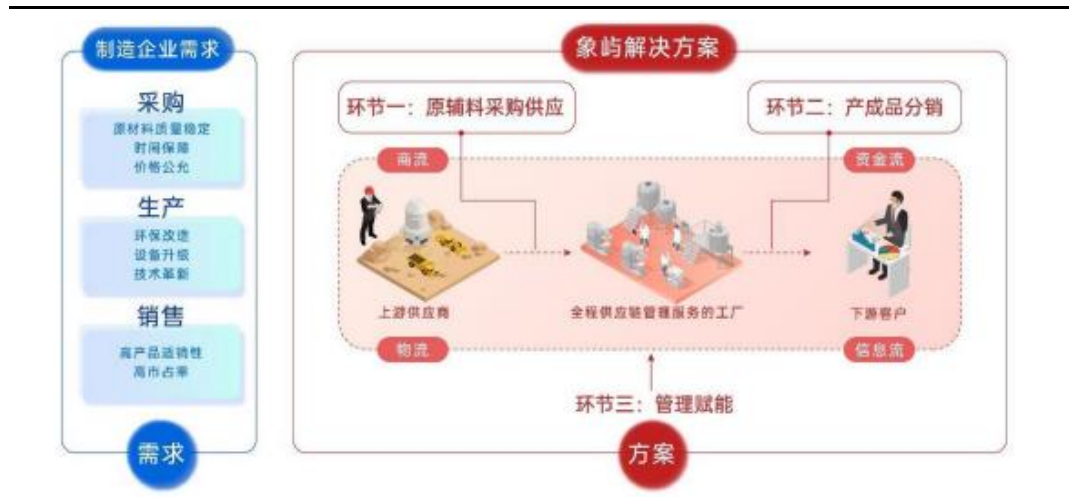


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

纵向深挖方面, 公司针对中小制造业企业需求推出全程供应链管理服务(虚拟工厂)。“虚拟工厂”针对制造业企业在各个经营环节的特定需求, 进行规模、管理、金融、物流全方位赋能, 提供原材料供应、产成品分销、物流运输服务。该模式既能够帮助供应链企业提升经营效率, 也有利于提高客户粘性和公司盈利能力。

虚拟工厂模式在金属矿产、能源化工领域已经初见成效。截至 2022 年 4 月, 公司虚拟工厂项目数达 12 个, 覆盖产业链从钢材拓展到铝、石油焦、锰矿、焦煤, 经营规模超千亿元。未来公司将进一步推动虚拟工厂模式跨产业链复制, 并推广利润分成方式, 提升规模和盈利能力。

图24: 虚拟工厂采取利润分成深度介入上下游产业链

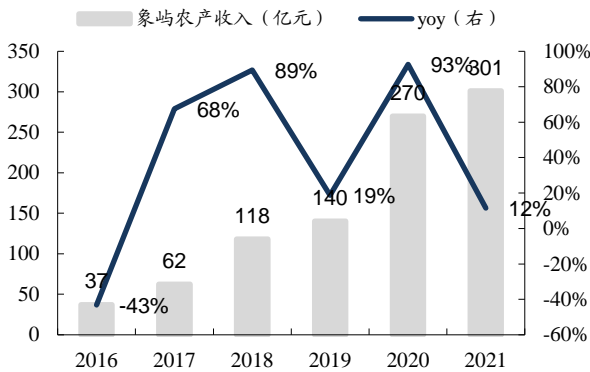


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.2. 象屿农产：构建全产业链一体化服务体系

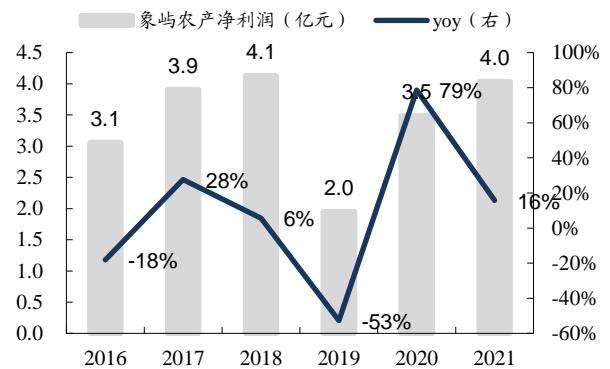
厦门象屿农产品依托于子公司象屿农产，主要业务包括：①国储收购的农产品物流业务；②农业全产业链运营服务。国储农产品物流板块利润率较高，曾是象屿农产的主要利润来源，近年来由于玉米国储政策变化而有所收缩。农业全产业链运营将货值计入收入及成本，故利润率较低，未来该业务是公司农产品板块的发展重心，有望整合粮食产业链，打掉中间商形成规模化，从而实现持续增长。

图25：象屿农产收入及增速



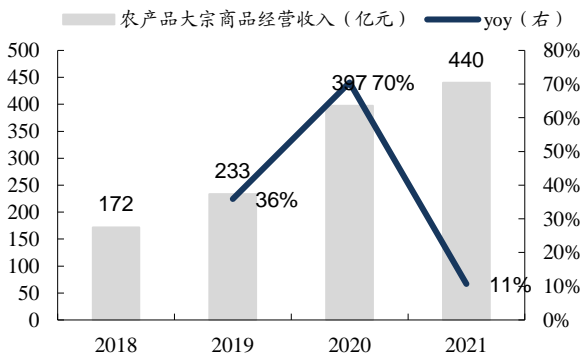
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：象屿农产净利润及增速



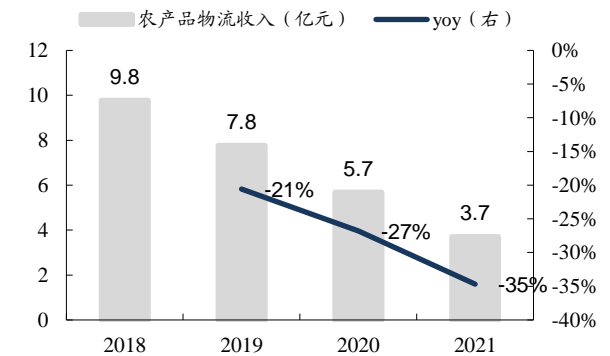
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：厦门象屿农产品大宗商品经营收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：厦门象屿农产品物流（国储业务）收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

农产品为大宗供应链板块中壁垒较深、盈利能力较强的品类。2021年农产品毛利率达4.32%，高于金属矿产、能源化工的1.4%/2.4%。农产品主要包括粮食、油脂油料、浆纸、木材等产品，2021年农产品总经营货量1452万吨，其中粮食经营货量1,254万吨。公司粮食品类以玉米、水稻等品类为主，其中玉米年经销量达千万吨级，是A股最大的玉米全产业链服务商。

表8: 厦门象屿 2021 年农产品品类结构

品类拆分	经营货量 (万吨)	单吨毛利 (元)	毛利占比
粮食	1,254	101	14.60%
浆纸	198	340	1.50%
其他农产品			1.70%
油脂油料			4.60%
合计	1,452	133	22.40%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

全链路的服务能力和遍布全国的物流体系是公司粮食产业链的经营壁垒, 有助于解决粮食流通环节距离远、上下有分散等核心痛点。粮食产业链的痛点包括生产者规模化程度低、产地与消费地距离远、流通环节复杂且损耗高等。厦门象屿拥有产前(种子化肥农资等)、产中(订单种植等)、产后(收储运输分销)全产业链服务能力, 为温氏股份、双胞胎、海大集团、益海嘉里等大型养殖、饲料和深加工企业提供一体化原粮供应服务; 拥有遍布全国的物流体系, 铁路、公路、水路等多式联运的能力, 并拥有仓容约 1500 万吨的仓库集群。

图29: 厦门象屿粮食全产业链服务模式



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

未来公司农产品全产业链服务有较大的发展空间。粮食产业链有很大的资源整合、取代中间商提升效率的空间。2021 年与阿里合作上线农业互联平台, 农民可通过“兴兴象农”APP 一键购买农资化肥产品。公司已经组建了地推团队, 以黑龙江绥化为试点区域, 年内平台在试点区域覆盖农户比例超 30%。

3.3. 象屿物流：自建铁路资源构筑优势壁垒

以布局自有铁路资源为重点，构建公、铁、水多式联运网络。公司的物流运输网络主要由铁路、公路、水路等三种主要方式构成。其中，公司的铁路线路及铁路场站（包括集装箱）以自有为主，公路、水路运输则主要采用外包合作形式。

表9：厦门象屿物流资源及能力（2021）

物流资源	能力
铁路运输	15 个铁路货运场站（自有 12 个、租赁 3 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、超 2.6 万个自备集装箱，年发运能力超 1,600 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 800 辆，整合车辆超 10 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，整合运力，实现国内沿海及长江流域年运量约 2,000 万吨，印尼-中国航线年运量约 500 万吨。新增购置 1 艘自有集散两用船舶，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 1,500 万吨，其中自建粮食仓容约 1,000 万吨，配备 8 条铁路专用线；40 个自有及包租管理的仓库，仓容能力约 300 万吨，存储产品包括钢材、塑化、农副产品、民生消费品等；5 个堆场，面积逾 40 万平方米；准入仓库超 2,500 家。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自建物流网络需要持续的资产投入及资源整合，构成经营壁垒。对于物流稳定性、货权保障等有重要作用。由于物流网络需要的投资重、建设周期长，传统大宗贸易商一般不具备自有仓储和物流公司，业务模式以承担货权、价格波动风险赚取价差收益为主。厦门象屿等具备物流网络的综合供应链企业，能够满足客户在物流方面的多元化需求，并通过规模效应赚取物流环节的超额利润，同时强化对物流控制，保障货权。我们认为未来大宗供应链行业的竞争中，效率将变得愈发重要，未来拥有全国物流运输能力的企业有望脱颖而出。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 关键假设

公司的业务可分为大宗商品经营板块、大宗商品物流两大板块。公司大宗商品经营板块主要是采购及各类大宗品，其产品货值包括在收入和成本中，毛利率较低；大宗商品物流板块是公司通过多式联运来运输各类货品，以及提供农产品国储物流，货值不包括在收入及成本中，毛利率较高。

我们预计 2022-24 年，公司大宗商品物流板块的增速将快于大宗商品经营板块，主要因为：①公司未来的发力方向是综合服务，因此综合物流板块的增速有望快于大宗品经营板块；②公司近年来在不断优化大宗品经营板块的品类结构，收入占比较高但利润率不高的黑色金属交易额未来或继续下降，而收入占比不高但利润率较高的新能源有色金属的增速更高。

表10: 厦门象屿分板块收入及毛利率预测（收入单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
大宗商品经营收入	350,291	448,857	491,926	558,409	619,593
yoy	32.8%	28.1%	9.6%	13.5%	11.0%
毛利率	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
大宗商品物流收入	5,757	7,354	8,914	10,567	12,083
yoy	3.2%	27.7%	21.2%	18.5%	14.3%
毛利率	16.0%	10.7%	9.3%	8.8%	8.6%
其他业务收入	4,167	6,305	7,882	9,458	10,971
yoy	39.7%	51.3%	25.0%	20.0%	16.0%
毛利率	-1.0%	10.9%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所预测

大宗商品经营板块：2023 年受益于定增资金落地后的业务扩张，经营货量有望增长。

分品类看：①金属矿产持续优化结构，减少利润率较低的铁矿石等黑色金属产品业务量，而发力新能源有色金属，因此收入增速下降而毛利率上升；②能源化工业务，2022 年上半年原油价格上升，公司收入提升而毛利率下降（毛利额与成交量相关性更强）；③农产品业务，短期国储业务收缩影响短期业绩，中长期看好农产品平台带来新增长驱动。

表11: 厦门象屿大宗商品经营板块分品类收入及毛利率预测

大宗商品经营板块:	2020	2021	2022E	2023E	2024E
金属矿产	232,508	292,789	323,532	384,356	431,862
yoy	36.8%	25.9%	10.5%	18.8%	12.4%
毛利率	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%
能源化工	76,046	108,987	125,880	126,887	133,231
yoy	12.5%	43.3%	15.5%	0.8%	5.0%
毛利率	1.8%	2.4%	2.2%	2.4%	2.5%
农产品	39,738	43,988	38,709	42,677	49,292
yoy	70.5%	10.7%	-12.0%	10.3%	15.5%
毛利率	4.6%	4.4%	4.3%	4.1%	4.1%
其他	1,999	3,093	3,804	4,489	5,207
yoy	-31.8%	54.7%	23.0%	18.0%	16.0%
毛利率	1.5%	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%
合计	350,291	448,857	491,926	558,409	619,593
yoy	32.8%	28.1%	9.6%	13.5%	11.0%
毛利率	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所预测

大宗商品物流板块: ①综合物流和铁路物流保持高增, 随着公司供应链综合服务的发展, 预计2022-24年收入yoy为25%/20%/15%; ②农产品物流业务进入收缩期, 该业务主要是国储物流, 随着近年农产品国储政策收缩, 预计该业务收入及利润逐年减少。

表12: 厦门象屿大宗商品物流板块分品类收入及毛利率预测

大宗商品物流板块:	2020	2021	2022E	2023E	2024E
综合物流	4,323	5,827	7,284	8,741	10,052
yoy	23.1%	34.8%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	11.4%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
农产品物流	568	371	186	93	37
yoy	-26.8%	-34.7%	-50.0%	-50.0%	-60.0%
毛利率	55.5%	50.9%	45.0%	40.0%	35.0%
铁路物流	866	1,156	1,445	1,734	1,994
yoy	-32.8%	33.5%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	13.4%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%
合计	5,757	7,354	8,914	10,567	12,083
yoy	3.2%	27.7%	21.2%	18.5%	14.3%
毛利率	16.0%	10.7%	9.3%	8.8%	8.6%

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所预测

预计公司费用率基本稳定，未来聚焦高利润率业务，利润率和费用率均结构性小幅上升。①销售和管理费用率：2022-24年我们预计公司的管理&销售费用率和利润率均会有小幅上升，因公司大宗品经营板块在不断进行品类优化和调整，未来将聚焦于盈利能力能强的品类，而这些品类的收入基数低，利润率和费用率较黑色矿产均更高，或带来利润率和费用率的结构上升。②财务费用率：公司2022年5月公告定增预案，拟定增融资35亿元用于补充流动资金，有助于进一步扩大业务规模，并摊薄财务费用率。

表13: 厦门象屿费用率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.44%	0.45%	0.46%	0.47%	0.47%
管理费用率	0.24%	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%
财务费用率	0.42%	0.33%	0.29%	0.29%	0.30%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所预测

综上，我们预计厦门象屿2022-24年归母净利润为26.0/34.9/39.9亿元，同比增长20%/34%/14%。

表14: 厦门象屿收入及利润预测汇总

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	360,215	462,516	508,721	578,434	642,647
yoy	32%	28%	10%	14%	11%
归母净利润（百万元）	1,300	2,160	2,598	3,487	3,988
yoy	18%	66%	20%	34%	14%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所预测

4.2. 投资建议

厦门象屿是国内大宗供应链综合服务商龙头企业，也是业内数字化、平台化、全链路服务能力较强的优质公司。未来随行业集中度不断提升，厦门象屿大有成长空间。2022H1公司不断优化商品结构，新能源、不锈钢等供应链业绩大幅增长；同时不断优化业务结构，深挖供应链多元化服务，净利率不断提升。这些举措在未来有望持续推动公司实现业绩增长。

与同业对比，8月5日收盘价对应厦门象屿2022E/2023E估值为7.0/5.2倍P/E，略高于建发股份的4.9/4.3倍和浙商中拓的6.6/5.0倍。我们认为厦门象屿估值更高的原因在于其拥有较好的业务结构和客户结构，因此未来业绩成长性与持续性较强。建发股份以冶金原材料和农林产品为主，其估值较低的原因主要在于其拥有一定的房地产业务（2021年房地产业务毛利占比为64%）。浙商中拓以黑色供应链为主，业务规模小于厦门象屿。

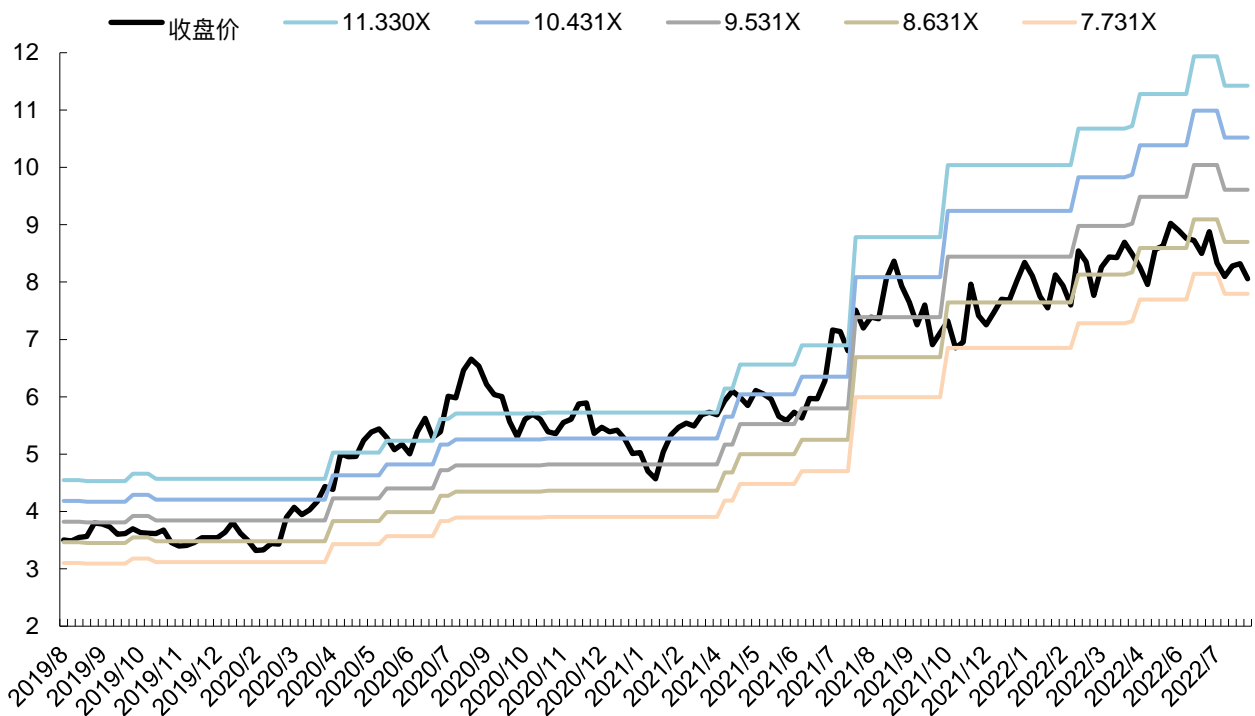
表15: 行业公司估值表 (更新至 8 月 5 日)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E			投资 评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600057.SH	厦门象屿	182	8.06	21.60	25.98	34.87	8.4	7.0	5.2	买入
600153.SH	建发股份	321	10.68	60.98	65.55	74.61	5.3	4.9	4.3	未评级
000906.SZ	浙商中拓	74	10.77	8.19	11.18	14.82	9.0	6.6	5.0	未评级

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 厦门象屿盈利为东吴证券预测, 其余标的均采用 wind 一致预期

历史上厦门象屿的估值中枢大约在 9.5 倍的 P/E - TTM, 而 8 月 5 日收盘价对应的 P/E - TTM 仅为 8.0x, 靠近历史 P/E 估值的底部。近期公司估值较低的一部分原因在于市场担心未来商品价格若下跌将影响公司盈利的确定性。我们认为公司目前业务多元化水平已经较高, 有 70% 左右的利润来自于服务及金融收益, 同时公司也在不断优化品类结构, 新能源等利润率更高、盈利周期波动相对黑色矿产较小的品类之上, 因此未来持续盈利的能力是有保障的。

图30: 厦门象屿历史 P/E Band (TTM)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们按公司 2022 年 8.6x P/E (对应公司历史 P/E - TTM 估值的负 1 倍标准差), 给予 9.9 元/股的目标价, 较 8 月 5 日收盘价 8.06 元有 23% 的上涨空间。首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

大宗商品价格波动：经过多年以来的不断优化，公司交易价差占比较传统大宗供应链企业的模式已经大幅下降。2021 年公司盈利结构中，70%为供应链服务&金融收益，30%为交易价差收益。公司也使用了套保的方法来平稳大宗商品价格对业绩的影响。但考虑到套保难以完全对冲价格波动，以及公司仍有 30%盈利来自交易价差，大宗品的价格波动仍可能会对公司的业绩产生一定负面影响。

坏账风险：公司作为大宗供应链企业，有较多的商票和应收款项。坏账率的提升将有可能大幅影响公司利润及现金流。

新品类扩展不及预期：公司近年来通过横向复制等方法，发力新能源等新品类，并将其作为未来业绩的重要增长点。若新品类拓张不及预期，将会影响公司长期业绩增长能力。

新模式及转型不及预期：公司在不断向供应链综合服务转型，上线虚拟工厂、农产品全产业链服务平台等新业务，不断加深与产业的联系。若新模式拓展顺利，公司未来盈利能力有望进一步提升；反之则有可能影响未来的盈利能力。

厦门象屿三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	77,995	91,134	103,807	115,707	营业总收入	462,516	508,721	578,434	642,647
货币资金及交易性金融资产	18,364	26,547	28,808	35,792	营业成本(含金融类)	452,404	498,161	566,029	628,700
经营性应收款项	31,687	35,867	43,434	48,753	税金及附加	448	509	578	643
存货	22,195	22,086	25,083	23,815	销售费用	2,073	2,348	2,724	3,026
合同资产	631	694	789	877	管理费用	1,206	1,353	1,554	1,726
其他流动资产	5,118	5,940	5,692	6,469	研发费用	31	36	40	45
非流动资产	17,839	18,558	19,349	20,196	财务费用	1,541	1,451	1,670	1,957
长期股权投资	1,603	1,867	2,158	2,478	加:其他收益	248	153	174	193
固定资产及使用权资产	10,723	11,035	11,347	11,644	投资净收益	-629	-763	-289	-193
在建工程	881	919	951	978	公允价值变动	83	0	0	0
无形资产	2,045	2,104	2,179	2,273	减值损失	-602	0	0	0
商誉	13	13	13	13	资产处置收益	13	0	0	0
长期待摊费用	62	62	62	62	营业利润	3,927	4,253	5,724	6,550
其他非流动资产	2,512	2,559	2,639	2,749	营业外净收支	70	77	88	97
资产总计	95,834	109,692	123,156	135,902	利润总额	3,997	4,330	5,812	6,647
流动负债	56,403	64,684	73,788	82,549	减:所得税	1,276	1,083	1,453	1,662
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,373	17,373	17,373	24,373	净利润	2,720	3,248	4,359	4,986
经营性应付款项	29,272	30,287	37,070	37,047	减:少数股东损益	560	650	872	997
合同负债	8,695	9,575	11,321	12,574	归属母公司净利润	2,160	2,598	3,487	3,988
其他流动负债	7,063	7,449	8,024	8,555	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.96	1.15	1.55	1.77
非流动负债	8,102	8,102	8,102	7,102	EBIT	5,999	6,468	7,683	8,700
长期借款	2,857	2,857	2,857	1,857	EBITDA	6,810	7,530	8,813	9,912
应付债券	2,995	2,995	2,995	2,995	毛利率(%)	2.19	2.08	2.14	2.17
租赁负债	275	275	275	275	归母净利率(%)	0.47	0.51	0.60	0.62
其他非流动负债	1,974	1,974	1,974	1,974	收入增长率(%)	28.40	9.99	13.70	11.10
负债合计	64,505	72,785	81,890	89,651	归母净利润增长率(%)	66.22	20.27	34.21	14.38
归属母公司股东权益	17,214	22,142	25,629	29,618					
少数股东权益	14,115	14,765	15,637	16,634					
所有者权益合计	31,330	36,907	41,266	46,252					
负债和股东权益	95,834	109,692	123,156	135,902					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,420	3,114	5,327	4,237	每股净资产(元)	5.99	7.92	9.46	11.23
投资活动现金流	-2,220	-2,467	-2,122	-2,154	最新发行在外股份(百万股)	2,254	2,254	2,254	2,254
筹资活动现金流	-3,477	7,536	-944	4,901	ROIC(%)	8.69	8.88	9.21	9.29
现金净增加额	-315	8,183	2,261	6,984	ROE-摊薄(%)	12.55	11.73	13.61	13.47
折旧和摊销	811	1,062	1,130	1,212	资产负债率(%)	67.31	66.35	66.49	65.97
资本开支	-596	-1,107	-1,160	-1,202	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.41	6.99	5.21	4.56
营运资本变动	-665	-2,675	-1,307	-3,155	P/B(现价)	1.35	1.02	0.85	0.72

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

