

## 业务结构优化, 盈利能力平稳增长

### 投资要点

- **事件:** 厦门象屿公布 2022 半年度报告。公司上半年实现营收 2541.5 亿元, 同比+16.8%; 实现归母净利润 13.7 亿元, 同比+20.2%; 实现扣非归母 15.1 亿元, 同比+28.6%。分业务来看, 大宗商品贸易业务实现营收 2457 亿元, 同比+15.9%, 大宗商品业务实现营收 38.7 亿元, 同比+8.9%。
- **借助国有资源, 完善大宗商品供应链模式和布局。**通过整合厦门市部分国有供应链服务企业等方式, 公司逐渐确立了农产品、金属材料及矿产品、能源化工三大经营方向。同时推动物流网络布局, 构建了农产品物流服务体系、铁路物流服务体系、综合物流服务体系, 实现贸易和物流相互协同。2022H1, 农产品贸易营收 241 亿元, 同比+14.8%, 金属矿产贸易营收 1717 亿元, 同比+3.6%, 能源化工贸易营收 396 亿元, 同比+91.8%, 物流板块整体营收 38.7 亿元, 同比+8.9%。2022H1, 公司新能源钴、锂、镍光伏组件业务继续高速增长, 实现营收 87 亿元, 同比+126.4%, 毛利约占经营商品毛利的 6%。
- **市场规模巨大, 头部企业市场占有率有望持续提升。**近五年, 大宗商品供应链市场规模稳定在 40-50 万亿元左右。相较于美日市场, 国内头部企业市场占有率低。中国大宗供应链 CR4 市场体量由 2017 年的 8000 亿元左右增长至 2021 年的超 2 万亿元, 对应市场占有率由 1.8% 快速提升至 4.1%, 但距美日大宗供应链 CR4 市场占有率还有较大差距。
- **物流、科技、金融、风控四大平台构建竞争壁垒。**物流方面, 公司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。科技方面, 公司已完成采购分销服务平台、智慧物流服务平台、“屿链通”服务平台的开发建设。供应链金融方面, 截至 2022H1, 公司通过“屿链通”服务平台, 已为客户取得授信超 70 亿元。风险控制方面, 完成由“传统贸易商”向“供应链服务商”的转型后, 公司信用减值损失占营业利润的比例逐年降低, 2019-2022H1 分别为 4.6%、4.5%、2%、3.5%, 优于行业平均水平。
- **盈利能力平稳增长, 经营效益持续提升。**公司产品组合多元、结构均衡, 核心产品市占率大多在 2%-3%, 具有更好的周期对冲能力和增长潜力。2022H1 公司销售毛利率和销售净利率分别为 2.5%、0.8%, 随着公司产品结构优化, 销售规模提升, 毛利率和净利率也会进一步提升。2022H1, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.4%、0.2%、0.3%, 继续保持在较低水平。由于公司近两年的产品结构优化, 重点发展毛利相对较高的能源化工业务, 2022H1, ROE 同比+1.3pp, ROA 同比+0.7pp。
- **盈利预测与投资建议:** 我们看好公司大宗商品贸易和物流两大板块业务, 认为公司市场占有率将会持续提升, 利润率也会因为产品结构优化得以提升。暂不考虑增发, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 26.6、30、35.4 亿元, EPS 分别为 1.18、1.33、1.57 元, 对应的 PE 分别为 7X、7X、6X。我们看好公司的长期增长能力, 给予 2023 年 9 倍(可比公司 2023 年 PE 均值) PE, 对应目标价 11.97 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 大宗商品价格波动风险, 产业链上下游扩展不及预期风险等。

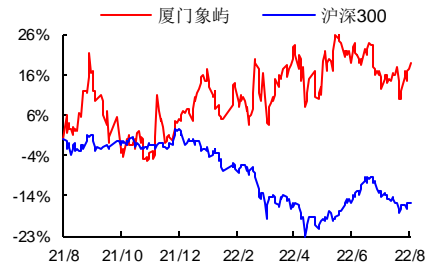
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	462516.23	536917.84	609300.50	682633.79
增长率	28.40%	16.09%	13.48%	12.04%
归属母公司净利润(百万元)	2160.27	2661.94	3002.90	3540.37
增长率	66.22%	23.22%	12.81%	17.90%
每股收益 EPS(元)	0.96	1.18	1.33	1.57
净资产收益率 ROE	8.68%	11.14%	11.23%	11.91%
PE	9	7	7	6
PB	1.15	1.27	1.10	0.94

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡光怿  
执业证号: S1250522070002  
电话: 021-58352190  
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	22.54
流通 A 股(亿股)	21.36
52 周内股价区间(元)	7.21-9.58
总市值(亿元)	192.95
总资产(亿元)	958.34
每股净资产(元)	5.99

### 相关研究

## 目 录

1 国内大宗商品供应链领域的佼佼者 .....	1
2 市场规模巨大，头部企业市场占有率有望持续提升 .....	2
3 物流、科技、金融、风控四大平台构建竞争壁垒 .....	4
4 盈利能力平稳增长，经营效益持续提升 .....	6
5 盈利预测及估值 .....	8
6 风险提示 .....	8

## 图 目 录

图 1：股权结构.....	1
图 2：发展历程.....	2
图 3：营业收入及增速.....	2
图 4：归母净利润及增速.....	2
图 5：国内大宗供应链市场规模.....	3
图 6：国内大宗供应链 CR4 和厦门象屿市场占有率.....	3
图 7：客户需求变化及服务主体演变.....	3
图 8：厦门象屿覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系.....	4
图 9：厦门象屿“屿链通”服务平台.....	5
图 10：厦门象屿业务过程中的主要风险及应对手段.....	6
图 11：厦门象屿 2022 年上半年经营商品毛利构成.....	6
图 12：销售净利率和销售毛利率.....	7
图 13：期间费用率.....	7
图 14：ROE&ROA.....	7

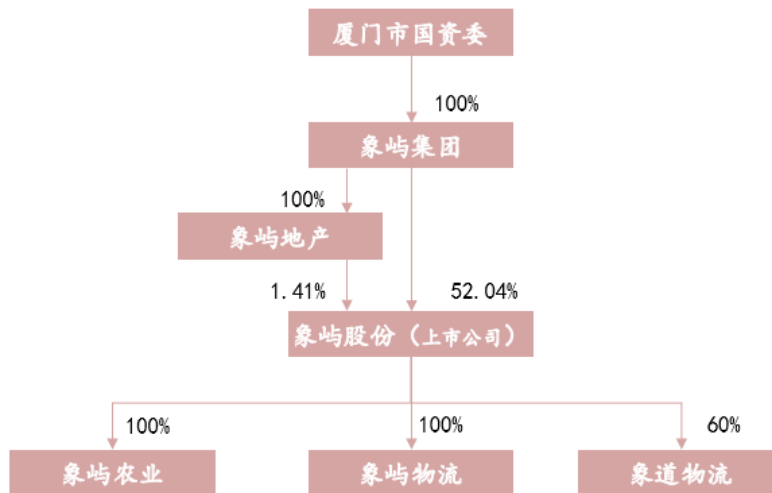
## 表 目 录

表 1：供应链服务商和传统贸易商风险对比.....	5
表 2：盈利预测.....	8
表 3：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

## 1 国内大宗商品供应链领域的佼佼者

厦门象屿股份有限公司（下称“厦门象屿”或“公司”）是厦门市国资委控制的大宗商品供应链服务公司。1997 年 5 月，厦门象屿成立，主营大宗商品采购供应，综合物流服务和物流园区开发运营。2011 年，公司整合母公司象屿集团旗下的供应链服务业务，并通过与夏新电子股份有限公司资产重组的方式，在上交所借壳上市。厦门市国资委是公司的实际控制人，通过象屿集团合计持有公司 53.5%。

图 1：股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

**不断革新，完善大宗商品供应链模式和布局。**上市后，公司开始逐步优化业务模式，成功打造了农产品供应链、金属材料供应链、塑化产品供应链、林产品供应链、进口汽车供应链五大体系。此后，布局产业链上下游，扩宽业务边界，业务重点实现从贸易到服务的转型。2016 年以后，公司逐渐确立了农产品、金属材料及矿产品、能源化工三大经营方向。同时推动物流网络布局，构建了农产品物流服务体系、铁路物流服务体系、综合物流服务体系，实现贸易和物流相互协同。上述大宗商品贸易和大宗商品物流体系共同构成了公司的大宗商品供应链业务。2022H1，农产品贸易营收 241 亿元，同比+14.8%，金属矿产贸易营收 1717 亿元，同比+3.6%，能源化工贸易营收 396 亿元，同比+91.8%，物流板块整体营收 38.7 亿元，同比+8.9%。2019 年，公司审时度势，布局新能源钴、锂、镍光伏组件业务，并将其发展成有力的业绩增长点。2022H1，公司新能源业务继续高速增长，实现营收 87 亿元，同比+126.4%，毛利约占经营商品毛利的 6%。2021 年，“六五”规划将“提质增效”作为首要目标，不断完善物流网络布局，打造一体化的供应链服务体系，积极开拓“一带一路”新市场，培育新的利润增长点。

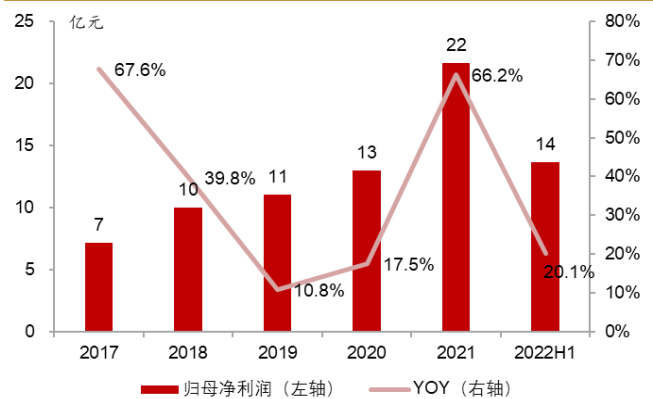
**图 2：发展历程**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**营收和归母净利润持续上升。**公司积极扩展产业链上下游业务，通过稳定上游供应商资源，增强自身供应链服务效率，获得了客户的青睐，收入规模不断上升。2017-2021 年，公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 22.8%、31.9%。2022H1，公司实现营收 2541.5 亿元，同比+16.8%，归母净利润 13.7 亿元，同比+20.1%。

**图 3：营业收入及增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：归母净利润及增速**


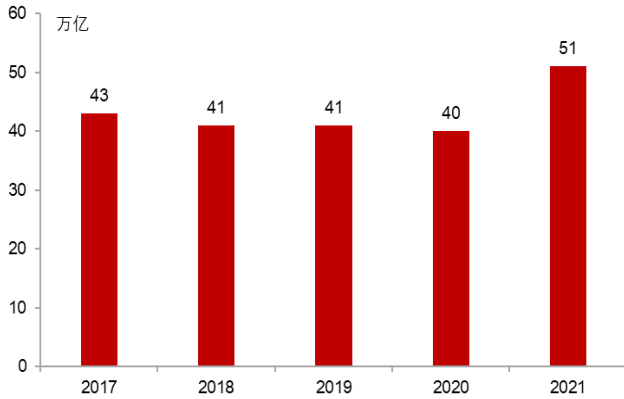
数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 市场规模巨大，头部企业市场占有率有望持续提升

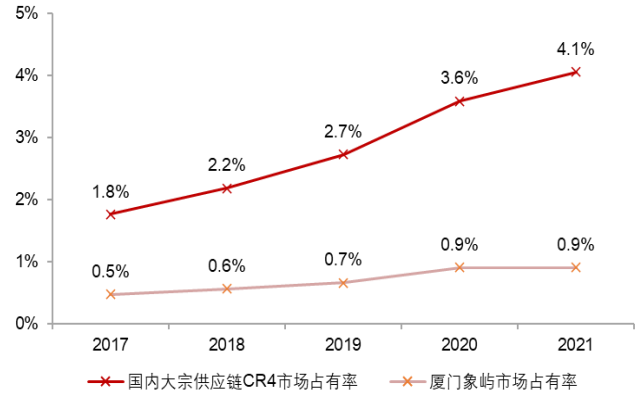
受益于中国制造业的飞速发展，大宗供应链市场规模巨大。大宗供应链主要包括农产品、能源化工、金属矿产等板块。我国制造业产值占全球的比重连续多年稳居世界第一，制造业的飞速发展催生了对大宗供应链服务的庞大需求。同时，随着“一带一路”发展格局的不断深化，中国制造业加速出海，中国大宗商品供应链国际化迎来全新机遇。近五年，大宗商品供应链市场规模稳定在 40-50 万亿元左右。

相较于美日市场，国内头部企业市场占有率低。中国大宗供应链 CR4 市场体量由 2017 年的 8000 亿元左右增长至 2021 年的超 2 万亿元，对应市场占有率由 1.8% 快速提升至 4.1%，但距美日大宗供应链 CR4 市场占有率还有较大差距。中国大宗供应链销售净利率平均

0.6%左右，距离嘉能可、三井物产、三菱商事等海外头部大宗供应链企业 2% 以上的销售净利率水平还有很大提升空间。

**图 5：国内大宗供应链市场规模**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：国内大宗供应链 CR4 和厦门象屿市场占有率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

客户需求由“低价”向“安全、高效”转变，行业竞争转向“以质取胜”。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、高效”，进而对原辅材料组合供应、产成品快速分销、物流配送高效、环节成本优化、金融融通便捷、库存安全和周转效率提出更高要求。

**图 7：客户需求变化及服务主体演变**

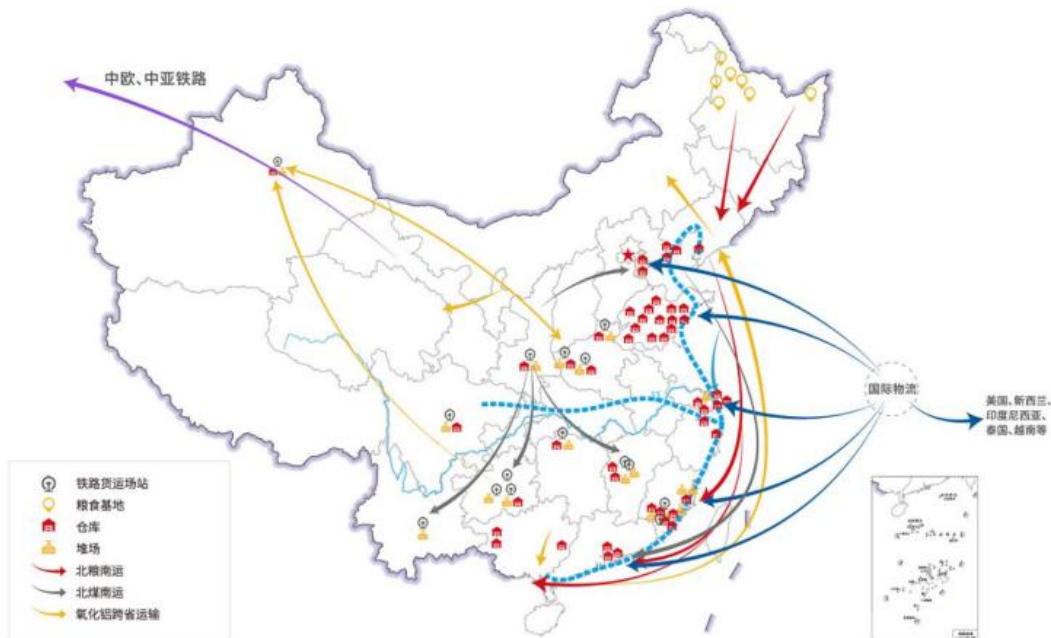

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 物流、科技、金融、风控四大平台构建竞争壁垒

对于大宗商品产业链公司，完善的仓储物流布局、上游资源的把控、供应链金融服务能力和风险的把控是其核心竞争力。公司致力于构建物流服务、智慧科技、金融服务、风险管控四大支撑平台，并培养了一批市场化、专业化的“地推团队”，一方面通过平台在战略引领、考核约束、服务支持、产业研究等方面赋能业务团队，另一方面通过“地推团队”发掘、对接、服务终端客户个性化、多样化需求，开拓战略客户、深化综合服务，形成了成熟有效的“服务平台+地推团队”运营模式。

**网络化物流服务体系。**公司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、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。

图 8：厦门象屿覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

**智能化信息科技体系。**公司聚焦“拓展增量市场、提高服务效率、升维业务模式”三大核心要义，依托海量的业务数据、庞大的客户资源、丰富的应用场景，推进数字化技术与业务的有效融合。业务运营方面，公司已完成采购分销服务平台、智慧物流服务平台、“屿链通”服务平台的开发建设。以象屿农产资源和团队为支撑，与阿里团队共创“象屿农业产业级互联网平台”，致力于打造一个串联粮食产业前段、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”为核心的“农业产业级互联网平台”。职能保障方面，通过涵盖财务管控、人力资源管理、客户关系、风险管理、设备与资产管理等模块的一体化保障体系，对业务运营形成全方位支撑；决策分析方面，通过企业经营分析系统、客户分析与大数据运营系统，梳理、分析、挖掘海量业务数据、庞大客户资源，服务经营决策。

**多元化金融服务体系。**公司与头部银行、保险、券商、保理等金融机构保持紧密合作，主体信用评级和债项评级均维持 AAA 级，年度综合授信达千亿级。通过整合各类金融资源，以智慧物流平台为基础，运用区块链、物联网、大数据、人工智能等技术，为客户提供灵活、便捷且又安全的供应链金融产品。公司基于产业链整合能力、供应链经营能力、物流资源布局及货权管控能力、智慧物流平台以及可视化数字仓库，并利用区块链、AI、物联网、电子签章等技术，搭建“屿链通”服务平台，已形成“屿采融、屿仓融、屿途融”等产品矩阵。截至 2022H1，公司通过“屿链通”服务平台，已为客户取得授信超 70 亿元。

**图 9：厦门象屿“屿链通”服务平台**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**业务模式转变，使风险变得更为可控。**在完成由“传统贸易商”向“供应链服务商”的转型后，公司通过提高制造业企业占比（客户角度）、优化商品组合（商品角度）、升级业务模式（模式角度）、完善风控体系（管控角度），形成组合拳，有效管控风险，确保经营稳定。近年来，公司信用减值损失占营业利润的比例逐年降低（2019-2022H1 分别为 4.6%、4.5%、2%、3.5%，优于行业平均水平），非经常性损益占比控制得当，归母净利润逐年增长，ROE 水平不断提升，盈利稳定性大大增强，风险管控成效不断彰显。

**表 1：供应链服务商和传统贸易商风险对比**

供应链服务商和传统贸易商风险对比		
商业逻辑	传统贸易商	通过低买高卖赚取价差收益，经营业绩和产业周期波动、商品价格走势以及对其的判断能力高度相关，受产业周期和价格波动的影响大。
	供应链服务商	通过多元服务赚取服务收益，经营业绩和客户粘性、服务深度、服务效率、管控成本高度相关，受产业周期和价格波动的影响小。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：厦门象屿业务过程中的主要风险及应对手段

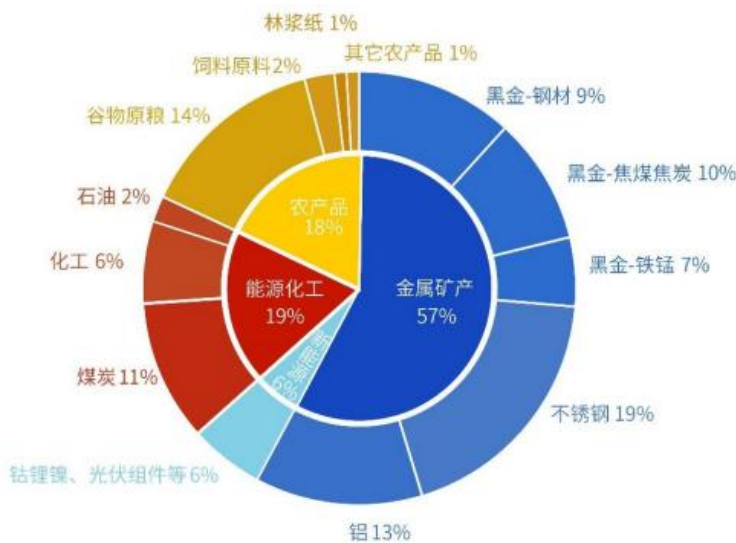


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利能力平稳增长，经营效益持续提升

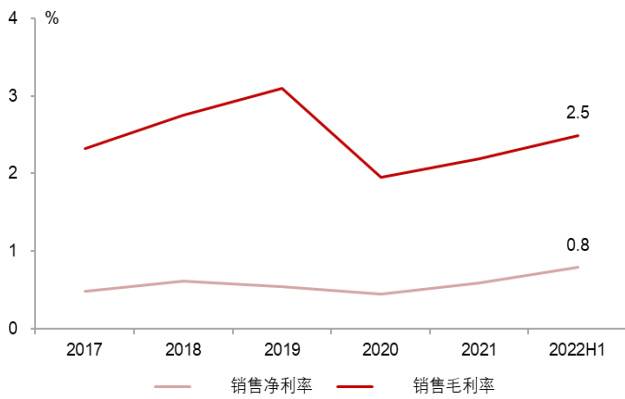
公司产品组合多元、结构均衡，核心产品市占率大多在 2%-3%，具有更好的周期对冲能力和增长潜力。

图 11：厦门象屿 2022 年上半年经营商品毛利构成

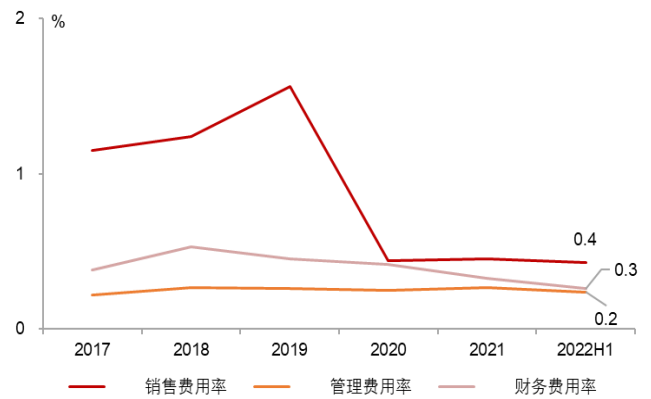


数据来源：公司公告，西南证券整理

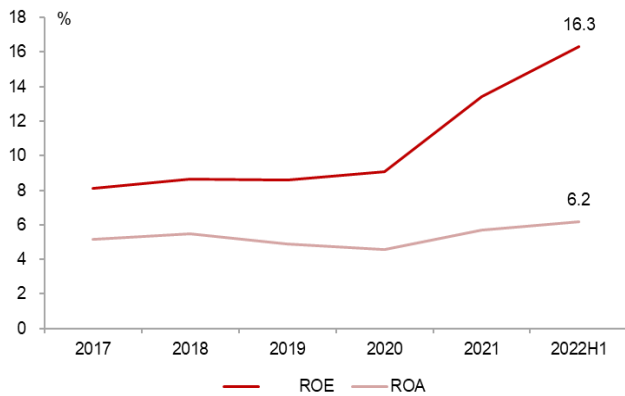
由于大宗供应链的行业特点，公司的利润率和费用率都较低。毛利率维持在 2.5% 左右，净利率维持在 0.5% 左右。2022H1 公司销售毛利率和销售净利率分别为 2.5%，0.8%，随着公司产品结构优化，销售规模提升，毛利率和净利率也会进一步提升。2020 年，调整了销售费用的统计口径，将部分物流成本从销售费用转到营业成本中，销售费用率大幅下降。2022H1，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.4%、0.2%、0.3%，继续保持在较低水平。由于公司近两年的产品结构优化，重点发展毛利相对较高的能源化工业务，2022H1，ROE 同比+1.3pp，ROA 同比+0.7pp。

**图 12：销售净利率和销售毛利率**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 13：期间费用率**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 14：ROE&ROA**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 盈利预测及估值

### 关键假设

1) 公司不断优化大宗商品贸易的产品种类, 扩大利润较高的新能源材料和有色金属的业务量。我们认为公司大宗商品贸易收入仍会保持高速增长, 预计 2022-2024 年大宗商品贸易的营收增长率分别为 16%、15%、12%;

2) 考虑到公司正着力打造大宗供应链体系, 努力向大宗产业链综合服务商转变, 以及公司积极布局铁路等物流网络, 我们认为未来大宗商品物流板块, 会有较大增长, 预计 2022-2024 年大宗商品物流的营收增长率分别为 18%、20%、14%。

表 2: 盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
大宗商品贸易 (百万元)	350291.0	448857.0	520674.1	598775.2	670628.3
YoY	32.8%	28.1%	16.0%	15.0%	12.0%
大宗商品物流 (百万元)	5757.0	7354.0	8677.7	10413.3	11871.1
YoY	3.2%	27.7%	18.0%	20.0%	14.0%
收入合计 (百万元)	360214.8	462516.2	536917.8	609300.5	682633.8
YoY	32.2%	28.4%	16.1%	13.5%	12.0%
成本合计 (百万元)	353196.8	452403.7	525965.0	596330.1	667404.2
YoY	33.8%	28.1%	16.1%	13.4%	14.0%
毛利率	1.9%	2.2%	2.0%	2.1%	2.2%

数据来源: 西南证券

我们看好公司大宗商品贸易和物流两大板块业务, 认为公司市场占有率将会持续提升, 利润率也会因为产品结构优化得以提升。暂不考虑增发, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 26.6、30、35.4 亿元, EPS 分别为 1.18、1.33、1.57 元, 对应的 PE 分别为 7X、7X、6X。

表 3: 可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
建发股份	600153.SH	11.2	2.1	2.2	2.5	2.8	4.3	5.2	4.5	4.0
浙商中拓	000906.SZ	10.9	1.2	1.6	2.2	2.8	9.1	6.7	5.0	3.9
飞力达	300240.SZ	8.8	0.5	0.3	0.5	0.7	16.1	25.8	18.8	13.2
可比公司均值							9.8	12.6	9.4	7.0

数据来源: Wind, 西南证券整理

根据公司主营业务选取建发股份、浙商中拓和飞力达作为可比公司。可比公司 2023 年 PE 均值为 9X。我们看好公司的长期增长能力, 给予 2023 年 9 倍 PE, 对应目标价 11.97 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6 风险提示

大宗商品价格波动风险, 产业链上下游扩展不及预期风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	462516.23	536917.84	609300.50	682633.79	净利润	2720.13	3396.14	3790.65	4481.14
营业成本	452403.69	525964.99	596330.14	667404.25	折旧与摊销	689.70	806.89	806.89	806.89
营业税金及附加	448.27	434.63	529.82	602.59	财务费用	1540.87	2269.02	3322.32	3584.18
销售费用	2072.94	2394.99	2724.33	3048.60	资产减值损失	-525.44	-359.58	-425.90	-436.97
管理费用	1205.79	1350.17	1535.30	1738.77	经营营运资本变动	-1280.60	-14699.91	-4082.02	-2509.52
财务费用	1540.87	2269.02	3322.32	3584.18	其他	2275.33	52.49	390.91	344.88
资产减值损失	-525.44	-359.58	-425.90	-436.97	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5420.00</b>	<b>-8534.95</b>	<b>3802.84</b>	<b>6270.59</b>
投资收益	-629.05	30.00	30.00	30.00	资本支出	33.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	83.10	71.54	82.49	78.94	其他	-2252.76	-79.75	-42.73	166.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2219.68</b>	<b>-79.75</b>	<b>-42.73</b>	<b>166.97</b>
<b>营业利润</b>	<b>3926.51</b>	<b>4965.16</b>	<b>5396.99</b>	<b>6801.31</b>	短期借款	-1887.55	56649.79	7133.47	4854.58
其他非经营损益	70.06	99.07	91.81	86.23	长期借款	-2418.29	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3996.57</b>	<b>5064.22</b>	<b>5488.79</b>	<b>6887.53</b>	股权融资	605.46	374.92	0.00	0.00
所得税	1276.44	1668.08	1698.15	2406.40	支付股利	-646.27	-432.05	-532.39	-600.58
净利润	2720.13	3396.14	3790.65	4481.14	其他	869.72	-7900.26	-3122.93	-3358.24
少数股东损益	559.86	734.20	787.74	940.77	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3476.94</b>	<b>48692.39</b>	<b>3478.15</b>	<b>895.77</b>
归属母公司股东净利润	2160.27	2661.94	3002.90	3540.37	<b>现金流量净额</b>	<b>-314.95</b>	<b>40077.70</b>	<b>7238.27</b>	<b>7333.33</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13614.09	53691.78	60930.05	68263.38	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	33180.23	36526.89	43656.77	48080.55	销售收入增长率	28.40%	16.09%	13.48%	12.04%
存货	22195.31	32299.18	34167.37	37470.97	营业利润增长率	83.63%	26.45%	8.70%	26.02%
其他流动资产	9005.80	8418.86	8913.45	9414.53	净利润增长率	67.14%	24.85%	11.62%	18.22%
长期股权投资	1603.18	1603.18	1603.18	1603.18	EBITDA 增长率	41.89%	30.60%	18.47%	17.49%
投资性房地产	816.19	816.19	816.19	816.19	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	10967.85	10394.09	9820.32	9246.55	毛利率	2.19%	2.04%	2.13%	2.23%
无形资产和开发支出	2073.05	1846.09	1619.13	1392.17	三费率	1.04%	1.12%	1.24%	1.23%
其他非流动资产	2378.51	2553.64	2702.70	2638.51	净利率	0.59%	0.63%	0.62%	0.66%
<b>资产总计</b>	<b>95834.22</b>	<b>148149.90</b>	<b>164229.15</b>	<b>178926.04</b>	ROE	8.68%	11.14%	11.23%	11.91%
短期借款	8245.74	64895.52	72028.99	76883.58	ROA	2.84%	2.29%	2.31%	2.50%
应付和预收款项	31779.56	37850.53	42651.34	47692.88	ROIC	5.64%	5.88%	6.11%	6.24%
长期借款	2857.30	2857.30	2857.30	2857.30	EBITDA/销售收入	1.33%	1.50%	1.56%	1.64%
其他负债	21622.05	12058.75	12945.48	13865.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>64504.64</b>	<b>117662.10</b>	<b>130483.10</b>	<b>141299.43</b>	总资产周转率	5.05	4.40	3.90	3.98
股本	2157.45	2254.33	2254.33	2254.33	固定资产周转率	46.62	54.79	66.04	78.89
资本公积	5555.02	5833.06	5833.06	5833.06	应收账款周转率	34.36	36.05	35.22	34.14
留存收益	5412.72	7642.62	10113.13	13052.92	存货周转率	20.29	18.96	17.71	18.39
归属母公司股东权益	17214.26	15638.27	18108.78	21048.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.07%	—	—	—
少数股东权益	14115.32	14849.52	15637.27	16578.04	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>31329.58</b>	<b>30487.79</b>	<b>33746.05</b>	<b>37626.61</b>	资产负债率	67.31%	79.42%	79.45%	78.97%
负债和股东权益合计	95834.22	148149.90	164229.15	178926.04	带息债务/总负债	21.86%	60.13%	59.69%	58.55%
					流动比率	1.38	1.19	1.21	1.22
					速动比率	0.99	0.90	0.93	0.94
					股利支付率	29.92%	16.23%	17.73%	16.96%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.96	1.18	1.33	1.57
					每股净资产	7.64	6.94	8.03	9.34
					每股经营现金	2.40	-3.79	1.69	2.78
					每股股利	0.29	0.19	0.24	0.27
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	6157.09	8041.06	9526.19	11192.38					
PE	9.18	7.45	6.61	5.60					
PB	1.15	1.27	1.10	0.94					
PS	0.04	0.04	0.03	0.03					
EV/EBITDA	2.12	3.59	3.04	2.39					
股息率	3.26%	2.18%	2.68%	3.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn