

厦门国贸 (600755)

证券研究报告

2023年01月28日

聚焦供应链，期待高增长

厦门头部国企，世界 500 强

厦门国贸控股集团是厦门市属头部国企，2017 年以来蝉联《财富》世界 500 强，综合实力雄厚，资产规模仅次于建发集团。国贸控股控制多家上市公司，其中厦门国贸是核心企业。厦门国贸是国内大宗供应链头部上市公司，2022 年三季度末净资产、2021 年净利润排名均为第三，但是 2023 年 1 月 20 日市值却明显低于净资产和盈利规模相近的同行。

聚焦供应链，有望持续高增长

厦门国贸的供应链业务，市场份额持续提升推动高增长。厦门国贸依托融资成本低、采购规模大、周转效率高、风控能力强等优势，在大宗商品价格波动中不断提高市场份额，实现业务高增长。供应链行业集中度低、国内外龙头差距大，厦门国贸未来的增长空间大，有望持续高增长。

剥离房地产，拓展健康科技产业

厦门国贸退出房地产业务，积极发展健康科技业务。2021 年厦门国贸出售主要地产公司股权，2022 年剩余两个项目完成结算后，将完全退出房地产业务。厦门国贸围绕医疗器械与养老服务两大支柱产业，协同医疗健康大数据和健康服务两大支撑产业，打造大健康产业生态系统。未来厦门国贸的药品流通业务和养老产业的发展潜力较大。

估值在低位，股息率较高

厦门国贸的盈利有望持续增长，估值有望修复。厦门国贸剥离房地产业务后，大宗供应链业务持续增长有望带动整体盈利增长。厦门国贸的 PE 和 PB 在主要供应链公司中较低，PB 分位数处于历史较低位置。厦门国贸 2021 年的股息率为 6.6%，在交运行业位居前列；如果分红比例达到 50%，那么股息率有望超过 10%。

盈利预测与估值

竞争优势有望带动供应链业务持续增长，预计 2022-24 年收入增速 13.3%、22.2%、19.9%，归母净利润增速 0.1%、3.2%、19.9%，根据 DDM 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，取两者结果的平均值，给予目标价 11.21 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：大宗商品消费需求减少风险，大宗商品价格下跌风险，应收款坏账增加风险，汇率和利率波动风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	351,088.95	464,755.64	526,506.31	643,369.90	771,163.49
增长率(%)	61.02	32.38	13.29	22.20	19.86
EBITDA(百万元)	5,719.29	7,158.29	8,793.70	8,161.01	9,754.75
净利润(百万元)	2,612.03	3,411.62	3,414.31	3,524.59	4,225.21
增长率(%)	13.11	30.61	0.08	3.23	19.88
EPS(元/股)	1.19	1.55	1.51	1.56	1.87
市盈率(P/E)	6.40	4.90	5.04	4.88	4.05
市净率(P/B)	0.64	0.57	0.51	0.48	0.44
市销率(P/S)	0.05	0.04	0.03	0.03	0.02
EV/EBITDA	4.36	1.21	1.80	2.63	2.11

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.59 元
目标价格	11.21 元

基本数据

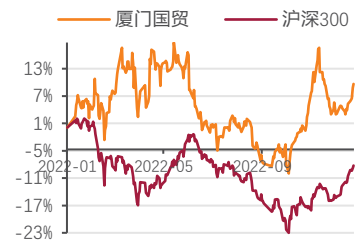
A 股总股本(百万股)	2,200.98
流通 A 股股本(百万股)	2,030.06
A 股总市值(百万元)	16,705.46
流通 A 股市值(百万元)	15,408.14
每股净资产(元)	9.20
资产负债率(%)	72.02
一年内最高/最低(元)	8.24/6.20

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《厦门国贸-公司点评:供应链管理+房地产齐发力，1-3Q 归母净利润预增 80%-120%》 2017-10-10
- 《厦门国贸-公司点评:全额计提减值准备业绩增速仍高达 27%，三大主业协同共筑公司成长》 2017-07-23
- 《厦门国贸-公司点评:全年归母净利润预增 50%-100%，三线发力打造综合商社龙头》 2017-01-19

内容目录

1. 厦门头部国企，世界 500 强	4
1.1. 厦门国贸控股实力雄厚	4
1.2. 厦门国贸规模持续增长	5
2. 聚焦供应链，有望持续高增长	6
2.1. 集中度提升，龙头高增长	6
2.2. 竞争优势带动份额上升	8
2.3. 未来业务增长空间较大	9
3. 剥离房地产，拓展健康科技产业	10
3.1. 2021 年剥离多数房地产业务	10
3.2. 积极发展健康科技产业	11
3.3. 药品流通业务有望大发展	12
3.4. 养老产业发展潜力较大	13
4. 盈利持续增长，估值在低位	14
4.1. 盈利有望较快增长	14
4.2. 整体估值水平较低	15
4.3. 目标价 11.21 元	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：2022 年 6 月 30 日厦门国贸控股的资产规模相对领先	4
图 2：2021 年厦门国贸控股在厦门市属国企中收入和利润相对领先	4
图 3：厦门国贸的股权结构关系（截止 2022 年 9 月 30 日）	5
图 4：2021 年厦门国贸的大宗供应链业务收入规模在第一梯队	5
图 5：厦门国贸的归母权益和净利润在龙头里居中，而市值偏低	5
图 6：2010-2021 年厦门国贸的资产规模快速增长	6
图 7：2010-2021 年厦门国贸的收入和利润快速增长	6
图 8：厦门国贸的供应链管理业务增长带动营收增长	6
图 9：厦门国贸的供应链管理业务毛利润大幅增长	6
图 10：大宗商品供应链行业集中度提高	7
图 11：四家供应链头部公司的份额持续提升	7
图 12：厦门国贸的钢材和铁矿业务市场份额大幅提升	7
图 13：部分中小型大宗供应链企业收缩规模，甚至退出	7
图 14：2016-2021 年厦门国贸的供应链收入增幅相对领先	7
图 15：2016-2021 年厦门国贸的供应链毛利增幅相对领先	7
图 16：在资产上，2022Q3 头部供应链公司以地方国企为主	8

图 17: 2022 年中报, 地方国企和央企的有息负债规模高于民企	8
图 18: 厦门国贸的资产周转率上升	8
图 19: 厦门国贸供应链业务的毛利率逐渐接近同行	8
图 20: 2016-21 年厦门国贸的减值损失比例大幅下降	9
图 21: 2021 年厦门国贸的 ROE 为 12.3%, 接近同行	9
图 22: 2021 年中国主要大宗商品市场容量数十万亿元	9
图 23: 中国重点钢企销量中贸易商占比 40%左右	9
图 24: 2019 年中国消费了全球一半左右的主要大宗商品	10
图 25: 2021 年中国大宗供应链龙头企业规模仅国际巨头的一半左右	10
图 26: 2019 年日本商社的工业和消费业务收入占比高	10
图 27: 2019 年日本商社的工业和消费业务净利润占比高	10
图 28: 2020 年国贸地产和国贸发展在厦门国贸中占重要地位	11
图 29: 截止 2022 年 6 月 30 日, 厦门国贸主要还有两个房地产项目	11
图 30: 中国的药品销售额持续增长	12
图 31: 2020 年全国药品销售中, 以西药类和中成药类为主	12
图 32: 2020 年中国的药品批发企业集中度较高	12
图 33: 2020 年大中型药品批发企业的销售额增速较快	12
图 34: 2020 年中国的药品批发企业销售额结构	12
图 35: 2020 年中国的药品批发企业利润总额结构	12
图 36: 中国的 60 岁及以上人口占比持续上升	13
图 37: 中国的养老服务床位数持续增加	13
图 38: 厦门国贸的 PE 在大宗供应链行业中较低	15
图 39: 厦门国贸的 PB 在大宗供应链行业中较低	15
图 40: 厦门国贸的 PB 分位数在大宗供应链行业中较低	15
图 41: 厦门国贸的股息率在交运行业处于较高水平	15
表 1: 2021 年厦门国贸控股的重要子公司经营情况	4
表 2: 厦门国贸健康科技产业的主要板块和业务	11
表 3: 政策支持养老产业发展	13
表 4: 厦门国贸的收入和利润预测	14
表 5: 厦门国贸的贴现率核心假设	16
表 6: 厦门国贸的股利与贴现值	16
表 7: 厦门国贸的可比公司 Wind 一致预期 EPS 和估值 (截止 2023 年 1 月 20 日) ..	16

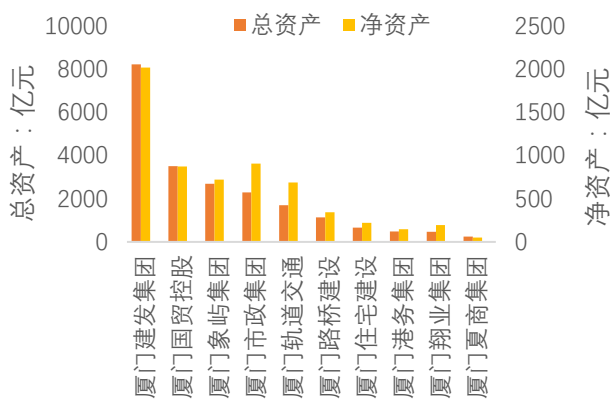
1. 厦门头部国企，世界 500 强

厦门国贸控股集团是厦门市属头部国企，2017 年以来蝉联《财富》世界 500 强，综合实力雄厚，资产规模仅次于建发集团。国贸控股控制多家上市公司，其中厦门国贸是核心企业。厦门国贸是国内大宗供应链头部上市公司，2022 年三季度末净资产、2021 年净利润排名均为第三，但是 2023 年 1 月 20 日市值却明显低于净资产和盈利规模相近的同行。

1.1. 厦门国贸控股实力雄厚

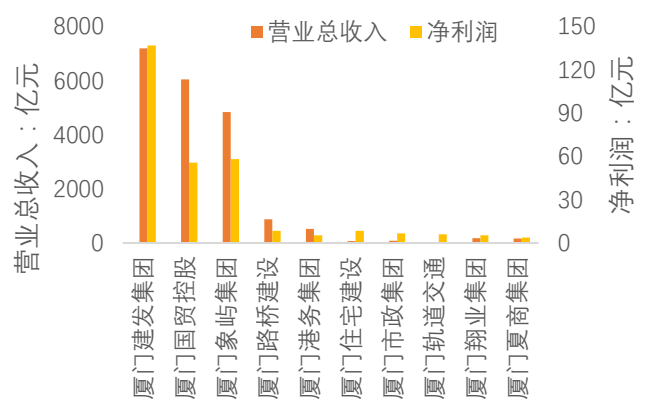
厦门国贸控股集团有限公司（简称“国贸控股”）为厦门市属国有企业集团。2022 年，国贸控股第六次蝉联《财富》世界 500 强，位居第 106 位；同时位居“中国企业 500 强”第 36 位。国贸控股在厦门市属国有企业中，资产规模、营业收入、净利润等都处于领先地位，尤其是营业收入和净利润，和建发集团、象屿集团同属第一梯队。

图 1：2022 年 6 月 30 日厦门国贸控股的资产规模相对领先



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2021 年厦门国贸控股在厦门市属国企中收入和利润相对领先



资料来源：Wind，天风证券研究所

国贸控股控制多家上市和非上市企业。国贸控股业务布局供应链、先进制造、城市建设运营、消费与健康、金融服务五大赛道，控股厦门国贸(600755.SH)、厦门信达(000701.SZ)、厦工股份(600815.SH)、厦门国贸地产集团、厦门国贸资本集团、厦门国贸教育集团、厦门国贸会展集团、中红医疗(300981.SZ)、正通汽车(1728.HK)等。

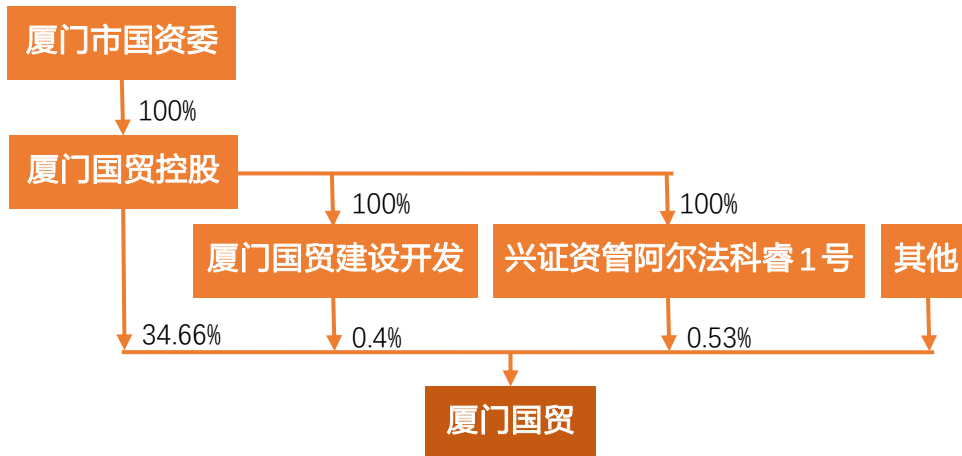
表 1：2021 年厦门国贸控股的重要子公司经营情况

单位：亿元	持股比例	2021 年				
		2022/3/30	总资产	净资产	营业总收入	净利润
厦门国贸	36.98%		977	355	4648	37.64
国贸地产	100%		670	210	175	13.00
中红普林	50.50%		91	68	78	22.01
海翼集团	100%		219	66	513	3.21
信达股份	45%		157	35	1085	1.69
国贸资产	100%		61	28	51	3.33
国贸会展	100%		13	10	1	-0.30
国贸教育	100%		11	8	1	-0.09

资料来源：Wind，公司债券募集说明书，天风证券研究所

厦门国贸集团股份有限公司（简称“厦门国贸”），始创于 1980 年，1996 年在上海证券交易所上市，为《财富》世界 500 强国贸控股集团的核心成员企业，是首批全国供应链创新与应用示范企业。厦门国贸的主营业务涉及供应链、金融、房地产等领域。

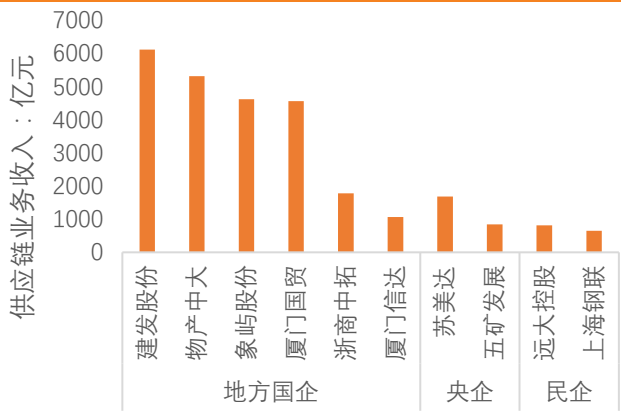
图 3：厦门国贸的股权结构关系（截止 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

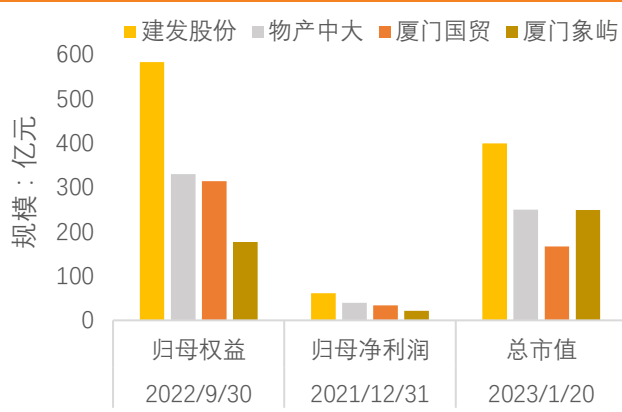
厦门国贸是国内大宗供应链头部公司。2021 年，国内大宗供应链头部上市公司（建发股份、物产中大、厦门象屿、厦门国贸）的营业收入规模超过 4500 亿元，远超其他上市公司。在四家头部公司中，厦门国贸的归母权益（截止 2022 年 9 月 30 日）和归母净利润（2021 年全年）排名第三，但是市值（截止 2023 年 1 月 20 日）排名第四，且明显低于其他三家公司。

图 4：2021 年厦门国贸的大宗供应链业务收入规模在第一梯队



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：厦门国贸的归母权益和净利润在龙头里居中，而市值偏低



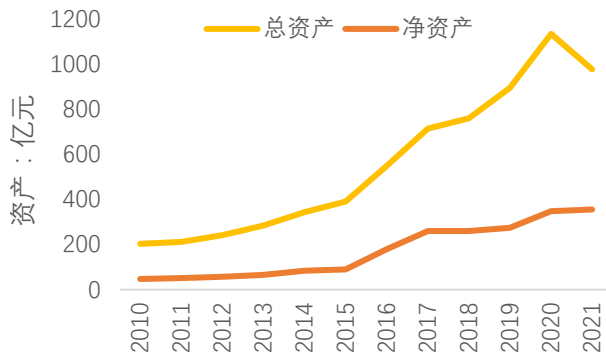
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 厦门国贸规模持续增长

厦门国贸是一家综合性企业，业务聚焦供应链管理核心主业，深化金融服务的协同作用，积极拓展健康科技新赛道。通过推动数字化与产业链的深度融合，打造核心竞争力，巩固并提升供应链行业第一梯队的优势地位，持续创造新价值，致力于成为值得信赖的全球化综合服务商。

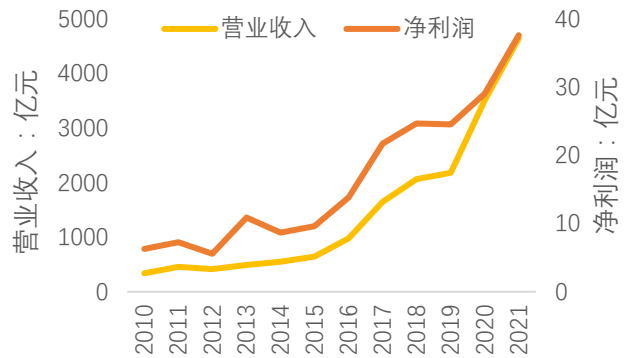
厦门国贸的资产、收入、利润等规模持续高增长。2011–2021 年，厦门国贸的总资产和净资产分别增长 4 倍和 6 倍，年化增速分别为 17%和 21%；营业收入和净利润分别增长 9 倍和 4 倍，年化增速分别为 26%和 18%。

图 6：2010-2021 年厦门国贸的资产规模快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

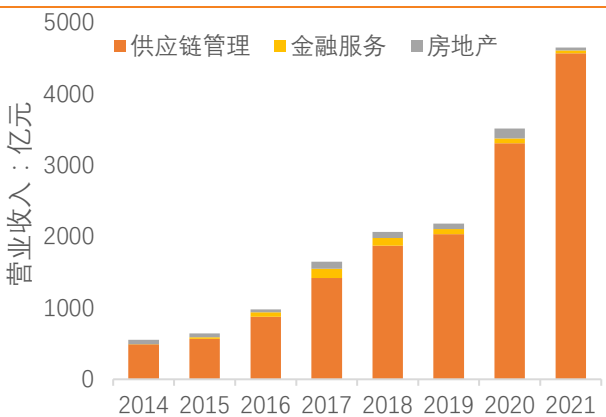
图 7：2010-2021 年厦门国贸的收入和利润快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

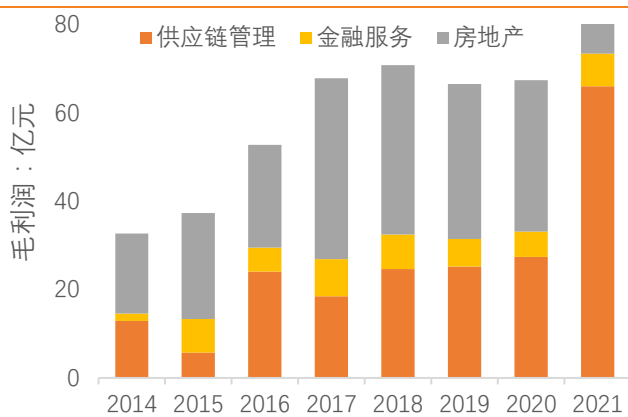
厦门国贸的营业收入和毛利润增长主要来自供应链业务。2021 年，厦门国贸的供应链管理业务收入占营业收入的 98%，供应链业务增长带动营收增长；供应链管理业务毛利润占总毛利润的 82%，供应链业务毛利润增长带动整体毛利增长。

图 8：厦门国贸的供应链管理业务增长带动营收增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：厦门国贸的供应链管理业务毛利润大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

厦门国贸致力于成为值得信赖的全球化综合服务商。根据厦门国贸 2021-2025 年发展战略规划，公司业务布局三大赛道，聚焦供应链管理核心主业，深化金融服务的协同作用，积极拓展健康科技新赛道。通过推动数字化与产业链的深度融合，打造核心竞争力，巩固并提升供应链行业第一梯队的优势地位，持续创造新价值。

2. 聚焦供应链，有望持续高增长

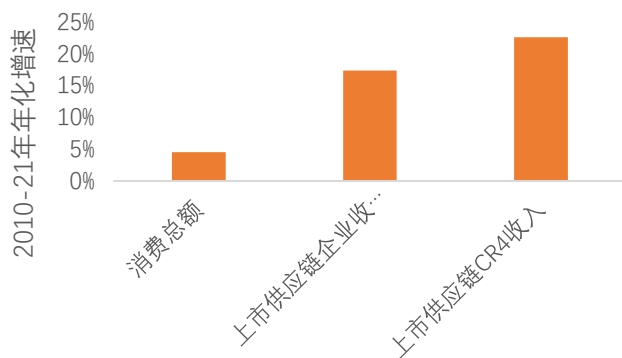
厦门国贸的供应链业务，市场份额持续提升推动高增长。厦门国贸依托融资成本低、采购规模大、周转效率高、风控能力强等优势，在大宗商品价格波动中不断提高市场份额，实现业务高增长。供应链行业集中度低、国内外龙头差距大，厦门国贸未来的增长空间大，有望持续高增长。

2.1. 集中度提升，龙头高增长

行业集中度提高，促使龙头高增长。专业化分工促使越来越多制造企业采用外部的供应链服务。头部公司具备竞争优势，增速高于行业均值，表现为市场份额不断提高。

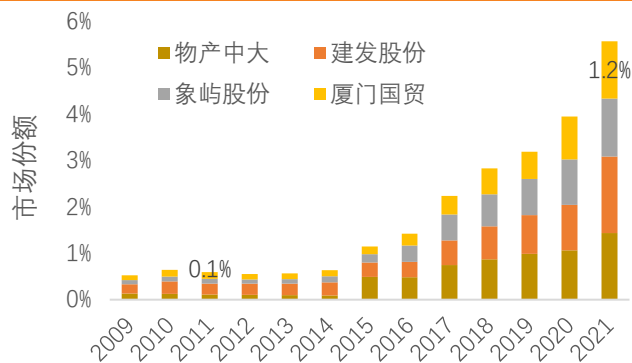
2016 年以来头部公司市场份额快速提高。一方面，供给侧改革推动大宗商品行业集中度提高，分销环节的集中度也提高。另一方面，大宗商品涨价推升垫资需求，头部公司利用资金优势扩大份额。

图 10：大宗商品供应链行业集中度提高



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

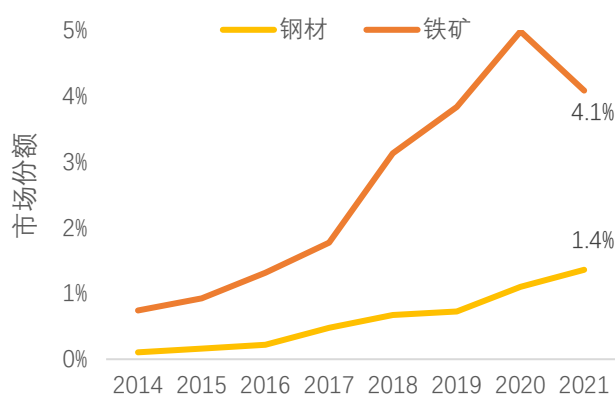
图 11：四家供应链头部公司的份额持续提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

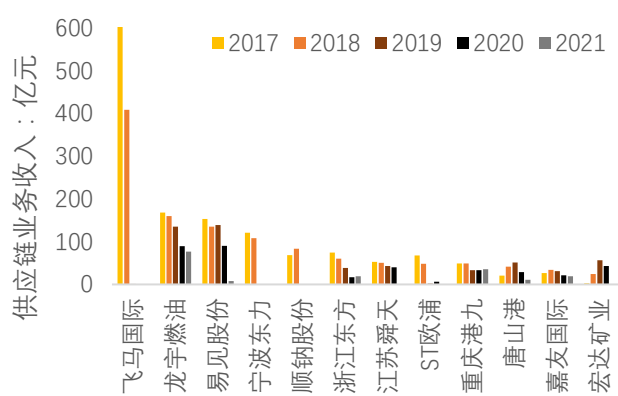
厦门国贸的市场份额持续提升。2011-21 年，厦门国贸供应链业务营业收入增长 9 倍，市场份额从 0.1% 提高到 1.2%，提高了 11 倍。其中厦门国贸的优势品类钢材和铁矿业务，2021 年市场份额分别为 1.4% 和 4.1%，比 2014 年大幅提升。

图 12：厦门国贸的钢材和铁矿业务市场份额大幅提升



资料来源：Wind，国家统计局，海关总署，公司公告，上海清算所，天风证券研究所

图 13：部分中小型大宗供应链企业收缩规模，甚至退出

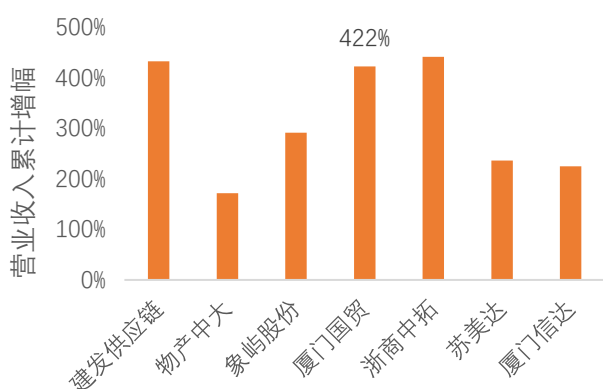


资料来源：Wind，天风证券研究所

部分竞争者退出大宗供应链行业。在头部公司高增长的同时，部分中小企业供应链业务规模萎缩，甚至退出供应链业务，为头部公司提供了增长空间。这背后是中小竞争者不具备竞争优势，增长受限、盈利微薄。

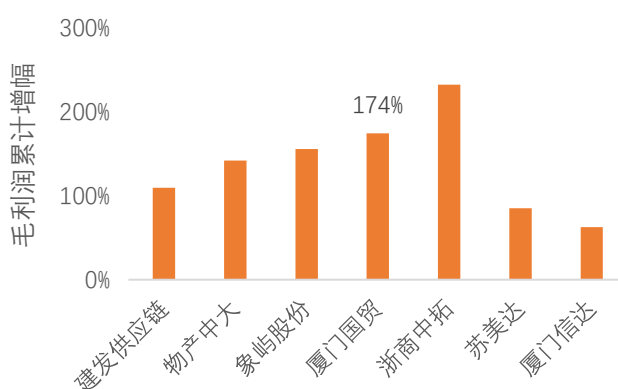
厦门国贸的供应链业务增速领先。2016-2021 年，厦门国贸的供应链业务收入累计增长 422%，毛利润累计增长 174%，增幅在头部公司中处于领先水平。毛利润增幅低于营业收入，是因为 2020 年开始执行新收入准则，将物流费用从销售费用调整至营业成本，导致毛利减少。

图 14：2016-2021 年厦门国贸的供应链收入增幅相对领先



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2016-2021 年厦门国贸的供应链毛利增幅相对领先



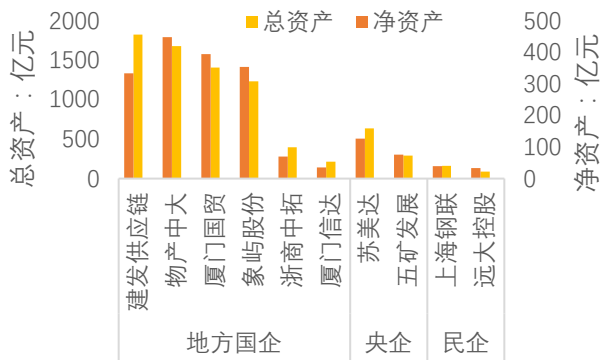
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 竞争优势带动份额上升

厦门国贸作为头部供应链企业，具有成本低、效率高、风控强、盈利好等优势。这些优势推动厦门国贸供应链业务持续高增长。而规模效应又会加强这些竞争优势，形成规模和效益的正向循环。

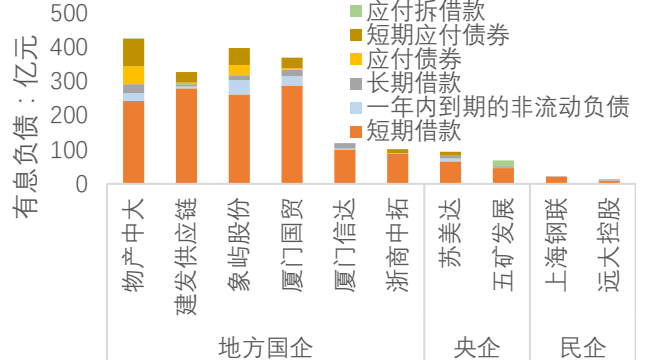
厦门国贸成本优势明显，对民企形成竞争壁垒。国内资产规模和营业收入前四大供应链企业都是地方国企，民企的规模明显偏小。这背后，是国企的融资能力更强、融资成本更低，能支撑更大的业务规模。而规模扩大后，采购成本、融资成本、物流成本、信息成本都会进一步下降，加强竞争优势。

图 16：在资产上，2022Q3 头部供应链公司以地方国企为主



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2022 年中报，地方国企和央企的有息负债规模高于民企

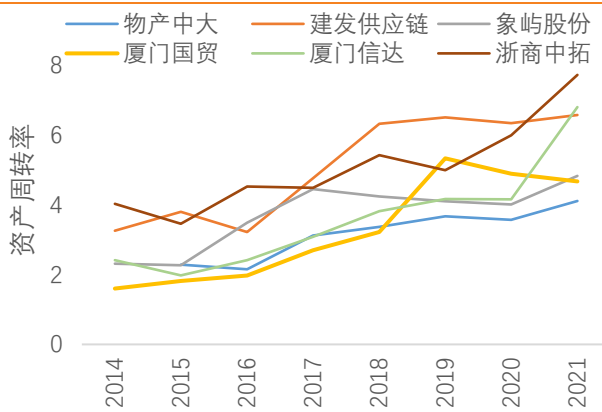


资料来源：Wind，天风证券研究所

供应链金融是信用派生的重要渠道。中小企业抵押物少、信用等级低，融资难成为普遍问题。大宗供应链企业能基于中小企业的实际商流，针对在途库存进行融资，能有效缓解资金压力。国有供应链企业在融资成本上具有优势，在供应链金融业务上具有竞争力。

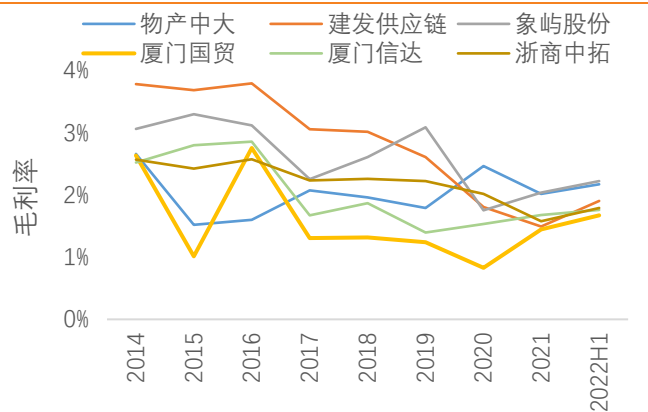
厦门国贸的供应链业务成本效率上升。供应链业务利润率低，需要精细化管理才能实现良好的盈利。厦门国贸供应链业务经营市场化，周转效率上升；成本控制严格，毛利率逐渐接近同行水平。

图 18：厦门国贸的资产周转率上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

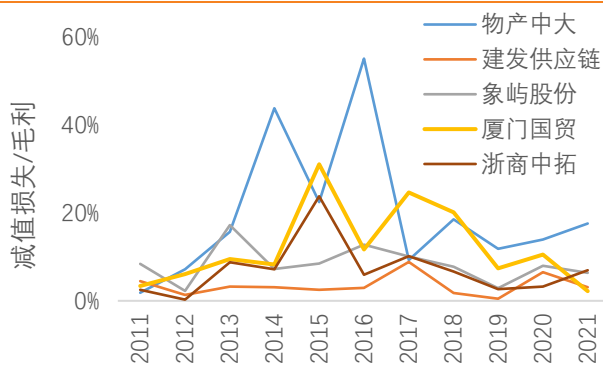
图 19：厦门国贸供应链业务的毛利率逐渐接近同行



资料来源：Wind，天风证券研究所

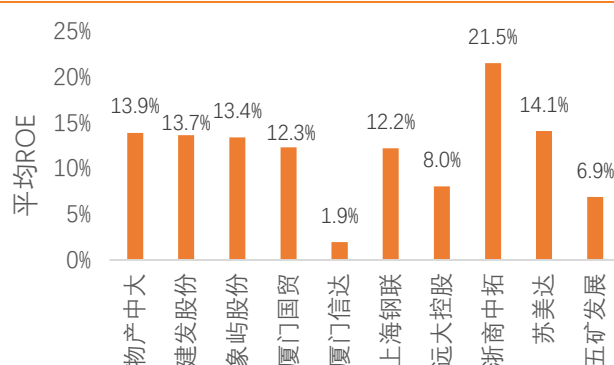
厦门国贸的供应链业务风险损失比例较低。2021 年营业收入前五的大宗供应链上市公司，2016 年以来资产和信用减值损失占毛利的比例呈下降趋势。经过多年发展，厦门国贸不断完善风控体系，损失比例明显下降，2021 年处于头部公司中偏低的水平。

图 20：2016-21 年厦门国贸的减值损失比例大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2021 年厦门国贸的 ROE 为 12.3%，接近同行



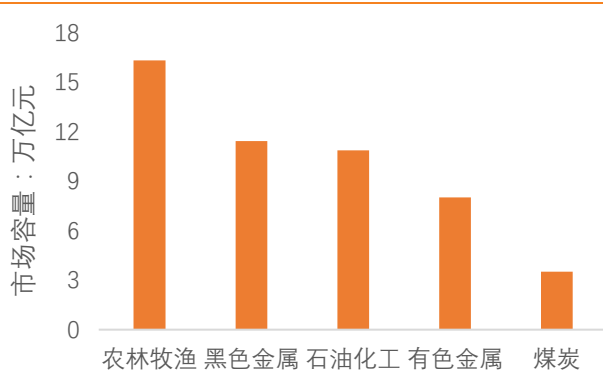
资料来源：Wind，天风证券研究所

厦门国贸的盈利能力较强。2021 年四家头部供应链公司的 ROE 在 13% 左右，盈利能力较强；厦门国贸的 ROE 在 12.3% 左右，在行业中处于中等水平。

2.3. 未来业务增长空间较大

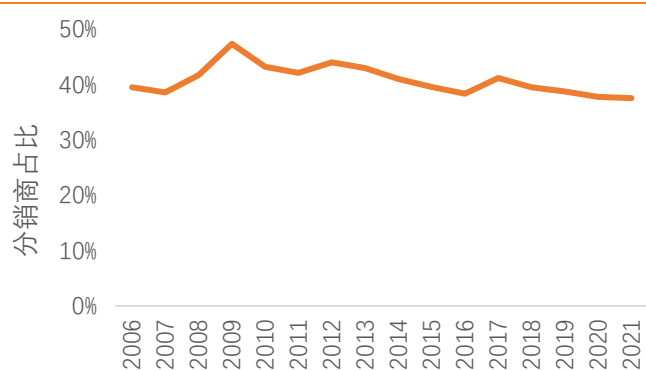
中国大宗供应链市场规模数十万亿元。中国钢铁、有色、石油、煤炭等行业营收都达到数万亿元，再考虑铁矿石、原油、有色金属等商品进口，总交易规模达到数十万亿元。供应链企业参与这些大宗商品的采购和销售，发展空间庞大。

图 22：2021 年中国主要大宗商品市场容量数十万亿元



资料来源：Wind，国家统计局，海关总署，天风证券研究所

图 23：中国重点钢企销量中贸易商占比 40% 左右

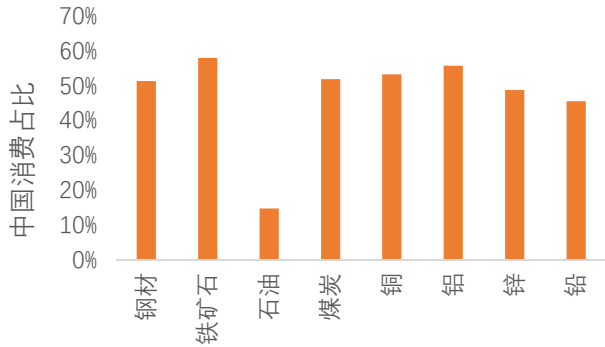


资料来源：Wind，中国钢铁工业协会，天风证券研究所

大宗供应链行业的集中度偏低。2021 年四家上市的头部供应链公司合计业务收入 2.1 万亿，在数十万亿元的市场中，份额仅 1.2%–1.6%，未来提升的空间较大。

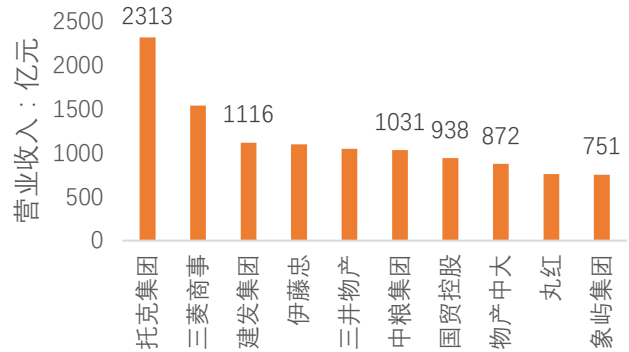
中国消费全球一半左右大宗商品，有机会孕育出全球大宗供应链龙头。中国消费了全球主要大宗商品一半左右数量，而且很多商品通过进口获得。在这个庞大的流通市场，中国的供应链企业有望发展成为全球龙头。但是到 2021 年，中国的供应链企业营收规模还只有海外龙头的 1/2 左右，未来成长空间大。

图 24：2019 年中国消费了全球一半左右的主要大宗商品



资料来源：Wind，国际钢铁协会，美国地质调查局，BP，海关总署，智利国家铜业委员会，中国有色金属工业年鉴，天风证券研究所

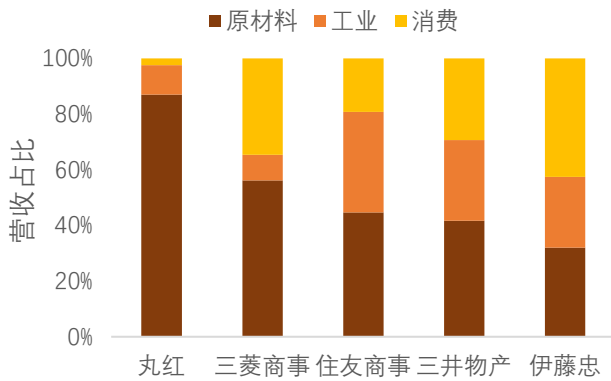
图 25：2021 年中国大宗供应链龙头企业规模仅国际巨头的一半左右



资料来源：宜春日报公众号，天风证券研究所

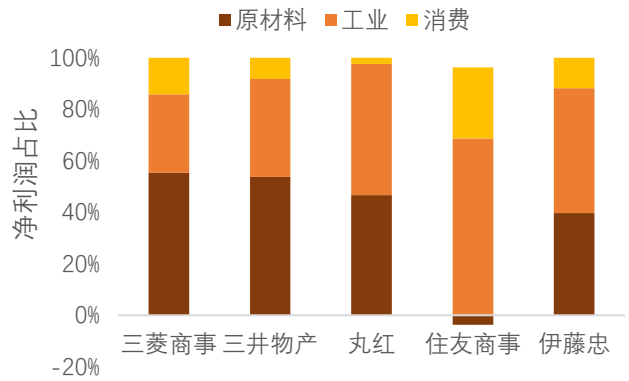
海外市场还有较大的增长空间。参考欧美大宗商品贸易商、日本商社的发展经验，即使本国市场停止增长，海外市场还能支撑增长；即使大宗商品需求停止增长，工业品和消费品还能大幅增长。

图 26：2019 年日本商社的工业和消费业务收入占比高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 27：2019 年日本商社的工业和消费业务净利润占比高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

供应链企业逐渐参与工业品、消费品交易。除了大宗商品，供应链企业还经营汽车、浆纸、机电产品、食品等贸易业务。工业品和消费品市场更为庞大，为供应链企业发展提供了更大空间。

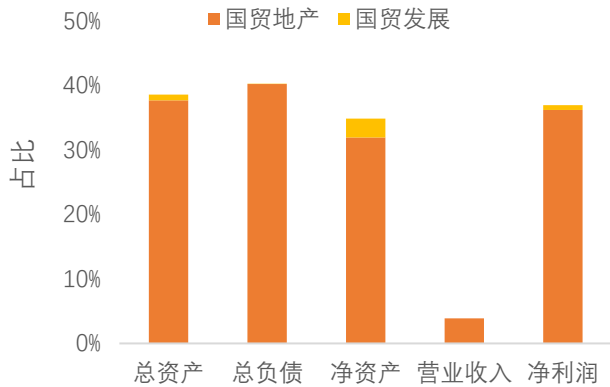
3. 剥离房地产，拓展健康科技产业

厦门国贸退出房地产业务，积极发展健康科技业务。2021 年厦门国贸出售主要地产公司股权，2022 年剩余两个项目完成结算后，将完全退出房地产业务。厦门国贸围绕医疗器械与养老服务两大支柱产业，协同医疗健康大数据和健康服务两大支撑产业，打造大健康产业生态系统。未来厦门国贸的药品流通业务和养老产业的发展潜力较大。

3.1. 2021 年剥离多数房地产业务

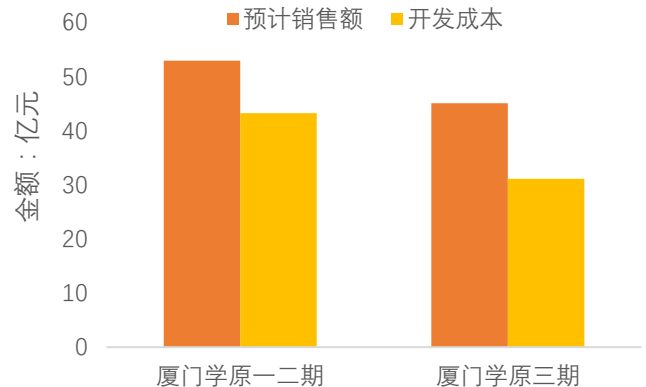
2021 年 6 月，厦门国贸剥离多数房地产业务。2021 年 6 月 30 日，厦门国贸将国贸地产集团 100% 股权和国贸发展 51% 股权，分别以 98.28 亿元和 5.21 亿元出售给控股股东厦门国贸控股集团，获得超百亿转让款。国贸地产在厦门国贸中占据重要地位，2020 年国贸地产营业收入占厦门国贸房地产业务收入的 99%。本次交易完成后，厦门国贸基本退出房地产行业，剩余的房地产项目已经委托国贸控股下属公司经营管理。

图 28：2020 年国贸地产和国贸发展在厦门国贸中占重要地位



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 29：截止 2022 年 6 月 30 日，厦门国贸主要还有两个房地产项目



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

厦门国贸现存房地产项目较少，2022 年有望结算完毕。截止 2022 年 6 月 30 日，厦门国贸主要还有两个房地产开发项目，预计 2022 年都会竣工结算。两个项目预期销售额合计近百亿元，如果利润率达到国贸地产 2020 年水平，那么有望贡献净利润 7.6 亿元左右。

厦门国贸将专注于供应链管理与金融服务业，拓展战略新兴产业。《厦门国贸集团股份有限公司五年发展战略规划纲要（2021 年-2025 年）》提出，将逐步退出房地产行业。一方面，国家对房地产行业政策调控，行业竞争加剧；另一方面，供应链、金融、房地产行业均为资金密集型，高速发展需要大额增量资源支持。未来厦门国贸将集中资源投入供应链管理与金融服务两大核心主业，积极发展健康科技等战略新兴业务，充分利用资本市场平台做优做强。

3.2. 积极发展健康科技产业

大健康产业迎来发展机遇。二十大提出的“推进健康中国建设”，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，完善人民健康促进政策。要求实施积极应对人口老龄化国家战略，发展养老事业和养老产业。大健康行业市场规模处于快速上升阶段。

厦门国贸制定了健康科技业务的五年发展战略规划，力争成为科技赋能型、集成服务型大健康领先企业。厦门国贸在整合原有医疗设备、器械、试剂、耗材等医疗供应链业务的基础上，以创新投资为驱动，以创新发展模式整合资源，以科技赋能业务，布局医疗器械、养老服务、健康医疗大数据、健康服务等产业，围绕医疗器械与养老服务两大支柱产业，协同医疗健康大数据和健康服务两大支撑产业，打造大健康产业生态系统。

表 2：厦门国贸健康科技产业的主要板块和业务

板块	业务活动
医疗器械	主营医疗器械的流通与服务，同时积极布局医疗器械的研发、生产、消费等上下游业务。
养老服务	响应政府“积极应对人口老龄化”的号召，以国企的责任和担当布局养老产业，开展医、养、康、护一体化服务，为老年人提供健康美好的晚年生活。
健康医疗大数据	作为厦门市政府唯一授权的健康医疗大数据运营单位，构建健康医疗大数据开放运营体系，支撑面向政府、医院、居民和企业的医疗大数据技术平台，打造健康医疗大数据应用生态。
健康服务	运营管理康复医院、互联网医院等，为人民提供高质量的健康服务。
衍生业务	设立健康产业基金，开展医药研发与流通、功能性食品、健康金融、健康管理、健康人才培养等衍生业务。

资料来源：厦门国贸公司官网，天风证券研究所

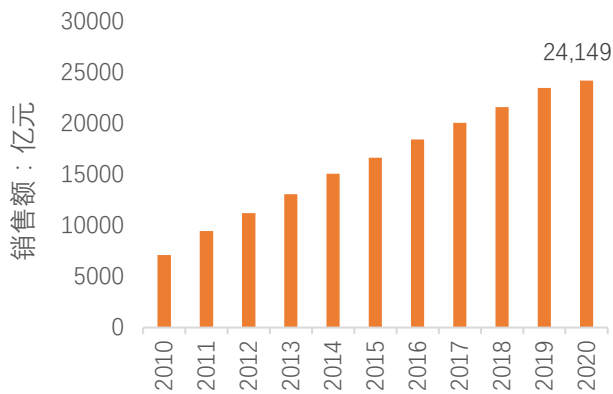
厦门国贸的健康科技产业发展初见成效。厦门国贸加强发挥医疗供应链传统优势与投资业务双轮驱动，以厦门为基点，重点布局长三角区域和粤港澳大湾区，成功开拓福建、上海、广东、山东、湖南、四川等市场；医疗国际业务中标国际红会（IFRC）缅甸额温枪项目；落地养老服务业务，推进落实“家庭养老床位”项目，取得鼓浪屿街道办事处长者餐厅和

为老服务项目现场运营权；完成泰和康复医院收并购项目，拓宽健康科技战略的医疗服务产业；与艾迪康医学检验中心有限公司合资成立厦门大型综合第三方独立医学实验室国贸艾迪康，主动参与疫情防控工作，全年完成检测样本 320 万人次，创造良好的品牌效应和社会效益；落地“智慧检验”项目，促进厦门市健康医疗大数据的有效运用，为公众提供便捷、安全、精准的健康医疗服务，加快促进数据创造价值。

3.3. 药品流通业务有望大发展

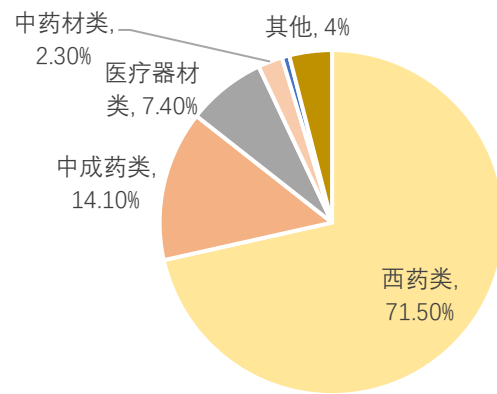
药品流通市场销售规模持续增长。2010-2020 年，全国药品销售额年化增速 13%，达到 24149 亿元。2020 年全国药品中，西药类占比 71.5%，医疗器材类占 7.4%。市场规模增长，给厦门国贸发展药品供应链业务提供了良好的发展环境。

图 30：中国的药品销售额持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

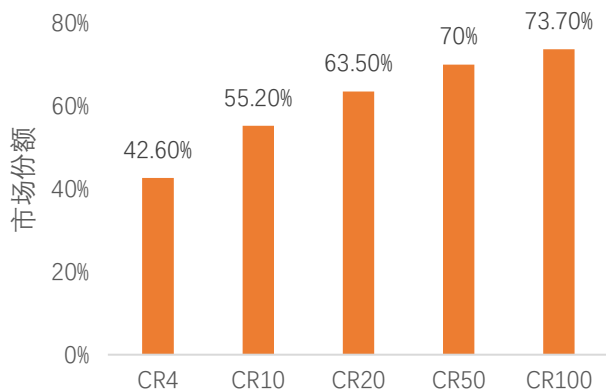
图 31：2020 年全国药品销售中，以西药类和中成药类为主



资料来源：商务部，天风证券研究所

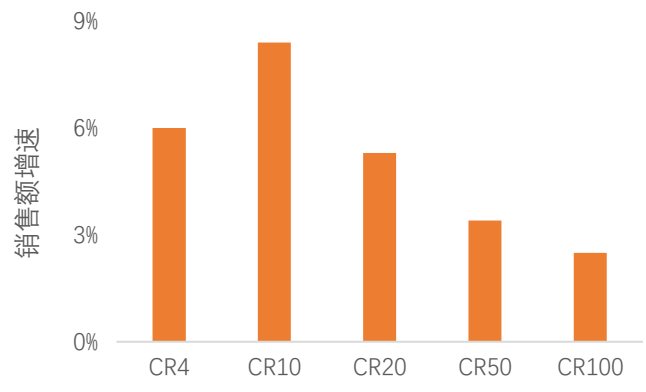
药品批发企业集中度有所提高。2020 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 73.7%，前 4 位占 42.6%。2020 年大中型药品批发企业的销售额增速较快，说明集中度还在提高。大型的医药流通企业有大参林、国药控股、益丰药房、上海医药、华东医药、国药股份、九州通、老百姓、华润医药等。厦门国贸可以基于国企资源优势，有望提升药品供应链业务的市场份额。

图 32：2020 年中国的药品批发企业集中度较高



资料来源：商务部，天风证券研究所

图 33：2020 年大中型药品批发企业的销售额增速较快

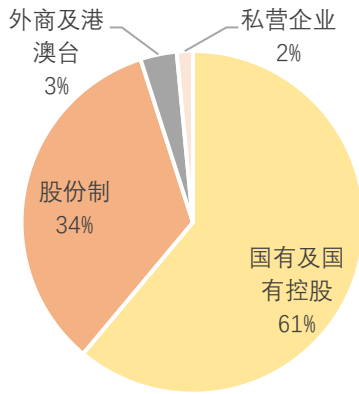


资料来源：商务部，天风证券研究所

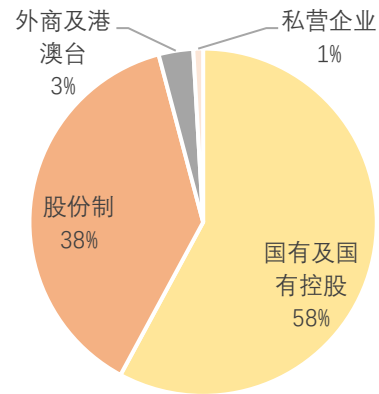
药品批发企业中，国企占主导地位。2020 年，药品批发企业中，国有及国有控股企业的销售额占 61%，利润总额占 58%，位居主导地位；其次是股份制企业；外商及港澳台企业、私营企业的占比较低。未来厦门国贸有望成为药品批发国企中的重要一员。

图 34：2020 年中国的药品批发企业销售额结构

图 35：2020 年中国的药品批发企业利润总额结构



资料来源：商务部，天风证券研究所



资料来源：商务部，天风证券研究所

3.4. 养老产业发展潜力较大

政策大力支持养老产业发展。二十大报告中指出，“实施积极应对人口老龄化国家战略，发展养老事业和养老产业，优化孤寡老人服务，推动实现全体老年人享有基本养老服务”。《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》提出，支持社会力量建设专业化、规模化、医养结合能力突出的养老机构；综合运用规划、土地、住房、财政、投资、融资、人才等支持政策，引导各类主体提供普惠养老服务；强化中央国有经济在养老服务领域有效供给，加强地方国有经济在养老基础设施领域布局。

表 3：政策支持养老产业发展

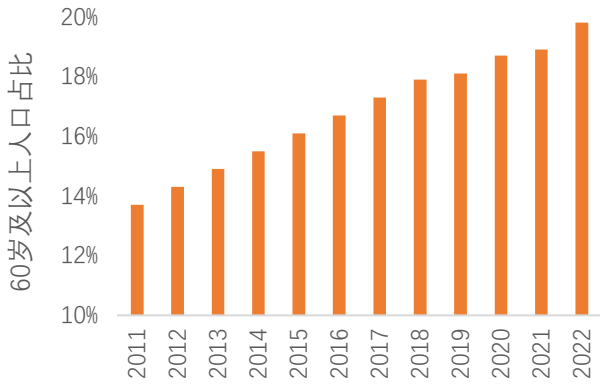
时间	政策	内容
2022年10月	二十大报告	实施积极应对人口老龄化国家战略，发展养老事业和养老产业，优化孤寡老人服务，推动实现全体老年人享有基本养老服务
2021年12月	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	区分基本养老服务、普惠型养老服务和生活服务，通过财政、税收、土地、投资等各类政策，科学合理地分类推进养老服务体系的建设。
2021年11月	《中共中央 国务院关于全面加强新时代老龄工作的意见》	加快健全社会保障体系、养老服务体系、健康支撑体系，在制度创新、政策供给、资金土地投入等方面加大支持养老服务工作的力度
2019年3月	《国务院办公厅关于推进养老服务发展的意见》	支持养老机构规模化、连锁化发展，推动解决养老服务机构融资问题，实施“互联网+养老”行动
2017年10月	十九大报告	积极应对人口老龄化，构建养老、孝老、敬老政策体系和社会环境，推进医养结合，加快老龄事业和产业发展。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

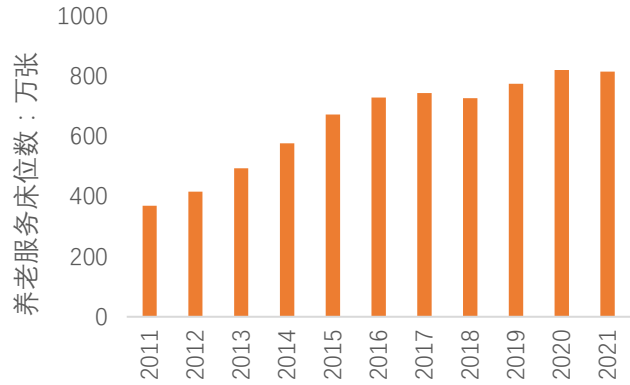
人口老龄化带动养老需求。根据国家卫生健康委员会主任马晓伟在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十六次会议上所作的报告，截至 2021 年底，全国 60 岁及以上老年人口达 2.67 亿，占总人口的 18.9%；65 岁及以上老年人口达 2 亿以上，占总人口的 14.2%。预计“十四五”时期，60 岁及以上老年人口总量将突破 3 亿，占比将超过 20%。2035 年，60 岁及以上老年人口将增加到 4.2 亿左右，占比将超过 30%。随着老年人口增加，养老产业发展潜力较大。

图 36：中国的 60 岁及以上人口占比持续上升

图 37：中国的养老服务床位数持续增加



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所



资料来源：Wind，民政部，天风证券研究所

专业化养老机构迎来发展机遇。政策支持社会力量建设专业化、规模化、医养结合能力突出的养老机构，引导养老机构立足自身定位，合理延伸服务范围，依法依规开展医疗卫生服务，为老年人提供一体化的健康和养老服务。厦门国贸作为地方头部国企，可以参与养老机构建设，适应社会发展需求，拓展养老业务。

4. 盈利持续增长，估值在低位

厦门国贸的盈利有望持续增长，估值有望修复。厦门国贸剥离房地产业务后，大宗供应链业务持续增长有望带动整体盈利增长。厦门国贸的 PE 和 PB 在主要供应链公司中较低，PB 分位数处于历史较低位置。厦门国贸 2021 年的股息率为 6.6%，在交运行业位居前列；如果分红比例达到 50%，那么股息率有望超过 10%。根据 DDM 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，取两者结果的平均值，给予目标价 11.21 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1. 盈利有望较快增长

假设大宗供应链业务保持较快增长。厦门国贸作为行业头部公司具备竞争优势，市场份额持续提升，带来销量持续增长。2023 年中国经济复苏有望带动铁矿石、钢材、煤炭等大宗商品价格上涨，推动厦门国贸供应链业务加速增长。

假设供应链业务毛利率保持稳定。一方面，供应链业务提供垫资服务，周转加快导致垫资时间缩短，带来的增值减少，毛利率下降。另一方面，厦门国贸主动调整业务结构，通过制度和考核引导，提升高资源利润率的业务和实体产业客户的占比，有助于毛利率上升。

假设 2022 年房地产业务完成结算并退出。厦门国贸现有的 2 个房地产项目计划 2022 年竣工，我们预计 2022 年完成交付结算。假设 2023 年开始，厦门国贸完全退出房地产开发业务。

假设金融业务保持稳定。厦门国贸全资拥有期货、融资租赁、商业保理等子公司，参股证券、信托、银行等金融机构，业务范围涵盖普惠金融、产业金融、期货经纪、资产管理、风险管理等。随着供应链业务规模扩大，业务协同将推动金融业务增长。但是 2022 年底厦门国贸拟转让期货公司多数股权、启润资本部分股权，我们认为未来有可能因聚焦供应链而继续压缩其他金融业务。所以假设未来金融业务保持稳定。

表 4：厦门国贸的收入和利润预测

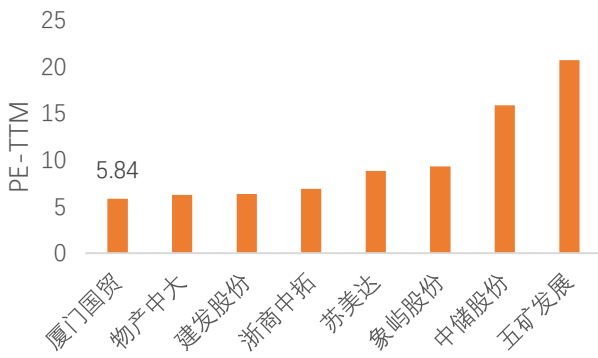
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
供应链业务收入: 亿元	2,035	3,304	4,564	5,112	6,390	7,668	9,201
yoy	9%	62%	38%	12%	25%	20%	20%
毛利率	1.24%	0.83%	1.44%	1.20%	1.45%	1.45%	1.45%
金融业务收入: 亿元	69	69	44	44	44	44	44
yoy	-34%	0%	-37%	0%	0%	0%	0%
毛利率	9.0%	8.3%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
整体毛利润: 亿元	67	67	80	91	100	119	141
yoy	-6%	1%	19%	13%	10%	19%	19%
整体净利润: 亿元	23.1	26.1	34.1	34.1	35.2	42.3	50.8
yoy	5.4%	13.1%	30.6%	0.1%	3.2%	19.9%	20.1%
ROE	9.3%	10.0%	11.7%	10.5%	10.2%	11.2%	12.3%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 整体估值水平较低

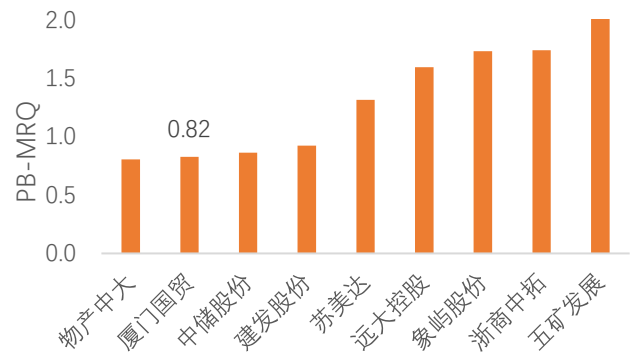
厦门国贸的 PE 和 PB 估值较低。厦门国贸的 PE-TTM 低于 6 倍, PB-MRQ 在 0.8 倍左右, 在大宗供应链行业中处于较低水平。厦门国贸的 PB 处于 2010 年以来 7% 分位数, 说明估值在历史较低位置。

图 38: 厦门国贸的 PE 在大宗供应链行业中较低



资料来源: Wind, 天风证券研究所

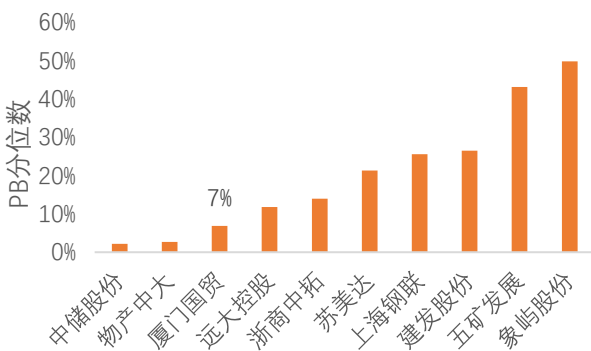
图 39: 厦门国贸的 PB 在大宗供应链行业中较低



资料来源: Wind, 天风证券研究所

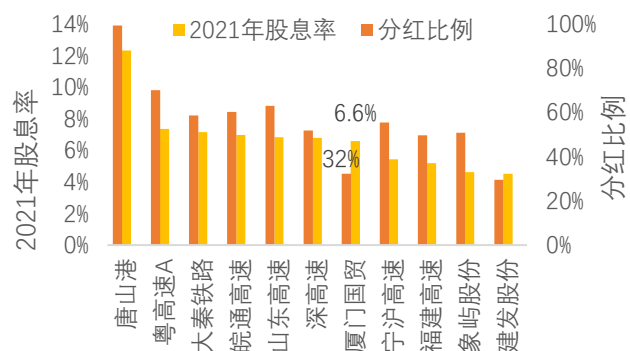
厦门国贸 2021 年的股息率超过 6%。2021 年厦门国贸分红比例 32%, 对应最新股价的股息率为 6.6%, 在交运行业位居前列, 高于其他大宗供应链公司。如果分红比例达到 50% 左右, 那么 2021 年股息率超过 10%。

图 40: 厦门国贸的 PB 分位数在大宗供应链行业中较低



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 41: 厦门国贸的股息率在交运行业处于较高水平



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.3. 目标价 11.21 元

综合 DDM 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，取两者结果的平均值，给予厦门国贸目标价为 11.21 元。

根据 DDM 估值法，厦门国贸的每股合理价值为 12.29 元。供应链业务融资服务导致现金流波动大、可靠性低，庞大的应收款难以评估风险，所以采用 DDM 估值法。

表 5：厦门国贸的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3.5%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3.45%
风险溢价	5%	5 年沪深 300 指数平均收益率 7.56%
贝塔	1	2016 年以来厦门国贸相对沪深 300 指数的贝塔 1
半显性期增长率	5%	市场空间大，厦门国贸依托竞争优势较快增长
永续增长率	2%	市场集中度维持稳定，厦门国贸增速接近通胀率

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据估值模型，厦门国贸的分红现金流及贴现值如表 6。

表 6：厦门国贸的股利与贴现值

指标	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	终值
股利：亿元	10.24	10.57	12.68	15.23	15.99	16.79	17.63	18.51	19.44	20.41	21.43	22.50	353.06
贴现：亿元	10.30	9.80	10.82	11.98	11.60	11.22	10.86	10.51	10.17	9.84	9.53	9.22	144.66
权益价值：亿元													270.51

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，给予厦门国贸 6.51 倍目标 PE，因此每股合理价值为 10.13 元。可比公司选择业务较类似的大宗供应链上市公司：建发股份、厦门象屿、浙商中拓、苏美达。厦门国贸 EPS 为天风交运预测。

表 7：厦门国贸的可比公司 Wind 一致预期 EPS 和估值（截止 2023 年 1 月 20 日）

代码	名称	股价（元） 2023/1/20	Wind 一致预期 EPS（元）				Wind 一致预期 PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600153.SH	建发股份	13.29	2.07	2.17	2.51	2.83	6.42	6.11	5.29	4.69
600057.SH	象屿股份	11.05	0.93	1.19	1.43	1.69	11.93	9.26	7.73	6.52
000906.SZ	浙商中拓	10.07	1.17	1.41	2.17	2.70	8.61	7.14	4.64	3.73
600710.SH	苏美达	6.08	0.59	0.69	0.73	0.79	10.31	8.81	8.38	7.68
	平均						9.32	7.83	6.51	5.66
600755.SH	厦门国贸	7.59	1.55	1.51	1.56	1.87	4.90	5.04	4.88	4.05

资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：可比公司为 Wind 一致预期 EPS 和 PE，厦门国贸为天风交运预测 EPS 和估值。

5. 风险提示

大宗商品消费需求减少。 房地产投资下滑可能导致大宗商品消费需求减少，大宗供应链的市场容量可能萎缩，厦门国贸的供应链业务量增速将随之下滑。

大宗商品价格下跌风险。 尽管赚取服务费的模式基本不承担价格波动风险，利润率稳定；但是货值计入营业收入模式下，大宗商品价格下跌还是会导致收入和利润增速下滑。此外，大宗商品价格的急剧大幅下跌可能导致客户违约，产生存货和应收款减值损失。

应收款坏账增加风险。 供应链业务给客户垫资，形成大量的应收款。如果风控体系出现漏洞、信用风险蔓延，应收款可能出现大量的坏账，影响公司的盈利和资产。

汇率和利率波动风险。新冠疫情导致全球金融市场大幅波动，部分国家货币大幅贬值，人民币兑美元汇率也出现波动。厦门国贸的外贸业务可能受交易货币贬值影响，自身的融资成本也可能有所波动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	12,438.34	10,782.29	10,530.13	12,867.40	15,423.27
应收票据及应收账款	3,853.59	5,639.25	5,114.87	8,026.24	7,725.11
预付账款	12,506.85	15,506.91	16,229.44	22,616.57	23,953.76
存货	49,953.29	31,351.59	26,141.99	30,156.76	37,336.70
其他	15,838.89	17,215.16	20,274.66	22,696.22	27,382.15
流动资产合计	94,590.96	80,495.21	78,291.09	96,363.18	111,821.00
长期股权投资	9,685.78	7,751.13	7,751.13	7,751.13	7,751.13
固定资产	2,602.00	2,841.55	3,016.13	3,015.03	2,993.92
在建工程	11.68	194.61	38.92	38.92	38.92
无形资产	140.55	138.02	128.48	118.94	109.40
其他	6,379.64	6,325.23	6,910.53	8,026.57	9,251.49
非流动资产合计	18,819.66	17,250.55	17,845.20	18,950.60	20,144.87
资产总计	113,415.87	97,745.76	96,136.29	115,313.78	131,965.87
短期借款	11,323.18	4,079.45	7,096.85	13,975.61	16,173.82
应付票据及应付账款	17,202.70	19,699.60	22,106.43	29,065.08	32,281.62
其他	16,446.01	16,324.39	22,087.83	23,362.39	31,289.93
流动负债合计	44,971.89	40,103.44	51,291.10	66,403.08	79,745.37
长期借款	10,478.00	1,513.15	2,520.46	3,752.65	3,424.08
应付债券	3,481.47	998.42	1,131.07	1,382.13	1,656.66
其他	770.46	472.31	535.06	653.82	783.69
非流动负债合计	14,729.93	2,983.87	4,186.59	5,788.60	5,864.43
负债合计	78,553.26	62,201.39	55,477.69	72,191.68	85,609.80
少数股东权益	8,672.01	6,453.40	8,199.98	8,454.52	8,759.66
股本	1,946.25	2,117.67	2,200.98	2,200.98	2,200.98
资本公积	3,491.42	4,624.94	4,916.28	4,916.28	4,916.28
留存收益	10,392.10	12,418.71	14,808.73	17,275.95	20,233.59
其他	10,360.84	9,929.65	10,532.62	10,274.37	10,245.55
股东权益合计	34,862.62	35,544.37	40,658.60	43,122.10	46,356.07
负债和股东权益总计	113,415.87	97,745.76	96,136.29	115,313.78	131,965.87

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,906.91	3,763.59	3,414.31	3,524.59	4,225.21
折旧摊销	243.54	262.97	290.65	310.65	330.65
财务费用	996.43	1,014.42	971.55	1,728.44	2,086.75
投资损失	(666.23)	(1,052.69)	(900.00)	(500.00)	(600.00)
营运资金变动	(3,668.63)	3,965.38	(9,742.85)	(8,931.22)	(3,325.69)
其它	(1,496.69)	(76.11)	352.26	363.63	435.92
经营活动现金流	(1,684.68)	7,877.58	(5,614.08)	(3,503.91)	3,152.82
资本支出	1,189.49	(966.76)	237.25	181.24	170.13
长期投资	872.17	(1,934.64)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,386.65)	2,349.41	88.11	(501.00)	(438.51)
投资活动现金流	675.01	(551.99)	325.36	(319.76)	(268.38)
债权融资	6,139.52	(17,469.10)	3,688.90	7,585.66	1,098.59
股权融资	(1,186.85)	(226.74)	1,347.66	(1,424.72)	(1,427.16)
其他	2,809.79	7,696.17	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	7,762.46	(9,999.67)	5,036.56	6,160.94	(328.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	6,752.79	(2,674.08)	(252.16)	2,337.27	2,555.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	351,088.95	464,755.64	526,506.31	643,369.90	771,163.49
营业成本	344,355.67	456,747.75	517,442.22	633,360.87	759,301.45
营业税金及附加	718.70	304.96	315.90	386.02	462.70
营业费用	1,734.27	2,184.85	2,000.72	2,251.79	2,544.84
管理费用	260.55	304.02	344.41	420.86	504.45
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	1,167.14	1,274.49	971.55	1,728.44	2,086.75
资产减值损失	(448.43)	(664.83)	(1,510.97)	(743.39)	(881.01)
公允价值变动收益	498.90	251.66	0.00	0.00	0.00
投资净收益	666.23	1,052.69	900.00	500.00	600.00
其他	(1,593.87)	(1,729.74)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	3,729.80	5,029.80	4,820.53	4,978.53	5,982.29
营业外收入	19.90	95.50	95.50	95.50	95.50
营业外支出	26.07	24.38	24.38	24.38	24.38
利润总额	3,723.62	5,100.92	4,891.65	5,049.65	6,053.41
所得税	816.71	1,337.33	1,125.08	1,161.42	1,392.28
净利润	2,906.91	3,763.59	3,766.57	3,888.23	4,661.12
少数股东损益	294.89	351.98	352.26	363.63	435.92
归属于母公司净利润	2,612.03	3,411.62	3,414.31	3,524.59	4,225.21
每股收益(元)	1.19	1.55	1.51	1.56	1.87

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	61.02%	32.38%	13.29%	22.20%	19.86%
营业利润	17.35%	34.85%	-4.16%	3.28%	20.16%
归属于母公司净利润	13.11%	30.61%	0.08%	3.23%	19.88%
获利能力					
毛利率	1.92%	1.72%	1.72%	1.56%	1.54%
净利率	0.74%	0.73%	0.65%	0.55%	0.55%
ROE	9.97%	11.73%	10.52%	10.17%	11.24%
ROIC	12.79%	12.20%	19.86%	16.33%	15.76%
偿债能力					
资产负债率	69.26%	63.64%	57.71%	62.60%	64.87%
净负债率	40.54%	-1.14%	11.09%	26.63%	26.13%
流动比率	1.48	1.36	1.53	1.45	1.40
速动比率	0.70	0.83	1.02	1.00	0.93
营运能力					
应收账款周转率	98.43	97.92	97.92	97.92	97.92
存货周转率	7.83	11.43	18.32	22.86	22.85
总资产周转率	3.46	4.40	5.43	6.09	6.24
每股指标(元)					
每股收益	1.19	1.55	1.51	1.56	1.87
每股经营现金流	-0.77	3.58	-2.55	-1.59	1.43
每股净资产	11.90	13.22	14.75	15.75	17.08
估值比率					
市盈率	6.40	4.90	5.04	4.88	4.05
市净率	0.64	0.57	0.51	0.48	0.44
EV/EBITDA	4.36	1.21	1.80	2.63	2.11
EV/EBIT	4.54	1.25	1.87	2.73	2.19

分析师声明

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

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

天风证券研究

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