

厦门象屿 (600057)

中国的“商社巨头”，稳增长、强分红、高ROE，商社巨头再起航

买入（维持）

2023年12月29日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

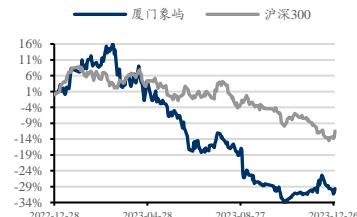
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	538,148	510,132	576,483	635,750
同比	16%	-5%	13%	10%
归属母公司净利润（百万元）	2,637	1,595	2,628	3,037
同比	20%	-40%	65%	16%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.16	0.70	1.16	1.34
P/E（现价&最新股本摊薄）	5.74	9.48	5.76	4.98

关键词：#市盈率低于过去十年历史平均

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，主要产品涵盖金属矿产、能源化工、农产品等。公司下游主要与持续经营的制造业客户深度合作，2023H1，公司制造业企业客户数量和服务量占比分别达到50%和60%以上，并主要通过提供供应链服务+金融收益获取利润，盈利稳定性好于传统大宗贸易商。
- 公司在过去展现出强大的持续成长性、高ROE、较稳定的盈利能力。2015年至2022年，公司收入从599亿成长至5381亿元，归母净利润从2.9亿成长至26.4亿元，展现出强大的持续成长性。得益于公司经营效率较高、周转率高，2020~2022年公司ROE保持在9.1%~15.4%。
- 2023年因下游需求因素业绩短期承压，未来随制造业宏观数据回升，关注大宗供应链经营恢复布局机会：受制于下游制造业需求压力，2023Q1-3公司业绩短期承压，收入/归母净利润同比-6%/ -46%。大宗供应链的下游为制造业，行业景气度受制造业整体景气度影响。2022年、2023Q1-3我国规模以上工业企业利润总额累计同比增速均为负，近10年来曾出现2次全年负增长，并均在次年恢复。若后续制造业逐渐恢复及工业品价格回暖，大宗供应链企业利润有望复苏。
- 行业龙头企业市占率持续提升，产业信息化发展大势所趋：据厦门象屿年报统计，2022年，我国大宗商品供应链成交额达55万亿元，多年来行业规模基本保持稳中有增。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2022年，我国CR4市占率由1.21%快速提升至约4.18%。但相比国际巨头1~3万亿元人民币以上的收入规模，我国CR4收入体量为5000~10000亿元，仍有数倍成长空间。未来随产业提效&数字化改造推进，我国行业集中度有望持续提升。
- 盈利预测与投资评级：厦门象屿是国内大宗商品供应链龙头企业，在员工激励、物流网络等方面领先行业，近年来市占率持续提升。公司利润受下游大宗商品需求不足影响，我们维持公司2023~25年盈利预测为归母净利润16.0/26.3/30.4亿元，同比-40%/+65%/16%，对应12月28日收盘价为9/6/5倍PE，考虑公司市盈率处于历史较低位置，维持“买入”评级。
- 风险提示：大宗品价格波动，下游需求不佳，新品类、新模式不及预期、定增进度不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.67
一年最低/最高价	6.18/12.08
市净率(倍)	1.03
流通 A 股市值(百万元)	14,349.15
总市值(百万元)	15,128.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.46
资产负债率(% ,LF)	68.65
总股本(百万股)	2,268.21
流通 A 股(百万股)	2,151.30

相关研究

《厦门象屿(600057): 2023年三季报点评: 前三季度归母净利润同比-46%，静待上下游需求改善》

2023-10-30

《厦门象屿(600057): 2023H1业绩点评: 下游制造业需求承压影响短期盈利，销量逆市攀升市占率提升》

2023-08-30

内容目录

1. 厦门象屿：大宗供应链龙头企业	4
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	4
1.2. 制造业客户占比较高，盈利结构以服务+金融为主	5
2. 财务分析：公司具备长期成长性，ROE 较高，短期有所承压	8
2.1. 周转速度较快，实现高 ROE	8
2.2. 2023H1 受上游制造业影响利润有所承压	9
2.3. 货量仍然增长，公司市占率持续提高	10
3. 行业逻辑：产业互联网不断推进，头部集中度有望提升	11
3.1. 我国大宗供应链行业规模稳定，产业互联网信息化变革乃大势所趋	11
3.2. 对标海外龙头，我国大宗供应链市占率仍有提升空间	12
4. 制造业宏观数据或触底，关注大宗供应链经营恢复布局机会	14
5. 盈利预测与投资建议	15
5.1. 公司历史分红率高，当前处于估值较低位置	15
5.2. 关键假设&投资建议	16
6. 风险提示	18

图表目录

图 1:	厦门象屿大宗服务链模式对比.....	4
图 2:	2022 年厦门象屿主营品类毛利润构成.....	5
图 3:	2022 年厦门象屿主要产品市占率.....	5
图 4:	厦门象屿用户数量变化.....	6
图 5:	公司主要客户由贸易商客户向制造业客户转变.....	6
图 6:	大宗供应链企业杜邦拆分.....	8
图 7:	厦门象屿历史 ROE.....	8
图 8:	厦门象屿收入、归母净利润及增速.....	9
图 9:	厦门象屿毛利率及净利率.....	9
图 10:	厦门象屿费用率.....	9
图 11:	厦门象屿经营活动现金流持续为正.....	10
图 12:	厦门象屿营业周期（天）.....	10
图 13:	2023H1 公司供应链板块分产业链经营货量及收入毛利情况（收入及毛利单位：亿元）.....	10
图 14:	2023H1 公司农产品毛利率短期承压.....	11
图 15:	2023H1 玉米价格下跌影响公司农产品业务毛利.....	11
图 16:	大宗供应链市场规模及增速.....	11
图 17:	我国 To C 领域信息化程度较高，经营效率高.....	12
图 18:	部分 TO B 领域仍以传统方式经营，亟待提效.....	12
图 19:	大宗供应链市场 CR4 及厦门象屿市占率.....	13
图 20:	2022 国内外头部大宗供应链收入规模对比（亿元，人民币）.....	13
图 21:	我国规模以上工业企业 yoy+PPI yoy.....	14
图 22:	我国工业企业利润累计同比增速.....	14
图 23:	公司历史股利支付率.....	15
图 24:	公司历史股息率.....	15
图 25:	公司 PE-band.....	15
表 1:	厦门象屿主营产品收入及毛利构成（2022 年）.....	4
表 2:	制造业企业客户与贸易商客户对比.....	7
表 3:	厦门象屿盈利结构：2022 年服务收益占比 70%.....	7
表 4:	厦门象屿分板块收入及毛利率预测（收入单位：百万元）.....	16
表 5:	厦门象屿大宗商品经营板块分品类收入及毛利率预测.....	16
表 6:	厦门象屿大宗商品物流板块分品类收入及毛利率预测.....	17
表 7:	行业公司估值表（2023-12-28 收盘价）.....	17

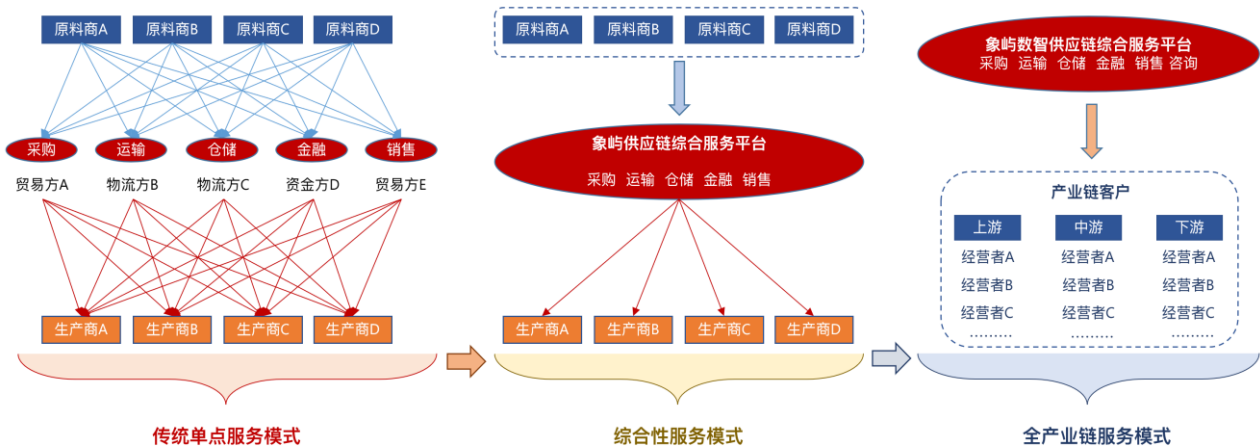
1. 厦门象屿：大宗供应链龙头企业

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。

与传统大宗贸易相比，厦门象屿通过一站式供应链服务的方式，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。公司依托于供应链综合服务平台提供一站式服务，通过价差、供应链服务、供应链金融等方面赚取收益，盈利能力稳健。

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

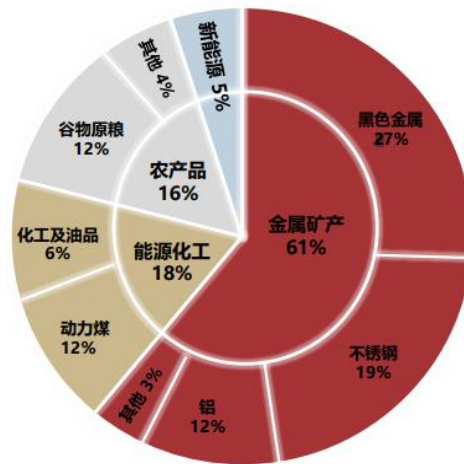
公司大宗供应链服务的主营品类包括金属矿产、能源化工、农产品等。其共性在于货量大、标准性强、上下游格局分散，货值高、利润率薄。金属矿产是公司重要的收入和利润来源，2022年贡献了67%的收入和60.9%的毛利。农产品是毛利率空间较高的品类，2022年毛利率达2.72%，高于金属矿产/能源化工的1.57%/1.77%。

表1：厦门象屿主营产品收入及毛利构成（2022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	67.04%	60.91%	1.57%
能源化工	煤炭、石油、塑化	17.65%	18.03%	1.77%
农产品	粮食、油脂油料、木柴、浆纸	9.99%	15.67%	2.72%
新能源		4.82%	5.28%	1.90%
其他		0.51%	0.11%	2.87%

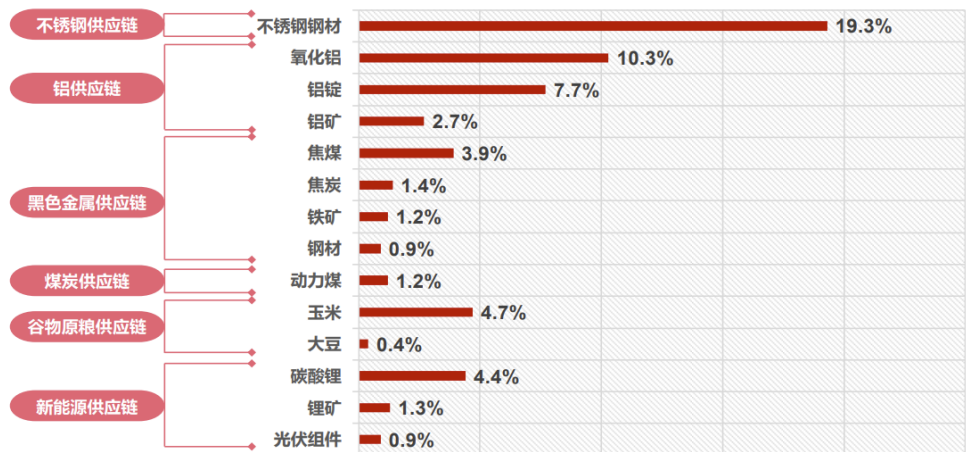
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2022 年厦门象屿主营产品类毛利润构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：2022 年厦门象屿主要产品市占率



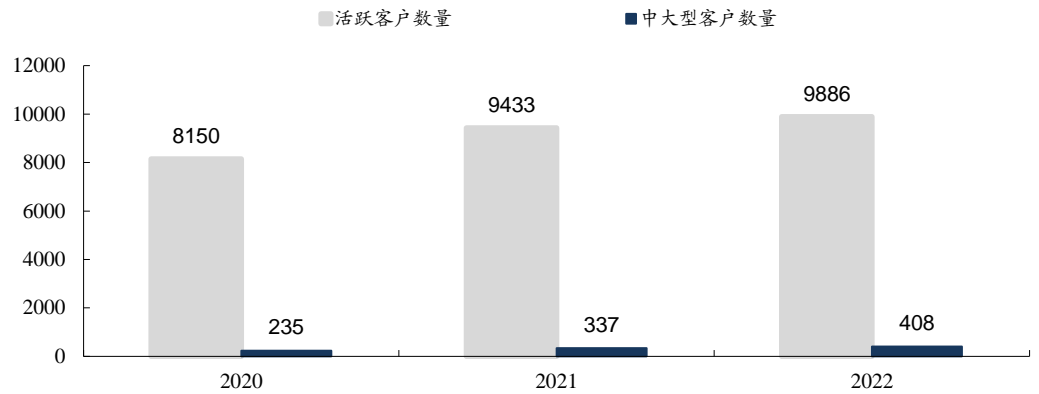
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 制造业客户占比较高，盈利结构以服务+金融为主

公司下游主要与持续经营的制造业客户深度合作，并主要通过提供供应链服务+金融收益获取利润，盈利稳定性好于传统大宗贸易商。

公司不断扩充下游用户，高质量中大型客户增幅较大。截至 2022 年，公司共有超过 1.4 万客户，近三年复合增长率为 13%。其中年业务规模超过三亿元的中大型客户（简称为中大型客户）408 家，较 2020 年同期增加 173 家，增幅达到 74%。

图4：厦门象屿用户数量变化



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

客户结构：公司制造业客户数量和服务量占比均过半。大宗供应链公司的客户主要包括贸易商客户和制造业客户。截至 2023 年上半年，厦门象屿制造业企业客户数量及服务量占比分别保持 50%和 60%以上，其中，新能源供应链制造业客户服务量占比 90%以上，黑色金属、铝、煤炭、谷物原粮供应链制造业客户服务量占比 60%以上。

图5：公司主要客户由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

制造业客户比贸易商客户稳定性更高、利润空间更大。制造业客户优势在于：①稳定性高，拥有持续经营能力，且承受价格波动和短期亏损的能力强，粘性高、违约率低于贸易商客户。②需求多远，除基础的采销之外，也提供更多的物流、咨询等需求，为公司提供更高的利润空间。未来产业长期趋势是中小贸易商逐渐出清，制造业采购逐渐规范化、规模化，对象屿等头部综合服务商的需求量不断提升。厦门象屿不断提升制造业客户占比，实现业绩及经营质量提升。

表2: 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

公司服务+金融收益占比 70%。厦门象屿的收益来自: ①服务 (约占 70%), 指采销过程中的咨询、物流、供应链金融等服务; ②交易价差 (约占 30%), 主要产生自规模效应、区域和时间价差等。由于大宗品价格波动较大, 价差收益相对不稳定。公司一方面逐渐提升金融及服务收益占比, 另一方面积极通过套保手段, 降低存货的风险敞口, 以提升利润稳定性。

表3: 厦门象屿盈利结构: 2022 年服务收益占比 70%

盈利点	释义	与大宗商品价格的关系	厦门象屿收益占比
服务收益	依托平台化优势, 规模化运作, 为客户提供代理采销、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务, 赚取服务费 (含金融服务收益)。	关联度弱	>70%
交易收益	规模集拼收益 依托庞大的业务体量, 通过集中采购及专业化运营获得成本优势, 降低各环节运营成本, 贡献交易收益。	关联度弱	<30%
	价差收益 依托专业的分析判断, 通过研究商品价格变动趋势 (时间维度) 和区域价格差异 (空间维度) 进行交易从而获取收益。	关联度强	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 财务分析：公司具备长期成长性，ROE 较高，短期有所承压

2.1. 周转速度较快，实现高 ROE

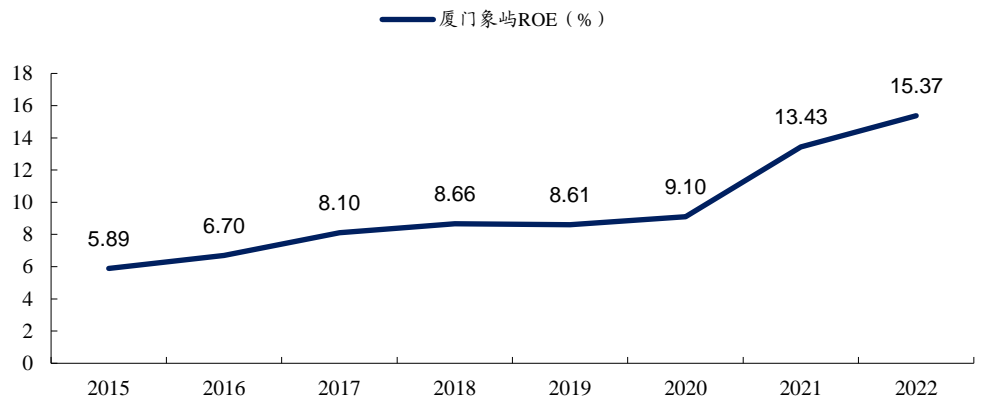
大宗供应链是个低利润率的生意。厦门象屿通过较高的经营效率实现高周转、高 ROE，拥有较强的盈利能力和成长性。2022 年厦门象屿归母净利率仅为 0.5%，行业平均值在 0.7%左右，均较低（厦门象屿销售净利率为 0.7%，和行业均值差不多，但部分物流子公司产生少数股东权益）。而凭借较高的总资产周转率，以及上下游账期形成的权益乘数，行业 CR4 的 ROE 在 11.5~15.4%之间。厦门象屿总资产周转率和权益乘数较高，因此 ROE 在行业中亦处于领先地位。

图6：大宗供应链企业杜邦拆分

	总资产周转率 (%)	归母净利率 (%)	权益乘数 (倍)	ROE (%)
厦门象屿	5.10	0.49	6.15	15.37
建发股份	1.31	0.75	11.59	11.49
物产中大	4.20	0.68	4.28	12.20
厦门国贸	4.96	0.69	3.55	12.10

数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：厦门象屿历史 ROE



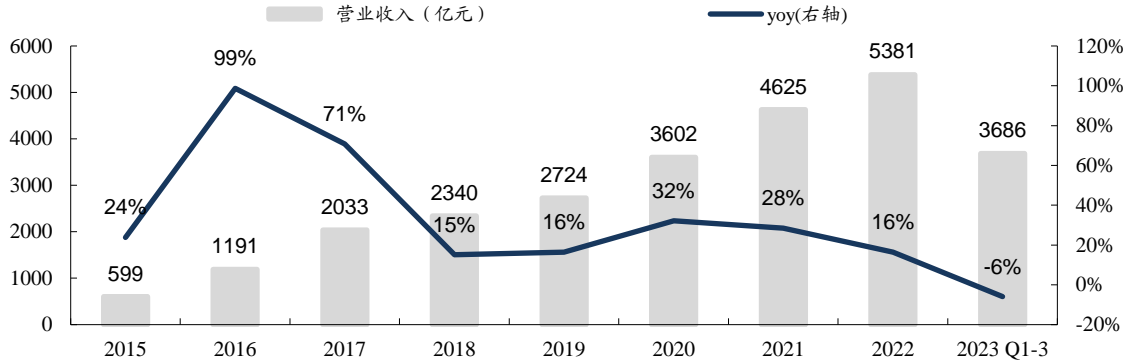
数据来源：wind，东吴证券研究所

ROE 数字可代表公司规模的长期内生增长中枢。由于大宗供应链业务涉及向上下游垫资，因此业务规模受资金制约，ROE 数字反映公司资本金增速，也可代表公司长期的内生增速中枢。从历史上看，公司 ROE 逐年提升，这是公司不断推进组织能力改善、推进数智化改进的效果。2020~2022 年公司 ROE 范围在 9%~15.4%，公司未来中长期有望保持 10%以上的增速。

2.2. 2023H1 受上游制造业影响利润有所承压

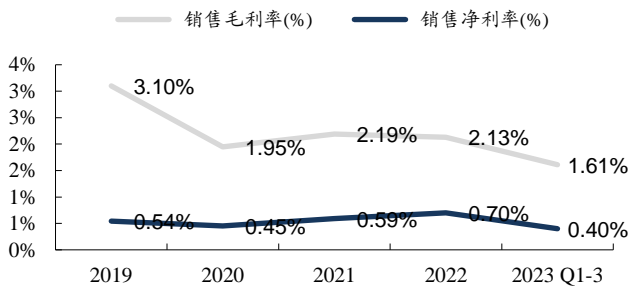
公司在过去展现出强大的持续成长性，2023 年因下游需求因素业绩短期承压。2015 年至 2022 年，公司收入从 599 亿成长至 5381 亿元，归母净利润从 2.9 亿成长至 26.4 亿元，展现出强大的持续成长性。受制于下游制造业需求压力，2023Q1-3 公司业绩短期承压，收入/归母净利润同比-6%/ -46%。

图8：厦门象屿收入、归母净利润及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

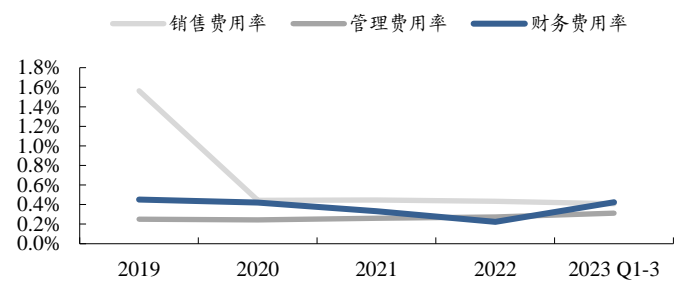
图9：厦门象屿毛利率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2020 毛利率变动因新准则将运费纳入成本

图10：厦门象屿费用率

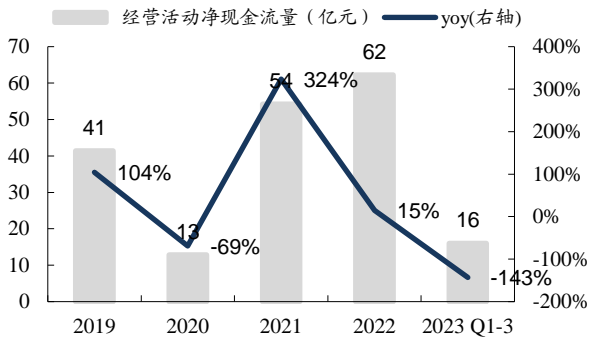


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2020 销售费用率变动因新准则将运费纳入成本

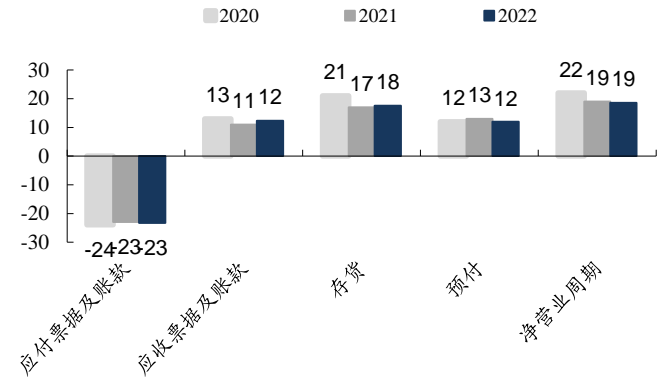
账期控制良好，经营性现金流持续为正。大宗供应链企业通常要向下游提供一定的账期，有时会出现经营活动净现金流低于利润甚至为负数的情况（尤其是规模增速较快的阶段）。厦门象屿对应收、存货的把控效果较为良好，近年来经营活动净现金流持续为正，2023Q1-Q3 经营活动净现金流（16.0 亿元）高于同期的销售净利润（14.6 亿元）。

图 11: 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 12: 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

2.3. 货量仍然增长，公司市占率持续提高

受制于下游制造业需求景气度一般，公司业绩短期有所承压。2023Q1-3，公司实现收入 3686 亿元，同比-5.9%；归母净利润 11.8 亿元，同比-46%；扣除政府补助、其他营业外收支等项目后，扣非净利润为 2 亿元，同比-92%。

尽管公司 2023H1 收入、归母净利润均出现下滑，公司各品类经营货量均保持增长，总经营货量（以重量计）同比增长 13.7%。考虑近年来大宗品经营市场整体规模基本保持稳定，公司货量的增长意味着市占率提高。未来公司通过新品类横向扩张，以及加深现有客户的合作，仍有望实现市占率不断提升。

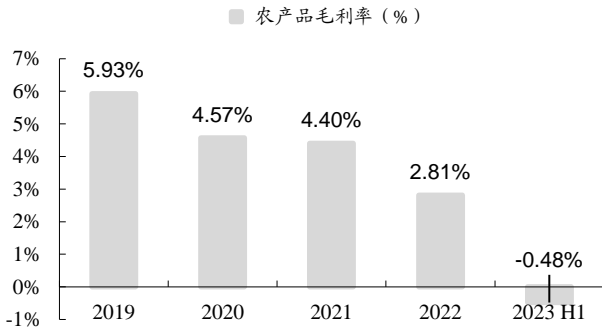
图 13: 2023H1 公司供应链板块分产业链经营货量及收入毛利情况 (收入及毛利单位: 亿元)

类别	经营货量		营业收入		期现毛利		期现毛利率	
	数量 (万吨)	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	数值	同比变动
大宗商品经营	10,205	13.72%	2,249	-8.48%	32.94	-33.83%	1.47%	减少 0.56 个百分点
其中: 金属矿产	6,077	8.04%	1,482	-13.71%	24.8	-22.43%	1.67%	减少 0.19 个百分点
农产品	812	16.92%	265	9.74%	-1.26	-118.94%	-0.48%	减少 3.23 个百分点
能源化工	3,302	24.66%	404	1.92%	6.07	-28.91%	1.50%	减少 0.65 个百分点
新能源	15	115.26%	94	8.96%	2.87	-1.80%	3.04%	减少 0.33 个百分点

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

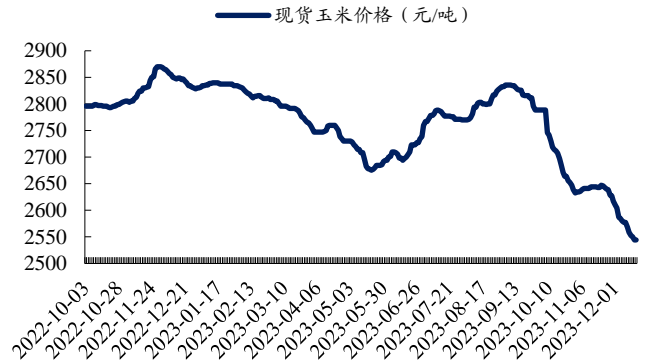
2023H1 农产品毛利亏损，是公司 2023 年利润下滑较大的主要原因之一。公司在东北地区有较大规模的粮食收购网点和收储仓库。依托于这些资产及象屿农产的铁军团队，公司农产品板块曾是所有大类中毛利率最高的品类。2023H1 由于玉米等农产品跌价幅度较大，农产品经营出现负毛利，影响短期利润。

图14: 2023H1 公司农产品毛利率短期承压



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15: 2023H1 玉米价格下跌影响公司农产品业务毛利



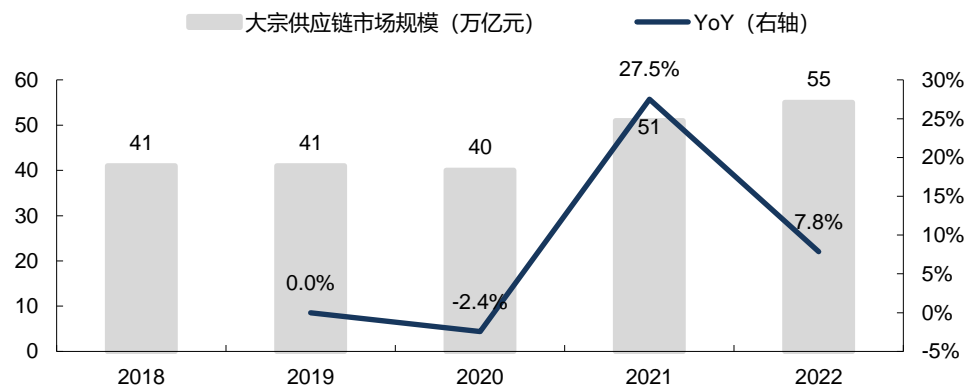
数据来源：ifind，东吴证券研究所

3. 行业逻辑：产业互联网不断推进，头部集中度有望提升

3.1. 我国大宗供应链行业规模稳定，产业互联网信息化变革乃大势所趋

我国大宗供应链行业规模超 50 万亿元，行业规模较为稳定。大宗供应链涉及的金属矿产（黑色、有色等）、能源化工（煤炭、石化等）、农产品等类目，是各个工业产业链的上游。作为世界工厂与人口大国，我国大宗供应链市场规模大，据厦门象屿年报统计，2022 年，我国大宗商品供应链成交额达 55 万亿元，多年来行业规模基本保持稳中有增。

图16: 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

未来产业互联网信息化，是 B2B 供应链的主要发展方向。在 TO C 领域，电商、新零售、新消费等概念已充分普及，大幅提升经营效率。而在 TO B 领域，至今仍以效率低下的传统形式在经营，产业链效率仍有很大的提升空间。所谓产业 B2B 新零售，就是凭借现代化的技术和理念，改善传统 B2B 供应链的运营效率，未来大有可为。

图17: 我国 To C 领域信息化程度较高, 经营效率高



数据来源: 网络图片, 东吴证券研究所

图18: 部分 TO B 领域仍以传统方式经营, 亟待提效



数据来源: 网络图片, 东吴证券研究所

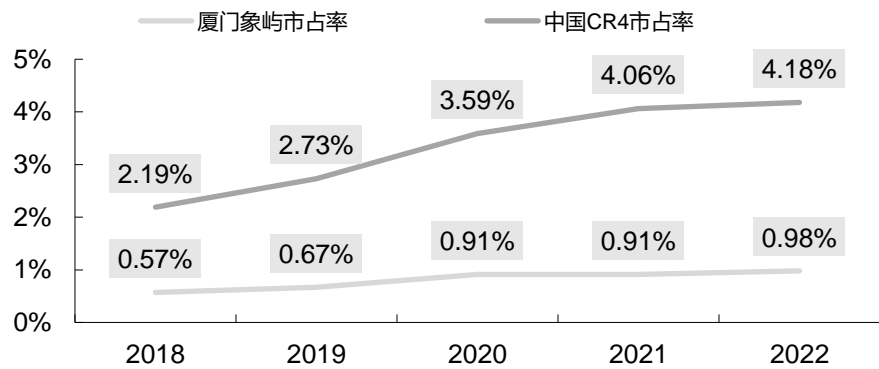
厦门象屿等供应链龙头企业在产业数字化领域不断投入，提升效率降低经营风险。公司整合多方面能力，联动并平台化，逐步演化形成“象屿数智供应链综合服务平台”，实现多元商品组合供应与高效物流服务结合，发挥象屿特色“物贸联动”优势。

3.2. 对标海外龙头，我国大宗供应链市占率仍有提升空间

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，2022 年我国大宗供应链 CR4 市占率仅为 4.18%。

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 2022 年，我国 CR4 市占率由 1.21% 快速提升至约 4.18%。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。

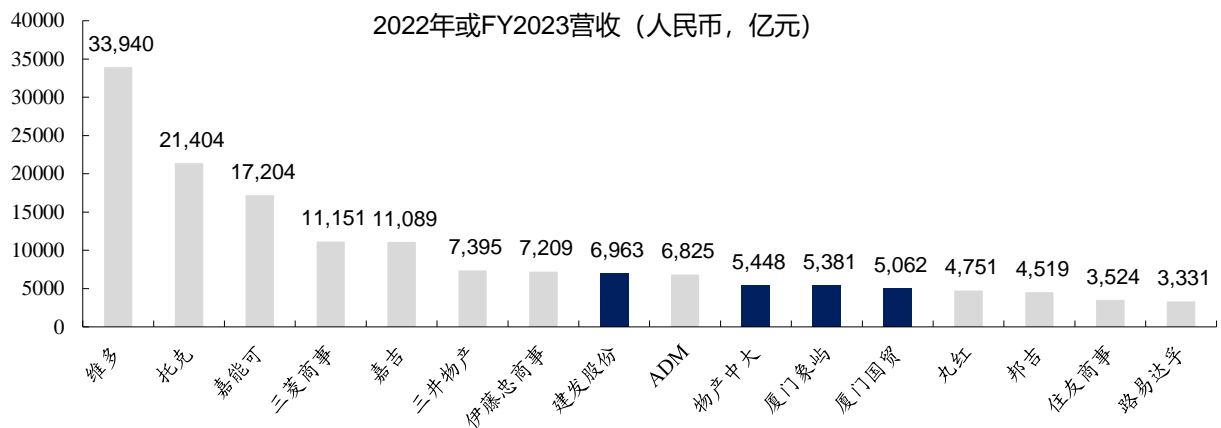
图19: 大宗供应链市场 CR4 及厦门象屿市占率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

与国际巨头相比, 我国大宗供应链企业规模仍有提升空间。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、三菱商事等国际巨头 2022 年营收规模超 1 万亿人民币, 而四大粮商收入规模均在 2000 亿元以上。我国头部企业建发股份、物产中大、厦门国贸、厦门象屿 2022 年的收入体量大约在 5,000~10,000 亿元左右。我国作为人口大国、世界工厂, 我国的头部大宗供应链企业与全球巨头相比, 业务体量仍有数倍成长空间。

图20: 2022 国内外头部大宗供应链收入规模对比 (亿元, 人民币)



数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所。注: 建发股份、物产中大、厦门国贸为供应链分部收入; 三菱、三井、伊藤忠、九红、住友数据采用 FY2023 (截止 20230331); 美元汇率采用 2022 年平均汇率 6.72:1 换算

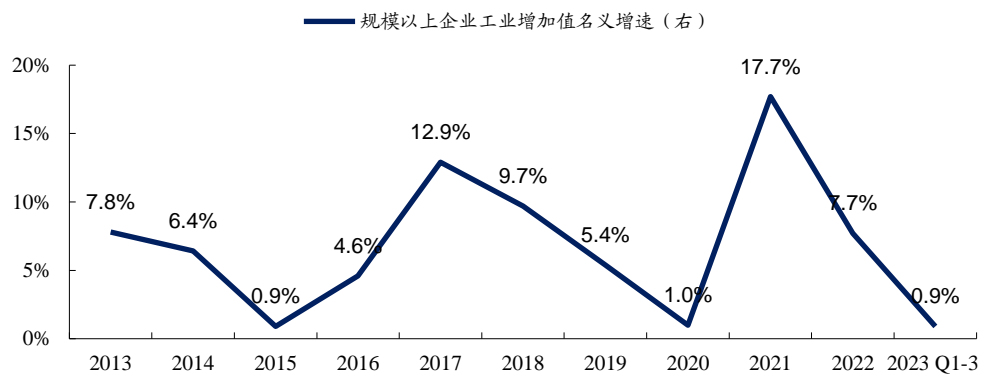
未来国内龙头大宗供应商市场份额有望进一步提升。国际市场中, 上下游客户对物流服务及配套金融业务的需求度较强, 因此头部供应链企业具备竞争优势。随着国内制造业企业日益专业化、规模化, 对采购分销的追求由“价格低廉”转为“安全、效率、便捷”, 未来中国大宗供应链龙头企业在规模、效率、服务上的优势将愈发凸显, 市场份额有望持续提升。

4. 制造业宏观数据或触底，关注大宗供应链经营恢复布局机会

2023 年以来，由于制造业整体景气度一般、工业增长价值增速下滑，厦门象屿等国内大宗供应链龙头企业股价有所回调。

2023Q1-3 我国工业增加值名义增速放缓至 0.9%，近 10 年来曾有 2 年全年同比增速 <4%，并均在次年增速回升。2023Q1-3，我国规模以上企业工业增加值名义累计同比增速约为 0.9%，为近 10 年来的较低水平。近 10 年来工业增加值名义增速只在 2015、2020 年低于 4%，并在 1 年后恢复到 4% 以上。

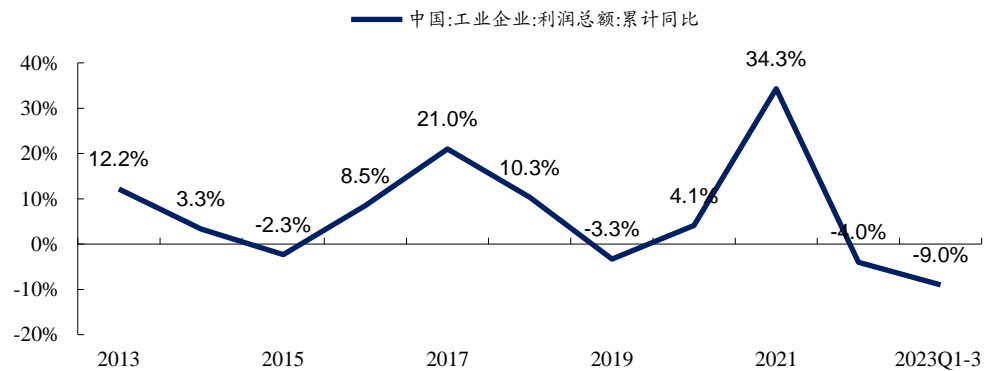
图21：我国规模以上工业企业 yoy+PPI yoy



数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所。注：此处工业增加值名义增速=工业增加值累计同比+PPI 累计同比，因为统计局直接披露的工业增加值 yoy 是实际增速口径。

2022 年、2023Q1-3 我国规模以上工业企业利润总额累计同比增速均为负，近 10 年来曾出现 2 次全年负增长，并均在次年恢复。2022/2023Q1-3 我国规模以上工业企业利润总额同比-4.0%/-9.0%。近 10 年来曾在 2015、2019 年出现负增长，并均与次年恢复。2023 年 8/9 月，我国规模以上工业企业利润总额同比+17.2%/11.9%，已逐渐开始恢复。

图22：我国工业企业利润累计同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

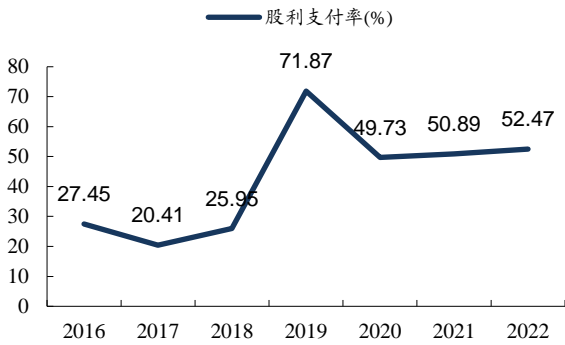
随制造业逐渐恢复及工业品价格回暖，我国大宗供应链企业利润有望复苏：2023年10月统计局大型企业 PMI 为 50.7 继续高于临界点；PPI 环比持平，连续三个月环比不下降；南华商品指数自 6 月 1 日触底后，至 12 月 28 日已累计上涨 20%。随后续制造业上下游需求回暖及价格回升，大宗供应链行业经营有望重回正轨。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 公司历史分红率高，当前处于估值较低位置

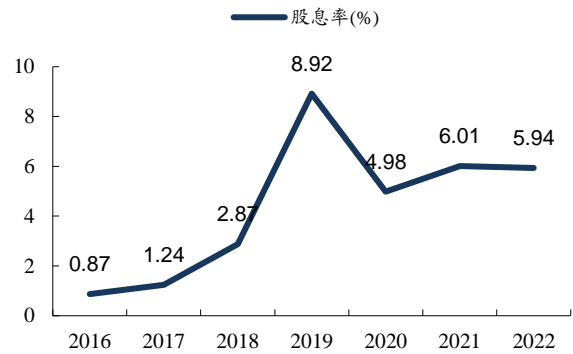
公司拥有分红政策，历史上保持较高分红率。根据公司 2022~2024 年股东回报规划，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的合并报表可供分配净利润的 30%。2020~2022 年，公司分红率均在 50% 左右，股息率为 5~6%。

图23: 公司历史股利支付率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

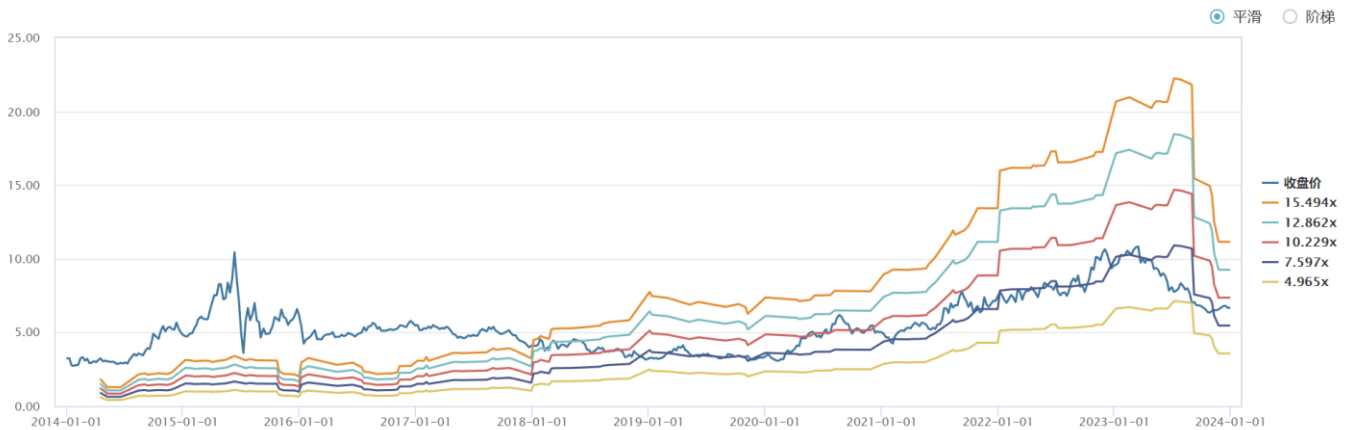
图24: 公司历史股息率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

由于业绩原因股价有所回调，目前公司 PE 处于历史较低位置，12 月 28 日低于过去 10 年平均值。后续若行业景气度回升、公司利润恢复，有望迎来戴维斯双击。

图25: 公司 PE-band



数据来源: wind, 东吴证券研究所

5.2. 关键假设&投资建议

我们预计 2023~2025 年，公司大宗品经营收入同比增长-6.00%/ 12.82%/ 10.03%，毛利率为 1.28%/ 1.62%/ 1.64%，大宗品物流收入同比增长 3.93%/ 8.41%/ 8.53%，毛利率为 12.16%/ 11.30%/ 11.20%。

其中，大宗品经营业务 2024 年整体恢复到 2022 年水平，之后保持 10%左右增长中枢。分品类看，2023 年受影响较大的农产品板块预计 2024 年恢复幅度较大；而公司近期发力、行业规模不断增长的新能源品类未来增速较快。

物流方面，公司持续投入物流资产建设，2022 年获中国仓储与配送协会评为“全国仓储百强企业”第一名（仓储面积全国第一）。随公司不断投入，我们预计公司物流板块未来将保持稳定增长。

表4：厦门象屿分板块收入及毛利率预测（收入单位：百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
大宗商品经营收入	448,857	520,679	489,426	552,181	607,581
yoy	28.14%	16.00%	-6.00%	12.82%	10.03%
毛利率	1.93%	1.75%	1.28%	1.62%	1.64%
大宗商品物流收入	7,354	7,688	7,990	8,662	9,401
yoy	27.74%	4.53%	3.93%	8.41%	8.53%
毛利率	10.69%	11.81%	12.16%	11.30%	11.20%
其他业务收入	6,305	9,781	12,715	15,640	18,768
yoy	51.3%	55.1%	30.0%	23.0%	20.0%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所预测

表5：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：	2021	2022	2023E	2024E	2025E
金属矿产	323,161	349,079	301,604	335,505	359,325
yoy		8.0%	-13.6%	11.2%	7.1%
毛利率	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%
能源化工	68,129	91,885	94,182	103,836	116,504
yoy		34.9%	2.5%	10.3%	12.2%
毛利率	2.1%	1.9%	1.7%	1.8%	1.7%
农产品	43,988	51,969	57,971	62,696	66,489
yoy	10.7%	12.5%	11.6%	8.2%	6.1%
毛利率	4.4%	2.8%	-0.6%	2.0%	2.4%
新能源	9,076	25,070	32,591	46,605	61,193
yoy		176.2%	30.0%	43.0%	31.3%
毛利率	2.0%	1.9%	1.7%	1.8%	1.7%

其他	3,093	2,676	3,077	3,539	4,070
yoy	54.7%	18.3%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	2.1%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所预测

表6：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：	2021	2022	2023E	2024E	2025E
综合物流	5827	6397	6,717	7,389	8,127
yoy	34.79%	9.78%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	8.99%	9.97%	11.0%	10.0%	10.0%
农产品物流	371	312	265	265	265
yoy	-34.68%	-15.90%	-15.0%	0.0%	0.0%
毛利率	50.94%	60.58%	65.0%	60.0%	60.0%
铁路物流	1156	979	1,008	1,008	1,008
yoy	33.49%	-15.31%	3.0%	0.0%	0.0%
毛利率	6.31%	8.27%	6.0%	8.0%	8.0%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所预测

与行业公司对比：公司 2024E 的 PE 估值略高于行业平均水平，主要是公司 ROE 较高、未来成长中枢或高出行业公司水平；此外公司具备较显著的物流资源壁垒，应享有估值溢价。

表7：行业公司估值表（2023-12-28 收盘价）

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			PE（倍）			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600153.SH	建发股份	289	9.62	62.82	113.47	71.41	5	3	4	未评级
600755.SH	厦门国贸	153	6.96	35.89	27.11	32.82	4	6	5	未评级
600704.SH	物产中大	231	4.44	39.11	40.92	49.46	6	6	5	未评级
000906.SZ	浙商中拓	51	7.31	10.03	9.76	11.77	5	5	4	未评级
行业公司均值							5	5	4	
600057.SH	厦门象屿	151	6.67	26.37	15.95	26.28	6	9	6	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所。注：厦门象屿盈利预测采用东吴预测，其余为 wind 一致预测。

注：建发股份房地产业务占比较高，而地产估值体系与供应链业务不同，其整体 PE 与其他公司不完全可比。

投资建议：厦门象屿是国内大宗商品供应链龙头企业，在员工激励、物流网络等方面领先行业，近年来市占率持续提升。公司利润受下游大宗商品需求不足影响，我们预计公司 2023~25 年归母净利润为 16.0/ 26.3/ 30.4 亿元，同比-40%/ +65%/ 16%，对应 12 月 28 日收盘价为 9/6/5 倍 PE，考虑公司市盈率处于历史较低位置，维持“买入”评级。

6. 风险提示

大宗商品价格波动：公司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。

下游需求不佳：若下游制造业需求不佳，公司收入及利润率或受负面影响。

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。

定增进度不及预期：公司计划向招商局、山东港口及象屿集团定向增发股票，融资 32 亿元，并引入招商局、山东港口作为战略投资者。若定增推进进度不及预期，或影响公司未来成长所需资金需求。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	97,223	96,764	119,370	132,389	营业总收入	538,148	510,132	576,483	635,750
货币资金及交易性金融资产	20,366	30,845	37,030	43,489	营业成本(含金融类)	526,673	500,989	564,227	621,929
经营性应收款项	39,158	34,954	43,062	46,872	税金及附加	691	655	741	817
存货	28,520	22,497	29,370	31,822	销售费用	2,340	2,194	2,421	2,607
合同资产	752	713	805	888	管理费用	1,479	1,683	1,557	1,653
其他流动资产	8,427	7,755	9,102	9,318	研发费用	52	102	115	127
非流动资产	17,833	18,013	18,170	18,304	财务费用	1,203	1,263	1,762	2,019
长期股权投资	1,540	1,477	1,415	1,352	加:其他收益	528	501	566	624
固定资产及使用权资产	10,830	10,954	11,063	11,154	投资净收益	(188)	(281)	(173)	(210)
在建工程	156	179	196	207	公允价值变动	(459)	0	(150)	(180)
无形资产	2,004	1,963	1,922	1,881	减值损失	(816)	(662)	(1,173)	(1,349)
商誉	13	13	13	13	资产处置收益	38	36	41	45
长期待摊费用	162	162	162	162	营业利润	4,813	2,841	4,771	5,528
其他非流动资产	3,129	3,265	3,401	3,537	营业外净收支	218	207	248	274
资产总计	115,056	114,777	137,540	150,693	利润总额	5,032	3,048	5,019	5,802
流动负债	70,972	66,361	85,360	95,161	减:所得税	1,254	762	1,255	1,450
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,552	17,266	20,980	24,693	净利润	3,778	2,286	3,765	4,351
经营性应付款项	37,878	30,359	43,666	47,950	减:少数股东损益	1,141	690	1,137	1,314
合同负债	9,815	9,336	10,515	11,590	归属母公司净利润	2,637	1,595	2,628	3,037
其他流动负债	9,727	9,400	10,201	10,928	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	0.70	1.16	1.34
非流动负债	7,693	7,693	7,693	6,693	EBIT	6,625	5,198	8,215	9,502
长期借款	3,195	3,195	3,195	2,195	EBITDA	7,482	6,219	9,258	10,568
应付债券	2,998	2,998	2,998	2,998	毛利率(%)	2.13	1.79	2.13	2.17
租赁负债	263	263	263	263	归母净利率(%)	0.49	0.31	0.46	0.48
其他非流动负债	1,236	1,236	1,236	1,236	收入增长率(%)	16.35	(5.21)	13.01	10.28
负债合计	78,665	74,054	93,053	101,854	归母净利润增长率(%)	20.18	(39.50)	64.70	15.59
归属母公司股东权益	17,092	20,732	23,360	26,397					
少数股东权益	19,300	19,990	21,127	22,442					
所有者权益合计	36,392	40,723	44,487	48,839					
负债和股东权益	115,056	114,777	137,540	150,693					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,223	6,893	4,827	6,303	每股净资产(元)	6.56	8.13	9.28	10.62
投资活动现金流	2,204	(1,238)	(1,084)	(1,091)	最新发行在外股份(百万股)	2,268	2,268	2,268	2,268
筹资活动现金流	(3,744)	4,824	2,593	1,427	ROIC(%)	9.45	6.45	9.04	9.44
现金净增加额	5,013	10,479	6,335	6,639	ROE-摊薄(%)	15.43	7.69	11.25	11.51
折旧和摊销	857	1,021	1,044	1,067	资产负债率(%)	68.37	64.52	67.66	67.59
资本开支	(234)	(510)	(464)	(434)	P/E(现价&最新股本摊薄)	5.74	9.48	5.76	4.98
营运资本变动	(1,626)	1,952	(2,310)	(1,822)	P/B(现价)	1.02	0.82	0.72	0.63

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>