

物流

原材料供应链：商品涨价，有望复苏

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001

联系人 邹嫚



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

摘要

- **2023年处于周期历史相对低位**

2023年大宗商品价格导致原材料供应链公司收入和利润下滑：CRB现货综合下跌8%，原材料供应链CR4收入下滑9%、毛利润下滑3%。CRB现货综合偏低，行业处于周期历史相对低位。

- **2024年行业有望复苏**

2024年以来CRB现货综合小幅回升，未来有望随库存周期继续上行，或将带动原材料供应链行业复苏。2019年以来，原材料供应链股价指数与CRB综合指数密切相关。

- **龙头提份额，弹性较大**

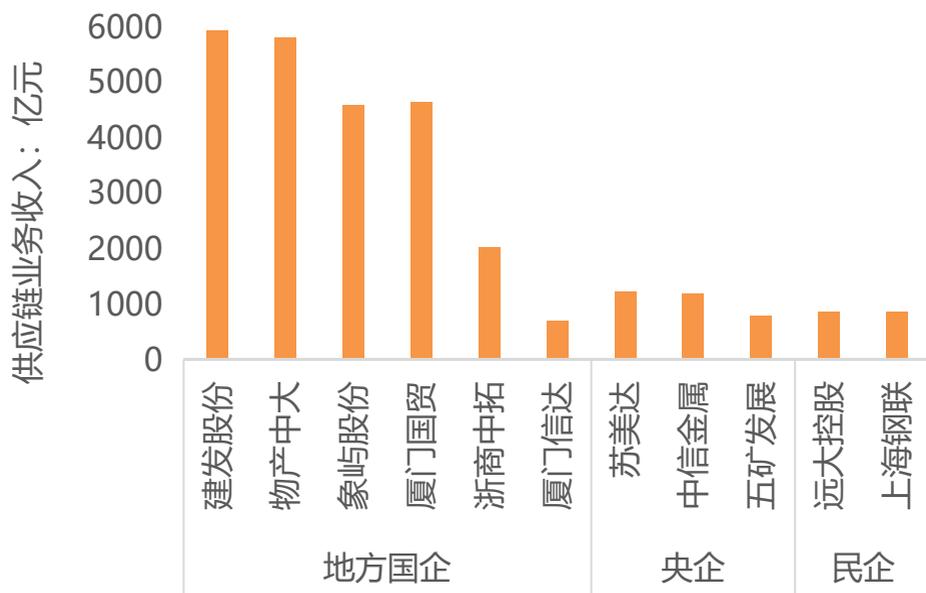
原材料供应链头部公司的市场份额持续提升，周期历史相对低位销量仍在增长。一旦商品价格上涨，量价齐升有望带来较大盈利弹性。商品涨价使风险下降，行业有望盈利戴维斯双击。推荐厦门象屿、厦门国贸（交运、商社联合覆盖）、苏美达（交运、商社联合覆盖）等。

风险提示：全球经济增速下行，大宗商品价格下跌，应收款坏账增加

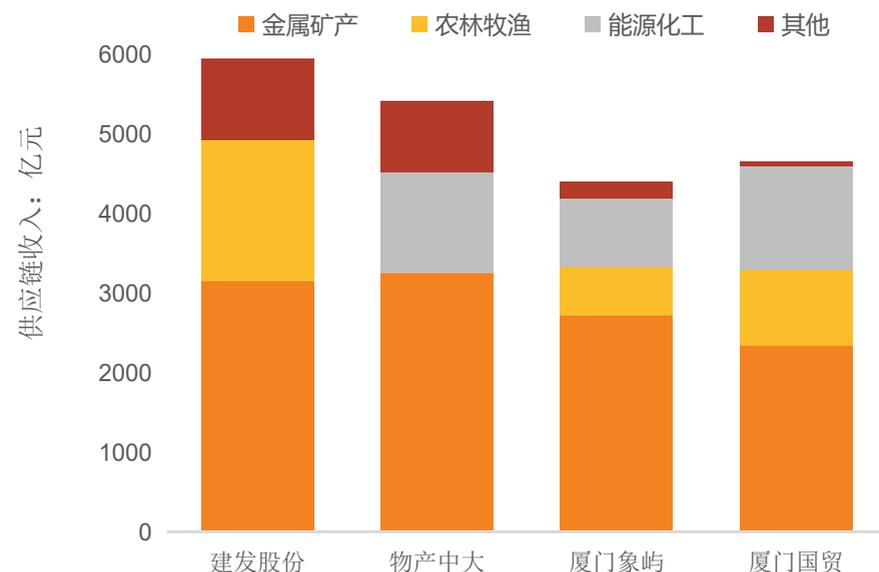
1.1 原材料供应链：业务与竞争格局

- 上市原材料供应链公司：建发股份，物产中大，厦门象屿，厦门国贸等。
- 原材料供应链经营货种：黑色金属、有色金属、能源化工、农林牧渔等。

■ 2023年A股主要原材料供应链公司的业务收入



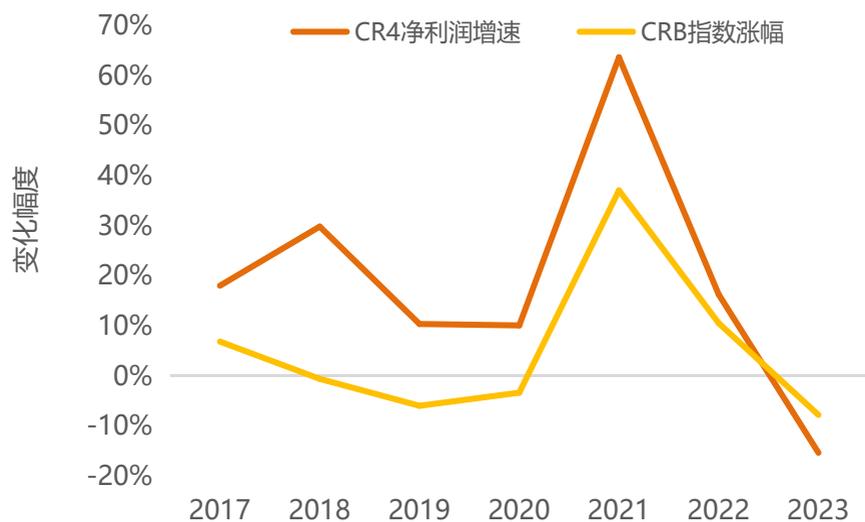
■ 头部原材料供应链公司的收入以金属矿石、能源化工等为主



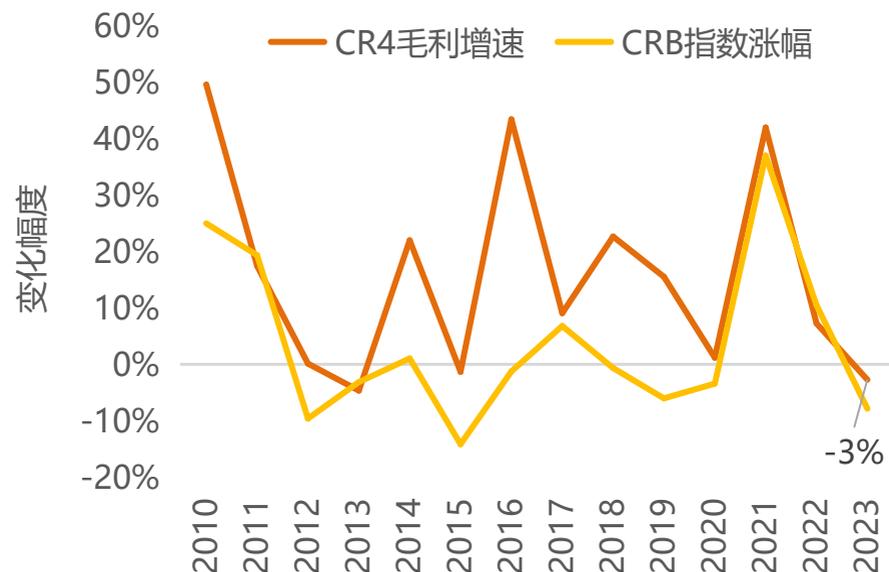
1.2 利润增速处于周期历史相对低位

- 原材料供应链头部公司的利润增速，与大宗商品价格涨跌相关。
- 2023年大宗商品价格同比下跌，导致原材料供应链头部公司利润下滑。

■ 2023年，原材料供应链CR4公司的净利润增速在周期历史相对低位



■ 原材料供应链CR4公司的毛利润增速在周期历史相对低位

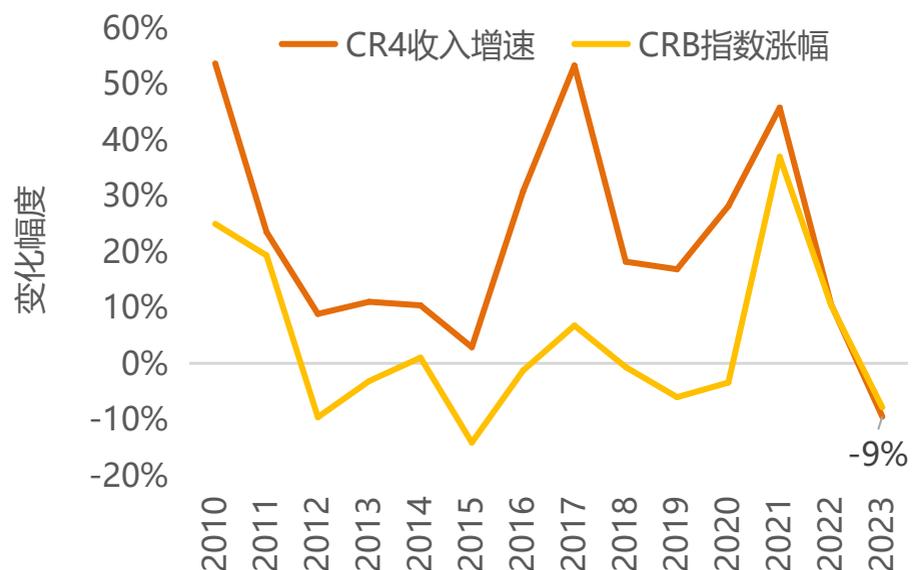


注：CR4公司包括物产中大、建发股份、厦门象屿、厦门国贸

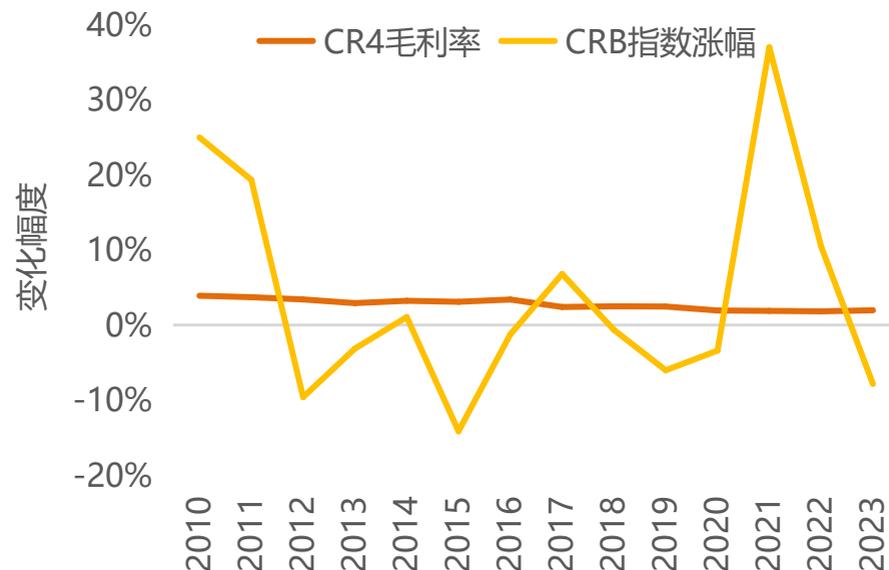
1.2 收入增速处于周期历史相对低位

- 原材料供应链公司的贸易货值计入营业收入。大宗商品价格波动，导致原材料供应链公司的营业收入波动。
- 原材料供应链公司收取服务费的商业模式，毛利率稳定。

■ 原材料供应链CR4公司的业务收入增速与CRB指数相关



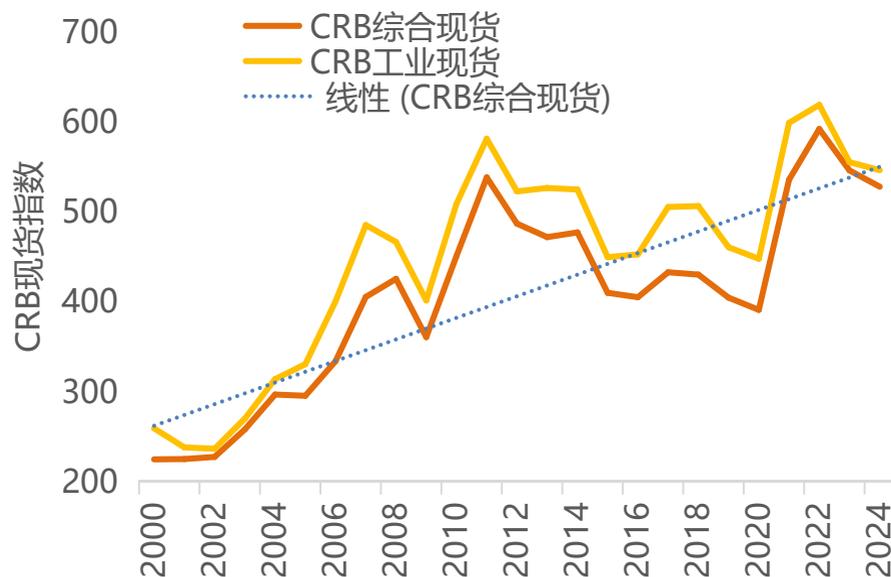
■ 原材料供应链CR4公司的毛利率稳定，不随商品价格波动



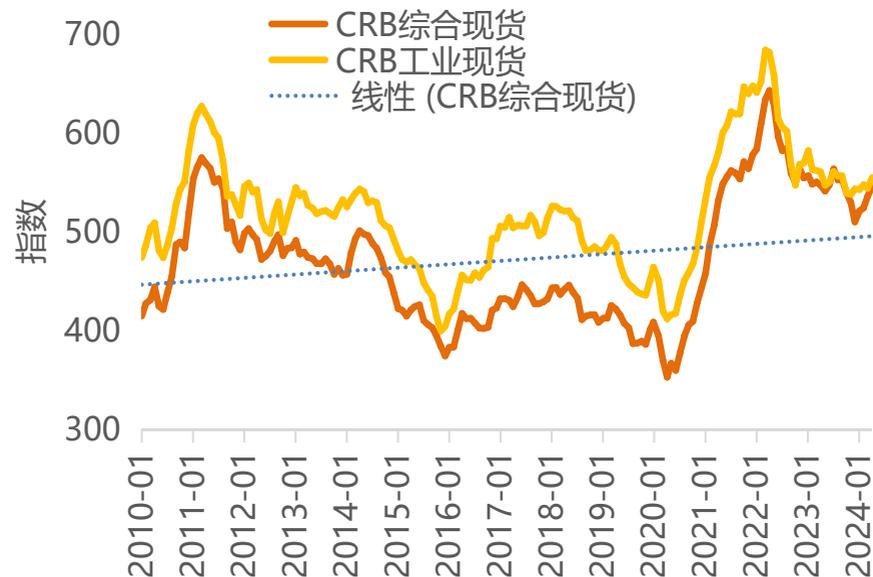
1.3 大宗商品价格处于阶段性低谷

- 长期看，大宗商品价格呈明显的上涨趋势。
- 2024年初，大宗商品价格指数回到2011年水平，处于阶段性低谷。

■ 2024年初，大宗商品价格指数处于阶段性低谷



■ 2024年初，大宗商品价格指数回到2011年水平



1.4 周期相对底部，大型大宗供应链企业陷入困境

- 2023年，曾经的世界500强雪松控股的实控人被刑事控制；2023年以来，世界500强正威集团涉及多项负面报道。

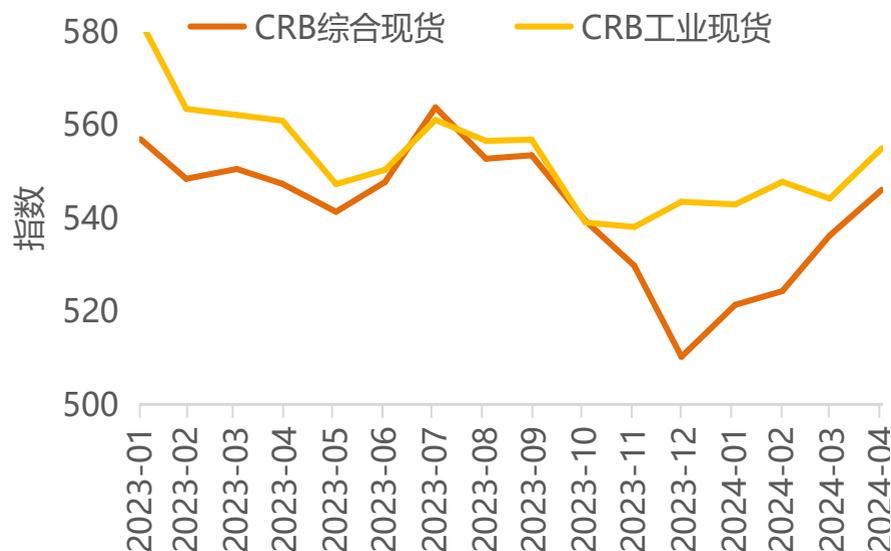
■ 大宗供应链公司在周期相对底部陷入困境

公司	高峰期营收 亿元	事件
上海物贸	975	2015年资产减值损失16亿元，净亏损17亿元；2016年，业务基本退出
五矿发展	2033	2015年资产减值损失30亿元，净亏损60亿元，业务大幅萎缩
宁波东力	129	2018年法院受理供应链子公司年富供应链的破产清算申请
顺钠股份	96	2018年供应链子公司浙江翰晟被查封
飞马国际	614	2018年资产减值损失21亿元，净亏损24亿元，2020年进入重整程序
欧浦智网	69	2018年资产减值损失21亿元，净亏损42亿元，2020年控股股东破产
易见股份	153	2020年信用减值损失50亿元，净亏损57亿元，业务大幅萎缩，2022年退市
天津物产	4500	2020年12月破产重整，资产评估价值830.65亿元，负债2568.50亿元。
广州浪奇	124	2020年信用减值55亿元，资产减值15亿元，破产重整
雪松控股	2851	2023年涉嫌涉嫌非法吸收公众存款逾200亿，实控人张劲被刑事控制

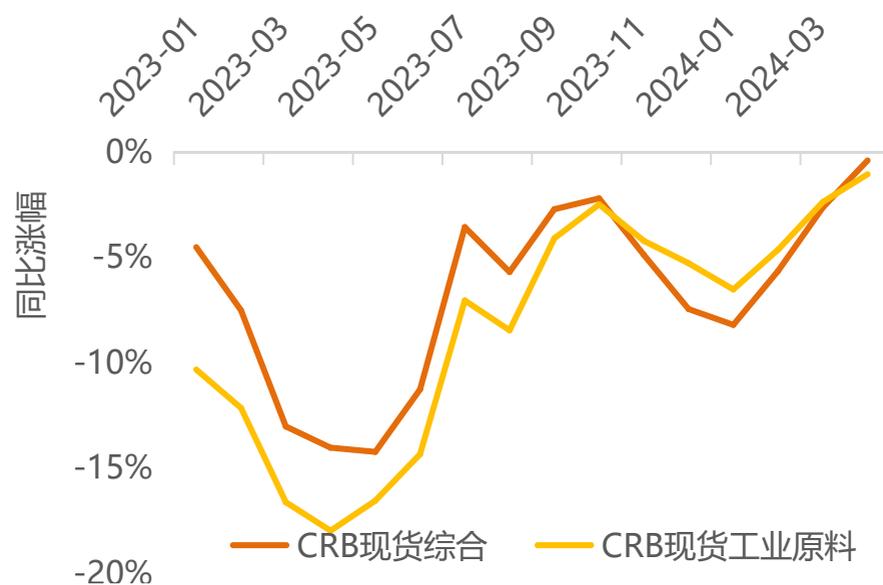
2.1 商品价格开始回升

- 2024年以来，大宗商品价格开始回升，同比降幅收窄。
- 原油、铜、铝等商品价格同比涨幅较大，动力煤、玉米、大豆等商品价格仍然同比大幅下跌。

■ 2024年以来，大宗商品价格开始回升



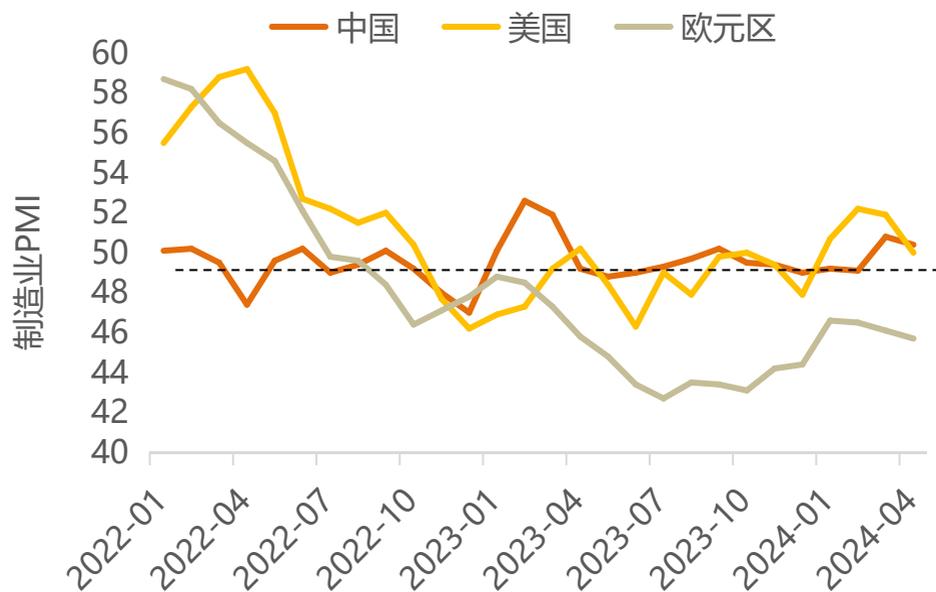
■ 2024年以来，大宗商品价格同比降幅明显收窄



2.2 PMI回升，经济或将复苏

- 2024年初，中国和美国制造业PMI已经重回扩张区间，欧洲也在回升。
- 中国 and 美国的库存周期处于历史相对底部区域，有小幅回升迹象。
- 如果经济复苏，大宗商品或将涨价，带动原材料供应链公司盈利改善。

■ 中国和美国制造业PMI回到扩张区间



■ 中国 and 美国的库存周期有望回升



2.3 原材料供应链股价，随商品价格波动

- 大宗商品价格上涨，有望带动原材料供应链公司业绩增长和股价上涨。
- 历史上看，原材料供应链板块股价指数与大宗商品价格密切相关。

■ 原材料供应链板块股价指数与大宗商品价格相关



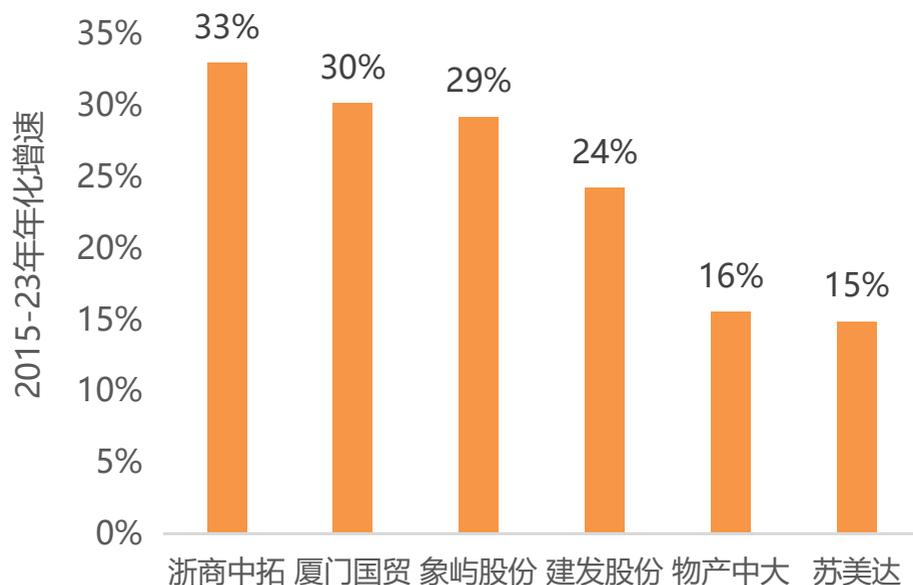
■ 原材料供应链板块股价指数与金属价格相关



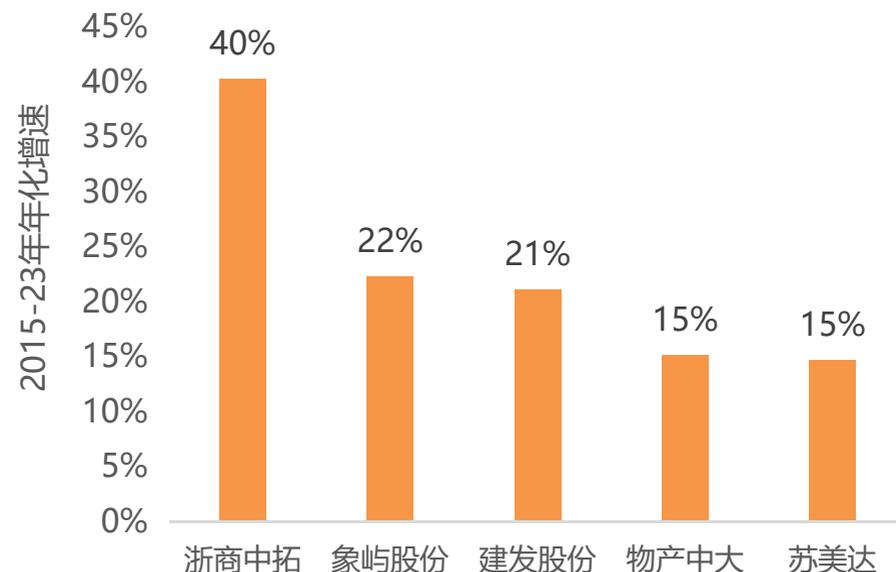
3.1 头部原材料供应链公司高增长

- 2015-2023年，头部原材料供应链公司的收入和净利润高增长。
- 高增长来自市场份额提升和商品价格上涨。

■ 头部原材料供应链公司的业务收入高增长



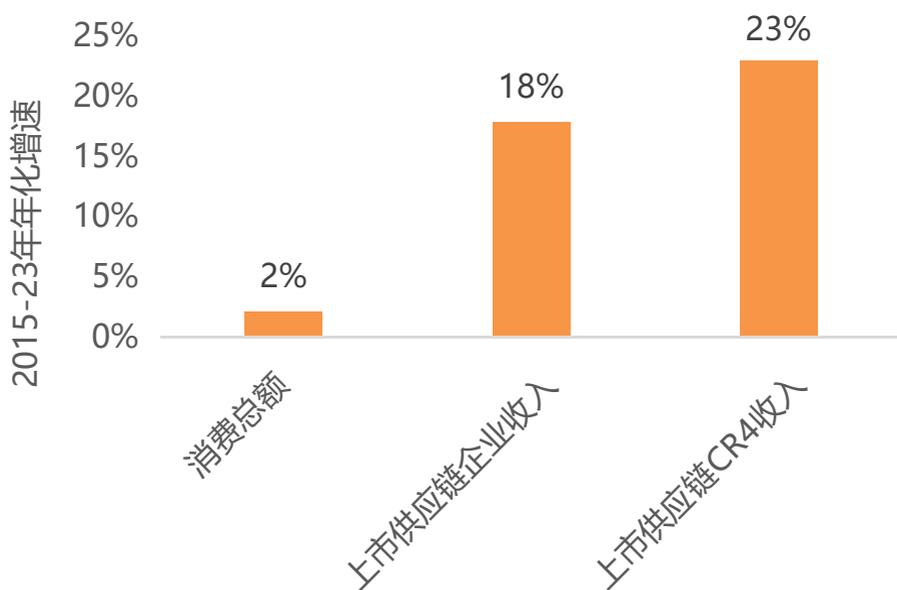
■ 头部原材料供应链公司的业务净利润高增长



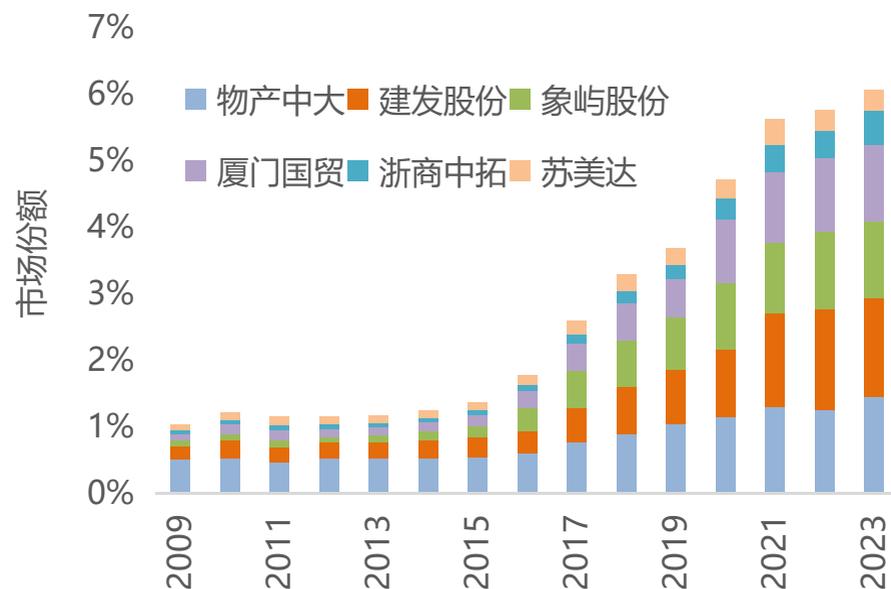
3.2 市场份额大幅提升

- 2016年以来，上市头部原材料供应链公司的市场份额明显提升。
- 我们认为原因：一是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；二是头部原材料供应链公司利用竞争优势扩大市场份额。

■ 原材料供应链行业的市场集中度提升



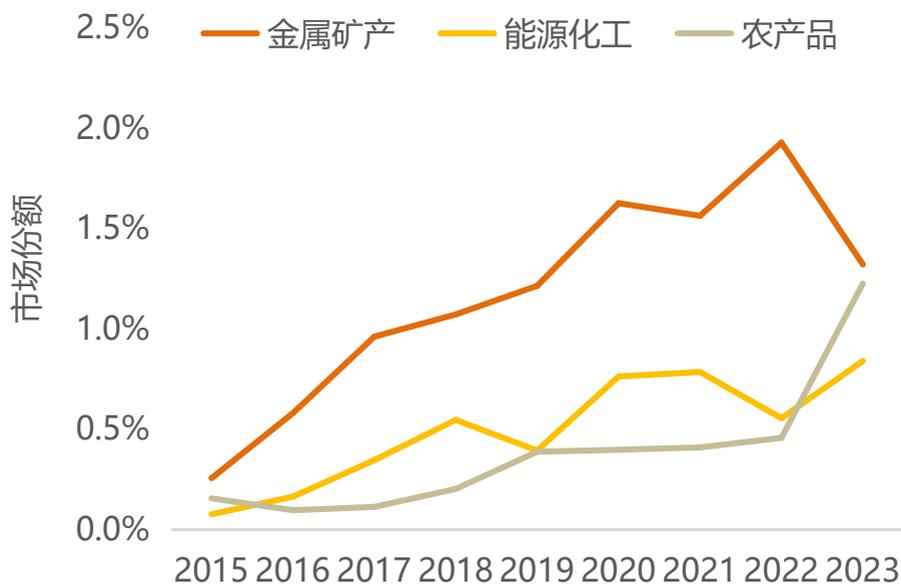
■ 头部原材料供应链公司的市场份额提升



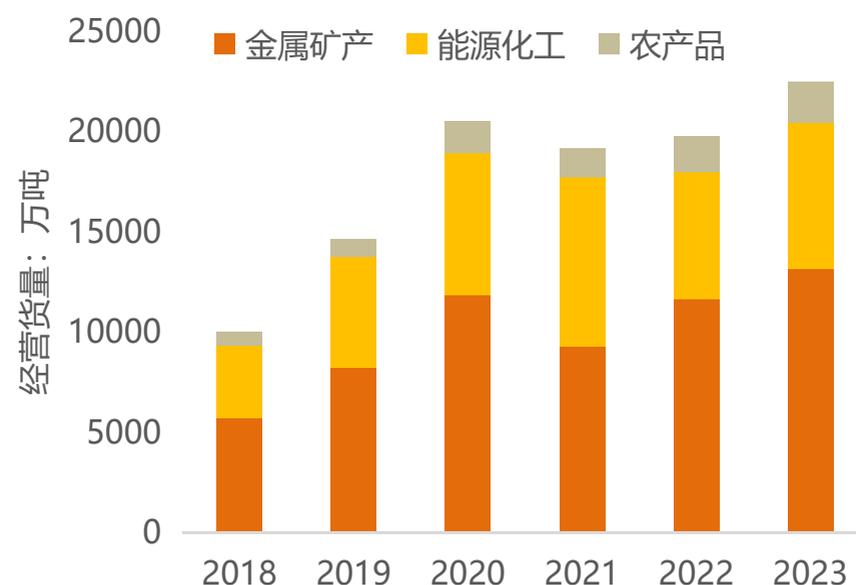
3.2 周期相对底部，销量持续增长

- 厦门象屿的主要供应链品类市场份额和销量趋势上升。
- 在商品价格周期相对底部的2020年和2023年，厦门象屿主要品类的销量反而快速增长。

■ 厦门象屿的原材料供应链业务主要品类份额趋势上升



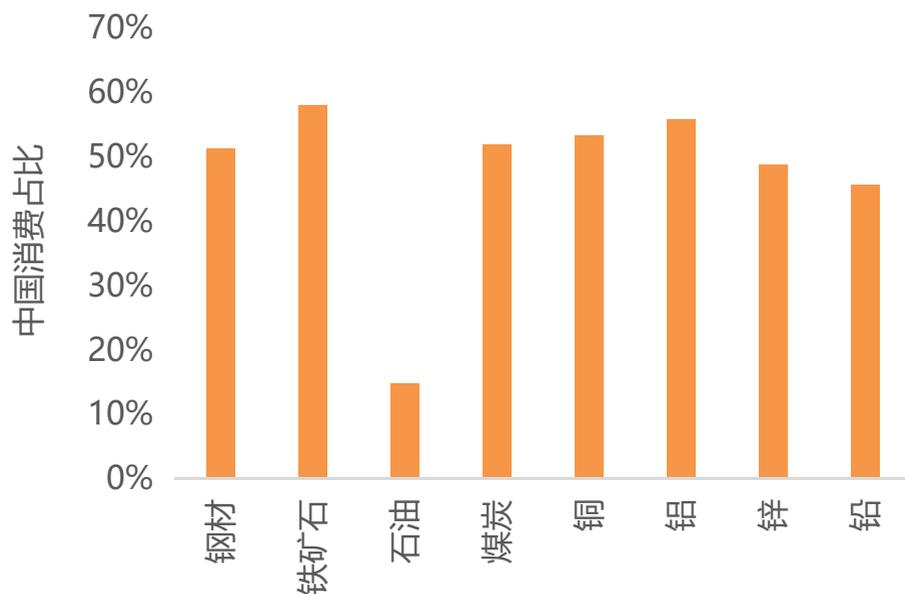
■ 厦门象屿的原材料供应链业务主要品类销量上升



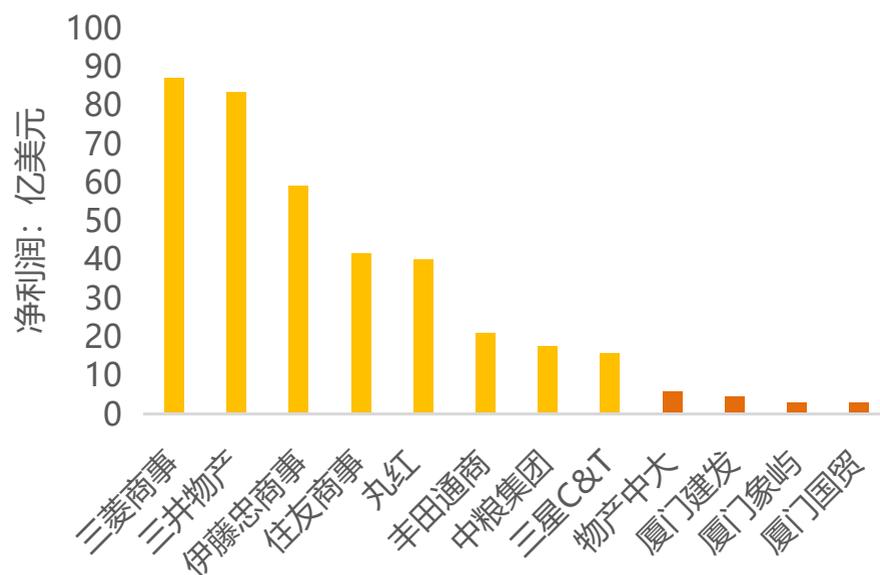
3.3 对比国外巨头，增长空间大

- 2019年，中国消费了全球一半左右的主要大宗商品，说明供应链市场容量大。
- 经过多年发展，国内供应链龙头的营业收入已经接近国外龙头
- 但是国内外头部供应链公司的净利润差距较大，国内头部公司增长空间大。

■ 2019年中国消费了全球一半左右的主要大宗商品



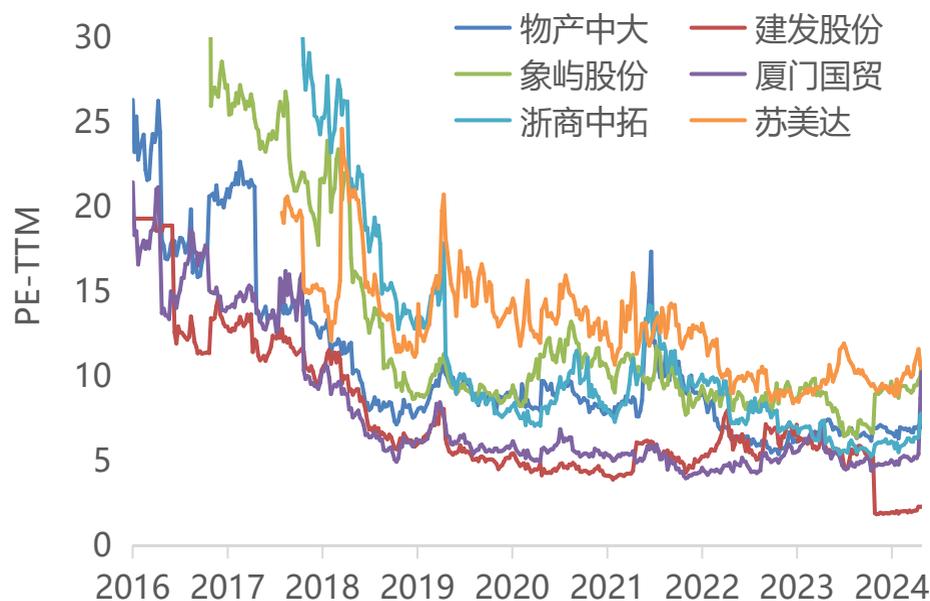
■ 2022年国内和国外头部供应链公司的净利润差距较大



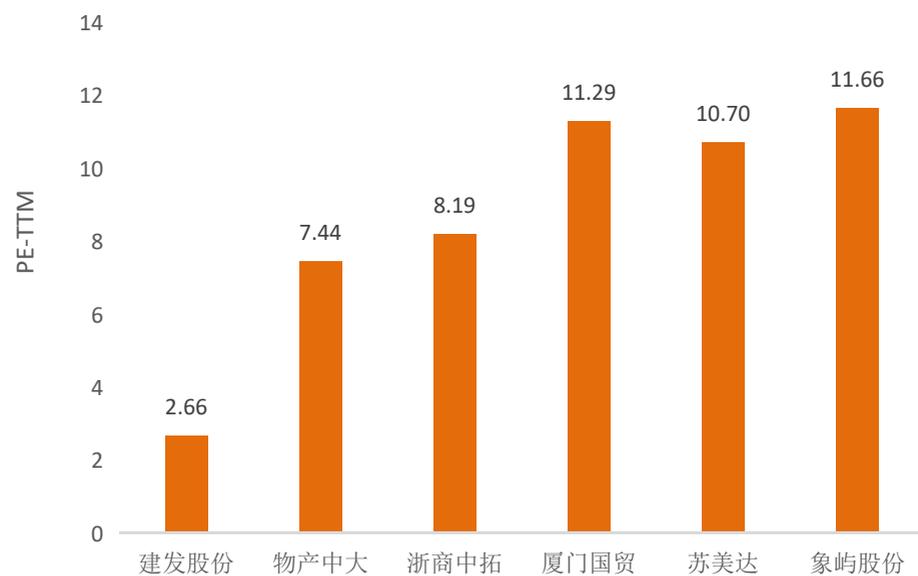
4.1 PE估值处于历史相对低位

- 头部原材料供应链公司的PE估值处于历史较低水平。
- 2024年5月中旬头部原材料供应链公司PE在10倍左右，隐含的投资回报率较高。

■ 头部原材料供应链公司的PE处于历史相对低位



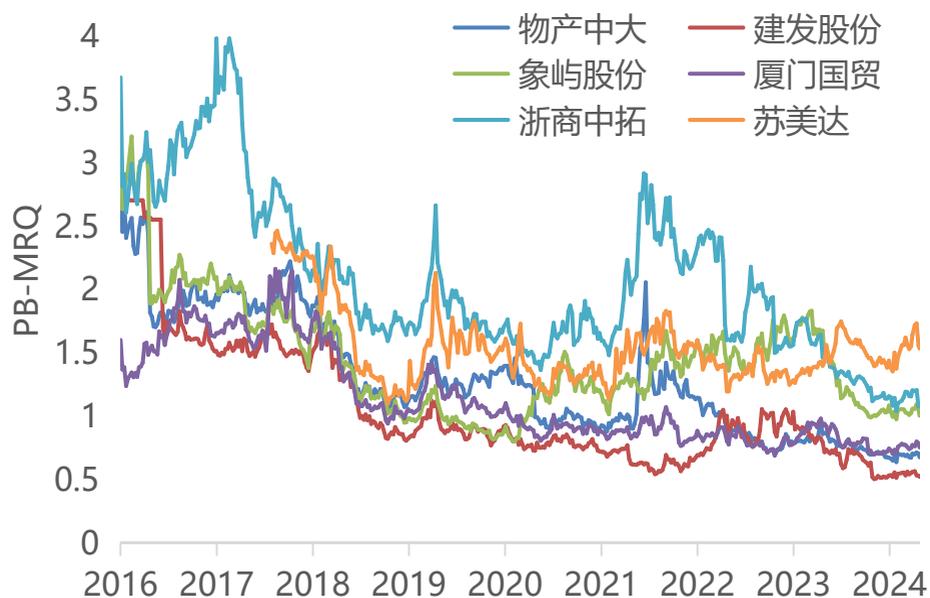
■ 部分头部原材料供应链公司的PE在10倍左右（截至2024/5/17）



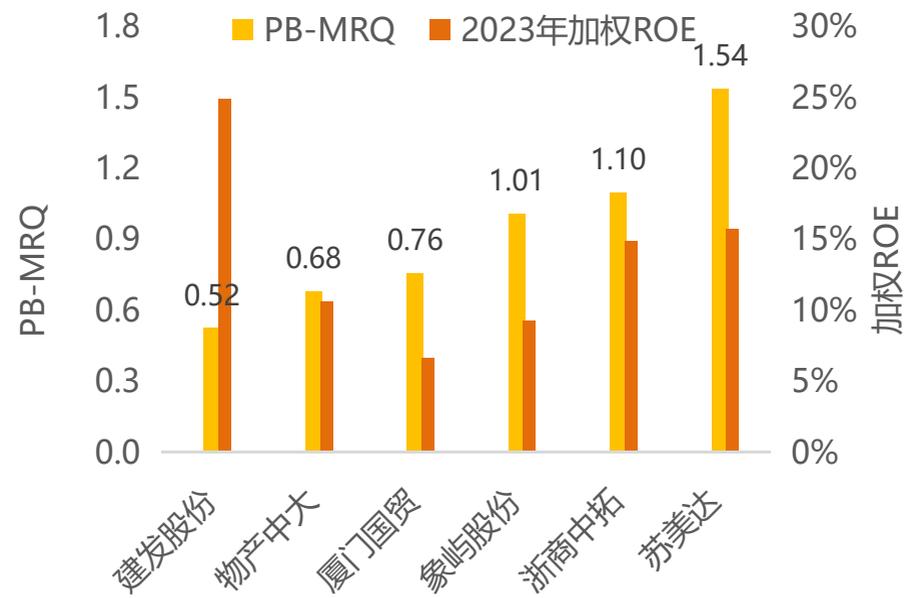
4.1 PB估值处于历史相对低位

- 头部原材料供应链公司的PB估值处于历史相对低位。
- 2024年5月中旬头部原材料供应链公司在0.5~1.6倍PB，而2023年加权ROE在7%~25%。

■ 头部原材料供应链公司的PB处于历史相对低位



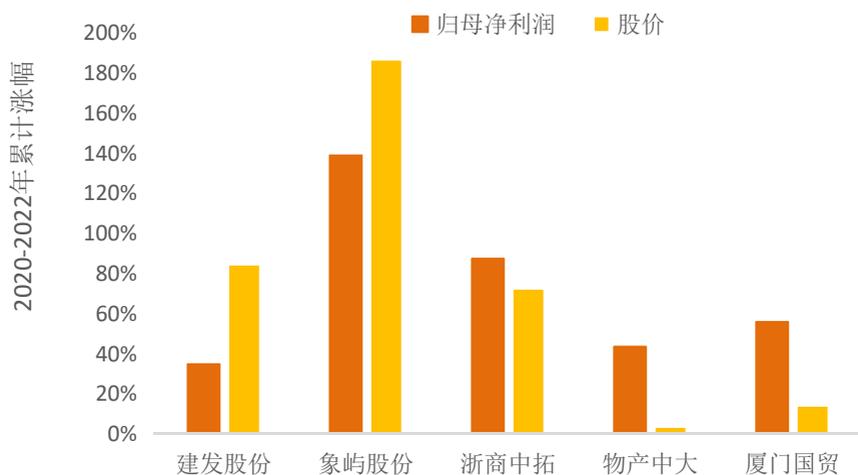
■ 部分头部原材料供应链公司的PB在1倍左右（截至2024/5/17）



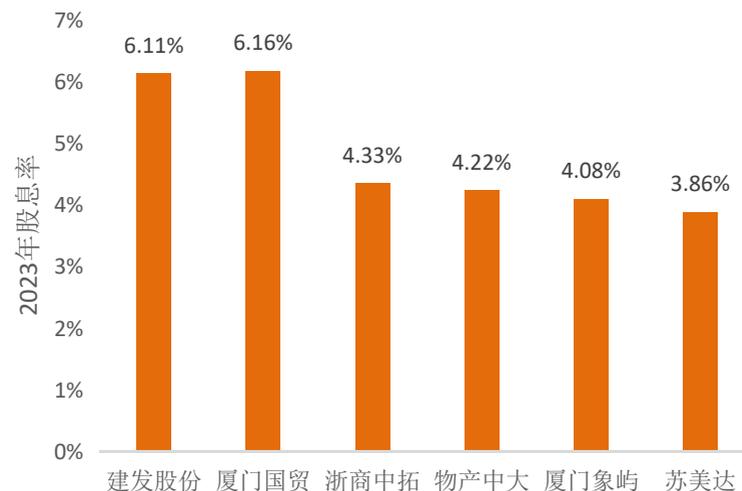
4.1 股息率7%左右，价值有支撑

- 20-22年，头部原材料供应链公司股价涨幅接近净利润增幅。
- 头部原材料供应链公司的2023年股息率在5%左右，价值有较强支撑。

■ 2020-22年，股价涨幅接近净利润增幅



■ 部分头部原材料供应链公司的股息率较高（截至2024/5/17）



- 全球经济增速下行风险

全球库存周期还在下行过程中，如果未来超预期下行，那么大宗商品需求可能随之下行、价格可能继续下跌，影响原材料供应链行业收入和利润。

- 大宗商品价格下跌

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

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。

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

THANKS