

厦门象屿（600057.SH）

厚植根基，拓新致远

核心观点：

- **厦门国资控股，深耕全产业链服务模式：**厦门象屿成立于1995年，于2008年进行股份制改革，2011年借壳上市。据24年年报，公司营收规模超3600亿元，总经营货量超2亿吨，三十年发展以来构建了覆盖采购、生产、物流、销售的全产业链服务体系。从分部毛利看，24年大宗商品经营/大宗商品物流/生产制造占比分别为75%/10%/15%。
- **短期看经营环境复苏与造船业绩释放。**从经营本质上来看，大宗供应链企业是以现货贸易为根本的盈利组织，依附于各条大宗商品产业链上，通过组织采购、销售、物流、加工等方式赚取交易与服务收益。短期而言，刺激政策有望推动宏观转向，经营环境的复苏能够带动商品贸易需求的回升，从而有望助力大宗供应链企业的盈利水平实现均值回归。同时，公司造船业务有望成为业绩缓冲垫，据克拉克森，截至25年5月，象屿海装在手订单87艘，新船交付计划已排至29年。
- **长期看品类与国际化纵向扩张。**长期来看，国际大宗供应链巨头在成长路径上会不断增加贸易品类以及获取产业链上下游资源。新品类上，据24年年报，公司铝与新能源产业链的期现毛利占比已分别提升至20%与8%，在新品类产业链上的布局逐步深化。国际化纵向扩张上，象屿以“一带一路”沿线国家和地区作为战略布局方向，积极开拓国际市场，聚焦上下游资源获取，增长空间有望打开。
- **盈利预测与投资建议：**在经营环境有望修复、估值压制因素有望缓解的背景下，厦门象屿的估值有望逐步开启修复，预计25-27年EPS分别为0.63/0.77/0.87元，每股净资产分别为6.41/7.06/7.78元，参照可比公司以及过往估值中枢，我们给予公司25年合理估值1.2倍PB，对应合理价值为7.69元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**坏账风险增加、货权风险、国内经济复苏不及预期、经营业绩不及预期。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	459035	366671	391923	431852	476102
增长率（%）	-14.7%	-20.1%	6.9%	10.2%	10.2%
EBITDA（百万元）	4999	3741	5270	5767	6355
归母净利润（百万元）	1574	1419	1766	2161	2453
增长率（%）	-40.3%	-9.9%	24.5%	22.3%	13.5%
EPS（元/股）	0.63	0.48	0.63	0.77	0.87
市盈率（P/E）	10.65	13.52	10.97	8.96	7.89
ROE（%）	7.6%	6.0%	6.1%	7.0%	7.4%
EV/EBITDA	4.19	6.13	4.73	3.94	3.36

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

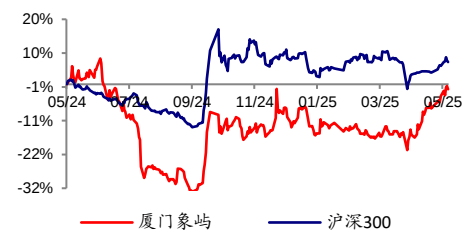
增持

当前价格	6.90 元
合理价值	7.69 元
报告日期	2025-05-18

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2807.00/2192.51
总市值/流通市值（百万元）	19480.55/15216.02
一年内最高/最低（元）	7.89/4.69
30 日日均成交量/成交额（百万）	21.77/139.71
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	14.52/16.25

相对市场表现



分析师： 许可



SAC 执证号：S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-88285832



xuke@gf.com.cn

分析师： 周延宇



SAC 执证号：S0260523120008



0755-82534236



zhouyanyu@gf.com.cn

分析师： 钟文海



SAC 执证号：S0260523120011



021-38003630



zhongwenhai@gf.com.cn

请注意，周延宇、钟文海并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、公司背景：厦门国资控股，服务延伸全产业链.....	5
（一）历程：深耕大宗供应链三十年，服务延伸全产业链.....	5
（二）收支：24 年营收规模超 3600 亿元，生产制造板块毛利快速增加.....	6
（三）利润：23 年前利润体量稳步增长，非经常性损益项相对重要.....	11
（四）财务结果：一个低利润率、高负债率、高周转率的经营模型.....	12
二、行业背景：现货贸易商，重视资金与库存.....	13
（一）经营模型：不断采购与销售，在地理、时间与产品中寻求套利机会.....	13
（二）经营本质：现货贸易商，讲究库存与资金配比.....	15
三、发展研判：短期看经营环境复苏与造船业绩释放，长期看品类与国际化扩张.....	18
（一）短期：等待经营环境复苏，造船业务成为良好缓冲.....	18
（二）长期：品类、纵向与国际化扩张决定长期趋势.....	25
四、盈利预测和投资建议.....	33
五、风险提示.....	38

图表索引

图 1: 厦门象屿发展历程.....	5
图 2: 厦门象屿实际控制人为厦门市国资委（截至 2024 年 12 月）.....	6
图 3: 19-24 年，公司营收复合增速为 5.2%.....	6
图 4: 大宗商品采购分销为营收核心来源.....	6
图 5: 金属矿产类商品构成大宗商品采购分销业务的主要营收来源.....	7
图 6: 19-24，金属矿产类商品平均贡献大宗商品采购分销 65%的营收.....	7
图 7: 大宗商品物流营收同样呈现周期性波动.....	7
图 8: 综合物流约贡献大宗商品物流 74%的营收.....	7
图 9: 生产制造板块一定程度上能缓冲周期影响.....	8
图 10: 造船业务营收增长迅速，营收占比逐步提升.....	8
图 11: 成本的核心来源也为供应链业务.....	8
图 12: 生产制造毛利稳定，大宗商品毛利修复.....	9
图 13: 24 年，生产制造板块贡献 15.3%的毛利.....	9
图 14: 24 年能化商品毛利下降，农产品毛利转正.....	9
图 15: 近五年农产品平均期现毛利率为 2.35%.....	9
图 16: 综合物流业务为大宗商品物流板块的主要毛利来源.....	10
图 17: 综合物流业务毛利率相对稳定，农产品物流毛利率同比减少 22.34pp....	10
图 18: 造船业务毛利快速增长，为主要毛利来源.....	11
图 19: 造船业务毛利率已提升至 20%左右.....	11
图 20: 14-22 年厦门象屿归母净利润 CAGR 为 28.1%.....	11
图 21: 对于归母净利润而言，公允价值变动收益与投资收益占据相对重要的部分.....	12
图 22: 14-24 年，公允价值变动收益与投资收益平均占归母净利润比重分别为 20.6%与 58.6%.....	12
图 23: 14-24 年，公司平均毛利率与归母净利率分别为 2.66%与 0.42%.....	12
图 24: 公司 14-24 年平均总资产周转天数为 93 天.....	12
图 25: 公司负债率较高，14-24 年平均资产负债率与有息负债率分别为 68%与 39%.....	13
图 26: 14-24 年，公司平均加权 ROE 为 10.7%.....	13
图 27: 大宗供应链企业经营中涉及多方参与，包含多次货权与货款的转移.....	14
图 28: 息差是供应链金融服务收益的来源.....	17
图 29: 2022 年后金属矿产货品贡献过半毛利.....	18
图 30: 21-24 年新能源货品平均单吨毛利最高.....	18
图 31: 黑色金属与不锈钢是期现毛利的重要组成部分，铝的占比快速提升.....	19
图 32: 基差与公司当季利润的体量和环比变化呈现了一定的相关性.....	20
图 33: 铁矿石港口库存（单位：万吨）.....	21
图 34: 玉米港口库存（单位：万吨）.....	21
图 35: 螺纹钢社会库存（单位：万吨）.....	21
图 36: 铝土矿港口库存（单位：万吨）.....	21

图 37: 22-24 造船板块平均毛利率 16.58%.....	22
图 38: 2022 年进入新船交付量上涨通道.....	22
图 39: 象屿海装在手订单数位列全球第 18 位 (截至 2025.5)	23
图 40: 象屿海装手持订单 71%为散货船 (截至 2025.5)	24
图 41: 公司散货船手持订单量位列行业第一梯队.....	24
图 42: 散货船与油轮的成本结构中, 钢材相关的成本占比超过 20%.....	24
图 43: 2021 年 10 月起新船造价指数与钢材价格呈剪刀差	25
图 44: 24 年象屿金属铁矿营收占比为 62%.....	25
图 45: 24 年象屿营收国内占比为 82%	25
图 46: 象屿为全产业链提供综合服务的业务模式.....	26
图 47: 厦门象屿新能源产业链服务模式.....	27
图 48: 公司新能源供应链国际化全产业链服务区域布局	27
图 49: 公司铝供应链全产业链服务模式.....	28
图 50: 国际上各类大宗供应链公司在发展中均会选择多品类与多资源	29
图 51: 公司持续推进国际化进程.....	31
图 52: 象屿覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系	33
图 53: 厦门象屿股价复盘.....	34
表 1: 厦门象屿将盈利来源分为服务收益与交易收益.....	14
表 2: 交易收益是采购与销售产生的最直接的收益.....	15
表 3: 贸易商类型.....	15
表 4: 套期保值与基差点价结合, 将价格风险转换为基差与库存管理	16
表 5: 会计处理参考	17
表 6: 公司分行业经营数据	18
表 7: 目前象屿新船交付计划排至 2029 年 (截至 2025.5)	23
表 8: 2024 年中国造船集团新订单数量领先.....	30
表 9: 象屿物流资产布局行业领先	32
表 10: 厦门象屿盈利预测表 (单位: 百万元)	36
表 11: 可比公司估值表	37

一、公司背景：厦门国资控股，服务延伸全产业链

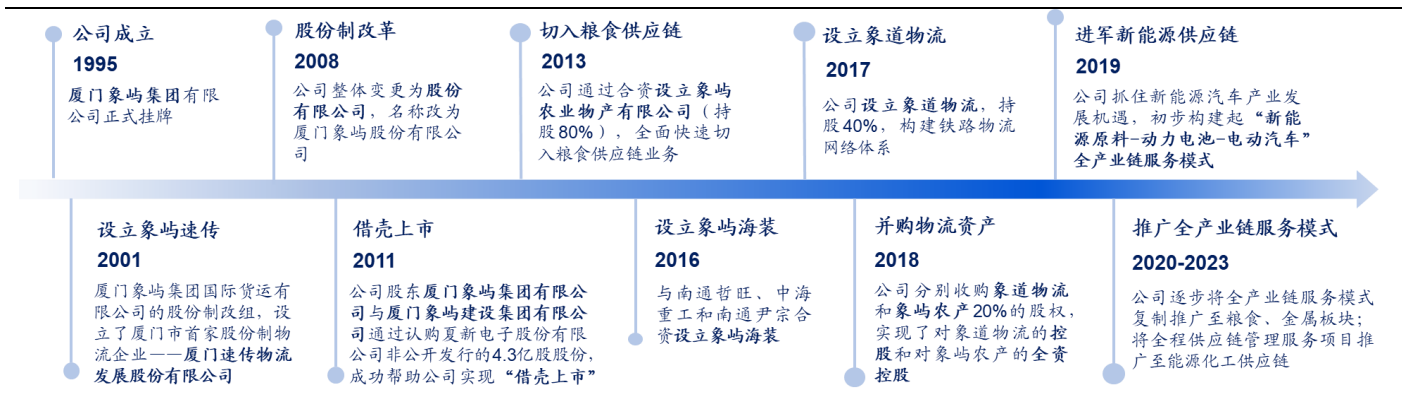
（一）历程：深耕大宗供应链三十年，服务延伸全产业链

根据公司官网，厦门象屿集团有限公司成立于1995年（以下简称“象屿集团”），投资领域涉及大宗商品供应链、城市开发运营、综合金融服务、港口航运和创新孵化。象屿集团于2007年入围中国公司500强，2018年上榜财富世界500强。

象屿集团子公司厦门象屿股份有限公司（以下简称“厦门象屿”）于2008年进行股份制改革，2011年借壳上市。多年发展以来，公司培育出四大运营主体：象屿速传、象道物流、象屿农产、象屿海装。2001年象屿集团有限公司对象屿集团国际货运有限公司的股份制改组，设立了厦门象屿速传物流发展股份有限公司；2013年象屿股份合资设立象屿农业物产有限公司，快速切入粮食供应链服务；2016年12月，公司与南通旺哲、中海重工和南通尹宗合资设立象屿海装并于次年5月正式投产；2017年设立象道物流构建铁路物流网络体系，并于2018年实现了对象道物流和象屿农产的控股；2024年8月公司对象屿海装的持股比例由36%提升至51%。

厦门象屿致力于提供原材料采购、产成品分销、库存管理、仓储物流、供应链金融等一揽子服务，建造“全产业链服务模式”。具体而言，公司2014年搭建从粮食种植到销售的粮食全过程供应链平台；2015年开始形成制造业公司的金属材料全程供应链管理服务模式；2019年进军新能源供应链，初步构建起“新能源原料-动力电池-电动汽车”全产业链服务模式；2020年将全产业链服务模式复制推广至粮食、金属板块；2022年将全程供应链管理服务模式复制推广至能源化工供应链。

图 1：厦门象屿发展历程



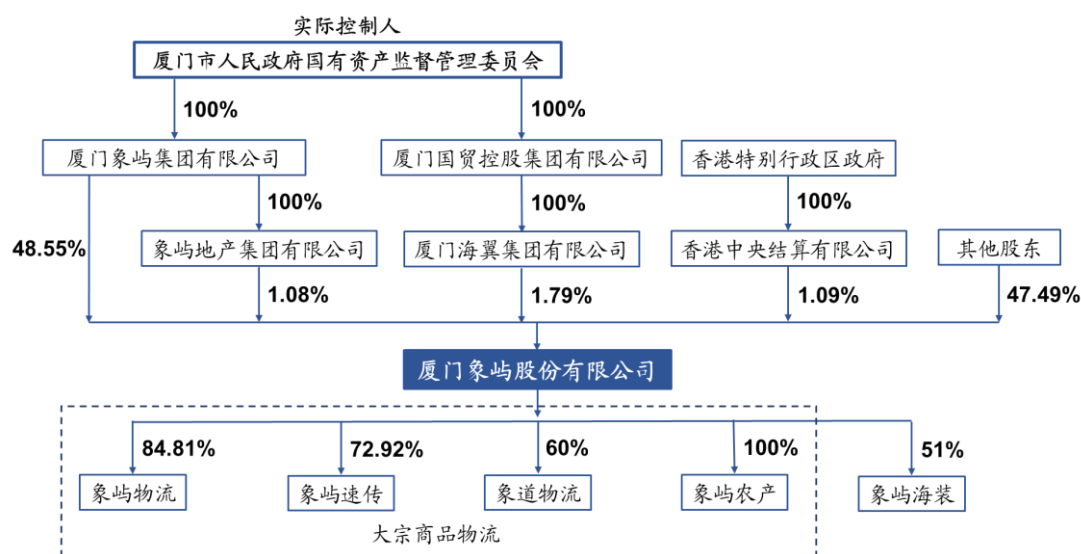
数据来源：象屿集团官网，厦门象屿财务报告，广发证券发展研究中心

股权结构方面，厦门市国资委是厦门象屿的实际控制人，通过厦门象屿集团有限公司和厦门国贸控股集团有限公司合计持有厦门象屿51.42%的股份（象屿集团共持股厦门象屿49.63%股份）。

除上市公司主体外，厦门象屿共有五家子公司分别对内提供大宗商品物流，对外提供综合物流、铁路物流、农产品物流和造船服务，五家子公司分别为象屿物流、象屿速传、象道物流、象屿农产和象屿海装，公司分别持有五家子公司84.81%、72.92%、

60%、100%和51%的股份。

图 2：厦门象屿实际控制人为厦门市国资委（截至2024年12月）

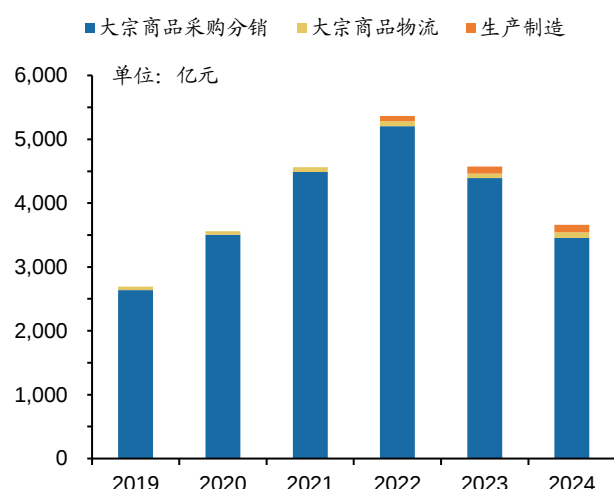


数据来源：iFinD，厦门象屿 2024 年年报，广发证券发展研究中心

（二）收支：24 年营收规模超 3600 亿元，生产制造板块毛利快速增加

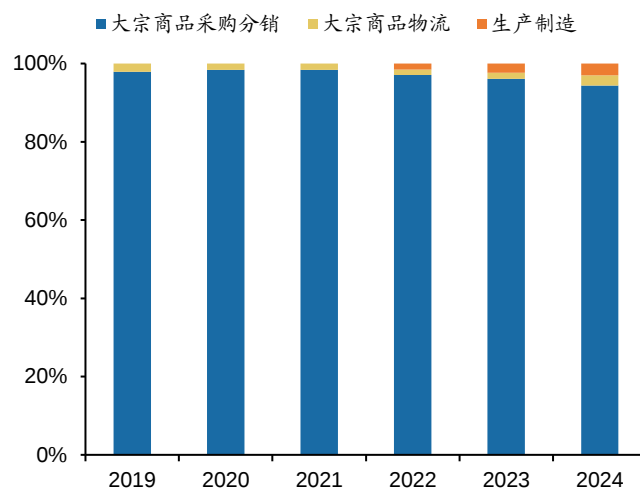
收入：据公司财报，2019-2024年，公司营业收入的复合增长率为5.2%，2022年前一直保持着增长态势，2024年营收规模已达到3,666亿元。从业务种类来看，厦门象屿从事大宗商品采购分销、大宗商品物流和生产制造业务。其中，大宗商品采购分销业务一直都是营收的核心来源，过去5年间平均占比达到97%。大宗商品物流业务营收贡献稳定，过去5年占比平均在2%。2023年起公司开始在报表中单独披露制造板块营收情况，23年营收同比增速为33%，24年增速放缓至2%。

图 3：19-24年，公司营收复合增速为5.2%



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：大宗商品采购分销为营收核心来源

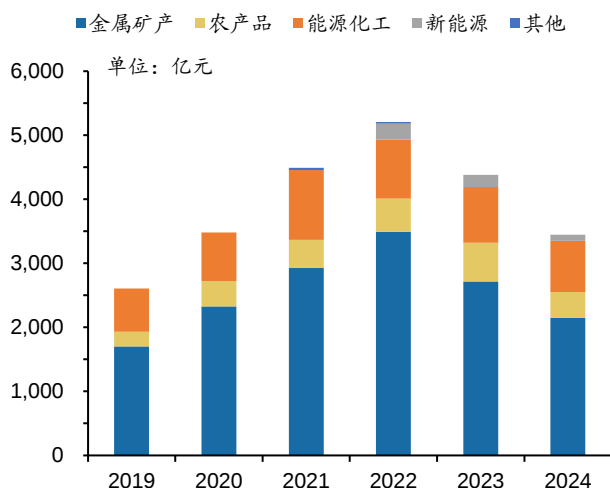


数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

看向大宗商品采购分销的营收结构，厦门象屿目前有四个主营商品板块：金属矿产、

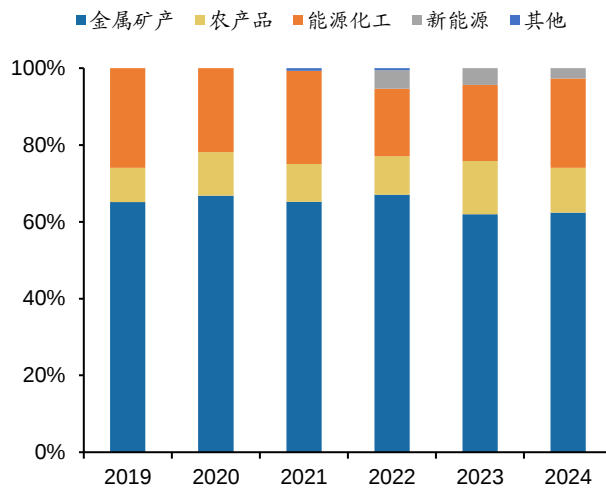
农产品、能源化工和新能源，涵盖“黑色金属、铝、不锈钢、新能源、煤炭、油品、谷物原粮”七大核心品类。其中，金属矿产为大宗商品采购分销业务的主要营收来源，2019年至2024年金属矿产类商品平均贡献大宗商品采购分销65%的营收；能源化工商品、农产品和新能源商品分别贡献22%、11%和2%的营收。

图 5: 金属矿产类商品构成大宗商品采购分销业务的主要营收来源



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

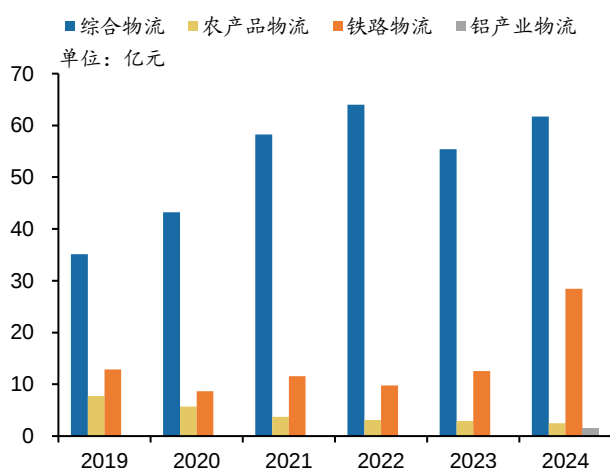
图 6: 19-24，金属矿产类商品平均贡献大宗商品采购分销65%的营收



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

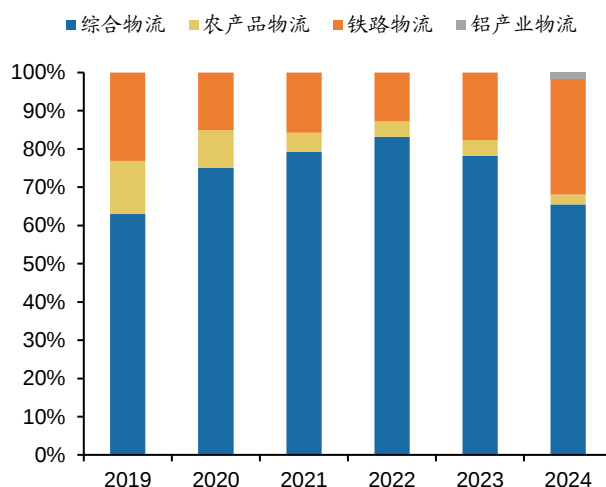
大宗商品物流方面，公司在此板块主要的营收来源为综合物流，2019年至2024年综合物流平均贡献大宗商品物流74%的营收。公司综合物流主要包括国际航线、国际班列、内河水运、公路运输、海内外仓储等，农产品物流主要包括粮食国储、省储服务等，主要服务货种也均为大宗商品或相关产成品，从历年的变动趋势也不难看出，大宗商品物流的营收同样呈现周期性变动。2024年起，公司开始披露铝产业物流，24年铝产业物流营收1.57亿元。

图 7: 大宗商品物流营收同样呈现周期性波动



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

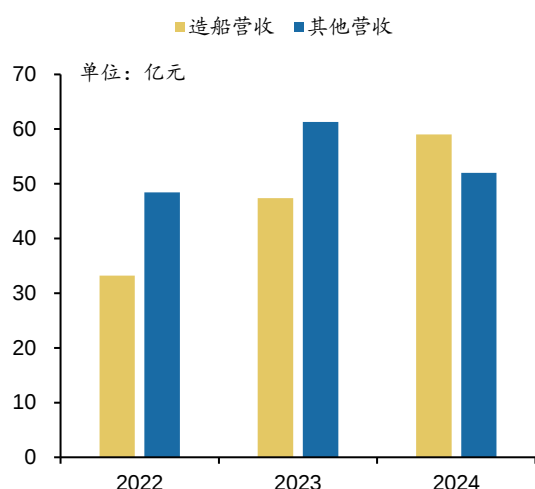
图 8: 综合物流约贡献大宗商品物流74%的营收



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

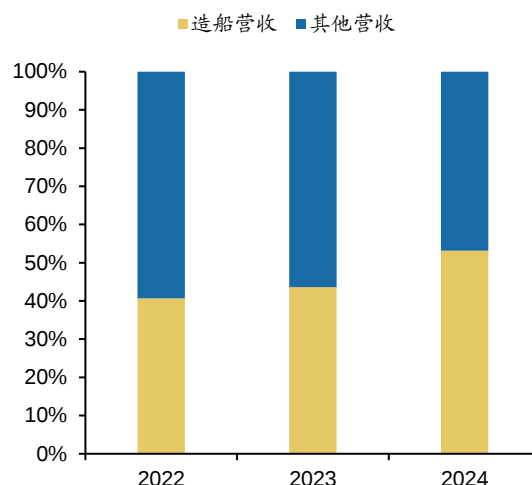
生产制造方面，公司在全产业链形成服务优势后，切入有赋能价值的生产制造环节，形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，提高综合收益水平，缓冲产业周期性波动的影响。公司生产制造板块包括造船、选矿和油脂加工，其中造船业务经营主体为公司子公司象屿海装。近两年，造船业务呈现快速增长态势，为生产制造板块的主要增长来源，公司把握船市景气周期，一方面，公司自主设计63500DWT（吉象）系列船型品牌效应渐显，接单量提升，并且公司通过优化生产工艺流程缩短建造周期，交付量同步增长；另一方面，在巩固优势散货船型市场地位的同时，公司还承接不锈钢化学品船订单，丰富产品结构，订单量与交付量持续增长。

图 9：生产制造板块一定程度上能缓冲周期影响



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

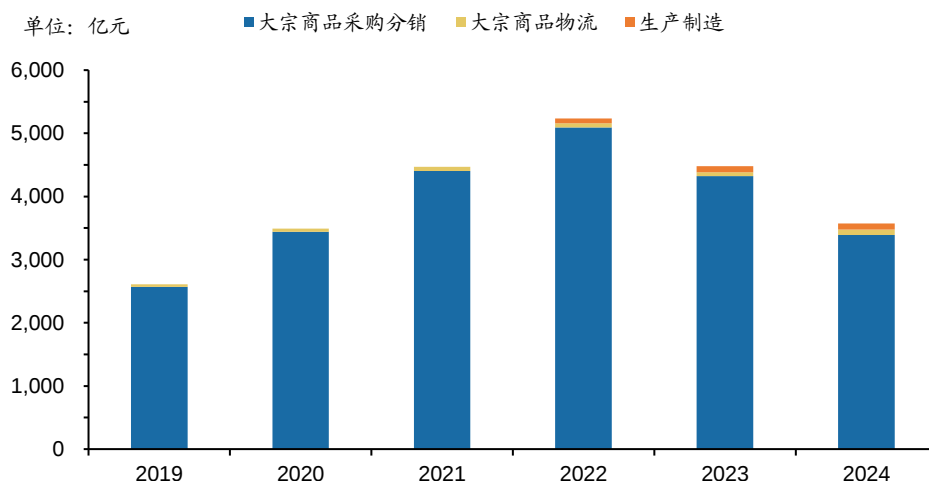
图 10：造船业务营收增长迅速，营收占比逐步提升



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

成本：公司绝大部分的成本也源于大宗商品采购分销，变动趋势上基本与营收保持一致，2019年-2024年大宗商品采购分销的平均成本占比为97.3%。

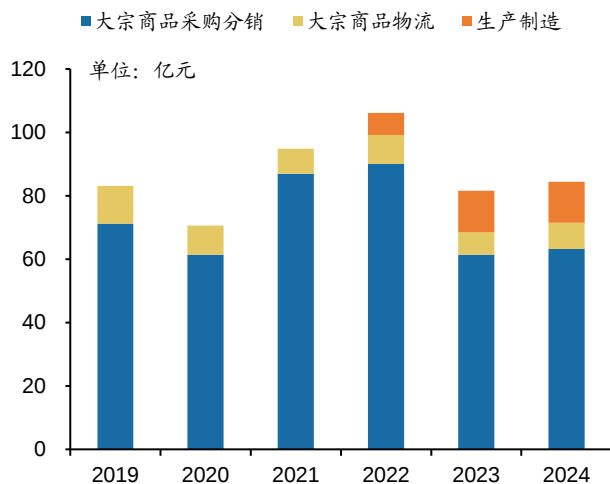
图 11：成本的核心来源也为供应链业务



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

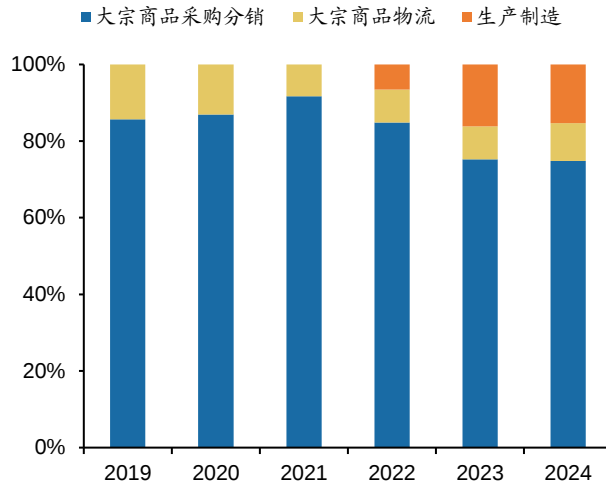
毛利：公司的主要毛利来源为大宗商品采购分销板块，近两年生产制造板块是主要增量来源，其余板块毛利有所修复。从毛利结构可以看出，生产制造业务毛利率相对较高，其收入占总营收的3%，但能贡献15.3%毛利润。

图 12：生产制造毛利稳定，大宗商品毛利修复



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

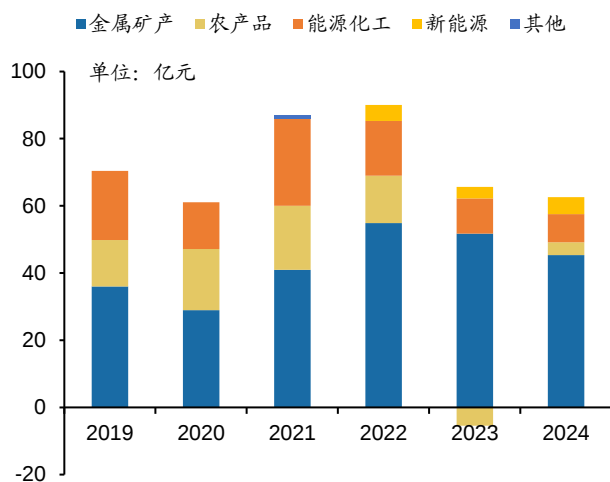
图 13：24年，生产制造板块贡献15.3%的毛利



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

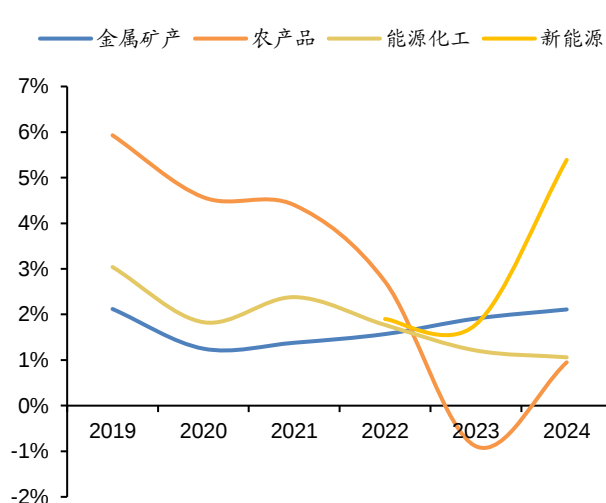
2024年，厦门象屿总毛利为81.63亿元，相较2022年的106.19亿元有明显的下滑。分业务来看，主要承压的业务为大宗商品采购分销，其期现毛利同比下滑28.7亿元，其中能源化工商品期现毛利下降5.8亿元，农产品期现毛利下降19.9亿元，受商品周期影响相对明显。从期现毛利率的角度看，在运用期货工具后，金属矿山的期现毛利率相对更为稳定，2020-2024平均为1.64%；农产品的期现毛利率波动较大，或与公司在此细分方向的采购、销售模式相关。

图 14：24年能化商品毛利下降，农产品毛利转正



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

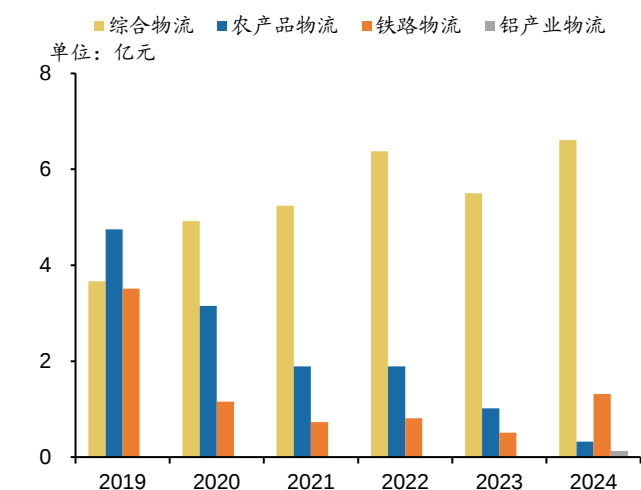
图 15：近五年农产品平均期现毛利率为2.35%



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

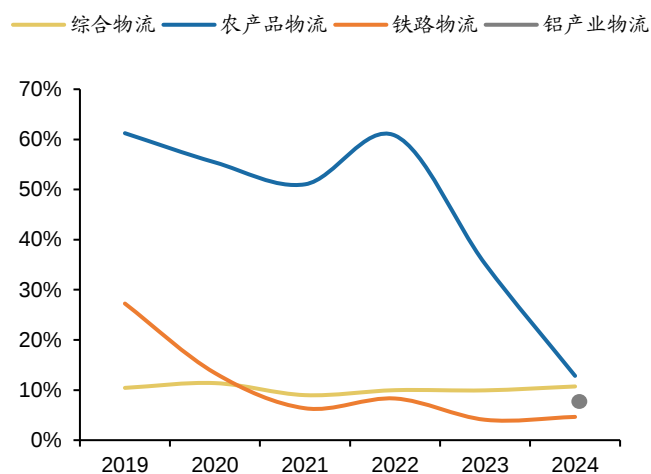
大宗商品物流板块贡献利润较为稳定，近三年平均毛利率10.2%。分业务看，综合物流板块毛利率最为稳定，近五年毛利率稳定在10%；农产品物流板块毛利率最高，业务多为国储、省储服务，而仓储业务具备高毛利的属性，2019年至2022年毛利率在50%至60%之间浮动，2024年因国储业务量下降，叠加玉米价格下行、南北方价格“倒挂”、下游采购谨慎等因素导致的发运量下降，毛利率下降至12.8%；铁路物流板块毛利率逐年下降，其背后原因有：铁运市场增速放缓、自备箱回空优惠政策调整、煤炭行情大幅波动、建材市场运输需求下行等，2019年至2024年，该板块毛利率由27.3%下降至4.64%。铝产业物流为公司新增披露业务，依靠国内完善的物流网络，围绕海外优势矿山，建立从源头到国内销区的全链条国际化物流优势通道，24年实现物流服务质量338万吨，毛利率7.95%。

图 16：综合物流业务为大宗商品物流板块的主要毛利来源



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

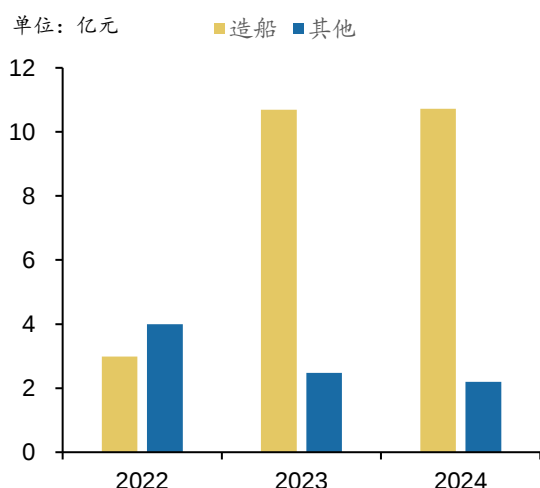
图 17：综合物流业务毛利率相对稳定，农产品物流毛利率同比减少22.34pp



数据来源：厦门象屿公司财报，广发证券发展研究中心

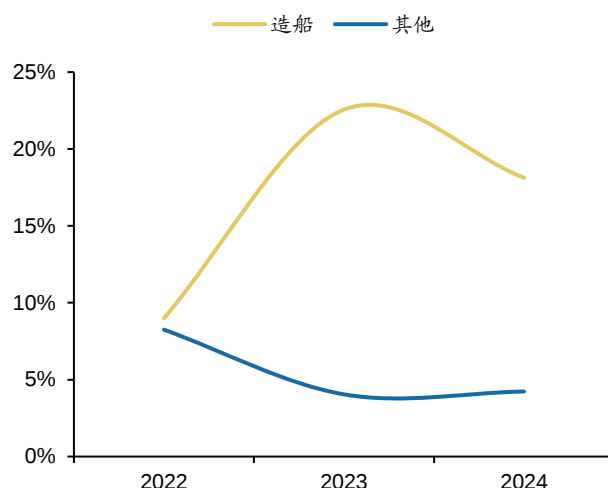
2024年，生产制造板块为公司贡献12.92亿元毛利，一定程度上帮助公司缓冲了周期波动的影响。其中毛利的主要来源为造船业务，24年贡献生产制造板块83%的毛利，毛利率方面，公司造船业务经营质效快速提升，毛利率已提升至20%左右。

图 18: 造船业务毛利快速增长, 为主要毛利来源



数据来源: 厦门象屿公司财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 造船业务毛利率已提升至20%左右

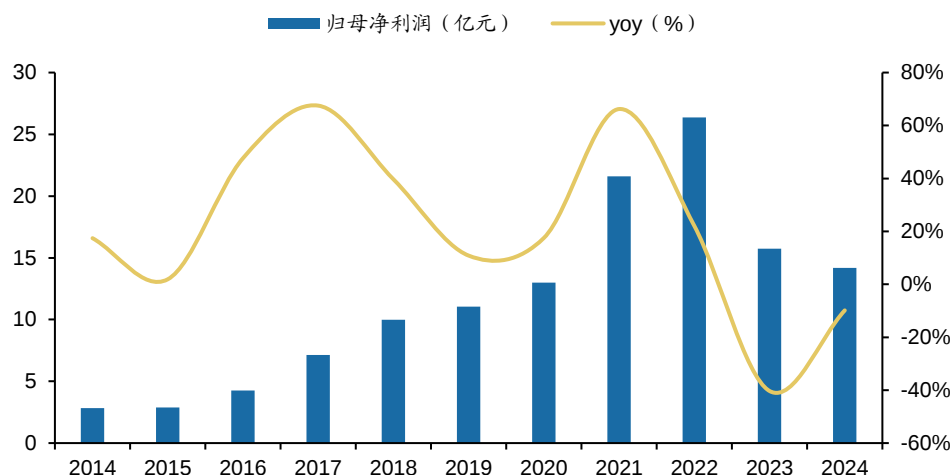


数据来源: 厦门象屿公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 利润: 23 年前利润体量稳步增长, 非经常性损益项相对重要

从归母净利润来看, 公司在2019年后归母净利润体量一直处于稳步增长的趋势中, 2022年达到26.37亿元, 14-22年的复合增速为28.1%, 而在供应链业务整体经营承压、农产品板块亏损等因素影响下, 24年的归母净利润体量下降至14.19亿元, 宏观周期对公司经营业务影响较为明显。

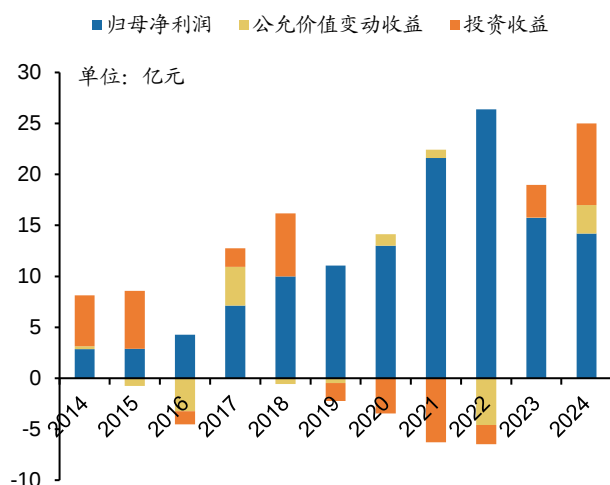
图 20: 14-22年厦门象屿归母净利润CAGR为28.1%



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

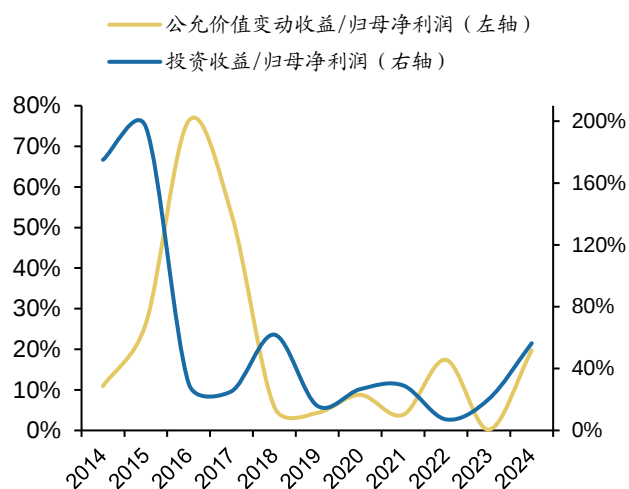
看向非经常性损益, 可以发现公允价值变动收益 (或亏损) 与投资收益在公司经营的每一年都占据相对重要的部分。取绝对值计算, 公允价值变动收益与投资收益在2014-2024年间平均占归母净利润比重分别为20.6%与58.6%。原因为公司在大宗商品采购分销业务中, 为配套现货经验, 会采用期货等衍生品工具管理大宗商品的价格风险, 降低库存风险。

图 21: 对于归母净利润而言, 公允价值变动收益与投资收益占据相对重要的部分



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图 22: 14-24年, 公允价值变动收益与投资收益平均占归母净利润比重分别为20.6%与58.6%

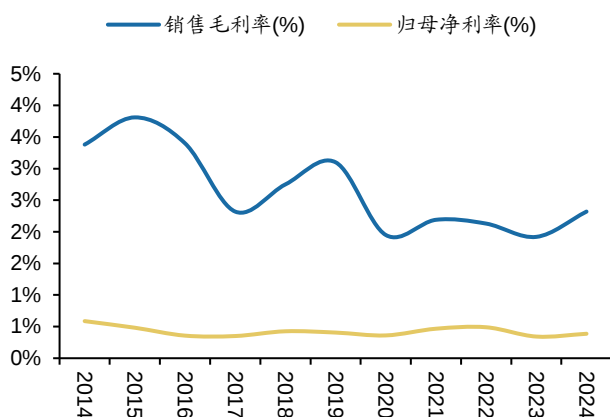


数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

(四) 财务结果: 一个低利润率、高负债率、高周转率的经营模型

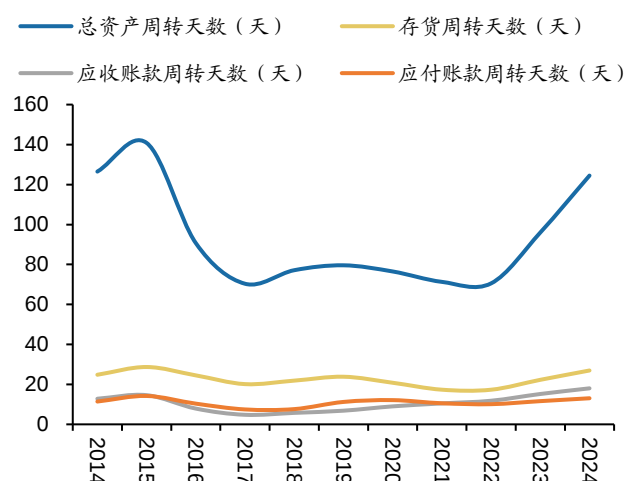
财务结果而言, 以大宗商品采购分销业务作为核心主业的厦门象屿, 运行着一个低利润率、高负债率、高周转率的经营模型, ROE会随着周转率和利润率的变化而波动, 14-24年公司加权ROE中枢为11%。从财务数据表观看, 24年ROE下降的主要原因多为周转率的下行(天数大幅延长), 反映了较为疲软的大宗商品贸易需求。

图 23: 14-24年, 公司平均毛利率与归母净利率分别为2.66%与0.42%



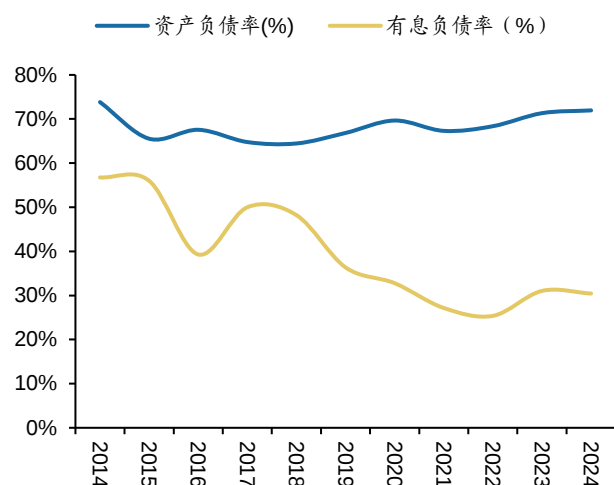
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图 24: 公司14-24年平均总资产周转天数为93天



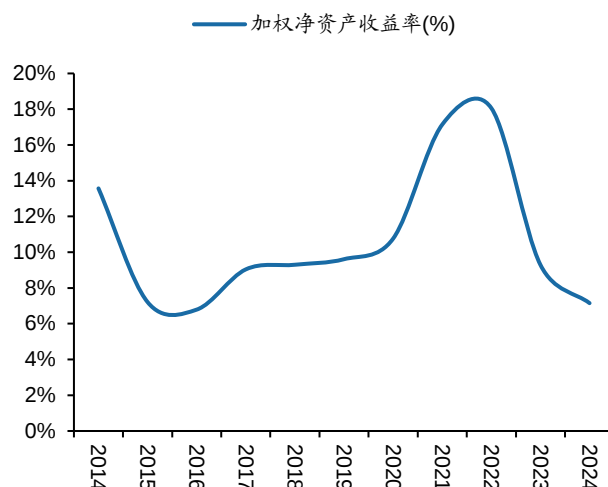
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图 25: 公司负债率较高, 14-24年平均资产负债率与有息负债率分别为68%与39%



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图 26: 14-24年, 公司平均加权ROE为10.7%



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

总结而言, 公司业务经营基本由大宗商品采购分销业务主导, 因此分析公司的财务结果与未来业务的发展趋势, 需要具体分析大宗供应链行业的经营模型、景气趋势与发展方向。

二、行业背景: 现货贸易商, 重视资金与库存

(一) 经营模型: 不断采购与销售, 在地理、时间与产品中寻求套利机会

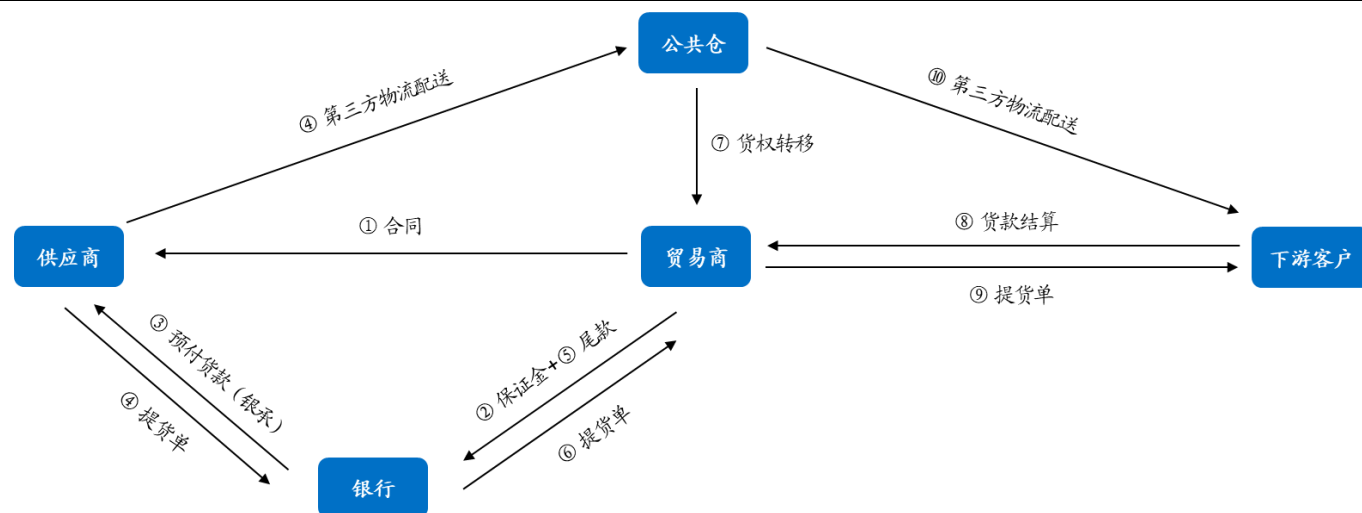
什么是大宗供应链企业? 大宗供应链企业是价格或价值发现者。在诸多产业链中, 如原油、铁矿石、大豆等原材料需要转换为消费品, 但原产地和加工地通常不一样, 且生产和消费的时间也往往不一致。形式、空间和时间上的不匹配给在其中调和矛盾的组织者创造了价值空间。以上三种维度的不匹配分别体现为原材料-产成品价差、区域价差和期现价差, 当价差大到足以覆盖生产、物流以及库存成本时, 大宗供应链企业便会提供或组织加工、物流和仓储等服务进行套利, 这便是大宗供应链企业的基础经营模型。

经营环节上, 大宗供应链企业作为组织者, 需要不间断地帮助货物所有权进行转移, 也就是需要不间断地进行货物的采购与销售。在此之中, 大宗供应链企业通常会有两种模式: ①自营模式, 贸易商先向供应商采购, 后向客户销售; ②代理模式, 贸易商先与客户签订合同, 后向供应商采购。

采购方面, 大宗供应链企业通常会从供应商采购现货, 或通过长协分批采购, 在此之中会涉及到了解各方资质、信用、交货能力等情况后签订采购合同, 通过信用证、汇票、现金等支付保证金等业务流程。

销售方面，大宗供应链企业确认客户后，会根据客户需求进行销售交货，此环节通常涉及定价和结算两个环节，当前阶段，定价通常选取“基差点价”，结算则更多需要考虑客户资信等，从而进行风险评估。

图 27：大宗供应链企业经营中涉及多方参与，包含多次货权与货款的转移



数据来源：中债资信，广发证券发展研究中心

盈利上，则是来源于原材料-产成品价差、区域价差和期现价差，即为厦门象屿所总结的：①服务收益，为客户提供采销、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；②交易收益，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，或通过分析商品价格变动趋势（时间维度）和区域价格差异（空间维度）进行交易，获取交易收益。

表 1：厦门象屿将盈利来源分为服务收益与交易收益

盈利类型	释义
服务收益	依托平台化优势，规模化运作，为客户提供采销、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。
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，赚取交易收益。
	价差收益 依托产研能力，通过分析商品价格变动趋势（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。

数据来源：厦门象屿 2023 年年报，广发证券发展研究中心

具体来看，加工、物流与供应链金融共同构成了服务收益，本质上为赚取加工费、物流费以及利息费。加工费以及物流费跟公司的相关服务能力挂钩，而利息费则与公司的资金成本以及当期市场的利率环境有关。

交易收益源于大宗商品的价差与基差，是采购与销售环节产生的最直接的收益，与大宗商品贸易的景气度、企业的交易策略、货物规模等息息相关。

表 2: 交易收益是采购与销售产生的最直接的收益

时间	T ₀	T ₁	T ₂
	-	布伦特原油价格=P ₁	迪拜原油价格=P ₂
采购	与油井签订采购合同, 购买X桶加纳原油, 交付地点为欧洲, 交付时间为T ₁ , 交付价格为 (布伦特原油价格+Basis ₁)	在欧洲交付实物商品, 支付X桶加纳原油货款, 价格为 (P ₁ +Basis ₁)	-
销售	与炼厂签订销售合同, 出售X桶加纳原油, 交付地点为中国, 交付时间为T ₂ , 交付价格为 (迪拜原油价格+Basis ₂)	-	在中国卖出实物商品, 收取X桶加纳原油货款, 价格为 (P ₂ +Basis ₂)
结算	-	支付X*(P ₁ +Basis ₁)	收取X*(P ₂ +Basis ₂)

数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 经营本质: 现货贸易商, 讲究库存与资金配比

大宗商品市场是一个巨大的全球市场, 参与其中的企业类型十分多元, 除了供应商与生产商外, 贸易商是其中重要的参与者之一。参与市场的贸易商大致可分为三类, 而我们所讨论的大宗供应链企业, 更多指代投资公司/大型国企, 而我国A股上市的大宗供应链企业, 如厦门国贸、厦门象屿、建发股份等, 基本均属于大型国企。

表 3: 贸易商类型

风险容忍度	低	中	高
业务基本形态	无风险套利	低风险套利	套利、投机
业务案例	期权套利/基差套利	升贴水套利	裸(部分)头寸
风控要求	高	中	低
侧重点	现金流、报表	收益率、短期市场	收益率、长期市场
企业形态	大型国企/投资公司	大型贸易商	普通贸易商

数据来源: 广发证券发展研究中心

作为大型国企, 其掌握的资金规模较大, 因此此类型的贸易商在经营中更加关注自身财务报表的状况。为实现此目的, 贸易商需要执行较为严格的风险管控, 除了在经营模型中多注重服务收益的获取, 还需要重视现货贸易中库存与资金的配比, 控制价格风险、资金风险、信用风险等经营风险的同时, 也不错过价差收益的获取。

从表2可知, 交易收益源于商品的价差与基差, 而随着行业成熟度越来越高, 定价模式基本都转为“基差点价”模式, 再结合相应的套期保值, 大宗供应链企业可以更加有效地管理价格风险, 并尝试获取基差收益。

简单举例，贸易商在采购时，若没有通过长协价进行采购，通常会与供应商进行基差点价，在贸易商确认采购价格后，会在期货市场卖出套保，建立空头头寸，以此控制价格风险；随后在销售环节，贸易商也会与客户采取基差点价，并且在销售合同确认时，将空头头寸买入平仓。

套期保值的原理是通过衍生品市场行为，使企业建立“零”库存的经营状态，将企业无法管理的价格风险，转化为更可控的库存管理。虽然在实际经营中，由于采购销售、生产消费的连续性，“零”库存的状态基本不可能存在，但套期保值能够使企业在日常经营中将关注点更多放在库存头寸上，建立风控模型以控制库存头寸。

表 4：套期保值与基差点价结合，将价格风险转换为基差与库存管理

时间	T ₁ （期货市场价格为P ₁ ）	T ₂ （期货市场价格为P ₂ ）	结算
现货	与供应商确认买入价格 (P ₁ +Basis ₁)	达成销售合同确认卖出价格 (P ₂ +Basis ₂)	收益=(P ₂ +Basis ₂)-P ₂ +P ₁ -(P ₁ +Basis ₁)= Basis ₂ -Basis ₁ =卖出基差-买入基差
期货	确认价格时以P ₁ 建立期货空头头寸	确认价格时以P ₂ 进行多头平仓	将影响因子控制为经营货量与基差变动

数据来源：广发证券发展研究中心

从上表结合了套期保值与基差点价的采购与销售流程可知，基差是套期保值效果的直接体现，影响最终收益的因子为基差变动与经营货量，起始期与终结期的基差差额乘以经营货量决定了最终损益（在完全套保的前提下）。

在基差变动走强时（基差为正，且数值越来越大；或由负转正；或基差为负，但绝对值越来越小），意味着现货价格涨幅大于期货价格涨幅，或现货价格跌幅小于期货价格跌幅，此时对卖出套保更为有利。反之，基差走弱时对卖出套保不利。

看向基差，用升贴水的概念简单理解，基差为正时，现货价格更高，可以简单衍生出，现货需求较为旺盛、当期现货采购量大、现货库存相对较低、贸易商或生产商愿意溢价采购等；基差为负时，期货价格更高，也可以简单衍生出，现货需求较弱、现货库存相对较高，基差更多反映为交割成本、物流费、仓储费、资金成本等。

反映到会计处理上，公司的经营行为涉及采购、销售、衍生品市场交易等，因此经营中变动的科目包括资产负债类（货币资金、交易性金融资产/负债、衍生金融资产/负债、应收票据及账款、应付票据及账款、存货）与损益类（营业收入/成本、公允价值变动收益、投资收益、资产减值损失），由于商品价格为时间序列数据，而财务报表推出时，价格往往是时点数据，因此根据公司期货合约、期权合约、存货等的期末与期初价值，在季末、年末的时刻会有各不相同的财务结果。

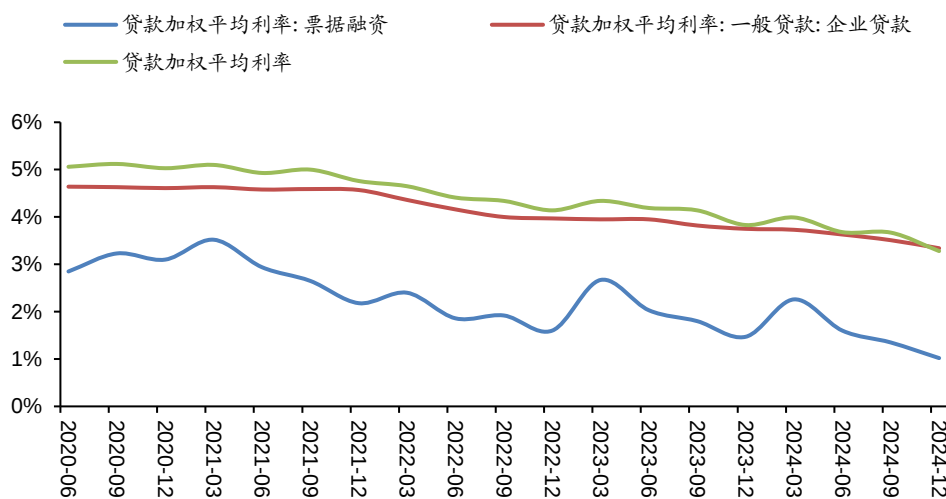
表 5: 会计处理参考

1. 划出或追加保证金	2. 建立套保合约或追加保证金	3. 套保合约平仓 (若盈利)
借: 其他应收款-期货保证金 (非套保合约) 贷: 货币资金-银行存款	借: 其他应收款-期货保证金 (套保合约) 贷: 货币资金-银行存款/其他应收款-期货保证金 (非套保合约)	借: 其他应收款-期货保证金 (套保合约) 贷: 投资收益-交易性/衍生金融资产 (若亏损则进行相反的会计处理)
4. 季度末/年末根据被套保项目公允价值变动, 调整被套保项目账面价值	5. 套期保值后实现经营利润	
若公允价值上涨 (下跌时进行相反的会计处理) 借: 存货-库存商品 贷: 公允价值变动收益-交易性/衍生金融资产	借: 货币资金-银行存款/应收账款; 营业成本 贷: 营业收入; 存货-库存商品	
1. 收取销售保证金或部分货款	2. 销售结算	3. 若商品价格下跌, 客户违约弃货
借: 货币资金-银行存款 贷: 预收账款	借: 货币资金/应收账款/预收账款; 营业成本 贷: 营业收入; 存货-库存商品	借: 预收账款; 存货跌价准备 贷: 营业外收入; 存货

数据来源: 广发证券发展研究中心

除现货贸易收益外, 体量大的贸易商凭借自身较低的融资成本 (多数为国企并且长期拥有商品存货), 为产业链上下游客户为供应链金融业务, 获取金融服务收益。在此项业务中, 收益率基本为给予客户的融资利率减去自身的融资成本 (即息差), 而融资利率受贷款市场的平均利率影响, 以LPR为参考, 在政策引导贷款市场报价利率逐步下降的背景下, 供应链金融的收益率也会受到相应的影响。

图 28: 息差是供应链金融服务收益的来源



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

总结而言, 大宗供应链企业是以现货贸易为根本的盈利组织, 依附于各条大宗商品产业链上, 通过组织采购、销售、仓储、物流、加工、金融等方式赚取基差、息差与服务收益, 三种类型的收益受不同的因子影响, 产业链的景气趋势与行业的发展方向仍待判断。

三、发展研判：短期看经营环境复苏与造船业绩释放， 长期看品类与国际化扩张

（一）短期：等待经营环境复苏，造船业务成为良好缓冲

1. 大宗商品采购分销与物流：等待经营环境复苏，看基差和息差走强

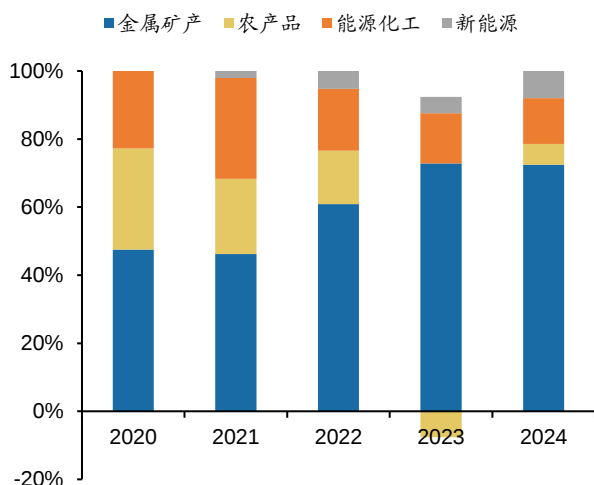
短期而言，企业经营情况更受产业链的景气趋势影响。对于厦门象屿而言，从公司经营货物的行业归属看，不难看出其敞口相对更大的行业为金属矿产，2020-2024年该行业平均贡献公司62.59%的期现毛利，能源化工、农产品和新能源平均期现毛利占比分别为20.26%、12.94%和4.21%。从货量角度看，2021-2024年金属矿产每年的经营货量都超过了1亿吨，但从单吨期现毛利角度看，新能源是单位价值量更高的行业。

表 6：公司分行业经营数据

	2024			2023			2022		
	营收(亿元)	货量(万吨)	期现毛利率	营收(亿元)	货量(万吨)	期现毛利率	营收(亿元)	货量(万吨)	期现毛利率
金属矿产	2,149	13,984	2.11%	2,715	13,127	1.91%	3,491	11,665	1.57%
农产品	402	1,390	0.95%	607	2,035	-0.89%	520	1,764	2.72%
能源化工	801	7,020	1.05%	868	7,317	1.21%	919	6,345	1.77%
新能源	93	54	5.39%	192	37	1.78%	251	21	1.90%

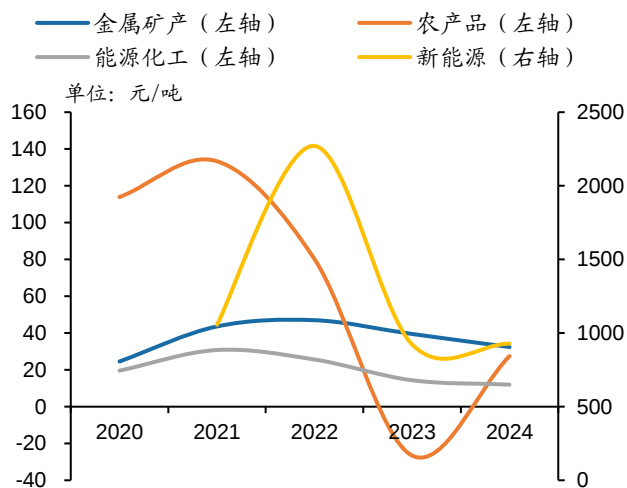
数据来源：厦门象屿年度报告，广发证券发展研究中心

图 29：2022年后金属矿产货品贡献过半毛利



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 30：21-24年新能源货品平均单吨毛利最高



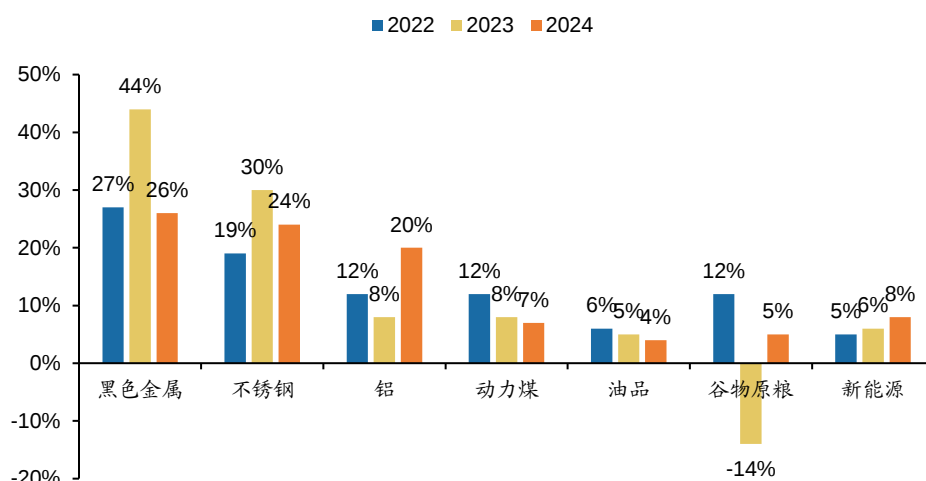
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

细分到品种，据厦门象屿年度报告，可以看出钢铁产业链是影响公司过半经营商品期现毛利的关键产业链，2024年黑色金属与不锈钢共贡献50%的期现毛利；货量上，

2022年黑色金属与不锈钢的经营货量分别为7675万吨与1606万吨。边际上，铝的期现毛利占比快速上升，2024年占比同比提升12pp至20%，公司自2022年成立铝供应链国际化业务团队，通过布局关键物流节点和产业链资源，已构建形成国际化全产业链服务体系，从上游以几内亚为核心的铝土矿进口渠道，到中游与控股股东的电解铝厂深度合作，在往下游提供一体化出口服务并布局再生铝循环体系。2024年，公司铝土矿经营量突破1000万吨，其中非洲矿进口量超740万吨；氧化铝经营量近700万吨，市占率稳居国内前三。

能源化工中相对重要的是动力煤（22年经营货量：5396万吨）；农产品中相对重要的则是谷物原粮（22年经营货量：1446万吨、21年经营货量：1254万吨），谷物原粮中玉米是公司主力货品，经营货量为保持千万吨级，2023年市占率为4.8%，是A股最大的玉米全产业链服务商。

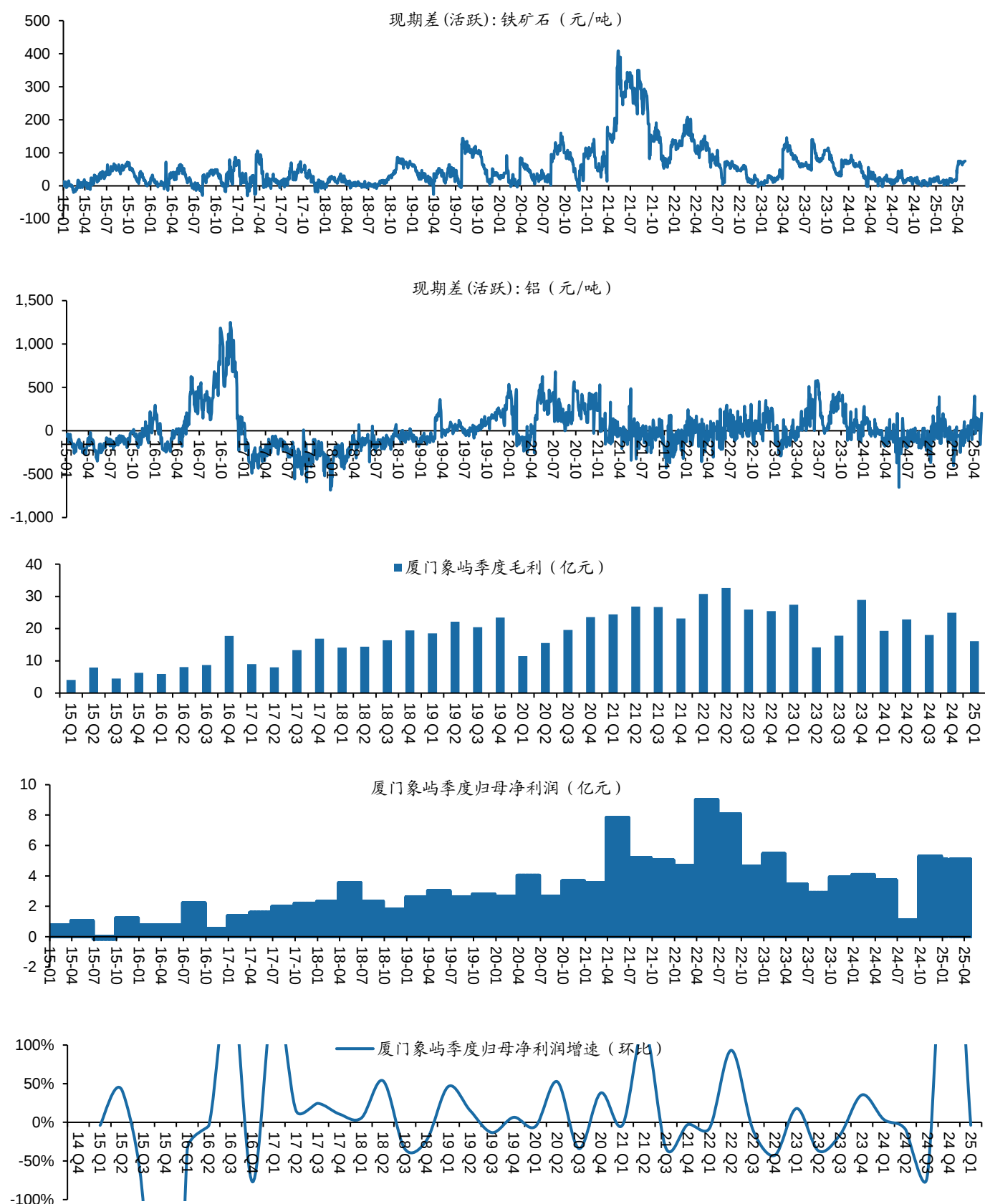
图 31：黑色金属与不锈钢是期现毛利的重要组成部分，铝的占比快速提升



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

从相关品种的基差变化角度看，公司季度归母净利润与主要品种基差的走强走弱关联度较强，趋势上看或与铁矿石更为相关，除去有明显非经营损益的时间节点（20Q3期货套保产生的投资收益为亏损4.7亿元；21Q3套期保值损失3.18亿元；23H1公司对哈尔滨农商行的投资亏损约2.3亿元；23年公司计提资产减值损失、信用减值损失合计约14.6亿元，其中主要为计提坏账准备；24Q3，公司计提2.41亿元信用减值损失，其中包括公司对德龙系相关债权计提坏账准备2.11亿元；24Q4，公司计提11.83亿元信用减值损失，同为计提坏账准备为主），铁矿石基差的走强与走弱与公司当季度利润的体量和环比变化呈现了一定的相关性，而近几个季度的铁矿石基差基本呈现走弱、或期限结构为flat backwardation的态势，反映了市场需求较为疲软，结合公司经营货量的同比减少，对应的经营利润也就相对低迷。向后展望，结合公司2024年度报告中期现毛利的占比看，铝产业链业务的占比逐步提升，且玉米产业链业务已完成扭亏，决定公司经营利润的品种或将更为多元，但各品种基差以稳定的趋势实现均值回归将更利于公司的日常经营。

图 32：基差与公司当季利润的体量和环比变化呈现了一定的相关性



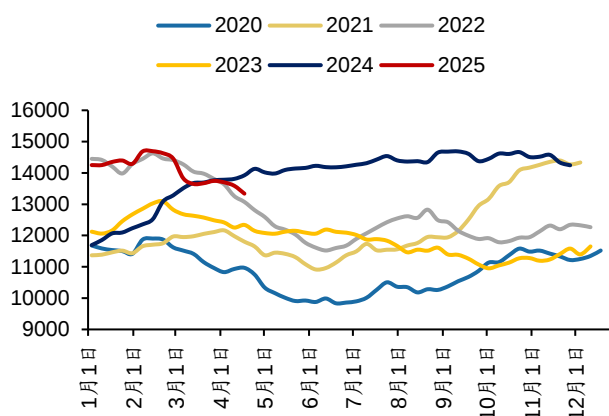
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

向后展望，交易收益的获取比较依赖于产业链的景气趋势，从品种结构上看，公司当前经营基本面与金属矿产更为相关，无论是铁矿石、双焦、不锈钢、铝还是新能源金属，宏观政策的落地都直接影响相关品种的需求、产业利润与产业预期。在产业利润修复、信心逐步重建的背景下，商品的贸易需求有望真正实现修复。

若贸易需求修复、企业经营环境复苏，强预期扩散形成强现实，生产端需求增加，进入产业建库期，部分原材料端的供需结局随之改善，形成基差走强的趋势，在此背景下，大宗供应链企业的盈利水平有望实现均值回归，利润弹性也有望兑现。

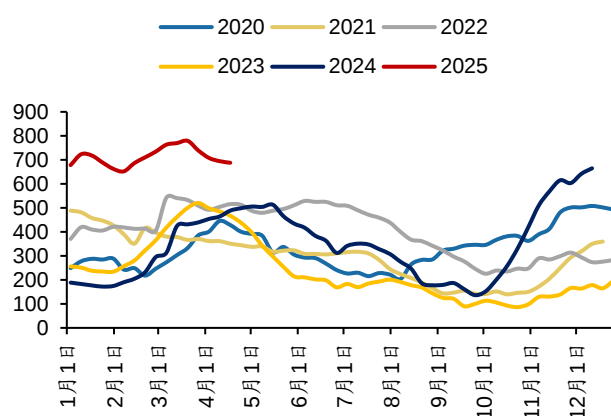
此阶段中，对特定品种基差、产业利润或库存等数据的跟踪或更为重要。

图 33: 铁矿石港口库存 (单位: 万吨)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

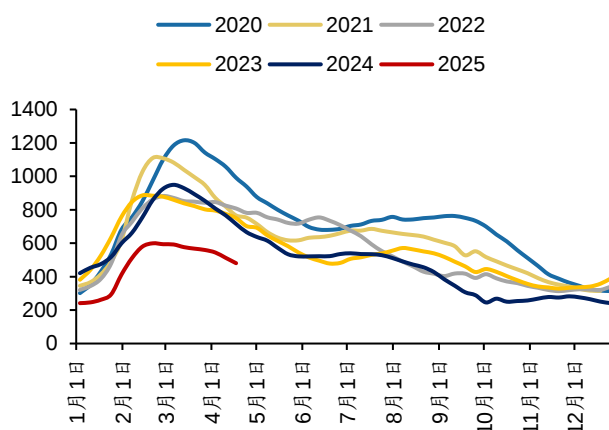
图 34: 玉米港口库存 (单位: 万吨)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

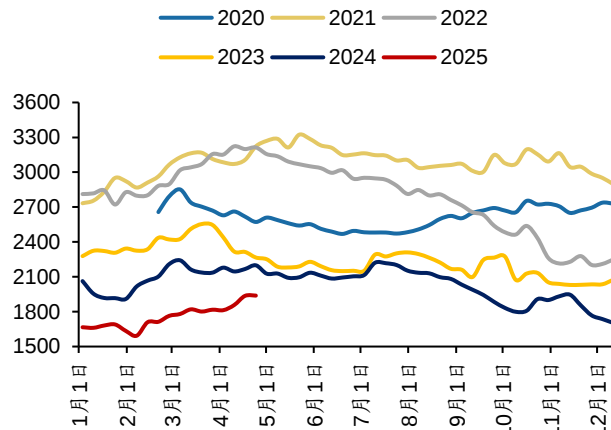
注: 库存量为南方港口和北方港口库存之和

图 35: 螺纹钢社会库存 (单位: 万吨)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 36: 铝土矿港口库存 (单位: 万吨)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

除基差一定程度上反映的经营基本面外，需求的实际复苏也有望带动资金流动性的增强，进而传导至公司的供应链金融业务层面，若息差修复，也能够给公司带来良

好的利润弹性。根据近期中共中央政治局会议，当前国内预计将执行适度宽松的货币政策，低利率的背景将会持续。中期维度看，结合较为积极的财政政策，宏观环境的回暖有望促进国内息差回升。

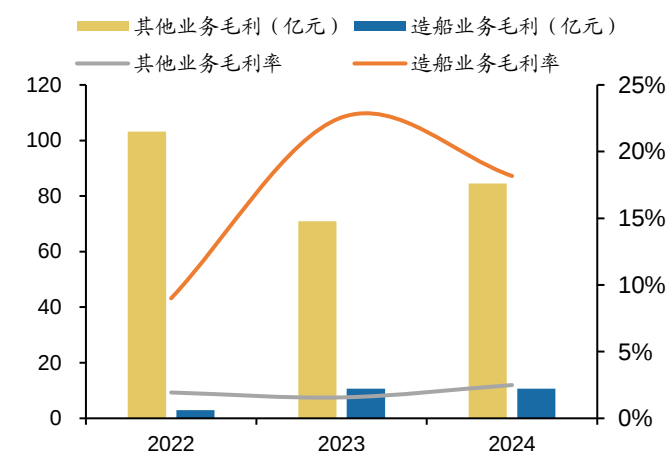
2. 造船业务：等待产能提升业绩释放，看船价与在手订单量

厦门象屿造船业务运营主体是象屿海装（截至25Q1持股比例51%），其营业产品目前主要为10万吨以下环保节能系列散货船、油船和集装箱船，中小型不锈钢/特涂化学品船以及其他工程船。其中主力船型为63500DWT散货船和19900/33000DWT双燃料不锈钢化学品船。

随船舶制造业进入上行周期，造船业务为公司提供主要的利润增量。2022年至2024年公司造船板块平均毛利率为16.58%，远高于公司其他业务的平均毛利率2.00%，叠加2022年进入新船交付量上涨通道，公司造船板块盈利能力显著。

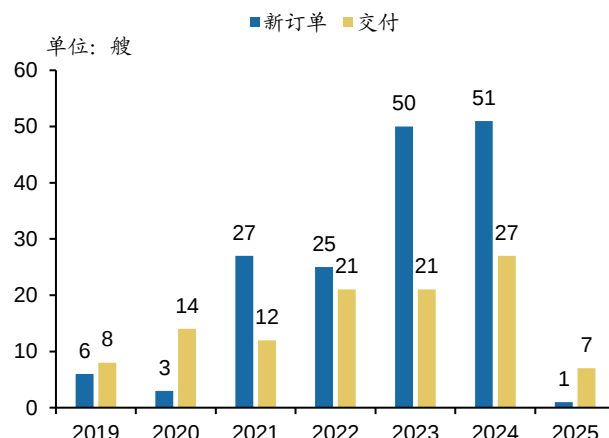
向后展望，公司造船板块的利润有望持续释放。结合造船行业的更为普遍收入确认方式，从量价角度看，决定造船利润的因素更多为完工量与单位毛利，其中影响完工量的因素为在手订单量与产能，影响单位毛利的因素为船价以及成本。

图 37： 22-24造船板块平均毛利率16.58%



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 38： 2022年进入新船交付量上涨通道



数据来源：Clarksons，广发证券发展研究中心

目前象屿海装在手订单充足，新船交付计划已排至2029年。据Clarksons，截至2025年5月，象屿海装在手订单87艘，位列全球船舶制造集团第18位。自2021年起，公司当年新接订单量开始超过当年交付量，2024年公司交付27艘，新接订单51艘。公司交付订单排至2029年，2026年或将达到交付高峰。

图 39: 象屿海装在手订单数位列全球第18位 (截至2025.5)

Rank	Builder group	Orders	'000 DWT	'000 CGT
1	CSSC	820	82,359	30,974
2	HD Hyundai	441	37,061	18,938
3	China Merchants	245	9,242	6,662
4	Yangzijiang Holdings	227	22,837	8,621
5	COSCO Shipping HI	219	25,434	7,409
6	Damen Shipyards	176	110	365
7	New Century SB Group	162	23,057	6,543
8	Imabari SB	158	13,569	4,291
9	Tsuneishi Holdings	126	9,480	2,425
10	Samsung HI	124	15,008	8,244
11	Fujian Shipbuilding	123	2,576	1,743
12	Hanwha Group	118	15,848	8,599
13	Hengli Group	112	18,028	4,439
14	Wuhu Shipyard	105	3,418	1,816
15	Oshima Shipbuilding	101	6,606	1,769
16	Hantong Group	99	11,032	2,774
17	Qinshi Group	94	1,184	812
18	Xiamen Xiangyu Grp	87	4684	1459
19	Shin Kurushima Group	86	3,097	1,405
20	Xin Chang Jiang Grp	82	10,947	3,598

数据来源: Clarksons, 广发证券发展研究中心

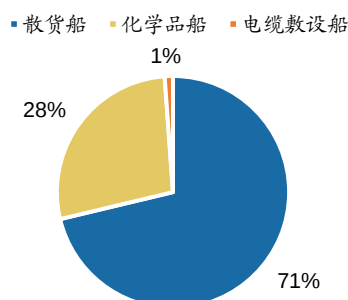
表 7: 目前象屿新船交付计划排至2029年 (截至2025.5)

日期	交付量 (艘)	Dwt	CGT
2025	17	1,080,100	296,871
2026	34	1,951,300	555,718
2027	26	1,287,300	426,065
2028	8	289,700	135,560
2029	2	76,000	44,634

数据来源: Clarksons, 广发证券发展研究中心

看手订单构成, 象屿海装在手订单75%是散货船, 其余多为化学品船。截至2025年5月, 公司在手订单达87艘, 合计1,458,848CGT, 其中58艘为干散货船订单, 全球排名第六, 45艘为超灵便型散货船, 在手订单排名全球第二。

图 40: 象屿海装手持订单71%为散货船（截至2025.5）



数据来源: Clarksons, 广发证券发展研究中心

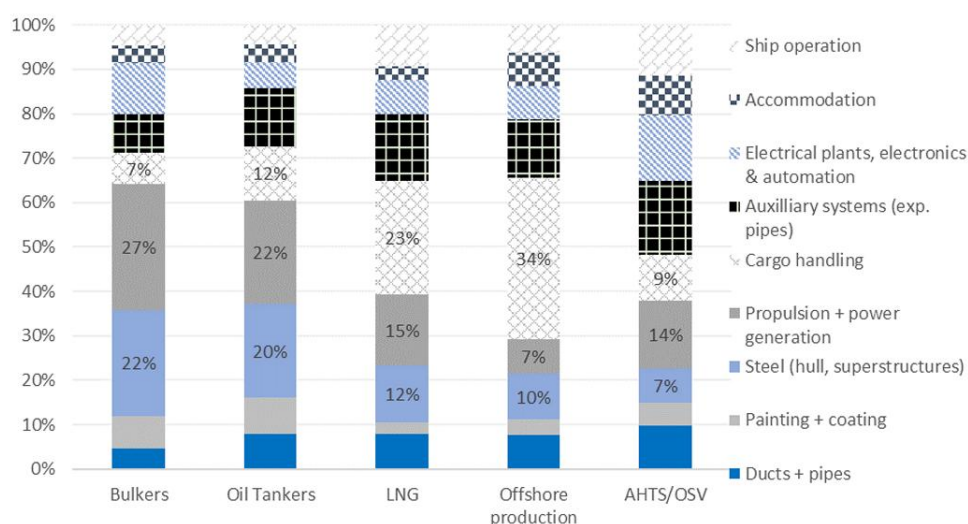
图 41: 公司散货船手持订单量位列行业第一梯队

散货船		超灵便型散货船	
造船厂	订单数量	造船厂	订单数量
1 Oshima Shipbuilding	101	New Dayang SB	66
2 New Dayang SB	74	象屿海装	45
3 Hengli SB (Dalian)	61	Oshima Shipbuilding	41
4 Chengxi Shipyard	59	Hantong WinG HI	33
5 Jiangmen Nanyang	59	Haitong Offshore Eng	24
6 象屿海装	58	COSCO HI (Zhoushan)	22
7 Tsuneishi Cebu	54	Nantong COSCO KHI	19
8 Tsuneishi Zhoushan	51	Tsuneishi Cebu	17
9 Qingdao Beihai SB	50	Dalian COSCO KHI	16
10 Jiangsu New Hantong	42	Tsuneishi Zhoushan	16

数据来源: Clarksons, 广发证券发展研究中心

据OECD报告，散货船与油轮的成本结构中，钢材相关的成本占比超过20%，其余比较关键的成本来源为船配套设备（主机、电子电气、舾装设备等）和施工费（人工、场地、耗材等）。

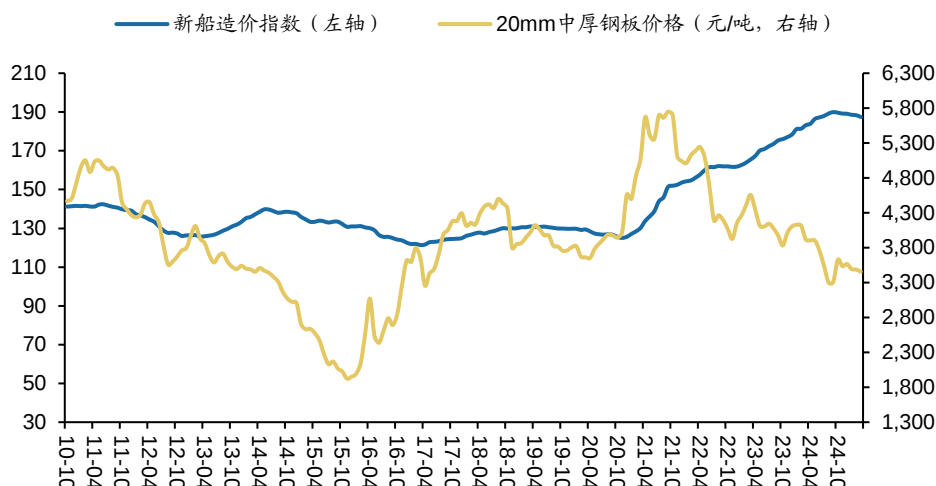
图 42: 散货船与油轮的成本结构中，钢材相关的成本占比超过20%



数据来源: OECD, 广发证券发展研究中心

从成本角度看，中厚板材价格于2021年10月达到高点后逐步下跌，而新船造价指数持续走高，二者呈现剪刀差的走势。向后展望，公司造船业务的毛利率有望保持相对稳定，整体利润贡献有望随着订单的持续交付而释放。

图 43：2021年10月起新船造价指数与钢材价格呈剪刀差



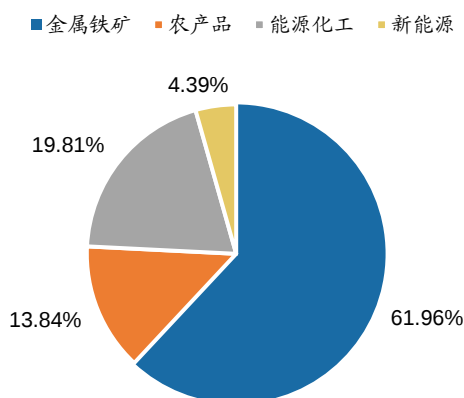
数据来源：Clarksons, iFinD, 广发证券发展研究中心

(二) 长期：品类、纵向与国际化扩张决定长期趋势

1. 大宗供应链行业：拓展新品类、扩充新资源、扩张新区域

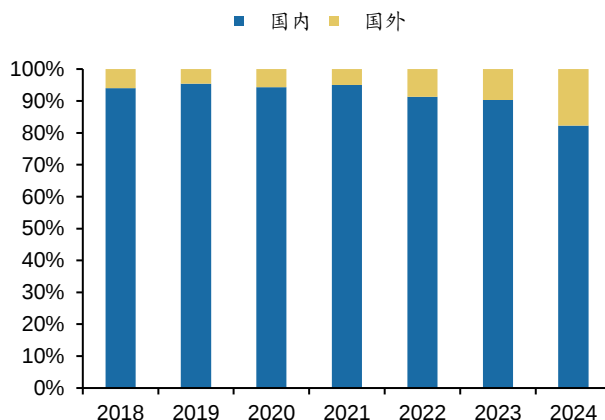
从营收来源可知，厦门象屿是以国内需求、金属矿产需求为主的供应链公司。过往数十年的发展，我国作为全球制造工厂，为大宗商品供应链行业提供了充足的发展空间，偏重金属矿产的行业需求结构也反映在了公司的营收来源上。

图 44：24年象屿金属铁矿营收占比为62%



数据来源：厦门象屿财报，广发证券发展研究中心

图 45：24年象屿营收国内占比为82%



数据来源：厦门象屿财报，广发证券发展研究中心

从业务模式来看，公司将“单点服务”升级为“综合服务”，提供的服务内容从单一环节服务，升级为原材料采购、产成品分销、库存管理、仓储物流、供应链金融等一站式服务；沿产业链向上下游延伸“综合服务”，建立起具有厦门象屿特色的“全产业链服务模式”；在全产业链形成服务优势后，顺势切入有赋能价值的生产

制造环节，形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，提高综合收益水平，缓冲产业周期性波动的影响。

图 46：象屿为全产业链提供综合服务的业务模式



数据来源：厦门象屿财报，广发证券发展研究中心

长期展望，在逐步变化的国内外环境下，大宗供应链行业的需求端也在持续发生变化，对于国内大宗供应链龙头企业而言，除了在业务模式上不断迭代，在符合行业发展趋势的方向上积极进取，或是未来公司业绩实现修复、ROE中枢实现逐级抬升的必经之路。

综合来看，公司大宗商品经营板块我们认为符合行业发展趋势的大致有三个方向：

一是新品类，过往国内的大宗供应链企业都相对依赖于黑色金属产业链的景气度，但近年来，国内地产、基建景气度的相对弱化或不及预期，对贸易企业的经营活动造成了较大的冲击，而新品类的拓展，能够使贸易企业通过复制已有品类的成功模式，较快地扩大自身经营规模，获得更多的盈利来源，并且分散经营风险。

近年来，新能源产业链的快速发展，给铜、钴、镍、锂、硅片等金属矿产带来了新的增长机会。据厦门象屿年报，公司专注锂电、光伏和储能三大赛道，聚焦钴、锂、镍、硅片、电池片及组件等产品。公司通过串联源头矿山-上游冶炼厂-中游加工厂-下游终端厂商，打通全产业链国内外采销渠道，并配套提供“端到端”全程物流解

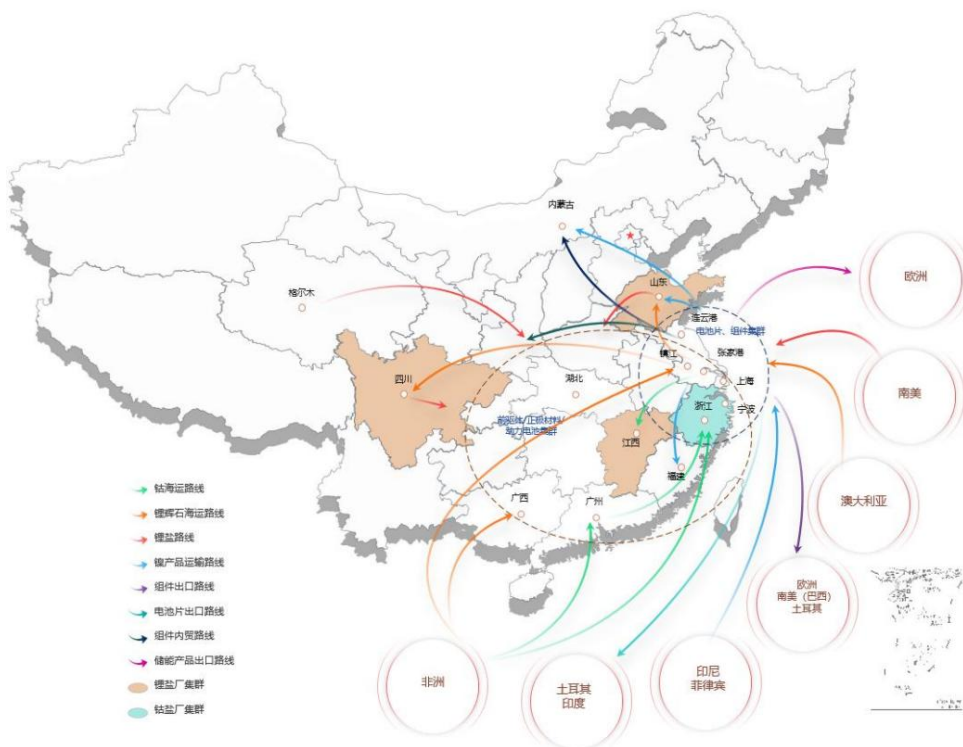
决方案，已构建形成国际化全产业链一体化服务能力。目前，公司已实现非洲、澳洲、中国江西等国内外主产区盐湖、矿山、电池回收厂商，以及国内外主流电池厂、正极材料厂等头部终端企业的合作全覆盖，碳酸锂经营量位居全国前五。2024年，公司新能源供应链期现毛利同比增长超45%，锂矿、碳酸锂经营量分别同比增长超160%、400%。

图 47: 厦门象屿新能源产业链服务模式



数据来源：厦门象屿财报，广发证券发展研究中心

图 48: 公司新能源供应链国际化全产业链服务区域布局



数据来源：厦门象屿财报，广发证券发展研究中心

此外，公司在铝产业链上的布局也实现一定突破，公司控股股东于2024年底取得以破产重整方式收购的相关资产生产经营管理权，成立象屿铝业。象屿铝业拥有电解铝年产75万吨、铝挤压年产100万吨和铝压延年产180万吨的产能基础，并已前瞻性布局精深加工板块。借助与象屿铝业的业务协同，公司将打造形成“生产制造+供应链服务”的产业链运营优势，进一步提升上下游渠道稳定性和市场占有率。

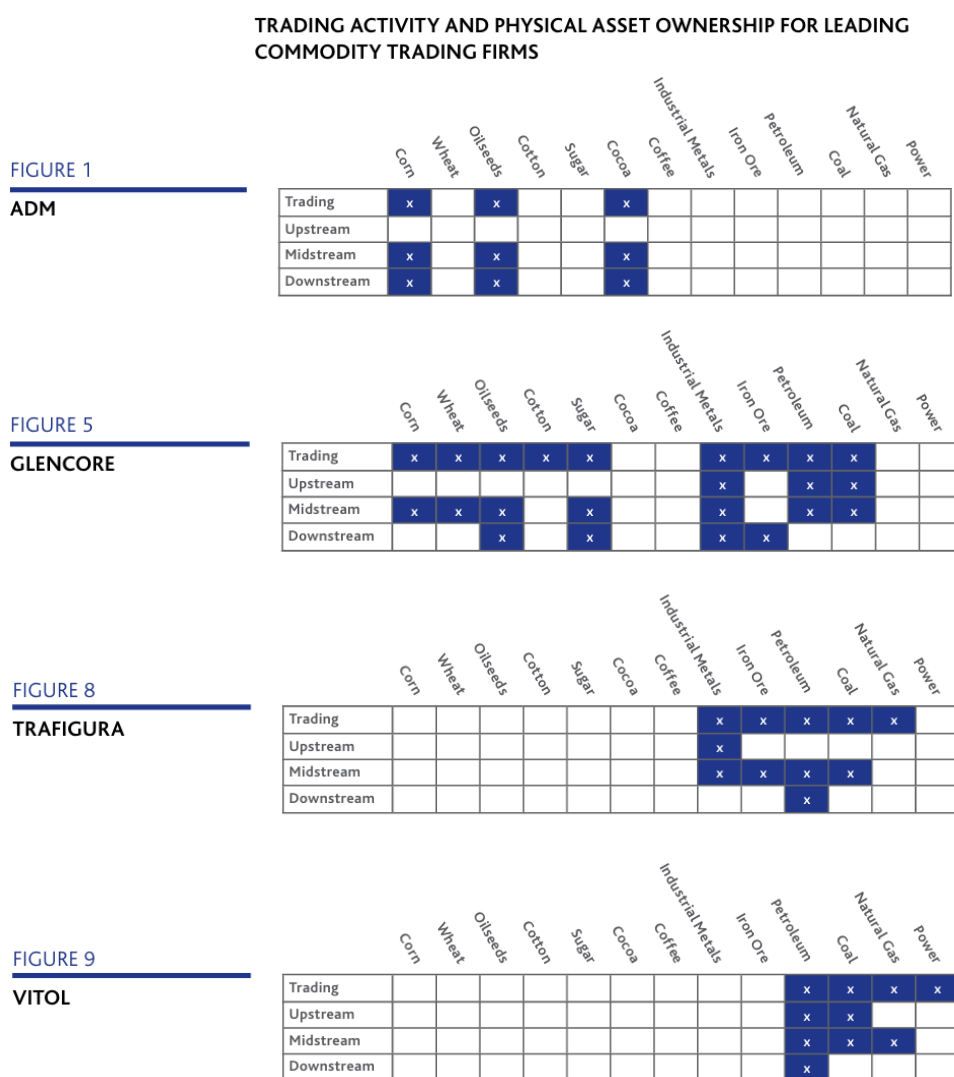
图 49：公司铝供应链全产业链服务模式



数据来源：厦门象屿财报，广发证券发展研究中心

二是新资源，国际对比看，成熟的国际大宗供应链公司在成长路径上，除了会不断扩充自身贸易多样性（新品类），还会不断增强自身产业链资产控制力（新资源）。沿着优势品类的产业链进行扩张，有助于大宗供应链公司发挥规模效应优势，通过一揽子服务打包销售提高总利润，以及规避供需失衡时某些关键节点的坐地起价。

图 50：国际上各类大宗供应链公司在发展中均会选择多品类与多资源



数据来源：《The Economics of Commodity Trading Firms》by Craig Pirrong，广发证券发展研究中心

从象屿的经营策略来看，在“立足供应链，服务产业链，创造价值链”理念的指导下，公司充分利用平台化优势，加强资源整合，加速国际化拓展，推进数智化赋能，夯实长期发展基础。

上游方面，象屿聚焦国内外上游矿山资源开拓，持续开拓国外矿山及核心供应商长协，打造原矿采购基本盘，深化产采销协同，推进差异化和成本优势双战略。具体而言，23年，公司实现原矿采购量逆势增长43%，精矿产销量分别增长64%、57%；上游合作镍矿逾50家，下游提升长协量占比至60%，并设立不锈钢深加工平台。

下游方面，依靠自身在黑色系产业链的资源优势，象屿向产业链下游的造船产业延伸，加强其对产业链的影响力和自身抗风险力。目前处于造船的景气周期，造船板块可以为象屿贡献较好的利润。回顾2024年，据克拉克森研究统计，2024年全球新造船订单量创下17年以来最高，全球船厂共签订新船订单2,390艘合1.7亿载重吨，6555万修正总吨。其中，中国船厂新船订单累计1,689艘，合4,619万修正总吨。以修正总吨计同比上涨约60%，全球占比首次达70%，连续第六年位居全球第一。而

象屿造船在散货船型与化学品船型中，也占据了一定的份额，整体产能与竞争力有望稳步提升。

表 8：2024年中国造船集团新订单数量领先

2024年散货船订单,按数量计										
好望角型 (≥100,000 dwt)	中国船舶	29%	恒力	13%	新世纪造船	13%	青岛造船厂	10%	日本造船联合	10%
巴拿马型 (70-99,999 dwt)	中国船舶	21%	常石	16%	中远海运重工	15%	江苏韩通	13%	恒力	8%
大灵便型 (45-69,999 dwt)	国机	20%	江苏海通海洋	12%	厦门象屿	9%	江苏韩通	8%	中远海运重工	8%
灵便型 (10-44,999 dwt)	江门南洋船舶	32%	新来岛造船	15%	钦实	10%	中国船舶	6%	今治造船	6%
2024年集装箱船订单,按数量计										
集装箱船 (>17,000 TEU)	恒力	26%	扬子江船业	21%	江苏新长江	16%	新世纪造船	16%	江苏韩通	13%
集装箱船 (8-16,999 TEU)	中国船舶	26%	扬子江船业	25%	新世纪造船	24%	HD现代	9%	中远海运重工	6%
集装箱船 (3-7,999 TEU)	中国船舶	47%	东红	13%	HD现代	9%	韩进重工	9%	芜湖造船厂	7%
集装箱船 (=3,000 TEU)	黄海造船	28%	中国船舶	16%	R 钦实	12%	HD现代	12%	台州建兴重工	8%
2024年气体运输船订单,按数量计										
LNG运输船 (>140,000 cu.m.)	中国船舶	36%	三星重工	29%	韩华 R	23%	HD现代	12%		
LPG运输船 (>65,000 cu.m.)	HD现代	45%	中国船舶	23%	扬子江船业	12%	三星重工	6%	韩华	6%
LPG运输船 (=65,000 cu.m.)	HD现代	29%	中国船舶	26%	扬子江船业	10%	旭洋造船	9%	佐佐木造船	6%
2024年油轮订单,按载重吨计										
原油轮	中国船舶	43%	新世纪造船	11%	HD现代	11%	韩华	8%	江苏韩通	8%
成品油轮	中国船舶	25%	HD现代	20%	江苏新长江	9%	扬子江船业	8%	新世纪造船	8%
化学品船	芜湖造船厂	16%	招商局工业	11%	浙江天时造船	10%	蓬莱中柏京鲁船业	9%	厦门象屿	7%
2024年其他船型订单,按修正总吨计										
汽车运输船	招商局工业	57%	中国船舶	17%	福船	10%	新来岛适胎	8%	HD现代	3%
客/货滚装船	招商局工业	25%	中国船舶	11%	Tersan Shipyard	9%	Astilleros Armon	8%	中集	6%
多用途船	泰州口岸船舶	23%	芜湖造船厂	17%	黄海造船	14%	招商局工业	11%	中国船舶	10%

数据来源：克拉克森研究 CRSI 公众号，广发证券发展研究中心

宏观角度看，在需求侧承压的背景下，我国整体工业企业的产能利用率也正处低位，因此政策也有意继续推动供给侧的优化，而2024年9月下旬的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”），开启了本轮大规模并购重组序幕，政策鼓励引导头部上市公司对同行业或者上下游产业链行业并购，加大资源整合，有望对产业格局产生深远影响。在此背景下，作为地方国资委控股的行业龙头上市企业，或许能够凭借自身在特定产业链的运营、资金、规模等优势，继续推进产业资源的获取，提升产业链控制力。据上海证券交易所出具的《关于厦门象屿股份有限公司向特定对象发行股票的交易所审核意见》，2024年12月公司引入招商局集团、山东港口集团作为战略投资者，可以实现优势互补，通过深化双方战略合作，达成互利互惠和合作共赢。

三是新区域，大宗供应链企业作为行业的中游，其产业链扩张自然分为向上与向下延伸两个方向，结合我国的产业结构以及在全球供应链的角色，在国内的资源获取与扩张会更偏向于向下延伸，将作为供应链企业的强物流资源控制力与加工制造资源相结合。长期来看，产业链扩张需要将视野更多看向海外区域，一方面因为新品类的上游资源更多集中于海外，另一方面因为海外新兴市场拥有较高的增长潜力，从上游资源端到物流端、加工端、消费端均有大宗供应链企业可涉足的空间。

具体而言，近年来，象屿以“一带一路”沿线国家和地区作为战略布局方向，积极开拓国际市场，在新加坡、美国、越南、印尼等均设有平台公司，合作客商遍及100余个国家，重点链接海外优质采销渠道，挖掘大型中资企业海外供应链需求。23年，公司深耕象屿集团印尼250万吨不锈钢冶炼一体化服务项目；公司从澳洲、非洲、南美等地进口锂原料，从非洲刚果金进口钴原料，从印尼进口镍原料及产成品，提供采销、物流、供应链等服务，为国内生产企业保供优质且稳定的原料。物流仓储方面，新增新疆地区铁路站点，开发战略客户，拓展运输品类，实现煤炭运输量约2,000万

吨；构建非洲三条新能源产业链物流路线强化物贸联动；在印尼新增一条SMX自有船舶，印尼内贸海运驳船业务量同比增长超80%。

图 51：公司持续推进国际化进程



数据来源：厦门象屿年度报告，广发证券发展研究中心

再度聚焦大宗商品经营业务，大宗供应链企业服务于各贸易品类的产业链，积极进取之余，仍需要核心贸易品类的产业链景气度相配合，若需求复苏，多品类、全链条、国际化布局的大宗供应链企业更有望迎来快速反弹的经营基本面。而在产业链中关键节点的资源掌控，或为反弹基础与增值来源。

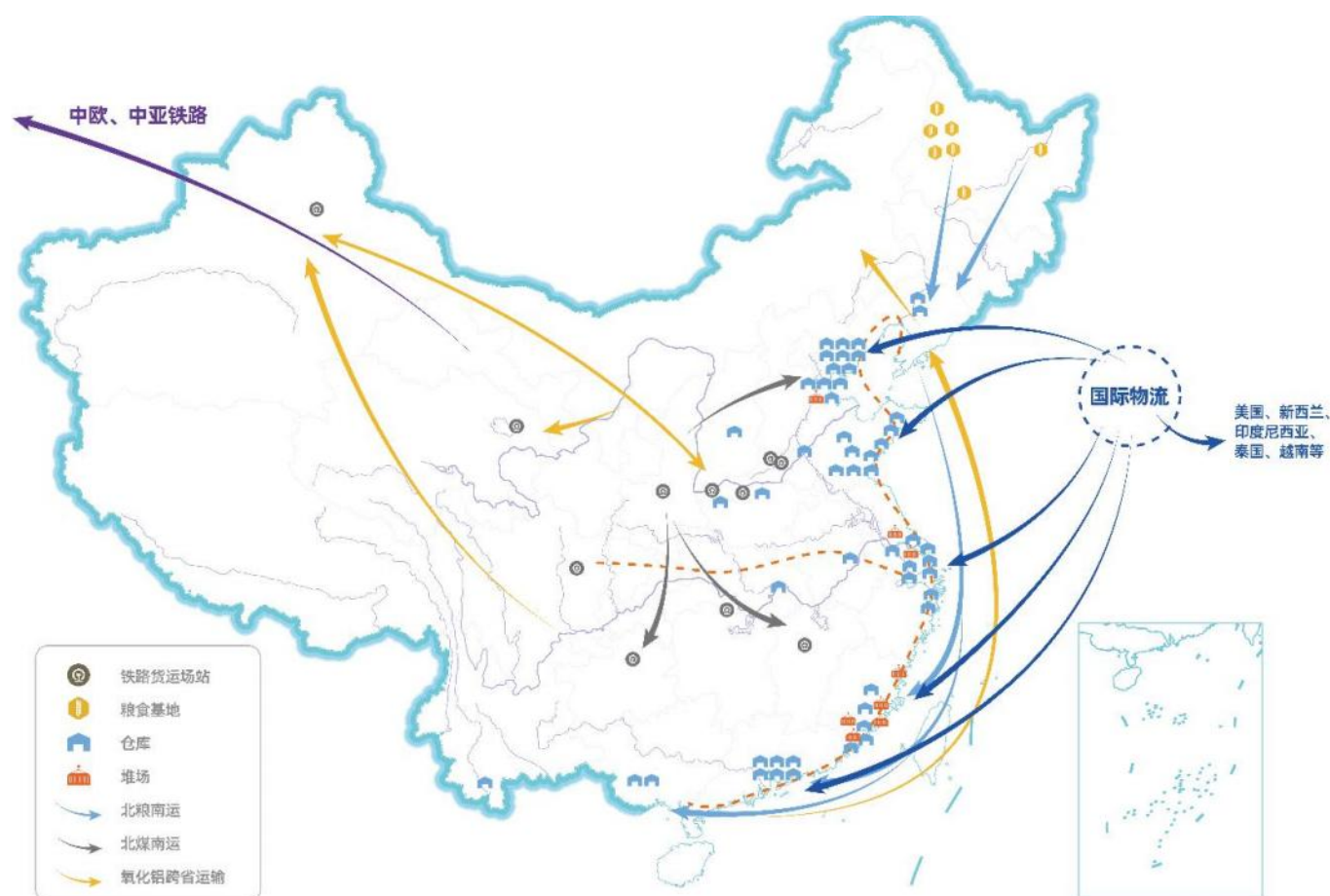
据公司24年年报，象屿在物流资源上的投资布局也不断加强，在铁路运输方面，24年象屿增加30万平方米集装箱堆场和仓库、40条铁路专用线，年发运能力提升1,000万吨；在公路运输方面，公司整合的社会车辆增加6万量，报告期内实现承运运量超2,300万吨；在水路运输方面，公司增加自有集散两用船舶2艘，整合社会船舶1,200余艘，2024年底公司国内沿海及长江流域运量超2,500万吨；在仓储集群方面，公司增加17个自有及包租管理仓库和3个期货交割库。国际运输方面，依托全球大宗干散货国际租船能力及国际班列物流通道服务能力，报告期内，中国-印尼物流通道运量约2,600万吨，同比增长超50%；中国-非洲物流通道运量超300万吨，同比增长270%；中国-越南和中国-泰国物流通道运量3.6万TEU，同比增长超20%；中国-澳洲物流通道运量超200万吨，锻造国际多式联运能力，强化海外属地化物流服务。公司持续加强国际物流服务能力，为未来的反转构建了坚实的基础。

表 9：象屿物流资产布局行业领先

	厦门象屿	厦门国贸	物产中大	建发股份	浙商中拓
铁路运输	12 个铁路货运场站（自有 10 个、托管 2 个）；配套 87 条铁路专用线、约 380 万平方米集装箱堆场和仓库、约 3 万个自备集装箱，年发运能力超 5,700 万吨	-	铁路专用线 11 条	-	-
公路运输	自有运输车辆约 1,000 辆，整合社会车辆约 16 万辆	-	网络货运平台拥有司机数 5 万余名、车辆 3 万余辆	-	中拓 TMS 平台整合车船近 4 万辆
水路运输	自有集散两用船舶 3 艘，整合社会船舶 1,200 余艘，报告期内国内沿海及长江流域运量超 2,500 万吨。海外自有船舶 2 艘	自有大型远洋船舶 6 艘、自有运力 45.5 万吨，管理船舶 25 艘、管理运力 178 万吨，年海运运输量超 3,200 万吨。在印尼、新加坡、几内亚等地自有 30 万吨级超大型浮仓 1 艘，经营管理拖轮 15 艘、驳船 18 艘	-	-	-
仓储集群	5 大粮食收购平台，自有仓容约 1,200 万吨，配备 20 条铁路专用线；69 个自有及包租管理仓库，面积逾 160 万平方米；堆场 8 个，面积逾 50 万平方米；期货交割库 20 个，库容约 100 万吨	现有自管仓库面积约 120 万平方米、合作仓库超 2,000 个	网络结点数 210 个，其中大宗自营基地 88 个，带码头仓 18 个、泊位 50 个	累计合作仓储网点超 4,700	仓储网络覆盖 154 个节点，累计完成货物吞吐量 1.9 亿吨

数据来源：厦门象屿、厦门国贸、物产中大、建发股份、浙商中拓财报，广发证券发展研究中心

图 52：象屿覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系



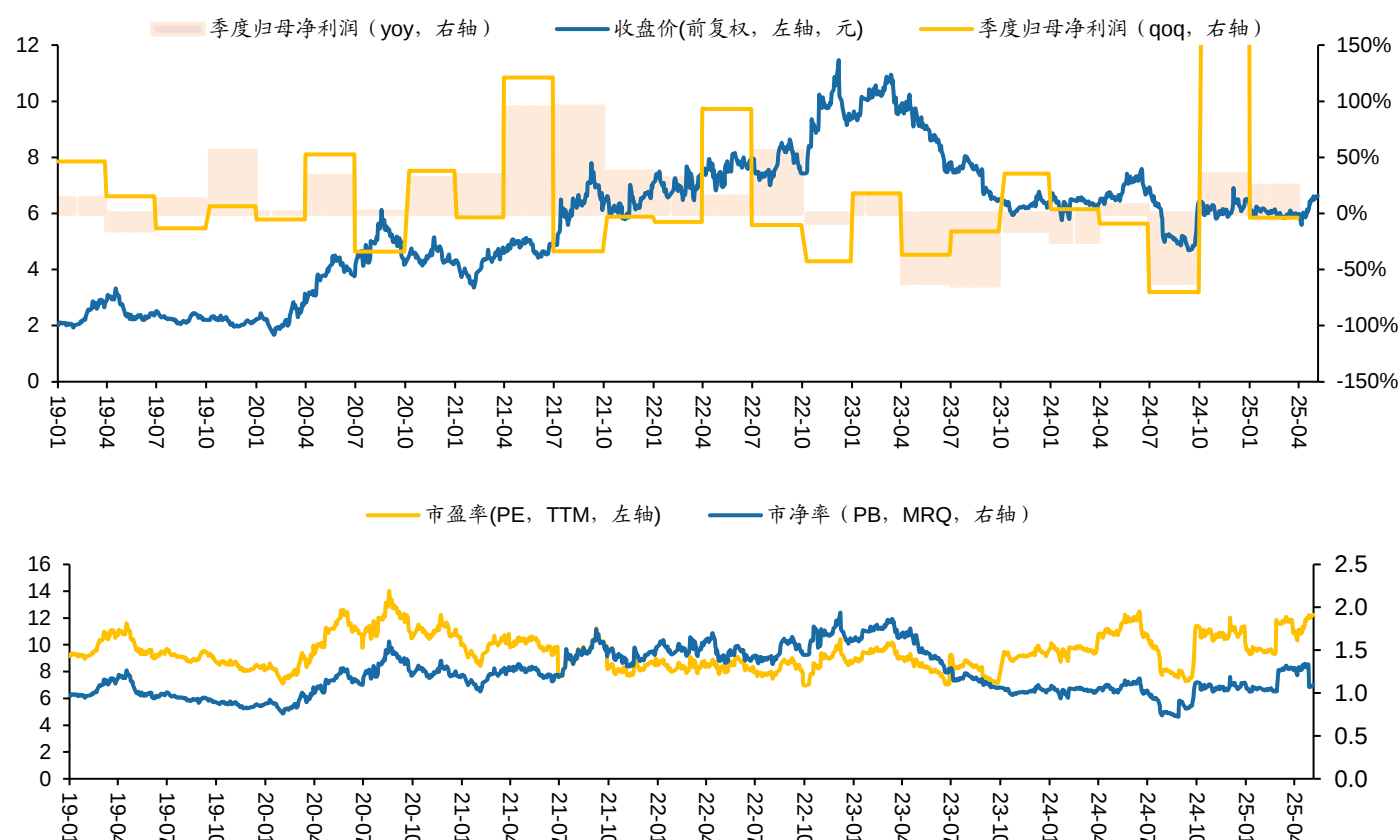
数据来源：厦门象屿年度报告，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

股价复盘来看，象屿的股价或与季度归母净利润的同环比变化更为相关，在利润同环比改善/承压的时段，股价通常会反应相应的变化。在季度利润环比增长的时段，公司股价通常会有一定程度的上涨。

估值层面看，19-24年，公司PE、PB估值中枢分别为9.43倍与1.23倍，在23年后，由于外部经营环境承压，公司估值也同步承压，在PB一端体现的更为明显。若经营基本面开始改善，公司市值有望先向净资产价值的方向修复。

图 53: 厦门象屿股价复盘



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

盈利预测方面,从报表端看,公司收入端主要包括大宗商品经营业务、大宗商品物流业务、生产制造业务以及其他板块业务,其中大宗商品经营业务为核心业务,收入规模占比95%。大宗商品经营业务中,按照经营品类又分为金属矿产、农产品、能源化工、新能源以及其他,基于对外部经营环境的展望与公司自身的经营状况,我们对公司各业务口径做出如下假设:

(1) 大宗商品经营业务: 根据各经营品类所处产业链的供需情况,结合对宏观经营环境的展望,我们认为公司在24年的承压后,往后的经营环境有望逐步复苏。具体而言,金属矿产板块,预计25-27年经营货量增速分别为8%/10%/10%,单价增速分别为0%/1%/1%;农产品板块,预计25-27年经营货量增速分别为5%/5%/5%,单价增速分别为-3%/1%/1%;能源化工板块,预计25-27年经营货量增速分别为5%/8%/8%,单价增速分别为0%/2%/2%;新能源板块,预计25-27年经营货量增速分别为20%/10%/10%,单价增速分别为0%/0%/0%。参考公司过往年份的分品类毛利率,考虑当前经营环境企稳但仍需反转刺激,预计金属矿产25-27年期现毛利率分别为1.9%/1.9%/1.9%,农产品25-27年期现毛利率分别为0.9%/0.9%/0.9%,能源化工25-27年期现毛利率分别为0.9%/0.9%/0.9%,新能源25-27年期现毛利率分别为5%/5%/5%。

(2) 大宗商品物流业务: 公司对外提供市场化物流服务,包括综合物流、农产品物流和铁路物流,其中综合物流提供主要收入来源。大宗商品物流业务收入占比较低,但相对稳定。具体而言,综合物流板块,预计25-27年业务收入增速分别为5%/5%/5%。

5%，毛利率分别为9%/9%/9%；农产品物流板块，预计25-27年业务收入增速分别为5%/5%/5%，毛利率分别为15%/15%/15%；铁路物流板块，预计25-27年业务收入增速分别为5%/5%/5%，毛利率分别为3%/3%/3%；铝产业物流板块，预计25-27年业务收入增速分别为5%/5%/5%，毛利率分别为8%/8%/8%。

（3）生产制造业务：公司在全产业链形成服务优势后，切入有赋能价值的生产制造环节，包括造船、选矿和油脂加工。现正值造船业景气周期，造船板块进入盈利上升通道。具体而言，造船板块，预计25-27年业务收入增速分别为30%/20%/20%，毛利率分别为18%/18%/18%；选矿和油脂加工板块，预计25-27年业务收入增速分别为0%/0%/0%，毛利率分别为4%/4%/4%。

整体而言，24年来，复杂的国际外部环境叠加国内有效需求的弱化，大宗供应链行业进入经营基本面下行期，叠加公司大客户破产重组，厦门象屿的业绩也较明显的承压。向后展望，在24年12月中央经济工作会议中，已有积极的政策信号释放，无论是对于财政政策和货币政策的描述，还是对于经济工作部署的描述，均体现了政策对于超常规逆周期调节、扩大内需、保持经济增长等目标的重视。在政策托底下，宏观经济有望边际回暖，大宗供应链行业的经营环境也有望修复，公司基本面有望走出底部，利润有望逐步修复。

我们预计25-27年公司营业收入分别为3919/4319/4761亿元，同比分别增长7%/10%/10%，归母净利润分别为17.66/21.61/24.53亿元，同比分别增长24%/22%/14%。

表 10：厦门象屿盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
大宗商品经营业务					
收入	439,200	345,359	369,160	407,060	448,950
增长率	-16%	-21%	7%	10%	10%
成本	432,173	339,447	363,067	400,322	441,498
毛利	7,027	5,912	6,093	6,738	7,451
毛利率(%)	1.60%	1.71%	1.65%	1.66%	1.66%
大宗商品物流业务					
收入	7085	9,422	9,893	10,388	10,907
增长率	8%	33%	5%	5%	5%
成本	6382	8,585	9,168	9,626	10,108
毛利	703	837	725	761	800
毛利率(%)	10%	9%	7%	7%	7%
生产制造业务					
收入	10,869	11,100	12,870	14,404	16,245
增长率	33%	2%	16%	12%	13%
成本	9,552	9,808	11,281	12,539	14,049
毛利	1,317	1,292	1,589	1,865	2,196
毛利率(%)	12%	12%	12%	13%	14%
其他业务板块业务					
收入	1,627	712	734	756	778
增长率	6%	-56%	3%	3%	3%
成本	1,021	301	514	529	545
毛利	606	411	220	227	234
毛利率(%)	37%	58%	30%	30%	30%
合计					
收入	459,035	366,671	391,923	431,852	476,102
增长率	-15%	-20%	7%	10%	10%
成本	450,213	358,166	383,296	422,261	465,421
毛利	8,822	8,505	8,627	9,591	10,680
毛利率	1.92%	2.32%	2.20%	2.22%	2.24%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

除经营环境变化外，公司估值在积极响应市值管理计划中有望逐步修复。24年11月15日，《上市公司监管指引第10号——市值管理》正式稿落地，明确市值提升的重要性及方向，上市公司应当聚焦主业，提升经营效率和盈利能力，合法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式提升上市公司投资价值；并且提到长期破净公司应当制定并经董事会审议后披露上市公司估值提升计划，包括目标、期限及具体措施。12月17日，国资委针对央企部署了《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，在细化10号文要求的基础上，对于央企的市值管理工具箱进行了进一步阐明，主要内容如：用好市值管理“工具箱”，从并购重组、市场化改革、信息披露、投资者

关系管理、投资者回报、股票回购增持等六方面改进和加强控股上市公司市值管理工作；健全工作机制、强化正向激励，国务院国资委将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，强化正向激励。《意见》的推出代表国资委对央企市值管理的重视，部分市值管理工具也有望扩散至地方国企，推动地方国企响应市值管理。

综合而言，在经营环境有望修复、估值压制因素有望缓解的背景下，厦门象屿的市值有望逐步修复，预计25-27年EPS分别为0.63/0.77/0.87元，每股净资产分别为6.41/7.06/7.78元。因厦门国贸、浙商中拓、苏美达、Glencore与Bunge主业均为大宗商品贸易，因此选取这五家公司作为可比公司。从可比公司PB估值看，大宗供应链企业25E平均PB为0.73倍，额外拥有上游或下游资源的大宗供应链企业25E平均PB为1.34倍，因象屿拥有一定的下游制造业资源（如苏美达），其PB估值中枢相对更高，参照可比公司以及过往PB估值中枢（19-24年平均PB为1.23倍），我们给予公司25年合理估值1.2倍PB，对应合理价值为7.69元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值	净利润（百万元）			PE估值水平			PB估值水平		
			（亿元）	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
厦门国贸	600755.SH	大宗供应链	139.37	625.66	1,297.44	1,562.67	22.28	10.74	8.92	0.42	0.47	0.45
浙商中拓	000906.SZ	大宗供应链	46.77	368.86	556.62	908.23	12.68	8.40	5.15	0.7	0.76	0.68
苏美达	600710.SH	大宗供应链 /下游制造	129.63	1,148.35	1,258.43	1,389.19	11.29	10.30	9.33	1.46	1.61	1.46
Glencore	GLNCY.OO	上游资源/ 大宗供应链	3171.60	26,568.10	19,308.10	30,828.60	11.94	16.43	10.29	1.1	1.08	1.03
Bunge	BG.N	大宗供应链	792.46	8,186.60	7,509.80	8,224.80	9.68	10.55	9.64	1.05	0.95	0.90

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自 Wind 与 Bloomberg 一致预测，截至 2025 年 5 月 14 日；货币单位为 RMB

五、风险提示

（一）坏账损失增加风险

客户违约有一定几率导致坏账损失的增加，同时企业面临的风险可能逐渐上升。这些坏账损失可能会导致企业的现金流减少，进而影响企业的盈利能力和财务状况。此外，坏账损失也可能会降低企业的信誉度和声誉，从而影响企业的业务发展和市场地位。

（二）货权风险

货权风险指的是在货物交付过程中出现的各种风险，例如货物损坏、货物丢失、货物质量不符合要求等情况。这些风险可能会导致企业的成本增加、客户满意度下降和信誉度受损。此外，货权风险还可能会引发其他风险，例如法律风险和合规风险等。

（三）国内经济复苏不及预期

中国作为大宗商品的主要进口国，大宗商品需求与国内的经济增速息息相关，如果国内经济修复不及预期或将对行业增长形成压制。

（四）经营业绩不及预期

大宗供应链业务受大宗商品市场行情影响较大，公司业绩或有兑现不及预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	110,833	98,200	99,110	111,279	122,498
货币资金	22,256	18,606	23,791	26,285	27,660
应收及预付	48,519	39,274	37,136	42,140	47,523
存货	27,202	26,427	24,065	27,727	31,374
其他流动资产	12,856	13,894	14,117	15,127	15,941
非流动资产	18,872	25,672	25,676	25,594	25,172
长期股权投资	1,274	1,650	1,650	1,650	1,650
固定资产	10,130	10,361	10,544	10,631	10,309
在建工程	90	425	225	75	25
无形资产	2,069	2,171	2,171	2,171	2,171
其他长期资产	5,309	11,065	11,086	11,066	11,016
资产总计	129,705	123,873	124,786	136,873	147,670
流动负债	88,013	84,480	79,079	88,700	96,641
短期借款	23,072	24,079	26,079	26,579	26,779
应付及预收	42,357	42,660	36,427	43,383	49,161
其他流动负债	22,584	17,741	16,573	18,738	20,701
非流动负债	4,500	4,664	5,072	4,872	4,672
长期借款	1,617	1,820	2,220	2,020	1,820
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,883	2,844	2,852	2,852	2,852
负债合计	92,513	89,144	84,151	93,572	101,313
股本	2,268	2,233	2,807	2,807	2,807
资本公积	6,141	4,091	6,697	6,697	6,697
留存收益	6,830	7,192	8,731	10,556	12,561
归属母公司股东权益	20,841	23,822	29,140	30,964	32,970
少数股东权益	16,351	10,907	11,496	12,336	13,387
负债和股东权益	129,705	123,873	124,786	136,873	147,670

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	459035	366671	391923	431852	476102
营业成本	450213	358166	383296	422261	465421
营业税金及附加	574	487	470	518	571
销售费用	1937	2215	2352	2591	2857
管理费用	1369	1417	1568	1727	1904
研发费用	127	96	103	113	125
财务费用	2104	1619	1380	1045	1009
资产减值损失	-373	-307	-392	-432	-476
公允价值变动收益	3	280	196	216	238
投资净收益	320	800	196	216	238
营业利润	2257	2214	2833	3596	4214
营业外收支	193	64	39	64	60
利润总额	2450	2278	2872	3660	4274
所得税	136	387	517	659	769
净利润	2314	1891	2355	3001	3505
少数股东损益	740	472	589	840	1051
归属母公司净利润	1574	1419	1766	2161	2453
EBITDA	4999	3741	5270	5767	6355
EPS (元)	0.63	0.48	0.63	0.77	0.87

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,587	5,604	1,870	4,995	4,030
净利润	2,314	1,891	2,355	3,001	3,505
折旧摊销	956	1,013	1,017	1,063	1,072
营运资金变动	252	1,028	-2,605	-338	-1,866
其它	2,064	1,673	1,103	1,269	1,319
投资活动现金流	-924	1,764	-910	-700	-352
资本支出	-1,139	-1,369	-967	-916	-590
投资变动	138	2,841	0	0	0
其他	77	292	56	216	238
筹资活动现金流	-841	-10,175	4,257	-1,801	-2,303
银行借款	9,534	1,210	2,400	300	0
股权融资	7,294	5,108	2,988	0	0
其他	-17,669	-16,493	-1,131	-2,101	-2,303
现金净增加额	3,853	-2,815	5,186	2,494	1,375
期初现金余额	15,648	19,502	16,686	21,872	24,366
期末现金余额	19,502	16,686	21,872	24,366	25,740

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-14.7%	-20.1%	6.9%	10.2%	10.2%
营业利润	-53.1%	-1.9%	27.9%	26.9%	17.2%
归母净利润	-40.3%	-9.9%	24.5%	22.3%	13.5%
获利能力					
毛利率	1.9%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
净利率	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%
ROE	7.6%	6.0%	6.1%	7.0%	7.4%
ROIC	5.9%	3.7%	5.0%	5.3%	5.7%
偿债能力					
资产负债率	71.3%	72.0%	67.4%	68.4%	68.6%
净负债比率	248.7%	256.7%	207.1%	216.1%	218.5%
流动比率	1.26	1.16	1.25	1.25	1.27
速动比率	0.54	0.51	0.59	0.59	0.59
营运能力					
总资产周转率	3.75	2.89	3.15	3.30	3.35
应收账款周转率	23.70	19.98	21.90	23.93	23.07
存货周转率	16.16	13.36	15.18	16.31	15.75
每股指标 (元)					
每股收益	0.63	0.48	0.63	0.77	0.87
每股经营现金流	2.46	2.51	0.67	1.78	1.44
每股净资产	6.58	6.14	6.41	7.06	7.78
估值比率					
P/E	10.65	13.52	10.97	8.96	7.89
P/B	1.02	1.06	1.08	0.98	0.89
EV/EBITDA	4.19	6.13	4.73	3.94	3.36

广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 陈宇：资深分析师，南开大学本硕，7年交运行业研究经验，1年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5年交运行业研究经验，深耕海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。
- 王航：交通运输行业分析师，香港中文大学(深圳)硕士，2年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻交运基础设施方向。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。