



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

大宗供应链巨头，产业链延伸恢复稳增长

—厦门象屿(600057)公司深度报告

2025年05月27日

匡培钦 交通运输行业首席分析师

执业编号 S1500524070004

邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

证券研究报告

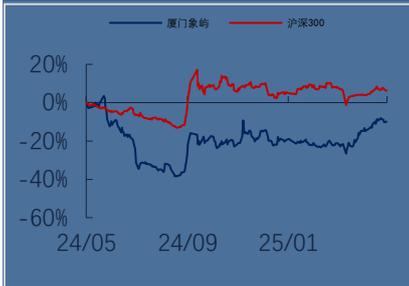
公司研究

公司深度报告

厦门象屿(600057)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	6.87
52周内股价波动区间(元)	7.89-4.69
最近一月涨跌幅(%)	5.86
总股本(亿股)	28.06
流通A股比例(%)	
总市值(亿元)	192.80

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

厦门象屿(600057.SH)深度：大宗供应链巨头，产业链延伸恢复稳增长

2025年05月27日

本期内容提要：

◆**公司概况：依托大宗供应链业务进行产业扩张，打造世界一流供应链服务企业。**厦门象屿主营大宗供应链业务，依托供应链业务同时发展物流及制造业务，整体业绩稳步增长，2011~2024年营业收入、归母净利润复合增速分别+20.1%、+17.3%，其中2023和2024年受产业链影响业绩有一定波动，2024年公司归母净利润14.2亿元，同比下滑9.9%。一揽子增量政策陆续出台后，工业企业效益呈现持续恢复态势，供应链行业收益水平逐渐修复，公司业绩有望企稳回升。

◆**龙头市占率提升叠加服务利润企稳，行业发展有望否极泰来。**

1) **大宗商品供应链行业盈利主要源自服务收益。**大宗供应链行业过去传统的商品买卖模式难以抵御行业需求变化及波动风险，企业逐步转型为大宗商品供应链全过程服务商，盈利由价差收益转为服务收益。

2) **短期：受需求端景气度拖累，龙头经营货量短期下降。**行业集中度正处于提升趋势，2021~2024年大宗供应链货量CR5由2021年的4.81%增至2024年的5.26%，CR5经营货量由7.61亿吨增至8.75亿吨，年均复合增速+4.8%。2024年受宏观经济影响，大宗商品市场需求放缓，头部CR5供应链企业经营货量同比略降2.9%，但我们认为业务量提升趋势预计仍在，后续有望恢复增长。

3) **后续：经济回暖叠加风险释放，行业发展有望否极泰来。**当前经济景气度或已接近底部，政策端也有诸多利好提振行业需求，大宗商品市场有望迎来周期上行拐点。同时，大宗供应链企业主动收窄风险敞口、调整货种结构、提升风控要求，严控信用风险。多重因素叠加，企业商品单吨毛利有望回升。头部供应链企业有望进一步提升经营规模和市占率。

◆**公司优势：持续升级供应链服务模式，强化综合服务能力。**

1) **供应链业务产业链新品类拓展，整体业务量及单吨毛利有望稳步增长。**公司沿产业链上下游持续拓展新品类，逐步形成核心产品经营体系。**经营货量上**，公司大宗商品经营货量稳步增长，2021至2024年经营体量从1.92亿吨增至2.24亿吨，年均增速+5.3%，市占率从1.21%提升至1.35%。**单吨毛利方面**，公司整体大宗商品单吨毛利相对稳健，在2023年受经济影响下滑后，2024年已企稳回升。

2) **物流业务持续发展，物资联动巩固产业链地位。**随着供应链行业高质量需求增加，公司持续发力打通上下游渠道，依托自身铁路公路水路及仓储资源，发展综合物流、铁路物流、农产品物流业务，已培育了象屿速传、象道物流、象屿农产三大物流运营主体。2024年公司整体物流板块收入达到94.22亿元，同比增长33.0%。

3) **切入制造业务，造船利润形成底部支撑。**为提升产业链运营能力，公司切入造船、选矿、油脂加工等生产制造环节，进一步提高综合收益水平，有效抵御周期性波动影响。其中造船贡献制造板块主要利润，2024年末，公司期末在手订单达到89艘，在手订单排产至2029年。2024年公司造船业务营收实现59亿元，同比+24.8%；业务毛利实现10.72亿元，同比+0.3%，业务保持高盈利水平。**公司在制造业领域造船业务方面的布局，**

有效提升了公司抵御市场风险的能力，熨平行业周期，给公司利润形成了较好的底部支撑。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别 17.41/20.18/23.37 亿元，同比分别+22.7%、+15.9%、+15.8%，对应每股收益分别为 0.62、0.72、0.83 元，5 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 11.08、9.55、8.25 倍。从分红情况看，假设厦门象屿仍能维持此前分红比例水平，对应股息率能达到 4.37%，具备一定投资价值。综上所述，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

◆**风险因素：**宏观经济不及预期风险；大宗商品价格波动风险；客商信用风险；国际业务拓展风险；行业竞争加剧风险；分红比例不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	459,035	366,671	376,630	393,079	411,416
增长率 YoY %	-14.7%	-20.1%	2.7%	4.4%	4.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,574	1,419	1,741	2,018	2,337
增长率 YoY%	-40.3%	-9.9%	22.7%	15.9%	15.8%
毛利率%	1.9%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%
净资产收益率ROE%	7.6%	6.0%	6.1%	6.8%	7.6%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.51	0.62	0.72	0.83
市盈率 P/E(倍)	12.25	13.59	11.08	9.55	8.25
市净率 P/B(倍)	0.93	0.81	0.68	0.65	0.63

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 5 月 26 日收盘价

目录

投资聚焦	6
1 公司概况：持续优化业务，打造世界一流供应链服务企业	6
1.1 业务稳步扩张，转型全球化供应链综合服务商	6
1.2 聚焦供应链服务业务，切入高价值环节，业绩有望企稳回升	7
2 行业：集中度提升叠加服务利润企稳，行业发展有望否极泰来	9
2.1 大宗商品供应链行业盈利主要源自服务收益	9
2.2 行业短期拐点或将出现，龙头业务量有望企稳回升	10
3 公司优势：持续升级供应链服务模式，强化综合服务能力	13
3.1 供应链业务品类拓展，整体业务量及单吨毛利有望稳步增长	13
3.2 物流业务持续发展，物贸联动巩固产业链地位	17
3.3 切入制造业务，造船利润形成底部支撑	20
4 盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测：预计公司 2025 年归母净利润 17.41 亿元	21
4.2 估值与评级：首次覆盖，给予“增持”评级	22
5 风险因素	23

表目录

表 1：厦门象屿历史沿革	6
表 2：大宗供应链企业盈利结构	9
表 3：供应链服务商和传统贸易商风险对比	10
表 4：厦门象屿大宗商品经营业务主要产业链情况	13
表 5：2024 年厦门象屿制造业客户服务量占比整体稳定在 60% 以上	14
表 6：厦门象屿物流资源及能力（截至 2024 年）	18
表 7：公司营收拆分及预测表	21
表 8：简易盈利预测表	21
表 9：大宗供应链企业盈利预测及估值汇总（截至 2025/5/26）	22
表 10：大宗供应链企业历史估值分位（2013 年初至 2025.5.26）	22
表 11：厦门象屿历史分红数据以及 2025 年分红测算	22

图目录

图 1：厦门象屿股权结构（截至 2025 年 4 月 16 日）	7
图 2：2024 年公司营业收入 3667 亿元，同比-20.1%	8
图 3：2024 年公司归母净利 14.2 亿元，同比-9.9%	8
图 4：供应链业务为公司主业，营收 95% 左右来自大宗业务	8
图 5：大宗商品经营贡献 70% 左右毛利，生产制造贡献约 15%	8
图 6：大宗供应链行业客户需求及服务主体变化	9
图 7：2023 年规模以上工业增加值当月同比增速较低	10
图 8：2023 年制造业 PMI 大多处于景气度 50 以下	10
图 9：2022 年下半年至 2023 年上半年期间，大宗商品价格指数出现较明显下降	11
图 10：头部 CR5 大宗供应链企业经营货量规模及市占率情况	11
图 11：大宗供应链企业应收账款周转率下降	12
图 12：大宗供应链企业存货周转率下降	12
图 13：公司业务模式持续升级	13
图 14：厦门象屿经营体量市占率在 2024 年达到 1.35%	15
图 15：厦门象屿营业收入市占率在 2022 年达到 0.98%	15
图 16：厦门象屿大宗商品经营货量稳步增长	15
图 17：公司金属矿产类大宗商品经营货量约 60%	15

图 18: 厦门象屿金属矿产类商品期现毛利占比最高.....	16
图 19: 2024 年厦门象屿的黑色金属、不锈钢、铝、新能源、动力煤期现毛利占比居前	16
图 20: 公司大宗商品经营期现毛利率在 2024 年有所回升	16
图 21: 2023 年厦门象屿在不锈钢、铝、黑色金属供应链市占率较高	16
图 22: 2024 年厦门象屿整体大宗商品单吨毛利回升	17
图 23: 厦门象屿金属矿产类商品单吨毛利近两年有所下降	17
图 24: 厦门象屿能源化工类商品单吨毛利有一定下降	17
图 25: 厦门象屿农产品类商品在 2024 年毛利转正	17
图 26: 厦门象屿大宗商品物流业务中以综合物流收入为主	18
图 27: 厦门象屿大宗商品物流业务中农产品物流毛利率最高	18
图 28: 厦门象屿拥有覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系	19
图 29: 厦门象屿国际化业务区域布局情况	19
图 30: 2024 年厦门象屿造船业务营收同比+24.8%	20
图 31: 2024 年厦门象屿造船业务毛利实现 10.72 亿元	20

投资聚焦

厦门象屿作为大宗供应链行业龙头之一，以制造业企业为核心用户，为客户提供大宗原辅材料采购供应、产成品分销、物流配送、供应链金融、信息咨询等的一体化供应链服务，致力成为世界一流的供应链服务企业。过去两年行业外部压力加大，内部需求疲弱，大宗供应链企业经营面临诸多挑战。公司作为行业龙头，凭借其服务优势及渠道能力，聚焦核心品类，进一步提升细分行业市占率，同时优化客商结构、打通上下游渠道、优化商品组合等，有效降低经营风险。行业周期拐点或已显现，龙头业务量有望企稳回升，公司利润或已触底，看好公司业绩回升。

1 公司概况：持续优化业务，打造世界一流供应链服务企业

1.1 业务稳步扩张，转型全球化供应链综合服务商

业务稳步向全球化供应链综合服务商转型。厦门象屿前身厦门特贸房地产开发公司于1992年设立，早期以房地产为主业。2011年，公司借壳ST夏新在上交所上市，确立大宗商品供应链管理与综合物流的核心业务方向。2014年，公司已形成农产品、金属、塑化、林产品及进口汽车五大核心供应链体系。2016年，公司进一步拓展铝、石油供应链业务，同步加快全球化布局，逐步构建海外网络。2017年至2018年，公司通过控股象道物流完善铁路物流网络，强化多式联运能力，同时深化农业产业链布局。2023年，公司战略延伸至生产制造领域，切入造船、选矿及油脂加工环节，形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，实现从传统贸易商向产业链综合服务商的跨越式发展。

表1：厦门象屿历史沿革

时间	事件
1992年	厦门象屿股份前身厦门特贸房地产开发公司设立
2002年	特贸房地产变更为有限责任公司，更名为厦门特贸发展有限公司
2005年	特贸发展名称变更为象屿物流园
2008年	象屿物流业整体变更为股份有限公司，更名为厦门象屿股份有限公司
2011年	借壳ST夏新在上交所成功上市，变更名称为“福建省厦门象屿股份有限公司”，公司主营业务为大宗商品采购供应管理及综合物流
2012年	公司对现有业务结构进行重新调整与优化，创新供应链服务模式，为客户提供一体化的全价值链流通服务
2013年	公司合资设立黑龙江象屿农业物产有限公司（象屿农产），新增粮食供应链业务
2014年	公司不断推进并深化业务转型的深度和广度，通过整合“三大平台”，形成了农产品供应链、金属材料供应链、塑化产品供应链、林产品供应链、进口汽车供应链“五大核心产品供应链体系”
2016年	公司通过设立合资公司切入铝产品和石油产品供应链；加快海外市场布局，已在美国、新西兰、迪拜、香港设立了子公司，并继续推动新加坡等海外公司设立
2017年	公司设立参股象道物流（持股40%），构建铁路物流网体系，结合已有的港口和园区物流资源，进一步完善多式联运各环节的物流能力
2018年	公司完成对农业全产业链经营主体象屿农产20%股权收购，实现全资控股；同年，完成象道物流20%股权收购实现控股，获得铁路物流网络核心资产，在此基础上继续推进河南、贵州等地铁路货运场站的物流配套设施和铁路专用线建设，提升网点服务能力
2022年	公司有序推动系列数字化项目建设，构建数字化转型支撑体系，上线“屿链通”数字供应链服务平台APP，持续完善智慧物流服务平台等

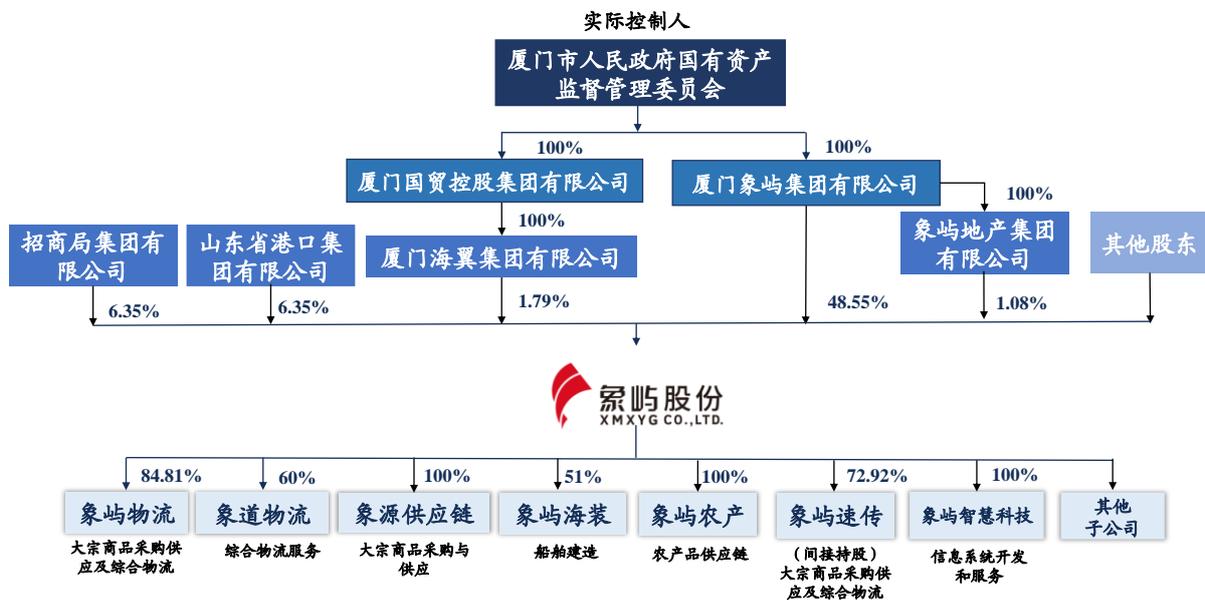
2023 年

公司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），形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，并取得经营成果

资料来源：iFind，公司公告，公司官网，信达证券研发中心

公司控股股东为厦门象屿集团，实际控制人厦门市国资委。截至 2025 年 4 月 16 日，公司控股股东为厦门象屿集团有限公司，直接及间接持有公司股权 49.63%，其中直接持有比例为 48.55%，通过全资子公司象屿地产集团有限公司间接持有比例 1.08%。厦门市人民政府国有资产监督管理委员会持有象屿集团 100% 股权，为公司的实际控制人。

图1：厦门象屿股权结构（截至 2025 年 4 月 16 日）

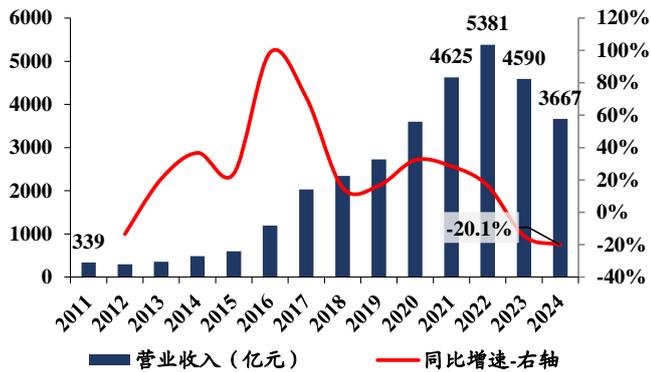


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

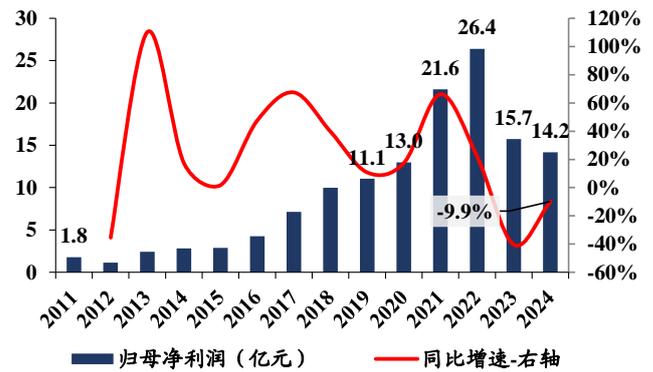
1.2 聚焦供应链服务业务，切入高价值环节，业绩有望企稳回升

1) 营收&归母净利润表现：大宗供应链业务体量大，营收规模增长快速。2011~2024 年，公司营业收入从 339 亿元增至 3667 亿元，归母净利润从 1.8 亿元增至 14.2 亿元，年均复合增速分别+20.1%和+17.3%。2023 年大宗商品价格波动下行、需求疲弱，行业信用风险增加，公司经营业绩尤其是农产品供应链盈利水平受到较大影响，营收及归母净利润同比分别 -14.7%/-40.3%。2024 年行业下游需求依然较弱，公司营收/归母净利润分别实现 3667/14.2 亿元，同比分别 -20.1%/-9.9%。一揽子增量政策陆续出台后，工业企业效益呈现持续恢复态势，供应链行业收益水平逐渐修复，公司业绩有望企稳回升，中长期稳健趋势预计持续。

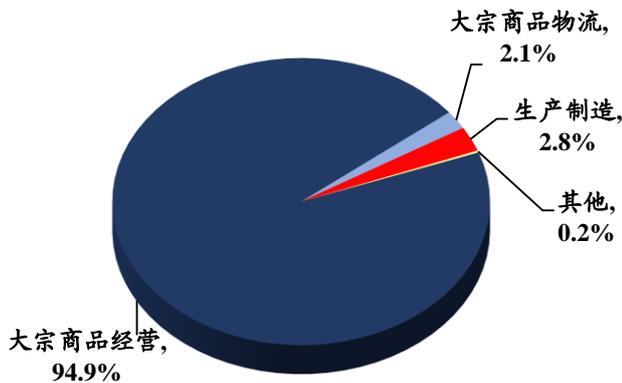
2) 业务构成：公司主业为大宗供应链服务，此前不断推进并深化业务转型的深度和广度，打造金属矿产、能源、农产品等多条供应链，延申物流服务链条，扩大国内外市场布局等，持续聚焦主业。**营收结构看，**大宗供应链经营及物流业务营收在公司总营收占比 95% 左右。**毛利结构看，**大宗供应链业务毛利率水平较低，毛利占比不及营收占比水平，大宗商品经营业务毛利占比约 70%~80%，大宗商品物流业务毛利占比约 8%，生产制造业务毛利占比提升较快，2023 和 2024 年占比分别为 14.9%、14.6%。

图2：2024 年公司营业收入 3667 亿元，同比-20.1%


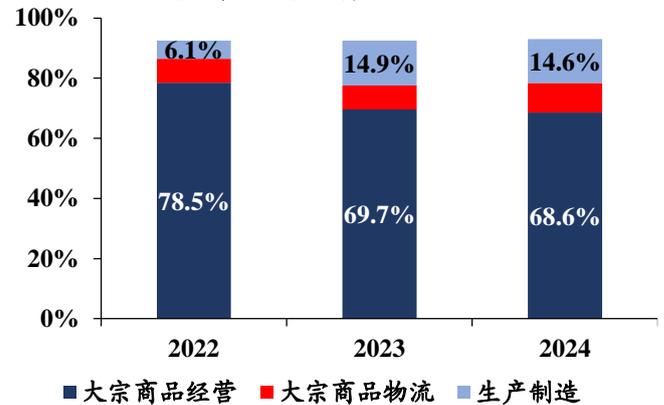
资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图3：2024 年公司归母净利润 14.2 亿元，同比-9.9%


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图4：供应链业务为公司主业，营收 95%左右来自大宗业务
厦门象屿主要业务2024年营收占比


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图5：大宗商品经营贡献 70%左右毛利，生产制造贡献约 15%
厦门象屿主要业务毛利占比


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

2 行业：集中度提升叠加服务利润企稳，行业发展有望否极泰来

2.1 大宗商品供应链行业盈利主要源自服务收益

行业过去赚取价差的贸易模式难以维系，企业逐步转型为大宗商品供应链全过程服务商。由于大宗商品存在流通性强、应用面广、交易量庞大等特点，其价格波动具备较强周期性。随着大宗商品行业需求量迅速攀升，采购方对价格风险管控要求日益增加。过去的商品买卖模式，利润空间较大程度受到大宗商品价格影响，周期性相对较强，且竞争壁垒较低、行业同质化竞争激烈，利润进一步被挤压。通过信息不对称赚取行情价差的传统贸易模式难以维系，大宗商品贸易企业逐渐转型为供应链综合服务商，上下延伸服务链条、协调统一物流、商流、信息流和资金流运作，提供商品流通综合服务，实现业务高效率低成本。

图6：大宗供应链行业客户需求及服务主体变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

大宗供应链企业业务模式改变后，盈利主要来源于服务收益，行业风险管控水平提升。企业利润来源由此前主要赚取买卖差价逐渐转变为主要赚取提供大宗商品流通服务的服务收益等，有效降低了对大宗商品价格波动趋势的依赖性、降低周期性影响。风险管理上，企业能对业务模式、客商资信、商品价格、物流货权等方面风险，建立更加及时高效的风控管理体系，有效保障经营稳定性。

表2：大宗供应链企业盈利结构

盈利点	具体释义	和大宗商品价格的关系	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）。其中，公司通过“屿链通”数字供应链服务平台，升维供应链金融服务模式，在不承担担保责任的前提下，向客户收取稳定的服务费	关联度弱	>70%
交易收益	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。随着规模优势和专业化优势的进一步提升，交易收益对大宗商品价格波动的敏感度也在降低	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	

资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

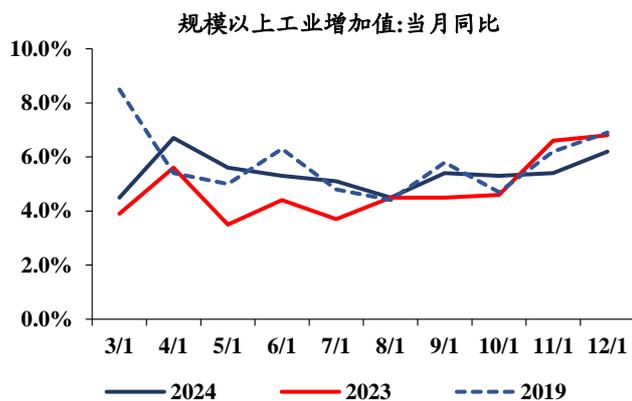
表3：供应链服务商和传统贸易商风险对比

项目	业务模式	业务模式风险	客商资信风险	价格波动风险	货权管控风险
风险程度	传统贸易商	高 低买高卖模式，风险高	高 贸易商客户为主，资信差	高 价差收益占比高，价格影响大	高 第三方物流，货权掌控弱
	供应链服务商	低 综合服务模式，风险低	低 制造业客户为主，资信优	低 价差收益占比低，价格影响小	低 自有+合作物流，货权掌控牢
管控手段	传统贸易商	单一	单一 寻找优质、可靠的供应商或客户，管控能力弱	单一 加强对价格走势的判断	单一 寻找优质、可靠的物流服务商，管控能力弱
	供应链服务商	丰富 严格规避上下家关联、循环贸易、无货物流动、整进整出等高风险业务	丰富 持续开发制造业企业客户，严格执行准入和动态跟踪机制	丰富 根据客户需求动态调整现货头寸，同时运用动态保证金、灵活结算方式、金融工具对冲	丰富 完善自有+合作物流体系，匹配相应的制约、查验和提货机制

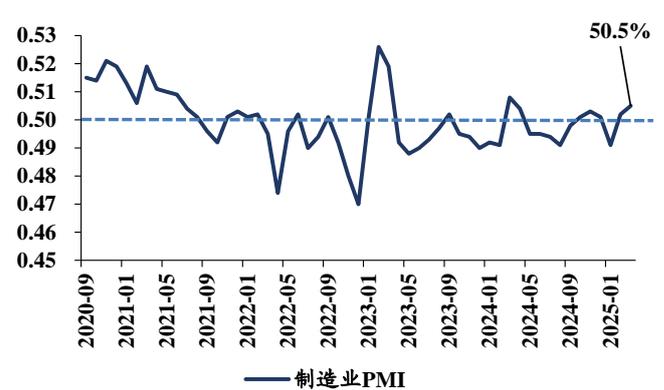
资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

2.2 行业短期拐点或将出现，龙头业务量有望企稳回升

大宗需求：2023年工业景气度较低，大宗商品市场需求放缓，2024年需求已同比改善。受宏观环境影响，2023年规模以上工业增加值增速持续下滑，2024年同比增速整体回升。同时，2023及2024年，制造业PMI大多时间段处于50景气度以下，整体经济表现较为疲弱，大宗商品市场需求也有较明显减弱。受整体经济疲软、需求较弱影响，钢铁钢材等工业金属、原油、煤炭等能源产品及部分农产品价格出现不同程度的下降，呈窄幅震荡态势。

图7：2023年规模以上工业增加值当月同比增速较低


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

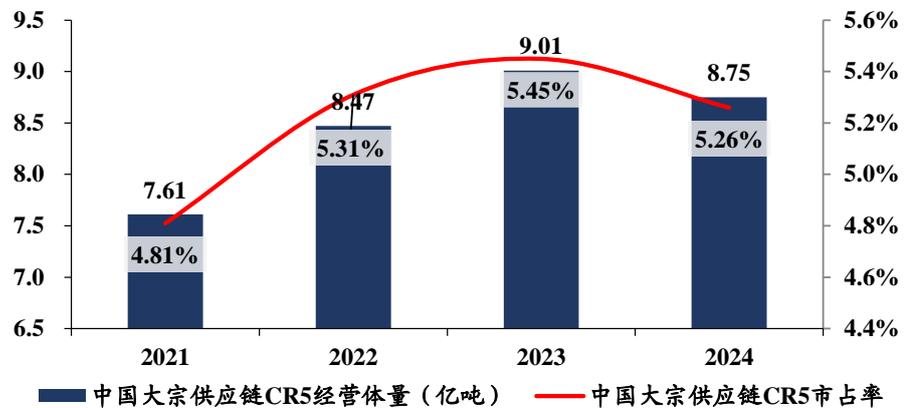
图8：2023年制造业PMI大多处于景气度50以下


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

图9：2022年下半年至2023年上半年期间，大宗商品价格指数出现较明显下降


资料来源：iFind，中国流通产业网，信达证券研发中心

受需求端景气度拖累，龙头经营货量短期下降，中长期增长趋势预计仍在。行业集中度正处于提升趋势，2021~2024年大宗供应链货量CR5由2021年的4.81%增至2024年的5.26%，CR5经营货量由7.61亿吨增至8.75亿吨，年均复合增速+4.8%。2024年受宏观经济影响，大宗商品市场需求放缓，同时头部供应链企业自身调整货品结构，经营货量同比略降2.9%。但我们认为头部企业结构调整结束后，依托其规模效应在采购价格、分销渠道、物流资源、资金成本、风险控制等多方面形成优势，份额有望持续提升，头部企业业务量提升趋势仍在，后续有望恢复增长。

图10：头部CR5大宗供应链企业经营货量规模及市占率情况


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

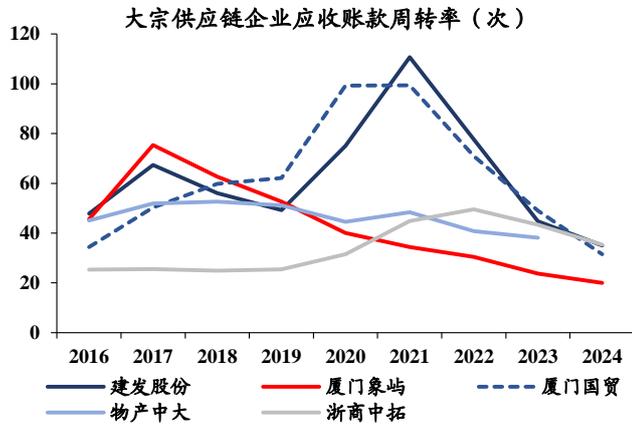
注：CR5是物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸、浙商中拓

CR5市场占有率=CR5业务规模/中国大宗供应链市场规模；其中，CR5业务规模为其供应链板块经营（或销售）货量之和，中国大宗供应链市场规模为主要大宗商品产量与进口量之和；CR5中未公布年度经营/销售货量的，采用其半年度货量数据*2估算

客户信用风险+让利客户拖累企业周转率，后续不利因素预计消减，结构性调整后大宗供应链企业单吨利润或上行。由于经济需求整体较弱，客商企业经营活跃度降低，商品货物、货币资金等周转放缓。大宗供应链企业一方面客户信用风险加大、风控要求提升，另一方面为保障业务长期稳定性、主动让利客户，企业应收账款及存货周转率均有较明显下降。此外，大宗供应链服务商保存的部分风险敞口也受到大宗商品价格下行影响，盈利下滑较多。

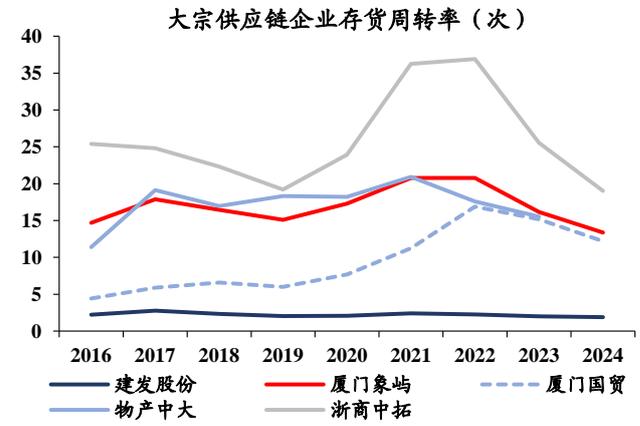
后续看，我们认为经济景气度或已接近底部，政策端也有诸多利好提振行业需求，大宗商品市场有望迎来周期上行拐点。同时，大宗供应链企业主动收窄风险敞口、调整货种结构、提升风控要求，严控信用风险。多重因素叠加，企业商品单吨毛利有望回升。

图11：大宗供应链企业应收账款周转率下降



资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

图12：大宗供应链企业存货周转率下降



资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

3 公司优势：持续升级供应链服务模式，强化综合服务能力

3.1 供应链业务品类拓展，整体业务量及单吨毛利有望稳步增长

沿产业链上下游持续拓展新品类，逐步形成核心产品经营体系。经过多年市场开拓，公司在大宗商品经营板块已涉足多领域，主要选择易变现、标准化程度高、需求量大、易储存的货种。公司目前主要经营金属矿产、农产品、能源化工、新能源等大宗商品，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。产业链条长，商品组合丰富、需求量大，逐渐形成了规模优势和提供一揽子大宗商品的强供应能力。

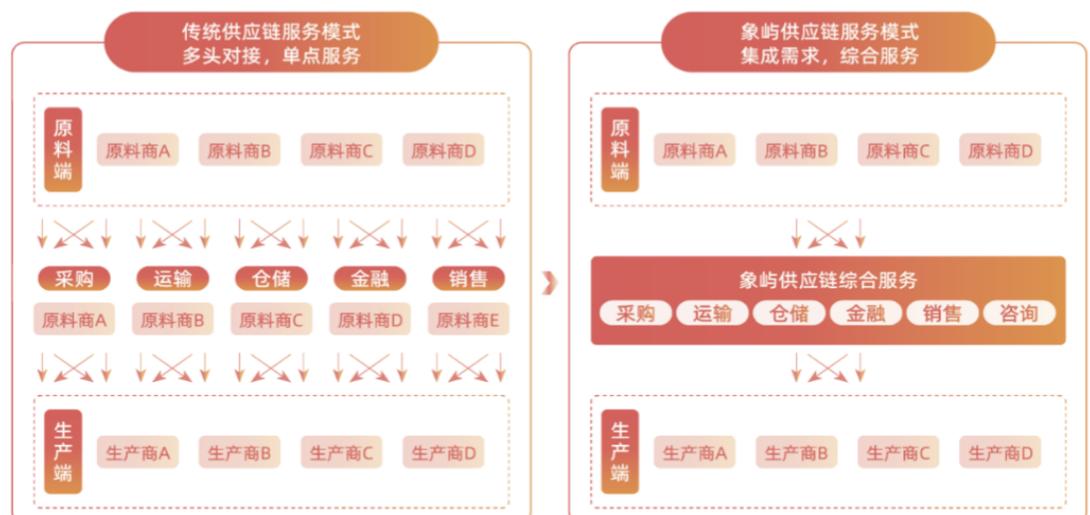
表4：厦门象屿大宗商品经营业务主要产业链情况

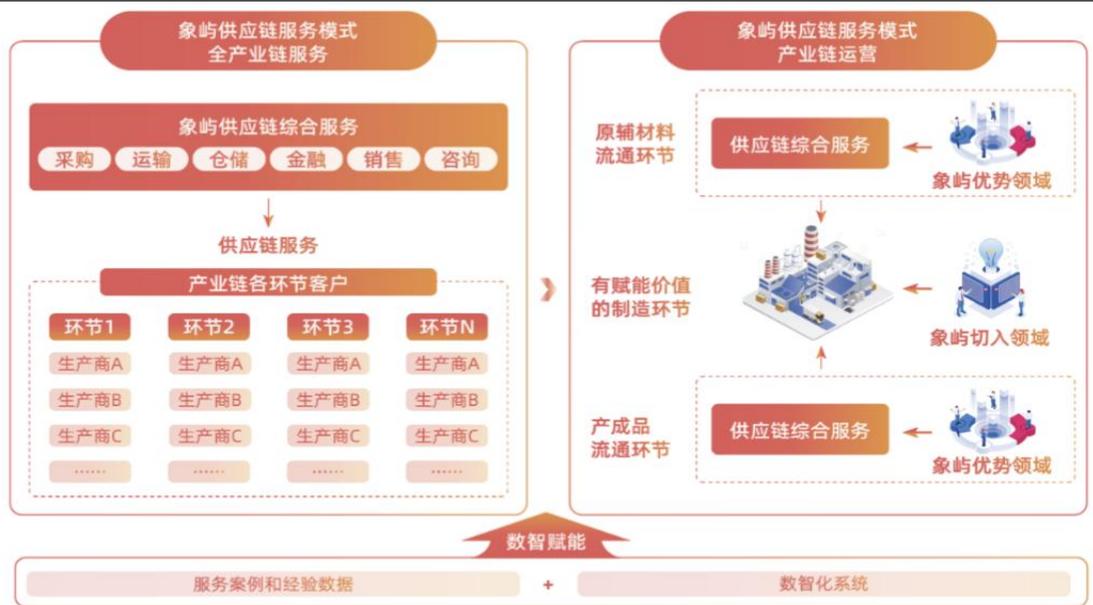
产业链	主营产品	产业布局
金属矿产	主要包括黑色金属、铝、不锈钢、镍、钴等产品	原辅材料采购供应、产成品销售、运输配送、仓储等全产业链服务
农产品	主要包括粮食、油脂油料、浆纸、木材等产品	形成集种肥服务、农业种植、粮食收储、物流运输、原粮供应、粮食加工等于一体的服务布局，实现粮食全产业链一体化服务体系
能源化工	主要包括煤炭、石油、塑化等产品	通过与上下游客户建立合作关系，锁定了优质采销渠道，并依托公司大跨度、多环节的物流服务能力开展供应链服务，为客户提供集采购、销售、物流、衍生品与信息为一体的供应链综合服务
新能源	主要包括钴、锂、镍、光伏组件	锂电方面，着重打通“海内外矿山资源获取、国内半成品委外加工、下游客户长协供应锁定”的全产业链运营通路。光伏方面，与头部光伏企业在渠道建设、供应链管理、国际物流、海外市场等方面建立良好的合作关系

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **业务模式：沿产业链上下游延伸，打造全产业链服务模式。**公司整合多方客户需求，服务环节从此前提供单点服务转为多环节一揽子服务，内容囊括原材料采购、产成品分销、库存管理、仓储物流、供应链金融等，逐步建立起全产业链服务模式并形成服务优势。基于产业链优势，公司顺势切入更有赋能价值的生产制造环节，叠加“物贸联动”优势和数智化转型，更加高效切实地为客户提供定制化供应链解决方案。

图13：公司业务模式持续升级





资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **客户结构：聚焦制造业客户需求，持续优化客户结构。**制造业客户业务来往、货物需求相对贸易商客户更加稳定；因而公司聚焦制造业客户需求，持续优化客户结构。2024年，公司制造业客户服务量占比整体稳定在60%以上；其中，新能源供应链约80%，黑色金属、煤炭和铝供应链70%以上，不锈钢供应链60%以上，谷物原粮供应链50%以上。

表5：2024年厦门象屿制造业客户服务量占比整体稳定在60%以上

货种类别	制造业客户服务量占比	2024年大宗商品经营期现毛利构成
整体	60%以上	100%
黑色金属	70%以上	26%
铝	70%以上	20%
不锈钢	60%以上	24%
煤炭	70%以上	7%
谷物原粮	50%以上	5%
新能源	约80%	8%

资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

服务模式迭代升级、产业链条不断延申、客户结构持续优化等，多重措施协调配合下，公司在行业市占率、经营规模、盈利能力等多方面均取得不错成效。

行业市占率：龙头集中度持续提升，公司市占率稳步提升。从经营货量情况看，公司在2021至2024年经营货量由1.92亿吨增至2.24亿吨，年均增速+5.3%，市占率由1.21%提升至1.35%。2024年受行业下游需求偏弱影响，公司经营货量为2.24亿吨，同比微降0.3%。从供应链板块营业收入情况看，2016~2022年，公司供应链业务收入由1191亿元增至5381亿元，年均增速+28.6%，市占率由0.28%提升至0.98%，增加0.7pct。

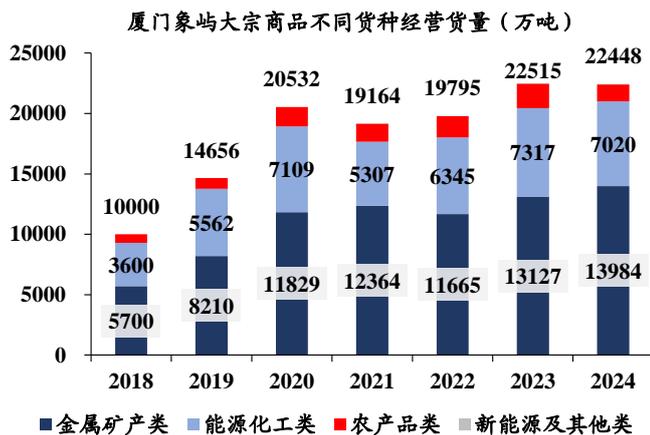
图14：厦门象屿经营体量市占率在 2024 年达到 1.35%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：业务规模为其供应链板块经营（或销售）货量之和

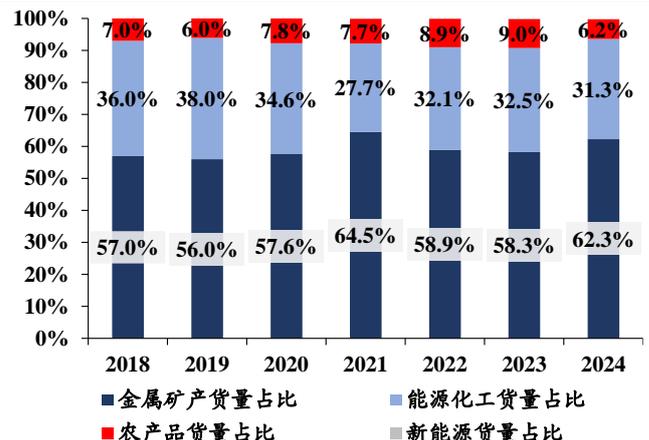
图15：厦门象屿营业收入市占率在 2022 年达到 0.98%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：此处是指供应链板块营业收入，不包含房地产、类金融、制造业等

货种结构：以金属矿产及能源化工为主，多品类扩展发展。 1) 金属矿产类货种以黑色金属、不锈钢、铝产品等品类为主，近年经营货量占比基本稳定在 60%左右，2024 年金属矿产类货量 1.40 亿吨，同比+6.53%，占比 62.3%。2) 能源化工类商品以煤炭和油品为主，近年占比基本在 30%左右，2024 年能源化工类商品货量 7020 万吨，同比-4.1%，货量占比 31.3%。3) 农产品类商品货量占比相对较低在 6%~9%左右，2024 年经营货量为 1390 万吨，同比-31.7%，占比为 6.2%。

图16：厦门象屿大宗商品经营货量稳步增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图17：公司金属矿产类大宗商品经营货量约 60%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

期现毛利结构：黑色系及不锈钢、铝产品期现毛利占比居前。 2024 年公司黑色金属、不锈钢、铝产品、新能源、动力煤、谷物原粮、油品板块期现毛利占比分别为 26%、24%、20%、8%、7%、5%和 4%。

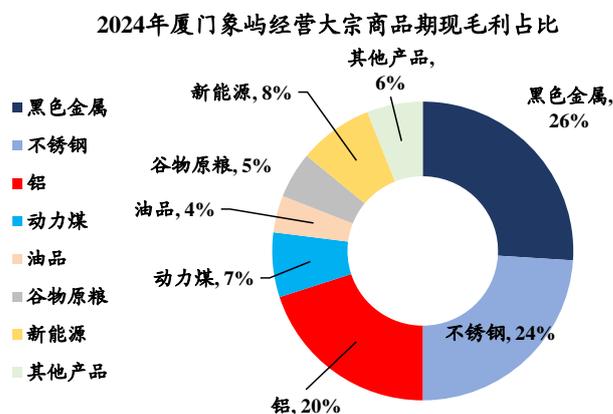
从期现毛利率水平看，2024 年新能源类商品期现毛利率有较明显提升，达到 5.39%，同比增加 3.61pct；金属矿产、农产品、能源化工类商品期现毛利率分别为 2.11%、0.95%、1.05%。市占率上，公司主要在不锈钢、铝产品、焦煤、玉米等领域市占率居前，尤其是不锈钢钢材领域，2023 年市占率高达 19.2%。

图18：厦门象屿金属矿产类商品期现毛利占比最高



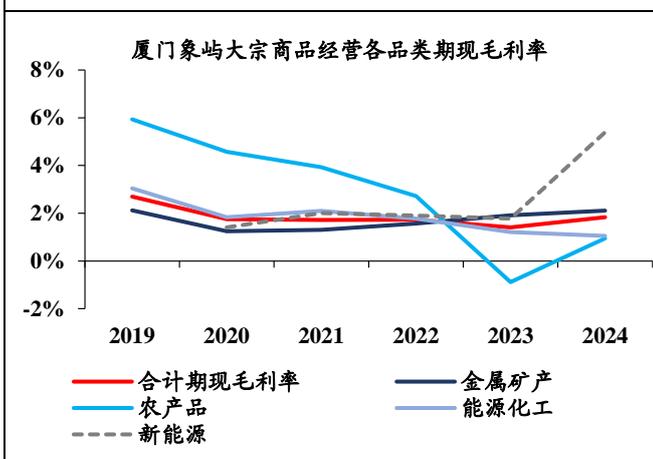
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图19：2024 年厦门象屿的黑色金属、不锈钢、铝、新能源、动力煤期现毛利占比居前



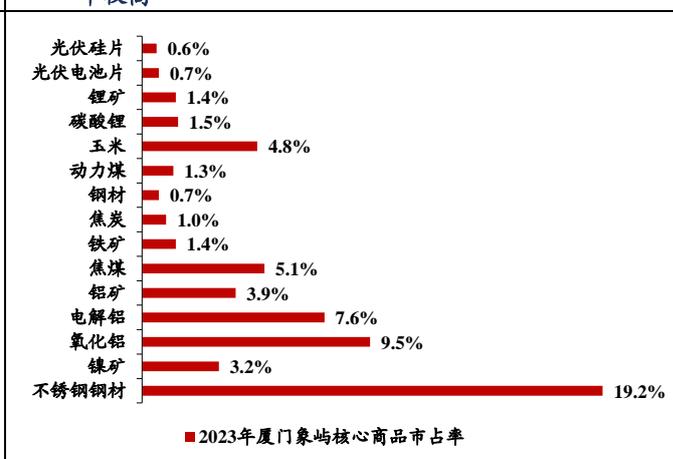
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图20：公司大宗商品经营期现毛利率在 2024 年有所回升



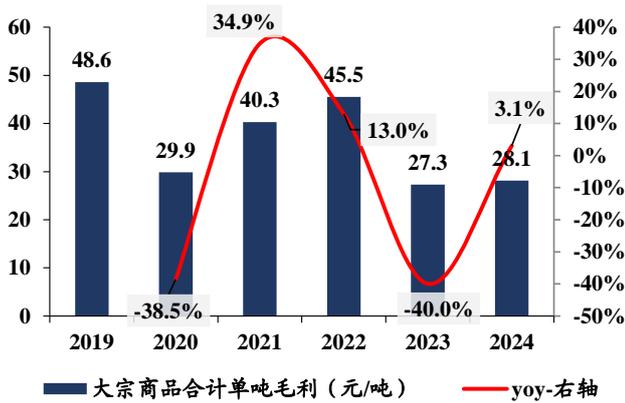
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图21：2023 年厦门象屿在不锈钢、铝、黑色金属供应链市占率较高

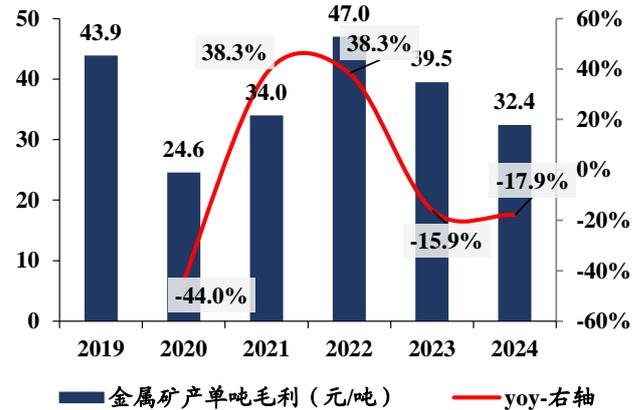


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

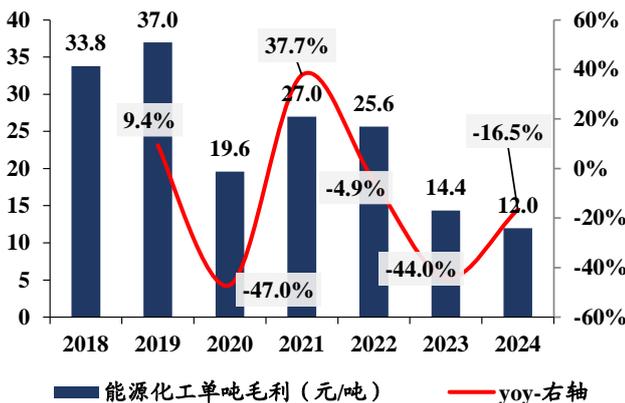
单吨毛利：公司整体大宗商品单吨毛利在 2024 年有所回升。2023 年行业需求较弱影响，公司大宗商品单吨毛利降低至 27.3 元/吨，同比-40%；2024 年单吨毛利有所回升，达到 28.1 元/吨，同比+3.1%。各货种受行业影响，单吨毛利近两年有不同程度的下降，但农产品品类毛利在 2024 年实现转正，公司整体大宗商品单吨毛利也有所回升。

图22：2024年厦门象屿整体大宗商品单吨毛利回升


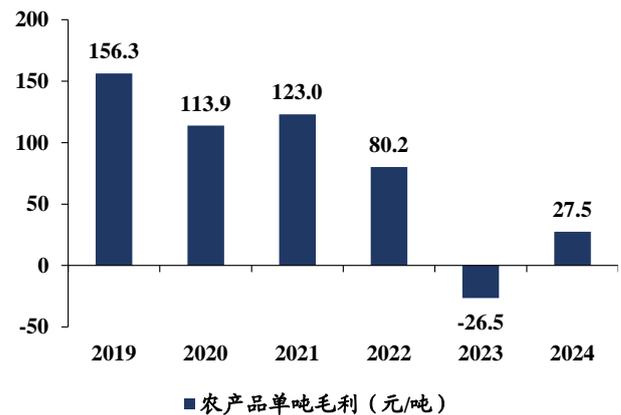
资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心
 注：2020年公司毛利下降主要是受到新收入准则调整影响，此前的部分销售费用核算调整计入营业成本核算，细分货种毛利下降原因相同；此处仅为大宗商品经营业务的收入，不含物流板块；部分数据为上期倒推计算所得，存在四舍五入差异。

图23：厦门象屿金属矿产类商品单吨毛利近两年有所下降


资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

图24：厦门象屿能源化工类商品单吨毛利有一定下降


资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

图25：厦门象屿农产品类商品在2024年毛利转正


资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

3.2 物流业务持续发展，物贸联动巩固产业链地位

随着供应链行业高质量需求增加，公司持续发力打通上下游渠道，物贸联动高效介入更多产业链环节，持续巩固市场地位。

- **物流服务能力：**构建链接海内外市场的网络化物流服务体系，为客户提供高品质、全流程、定制化的大宗商品物流解决方案。厦门象屿培育了三大物流运营主体象屿速传、象道物流、象屿农产，将商品遴选与物流服务匹配，开展区域仓和物流整合，通过“物贸联动”介入到产业链更多服务环节中，加强客户粘性，进一步巩固产业链上下游市场地位。目前，公司已在业内率先构建以“公、铁、水、仓”为核心、链接海内外市场的网络化物流服务体系。公司可充分发挥“多式联运”优势，为客户提供综合优质的大宗商品物流解决方案；同时也利于公司服务制造业客户、增强客户粘性，做好货款管控和数智化转型。

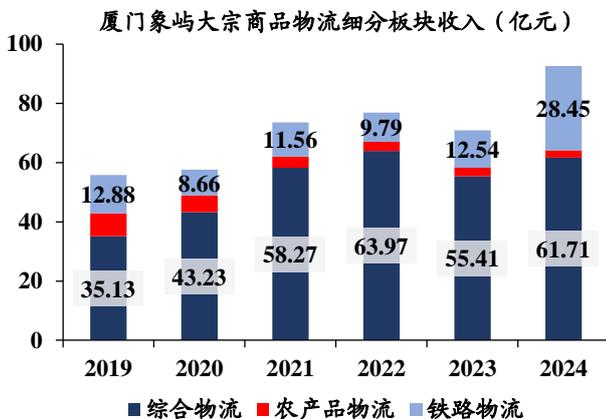
表6: 厦门象屿物流资源及能力 (截至 2024 年)

类别	资源能力
铁路运输	12 个铁路货运场站 (自有 10 个、托管 2 个), 覆盖中西部大宗商品集散枢纽, 配套 87 条铁路专用线、约 380 万平方米集装箱堆场和仓库、超 3 万个自备集装箱, 年发运能力超 5,700 万吨, 位居行业前列, 并形成“山东、河南-新疆”“陕西-云贵川”等优质煤炭、铝产品运输线路; 国际段围绕亚欧大陆板块打造来回程循环线路, 合作网络覆盖全国区域超 80% 中欧班列运营平台。
公路运输	自有运输车辆约 1000 辆, 整合社会车辆超 16 万辆, 2024 年实现承运量超 2300 万吨。
水路运输	<ul style="list-style-type: none"> 国内自有集散两用船舶 3 艘, 整合社会船舶 1200 余艘。并与招商港口系、山东港口系、中远海系、天津港等优质港航企业达成战略合作, 2024 年国内沿海及长江流域运量超 2500 万吨。 海外自有船舶 2 艘, 并持续整合国际集散船运资源, 打造国际干散货海运、国际集装箱海运物流能力。2024 年中国-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, 形成稳定航线运营能力。
仓储集群	国内搭建 5 大粮食收购平台, 自有及合作仓容约 1,200 万吨, 配备 20 条铁路专用线; 运营 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; 获批期货交割资质牌照 20 个, 库容约 100 万吨; 海外仓储节点常态保有量达 50 个, 并前瞻性战略布局超 150 余个, 覆盖东南亚、非洲、中亚、中东、欧洲等区域, 并在越南、美国、荷兰等关键物流枢纽开展自营海外仓业务。

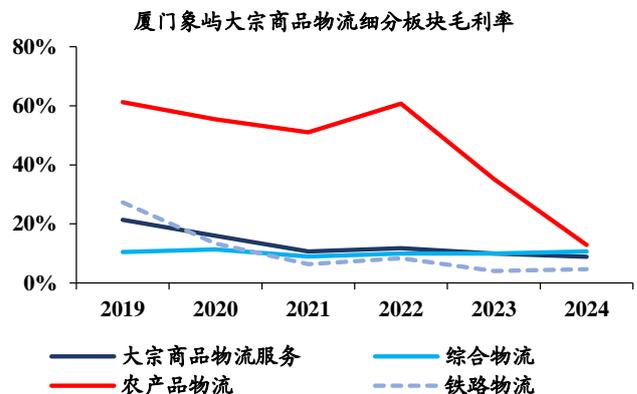
资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心

大宗商品物流业务收入回升, 农产品物流毛利率有所下降。公司大宗商品物流业务中综合物流收入占比基本在 60% 以上。2024 年整体物流板块收入回升, 达到 94.22 亿元, 同比增长 33.0%。其中综合物流、农产品物流、铁路物流分别实现收入 61.71、2.49、28.45 亿元, 同比分别+11.4%、-14.1%、+126.9%, 铁路物流收入有明显增长。

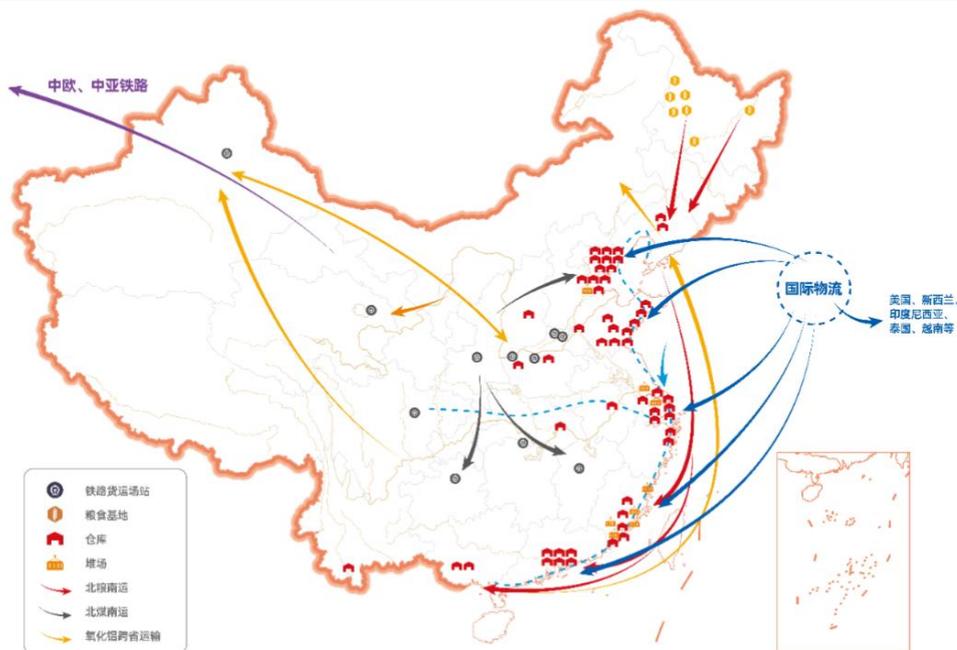
板块毛利率看, 农产品物流板块毛利率最高, 受行业供需影响, 2023 和 2024 年板块毛利率持续下降。2024 年公司整体物流板块毛利率达到 8.88%, 其中综合物流、铁路物流、农产品物流和铝产业物流毛利率分别 10.71%、4.64%、12.82% 和 7.95%, 前三个板块毛利率同比分别+0.78pct、+0.57pct、-22.34pct。

图26: 厦门象屿大宗商品物流业务中以综合物流收入为主


资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心

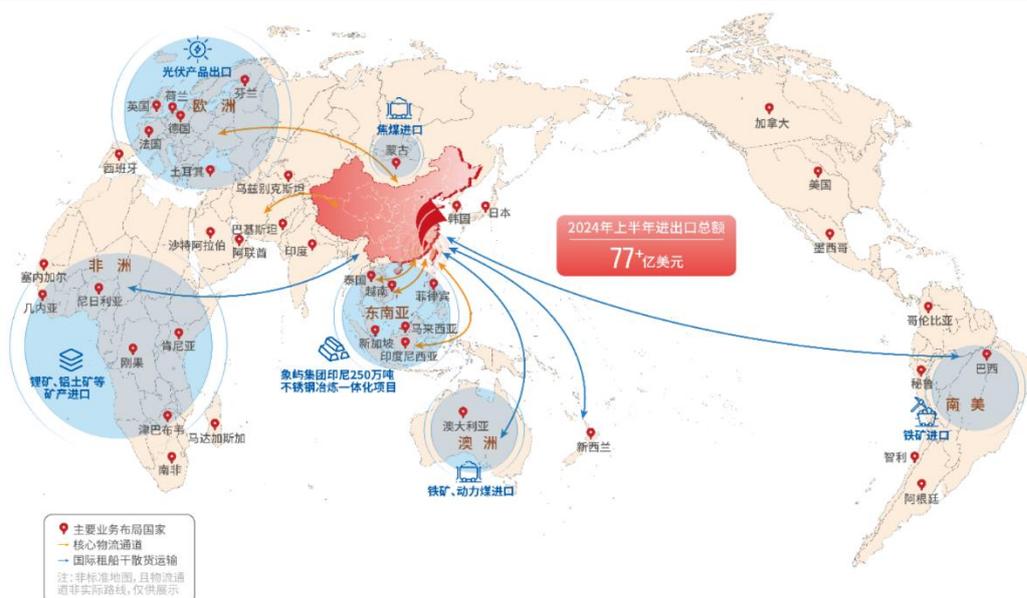
图27: 厦门象屿大宗商品物流业务中农产品物流毛利率最高


资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心

图28：厦门象屿拥有覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

- 渠道布局：建立全球化渠道，战略布局国际市场，挖掘海外需求。** 厦门象屿已在众多产业链积累了一批优质的头部企业客户资源，构建了成熟稳定的全球业务渠道。目前，公司在境内已成立 10 家平台公司，业务触达 34 个省级行政区，核心业务区域由沿海逐步向内陆延伸，重点挖掘中西部地区现代化产业集群的供应链需求。**国际化方面**，近年来，公司以“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。

图29：厦门象屿国际化业务区域布局情况


资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

3.3 切入制造业务，造船利润形成底部支撑

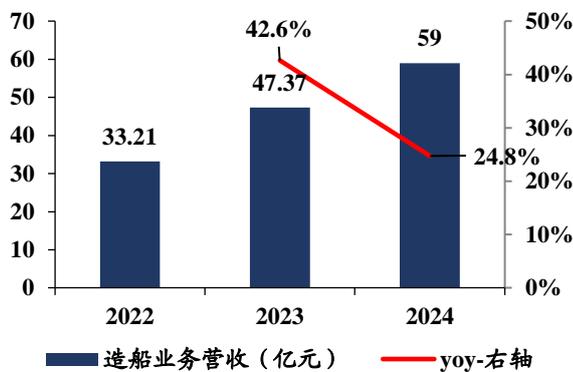
升级打造“供应链服务+生产制造”产业链运营模式，平抑周期波动。为提升产业链运营能力，公司切入造船、选矿、油脂加工等生产制造环节，进一步提高综合收益水平，有效抵御周期性波动影响。

造船业务以象屿海装为主体，打造自身产品及工艺优势。近几年，公司在制造业领域尤其是造船方面颇有成效。造船业务经营主体为公司子公司象屿海装，至2024年末，公司对其持股比例由36%提升至51%。业务发展上，公司不断优化自主设计品牌系列船型，通过精益管理、工艺工法创新、聚焦品牌船型等方式，打造成本优势、缩短建造周期，财务毛利率提升，持续盈利能力得到改善。

造船订单充裕，利润高位稳健。2023年，公司实现年交船23艘；2024年末，公司期末在手订单达到89艘，在手订单排产至2029年。财务表现方面，公司造船业务营收及毛利快速增长，业务营收在24H1体量已超过此前2022年水平。2024年公司造船业务营收实现59亿元，同比+24.8%；业务毛利实现10.72亿元，同比+0.3%，毛利率达到18.13%，业务保持高盈利水平。

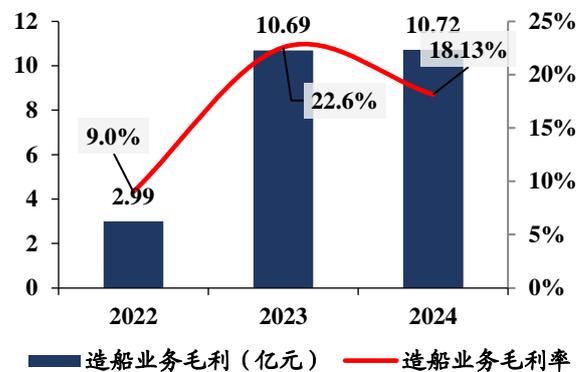
公司造船业务对利润形成支撑。相对而言，公司主业大宗商品经营在2023年和2024年受到较大行业冲击，各货种出现不同程度的单吨毛利下滑，盈利能力有所下降。公司在制造业领域造船业务方面的布局，有效提升了公司抵御市场风险的能力，熨平行业周期，给公司利润形成了较好的底部支撑。

图30：2024年厦门象屿造船业务营收同比+24.8%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图31：2024年厦门象屿造船业务毛利实现10.72亿元



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测：预计公司 2025 年归母净利润 17.41 亿元

营收预测：公司主业为大宗商品采购分销及物流服务。2024 年公司业务受到行业影响，业务有一定调整，假设 2025 年起公司大宗供应链业务逐渐恢复正常经营。

最终我们预计，公司 2025~2027 年营业收入分别 3766/3931/4114 亿元，同比分别 +2.72%/+4.37%/+4.66%。

表7：公司营收拆分及预测表

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	459035	366671	376630	393079	411416
YOY	-14.70%	-20.12%	2.72%	4.37%	4.66%
1 大宗商品采购分销及物流服务	446309	354700	363929	379085	396964
YOY	-15.53%	-20.53%	2.60%	4.16%	4.72%
2 其他主营业务收入	11099	11258	12060	13302	13759
YOY	34.58%	1.43%	7.13%	10.30%	3.43%
3 其他业务收入	1627	712	641	692	692

资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

利润预测：

归母净利润：假设公司未来三年毛利率企稳回升，我们最终预计 2025-2027 年公司归母净利润分别 17.41/20.18/23.37 亿元，同比分别+22.69%、+15.92%、+15.82%。

表8：简易盈利预测表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	459035	366671	376630	393079	411416
YOY	-14.70%	-20.12%	2.72%	4.37%	4.66%
营业成本	450213	358166	368499	384190	401756
毛利率	1.92%	2.32%	2.16%	2.26%	2.35%
归母净利润	1574	1419	1741	2018	2337
YOY	-40.31%	-9.86%	22.69%	15.92%	15.82%

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

4.2 估值与评级：首次覆盖，给予“增持”评级

根据前文盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别 17.41/20.18/23.37 亿元，同比分别+22.69%、+15.92%、+15.82%，对应每股收益分别为 0.62、0.72、0.83 元，5 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 11.08、9.55、8.25 倍。

分红比例相对较高，股息率具备较高投资价值。从估值情况看，当前公司估值水平不高，PE 及 PB 历史估值分位均处较低位置，具备较大估值修复空间。从分红情况看，假设厦门象屿仍能维持此前分红比例水平，对应股息率 4.37%，具备一定投资价值。综上所述，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

表9：大宗供应链企业盈利预测及估值汇总（截至 2025/5/26）

证券代码	公司简称	市值/亿元	归母净利润/亿元				PE				PB(LF)	
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	TTM	2025E	2026E		2027E
600153	建发股份	299	29.46	38.94	44.72	50.46	10.15	10.22	7.68	6.69	5.93	0.54
600057	厦门象屿	193	14.19	17.41	20.18	23.37	13.59	12.68	11.08	9.55	8.25	1.13
600755	厦门国贸	134	6.26	12.97	15.63	18.52	21.48	21.10	10.36	8.60	7.25	0.67
600704	物产中大	274	30.79	34.57	39.26	43.91	8.89	8.46	7.92	6.97	6.23	0.66
000906	浙商中拓	45	3.69	5.57	9.08	11.18	12.31	14.32	8.16	5.00	4.06	0.92

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：除厦门象屿为信达证券交运团队预测外，其余盈利预测均取自 iFind 一致预期

表10：大宗供应链企业历史估值分位（2013 年初至 2025.5.26）

分位情况（截至 2025.5.26）	建发股份	厦门象屿	厦门国贸	物产中大	浙商中拓
PE 估值分位	77.26	53.67	90.51	30.95	52.58
PB 估值分位	8.06	22.15	2.13	2.90	2.50

资料来源：iFind，信达证券研发中心

表11：厦门象屿历史分红数据以及 2025 年分红测算

600057.SH 厦门象屿	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
归母净利润 亿元	13.00	21.60	26.37	15.74	14.19	17.41
分红基准股本 亿股	21.57	21.57	22.54	22.68	22.33	28.06
现金分红总额 亿元	6.46	10.99	13.84	6.82	7.02	8.43
分红比例	49.7%	50.9%	52.5%	43.3%	49.5%	48.4%
每股股利 元/股	0.30	0.51	0.61	0.30	0.31	0.30
股息率 2024E 数据基于 2025 年 5 月 26 日收盘价	4.98%	6.00%	5.98%	4.48%	4.84%	4.37%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2025 年数据基于信达交运团队盈利预测，公司 2025 年预计分红比例参考 2022-2024 年三年平均分红比例。

5 风险因素

宏观经济不及预期风险：若宏观经济需求较疲弱，产业链经营活跃度下降，大宗商品需求可能也会减弱。

大宗商品价格波动风险：国际格局复杂演变，供需关系变化较快，地缘政治、自然灾害等多重不利因素扰动，大宗商品市场价格波动较大，我们预计或将对公司经营业绩有一定影响。

客商信用风险：若公司的交易方（供应商或下游客户）未能及时履行合约义务（供货、提货、付款等），对公司周转率会有一定影响，进而影响到业绩表现。

国际业务拓展风险：大宗供应链企业积极构建全球供应链网络服务体系，合作客商遍布全球。但不同国家和地区的政治环境、社会人文、经济环境等存在较大差异，公司国际化业务拓展可能会存在较大摩擦阻碍。

行业竞争加剧风险：供应链业务正处于快速发展阶段，行业竞争者均在积极转型拓宽产业链服务范围，行业集中度持续提升，未来行业竞争程度有望加剧。

分红比例不及预期：基于上市公司过去分红情况计算股息率，当前仍具备一定投资价值。若分红政策出现较大变化，比例下降较多或不分红，可能造成高分红收益兑现不及预期。

单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	110,833	98,200	103,315	106,270	112,053
货币资金	22,256	18,606	23,206	24,833	27,304
应收票据	531	483	492	513	549
应收账款	17,808	18,902	17,485	15,978	16,642
预付账款	30,179	19,889	20,562	21,515	22,498
存货	27,202	26,427	26,928	28,214	29,232
其他	12,856	13,894	14,641	15,217	15,828
非流动资产	18,872	25,672	25,983	26,305	26,513
长期股权投资	1,274	1,650	1,700	1,750	1,800
固定资产(合计)	10,130	10,361	10,471	10,563	10,546
无形资产	2,069	2,171	2,266	2,371	2,471
其他	5,399	11,490	11,546	11,621	11,696
资产总计	129,705	123,873	129,298	132,575	138,566
流动负债	88,013	84,480	84,613	86,002	89,757
短期借款	23,072	24,079	22,079	20,079	19,079
应付票据	28,765	30,184	31,015	32,443	34,038
应付账款	13,554	12,441	12,795	13,447	14,285
其他	22,622	17,776	18,724	20,034	22,356
非流动负债	4,500	4,664	4,782	4,842	4,953
长期借款	1,617	1,820	1,920	2,020	2,120
其他	2,883	2,844	2,862	2,822	2,833
负债合计	92,513	89,144	89,395	90,843	94,709
少数股东权益	16,351	10,907	11,405	12,195	13,111
归属母公司股东权益	20,841	23,822	28,498	29,537	30,746
负债和股东权益	129,705	123,873	129,298	132,575	138,566

单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	459,035	366,671	376,630	393,079	411,416
同比(%)	-14.7%	-20.1%	2.7%	4.4%	4.7%
归属母公司净利润	1,574	1,419	1,741	2,018	2,337
同比(%)	-40.3%	-9.9%	22.7%	15.9%	15.8%
毛利率(%)	1.9%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%
ROE%	7.6%	6.0%	6.1%	6.8%	7.6%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.51	0.62	0.72	0.83
P/E	12.25	13.59	11.08	9.55	8.25
P/B	0.93	0.81	0.68	0.65	0.63
EV/EBITDA	4.19	6.13	4.30	3.19	2.34

单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	459,035	366,671	376,630	393,079	411,416
营业成本	450,213	358,166	368,499	384,190	401,756
营业税金及附加	574	487	471	491	535
销售费用	1,937	2,215	2,071	2,280	2,468
管理费用	1,369	1,417	1,507	1,572	1,646
研发费用	127	96	104	157	165
财务费用	2,104	1,619	1,507	1,334	1,332
减值损失合计	-373	-307	-300	-300	-300
投资净收益	320	800	300	300	400
其他	-401	-949	127	440	467
营业利润	2,257	2,214	2,599	3,494	4,080
营业外收支	193	64	200	200	200
利润总额	2,450	2,278	2,799	3,694	4,280
所得税	136	387	560	887	1,027
净利润	2,314	1,891	2,239	2,808	3,253
少数股东损益	740	472	498	790	916
归属母公司净利润	1,574	1,419	1,741	2,018	2,337
EBITDA	4,999	3,741	4,906	5,637	6,285
EPS(当年)(元)	0.63	0.48	0.62	0.72	0.83

单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,587	5,604	5,609	6,010	6,024
净利润	2,314	1,891	2,239	2,808	3,253
折旧摊销	956	1,013	600	608	672
财务费用	1,737	1,208	1,386	1,282	1,205
投资损失	-320	-800	-300	-300	-400
营运资金变动	252	1,028	1,293	1,362	1,044
其它	646	1,265	391	250	250
投资活动现金流	-924	1,764	-635	-630	-480
资本支出	-1,139	-1,369	-706	-690	-590
长期投资	138	2,841	-100	-250	-300
其他	77	292	170	310	410
筹资活动现金流	-841	-10,175	-403	-3,783	-3,112
吸收投资	7,294	5,108	3,180	0	0
借款	9,534	1,210	-1,900	-1,900	-900
支付利息或股息	-4,254	-2,743	-2,257	-2,291	-2,373
现金流净增加额	3,853	-2,815	4,601	1,627	2,471

研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。