厦门象屿（600057.SH）

大宗商品供应链服务商，创效赋能分享增值

公司评级	买入
当前价格	6.48 元
合理价值	8.36 元
报告日期	2020-11-26

核心观点：

- **厦门象屿是一家综合供应链服务商。**近年来随着大宗商品贸易对供应链精细化管理的要求明显提高，公司积极从贸易商向供应链运营商转型。盈利来源由“价差”向“服务费”模式转变，经营风险大幅降低，市场或将逐步向专业化且有信誉的供应链运营企业集中。
- **实际控制人系厦门市国资委，股权激励方案完善长效激励机制。**2011年，象屿集团整合旗下贸易和物流资产借壳上市。上市以来，公司深耕农产和大宗商品供应链，风控、规模与周转效率构筑三重竞争优势。
- **象屿农产：积极探索农产品全流程服务，国储业务提升盈利。**后临储时代，公司积极转型并深度介入农业生产的产前、产中、产后，提供生产要素参与生产环节、利用物流仓储网络、分销体系负责流通环节的运营。公司深耕北粮南运物流体系，玉米价格回升带动业绩改善。
- **象道物流：重点布局大宗品集散区域，提升网络效应与协同价值。**象道物流在北粮南运、北煤南运、铝产业链产品跨省流通等物流线路上进行重点布局，与公司原有供应链业务协同，有望进一步盘活资产。
- **虚拟钢厂模式连接产业链上下游，创效赋能分享增值。**通过搭建供应链服务平台，象屿致力于解决原材料供应不稳定、价格不透明的问题，象屿与钢厂共享增值收益。长期看，这一模式或有望沿着市场容量大的大宗商品产业链进行上下游延伸。
- **盈利预测与投资建议：**预计 20-22 年归母净利分别为 12.9/15.5/18.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.60、0.72、0.87 元/股，按最新收盘价计算 PE 分别为 10.9x、9.0x、7.5x。综合考虑可比公司估值及象屿领先的成长性带来估值溢价，给予对应 2020 年 14 倍 PE，合理价值为 8.36 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**大宗市场波动剧烈；临储政策风险；供应链业务管控风险。

盈利预测：

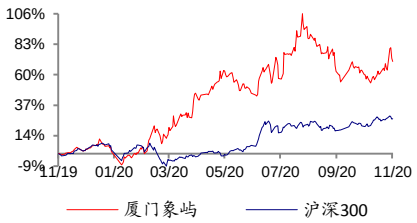
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	234,008	272,412	330,813	386,232	437,803
增长率（%）	15.1	16.4	21.4	16.8	13.4
EBITDA（百万元）	3,249	3,969	4,710	5,447	6,291
归母净利润（百万元）	998	1,106	1,289	1,550	1,875
增长率（%）	39.7	10.8	16.5	20.3	21.0
EPS（元/股）	0.46	0.51	0.60	0.72	0.87
市盈率（P/E）	9.04	8.10	10.85	9.02	7.46
ROE（%）	8.2	8.1	8.7	9.5	10.3
EV/EBITDA	5.61	4.40	5.05	4.36	3.86

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2157.45/2157.45
总市值/流通市值（百万元）	13980/13980
一年内最高/最低（元）	7.85/3.64
30 日日均成交量/成交额（百万）	28.99/184.18
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-9.12/4.56

相对市场表现



分析师：徐君
SAC 执证号：S0260520100003
021-38003620
xjun@gf.com.cn
分析师：郭镇
SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
021-38003639
guoz@gf.com.cn

请注意，徐君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。

目录索引

一、大宗商品供应链龙头公司，向供应链综合服务商转型.....5
（一）大宗供应链龙头，推广全程供应链服务模式.....5
（二）全程供应链服务模式转型，业务拓展带动营收高增长.....6
（三）实际控制人系厦门市国资委，股权激励方案完善长效激励机制.....8
二、大宗商品供应链面临格局切换契机.....9
（一）大宗商品贸易对供应链精细化管理的要求将明显提高.....9
（二）龙头企业具备规模、周转和风控三重优势.....11
（三）拓展模式沿市场容量大的大宗商品产业链上下延伸.....14
（四）创新虚拟钢厂模式，共享增值收益.....15
三、象屿农产：近水楼台稳定粮源，北粮南运体系完善.....17
（一）积极探索农产品全流程服务，国储业务提升盈利.....17
（二）短期玉米行情复苏，区域性供需错配带来物流空间.....19
四、象道物流：切入铁路物流服务，把控核心物流节点.....21
五、盈利预测与投资建议.....24
六、风险提示.....26

图表索引

图 1: 厦门象屿的业务由早期的贸易、综合物流转型为供应链综合服务.....5
图 2: 象屿农产的全程供应链服务模式.....6
图 3: 厦门象屿营收拆分（亿元）.....6
图 4: 2011-2014 年厦门象屿营收变化.....6
图 5: 象屿股份早期贸易与物流业务营收情况（百万元）.....6
图 6: 厦门象屿的盈利模式从贸易业务逐渐向供应链服务业务转变.....7
图 7: 2016-2019 年 A 股主要供应链公司的总营收和归母净利的增速情况.....7
图 8: 厦门象屿总营收（亿元）.....8
图 9: 厦门象屿归母净利润（亿元）.....8
图 10: 厦门市国资委为厦门象屿的实际控制人.....8
图 11: 2012 年-2019 年大宗商品价格指数.....9
图 12: 大宗供应链公司单季度营收同比增长率.....9
图 13: 大宗供应链服务商经营业绩与第二产业 GDP 增速相关性更强.....10
图 14: 大宗供应链运营商行业的集中度较低.....10
图 15: 2014 年开始 CR4 营收增速高于其他公司.....10
图 16: 厦门象屿与同业公司的存货周转率（次/年）.....11
图 17: 厦门象屿与同业公司的总资产收益率.....11
图 18: 厦门象屿与同业公司的资产周转率（次/年）.....11
图 19: 厦门象屿与同业公司毛利率情况（%）.....12
图 20: 2019 年厦门象屿各业务毛利率（%）.....12
图 21: 厦门象屿的风控体系.....13
图 22: 2019 年厦门象屿及同业公司资产减值损失占营业利润的比例（%）.....13
图 23: 厦门象屿资产减值损失占净利润、营业利润比例.....13
图 24: 厦门象屿与同业公司 2020 年平均超短融资券利率对比（截至 2020 年 11 月）.....14
图 25: 厦门象屿与同业公司流动比率.....14
图 26: 钢铁、有色金属、煤炭等大宗品产业链.....14
图 27: 2019 年我国各类大宗品产量（万吨）.....15
图 28: 象屿供应链相关业务发展历程.....15
图 29: 厦门象屿的虚拟钢厂模式运作流程.....17
图 30: 2020H1 虚拟钢厂业务占公司目前收入、净利润的比例.....17
图 31: 象屿农产国储业务期末库存.....18
图 32: 国储业务毛利率远高于其他业务（%）.....18
图 33: 象屿农产经营模式.....18
图 34: 黑龙江各市 2018 年农林牧总产值及农业产值.....19
图 35: 黑龙江各市 2018 年玉米、水稻播种面积.....19
图 36: 象屿农产的营业收入情况（亿元）.....19
图 37: 象屿农产的净利润情况（亿元）.....19
图 38: 玉米、小麦、稻米价格（元/吨）.....20

图 39: 玉米产量、国内消费与净进口（百万吨）.....20
图 40: 玉米期末库存（千吨）.....20
图 41: 国内玉米各用途消费量占比.....20
图 42: 厦门象屿物流网络布局.....21
图 43: 象道物流提升公司盈利.....22
图 44: 象道物流分业务经营货量（万吨）.....23
图 45: 厦门象屿物流与大宗协同效应测算（亿元）.....23
图 46: 厦门象屿固定资产期末价值（亿元）.....23
图 47: 厦门象屿当期资本开支（亿元）.....23
图 48: 象道物流营收情况（亿元）.....24
图 49: 象道物流净利润情况（亿元）.....24

表 1: 厦门象屿股权激励计划梳理.....9
表 2: 象道物流业务与公司采购分销业务协同效应测算（亿元）.....22
表 3: 厦门象屿营收、毛利预测（单位：亿元）.....25
表 4: 供应链公司 PE\PB 估值情况可比（股价统计截至 2020 年 11 月 26 日收盘）.....26

一、大宗商品供应链龙头公司，向供应链综合服务商转型

（一）大宗供应链龙头，推广全程供应链服务模式

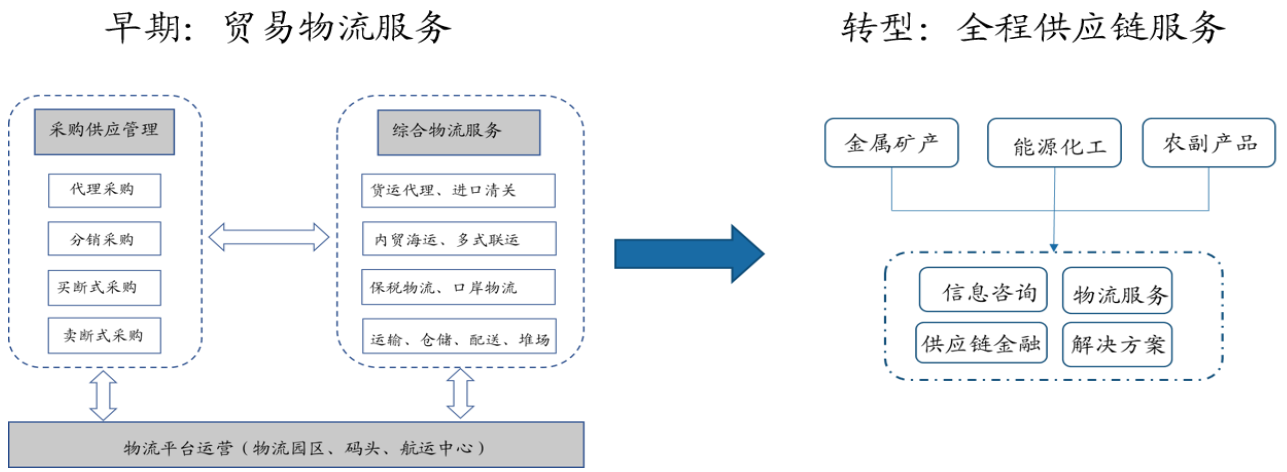
厦门象屿股份有限公司是一家经营大宗商品采购分销及物流服务、供应链综合服务以及物流园区开发运营的公司。母公司厦门象屿集团于1995年成立，最初作为象屿保税区的开发商负责保税区开发建设，陆续开展了贸易、物流、建设、地产、金融等多项业务。2008年象屿集团整合集团下供应链相关业务成立厦门象屿股份有限公司，并通过认购原夏新电子股份有限公司定向发行股份将优质资产注入夏新电子，实现上市。

传统贸易商转型全程供应链服务商，依靠物流网络、渠道信息、资金等开展业务。厦门象屿早期以贸易业务起家，兼做综合物流服务以及物流平台的运营。**后来逐步转型成为供应链综合服务提供商，整合商流、物流、资金流、信息流资源，为客户提供包括信息咨询、物流仓储、供应链资金、解决方案等服务，承担供应链外包业务并收取相应的服务费。**公司涉及的主要经营品种包括农副林产品（玉米、小麦以及部分食品原料、饲料原料等）、金属矿产（钢铁、铝等）、能源化工（煤炭、塑料化工产品PP、PE、PVC等）。

以农产品供应链为例，象屿业务向上游农机服务以及下游采购分销拓展。农产品供应链领域，公司依托东北等产粮大省的粮仓基地，以粮食仓储为切入点，沿农副产品的产业链进行上下游延伸，形成成熟的农产品全链条服务模式。

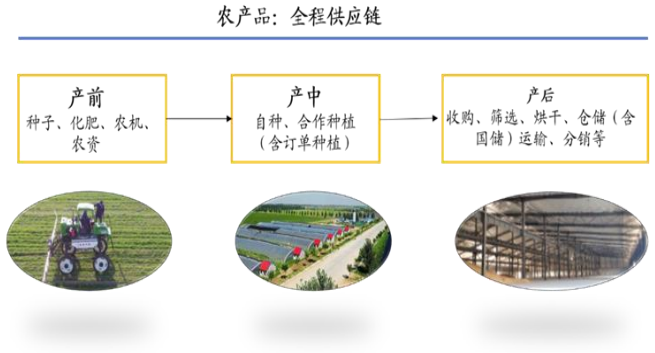
公司向供应链综合服务商转型的举措取得显著成效，荣获2019中国物流企业50强第2名，2020《财富》世界500强第298位。

图1：厦门象屿的业务由早期的贸易、综合物流转型为供应链综合服务



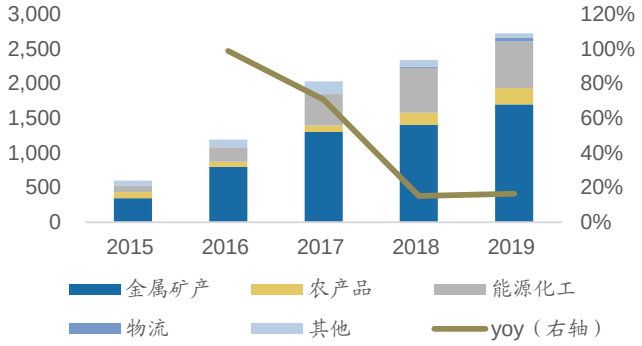
数据来源：《*ST 夏新发行股份购买资产暨关联交易报告书》，广发证券发展研究中心

图2：象屿农产的全程供应链服务模式



数据来源：2019 年公司年报，广发证券发展研究中心

图3：厦门象屿营收拆分（亿元）



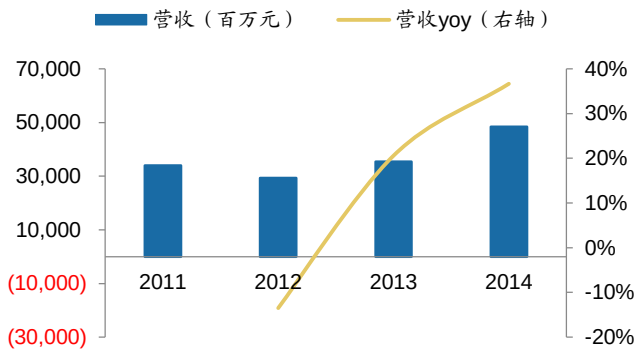
数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

（二）全程供应链服务模式转型，业务拓展带动营收高增长

公司早期的贸易业务包括自营与代理两种模式，两种模式均不涉及增值服务，区别在于上游货源和下游客户是否可控。

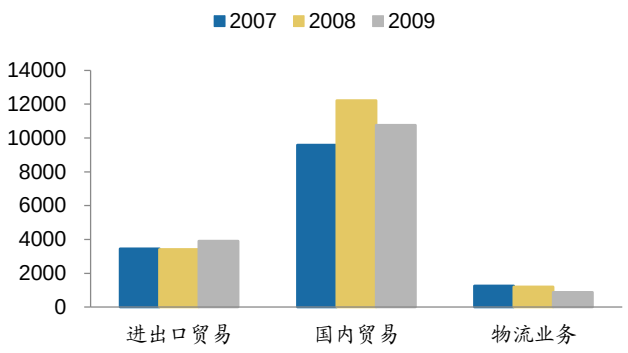
代理模式不涉及增值服务而主要依赖于公司渠道优势收取服务费，利润率水平低。自营模式下，公司主要赚取分销价差以及利差，即通过上游厂商给分销商所提供的产品价格优惠、长期合作的货源供应商提供的采购价格优惠赚取产品价格波动差价。

图4：2011-2014年厦门象屿营收变化



数据来源：《*ST 夏新发行股份购买资产暨关联交易报告书》，广发证券发展研究中心

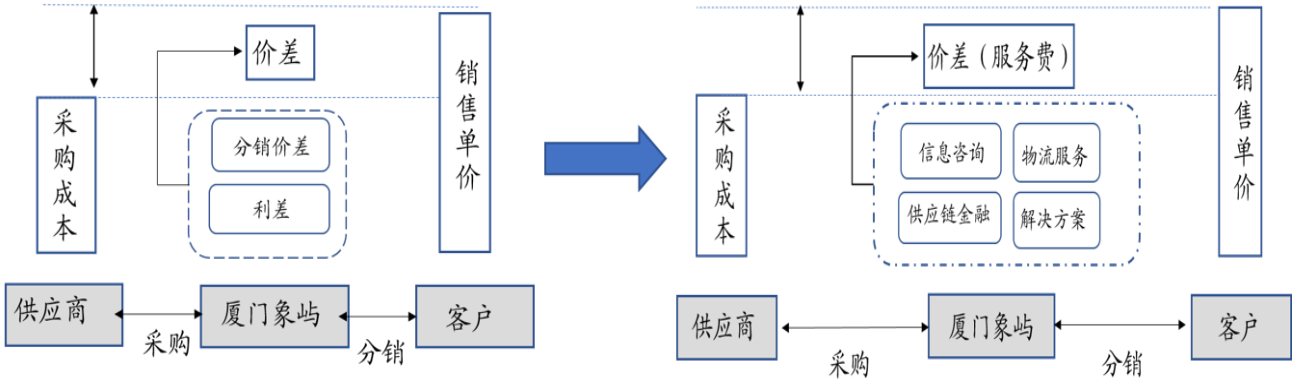
图5：象屿股份早期贸易与物流业务营收情况（百万元）



数据来源：《*ST 夏新发行股份购买资产暨关联交易报告书》，广发证券发展研究中心

供应链综合服务业务提供多项增值服务，并通过收取服务费实现盈利。不同于早期的贸易业务，供应链服务提供商赚取的并非是价差而是增值服务产生的费用。在对供应厂商和客户采用双向货值结算的情况下，这种服务费用体现为两次结算的差值，通常按照货物金额或货量的一定比例收费，从而使得大宗商品价格变动带来的影响可以得到有效控制。

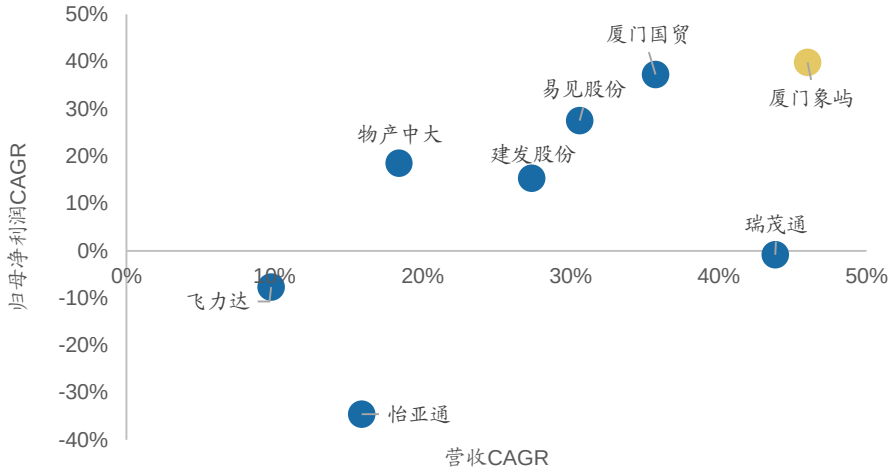
图6：厦门象屿的盈利模式从贸易业务逐渐向供应链服务业务转变



数据来源：《*ST 夏新发行股份购买资产暨关联交易报告书》，2019 年公司年报，广发证券发展研究中心

伴随全程供应链转型，公司业务范围拓展，为农户提供农资服务，开展合作种植模式，布局核心物流资产开展铁路物流业务，搭建数字化平台发挥数据价值提供咨询服务。营收与归母净利润呈现高增长。2016-2019年厦门象屿的总营收平均增长46.02%，归母净利润平均增长39.88%，在A股主要的供应链企业中遥遥领先，呈现较好的成长性。

图7：2016-2019年A股主要供应链公司的总营收和归母净利的增速情况

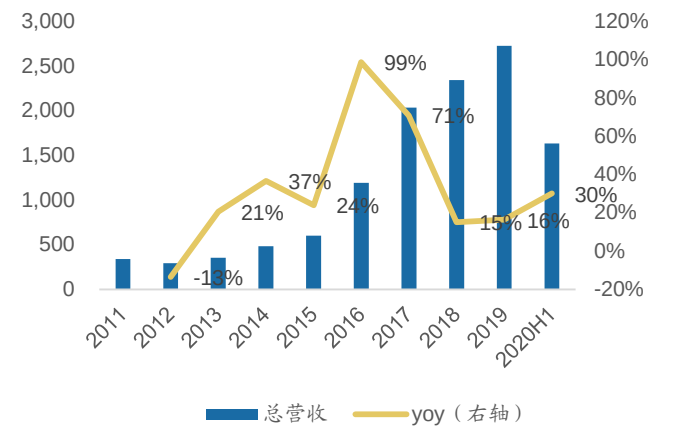


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

疫情期间业绩逆势上涨。2020年疫情的爆发阻塞了大宗商品企业采购分销渠道，公司抓住机遇开拓市场，上半年营收同比增长达30%。目前来看，大宗商品相关业务贡献了公司净利润的主要部分，而物流业务仍处于快速发展之中，在资本开支趋缓后或有望迎来业绩放量。

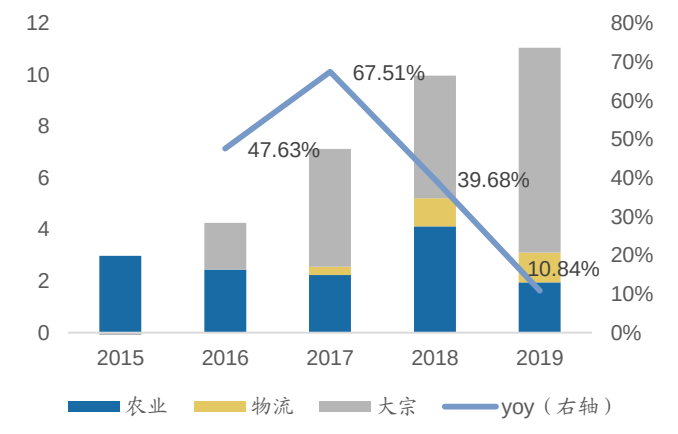
经营模式转变，未来或有望打开量利齐升空间。从轻资产贸易模式到逐渐布局物流资产卡位大宗品集散核心枢纽，公司业务沿上下游延伸和供应商客户形成更加稳固紧密的合作关系。采购分销业务为物流业务导流，是公司发展全程供应链拓展经营范围的重要切入点，物流业务提升公司盈利水平的同时，深化公司核心竞争力对供应链服务形成正向反馈。

图8：厦门象屿总营收（亿元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图9：厦门象屿归母净利润（亿元）



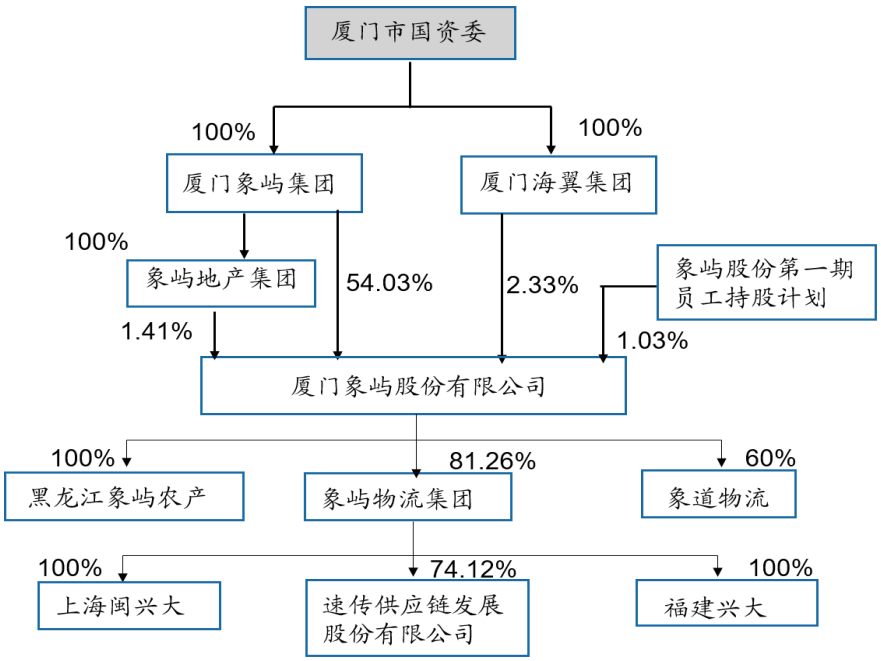
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：各业务归母净利润经测算得到

（三）实际控制人系厦门市国资委，股权激励方案完善长效激励机制

厦门市国资委同时通过厦门海翼集团（主要经营管理授权范围内的国有资产）、厦门象屿集团合计持有厦门象屿57.77%股份，为象屿股份实际控制人。董事长张水利自1994年加入厦门象屿国际贸易发展有限公司以来，在上市公司和集团控股多个公司有过任职经历，2015年起担任象屿股份董事长。

图10：厦门市国资委为厦门象屿的实际控制人



数据来源：wind，2020 年公司三季报，广发证券发展研究中心

股权激励方案出台，进一步完善公司长效激励机制。2020年3月，厦门象屿董事会通过股份回购方案，拟通过集中竞价交易的方式回购公司股份以用于股权激励方

案，回购金额不低于0.7亿元，不超过1.4亿元。股权激励方案的推出有利于进一步完善长效激励机制，为公司发展注入新活力。2020年11月，公司公告股权激励计划草案，计划向激励对象授予4279.57万份股票期权，2171.06万股公司限制性股票，股票期权行权价格为6.21元/股，限制性股票授予价格为3.73元/股。

表1：厦门象屿股权激励计划梳理

行权期	行权/解除限售比例	业绩考核目标
第一个行权期	30%	（1）以 2019 年度营业收入为基准，2021 年度营业收入增长率不低于 40%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平；（2）2021 年度每股收益不低于 0.60 元/股（限制性股票解锁条件：2021 年度每股收益不低于 0.54 元/股），且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平；（3）2021 年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%；
第二个行权期	30%	（1）以 2019 年度营业收入为基准，2022 年度营业收入增长率不低于 50%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平；（2）2022 年度每股收益不低于 0.71 元/股（限制性股票解锁条件：2022 年度每股收益不低于 0.60 元/股），且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平；（3）2022 年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%；
第三个行权期	40%	（1）以 2019 年度营业收入为基准，2023 年度营业收入增长率不低于 61%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平；（2）2023 年度每股收益不低于 0.86 元/股（限制性股票解锁条件：2023 年度每股收益不低于 0.66 元/股），且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平；（3）2023 年度主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%；

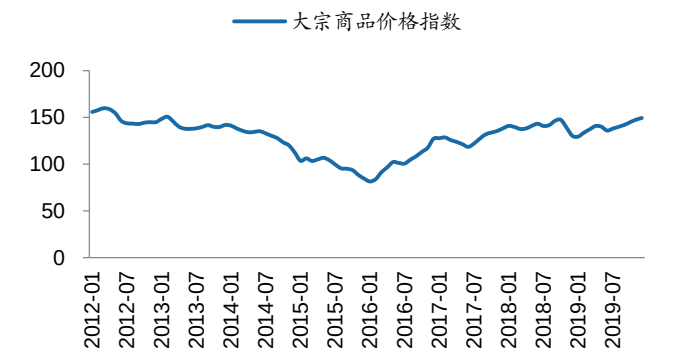
数据来源：《厦门象屿股权激励计划（草案）》，广发证券发展研究中心

二、大宗商品供应链面临格局切换契机

（一）大宗商品贸易对供应链精细化管理的要求将明显提高

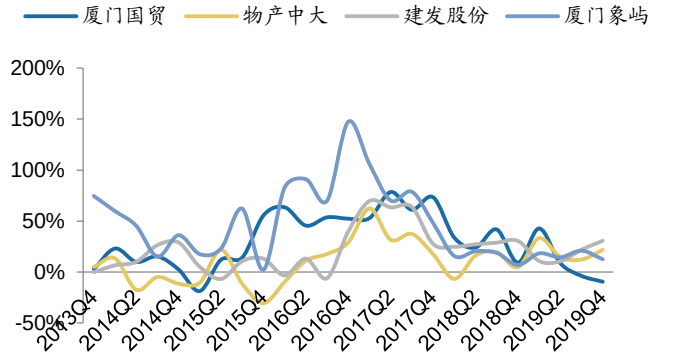
2000-2010年之间，我国经济增长迅速带来庞大的大宗商品贸易需求；2013年-2015年，受需求下行的影响大宗商品价格明显下跌，当时的大宗商品贸易商由于自营博差价的经营模式而受到价格下跌的较大冲击，营收增速有所放缓。

图11：2012年-2019年大宗商品价格指数



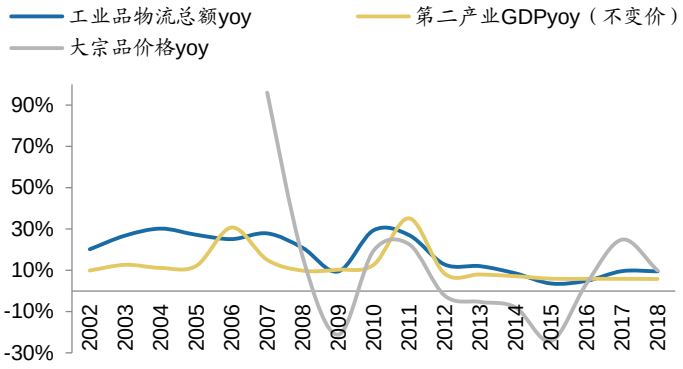
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图12：大宗供应链公司单季度营收同比增长率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图13：大宗供应链服务商经营业绩与第二产业GDP增速相关性更强

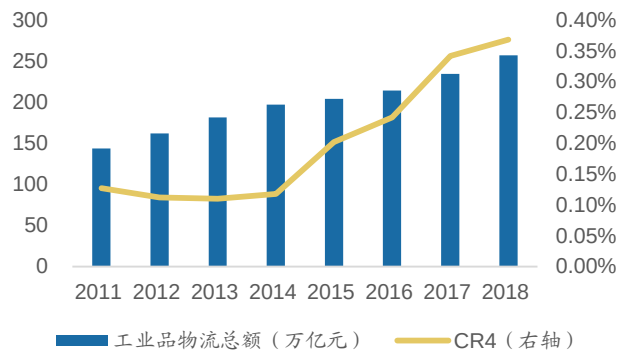


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

未来随着中国经济的转型，大宗商品的投机功能或将降低，博差价的贸易商将逐渐离场，大宗供应链服务商开展集成式供应链增值服务，服务商的经营业绩更多依赖于规模扩张经营货量增加而非经营货品价格（锁定价格平抑价格波动）。新模式下，对供应链精细化管理的要求将明显提高，市场或将逐步向专业化且有信誉的供应链运营企业集中。

供应链运营与传统自营贸易的主要区别在于盈利来源的差异。传统的自营贸易商不涉及到加工增值服务，主要通过低价买入高价卖出的模式赚取差价获利。自营贸易商多通过对未来价格的预判提前囤货、届时按照市场价出售以获利。盈利模式决定了传统贸易商较少锁定下游价格，面临较大风险敞口。而供应链运营商则通过提供供应链服务获取合理的“服务费”，所有采购都提前锁定下游订单与价格，并要求缴纳保证金，敞口风险较为有限。

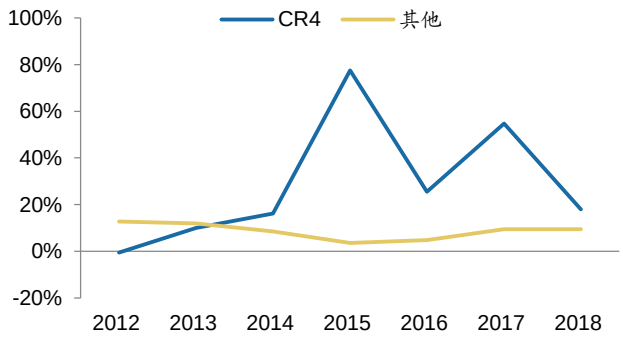
图14：大宗供应链运营商行业的集中度较低



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：CR4 包括厦门象屿、厦门国贸、建发股份、物产中大，仅统计供应链部分收入

图15：2014年开始CR4营收增速高于其他公司



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：CR4 包括厦门象屿、厦门国贸、建发股份、物产中大，仅统计供应链部分收入

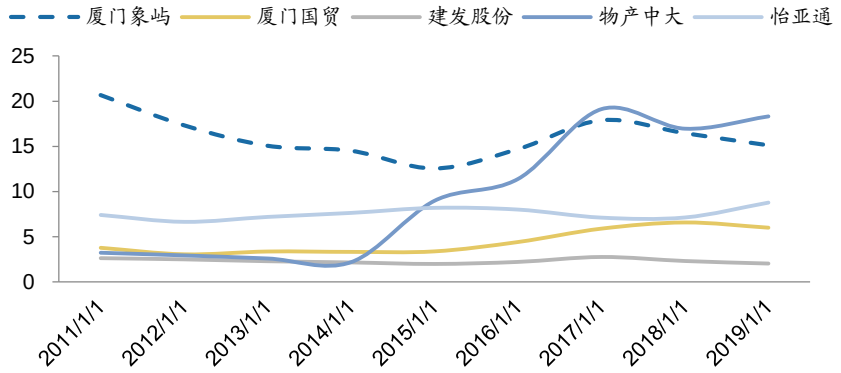
（二）龙头企业具备规模、周转和风控三重优势

我们认为，未来供应链行业龙头的更快增长，源于三方面的优势：**周转更快，运营效率更高；风控能力更强，风险损失更小；龙头规模更大，具有更明显的采购价格优势和资金成本优势。**

供应链企业的本质是为制造业企业提供物资供应服务，而不是囤积商品赚取价差。因此库存商品周转越快，说明企业经营效率越高，越能体现供应链服务的本质。厦门象屿存货中价值占比最大的为供应链运营的大宗商品（2019年约为90%），存货周转率稳居高位，经营效率领先同业。

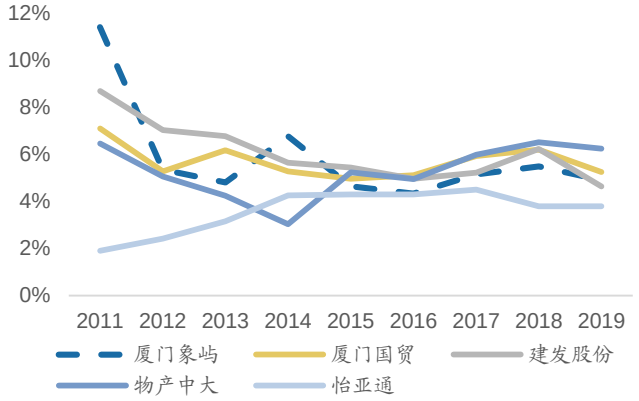
核心重资产布局撬动网络效应，2015年后总资产周转率稳步提升。2015年之后公司大规模的资本开支并未影响到总资产周转率，相反公司周转经营效率出现较大幅提升，侧面证明关键物流节点的布局优化了整体经营状况、网络效应得以更充分发挥。大宗供应链行业靠近制造端而远离销售前端，B端客户对于价格更敏感、行业内公司普遍销售净利率较低，因此高资产周转率并未带来高资产收益率。

图16：厦门象屿与同业公司的存货周转率（次/年）



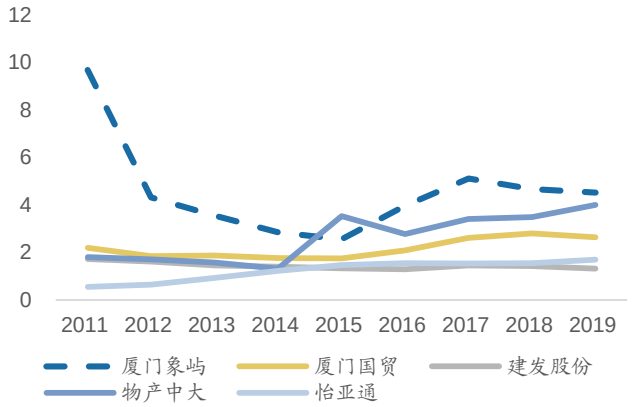
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图17：厦门象屿与同业公司的总资产收益率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

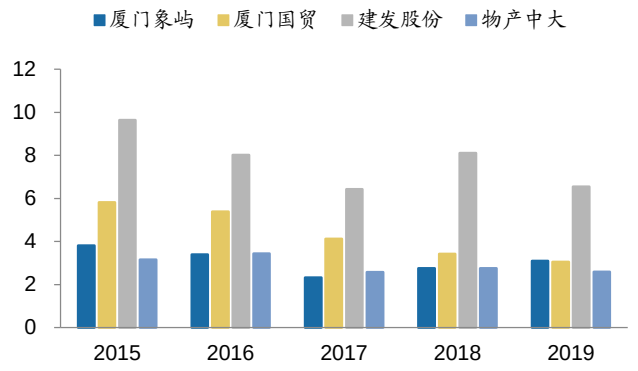
图18：厦门象屿与同业公司的资产周转率（次/年）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

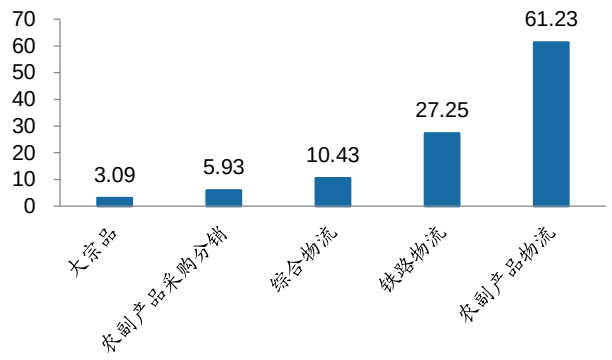
毛利率偏低可能是周转加快所致。供应链企业的毛利主要来自物流和融资服务，而融资带来的毛利与融资时间正相关。周转越快，供应链服务的毛利率越低。近年来厦门象屿毛利率稳定在2%~4%之间，考虑到未来物流业务规模扩张，占据区位优势的公司议价权或有所提升，公司整体的毛利率水平或有望抬升。

图19：厦门象屿与同业公司毛利率情况（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图20：2019年厦门象屿各业务毛利率（%）



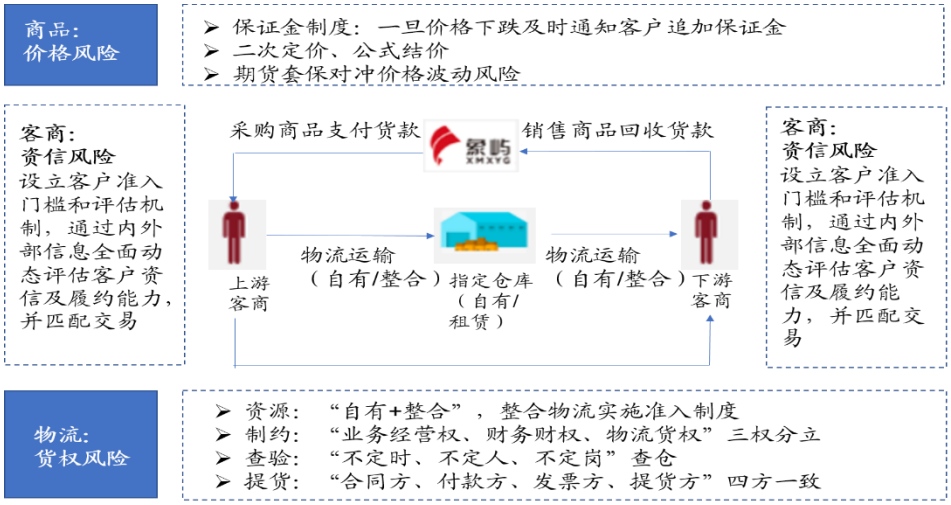
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：农副产品物流业务为国储业务，提供粮食代收代储并收取国家补贴，享有高溢价

大宗商品供应链行业（除仅收取服务费的企业之外）由于存在交易环节多、融资功能强的特点。在具体业务开展中，象屿搭建了严格的全面风控制度，从服务对象、服务流程多维度把控风险，建立起三道风险管理防线：第一道业务部门，第二道总部职能部门，第三道总部审计部门，形成环环相扣的风控体系。

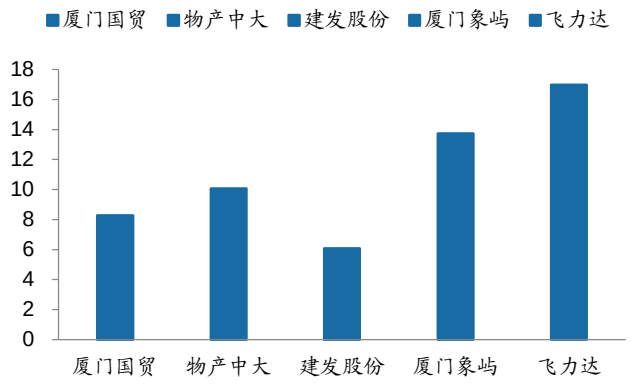
厦门象屿采取的风控措施重点应对商品价格风险、客户资信风险以及物流货权风险：采用公式结价、套保对冲应对价格变动带来的市场风险；坚持服务制造业企业减少和贸易流通商交易、设置客户准入门槛及评估机制、坚持保证金制度应对信用风险；外包物流实施准入制度、对于仓库商品实施“不定时、不定人、不定岗”查仓、虚拟钢厂业务只经营高适销高流动性商品严格把控货权。此外，针对大宗品市场行情波动大的风险，公司采取业务分散，同时经营能源化工、金属矿产、农副林产品多品类，并严格控制单一品类业务经营规模占比，以此分散风险。以风控体系作为基石，厦门象屿资产减值损失占营业利润及净利润比例不断下降，经营状况颇为稳健。

图21：厦门象屿的风控体系



数据来源：2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

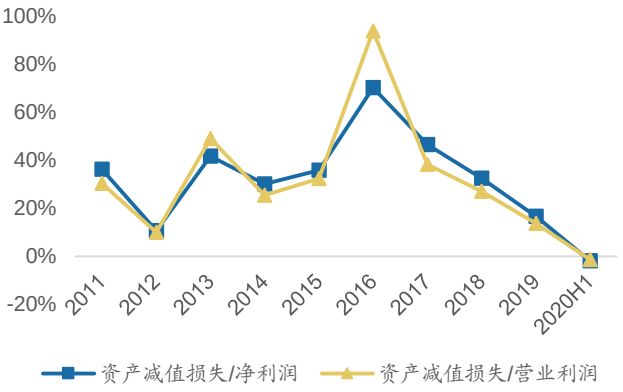
图22：2019年厦门象屿及同业公司资产减值损失占营业利润的比例（%）



数据来源：wind，2019 年公司年报，广发证券发展研究中心

注：资产减值损失包括信用减值损失科目

图23：厦门象屿资产减值损失占净利润、营业利润比例

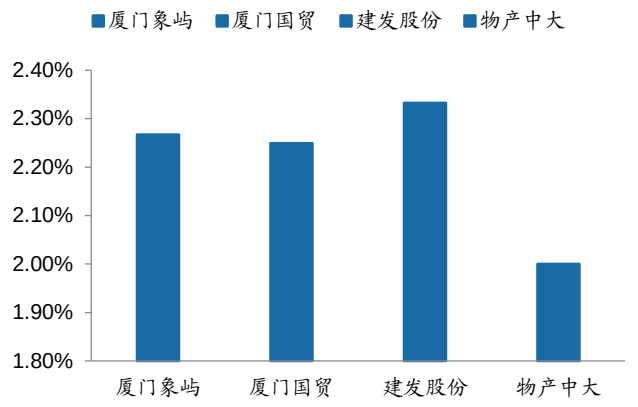


数据来源：wind，公司年报，2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

注：资产减值损失包括信用减值损失科目

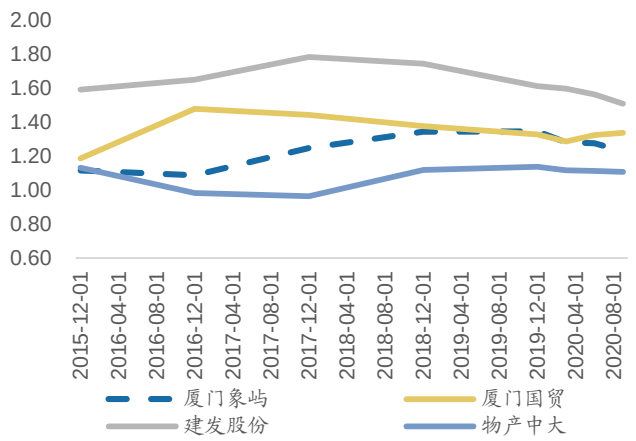
采购规模大，使得龙头企业具有采购价格优势和融资成本优势。中小制造企业采用供应链服务，能有效缓解资金紧张、降低财务费用。今年以来，公司多次发行超短期融资券，短期偿债能力保持稳定。公司积极探索向供应链金融服务平台转型，通过撮合交易收取服务费，实现资产出表以规避风险。

图24：厦门象屿与同业公司2020年平均超短融资券利率对比（截至2020年11月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图25：厦门象屿与同业公司流动比率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（三）拓展模式沿市场容量大的大宗商品产业链上下延伸

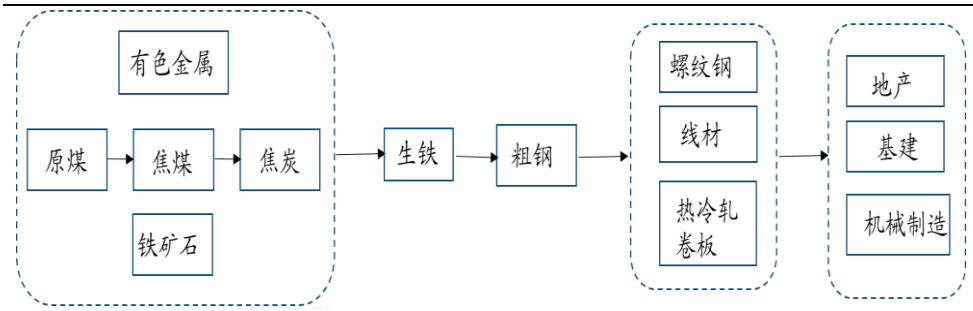
从业务的拓展方向上看，未来供应链龙头有望沿着市场容量大的大宗商品产业链进行上下延伸。一方面，市场容量大的商品才能提供足够发展空间，做大规模才能充分发挥头部企业的资金、渠道、物流、风控、管理等优势。

对供应链企业而言，供应链在现有品类上的竞争优势，也能用在相似品类上。举例来看，钢材业务的竞争优势能用在有色金属上，铁矿石业务的竞争优势能用在其他矿石上，化工品的竞争优势能用在石油上。

另一方面，进入上下游企业、拓展上下游品类。供应链企业可以利用既有客户和渠道，拓展产业链上下游的相关品类，实现纵向扩张。举例来看，对于同一家企业，可以既做原材料进向供应链，又做产成品销向供应链；可以既做钢材进向供应链，又做有色金属、化工等进向供应链；可以既做现有客户供应链，又做上下游客户供应链。

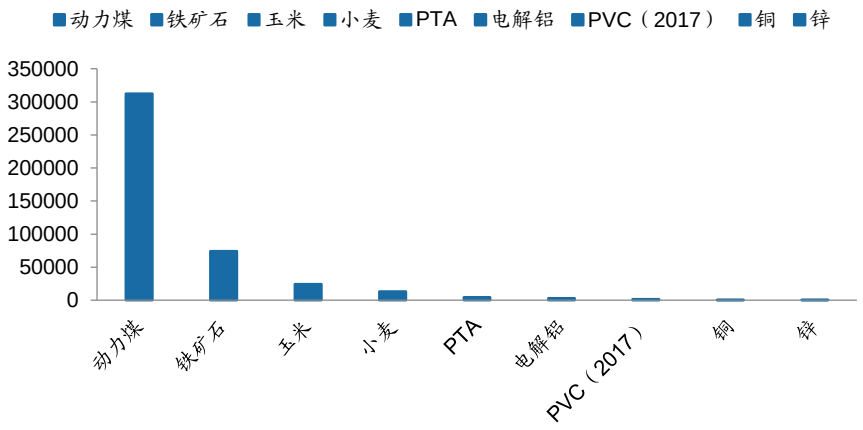
对供应链企业而言，做全程供应链能更加了解企业真实经营情况，降低信息不对称风险。供应链提供物流、信息、金融、贸易等综合服务，为客户整合资源、规划方案，降低成本、提高效率、嵌入整条产业链，为上下游企业提供全程供应链服务。

图26：钢铁、有色金属、煤炭等大宗品产业链



数据来源：广发证券发展研究中心

图27：2019年我国各类大宗品产量（万吨）

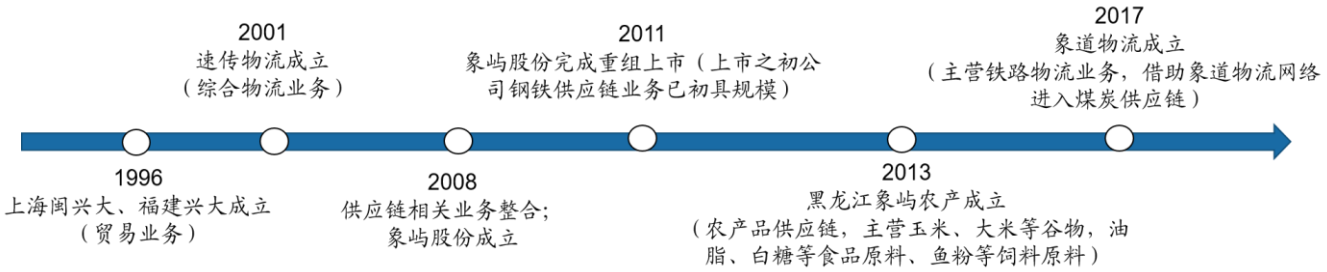


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

目前，厦门象屿的业务沿供应链上下游纵向延伸，已经陆续进入大宗供应链、农产品供应链、铁路物流领域。2008年厦门象屿股份有限公司成立，控股上海闽兴大国际贸易有限公司、福建兴大进出口贸易有限公司、厦门速传物流发展股份有限公司，其中速传物流主要经营国际运输代理业务、仓储加工分拨及物流供应链管理等综合物流业务，上海闽兴大与福建兴大主营进出口商品贸易业务。

2013年，公司出资四亿元与合作方穆海鹏、穆明倩（持有在黑龙江地区从事粮食收购、仓储物流、种植、深加工及配套等业务的多家主体的控股股权）合资设立黑龙江象屿农业物产有限公司，正式引入农产品供应链业务。2017年，公司出资6亿元与厦门五店港物流供应链有限公司共同出资成立厦门象道物流有限公司。象道物流的铁路物流体系与公司已有的港口、园区、航运等物流体系具备较好的协同效应，提升了多式联运能力，公司的物流业务得以快速发展。历经十多年发展，公司经营规模不断扩大，目前已形成象屿农产、象道物流、大宗商品等三项主营业务。

图28：象屿供应链相关业务发展历程



数据来源：公司官网，2012、2013、2017 年公司年报，《*ST 夏新发行股份购买资产暨关联交易报告书》，广发证券发展研究中心

（四）创新虚拟钢厂模式，共享增值收益

虚拟钢厂模式创造共赢。虚拟钢厂模式是公司经营金属矿产供应链业务开拓的全新模式，与一般金属矿产采购分销业务的区别在于多了一个环节——入场监管。虚拟钢厂模式下，公司负责从原材料采购、派驻管理团队进入工厂现场监管到产成

品分销的全部流程，是全程供应链服务模式的具体体现，公司金属矿产业务规模迎来新的增长点。

钢铁的下游较为分散，但是上游集中度较高，导致下游企业在交易、议价方面处于较弱势地位，上游分销渠道不够畅通，供应链整体效率一般。通过搭建供应链服务平台为整条供应链增值，象屿致力于解决原材料供应不稳定、价格不透明以及采销渠道不畅通的问题。通过增值服务，实现双方共赢，象屿与钢厂共享增值收益。

虚拟钢厂模式的主要环节包括三个部分：原辅材料、产成品以及入场监管，整个运作流程如下：

（1）产业项目鉴别：虚拟钢厂项目实施之前要对工厂进行深入分析鉴别

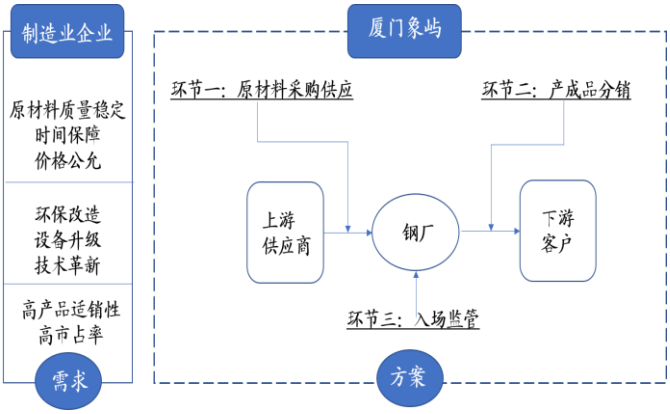
（2）原辅材料采购：完成项目评估并决定进入之后，象屿全权负责工厂原辅材料采购供应，享有原辅材料所有权并负责配送运输

（3）入场监管：优势互补，利用虚拟钢厂的技术水平优势以及现成的生产设备、场地、丰富的生产经验，同时象屿派驻管理团队入场监管，形成对生产流程的全方位把控降低风险

（4）产成品销售：虚拟工厂生产完成之后将产成品质押给象屿，由象屿负责分销。公司针对虚拟钢厂推行严格的风控体系，一般选取流通能力强、易变现、市场空间大的大宗品展开业务，并且确保经营产品可通过自有渠道快速销售、把握交易过程中的货权。

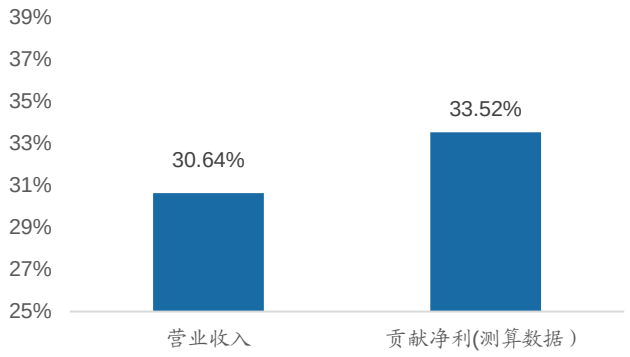
“全程供应链管理服务”的业务上半年贡献营收大概500亿元，同比增长超40%，参与的钢厂项目包括西王特钢、德龙钢铁等，根据已经运作成熟的虚拟钢厂项目来看，净利润率基本可达到0.6%。

图29：厦门象屿的虚拟钢厂模式运作流程



数据来源：2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

图30：2020H1虚拟钢厂业务占公司目前收入、净利润的比例



数据来源：2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

虚拟钢厂项目创新经营方式，进一步打开钢铁供应链业务发展空间。虚拟钢厂作为公司开创性模式，是公司下一步布局的重点，公司在推进虚拟钢厂经营范围扩大的同时也在不断淘汰经营效益不好的项目，集中资源经营更优质的项目。

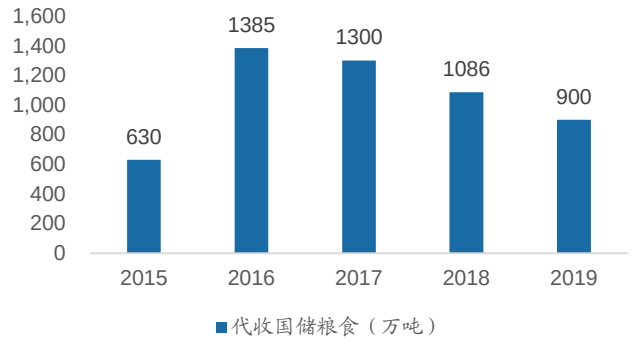
三、象屿农产：近水楼台稳定粮源，北粮南运体系完善

（一）积极探索农产品全流程服务，国储业务提升盈利

引入经验丰富的合作方设立象屿农产进入农产品供应链业务，并最终实现全资控股。2013年9月公司出资4亿元与合作方穆海鹏、穆明倩合资设立黑龙江象屿农业物产有限公司，公司持股比例80%。2018年公司完成对黑龙江象屿农业物产有限公司20%的股权收购，象屿农产成为公司全资子公司。

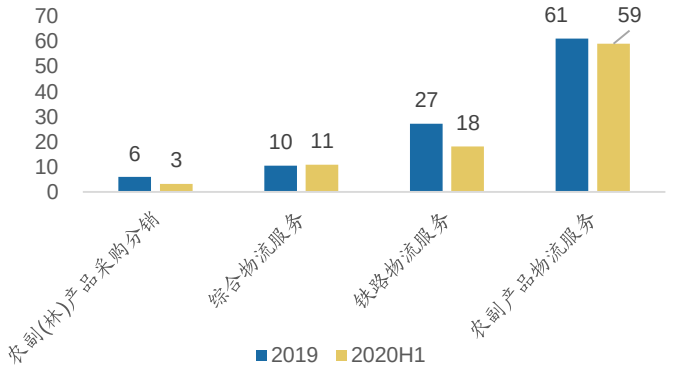
采购分销模块积极探索全程供应链模式，国储业务收入来源为国家补贴。象屿农产开展的农副产品供应链业务主要包括采购分销业务与农产品物流业务，其中采购分销业务是公司农业营收范围拓展的主线；农产品物流业务主要是国储业务，为核心客户中储粮集团提供粮食代收代储并收取国家补贴。国储业务并非传统贸易或物流业务，成本主要为折旧摊销、相对固定容易管控，同时国家补贴丰厚，毛利率远高于公司其他业务。

图31：象屿农产国储业务期末库存



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

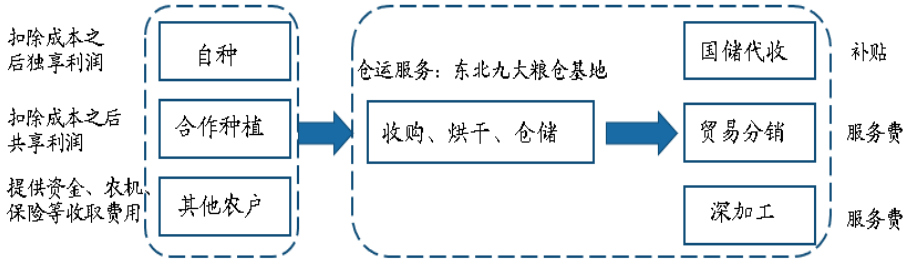
图32：国储业务毛利率远高于其他业务（%）



数据来源：2019 年公司年报，2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

在农产品全程供应链模式下，公司深度介入农业生产的产前、产中、产后，提供生产要素参与生产环节、并利用物流仓储网络、分销体系负责流通环节的运营。生产环节，公司与农户开展合作种植，为农户提供包括资金、种肥、农机、技术、保险等系列综合化种植服务，扣除资金成本的利息之后共享利润，另外公司也在开拓自种模式，并成为合作种植之外的有力补充。流通环节，公司通过收购、烘干、仓储、运输环节利用分销物流体系为大型养殖、饲料、粮食深加工企业提供原粮，获取收入。

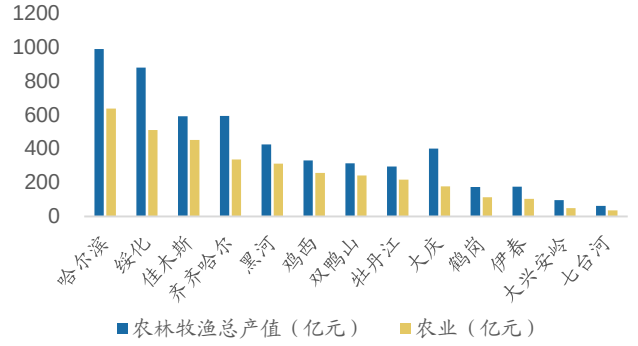
图33：象屿农产经营模式



数据来源：2019 年公司年报，广发证券发展研究中心

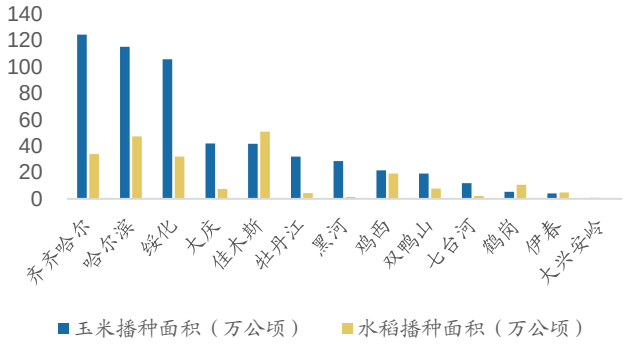
北粮南运物流体系持续完善，仓容量、周转速度提升，位于粮食主产区的九大粮仓基地占据区位优势稳定粮源供应。东北是我国粮食的主要产区，而粮食的主要消耗却是在南方，供给与需求之间存在区域错配，并因此产生庞大的粮食物流需求。象屿在东北的九大粮食收购、仓储、物流基地（富锦、嫩江、绥化、讷河、依安、龙江、北安、蒙吉辽、五大连池）占据区位优势靠近粮食主产区如绥化、齐齐哈尔、佳木斯等，节约运输成本并可以稳定农产品供应链源头，同时通过整合公路、铁路、港口等资源打通关键节点、畅通运输线路、提高运输效率。高效的物流体系以及大容量仓容基地对业务扩张形成有力支撑。目前来看，黑龙江产区仓容逾1500万吨，其中仅富锦单体就有506万吨，北方港口中转通货能力达1000万吨，南方港口中转通货能力达800万吨。

图34：黑龙江各市2018年农林牧总产值及农业产值



数据来源：《2019 黑龙江统计年鉴》，广发证券发展研究中心

图35：黑龙江各市2018年玉米、水稻播种面积

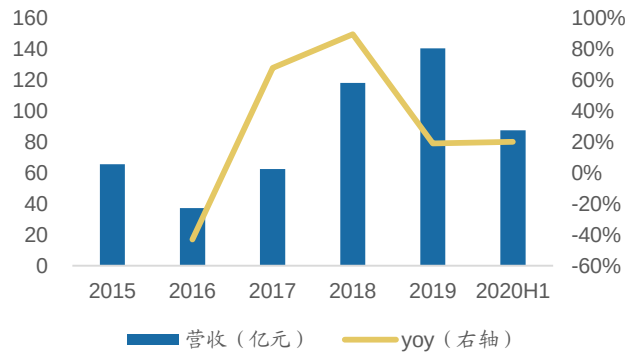


数据来源：《2019 黑龙江统计年鉴》，广发证券发展研究中心

玉米临储取消带给公司较大冲击，公司积极应对，2018年后营收逐渐回升。临储政策原本是为保障种植户权益设定了最低收购价格，2016年由于政府取消玉米临储政策，同时库存余粮持续释放，叠加原有玉米产能过剩等因素，玉米市价骤降，2016年底市价跌至1500元/吨左右。市场价下行压缩生产环节和流通环节的利润，象屿农产应对调整，暂停玉米种植业务并控制贸易规模，2016-2017年营收与净利润经历了大幅下降的阶段。

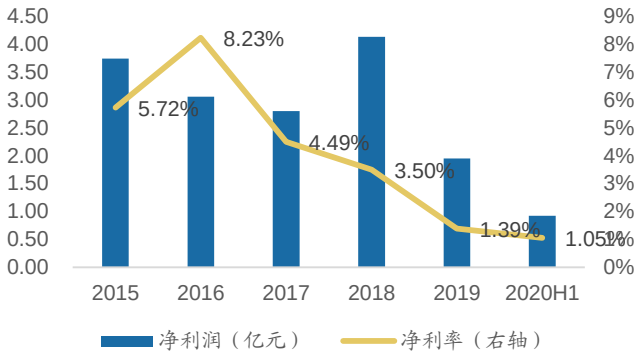
2018-2019年间，玉米价格有所回升，公司相关业务有所回暖。同时开展水稻临储业务，拓展销售区域以及原粮产区收购业务。2019年象屿农产的营收达140亿元，同比增长18.8%，净利润1.95亿元，同比减少53%，主要受非洲猪瘟以及国储业务量下降影响。

图36：象屿农产的营业收入情况（亿元）



数据来源：公司年报，2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

图37：象屿农产的净利润情况（亿元）

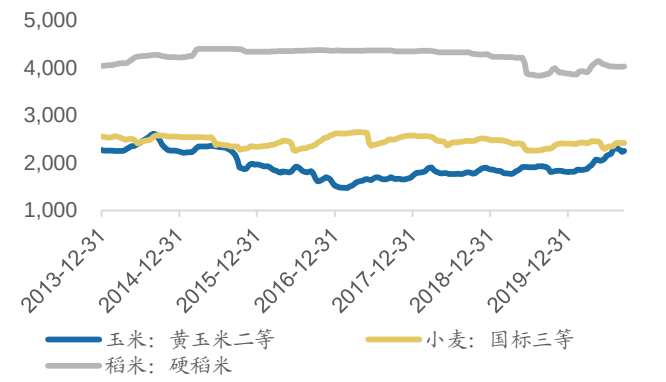


数据来源：公司年报，2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

（二）短期玉米行情复苏，区域性供需错配带来物流空间

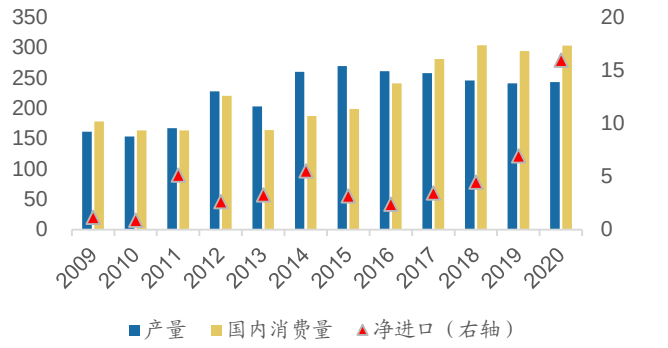
临储政策取消，大量库存陈粮流入市场，玉米价格下跌。临储政策下，最低收购价引起供需错配，玉米产能过剩国家库存量不断增加。2016年玉米临储政策取消之后大量库存陈粮流入市场，玉米价格进入阶段性下行周期。

图38：玉米、小麦、稻米价格（元/吨）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图39：玉米产量、国内消费与净进口（百万吨）



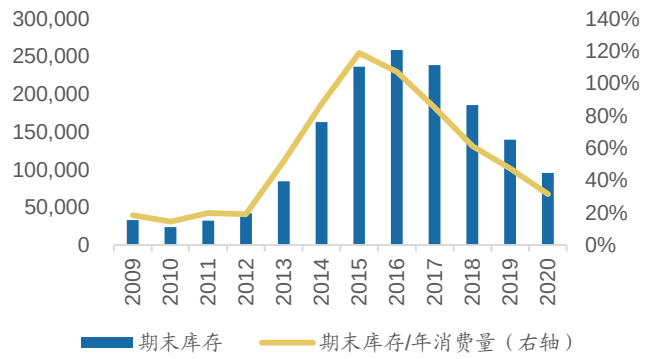
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

国储库存消耗，生产供给减少需求增加引起价格触底反弹。价格下降导致玉米供给减少，供需缺口越来越大，库存逐渐消耗。供需压力促使玉米价格自2020年年初产生较大幅回升。

玉米产能扩张需要一定时间，供需压力或将持续推动价格上行。当前国内玉米产量处于历史低位，价格回升对于玉米产能供给的调节具有一定滞后性，同时考虑到玉米库存目前仅余900万吨左右库存紧张，玉米价格或将继续上涨，复苏行情有望持续。

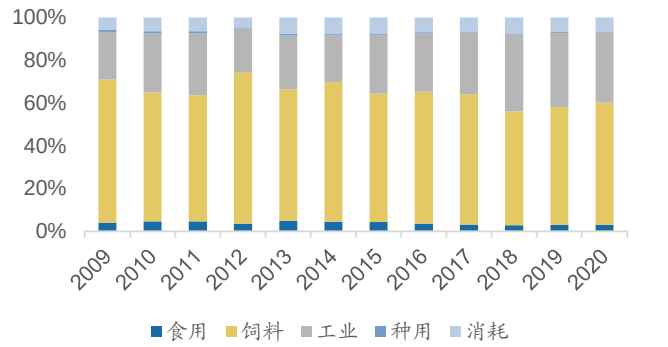
东北是我国玉米产区腹地，下游华东、华南、华中三大区域饲料产量占据绝对优势，供需区域错配带来北粮南运市场长期大规模的需求空间。东北三省是我国玉米的主产区，三省玉米产量占全国总产量比重接近30%。玉米下游最大的需求来自于饲料消费，东北三省的玉米供给是下游饲料行业的重要原料。我国饲料生产区域主要集中在华东地区、华中地区和华南地区，2018年三大区域合计产量占全国比重71.3%。东北三省的产出除运往当地工业企业深加工之外，多数通过北粮南运体系供往南方饲料加工企业。2018年东北三省玉米产量约为8400万吨，而象屿目前的贸易量仅为700万吨左右，公司的农产业务经营业绩有望持续改善。

图40：玉米期末库存（千吨）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图41：国内玉米各用途消费量占比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

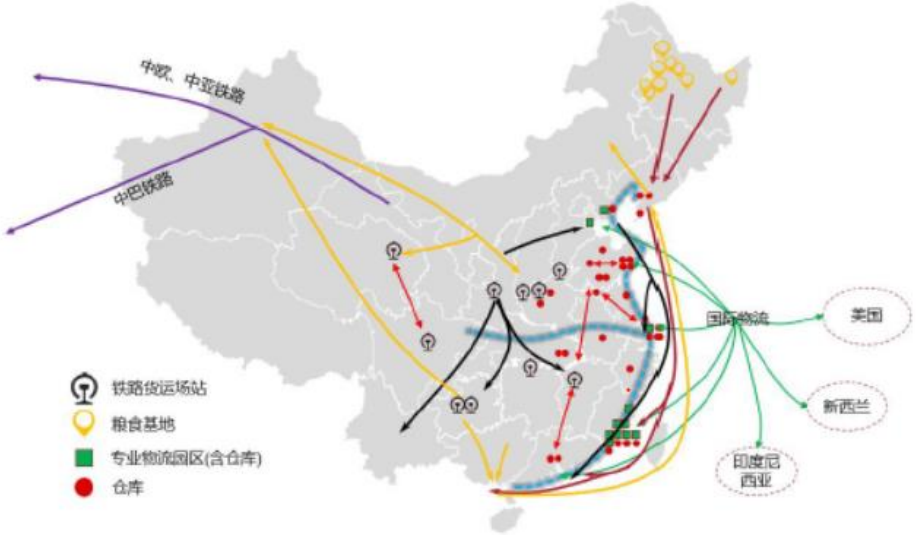
四、象道物流：切入铁路物流服务，把控核心物流节点

2017年，公司通过和厦门五店港物流供应链有限公司双方出资共同设立厦门象道物流有限公司切入铁路物流业务，持股比例为40%。2018年，公司进一步收购象道物流20%的股权。

完成对象道物流的控股之后，公司陆续修建了安阳象道、巩义象道、息烽象道等多个铁路专用线工程，**强化对关键物流节点的把控，并通过打通铁路物流线路提升物流资产如港口、园区等的营运能力、周转能力。**

重点布局大宗品集散区域，物流业务与大宗品采购分销业务协同效应提高盈利能力。象道物流重点在国内大宗商品集散区域（如陕西咸阳、河南巩义、青海湟源等区域）建设铁路货场并配备铁路专用线。选址意在北粮南运、北煤南运、铝产业链产品跨省流通等物流线路上进行重点布局，并与公司原有的大宗品采供分销业务形成有效的业务协同。

图42：厦门象屿物流网络布局



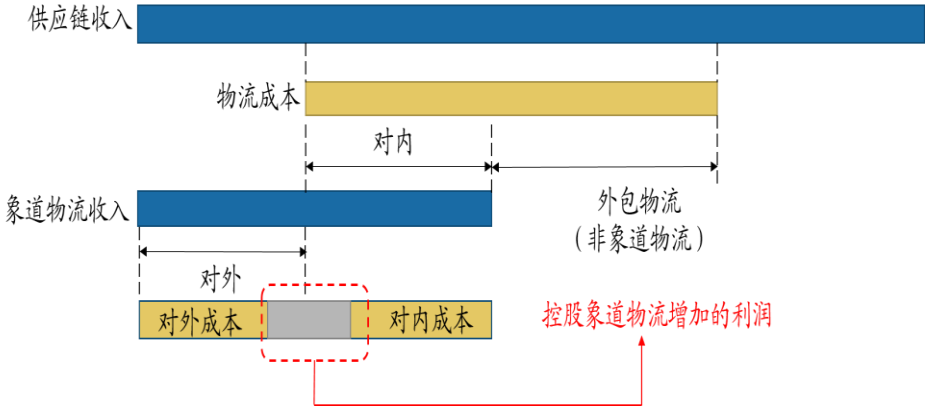
数据来源：2019 年公司年报，广发证券发展研究中心

象道物流的盈利模式包括接收货物到达、场站仓储、发送货物三类。仓储场地、运输服务、和场站装卸运输主要通过收取服务费方式盈利，而部分铁路专用线资产主要依靠政府补贴。

首先，我们假设象道物流未对外营运，测算结果见表1：考虑到象道物流收入与公司采购分销业务成本在并表时相互抵消，2018年、2019年控股象道物流与未控股情况下合并报表层面公司总营收不变，控股情况下总成本相比之前有所减少，减少额为象道物流收入与成本的差额（即象道物流总利润，2018/2019年分别为1.77/1.93亿元）。2018-2019年采用自有物流带来利润总额增加平均每年约2亿元。

然后，将这一假设外推到象道物流既承接内部供应链业务又对外经营情况下，结论不变，2018-2019年控股象道物流每年带来利润增加额约2亿元。

图43：象道物流提升公司盈利



数据来源：2018、2019 年公司年报，广发证券发展研究中心

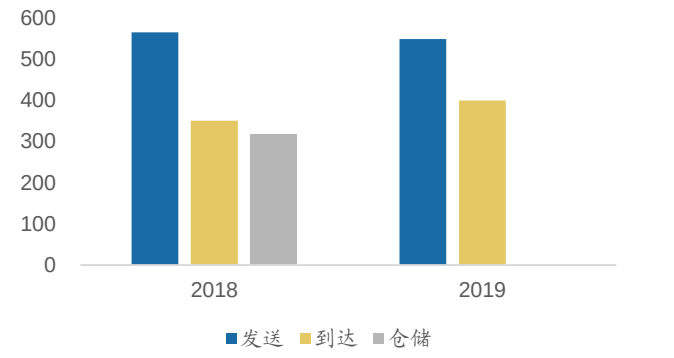
注：总成本（测算，未控股象道物流）=总成本（实际）+象道物流总营收-象道物流总成本

表2：象道物流业务与公司采购分销业务协同效应测算（亿元）

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019
合并报表实际营收成本						
总收入	483.84	599.23	1190.67	2032.91	2340.08	2724.12
总成本（实际）	478.70	593.38	1182.61	2020.05	2321.50	2704.76
总利润（实际）	5.14	5.86	8.06	12.86	18.57	19.36
象道物流营收成本						
总收入					8.81	17.92
总成本					7.04	15.99
总利润					1.77	1.93
合并报表测算营收成本（未控股象道物流）						
总收入	483.84	599.23	1190.67	2032.91	2340.08	2724.12
总成本（测算，未控股象道物流）	478.70	593.38	1182.61	2020.05	2323.27	2706.69
总利润（测算，未控股象道物流）	5.14	5.86	8.06	12.86	16.80	17.43

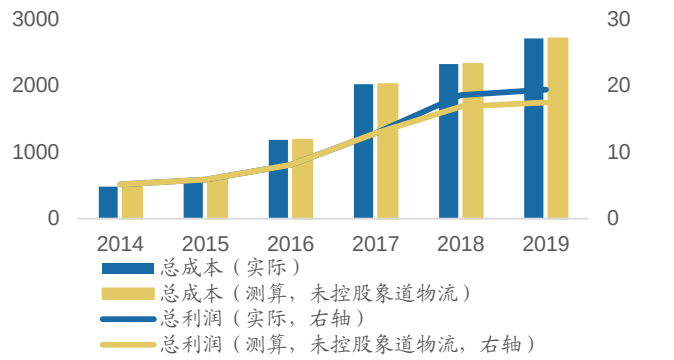
数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

图44：象道物流分业务经营货量（万吨）



数据来源：2018、2019 年公司年报，广发证券发展研究中心

图45：厦门象屿物流与大宗协同效应测算（亿元）

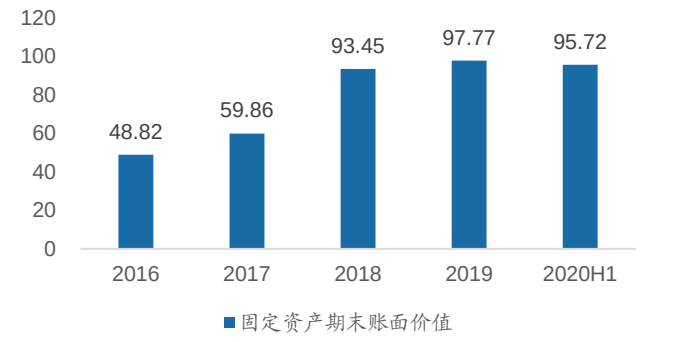


数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

大规模资本开支已经投入完毕，物流业务有望放量。2015-2018年是厦门象屿资本开支的高峰时期，伴随着持续大规模的资本开支，公司的营收也实现快速增长。2019年之后，公司的多个项目的资本开支已基本完成，目前公司的重大在建工程工程进度均位于70%~100%之间。2017年成立之后，象道物流营收录得快速增长，2020年上半年预计主要受疫情影响高速公路免费政策带来的分流作用，营收和净利润大幅下滑。我们预计后期随着公司在供应链服务以及重要场站稀缺性节点的布局逐步完善，象道物流或将迎来业绩释放。

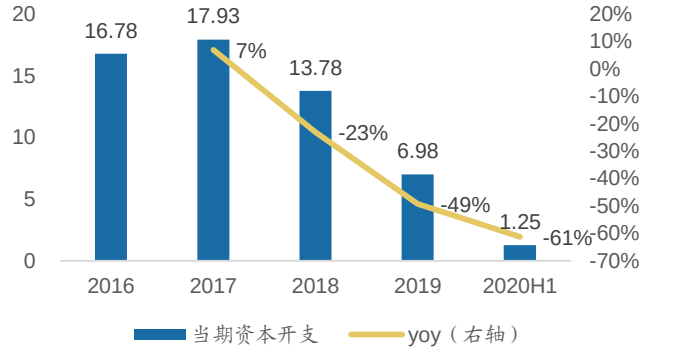
除了象道物流布局的物流资产，厦门象屿的大股东象屿集团还投资建设了榆林国际物流园区，园区与象屿股份旗下象道物流的铁路货站以及专用线资源具备良好适配性，协同效应或有望增强公司物流业务方面的竞争实力，进一步盘活象道物流网络。

图46：厦门象屿固定资产期末价值（亿元）



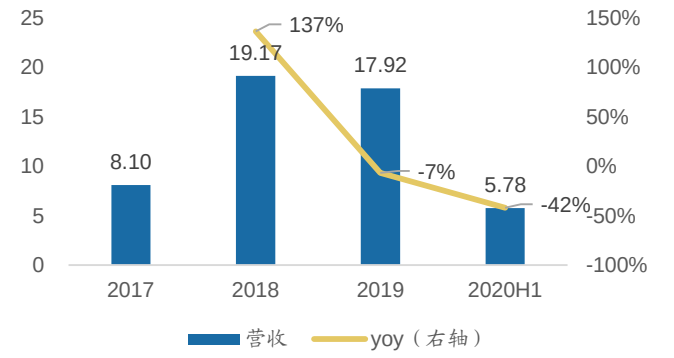
数据来源：公司年报，2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

图47：厦门象屿当期资本开支（亿元）



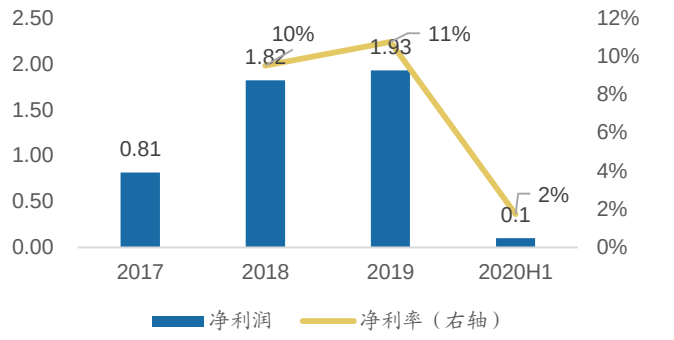
数据来源：公司年报，2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

图48：象道物流营收情况（亿元）



数据来源：公司年报，2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

图49：象道物流净利润情况（亿元）



数据来源：公司年报，2020H1 公司半年报，广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资建议

厦门象屿借力供应链业务打入物流领域，卡位核心资产进行物流网络布局，强化竞争壁垒，创新推出虚拟钢厂模式迎来新的业务增长点。

我们认为作为全程供应链服务的公司，厦门象屿在风控、成长性方面具备核心优势：风控体系完善，公司资产减值损失占净利润比例持续降低；营收与归母净利润高成长、资产周转快。具体来看，盈利预测基本假设如下：

（1）大宗品采购分销服务方面：虚拟钢厂业务步入正轨，为钢铁供应链业务带来新的增长动力；象道铁路物流网络拉动煤炭供应链业务，2019年煤炭经营货量达4700万吨，同比增长60%，建设中的榆林物流园区有望带来更多的增量煤炭业务。另外，玉米行情复苏价格上涨，公司农产品业务冬去春来。预计2020-2022年，金属矿产业务收入同比增长25%/18%/15%，能源化工业务收入同比增长15%/15%/10%，农产品业务收入同比增长15%/10%/5%，考虑到货权移交之前运输费用从销售费用调整至营业成本，业务毛利率略有下降。

（2）物流方面：伴随大宗商品集散地核心节点的布局、物流网络通达性增强，物流资产利用率提升，预计2020-2022年，物流业务（包含农产品物流、综合物流、铁路物流）收入同比增长30%/30%/30%，毛利率高于大宗品采购供应业务，伴随新的物流园区投入资产利用率提高，盈利水平进一步提升。

（3）三费方面：会计准则调整带来费用率的突降，结合公司业务规模的扩张，销售费用呈较高增速，预计2020-2022年三费费用率分别为1.85%/1.88%/1.88%。

表3：厦门象屿营收、毛利预测（单位：亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
金属矿产				
收入	1700	2125	2508	2884
增长率	21%	25%	18%	15%
毛利率	2%	2%	2%	2%
毛利	36	43	50	58
能源化工				
收入	676	754	867	954
增长率	4%	15%	15%	10%
毛利率	3%	3%	3%	3%
毛利	21	23	26	29
农产品				
收入	233	268	295	309
增长率	35%	15%	10%	5%
毛利率	6%	4%	4%	4%
毛利	14	11	12	12
物流				
收入	56	72	94	123
增长率	200%	30%	30%	30%
毛利率	21%	24%	24%	24%
毛利	12	17	23	29
其他业务				
收入	59	65	72	79
增长率	-39%	10%	10%	10%
毛利率	4%	4%	4%	4%
毛利	2	2	3	3
合计				
收入	2724	3308	3862	4378
增长率	16%	21%	17%	13%
毛利率	3%	3%	3%	3%
毛利	85	96	113	131

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：2019年金属矿产、能源化工、农产品、物流毛利率数据为公司披露，其他业务数据倒算得到，合计毛利以及毛利率由分项业务加总得到。

预计2020-2022年厦门象屿收入分别为3308/3862/4378亿元，同比增长21%/17%/13%；净利润12.9/15.5/18.8亿元，同比增长16.5%/20.3%/21.0%；对应EPS分别为0.60、0.72、0.87元/股，按照11月26日收盘价计算PE分别为10.9x、9.0x、7.5x。

可比公司估值：供应链服务商模式不同导致公司营收规模、盈利水平有不同程度的分化，估值水平相差较大。厦门象屿以及建发股份、物产中大等属于同类别，参

与货物买卖，相对来说资产周转率高、毛利净利水平低，飞力达、瑞茂通为同类别不参与货物买卖，资产周转率较低、净利毛利水平较高。市场估值水平前者（参与买卖）低于后者（不参与买卖）。在同类别公司（参与买卖）之中，市场给予厦门象屿估值水平较高。考虑到公司物流资产区位优势以及风控能力、成长性，我们认为适合给予公司2020年14倍的PE估值，对应合理价值为8.36元/股。

表4：供应链公司PE\PB估值情况可比（股价统计截至2020年11月26日收盘）

公司名称	公司代码	单位	股价（元/股）	EPS（元股）				PE				PB
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	（LF）
A 股：采用 wind 一致预期 EPS，统计截止 2020 年 11 月 26 日收盘。												
建发股份	600153	人民币	9.00	1.65	1.81	1.90	2.16	5.46	4.96	4.74	4.17	0.79
物产中大	600704	人民币	4.65	0.54	0.53	0.63	0.70	8.61	8.76	7.40	6.63	0.96
飞力达	300240	人民币	6.32	0.09	0.11	0.16	0.21	73.89	55.05	38.56	29.66	1.96
瑞茂通	600180	人民币	6.22	0.41	0.47	0.54	0.61	15.30	13.37	11.56	10.23	1.04
平均水平								25.81	20.54	15.57	12.67	1.19
厦门象屿	600057	人民币	6.48	0.51	0.60	0.72	0.87	12.64	10.85	9.02	7.46	1.30

数据来源：wind，广发证券发展研究中心，可比公司 EPS 采用 wind 一致预期

注 1：EPS 与公司披露数据不一致，为统计口径差异，表格中未扣除可续期信托贷款利息

注 2：首页盈利预测 EPS 数据同上

六、风险提示

1.大宗品市场波动剧烈。大宗品行业周期性强，宏观经济波动对公司业绩影响较大。

2.临储政策风险。临储政策变化规模收缩或影响公司子公司象屿农产物流业务盈利能力。

3.供应链业务管控风险。资金占用、应收款项以及虚拟钢厂业务或面临较大业务管控风险。

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**38,833**	**49,025**	**48,780**	**54,412**	**61,424**
货币资金	7,025	7,214	7,000	7,000	7,500
应收及预付	12,091	14,244	16,622	19,402	21,984
存货	15,470	19,471	17,599	20,539	24,431
其他流动资产	4,246	8,096	7,558	7,471	7,509
非流动资产	**15,890**	**16,708**	**17,278**	**17,545**	**17,706**
长期股权投资	1,404	1,558	1,558	1,558	1,558
固定资产	9,345	9,777	10,058	10,061	9,900
在建工程	1,201	1,213	1,413	1,593	1,833
无形资产	1,798	1,933	2,022	2,107	2,189
其他长期资产	2,142	2,227	2,227	2,227	2,227
资产总计	**54,722**	**65,732**	**66,058**	**71,957**	**79,130**
流动负债	**28,878**	**36,399**	**33,553**	**37,409**	**41,110**
短期借款	10,400	9,374	8,977	8,892	8,948
应付及预收	15,455	24,374	21,357	24,929	28,246
其他流动负债	3,022	2,651	3,218	3,589	3,917
非流动负债	**6,396**	**7,537**	**9,039**	**9,039**	**10,039**
长期借款	3,751	4,582	3,082	3,082	3,082
应付债券	996	998	4,000	4,000	5,000
其他非流动负债	1,650	1,958	1,958	1,958	1,958
负债合计	**35,274**	**43,936**	**42,592**	**46,448**	**51,149**
股本	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157
资本公积	4,412	4,950	4,950	4,950	4,950
留存收益	3,023	3,448	4,736	6,286	8,161
归属母公司股东权益	12,107	13,584	14,844	16,394	18,269
少数股东权益	7,341	8,212	8,622	9,115	9,711
负债和股东权益	**54,722**	**65,732**	**66,058**	**71,957**	**79,130**

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**234,008**	**272,412**	**330,813**	**386,232**	**437,803**
营业成本	227,570	263,961	321,191	374,842	424,631
营业税金及附加	203	171	232	270	306
销售费用	2,893	4,258	4,684	5,620	6,463
管理费用	608	681	662	772	876
研发费用	19	21	23	25	28
财务费用	1,234	1,230	698	683	711
资产减值损失	-469	-161	-575	-642	-730
公允价值变动收益	-57	-48	-200	-300	-160
投资净收益	618	-176	-662	-772	-1,095
营业利润	**1,737**	**1,766**	**2,053**	**2,498**	**3,023**
营业外收支	120	170	165	193	219
利润总额	**1,857**	**1,936**	**2,218**	**2,691**	**3,242**
所得税	412	478	520	648	770
净利润	**1,445**	**1,458**	**1,698**	**2,043**	**2,472**
少数股东损益	447	352	410	493	596
归属母公司净利润	**998**	**1,106**	**1,289**	**1,550**	**1,875**
EBITDA	3,249	3,969	4,710	5,447	6,291
EPS（元）	0.46	0.51	0.60	0.72	0.87

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2,028**	**4,140**	**1,303**	**2,500**	**2,128**
净利润	1,445	1,458	1,698	2,043	2,472
折旧摊销	535	650	687	746	792
营运资金变动	-610	497	-3,194	-2,632	-3,756
其它	657	1,535	2,112	2,343	2,621
投资活动现金流	**-1,634**	**-3,920**	**-1,753**	**-1,592**	**-1,828**
资本支出	-1,374	-696	-1,091	-819	-734
投资变动	-927	-3,203	200	300	160
其他	667	-21	-862	-1,072	-1,255
筹资活动现金流	**1,640**	**-599**	**236**	**-908**	**200**
银行借款	363	-115	-1,897	-85	56
股权融资	4,006	3,982	0	0	0
其他	-2,729	-4,466	2,133	-823	144
现金净增加额	**2,034**	**-379**	**-214**	**0**	**500**
期初现金余额	**4,346**	**6,449**	**7,214**	**7,000**	**7,000**
期末现金余额	**6,449**	**6,087**	**7,000**	**7,000**	**7,500**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	15.1%	16.4%	21.4%	16.8%	13.4%
营业利润增长	43.5%	1.6%	16.3%	21.6%	21.0%
归母净利润增长	39.7%	10.8%	16.5%	20.3%	21.0%
获利能力					
毛利率	2.8%	3.1%	2.9%	2.9%	3.0%
净利率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
ROE	8.2%	8.1%	8.7%	9.5%	10.3%
ROIC	7.4%	9.0%	9.9%	10.7%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	64.5%	66.8%	64.5%	64.5%	64.6%
净负债比率	29.7%	23.9%	25.5%	23.3%	22.5%
流动比率	1.34	1.35	1.45	1.45	1.49
速动比率	0.57	0.58	0.62	0.58	0.57
营运能力					
总资产周转率	4.67	4.52	5.02	5.60	5.80
应收账款周转率	56.18	48.89	52.14	52.14	52.14
存货周转率	16.45	15.11	18.25	18.25	17.38
每股指标（元）					
每股收益	0.46	0.51	0.60	0.72	0.87
每股经营现金流	0.94	1.92	0.60	1.16	0.99
每股净资产	5.61	6.30	6.88	7.60	8.47
估值比率					
P/E	9.04	8.10	10.85	9.02	7.46
P/B	0.74	0.66	0.94	0.85	0.77
EV/EBITDA	5.61	4.40	5.05	4.36	3.86

广发交通运输行业研究小组

郭　　镇：资深分析师，清华大学工学硕士，2013 年进入广发证券发展研究中心。联系方式:guoz@gf.com.cn。
徐　　君：高级分析师，南开大学会计学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xjun@gf.com.cn。

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 35 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	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
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。