

大宗供应链：周期驱动，努力铸就

评级：推荐(首次覆盖)

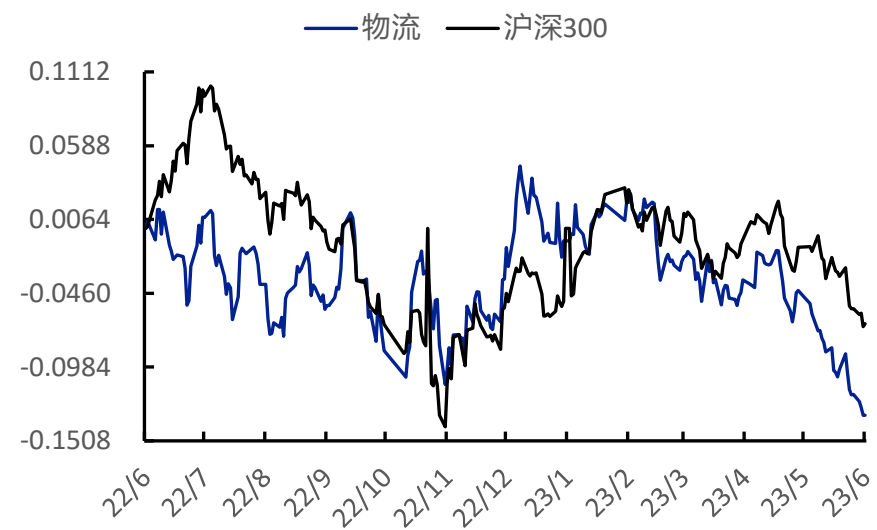
许可(证券分析师)
S0350521080001
xuk02@ghzq.com.cn

胡国鹏(证券分析师)
S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn

李然(证券分析师)
S0350521100001
lir03@ghzq.com.cn

钟文海(证券分析师)
S0350523050003
zhongwh@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
物流	-9.3%	-11.5%	-13.3%
沪深300	-5.5%	-7.8%	-6.8%

- ◆ **商业模式：**大宗商品供应链属于典型的轻资产、低利润、高周转行业。其盈利模式是在不断的采购和销售中，通过空间、时间和形式三种途径套利，利润水平偏低，净利率大致在0-5%之间。然而，通过快速周转和财务杠杆，依旧能达到不俗的净资产回报，非大宗牛市情况下，ROE能做到15%及以上。该行业的核心资产是依附于人的购销渠道，以及依附于公司的物流配套和风控体系。这三者具备一定规模效应，但偏弱。因此公司锐意进取同样十分重要，后来者可以在时代机遇下通过自身努力实现快速超车。
- ◆ **财务模型：静态看品类、模式，动态看大宗商品周期。**①**静态看：**公司的主营品类决定其营收规模的上限，品类可以横向拓展，但并非完全无边界，经验来看，规模上限由大到小分别是：能源、矿产、粮食；公司的运营模式决定其回报率的波幅，重资产的公司利润率更高，回报率峰值往往也更高，但波动幅度大；轻资产的公司利润率相对低，但周转效率更高，回报率更为稳健。②**动态看：**大宗商品周期波动会小幅影响公司盈利水平，商品价格快速上行期，公司业绩往往表现更好。
- ◆ **看好中国龙头企业业绩保持中高速增长。**①**行业扩容：**国内大宗供应链公司的发展道路是以中国需求（内贸或者“一带一路”贸易）为绝对基本盘的轻资产供应链公司；作为全球制造工厂，我国为大宗商品供应链公司发展提供了充足的发展空间，目前市场空间体量大致在40-50万亿，且有望在经济增长和一带一路的拉动下不断扩容。②**头部胜出：需求端在持续发生变化，且锐意进取的龙头公司更容易适应当下的变化，头部市占率一路走高，CR4逐年提升至4.18%（2022年）。**一方面，国内高质量发展目标下，多数初级原材料加工业开始淘汰落后产能，头部集中。头部企业需求更加多元，这对大宗供应链服务提出更高要求，而头部大宗供应链公司更易匹配这种高要求。另一方面，绿色低碳的全球目标下，新的贸易品类不断涌现，龙头供应链企业具备更充足的经验和渠道去应对变化。此外，行业目前竞争有限，处于一分耕耘一分收获的阶段，头部公司正通过股权激励不断提高人效。
- ◆ **投资建议：**中国大宗供应链头部企业处于快速增长期，且当期（截至5/31）PE(TTM)中枢为5X-8X，PB(LF)中枢为0.8X-1.5X，存在一定重塑空间，建议优先关注低估值的龙头标的：厦门国贸、物产中大、厦门象屿、苏美达、浙商中拓。首次覆盖大宗供应链行业，给予“推荐”评级。
- ◆ **风险提示：**1、坏账损失增加风险；2、货权风险；3、国内经济增长不及预期；4、海外衰退超预期；5、汇率和利率波动风险；6、重点关注公司业绩或不及预期。

◆ 商业模式：盈利源于对商品进行空间、时间、形式上的转换

- 1.1 什么是大宗供应链公司/大宗贸易商？
- 1.2 经营模型：关键环节是采购和销售
- 1.3 盈利模型：① 地理套利
- 1.4 盈利模型：② 时间套利
- 1.5 盈利模型：③ 产品套利
- 1.6 商业模式特征：轻资产，低利润，高周转且风险管理很重要

◆ 财务模型：静态看品类、模式，动态看大宗商品周期

- 2.1 多样化&拓展中、下游是必经之路，是否垂直向上整合看机遇
- 2.2 向上整合能带来更高市占，但扩张难度是能源>粮食>矿产
- 2.3 品类因素决定营收与毛利体量，呈现为能源>矿产>粮食
- 2.4 时间序列对比：收入趋势相似，回报表现不同
- 2.5 利润率：外部影响——大宗商品价格波动率
- 2.6 负债率：资金需求带来偏高负债水平，但整体风险可控
- 2.7 运营效率：资产更轻、规模更小的大宗供应链公司效率更高
- 2.8 总结：静态看品类、模式，动态看大宗商品周期

◆ 国内广阔天地，龙头大有作为

- 3.1 看好龙头大宗供应链持续增长的核心逻辑
- 3.2 市场空间：内需是基本盘，国内市场空间足够大
- 3.3 行业外部变化：高质量发展要求下，制造业客户需求升级
- 3.4 头部优势：外部变化之下，头部更具优势
- 3.5 发展阶段：市场有望向实力更强的头部公司集中
- 3.6 商业模式：轻资产运营，扩张风险相对小
- 3.7 股权激励有望驱动单位人效进一步提升

◆ 股价复盘

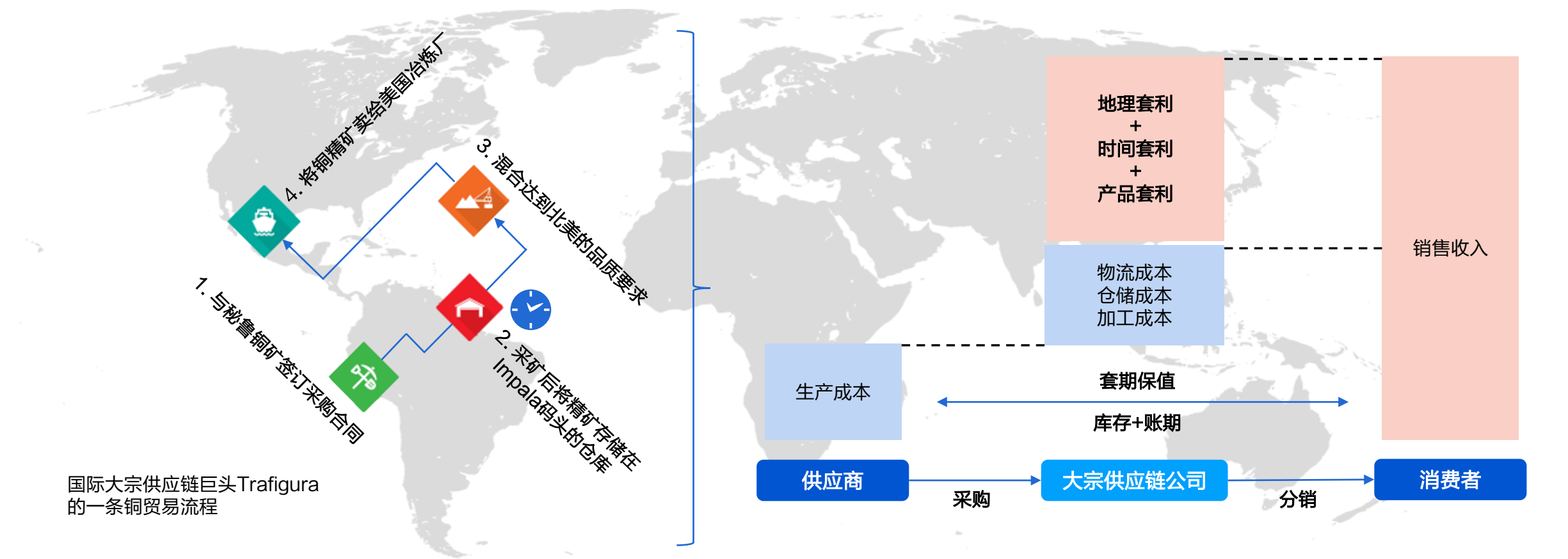
- 4.1 2016年后A股大宗供应链公司股价大致经历过两个阶段
- 4.2 阶段①：利润体量稳健增长，估值逐步调整至稳定水平
- 4.3 阶段②：2020年至今，厦门象屿率先跑出 α
- 4.4 厦门象屿 α 归因
- 4.5 总结：厦门象屿带动市场关注，其余低估公司有望估值回归

一、商业模式：盈利源于对商品进行空间、时间、形式上的转换

1.1.1 什么是大宗供应链公司/大宗贸易商？

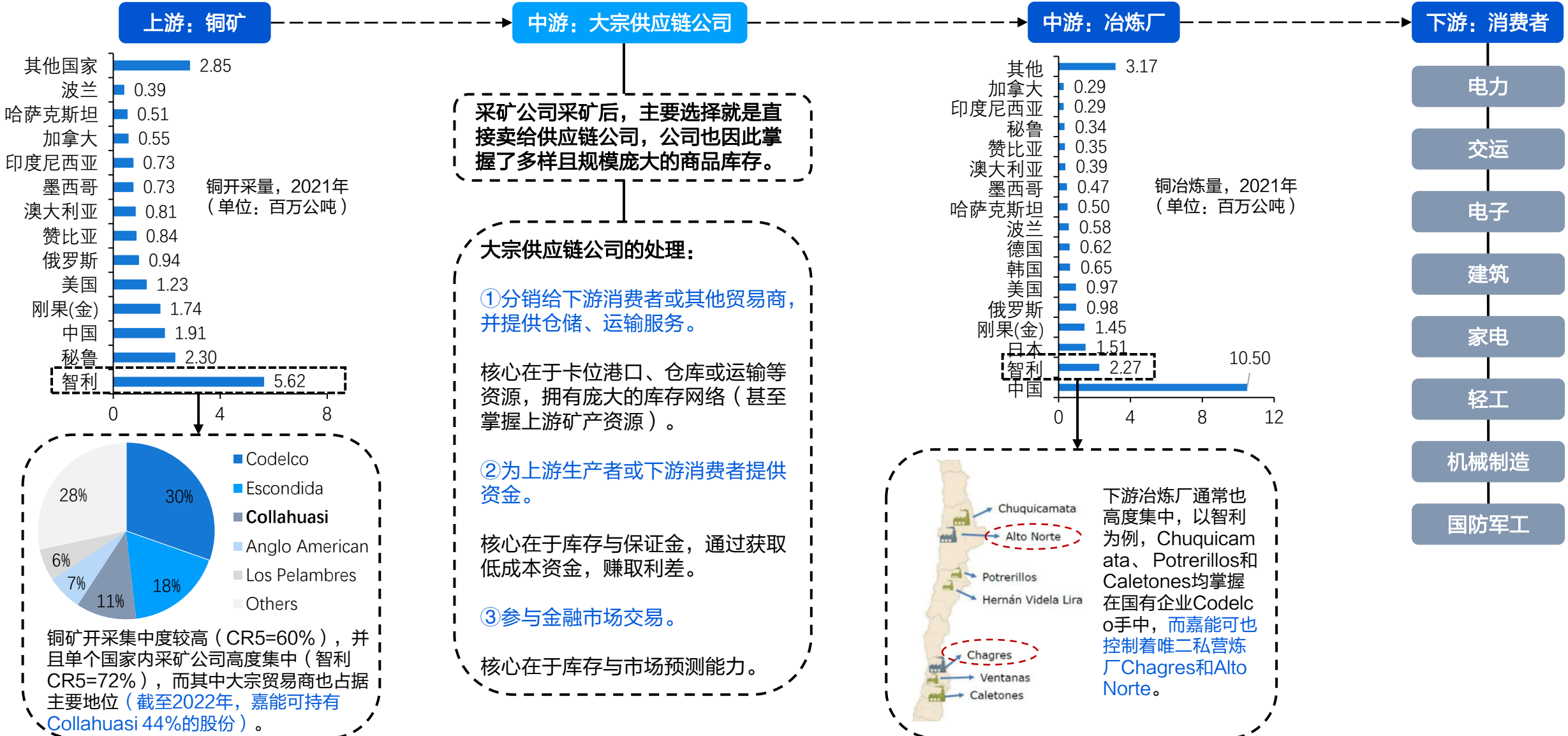
- 价格或价值发现者。**原材料需要转换为消费品，但原产地和加工地通常不一样，且生产和消费的时间也往往不一致。**形式、空间和时间上的不匹配**给在其中调和矛盾的**组织者创造了价值空间**。以上三种维度的不匹配分别体现为原材料-产成品价差、区域价差和期现价差，当价差大到足以覆盖生产、物流以及库存成本时，大宗供应链公司便会**提供或组织加工、物流和仓储进行套利**，这便是大宗供应链公司的基础盈利模型。

图表1：大宗供应链公司提供或组织加工、物流和仓储进行地理、时间与产品套利



1.1.2 深度链接上下游，无形之手的有形体现

图表2：以铜产业链为例，大宗供应链公司会出现在产业链各个环节，只要有利可图，公司便会组织或提供相应的服务



1.1.3 贸易品类繁多，大致可分为能源、金属、农产品

- 大宗供应链公司的主要贸易品可分为能源、金融与农产品三大类。作为价值的发现者，公司会对部分品类的更为重视，对其产业链的参与程度也更高，而这些品类具有以下几种特征：
- ①**大规模**：能源类煤炭、原油与天然气，金属类铁矿石，以及农产品类甘蔗、玉米，年产量均在数十亿吨，支撑贸易商进行大规模周转。
- ②**高价值**：镍、铜、锌等有色金属以及肉禽类均拥有高昂的价格，高价值结合信息不对称带来更大的套利空间。
- ③**多产品**：如原油、玉米、小麦、油籽等品类，其产成品种类丰富，且用途不尽相同，贸易商可以深度参与产业链各环节。

图表3：大宗供应链公司主要贸易品类大致可分为能源、金属与农产品

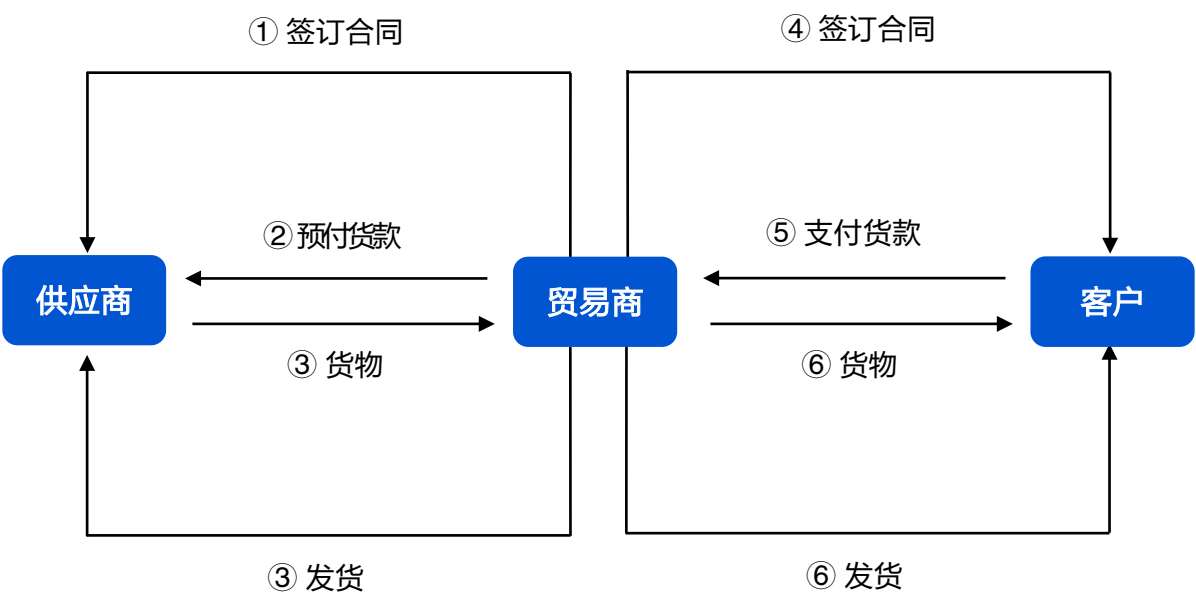
能源			金属							
2021年	 煤炭	 原油	 天然气	2021年	 铁矿石	 铜	 铝	 镍	 锌	 铅
产值 (亿美元)	10,171	22,765	14,125	产值 (亿美元)	4,334	1,975	1,669	504	381	100
产量 (百万吨)	7,888	4,482	2,975	产量 (百万吨)	2,680	21	68	3	13	5
单位价格 (美元/吨)	129	508	475	单位价格 (美元/吨)	162	9,317	2,473	18,465	3,003	2,200

农产品										
2021年	 猪肉	 牛奶	 玉米	 大米	 小麦	 鸡肉	 大豆	 鸡蛋	 甘蔗	 牛肉
产值 (亿美元)	4,277	3,230	3,141	3,127	2,218	2,129	1,443	1,125	1,103	1,078
产量 (百万吨)	120	746	1,210	787	771	122	372	86	1,859	72
单位价格 (美元/吨)	3,553	433	260	397	288	1,751	388	1,302	59	1,488

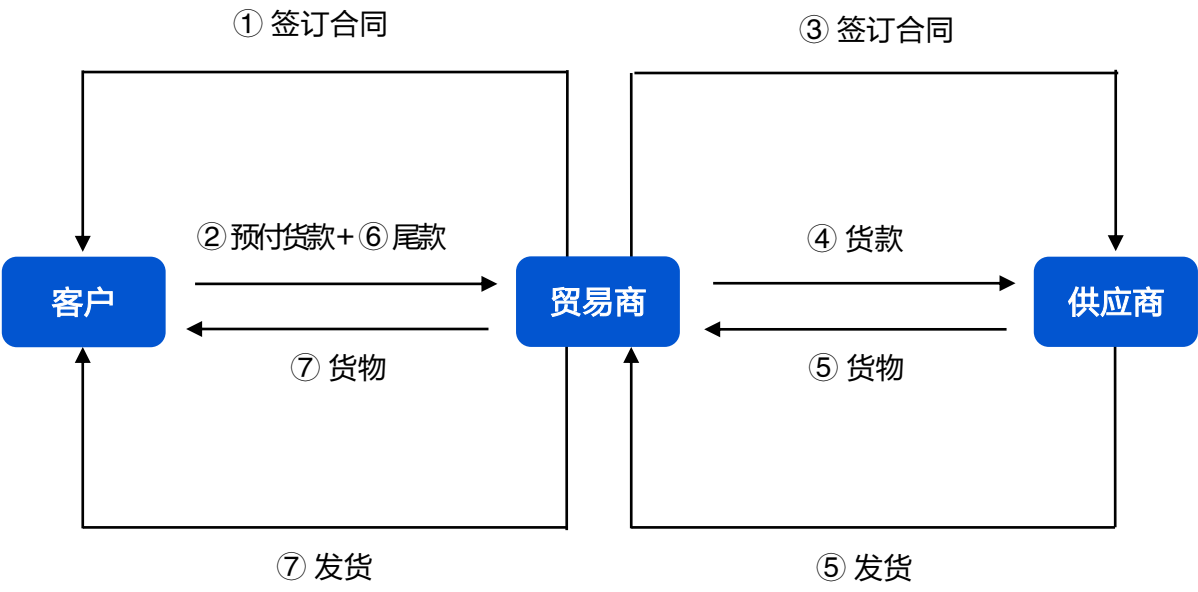
1.2.1 经营模型：关键环节是采购和销售

- 从经营模型看，大宗供应链公司的贸易模式大体可分为自营和代理两种：
- ①**自营**：公司从上游供应商采购货品后自拓下游客户渠道进行销售，利用信息的不对称及时间和空间差异赚取进销差价。②**代理**：公司与客户签订代理合同后，收取一定的保证金，之后向上游供应商采购货物，下游客户根据自身需求在规定时间内向贸易商支付余款提货。
- 代理模式具有高周转、低风险特征**，①**高周转**：代理模式大多以销定购，即锁定上家和下家，库存周转较快；且一般可以收取客户一定的保证金，相较自营模式下资金周转率会更加高效。②**低风险**：签订采购合同和销售合同时确定价款，销售结算价格基本上在采购价格的基础上加上相关费用（一般为千分之五左右），从而锁定利润。

图表4：自营模式下贸易商先向供应商采购，后向客户销售



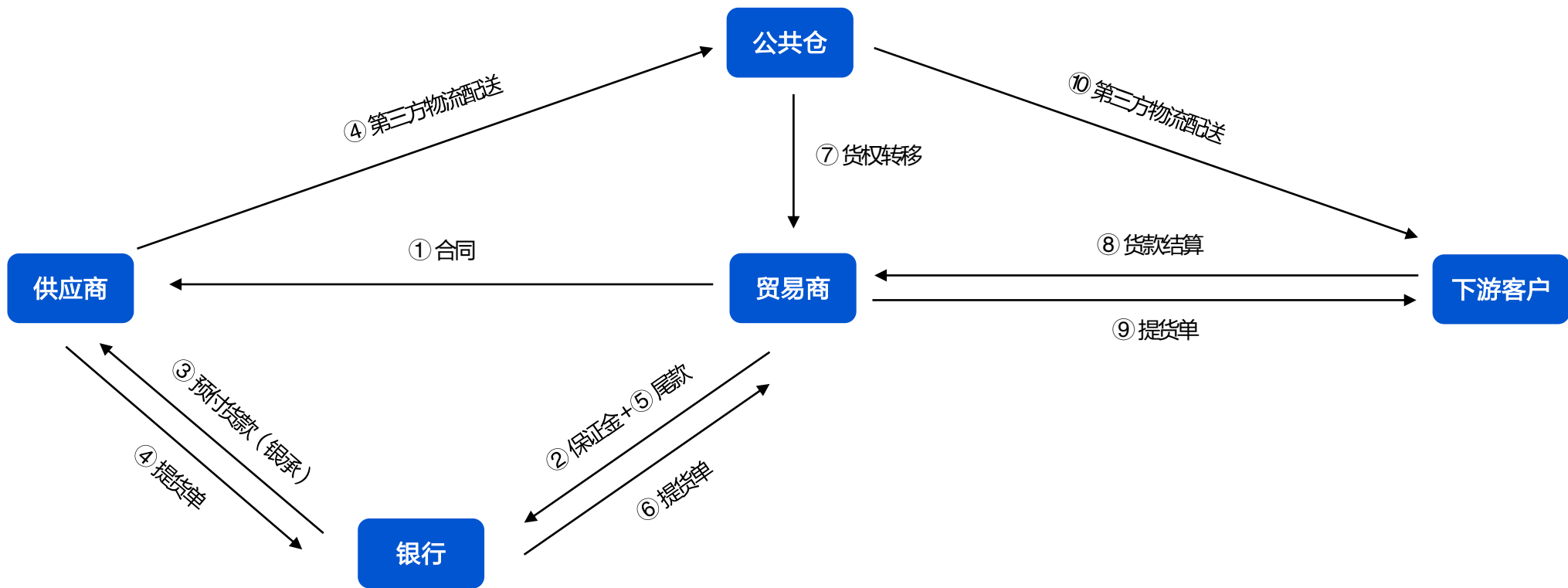
图表5：代理模式下贸易商先与客户签订合同，后向供应商采购



1.2.2 经营模型：采购环节具备规模效应，需警惕货权风险

- 采购包含两个流程，①**签订采购合同**：现货方面，了解供应商资质、信誉、交货能力等情况后签订采购合同；长协方面，与上游供应商签订年度供货协议，支付年度协议保证金，大致锁定全年采购量，之后根据实际情况分批采购。②**支付结算**：公司在支付采购货款时，按照与供应商的协定，提前支付一定比例或全部货款，强势的供应商会要求贸易商支付履约保证，且需要提前支付全额货款。支付方式可分为信用证、银行承兑汇票与现金。
- 采购端具备明显的规模效应：一方面大规模的采购或可以较现货交易有所优惠；另一方面，信用证和承兑汇票根据买方信用资质不同，可以用10%-50%的保证金撬动全部货款，信用良好以及规模较大的大宗供应链公司在采购端能够节约更多的资金成本。

图表6：采购环节涉及多方参与，包含多次贷款与货权转移



1.2.3 经营模型：销售环节关注定价方式和客户结构

- 销售包含两个环节：定价和销售结算。
- 定价越来越多从“一口价”向“基差定价”转变。基差定价是买卖双方在签订合同时不确定具体成交价格，而是约定在未来某一时间对合同标的物进行实物交收，并规定以交货之前某一时间期货市场的标的物期货价格为基准，加上双方事先约定的基差（现货和期货差）确定销售价格进行货款结算。**基差定价将绝对价格的波动风险转化为基差风险（基差相对稳定），适合产品价格波动较大的品种。**
- 销售结算方面，终端制造业企业客户在销售结算环节风险更小，而二级、三级等其他的贸易商客户结算风险更大一些。

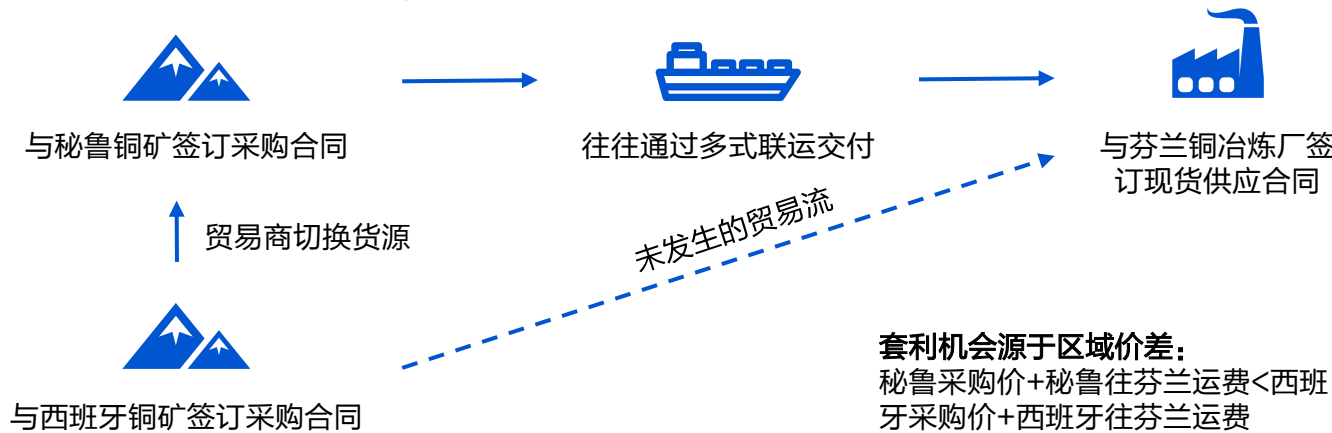
图表7：终端制造业企业客户需求稳定、风险小；贸易商客户需求稳定性差、风险大

			
对比项目	制造业企业客户	贸易商客户	
客户资信	<ul style="list-style-type: none">➢ 有实体工厂和大量工人，违约成本高，违约风险相对较低，资信相对较好。	<ul style="list-style-type: none">➢ 没有实体工厂，灵活程度高，违约成本低，违约风险相对较高，资信相对较差。	
需求特点	<ul style="list-style-type: none">➢ 需求多元：以采购分销、物流、供应链金融、信息咨询等一揽子服务为主。➢ 需求稳定性高：为维持常态化生产，需要稳定的供应链服务。	<ul style="list-style-type: none">➢ 需求单点：以采购分销需求为主。➢ 需求稳定性低：以赚取买卖价差为主，有价格机会时进入，没有价格机会时退出，需求稳定性差。	

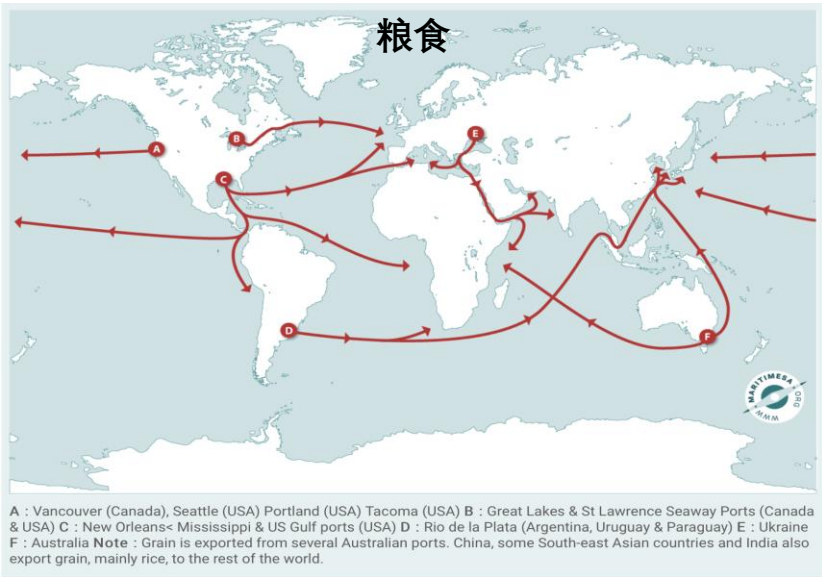
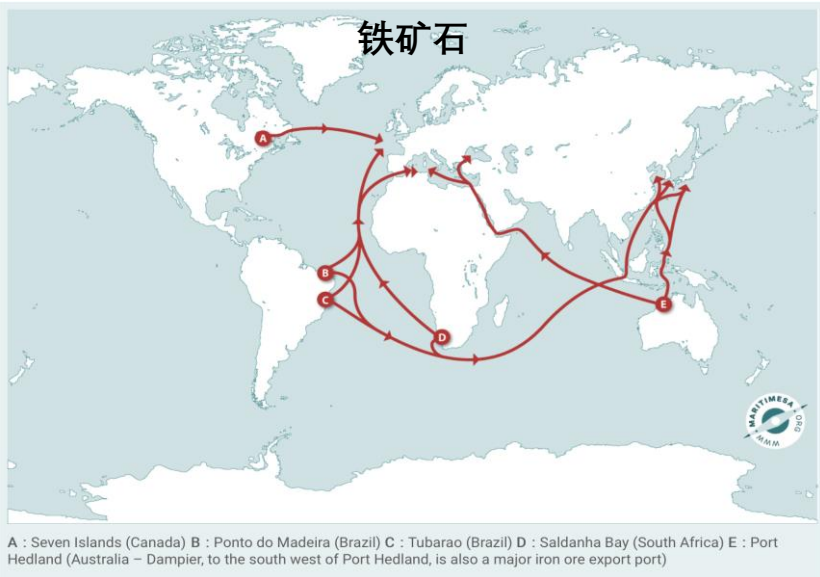
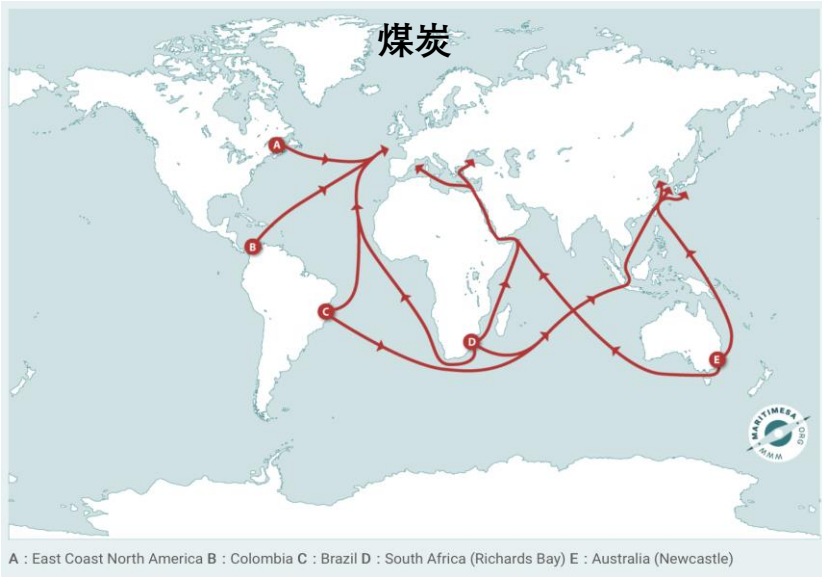
1.3 盈利模型-①地理套利：基于物流能力，体现为区域价差

- 由于资源禀赋的差异，商品的来源地与需求地各不相同，并且往往距离遥远，因此大宗供应链公司可以通过物流能力建立竞争优势，获取套利机会。
- 在地理套利中，公司盈利源于：区域价差（A地采购价+A地物流成本<B地采购价+B地物流成本<需求方交付价格）。

图表8：最优化匹配供需，从而获取地理套利机会



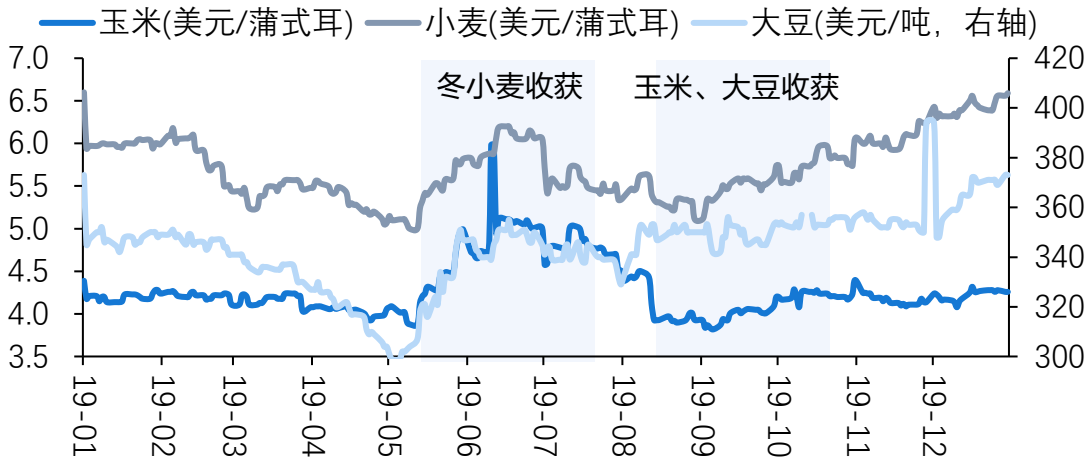
图表9：以煤炭、铁矿石与粮食为例，商品的供给方和需求方各不相同，并且距离遥远



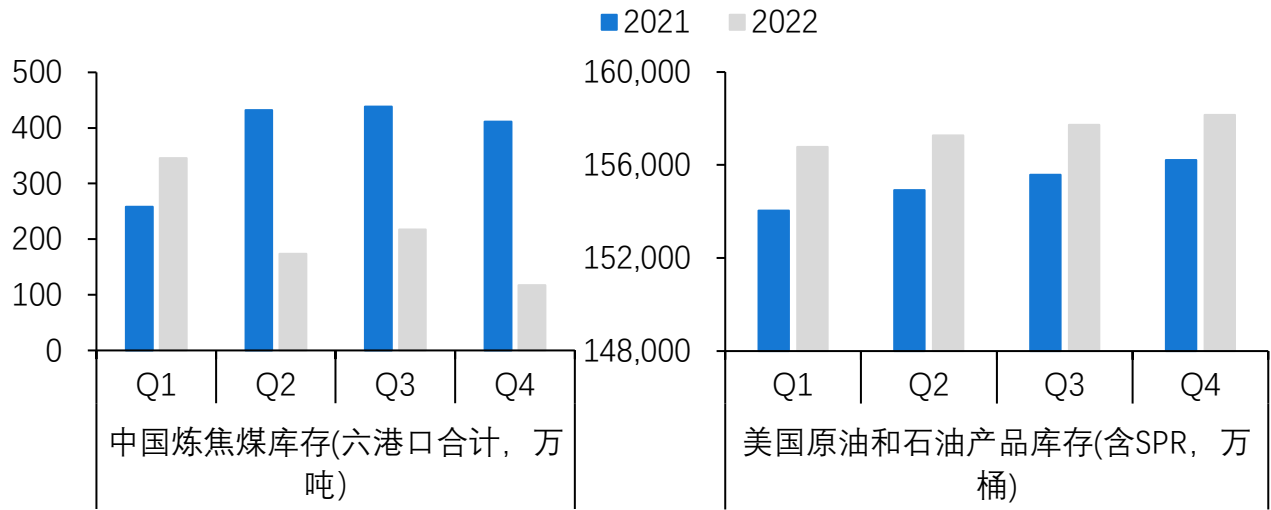
1.4.1 盈利模型-②时间套利：基于仓储与市场预测能力，体现为期现价差

- 商品通常缺乏供需弹性，并且矿山罢工、异常天气、政治环境变化等外部因素也容易对商品供需造成冲击。
- 因此商品被储存起来，以应对供需的波动，而大宗供应链公司通过投资建设全球各地的仓储基础设施，控制库存的同时能够快速调配其水平来赚取期现价差。
- 在此之上，公司可以凭借领先市场预测能力，在释放或增加库存的同时在期货市场建立或平掉头寸进行套期保值或增厚套利利润。

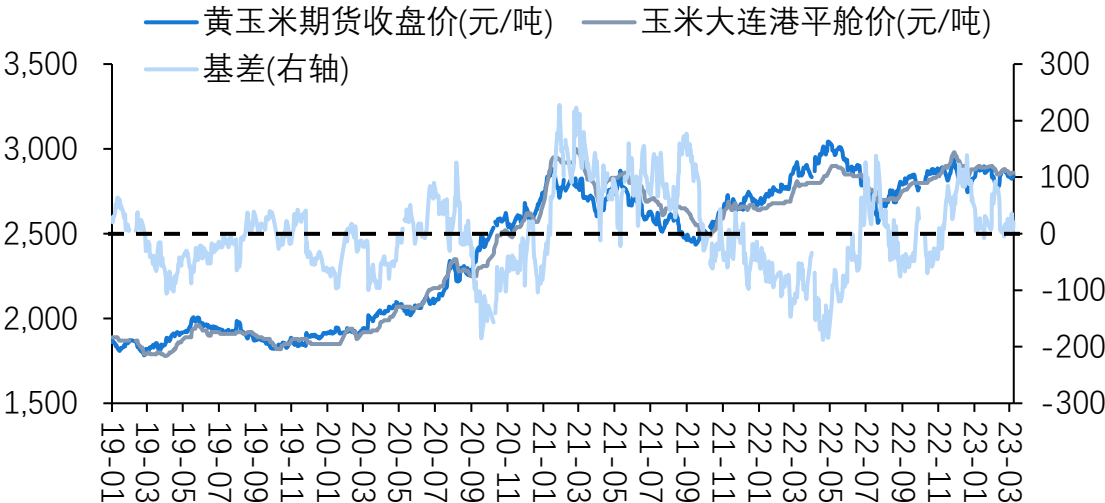
图表10：以粮食为例，农作物有种植、收获与销售的季节周期性，且受天气等因素影响，时间区间较大



图表11：为应对周期性的供需波动，商品往往被储存起来，具备时间价值

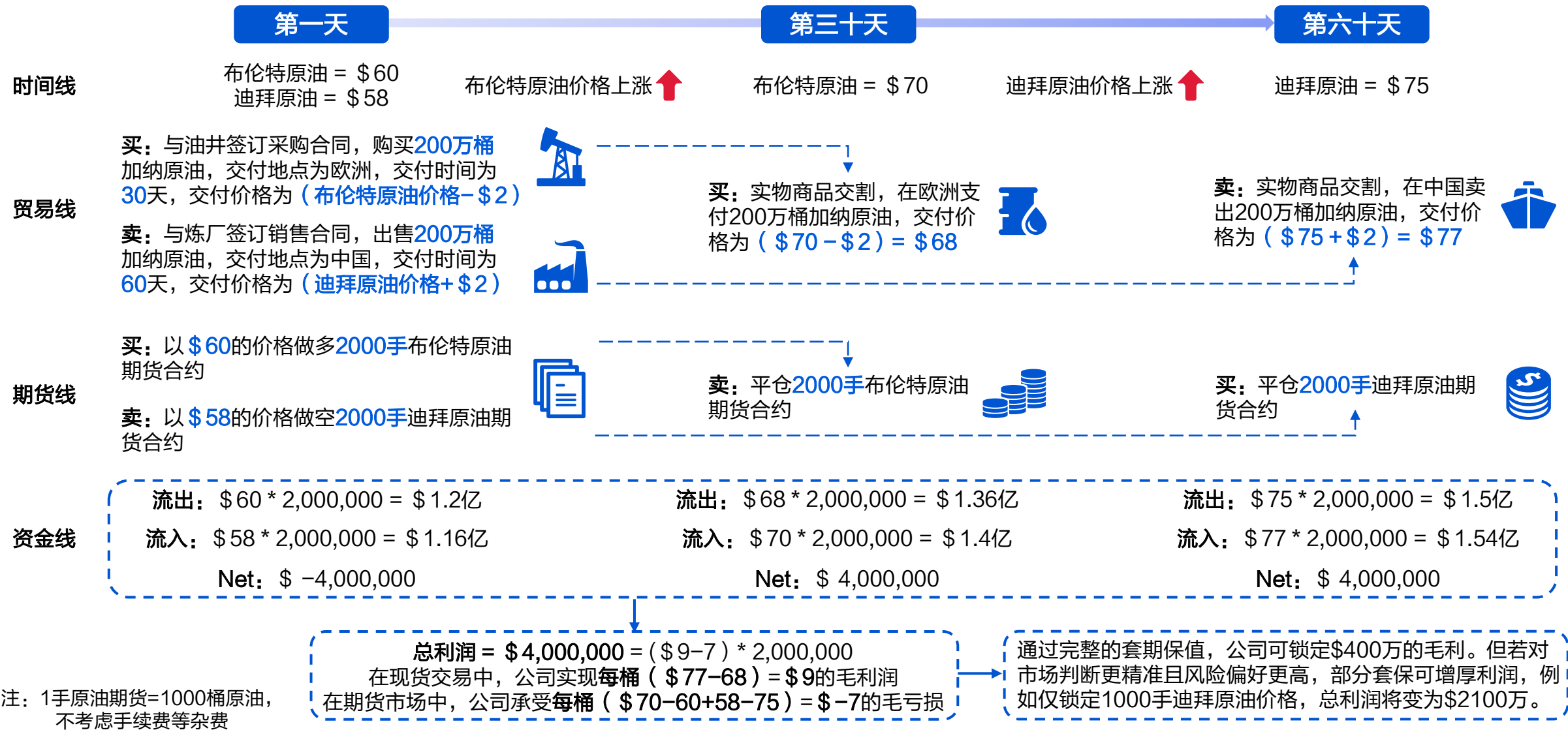


图表12：时间价值带来金融属性，买家卖家可通过期货市场进行套期保值或增厚套利利润



1.4.2 盈利模型-②时间套利：基于仓储与市场预测能力，体现为期现价差

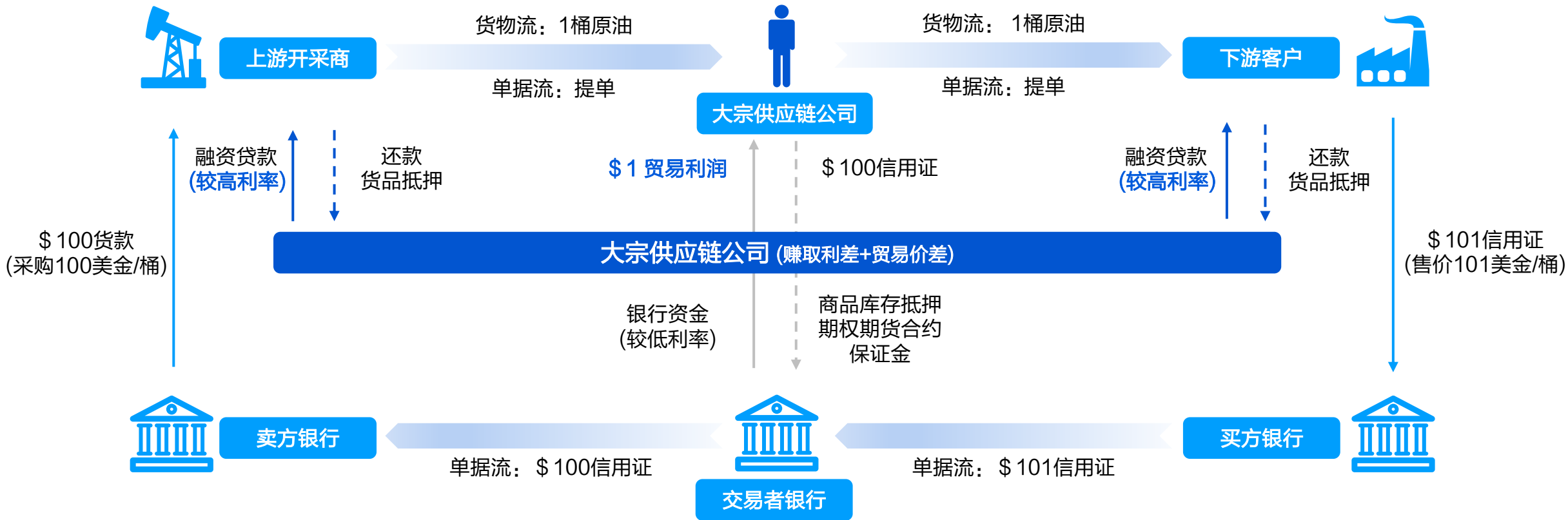
图表13：大宗供应链公司可通过期货市场实现套期保值，或对市场走势判断准确的背景下，调整期货合约大小或时间，利用期货市场大幅增厚利润



1.4.3 盈利模型-②时间套利：基于仓储与市场预测能力，体现为期现价差

- 当达到较大规模后，大宗供应链公司所需要的资金将远超所控制的货物资源，而丰富优质的商品库存与多样化的期权期货合约作为抵押物使公司能够从银行获取大量低融资成本的资金。
- 基于大量且源源不断的资金，大宗供应链公司可灵活运用多种期限结构的资金为上下游提供融资服务，赚取利差。

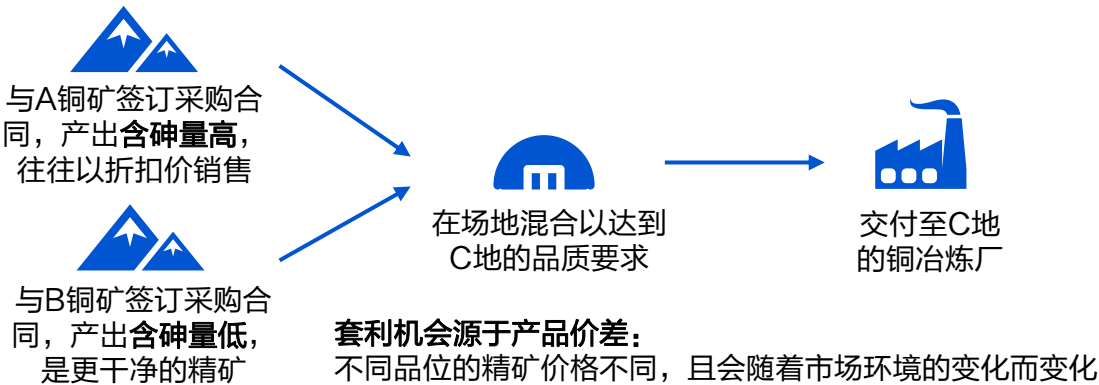
图表14：大宗供应链公司拥有较高信用评级与优质抵押品，当经营达到较大规模后，可充当“银行”提供供应链金融服务，赚取利差



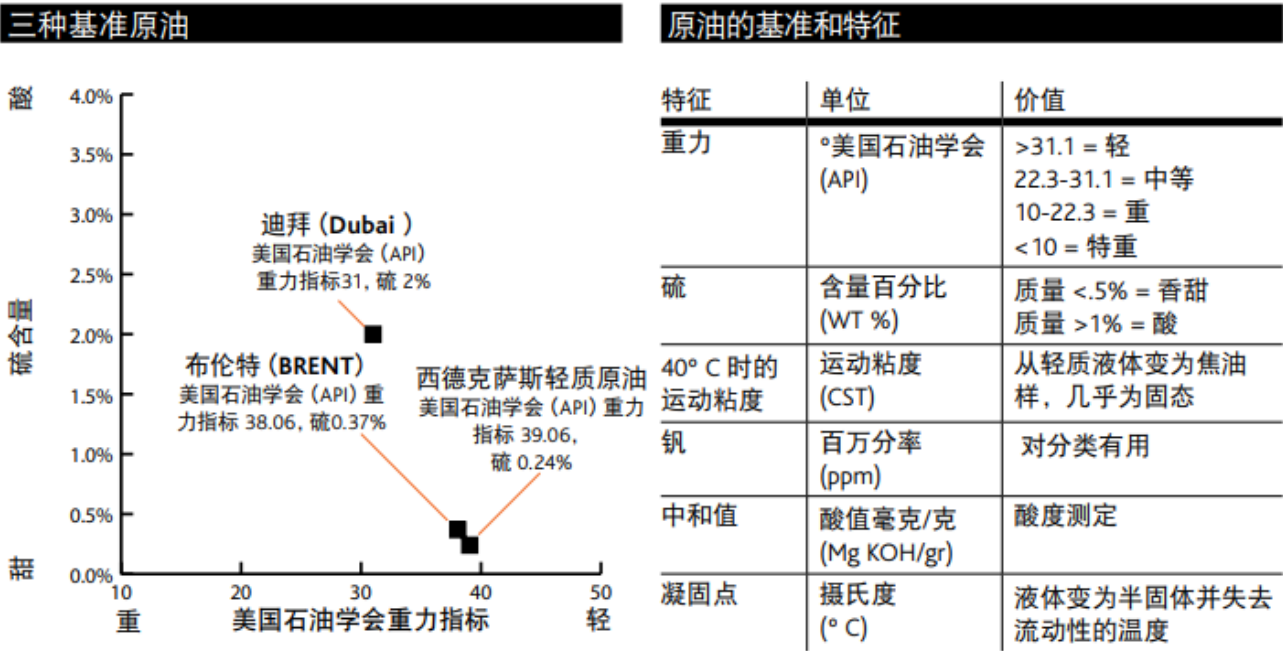
1.5 盈利模型-③产品套利：基于产业链纵深，体现为产品价差

- 商品源自大地，其特质具有千差万别，且根据不同特质，商品可按品质高低进行区分。因为各国的环保标准不同，对商品品质的要求也不同，大宗供应链企业可通过混合（重油混轻油以达到一定原油等级）、粗加工（氧化降低精矿含砷量）或精加工（掌握炼厂资源加工制成产成品），满足多样化的需求，并赚取产品价差。
- 而利用产品套利的核心在于，公司需要掌握多种货源、拥有多地的加工与仓储资源，甚至深入产业链中下游以控制炼厂、面坊等资源。

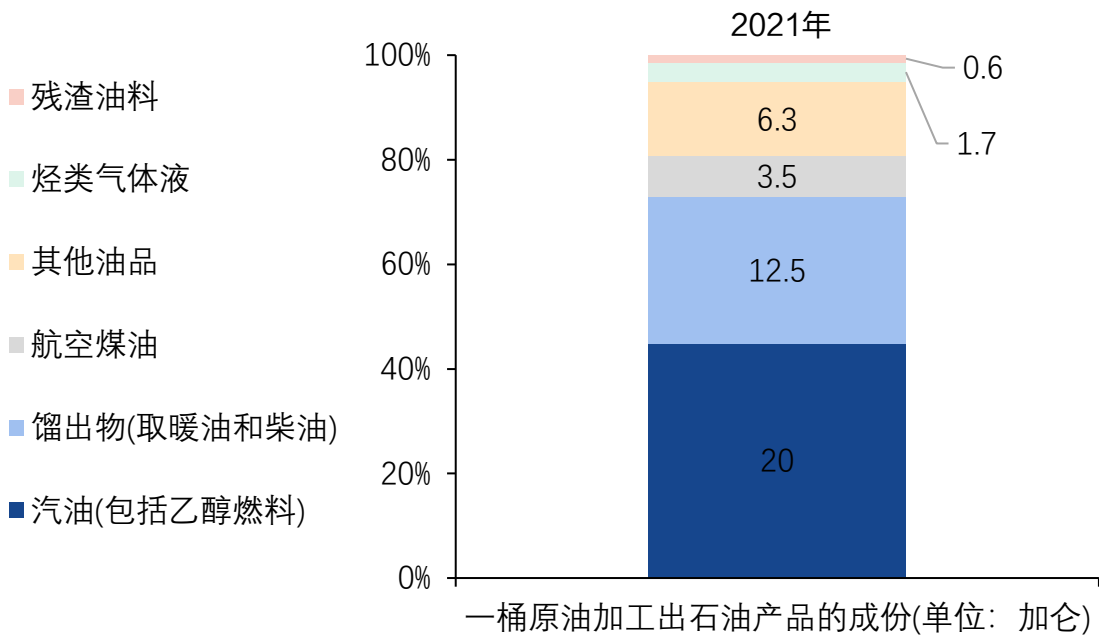
图表15：大宗供应链公司可通过混合满足多样化需求，赚取价差



图表16：根据不同成分的含量、形态等特征，商品均可按品质进行区分

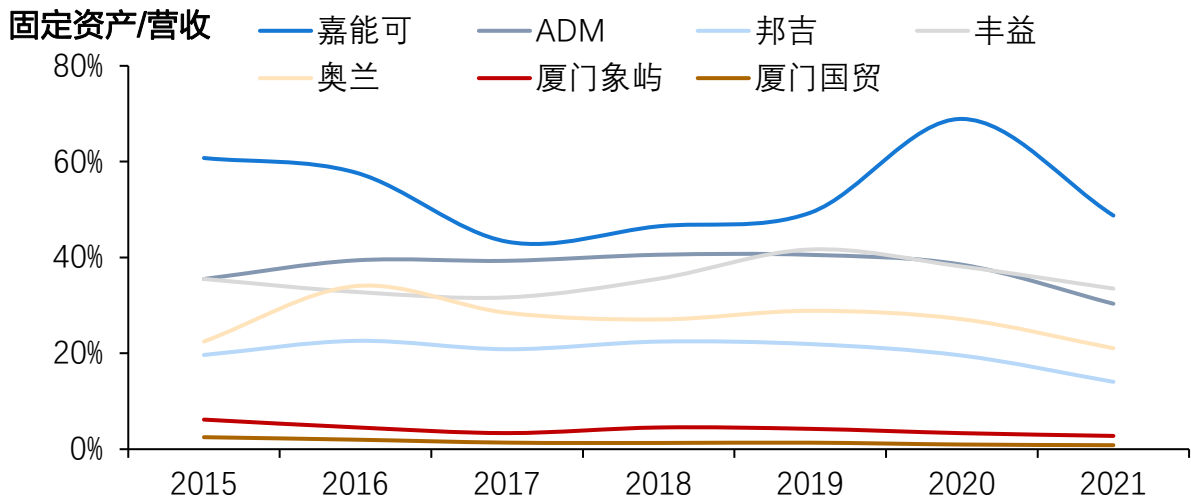


图表17：经过精炼或加工，商品可变成多种产成品

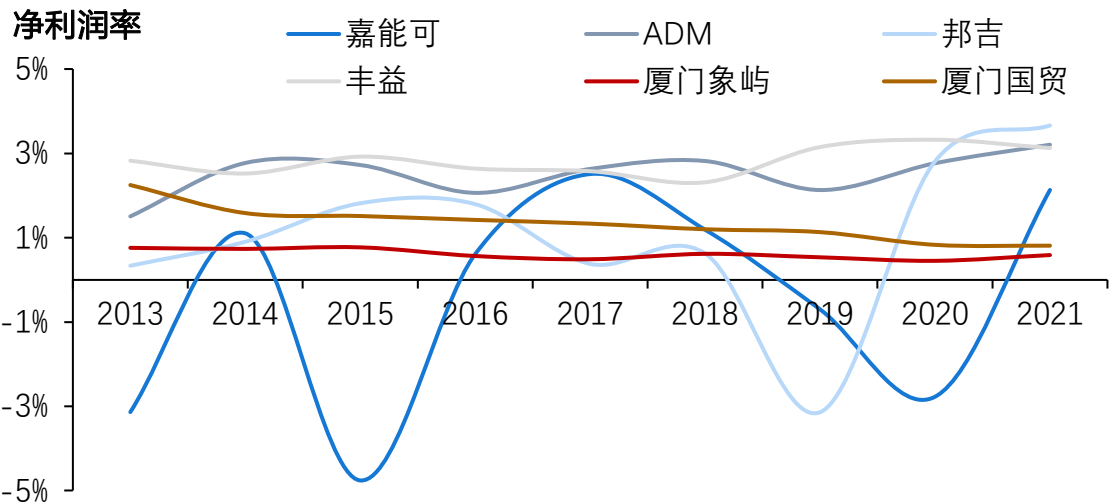


1.6 商业模式特征：轻资产，低利润，高周转且风险管理很重要

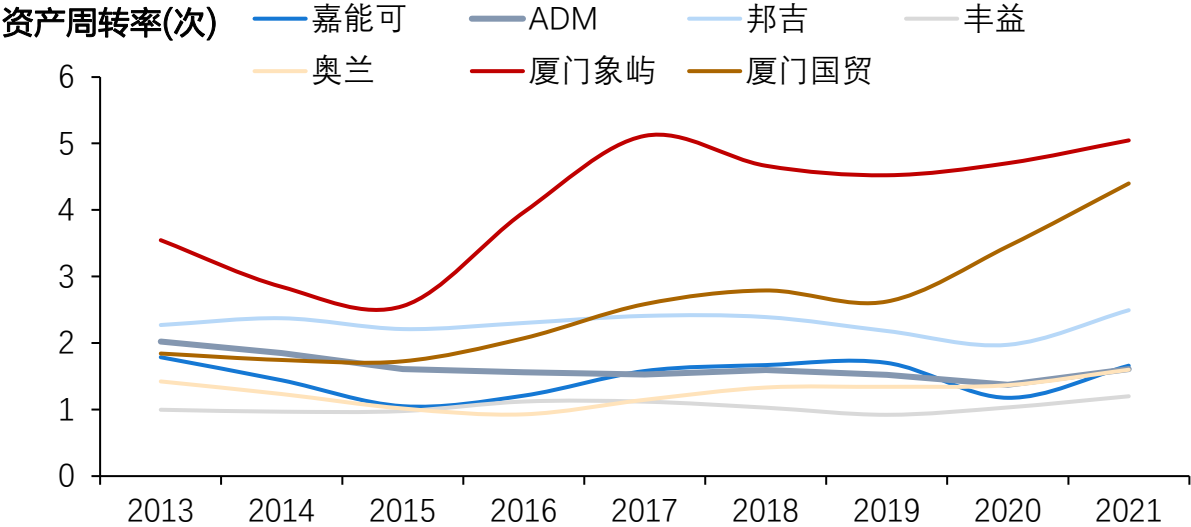
图表18：整体来看资产较轻，但国际巨头也有例外，代表新的发展方向



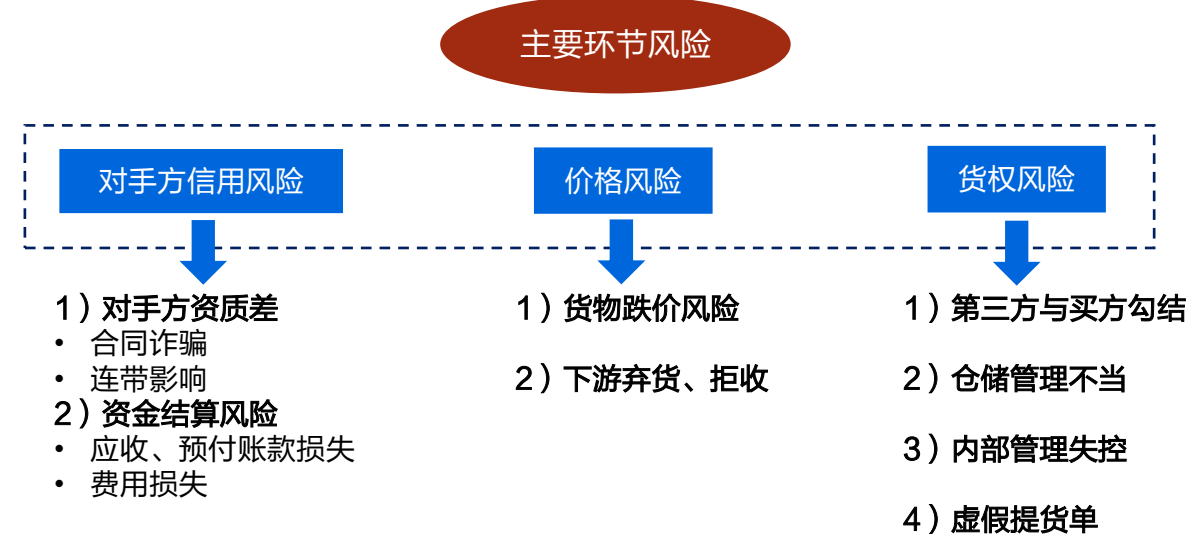
图表19：国际四家与国内两家2013-2021年平均净利润率仅为1.32%



图表20：平均资产周转率达到2次，呈现高周转的特征



图表21：品类、环节等繁多，需要承担多元化的风险，因此风险管理很重要



二、财务模型：静态看品类、模式，动态看大宗商品周期

2.1.1 多样化&拓展中、下游是必经之路，是否垂直向上整合看机遇

- 多数成熟大宗供应链公司都会在成长路径上不断扩充自身贸易多样性（横向扩张）和增强产业链资产控制力（纵向扩张）。
- 横向扩张提升自身贸易多样性：分散风险以及复制成功模式，学习成本较低。
- 纵向扩张控制产业链资产：发挥规模效应优势，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；但对比各成熟大宗供应链公司的发展路径，掌握中游且向下拓展是必经之路，而向上整合与否并不一定。

图表22：各类大宗供应链公司在成长过程中会选择横/纵向扩张，横向扩张体现为品类扩充，纵向扩张体现为上中下游资产整合

ADM		Corn	Wheat	Oilseeds	Cotton	Sugar	Cocoa	Coffee	Industrial Metals	Iron Ore	Petroleum	Coal	Natural Gas	Power
Trading		x		x			x							
Upstream														
Midstream		x		x			x							
Downstream		x		x			x							

嘉能可		Corn	Wheat	Oilseeds	Cotton	Sugar	Cocoa	Coffee	Industrial Metals	Iron Ore	Petroleum	Coal	Natural Gas	Power
Trading		x	x	x	x	x			x	x	x	x		
Upstream									x		x	x		
Midstream		x	x	x		x			x		x	x		
Downstream				x		x			x	x				

邦吉		Corn	Wheat	Oilseeds	Cotton	Sugar	Cocoa	Coffee	Industrial Metals	Iron Ore	Petroleum	Coal	Natural Gas	Power
Trading		x	x	x		x								
Upstream														
Midstream		x	x	x		x								
Downstream			x	x		x								

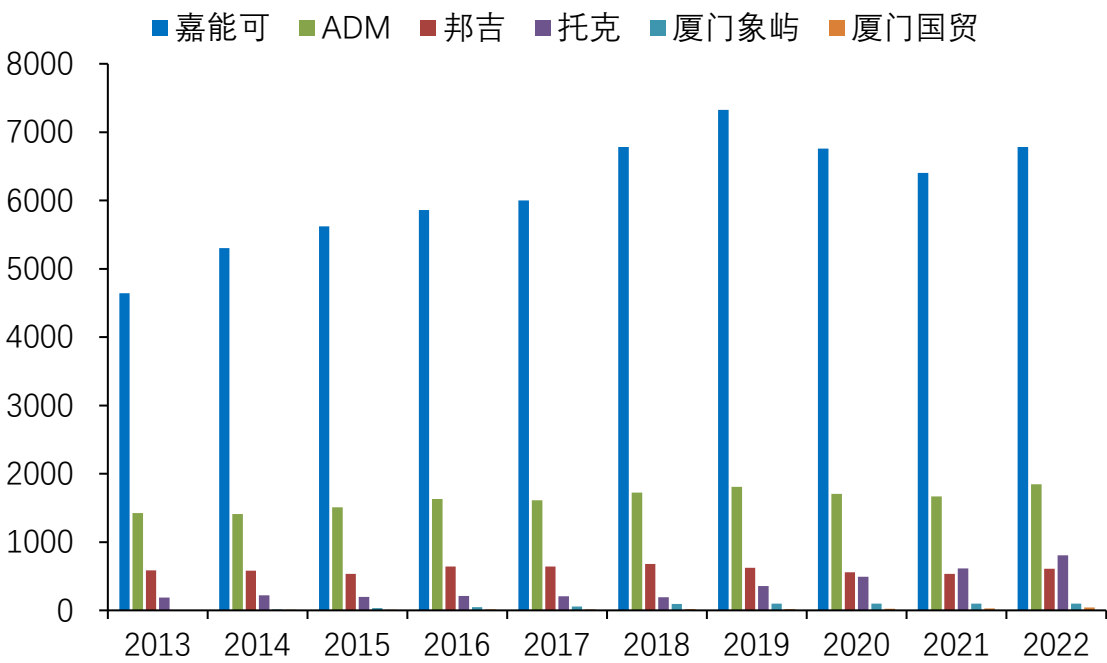
托克		Corn	Wheat	Oilseeds	Cotton	Sugar	Cocoa	Coffee	Industrial Metals	Iron Ore	Petroleum	Coal	Natural Gas	Power
Trading									x	x	x	x	x	
Upstream									x					
Midstream									x	x	x	x		
Downstream											x			

2.1.2 多样化&拓展中、下游是必经之路，是否垂直向上整合看机遇

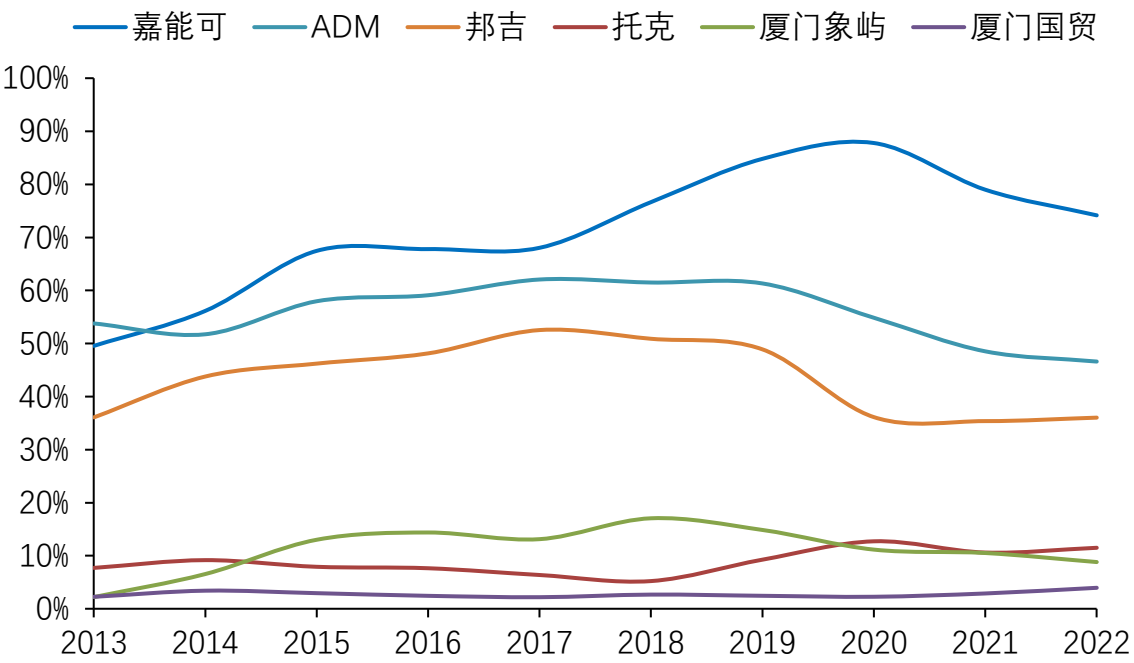
- **嘉能可是向上整合的典范：**早在1980年代嘉能可就通过控制一家秘鲁的铅锌矿，开启向上游渗透的步伐。至今，嘉能可已兼并收购了丰富的矿产资源，例如矿业巨头Xstrata、哥伦比亚煤矿Prodeco、赞比亚铜矿Mopani等等；**2022年固定资产规模已达到6782亿元。**
- **受历史阶段以及政治风险的限制，实际执行起来要看机遇：**20世纪80年代起，出于对发展资金的需求，非洲、南美等资源国给予了像嘉能可这样的大宗贸易巨头进行矿产投资的机会，但因为涉及国有资产流出、劳动力与环境问题以及大宗商品周期波动等因素，向上整合并非大宗供应链公司的必选，需要对当时的资金储备、品类扩充方向、政治环境等进行多方面考虑。

图表23：嘉能可是上游资产整合较为成功的案例；ADM与邦吉资产也较重，而其余国际较为知名的大宗贸易商更多还是以轻资产为主

固定资产（亿元）



固定资产/总资产



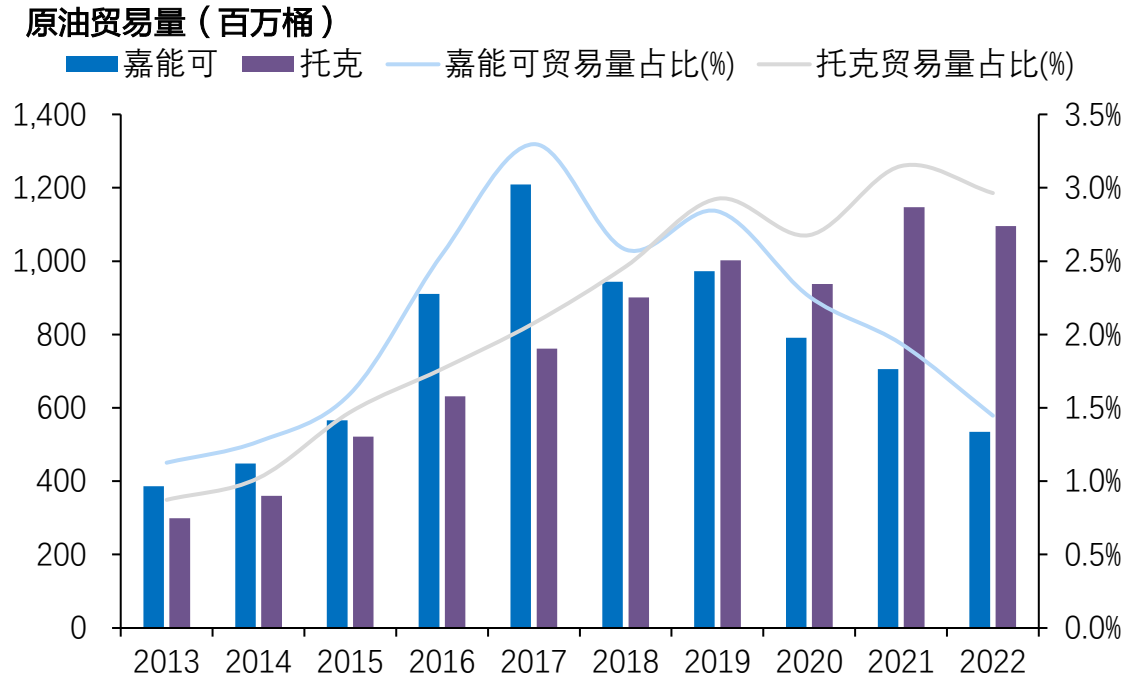
2.2 向上整合能带来更高市占，但扩张难度是能源>粮食>矿产

- 向上整合可带来更强的货物掌握能力：据嘉能可招股书，2010年嘉能可控制着市场60%的锌贸易、50%的铜贸易、45%的铅贸易等，在矿产贸易领域均拥有极高市占率。
- 而在能化、粮食这两个较难向上渗透的领域，大宗供应链公司的货物掌握能力要弱上几分，但也可以凭借成熟的中下游资源积累相对高的货量规模，2022年托克与嘉能可的原油贸易量占总产量的比重也可达到2.96%和1.45%。
- 综合而言，品类的差异是决定公司在产业链上市占率的更核心因素，货物属性、竞争环境、历史机遇等使产业链纵向扩张的难度呈现为能源（主要是石油）>粮食>矿产。

图表24：向上整合为嘉能可在矿产贸易领域带来极高的市占率

Commodity	Total market (million MT)	Exclusions from addressable market (million MT)	Addressable market (million MT)	Glencore volumes marketed (million MT)	Glencore's approximate % market share	Glencore's approximate % of total market
2010						
Zinc metal ⁽²⁾⁽³⁾	12.7	10.0 ⁽⁴⁾	2.7 ⁽⁴⁾	1.7	60 ⁽⁴⁾	13
Zinc concentrates ⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾ . .	24.8	20.0 ⁽⁴⁾	4.8 ⁽⁴⁾	2.4	50 ⁽⁴⁾	10
Copper metal ⁽²⁾⁽³⁾	18.7	15.9 ⁽⁴⁾	2.8 ⁽⁴⁾	1.4	50 ⁽⁴⁾	7
Copper concentrates ⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾	46.9	40.8 ⁽⁴⁾	6.1 ⁽⁴⁾	1.8	30 ⁽⁴⁾	4
Lead metal ⁽²⁾⁽³⁾	9.0	8.3 ⁽⁴⁾	0.7 ⁽⁴⁾	0.3	45 ⁽⁴⁾	3
Lead concentrates ⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾ .	6.2	4.8 ⁽⁴⁾	1.4 ⁽⁴⁾	0.6	45 ⁽⁴⁾	10
Alumina ⁽¹⁾⁽²⁾	81.6	64.0	17.6	6.7	38	8
Aluminium ⁽¹⁾⁽²⁾	42.0	23.8	18.2	3.9	22	9
Nickel	1.4	N/A	1.4	0.2	14	14
Cobalt	0.077	N/A	0.077	0.018	23	23
Ferrochrome	9.1	N/A	9.1	1.5	16	16

图表25：基于成熟的中下游资源，大宗供应链公司也能积累高货量规模

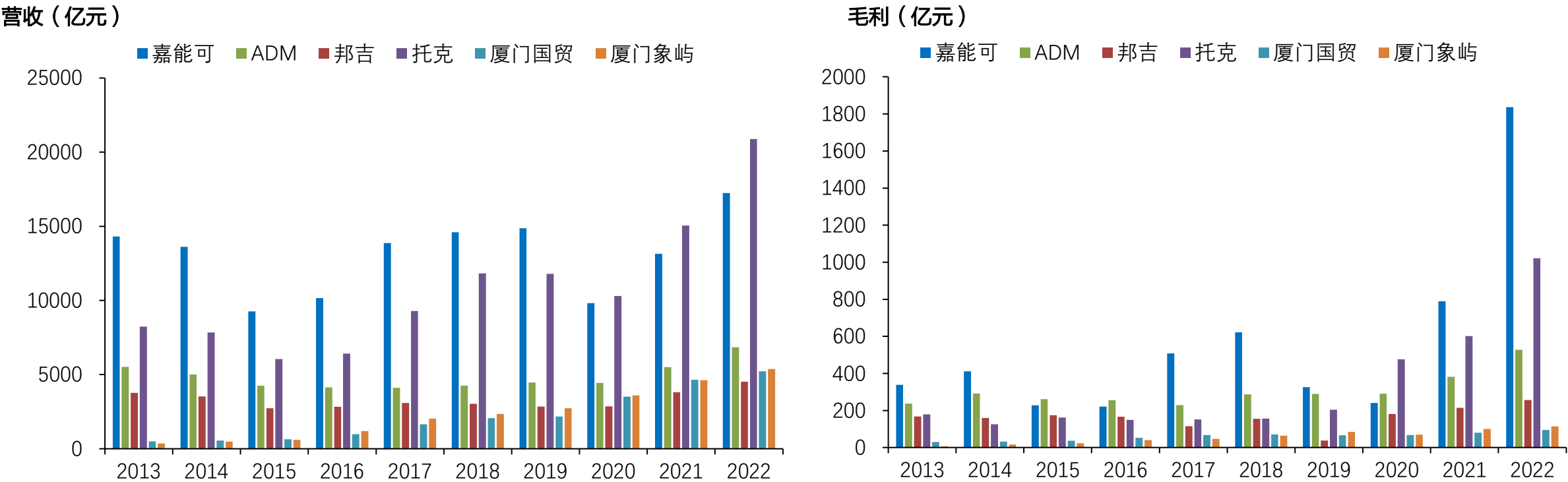


注：总贸易量采用产量代替

2.3 品类因素决定营收与毛利体量，呈现为能源>矿产>粮食

- 高市占带来大规模，但品类决定最终的营收与毛利体量。
- 贸易品类的单位价格、货量与产业链复杂程度决定了公司在该品类上的套利空间大小。体量而言，嘉能可与托克是规模最大的两家大宗供应链公司，但资产轻重与体量并不直接相关，结合各公司的贸易品类（嘉能可与托克以能源和矿产为主，嘉能可偏矿产，托克偏能源；ADM与邦吉重粮食）来看，体量上大致呈现为能源>矿产>粮食。

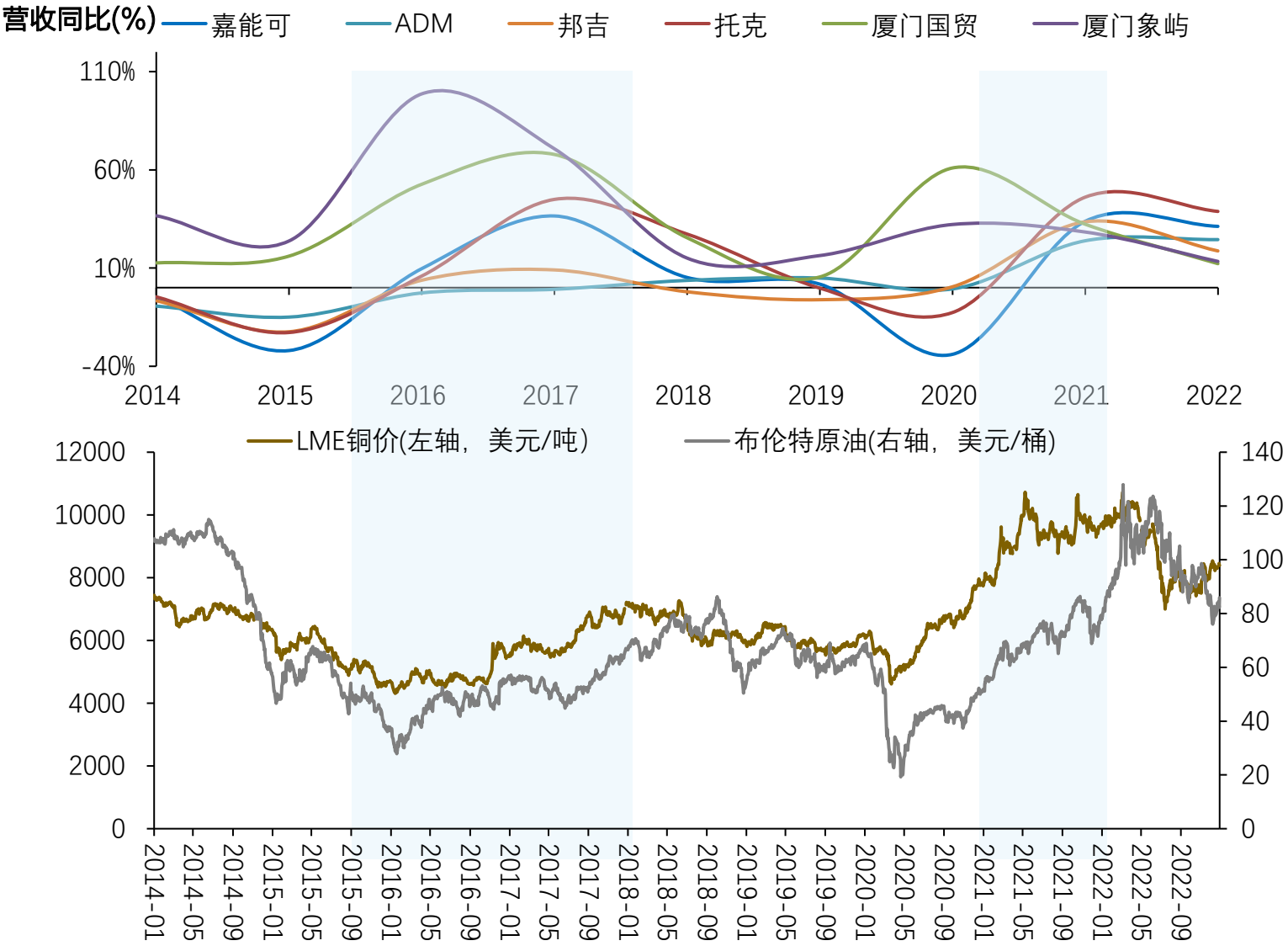
图表26：2022年，嘉能可与托克营收体量超1.5万亿元，毛利润体量达到千亿级。品类决定营收与毛利的体量，与是否重资产并不直接相关



2.4.1 时间序列对比：收入趋势相似，回报表现不同

- 时间序列对比看，资产轻重、体量大小等并不影响大宗供应链公司营收变动的方向。
- 结合大宗商品的价格周期，海外成熟的公司中，体量更大的嘉能可与托克对价格波动的敞口更大，因此营收波动幅度要更大一些。

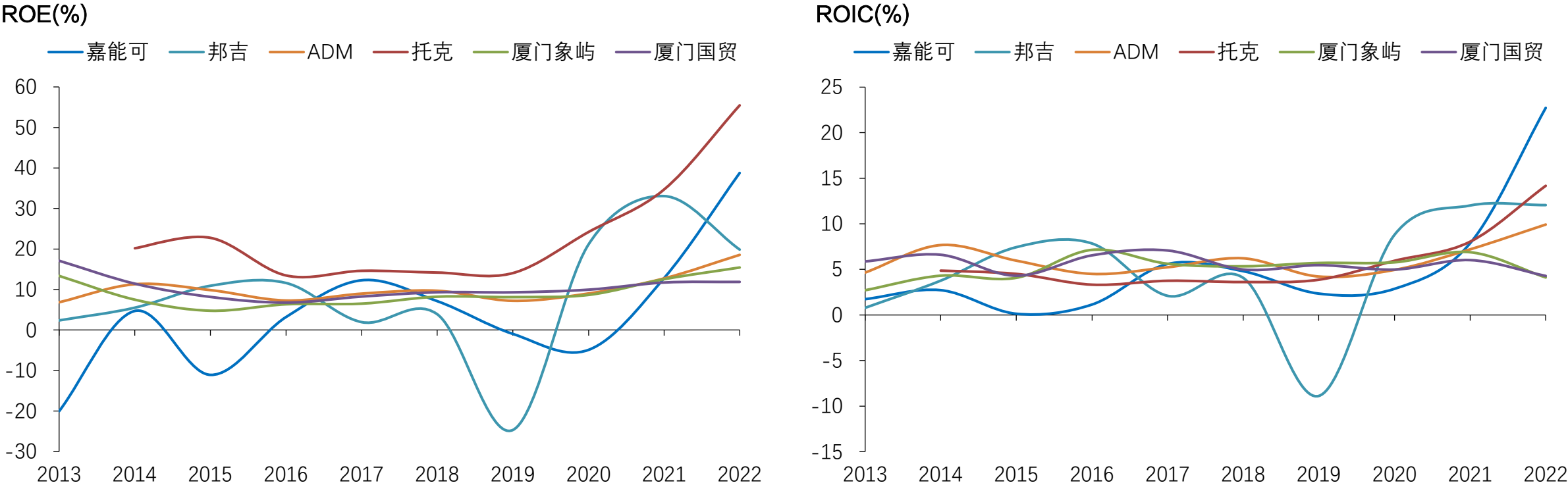
图表27：不同的运营模式、规模体量并不影响营收的变动方向，但会影响其波动幅度



2.4.2 时间序列对比：收入趋势相似，回报表现不同

- 从回报率角度看，重资产的公司回报水平波动幅度较大。2013-2022年，嘉能可ROE和ROIC的波峰分别可达到39%和23%，而波谷仅为-20%与0.14%。
- 轻资产纯贸易的公司，回报水平则更为稳健。2014-2020年，托克、厦门象屿与厦门国贸ROE与ROIC的方差均较小（方差平均分别为8.4与0.9），三家公司ROE与ROIC的中枢稳定在11%与5%。

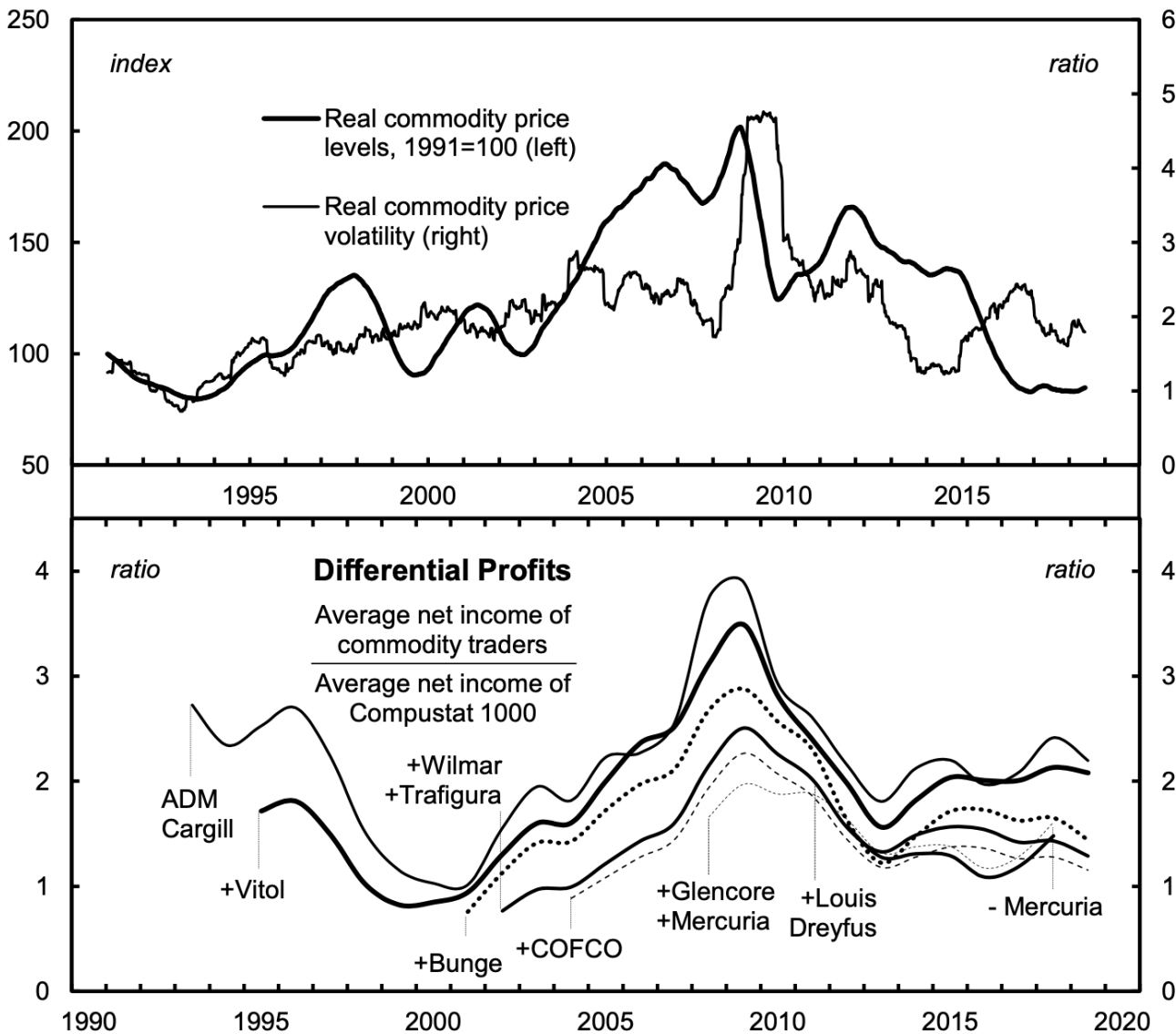
图表28：嘉能可、邦吉回报水平波动和弹性更大，其余大宗供应链公司回报水平相仿，较为稳定



2.5.1 利润率：外部影响——大宗商品价格波动率

- 具体来看，大宗供应链公司的利润率一般分布在1-4%的区间内，其中有模式的差异，有结构的因素，也有周期的影响。
- 时间序列维度来看，大宗商品价格波动率与贸易商盈利水平之间的相关度更高。一般而言，大宗商品价格与贸易商盈利能力大致保持同向变动的关系，当商品价格的波动率越大，贸易商利润水平的变动幅度也会越大。
- 究其原因，作为价格或价值的发现者，在价格波动率快速上行的阶段，信息不对称性的增强使公司的套利空间扩大，大宗供应链公司便能通过出色的预测能力和风险管理去增厚利润。

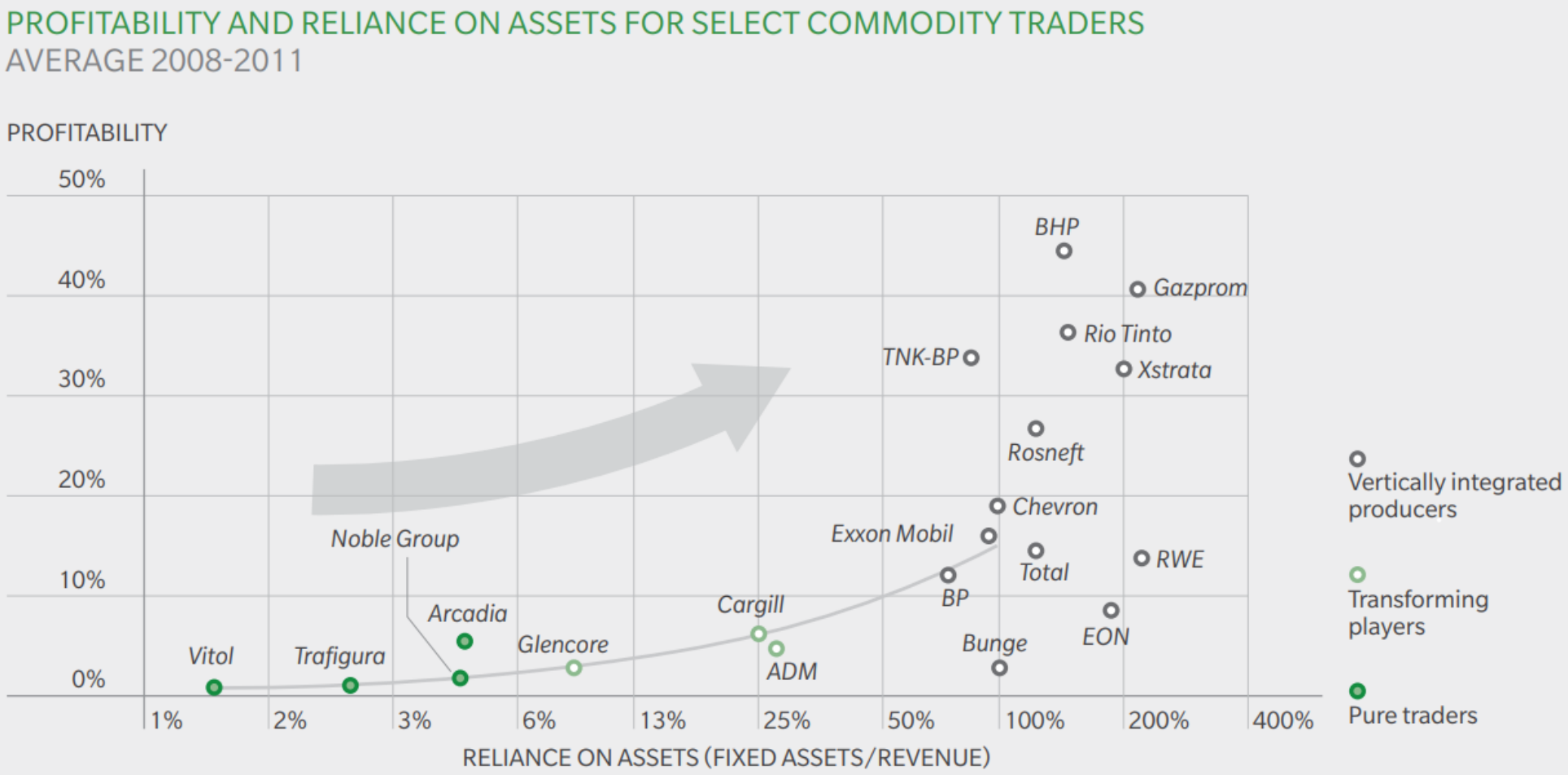
图表29：商品价格波动率越大，同期贸易商的利润水平变动幅度越大



2.5.2 利润率：内生影响——固定资产占比

- 横向对比，相较于纯贸易商，公司采取一体化产业链扩张后，其盈利能力更容易提升到更高的水平。2008-2011年，更重资产的嘉能可、嘉吉与ADM的利润率要高于作为纯贸易商的维多、托克与来宝。

图表30：越重资产的大宗供应链公司利润水平越容易做到更高的水平

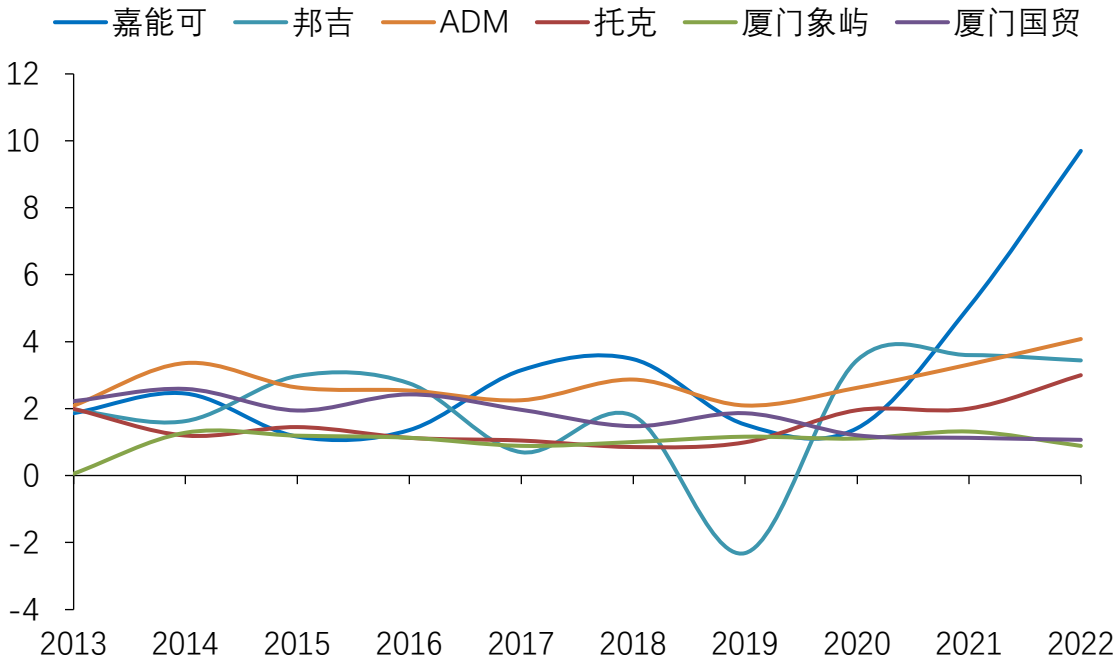


2.5.3 利润率：内生影响——固定资产占比

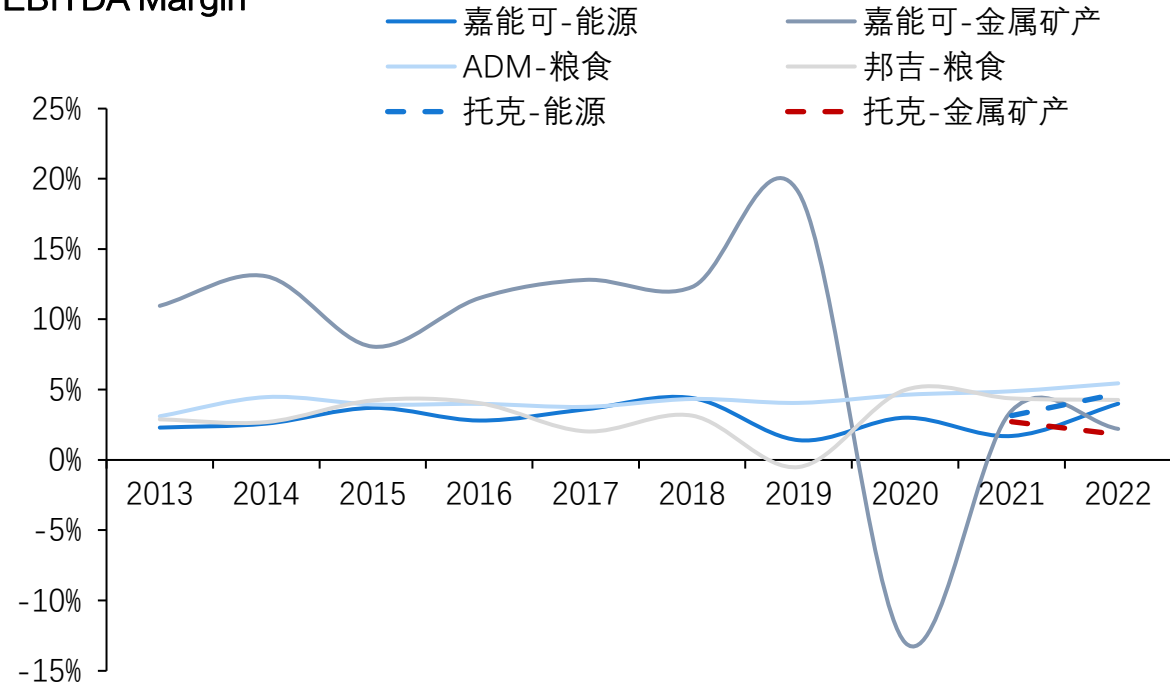
- 掌握产业链上更多的资源意味着更好的规模效应或者更高的壁垒，有助于公司获得更高的利润率，但无疑波动也会较轻资产贸易商更大。2013-2022年，重资产的公司（嘉能可、邦吉、ADM）平均营业利润率为2.63%，轻资产贸易商（托克、厦门象屿、厦门国贸）平均营业利润率为1.45%。
- 拆分结构看，利润率一般而言呈现粮食贸易>能源贸易>金属矿产贸易；但嘉能可在金属矿产领域的深度一体化发展使其身份已向生产商转化，利润率要显著高于其余公司，产业链资源的获取能有效的转化为经营壁垒。

图表31：重资产公司的营业利润率中枢较轻资产的公司更高，但波动幅度也更大；且固定资产的投入是能够有效转化为经营壁垒的

营业利润率（%）



EBITDA Margin

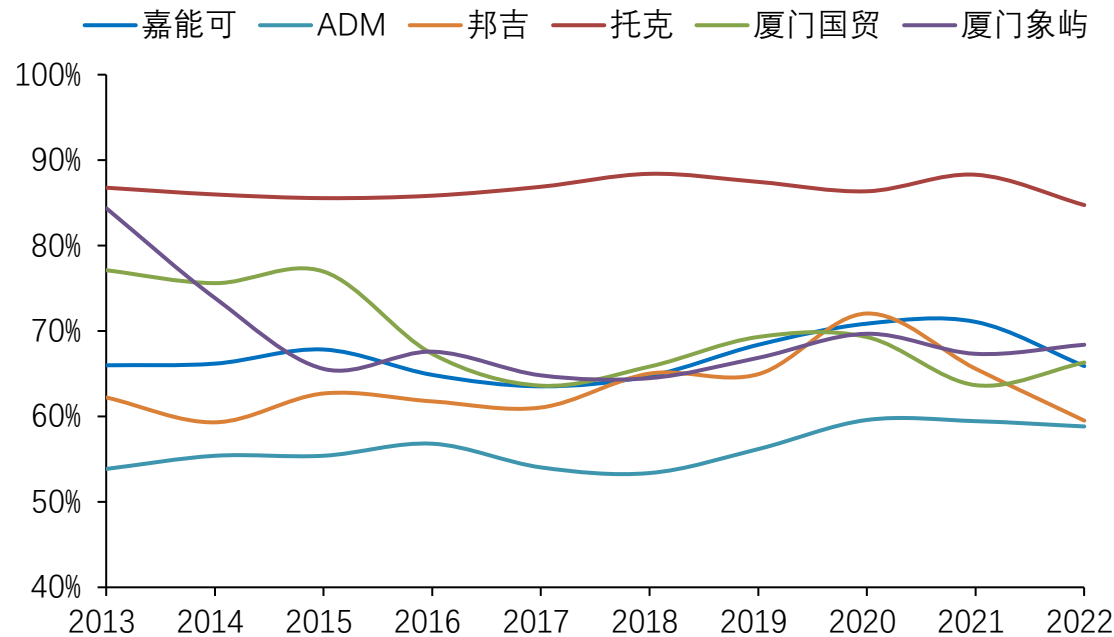


2.6.1 负债率：资金需求带来偏高负债水平，但整体风险可控

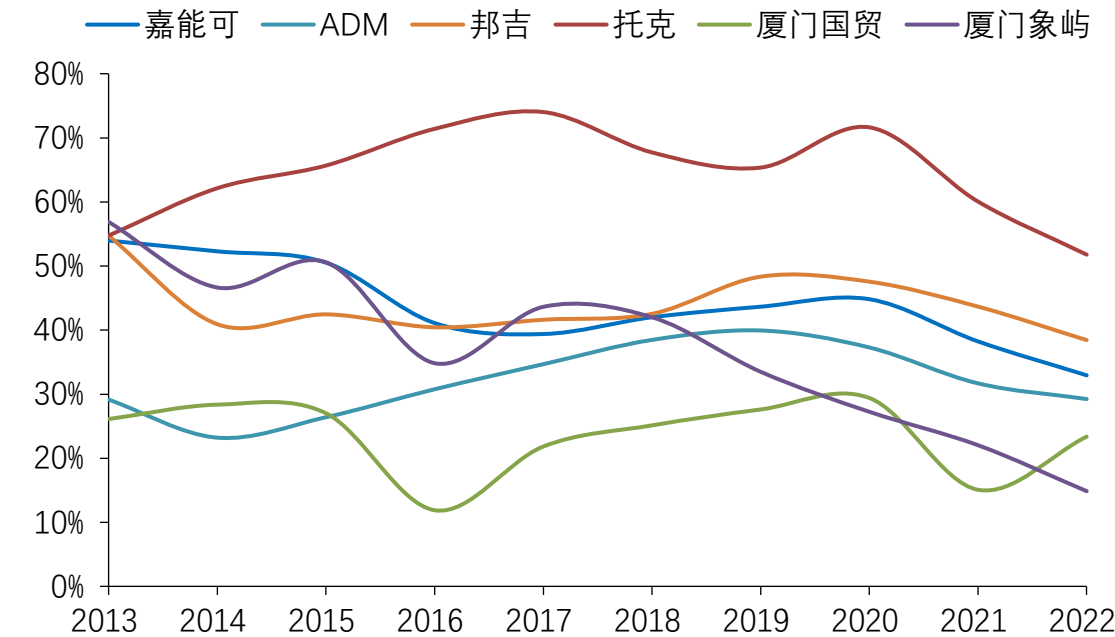
- 因大规模的资金使用需求，大宗供应链公司维持着偏高的负债率。2013-2022年来六家公司平均负债率达到69%，且纯贸易商的负债率相比重资产的公司要更高一些。
- 拆分看，除私营企业托克外，嘉能可、ADM与邦吉有息负债率平均为40%，厦门国贸与厦门象屿有息负债率平均为30%；重资产的公司为持续进行产业链上的资源获取，采取了比纯贸易商更激进的杠杆比率，而纯贸易商的营运负债更多。

图表32：整体负债水平看起来偏高，纵向一体化的企业有息负债率要高于纯贸易商

资产负债率（%）



有息负债率（%）

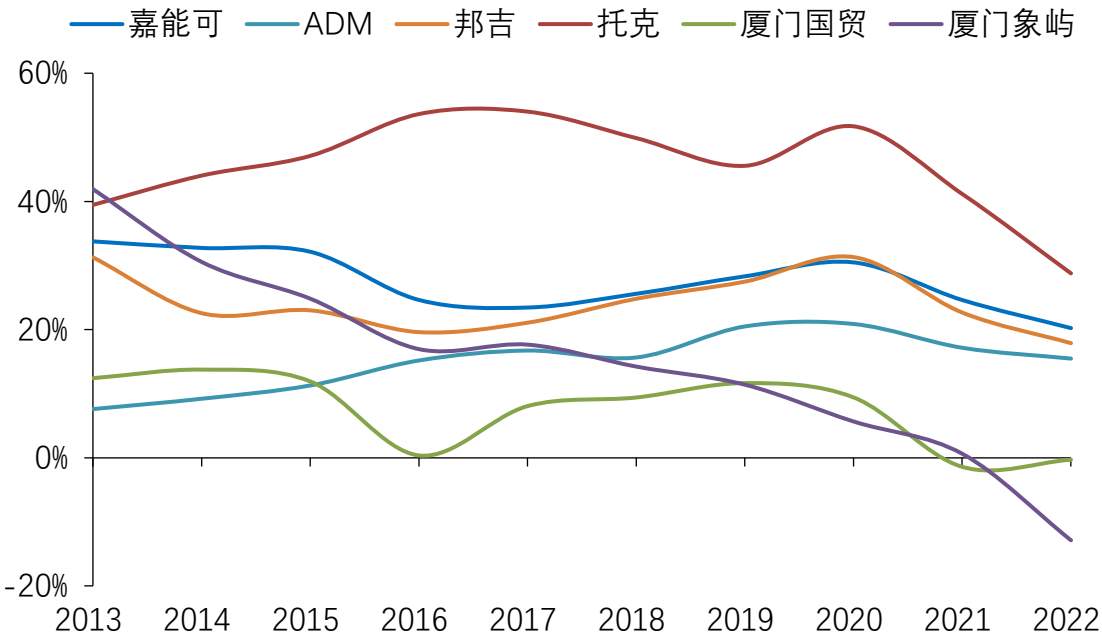


2.6.2 负债率：资金需求带来偏高负债水平，但整体风险可控

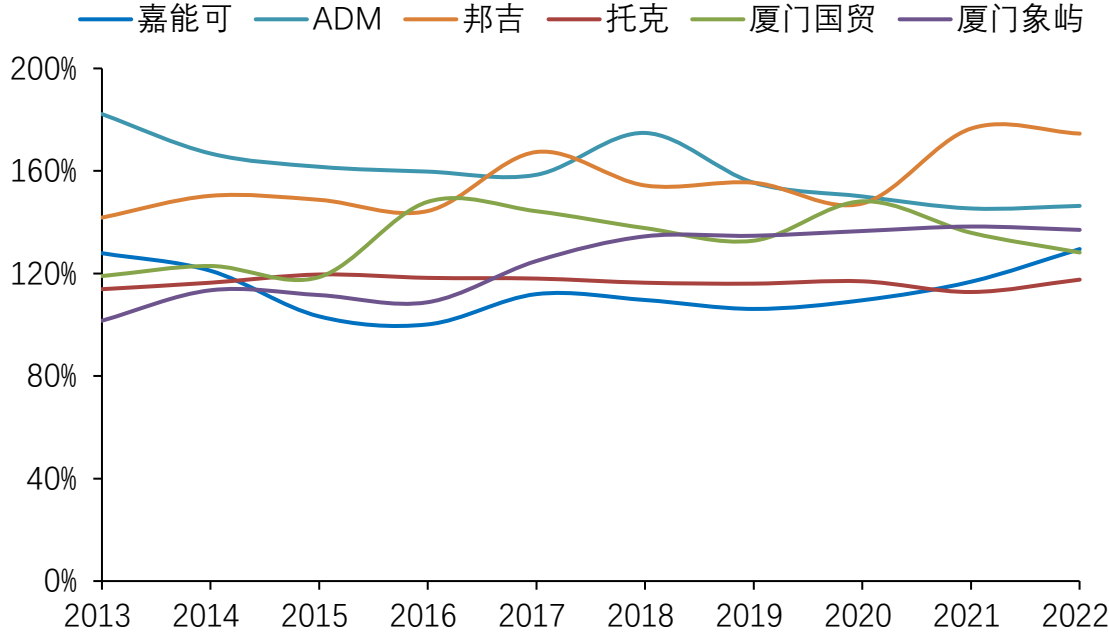
- 高负债水平下整体来看，2013-2022年各大宗供应链公司均维持了良好的流动性，净负债率中枢在22.5%，流动比率中枢在1.34，整体负债端的风险可控。

图表33：各企业保持良好的流动性，整体负债风险可控

净负债率



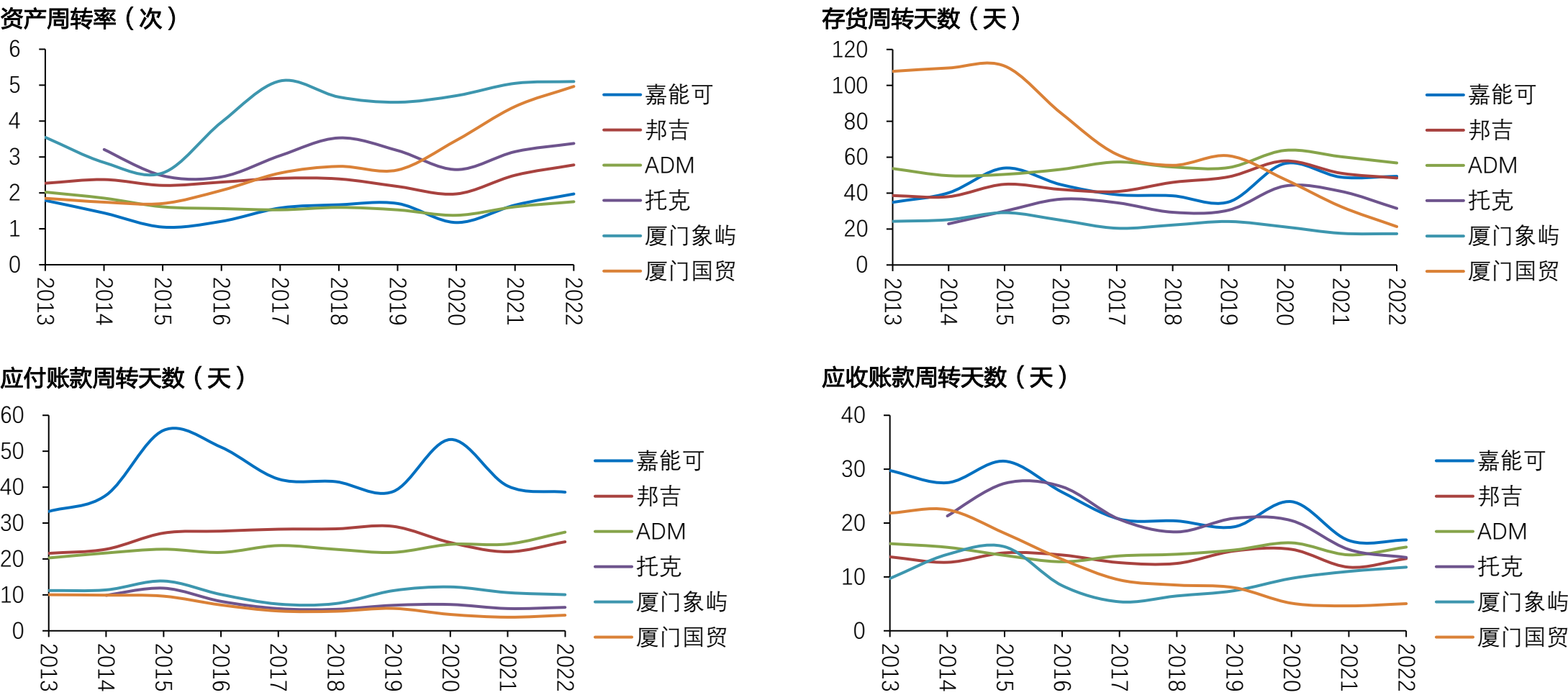
流动比率



2.7 运营效率：资产更轻、规模更小的大宗供应链公司效率更高

- 运营效率的极限基本都是轻资产的纯贸易商，且规模相对较小的效率更高。大宗供应链的商业模式中，资产更轻、货物规模更小往往意味着更窄的套利空间，公司需要将资金周转的更加快速以增厚利润。

图表34：纯贸易商的运营效率领先一体化的公司，且规模越小效率越高



2.8 总结：静态看品类、模式，动态看大宗商品周期

- 综上，品类、模式等因素使大宗供应链公司的财务模型不尽相同，但可以大致总结出：
- 静态看，公司的主营品类决定其营收规模的上限，品类可以横向拓展，但并非完全无边界，经验来看规模上限由大到小分别是：能源、矿产、粮食；公司的运营模式决定其回报率的波幅，重资产的公司利润率更高，回报率峰值往往也更高，但波动幅度大；轻资产的公司利润率相对低，但周转效率更高，回报率更为稳健。动态看，大宗商品周期波动会小幅影响公司盈利水平，商品价格快速上行期，公司业绩往往表现更好。
- 当前国内几家大宗供应链公司通过侧重某细分行业，控制中下游资源进行轻资产贸易，快速增加规模，**在这样的发展路径下，国内公司未来发展的驱动因素以及增长中枢会是如何？**

图表35：大宗贸易商利润由营收规模与利润率共同决定



三、国内广阔天地，龙头大有作为

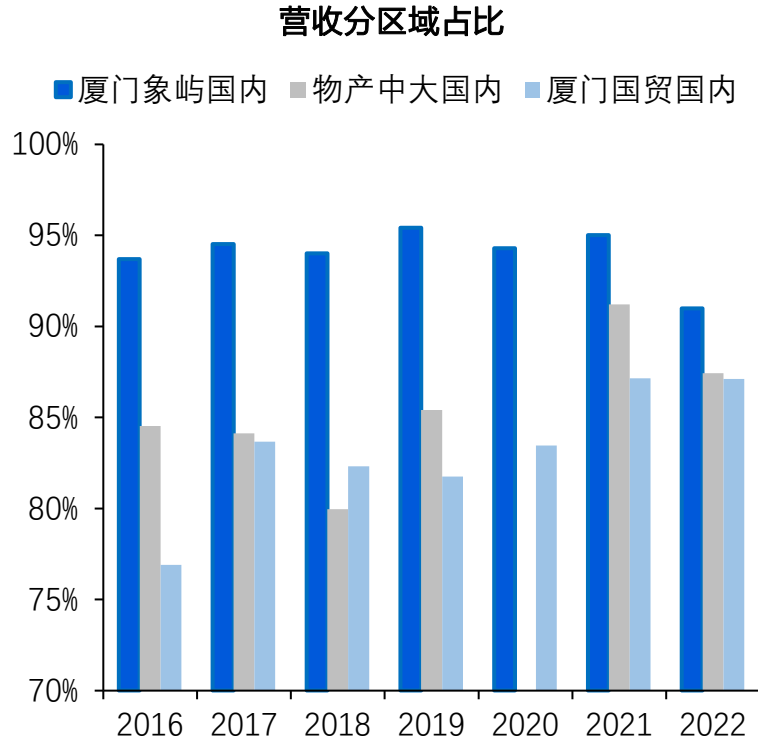
3.1 看好龙头大宗供应链持续增长的核心逻辑

- **行业增长：**国内大宗供应链公司的发展道路是以中国需求（内贸或者“一带一路”贸易）为绝对基本盘的轻资产供应链公司；作为全球制造工厂，我国为大宗商品供应链公司发展提供了充足的发展空间，目前市场空间体量大致在40-50万亿，且有望在经济增长和一带一路的拉动下不断扩容。
- **我们认为大宗供应链头部公司业绩有望取得较快增长，该判断主要是基于外部变化和行业内生规律两个角度。**
- **外部变化：**需求端在持续发生变化，且锐意进取的龙头公司更容易适应当下的变化，头部市占率一路走高，CR4逐年提升至4.18%（2022年）。①国内高质量发展目标下，多数初级原材料加工业开始淘汰落后产能，头部集中。因而头部企业需求逐步变得多元，同时对大宗供应链服务也提出更高要求。②绿色低碳的全球目标下，新的贸易品类不断涌现，龙头企业具备更充足的经验和渠道去应对。
- **内生规律：**①发展阶段：目前大宗供应链处于行业发展早期，头部之间并不存在直接竞争。②商业模式：轻资产扩张，主要以投入团队和资本金为主，生效较快。且能够在购销渠道和物流上产生一定规模效应，确保ROIC稳中有升。③行业目前处于一分耕耘一分收获的阶段，头部公司可以通过股权激励不断提高人效。

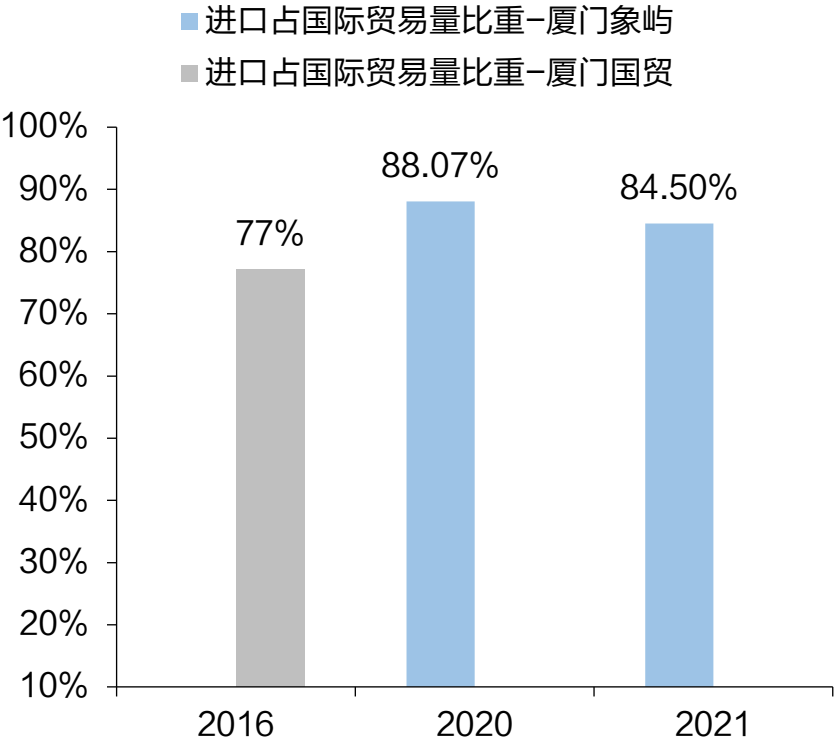
3.2.1 市场空间：内需是基本盘，国内市场空间足够大

- 国内上市的大宗供应链公司均以中国需求为绝对基本盘。一方面，主要公司国内营收占比在2021年均达到85%以上。另一方面，主要公司的国际贸易中更多是以进口为主。
- 当前我国大宗商品市场规模大致在40-50万亿，给予了行业龙头充足的成长空间。根据厦门象屿2022年年报，2022年我国大宗供应链CR4合计营收规模仅为2.3万亿元，对应市场占有率仅为4.18%，行业龙头的市场份额有望得到进一步的提升。（CR4指“物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸”）

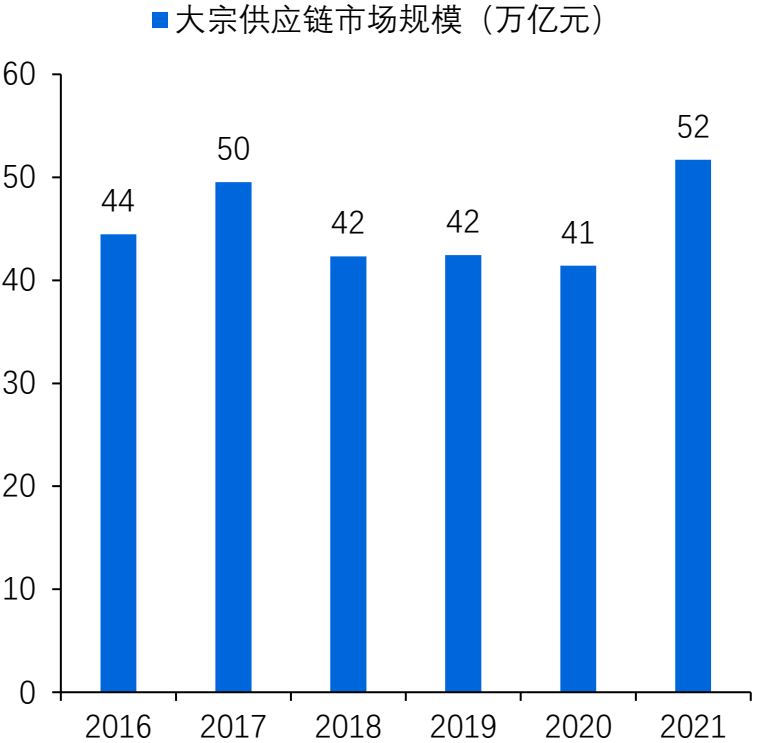
图表36：内需是主要上市大宗供应链公司的基本盘



图表37：国际业务中仍以进口为主，核心需求仍是来自国内



图表38：国内给予了大宗供应链企业充足的成长空间



3.2.2 市场空间：国际业务主要驱动看“一带一路”

- “一带一路”或成为国际贸易的核心驱动，也是各大宗供应链公司着重布局的方向。虽说是国际业务，但核心需求仍是来自国内企业。既深度参与海外大宗商品业务，并整合当地仓库、清关、驳船等物流资源，为各种中资制造业的海外项目提供内贸海运、驳船运输、报检清关、仓储配送等供应链服务。

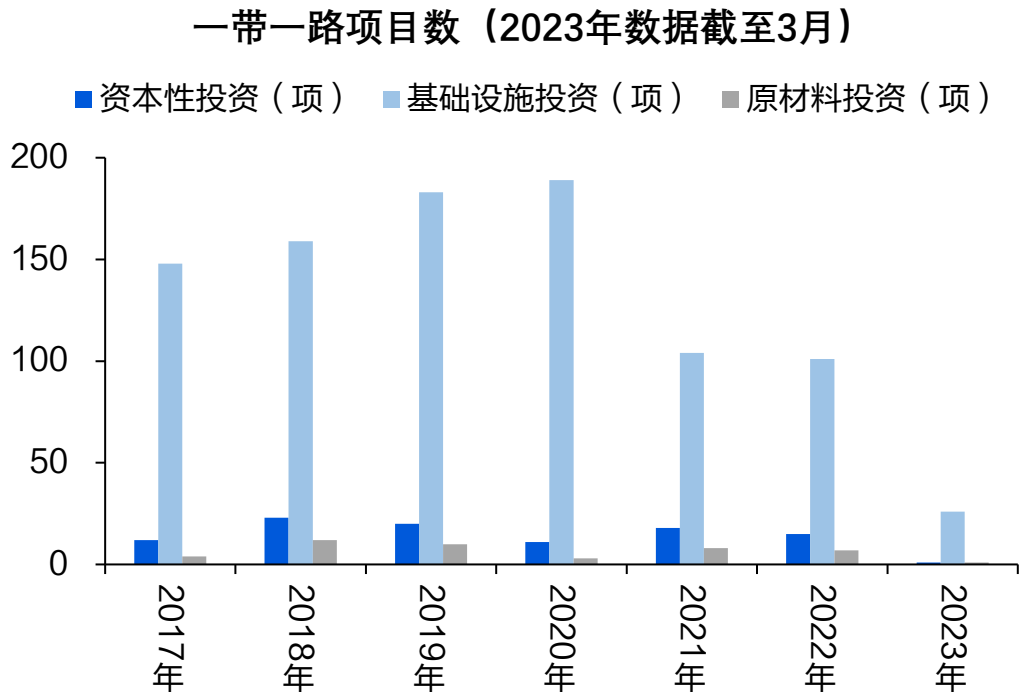
图表39：以厦门国贸国际化拓展为例，大多大宗供应链公司以“一带一路”为主拓展国际业务



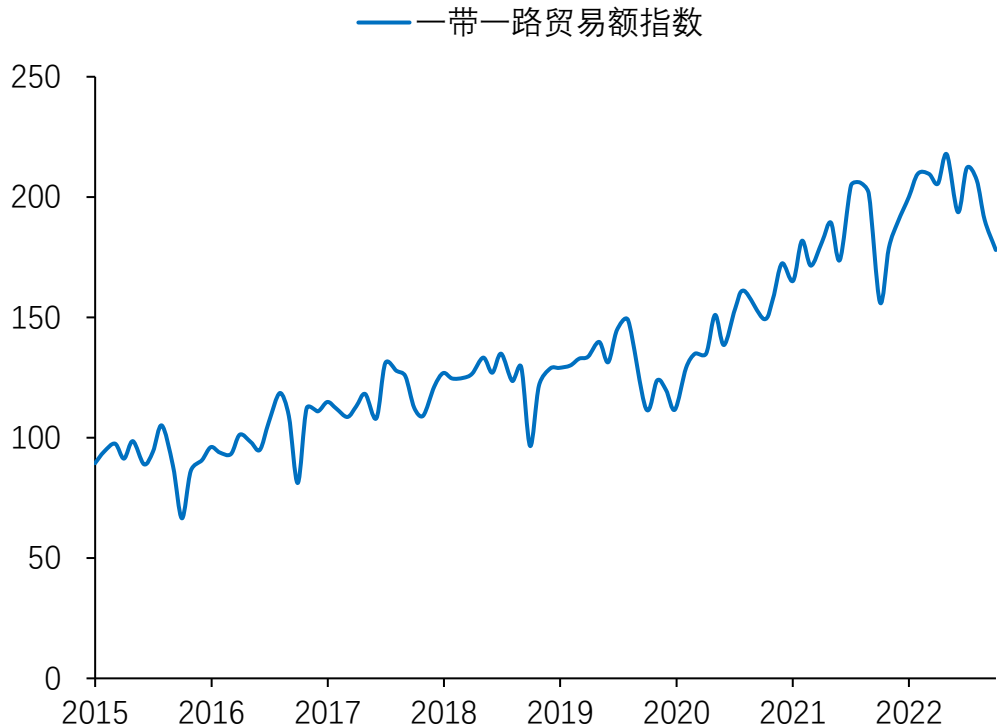
3.2.3 市场空间：国际业务主要驱动看“一带一路”

- “一带一路”项目经疫情影响下滑后有望回升。2021年，新冠肺炎疫情给全球经济带来沉重打击，导致“一带一路”沿线国家的项目担保能力下降。2022年，随着疫情逐渐缓和，世界经济开始复苏，“一带一路”项目也有所恢复。展望未来，“一带一路”将继续作为国内外双循环的重要组成部分，项目数量有望保持稳定增长。
- 根据存量项目的数据，一带一路沿线国家的贸易量在持续增加，这为大宗供应链公司提供了良好的发展机会。这些公司可以利用自身的优势和经验，为一带一路的建设和合作提供高效的物流服务，从而实现较快的业务量增长。以厦门国贸为例，公司“一带一路”沿线业务规模稳步扩大，从2018年的300亿元增至2022年的900亿元，4年复合增长率高达31.61%。

图表40：一带一路项目数量在2021年大幅下滑



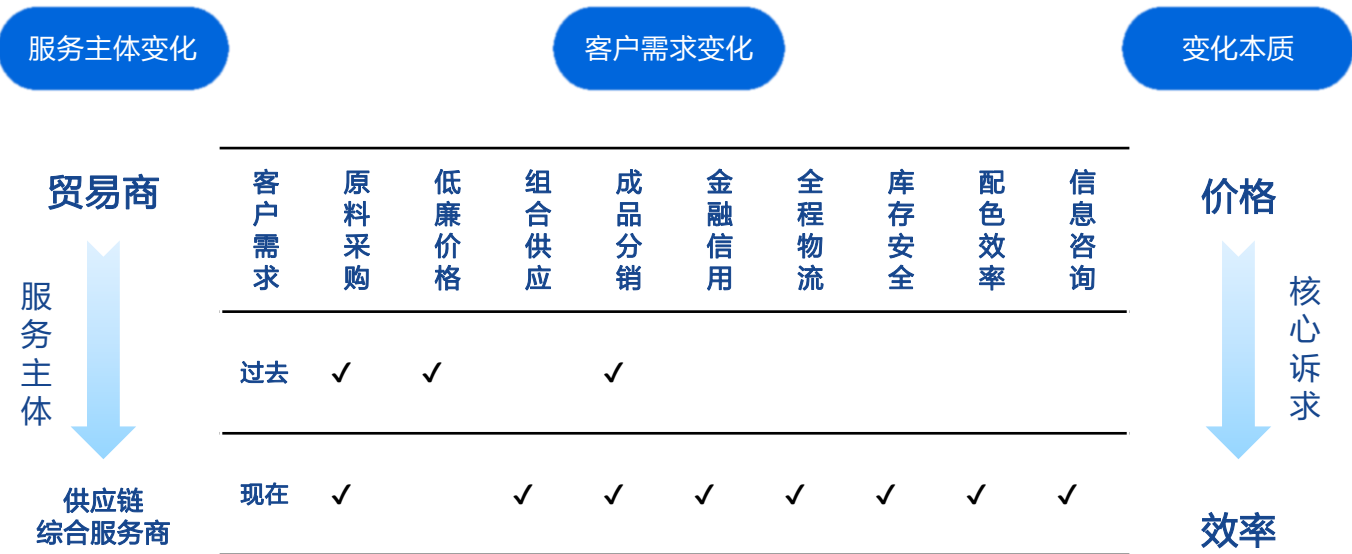
图表41：但是基于存量项目的贸易额在持续上行



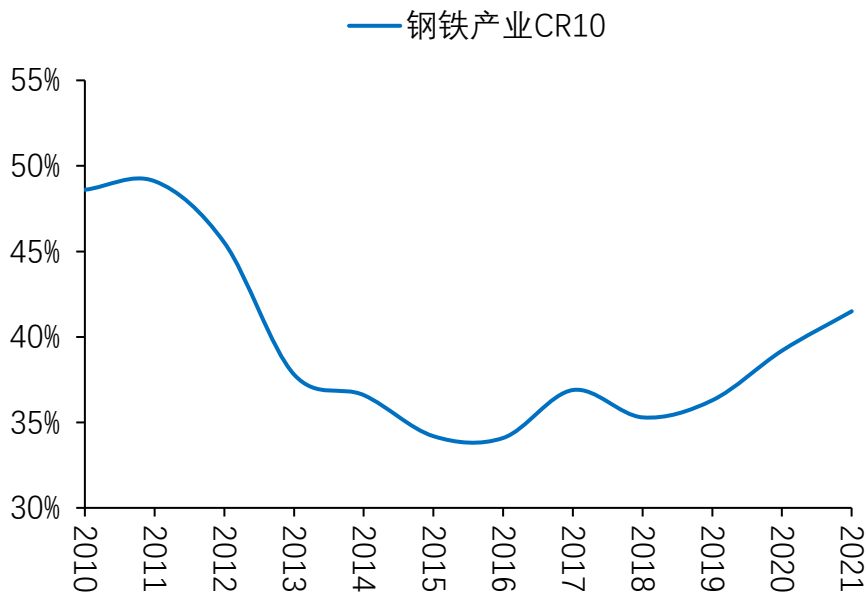
3.3.1 行业外部变化：高质量发展要求下，制造业客户需求升级

- 钢厂等原材料加工企业进入高质量发展时代，供应链需求更加多元。以钢铁产业为例，在产能产量双控的政策趋势下，钢铁产量或逐步下滑，企业较难再依靠产量增加所带来的规模效应降低成本，其他流通环节的效率提升显得更加重要。
- 高质量发展要求下，原材料加工行业集中度逐步提升，龙头企业对于服务要求也随之增加，中小贸易商难以满足这种要求。以钢铁产业为例，供给侧改革之后的集中度处于持续提升的进程之中，随着头部企业规模的不断扩大，它们对供应链公司的要求也随之提高，头部的大宗供应链公司因而受益。

图表42：高质量发展诉求下，客户需求逐步多元，核心诉求由价格变成更综合的效率



图表43：钢铁产业在不断集中



3.3.2 行业外部变化：提制造业客户占比，做产业链服务延伸

- 制造业企业客户附加值高，违约风险低，大宗供应链公司有意主动拓展这一客户群体。大宗供应链公司可以通过提供优质的产品和服务，以及灵活的合同和支付方式，来吸引和留住制造业企业客户。以厦门象屿为例，根据其2021年年报的披露，该公司在制造业企业服务方面的占比已经超过50%以上。
- 同时，大宗供应链公司也在利用其规模和资源优势，为制造业企业客户提供定制化的解决方案，帮助他们提高效率和竞争力，达到双赢。例如许多家大宗供应链公司均开始逐步发力供应链一体化项目或者“虚拟工厂”，即通过各流通环节赋能实体生产企业，帮助实体生产企业提质增效，然后与实体生产企业共享的增值部分。

图表44：大宗供应链公司赋能制造业，后与其共同分享增值利益的案例

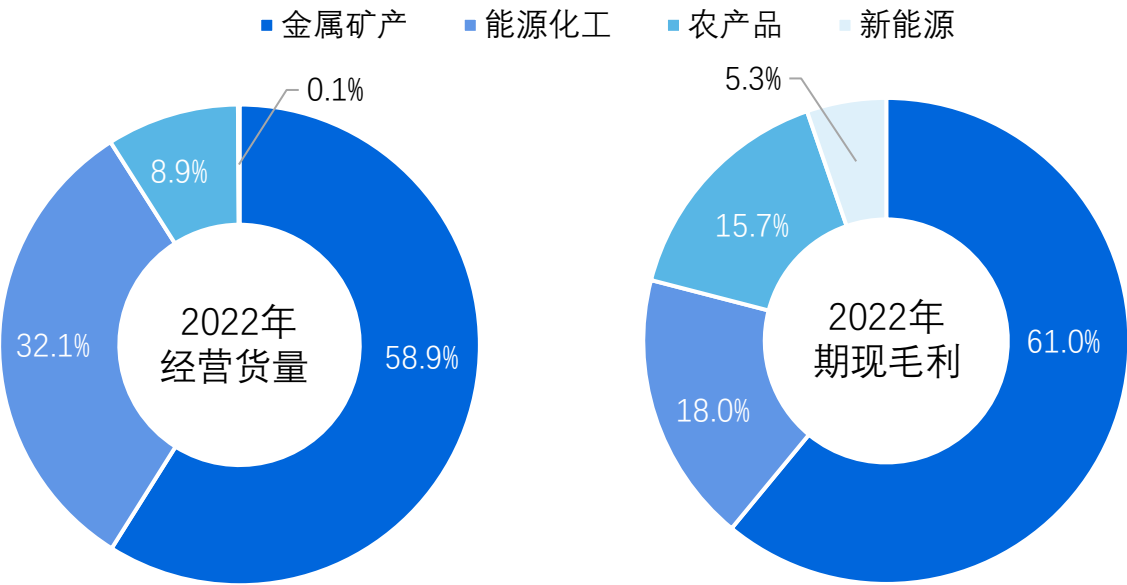
ITG SOLUTIONS “一体化工厂” 服务案例（以纺织板块为例）



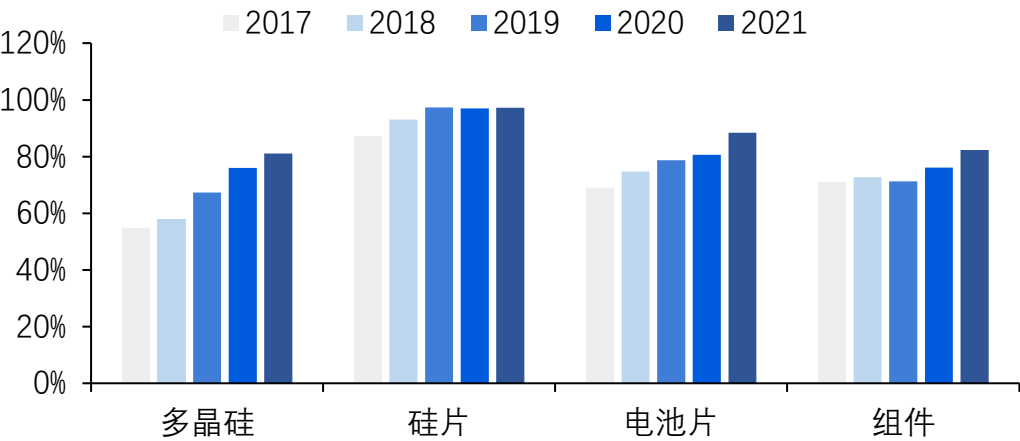
3.3.3 行业外部变化：能源转型背景下，新品类提供新机会

- 新能源产业链的持续发展为大宗供应链公司的扩张提供了新的机会，钴、锂、镍、硅片、电池片、组件等货种成为了大宗供应链企业横向扩张的新选择；
- 本次新能源革命中，中国制造在全球新能源产业链一直处于优势地位，国内的大宗供应链公司受益程度更深。
- 新能源货种单吨货值远超传统货种，未来毛利增量可期。以2022年厦门象屿年报中公布的数据为例，新能源品类的经营货量仅占公司总货量的0.1%，对于公司期现毛利的贡献则为5.3%。

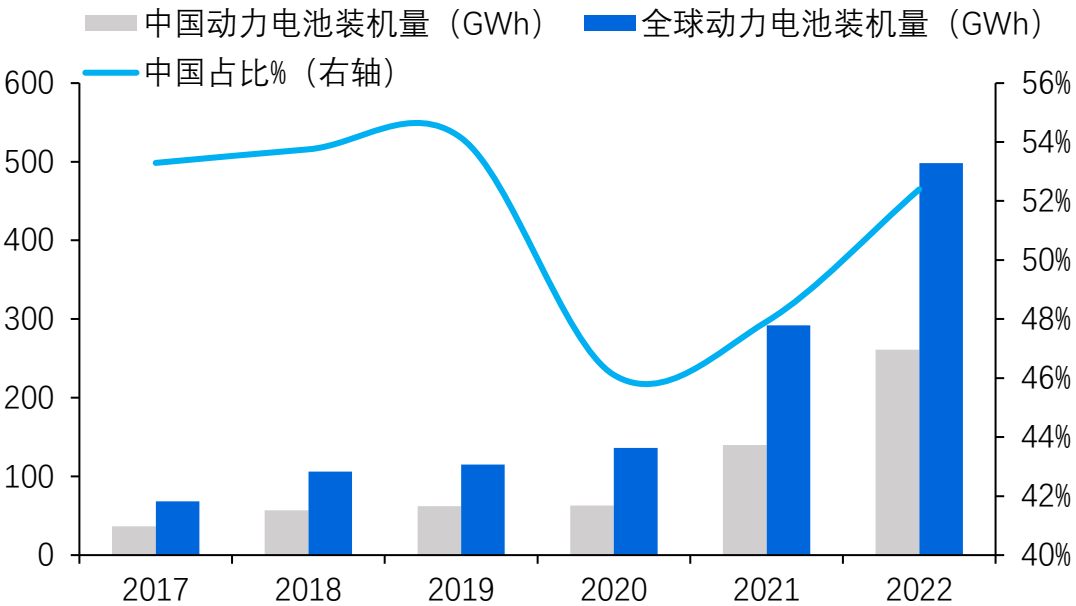
图表46：以厦门象屿为例，新能源品类单价较高，能够为公司毛利提供明显增量



图表45：中国光伏在全球的影响力不断提升（产量份额：中国/全球）



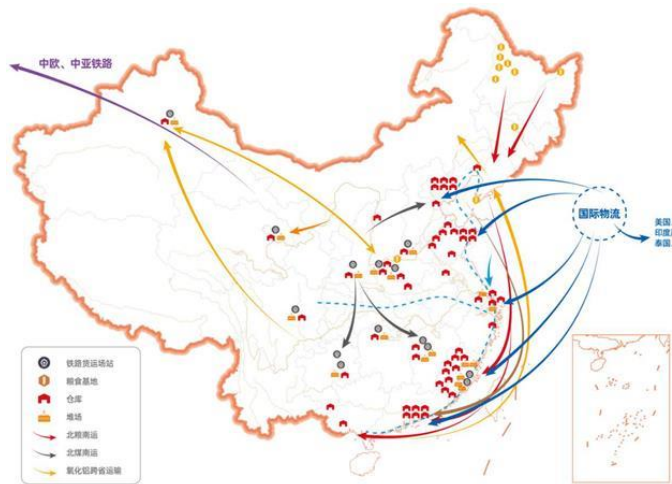
图表47：中国对全球动力电池市场的发展贡献显著



3.4 头部优势：外部变化之下，头部更具优势

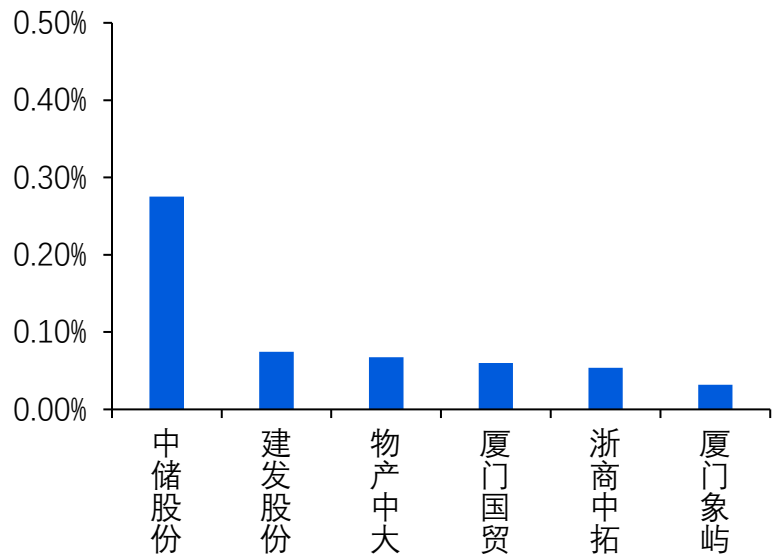
- 高质量发展要求下，上游集中度逐步提升，需求逐渐多元。因而中小贸易商的简单模式逐步要被市场淘汰，具备提供高质量服务能力的供应链公司脱颖而出。从结果来看，近5年的大宗供应链头部份额是在逐步提升的，而且有望持续的攀升，根据厦门象屿2022年年报，CR4从2018年的2.19%提升至2022年的4.18%。（CR4指“物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸”）
- 尽管供应链行业的规模效益偏弱，但是头部公司展现出了以下能力：① 配套资产：物流和仓储资产的配备可以确保供应链的稳定性，并为提供高品质和定制化服务打下基础。通常只有大型供应链公司才具备在全国范围内布局配套资产的实力。② 健全的风险控制体系：大型供应链公司经过长期发展，建立了完善的风险控制体系。他们拥有丰富的案例数据积累，可以提高风控系统的准确性。此外，大型供应链公司的中游配套资产相对完善，更能有效控制货权风险。③ 较低的资金成本：对于资金密集型行业而言，较低的资金成本非常重要。

图表48：配套资产保障供应链稳定



图表49：坏账损失整体较低

坏账损失/供应链营收



图表50：高信用评级带来资金成本优势

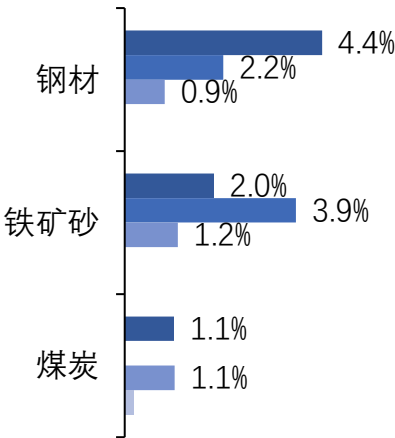
企业性质	企业简称	名义主体信用评级	代表债券	票面利率
央企	五矿发展	AA+	23发展Y1	4.70%
央企	中储股份	AA+	18中储01	5.78%
地方国企	厦门象屿	AAA	21象屿Y1	4.80%
地方国企	厦门国贸	AAA	23厦贸Y1	4.25%
地方国企	物产中大	AAA	19中大01	3.80%
地方国企	建发股份	AAA	22建发01	3.53%
地方国企	浙商中拓	AA+	21中拓MTN01	5.80%
民企	瑞茂通	AA	17瑞茂01	7.50%

3.5 发展阶段：市场有望向实力更强的头部公司集中

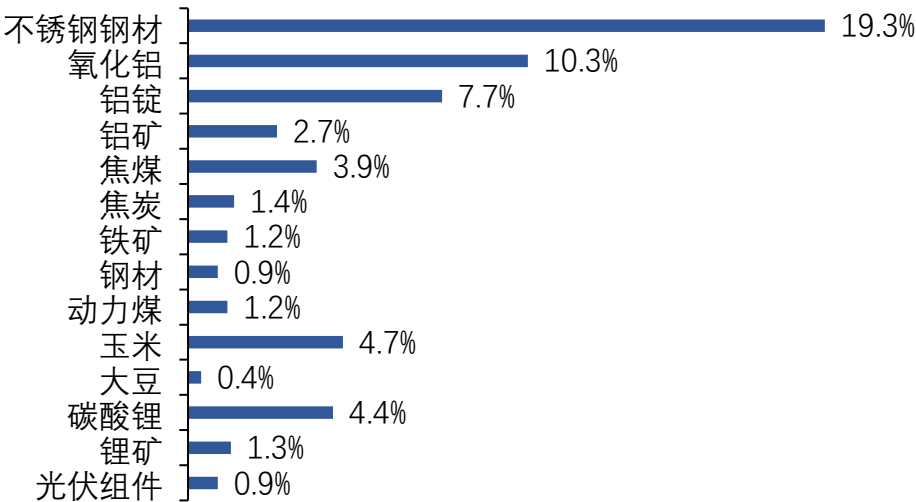
- 已上市的大宗供应链公司品类结构较为类似，均是以黑色金属为主。
- 目前市占率都处于较低水平，市场有望向实力更强的头部公司集中。

图表52：2022年国内大宗供应链公司主要品类市占率均有提升空间

■ 物产中大 ■ 厦门国贸 ■ 厦门象屿 ■ 浙商中拓



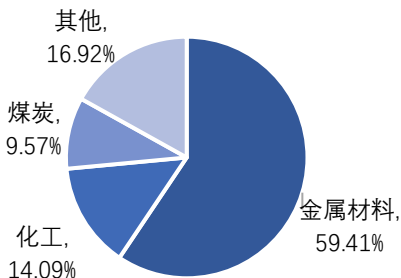
图表53：2022年厦门象屿品类市占整体较低



图表51：2022年国内大宗供应链公司品类营收结构

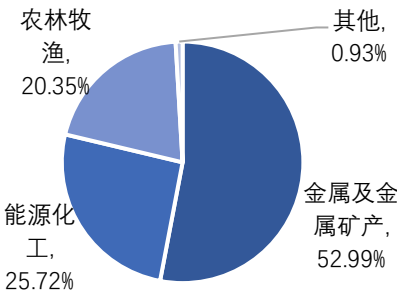
物产中大

■ 金属材料 ■ 化工 ■ 煤炭 ■ 其他



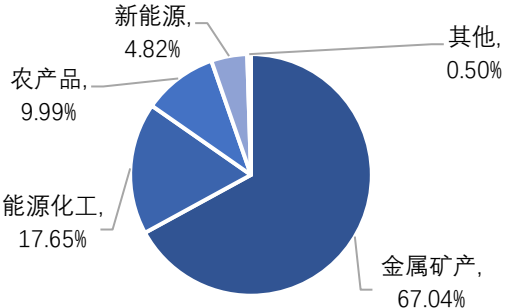
厦门国贸

■ 金属及金属矿产 ■ 能源化工 ■ 农林牧渔 ■ 其他



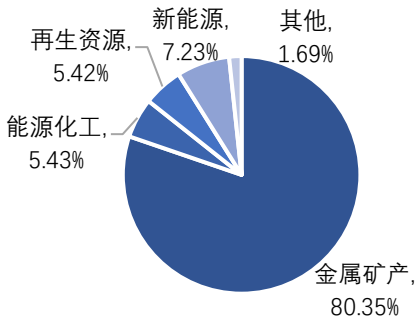
厦门象屿

■ 金属矿产 ■ 能源化工 ■ 农产品 ■ 新能源 ■ 其他



浙商中拓

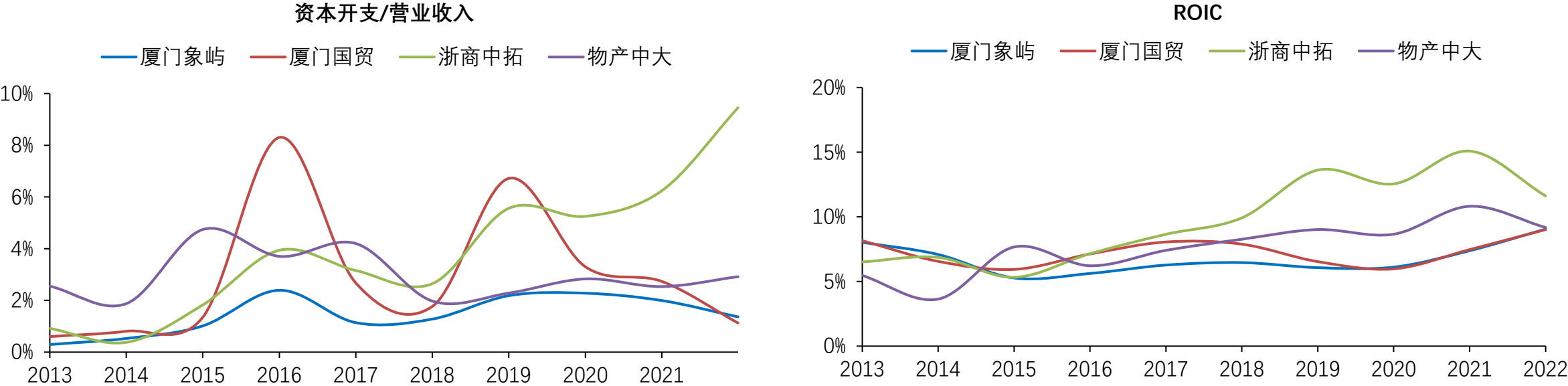
■ 金属矿产 ■ 能源化工 ■ 再生资源 ■ 新能源 ■ 其他



3.6 商业模式：轻资产运营，扩张风险相对小

- 国内大宗供应链公司资产相对较轻，拓展业务主要靠团队和新增资本金，拓展方向主要是依托老客户的新需求发掘，或者是基于已有产品经验进行品类拓展。
- 在目前“市场广阔、格局分散”的特征下，头部公司竞争并不激烈。增长的同时，资产回报率和单位人效能够得以保持甚至提升，且某种程度上属于以销定产，扩张风险偏低。1) 依托老客户开发新需求具备一定的规模效应，能够提升原本的人效和投资回报，例如：客户是钢铁厂，公司原本负责给客户提供铁矿石，后续发现客户还有焦炭需求，甚至库存管理的需求，这些需求可以顺带满足，不会对原有的人效和回报率产生大幅影响。2) 基于已有产品经验进行品类拓展，具备一定的学习效应。公司的数据、渠道、物流、风控等资源都能为新业务赋能。

图表54：资产开支虽然保持一定强度扩张，但是各公司的资产回报率不降反升

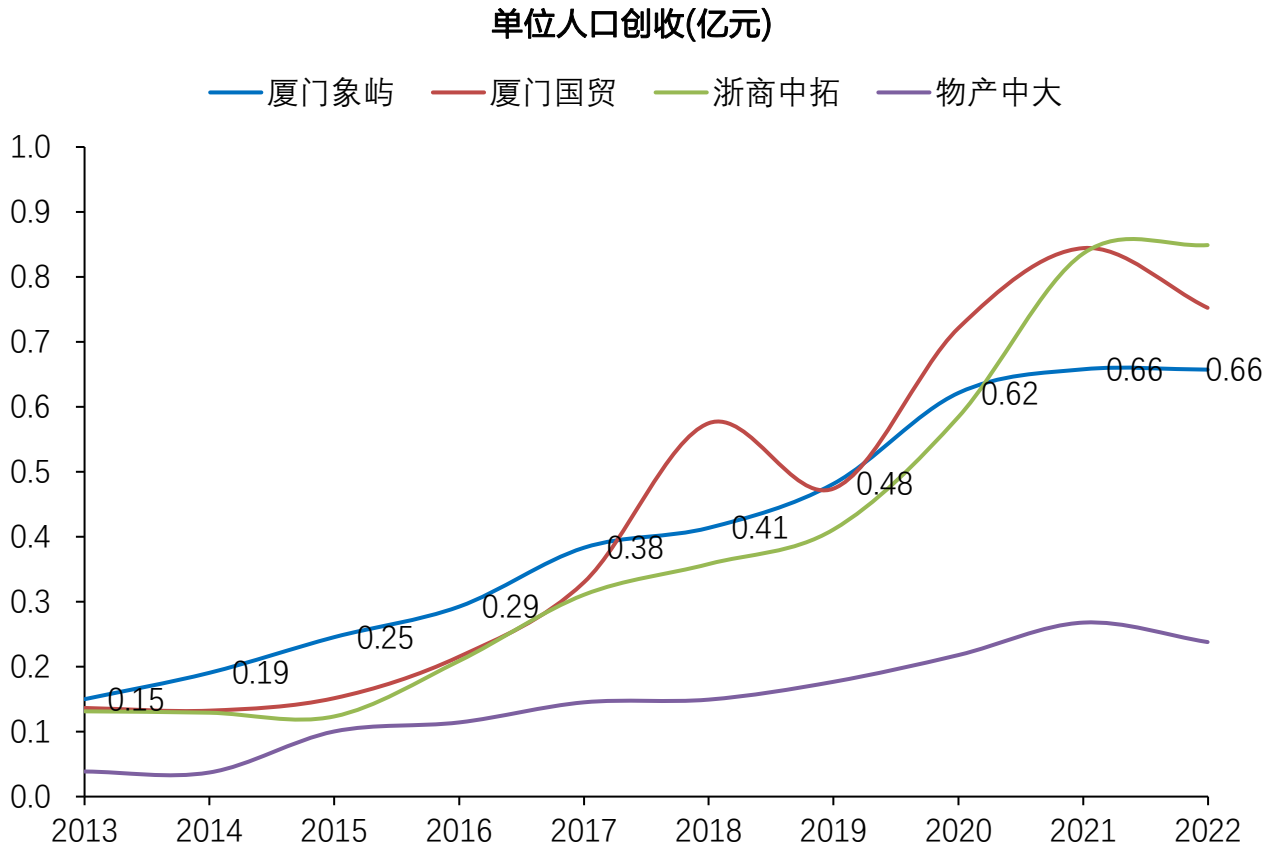


3.7 股权激励有望驱动单位人效进一步提升

- 已上市的大宗供应链公司单位人口创收多年来实现持续增长，随着各家纷纷退出股权激励绑定员工利益，单位人效有望进一步提升。

图表55：通过股权激励绑定利益目标于一致，激励团队创造长期业绩，单位人效有望进一步提升

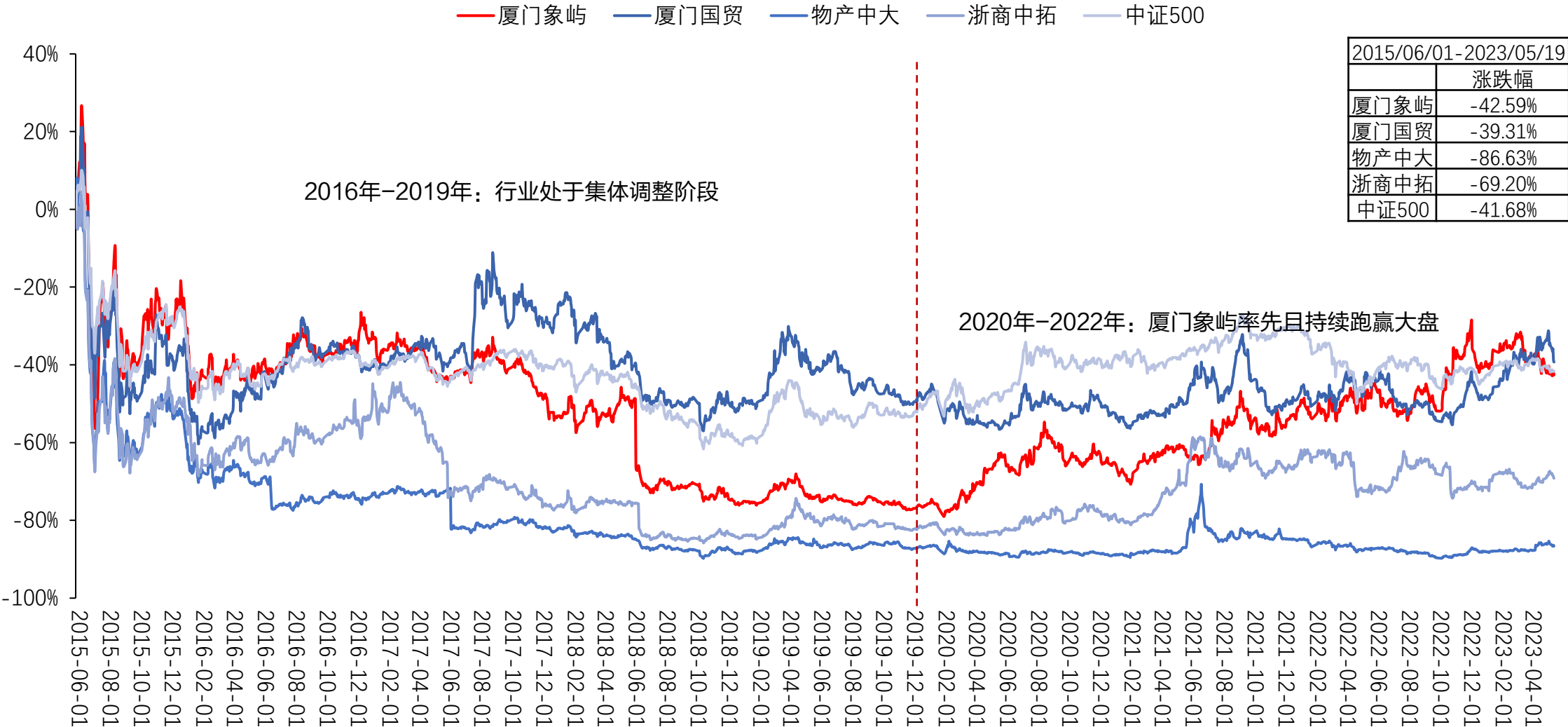
证券简称	预案公告日	占股本比例	初始行权价格	有效期
物产中大	2021/04/17	2.90%	3.14元	6年
浙商中拓	2017/11/14	2.25%	5.22元	5年
	2020/03/11	6.80%	5.58元	5年
厦门国贸	2020/07/29	1.20%	4.09元	6年
	2022/03/26	5.00%	4.50元	6年
厦门象屿	2020/11/21	1.98%	6.21元	6年
	2022/03/30	5.00%	4.38元	6年



四、股价复盘

4.1 2016年后A股大宗供应链公司股价大致经历过两个阶段

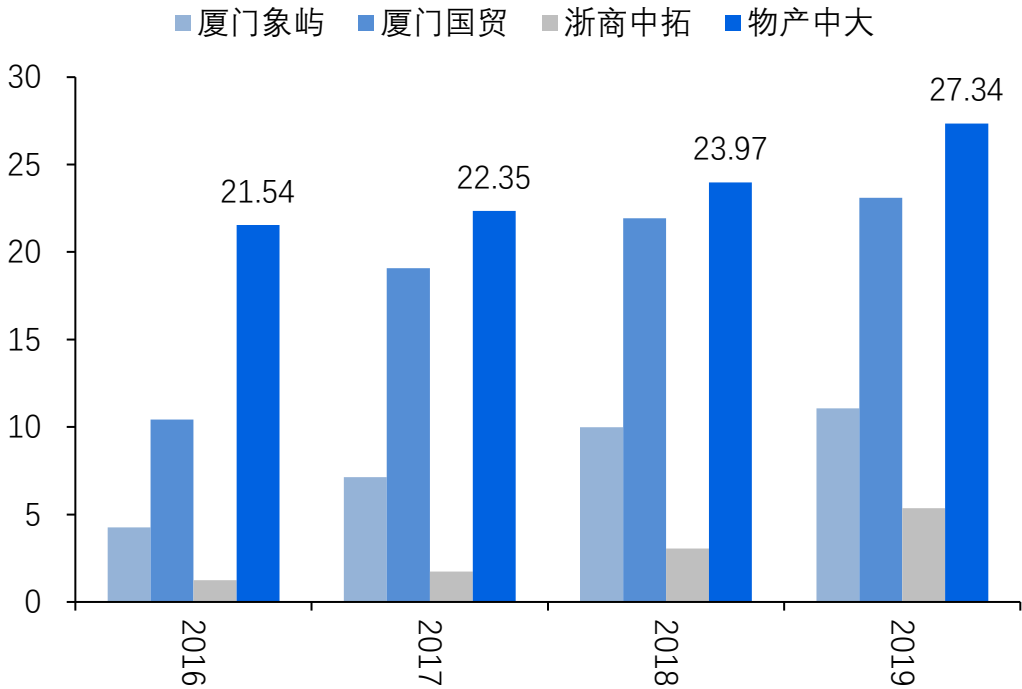
图表56：从股价角度来看，行业共经历过两个阶段：①2016-2019年→行业集体调整；②2020-2022年→厦门象屿率先且持续跑赢



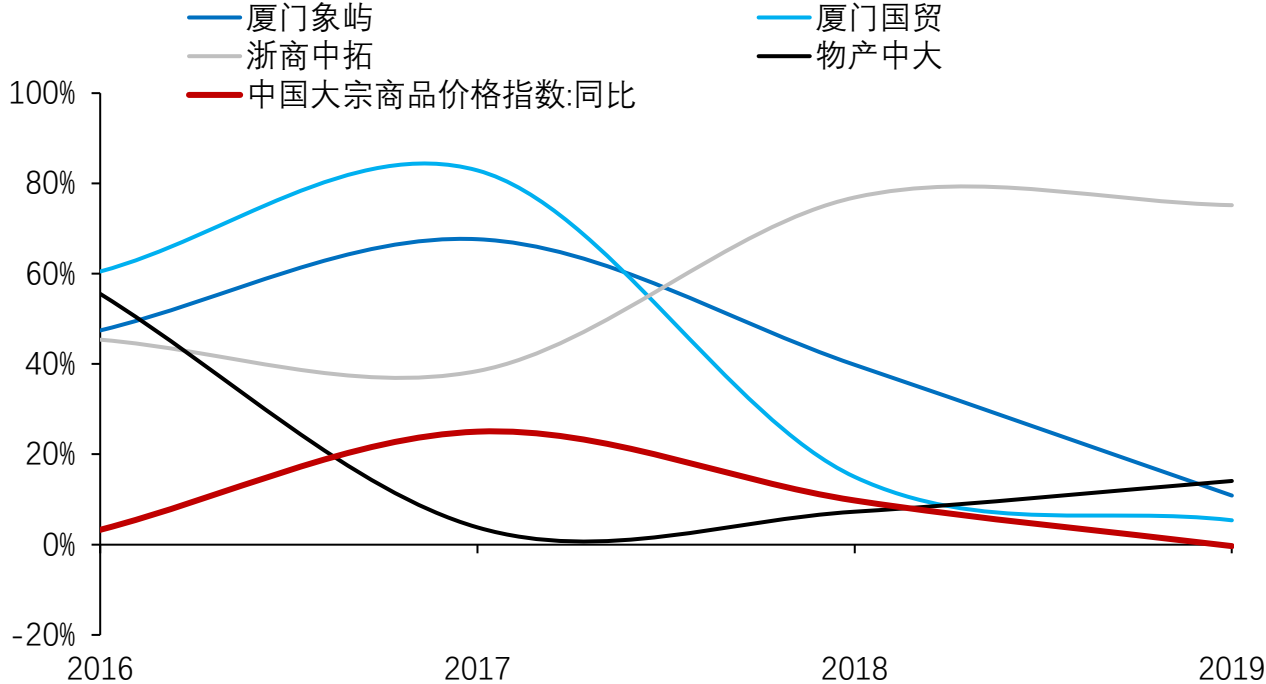
4.2.1 阶段①：利润体量稳健增长，估值逐步调整至稳定水平

- 2016-2019年，各大宗供应链公司的归母净利润体量保持稳健增长，四家公司平均CAGR达到34.63%。在此期间，厦门象屿与厦门国贸的利润增速变动趋势跟大宗商品价格变化大体呈正相关。
- 几个负相关的时点，2017年物产中大利润增速较低，主要是受金融服务业务拖累；2018-2019年，浙商中拓在推出股权激励计划后，各经营品类规模快速扩张，归母净利润实现高速增长。

图表57：主要大宗供应链公司利润在2016-2019年保持稳健增长
归母净利润(亿元)



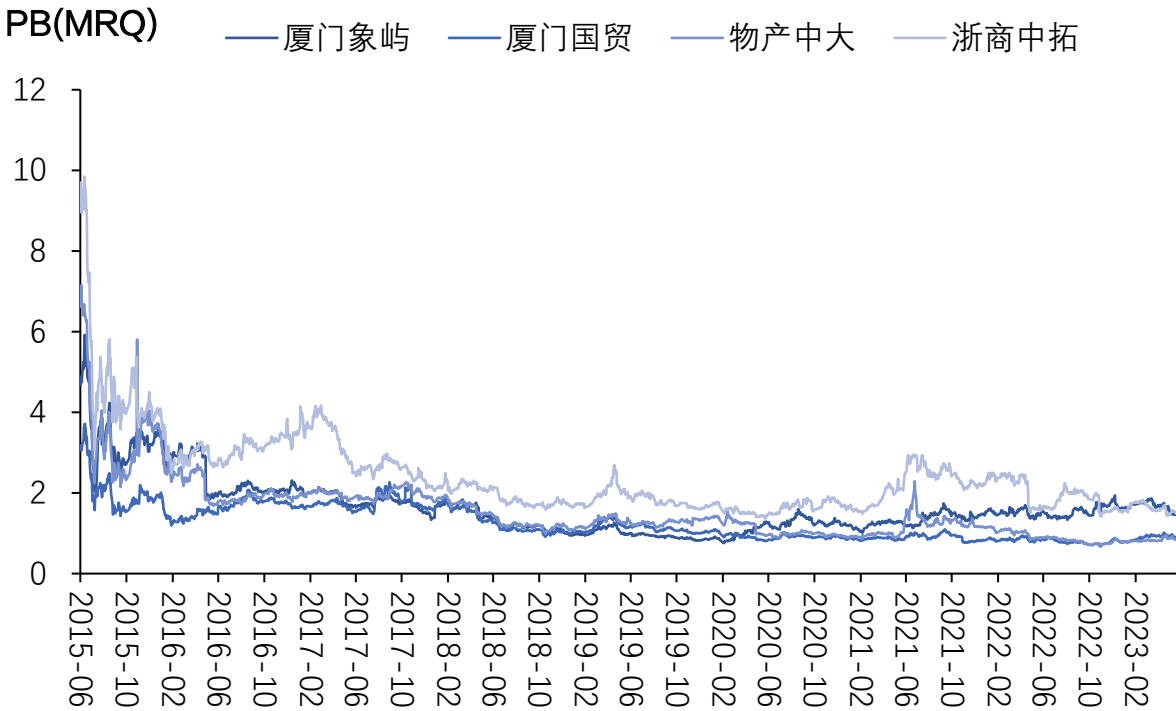
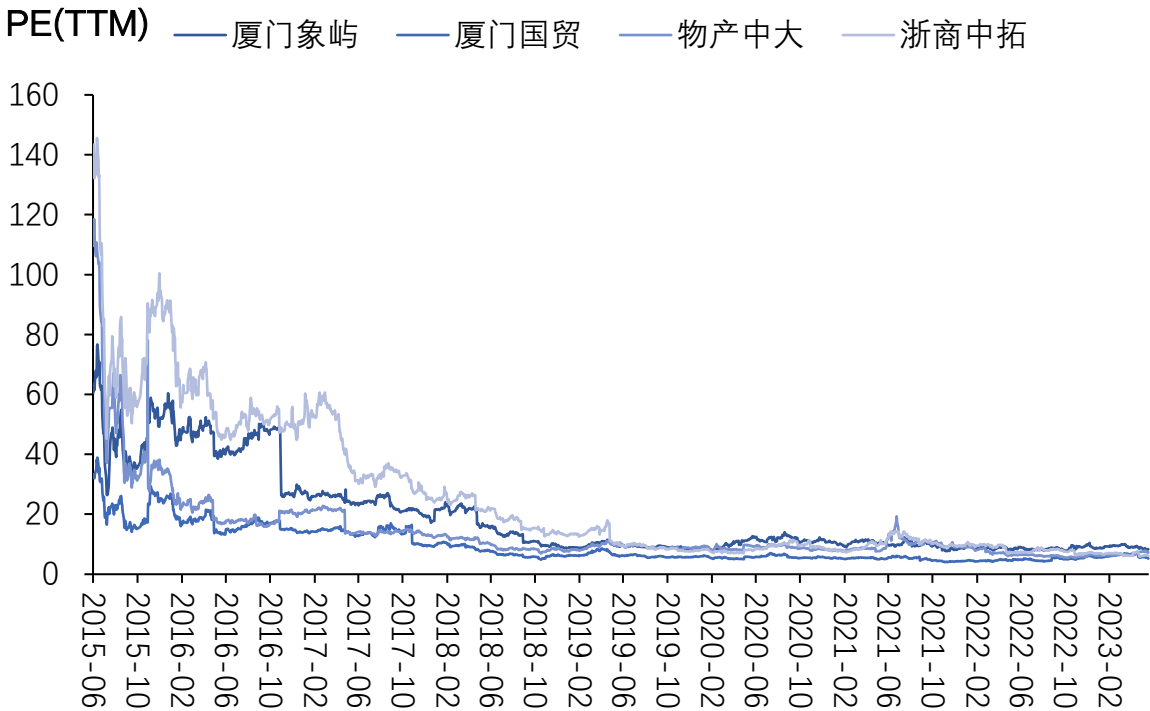
图表58：2016-2019年厦门象屿与厦门国贸的利润增速与大宗商品价格呈正相关
归母净利润YoY



4.2.2 阶段①：利润体量稳健增长，估值逐步调整至稳定水平

- 但稳健增长的利润并未反映到资本市场表现中。2016-2019年，牛市过后A股大宗供应链公司进入一轮漫长的杀估值过程，但这种估值正常化进程也为后来2020年后整个行业的上行创造了条件。
- 在此过程中，厦门国贸和建发股份因为自身的地产和金融业务导致PE和PB均略低于其余三家。

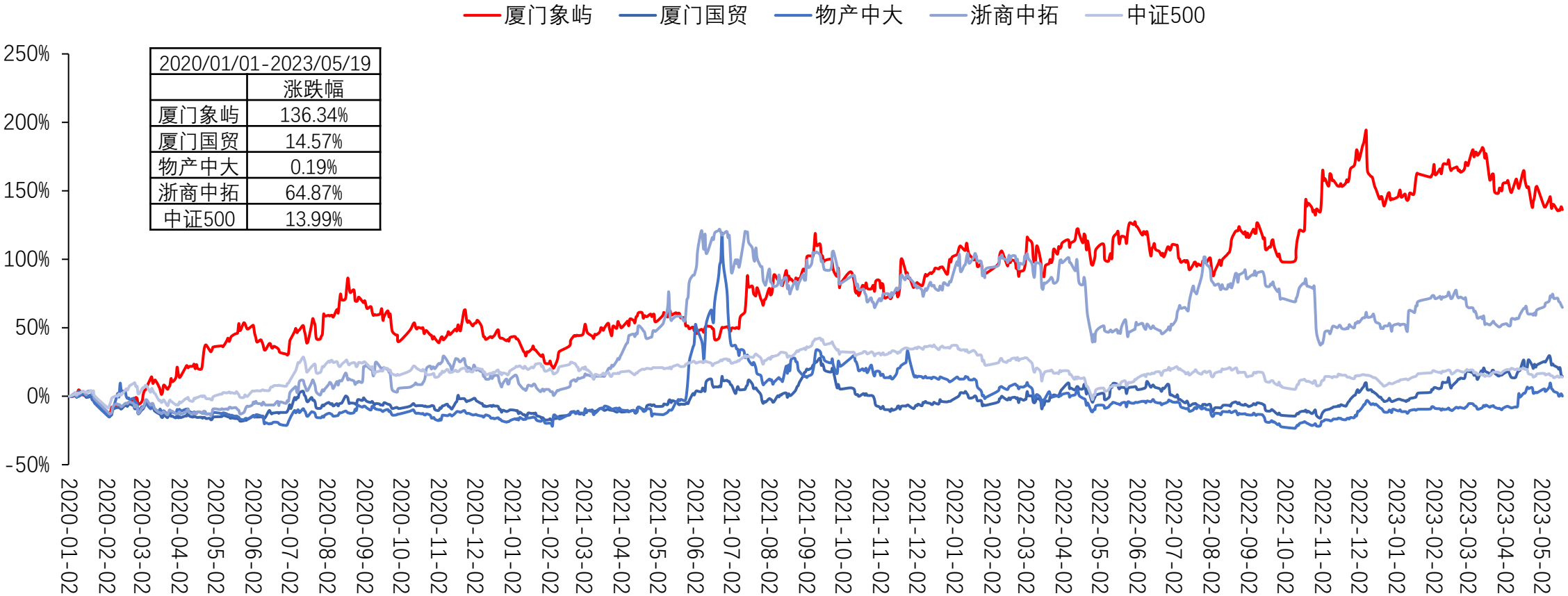
图表59：2016-2019年，各公司均进入估值调整阶段，PE逐步回归至8-10倍，PB回归至1-1.5倍



4.3 阶段②：2020年至今，厦门象屿率先跑出 α

- 2020年开始，大宗供应链行业迎来了一段牛市，其中厦门象屿率先跑出 α 并持续显著跑赢同行与基准指数。截至2023年5月16日，厦门象屿累计涨幅达到136.34%，相对于中证500有122.35%的超额收益。
- 综合对比来看，厦门象屿 α 可归因为：①大宗商品牛市；②积极的市值管理；③领先的业绩增长。

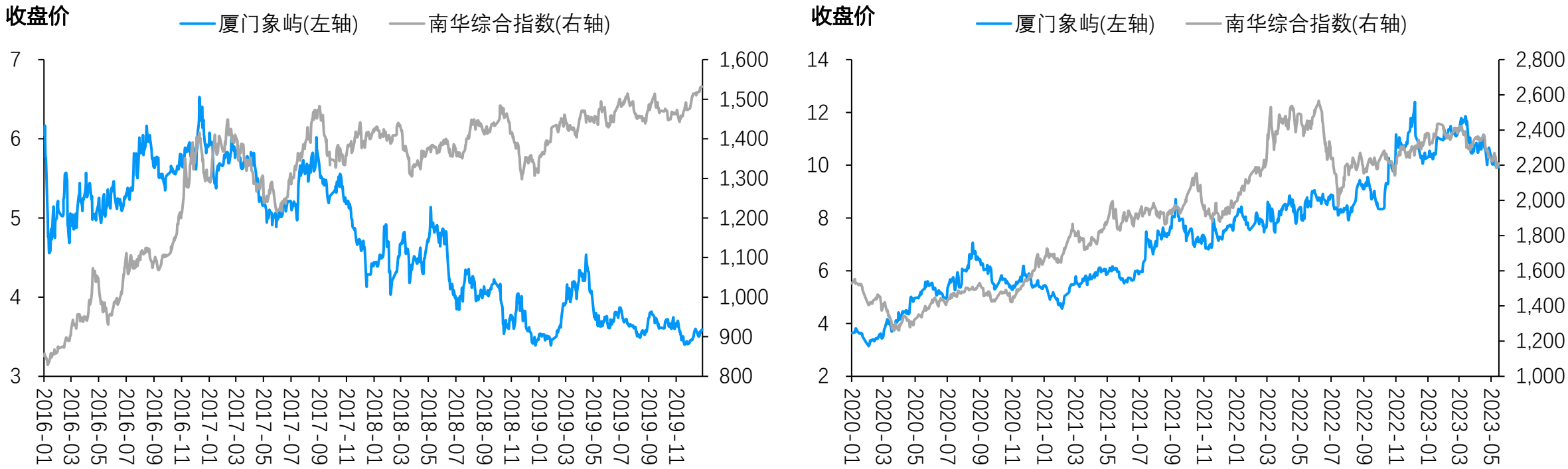
图表60：厦门象屿在2020年前与厦门国贸和浙商中拓一样，走势跟随中证500，但此后一路向上显著跑赢基准指数与同行



4.4.1 厦门象屿 α 归因：①大宗商品牛市

- 行情开启的基础是大宗商品周期的景气上行。由于数年的估值调整，大宗供应链行业整体关注度比较低迷，彼时大宗商品表现为震荡行情，厦门象屿股价则持续走弱；而2020年起，欧美央行尤其是美联储重启“零利率与量化宽松”组合，宽松的货币政策背景下，大宗商品价格建立上行趋势，行业关注度快速回升，为公司股价走牛打下基础。

图表61：2020年起，大宗商品价格的周期上行使大宗供应链行业再获关注，进而助推厦门象屿的股价上行



4.4.2 厦门象屿 α 归因：②积极的市值管理

- 2020年是厦门象屿“五五规划”的收官之年，亦是“六五规划”的筹划之年，公司于此年起开始积极的市值管理，相继推出高管增持计划、回购计划、股权激励计划以及股东回报规划，并且发布五年发展战略规划。力度较大的股权激励、丰厚的股东回报与清晰的战略规划帮助厦门象屿建立了较高的市场关注度以及认可度。

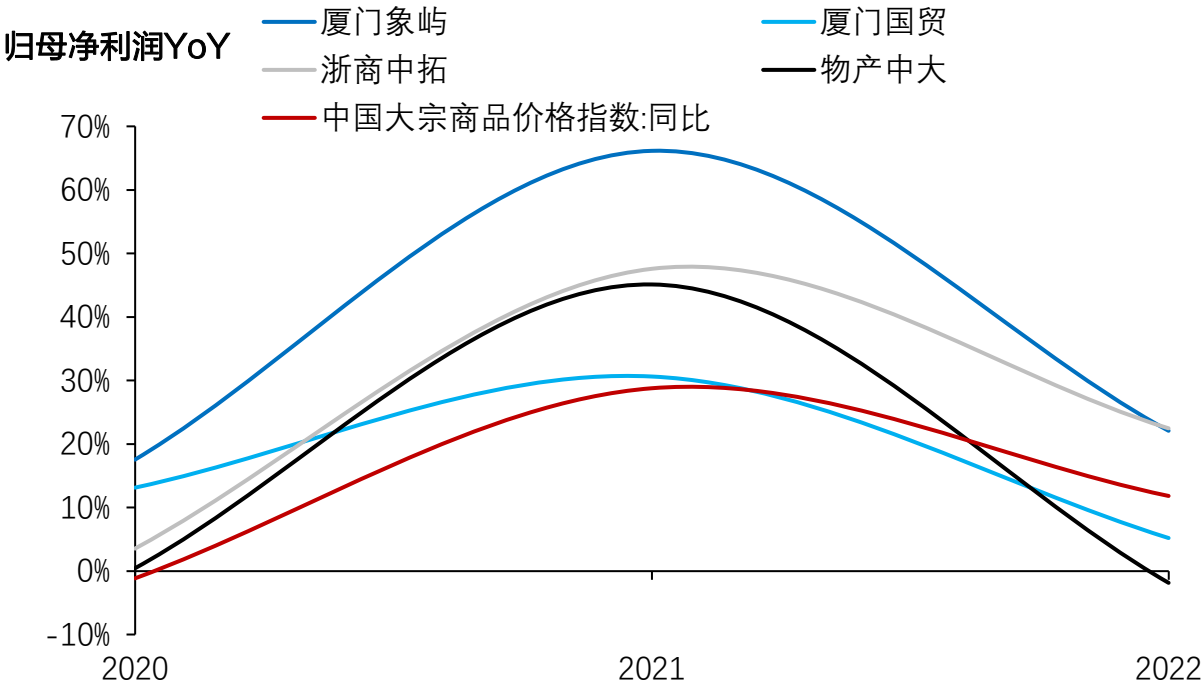
图表62：积极的市值管理帮助象屿建立市场关注度以及认可度

市值管理	股东回报计划 (2020-2022)	高管增持 (第一次)	高管增持 (第二次)	回购计划	股权激励 (第一次)	股权激励 (第二次)	股东回报计划 (2022-2024)
2020					2022		2023
实施时间	4月15日	4月28日	6月5日	10月15日	11月21日	3月30日	5月16日
实施细节	除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的条件下应以现金方式分配鼓励，且每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的合并报表可供分配净利润的30%	共回购201,100股，均价5.43元，总金额109.23万元	共回购100,000股，均价6.00元，总金额60万元	方式为集中竞价交易，共回购23,205,400股，占总股本比例1.03%，回购均价6.03元，总金额13997.25万元	授予数量占股本比例为1.98%，初始行权价格为6.21元	授予数量占股本比例为5.00%，初始行权价格为4.38元	除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的条件下应以现金方式分配鼓励，且每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的合并报表可供分配净利润的30%

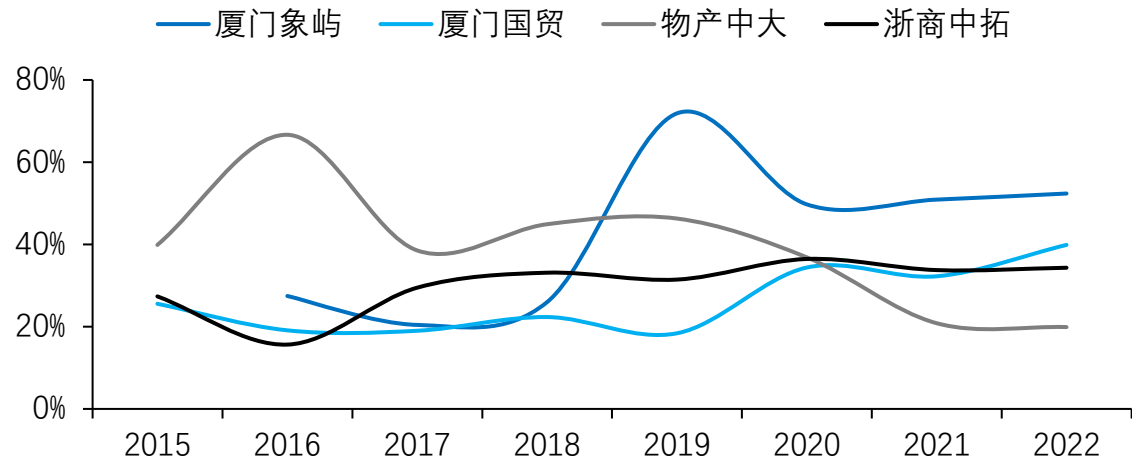
4.4.3 厦门象屿 α 归因：③领先的业绩增长

- 结果来看，厦门象屿的业绩兑现度显著高于其他公司，2019-2022年，公司归母净利润实现33.59%的CAGR。
- 出色的业绩表现支撑下，公司大幅提升分红比例，2019-2022年分红总额达到39.21亿元，平均分红比例达到54.44%，显著高于规划的最低分红率，股息率也稳步提升，股东回报优渥。

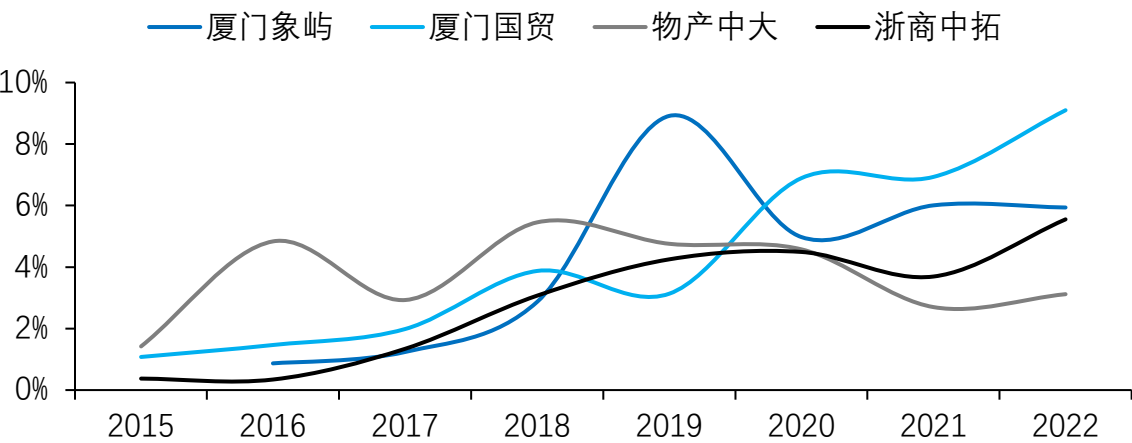
图表63：厦门象屿业绩增长领先行业其他公司



图表64：厦门象屿2019年起分红率大幅领先其他公司



图表65：厦门象屿股息率于2019年大幅抬升



4.5 总结：厦门象屿带动市场关注，其余低估公司有望估值回归

- 当前中国大宗供应链头部企业处于快速增长期，在厦门象屿的示范效应之下，其余大宗供应链公司有望步入估值上行区间，当期（截至5/31）PE(TTM)中枢为5X-8X，PB（LF）中枢为0.8X-1.5X，存在一定重塑空间，建议优先关注低估值的龙头标的：厦门国贸、物产中大、厦门象屿、苏美达、浙商中拓。首次覆盖大宗供应链行业，给予“推荐”评级。

图表66：大宗供应链企业对比

主营产品	代码	证券简称	总市值 (亿元)	ROE	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(MRQ)	EV/EBITDA
综合	600755.SH	厦门国贸	206.84	12.10%	5.71	0.95	7.20
	600704.SH	物产中大	267.54	12.20%	6.96	0.81	3.30
	600057.SH	厦门象屿	219.71	15.37%	8.09	1.43	6.13
	000906.SZ	浙商中拓	63.66	20.46%	5.78	1.40	3.74
	600710.SH	苏美达	96.05	15.37%	10.07	1.48	0.45
	000626.SZ	远大控股	36.44	3.89%	30.60	1.21	8.17
金属矿产	601061.SH	中信金属	447.37	17.82%	19.98	2.55	19.63
	605050.SH	福然德	60.47	8.62%	18.90	1.50	11.54
	001202.SZ	炬申股份	18.57	5.52%	47.05	2.63	22.77
能源化工	600180.SH	瑞茂通	65.11	6.41%	16.81	0.85	3.39
	600753.SH	庚星股份	21.30	5.13%	311.55	7.61	89.43
供应链物流	603329.SH	上海雅仕	22.37	13.75%	26.82	1.98	9.31

注：股价日期为2023-06-01，ROE报告期为2022年度

- 1、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。
- 2、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。
- 3、国内经济增长不及预期：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，如果国内经济增长不及预期或将对行业增长形成压制。
- 4、海外衰退超预期：海外市场的衰退可能会引发流动性危机、政治不稳定和贸易保护主义等风险，进一步加剧行业的风险和不确定性。
- 5、汇率和利率波动风险：大宗贸易商通常开展一定规模的海外业务，汇率变化可能导致公司业绩发生波动。
- 6、重点关注公司业绩或不及预期：大宗供应链业务受大宗商品市场行情影响较大，价格波动可能传导至公司业绩。

交运小组介绍

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，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。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，2年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

策略研究小组介绍

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

分析师承诺

许可，胡国鹏，李然，钟文海，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 交运&策略研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597