

象屿股份 (600057)

证券研究报告
2018年02月23日

供应链物流服务商强势崛起!

资产优质且稀缺, 业绩高增长低估值 (PB 仅 1.05, PE 仅 12, PEG 不足 0.5)!

公司核心资产有二: 一是由铁路专用线网络及 T 型水域 (沿海+长江) 构成的水陆联运物流体系; 二是在黑龙江部署的粮食烘干、仓储、物流等供应链资产; 两块资产具有稀缺性和独占性, 且盈利能力强, 但公司市净率仅 1.05 倍 (对应 17 年配股后的净资产)! 从利润来看, 未来两年业绩增速超 35%, 对应 18 年市盈率仅 12 倍 (国内供应链物流企业对应 18 年业绩平均估值 21 倍, 国际大粮商邦吉和 ADM 估值中枢也超过 17 倍), PEG 仅 0.47 (以 17 年估值计算), 公司估值非常便宜!

供应链物流服务商: 供应链管理+物流, 商业模式具有突出优势!

不同于单纯的物流公司和供应链管理公司, 公司的业务模式为供应链管理+物流, 二者相互协同, 相互促进, 具有极大的优势! 首先, 相比较单纯的供应链公司, 具备自有物流体系能够大大提升其供应链效率, 强化其供应链服务能力, 而且可以通过物流提升盈利能力。其次, 相比较单纯的物流公司, 公司可以将供应链服务体系掌控的海量货运量嫁接到物流体系之中, 从而保障物流体系的货运量, 能够大大提升其物流体系的资产周转率和盈利能力。因此, 我们认为, 公司所建立起来的“供应链管理+物流”的商业模式, 优于单纯的供应链管理公司和单纯的物流公司, 其估值也应该要更高 (供应链管理和物流公司的平均估值在 20 倍以上)。

象道物流补足公司物流短板, 大宗供应链业绩有望持续高增长!

制造企业将供应链物流进行外包是大势所趋, 预计未来三年我国供应链物流市场规模将保持 10%以上增速, 公司作为供应链物流龙头企业, 大宗流通量有望持续高增长, 叠加公司盈利能力的持续改善, 预计公司大宗供应链业绩将持续高增长! 2017 年, 公司通过设立象道物流, 完善公司铁路物流建设, 打造水陆联运体系, 有望将公司巨量的货运量在物流端进行利润释放, 2017 年 8-9 月份, 象道物流合计盈利 4200 万, 预计, 18 年象道物流净利润 2.5 亿元, 未来公司将进一步扩张铁路物流资产, 并强化与公司大宗业务协同, 进一步推动业绩高增长!

玉米价格企稳回升, 公司粮食供应链业务业绩逆转!

2016 年临储退出导致玉米价格大幅下跌, 公司大幅收缩了农产的业务, 导致 16-17 年粮食产业链利润持续下滑。当前, 玉米价格企稳, 公司将大力发展东北粮食供应链业务, 且公司效率高成本低 (全产业链运作公司较社会一般成本低 80 元/吨左右), 盈利能力强, 预计 18 年, 公司玉米供应量达到 600 万吨, 预计为 18 年带来利润增量约 2.4 个亿, 且未来将持续高增长, 成为公司业绩增长的重要驱动力!

给予“买入”评级:

预计 2017-2019 年公司归母净利润 6.93/9.75/12.68 亿元, 同增 62.5%/40.7%/30.0%, 对应 EPS 为 0.48/0.67/0.87 元, 当前市值对应 18 年-19 年业绩估值仅 12 倍和 9 倍, 我们认为公司对应 18 年合理估值 20 倍, 目标价 13.4 元!

风险提示: 1、大宗商品价格剧烈波动; 2、业务整合风险; 3、经营风险。

| 财务数据和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 59,923.31 | 119,066.86 | 204,230.01 | 260,670.01 | 326,303.77 |
| 增长率(%) | 23.85 | 98.70 | 71.53 | 27.64 | 25.18 |
| EBITDA(百万元) | 1,409.92 | 1,402.97 | 2,369.67 | 3,341.03 | 4,344.76 |
| 净利润(百万元) | 288.85 | 426.44 | 693.06 | 975.36 | 1,268.11 |
| 增长率(%) | 1.89 | 47.63 | 62.52 | 40.73 | 30.01 |
| EPS(元/股) | 0.20 | 0.29 | 0.48 | 0.67 | 0.87 |
| 市盈率(P/E) | 39.82 | 26.97 | 16.60 | 11.79 | 9.07 |
| 市净率(P/B) | 1.91 | 1.72 | 1.28 | 1.17 | 1.05 |
| 市销率(P/S) | 0.19 | 0.10 | 0.06 | 0.04 | 0.04 |
| EV/EBITDA | 16.24 | 14.71 | 11.43 | 8.10 | 8.63 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 交通运输/物流 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 7.91 元 |
| 目标价格 | 13.4 元 |
| 上次目标价 | 13.4 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,457.74 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,444.29 |
| A 股总市值(百万元) | 11,530.72 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11,424.30 |
| 每股净资产(元) | 5.98 |
| 资产负债率(%) | 75.19 |
| 一年内最高/最低(元) | 11.88/7.25 |

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

姜明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002
jiangming@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

黄盈 联系人
huangying1@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《象屿股份-公司点评:业绩继续高速增长, 供应链龙头起飞!》2018-01-19
- 《象屿股份-季报点评:大宗供应链继续扩张, 玉米产业链有望发力!》2017-10-26
- 《象屿股份-半年报点评:大宗放量推动业绩高速增长, 静待玉米产业链发力!》2017-08-27

投资要点

核心观点

- 1、资产优质且稀缺，业绩高增长低估值(PB 仅 1.05 倍，对应 18 年 PE 仅 12 倍)!
- 2、供应链物流服务商：供应链管理+物流，商业模式具有突出优势！估值也应较高。
- 3、象道物流补足公司物流短板，大宗供应链业绩有望持续高增长!
- 4、玉米价格企稳回升，公司粮食供应链业务业绩逆转!

关键假设（乐观&悲观）

- 1、2017-2019 年，象屿农产粮食供应链业务量达到 250 万吨、600 万吨和 800 万吨，单吨净利分别为 20 元、40 元和 50 元；
- 2、2017-2019 年，公司政策粮储备量为 1350 万吨、1150 万吨和 950 万吨。
- 3、随着公司考核转向净利润和资金回报率，公司大宗供应链业务的盈利能力将走高。

估值分析

我们预计 2017-2019 年，公司实现归母净利润 6.93/9.75/12.68 亿元，同增 62.52%/40.73%/30.01%，对应 EPS 为 0.48/0.67/0.87 元，给予 18 年 20 倍估值，目标价 13.4 元!

与市场预期差

首先，公司的商业模式“供应链管理+物流”优于单纯的供应链管理企业和单纯的物流企业，其估值也应该更高，这一点市场并没有认识到；其次公司基本面全面改善，各条线业绩均有望持续高增长，市场尚认识不足。

股价催化剂

公司业绩高增长；大宗商品价格上涨。

公司简介

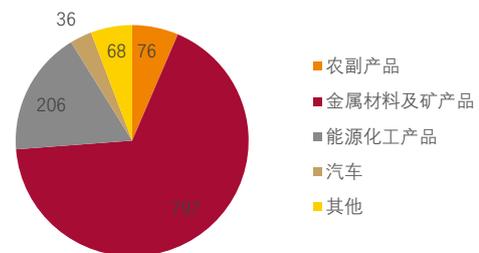
公司是我国供应链物流服务龙头企业，公司业务的本质为在高度整合产业链资源和供应链网络的基础上，提升供应链效率，降低供应链成本，从而为制造企业提供供应链物流服务。尽管公司的盈利是以大宗商品的买卖价差来体现的，但是本质上公司的赢利点主要有三：一是供应链管理服务费；二是衍生出的针对供应链各环节的供应链金融业务；三是物流，公司自建物流设施和网络，将其供应链体系中海量的货运流量嫁接到其物流体系中，从而通过物流来实现利润的释放。

简要行业分析

我国供应链物流行业市场空间巨大，2017 年达到 12 万亿，且未来有望保持 10%左右的增长；行业集中度非常低，规模大效率高的企业具有广阔的产业整合空间。

东北是我国最大的商品化玉米外贸基地，产量高，成本低，东北三省+内蒙古年玉米外运需求超过 6000 万吨。

重要图表：2016 年公司收入构成（亿元）



分产品毛利

| 单位：百万 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 大宗供应链 (含粮食) | 1954.47 | 3709.34 | 4923.25 | 6342.69 | 7985.66 |
| 园区运营 | 106.36 | 108.64 | 112.5 | 123.75 | 135 |
| 小贷 | 223.3 | 225.77 | 225.75 | 258 | 279.5 |

数据来源：公司公告，天风证券研究所

PE-Band

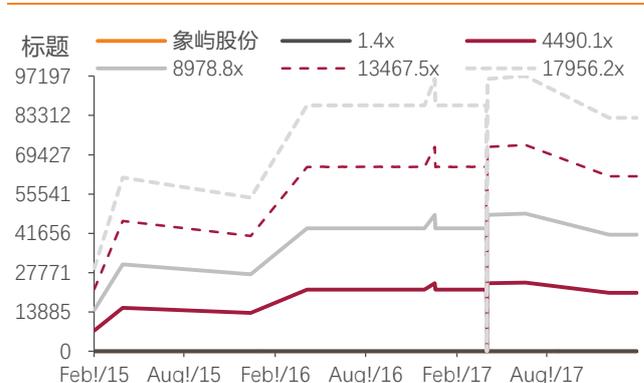
象屿股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band

象屿股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 公司是我国供应链服务龙头企业 | 5 |
| 1.1. 商业模式：制造企业的供应链物流服务商..... | 5 |
| 1.1.1. 公司主要业务..... | 5 |
| 1.1.2. 公司的商业模式：供应链物流服务商（供应链管理+物流）..... | 6 |
| 1.2. 为何期货的非经常性损益实质为公司的经营性损益？..... | 7 |
| 1.3. 公司处于快速扩张期，收入、利润高增长！..... | 7 |
| 1.4. 厦门国资委是公司的控股股东..... | 9 |
| 1.5. 象屿农产构成公司重要的利润来源！..... | 9 |
| 2. 供应链物流服务商强势崛起，成长空间大！ | 10 |
| 2.1. 我国供应链物流服务业市场空间广阔！..... | 10 |
| 2.1.1. 供应链管理的内涵..... | 10 |
| 2.1.2. 我国供应链物流服务行业市场空间广阔！..... | 11 |
| 2.1.3. 行业分散，龙头企业凭规模和效率优势整合空间大！..... | 13 |
| 2.2. 强势布局供应链物流，象屿股份长期高成长空间打开！..... | 14 |
| 2.2.1. 通过收购，掌控稀缺供应链资产！..... | 14 |
| 2.2.2. 成立象道物流，打造供应链+物流商业模式，助力业绩释放！..... | 15 |
| 3. 象屿农产触底回升，粮食产业链有望持续高增长！ | 16 |
| 3.1. 东北是我国最重要的粮食外贸基地..... | 16 |
| 3.2. 公司打通黑龙江粮食供应链物流体系，重资产布局，优势显著！..... | 18 |
| 3.3. 政策层面来看，国家致力于打造中国版的大粮商！..... | 19 |
| 3.4. 公司全产业链运作，供应链效率高，利润空间大！..... | 20 |
| 3.4.1. 政策粮部分：为中储粮代收代储，临储退出后将逐步收缩..... | 21 |
| 3.4.2. 市场粮部分：高效供应链物流体系带来超额利润！..... | 22 |
| 3.5. 玉米价格企稳，粮食供应链业务放量推动象屿农产业绩逆转！..... | 23 |
| 4. 盈利预测及投资建议 | 23 |
| 4.1. 盈利预测及投资建议..... | 23 |
| 4.2. 为何可以给到公司 20 倍以上估值？..... | 24 |
| 4.3. 风险提示..... | 26 |

图表目录

| | |
|---|----------|
| 图 1：公司大宗采购供应及综合物流服务 | 5 |
| 图 2：公司为大宗供应链物流龙头企业（亿元） | 5 |
| 图 3：2016 年公司收入以金属材料及矿产品为主 | 6 |
| 图 4：公司盈利模式 | 6 |
| 图 5：公司分季度公允价值变动损益和营业利润情况（亿元） | 7 |
| 图 6：公司营业收入快速扩张（亿元） | 8 |
| 图 7：公司归母净利润重回高增长（亿元） | 8 |
| 图 8：公司三项费用占收入的比重持续走低 | 8 |

| | |
|--|----|
| 图 9: 公司毛利率情况 | 9 |
| 图 10: 公司净利率情况 | 9 |
| 图 11: 厦门市国资委是公司的控股股东 | 9 |
| 图 12: 象屿农产是公司净利润的重要来源 (亿元) | 10 |
| 图 13: 象屿农产是公司归母净利润的主要来源 (亿元) | 10 |
| 图 14: 典型的供应链模式 | 10 |
| 图 15: 全国社会物流总额 (万亿元) | 12 |
| 图 16: 社会物流总额构成 | 12 |
| 图 17: 我国物流费用构成及物流费用总额增长情况 (万亿元) | 12 |
| 图 18: 2010-2014 年工业、批发和零售业企业物流外包情况 | 12 |
| 图 19: 供应链管理行业细分服务价值比较 | 13 |
| 图 20: 我国大宗商品价格指数持续走强 | 13 |
| 图 21: 我国物流行业的集中度非常之低 | 14 |
| 图 22: 2017Q3 公司固定资产远高于同类企业 (亿元) | 15 |
| 图 23: 2017Q3 公司在建工程也远高于同类企业 (亿元) | 15 |
| 图 24: 象道物流铁路物流网络布局 | 15 |
| 图 25: 2016 年我国各主要省份粮食产量 (万吨) | 17 |
| 图 26: 2016 年东北 (含内蒙古) 粮食产量结构 (万吨) | 17 |
| 图 27: 东北和内蒙古地区的玉米生产成本较低 (元/吨) | 17 |
| 图 28: 东北 (含内蒙古) 玉米外运需求量大 (万吨) | 18 |
| 图 29: 东北玉米实际外运量 (万吨) | 18 |
| 图 30: 象屿农产是公司粮食供应链的主要载体 | 18 |
| 图 31: 打通黑龙江粮食供应链物流体系 | 19 |
| 图 32: 公司打造农产全产业链体系 | 20 |
| 图 33: 公司代收代储业务经营模式 | 21 |
| 图 34: 黑龙江农户玉米出售价与南方港口到港价 (元/吨) | 22 |
| 图 35: 南方港口到港价与黑龙江农户出售价之差整体稳定 (元/吨) | 22 |
| 图 37: ADM 估值分析 | 26 |
| 图 38: 邦吉估值分析 | 26 |
| | |
| 表 1: 供应链管理与贸易的区别 | 11 |
| 表 2: 我国供应链管理经历了三个发展阶段 | 11 |
| 表 3: 国家关于东北振兴及粮商培育相关政策 | 20 |
| 表 4: 公司收入和毛利预测 | 24 |
| 表 5: 公司主要财务指标 | 24 |
| 表 6: 主要供应链物流企业的估值 (PE) 比较 | 25 |
| 表 7: 主要供应链物流企业的 ROE (平均) 比较 | 25 |
| 表 8: 象屿股份与 ADM 和邦吉的 ROE (平均) 比较 | 26 |

1. 公司是我国供应链服务龙头企业

1.1. 商业模式：制造企业的供应链物流服务商

1.1.1. 公司主要业务

公司作为供应链管理、投资、运营服务商，为供应链条上的产业型客户提供从原辅材料与半成品的采购供应直至产成品的分拨配送之间的全价值链流通服务，通过组织协调供应链全过程的商流、物流、资金流以及信息流，与客户分享供应链价值增值收益。

公司主营业务是大宗商品采购供应及综合物流服务和物流平台（园区）开发运营。

1、大宗商品采购供应及综合物流板块

主要经营用于工农业生产、大批量买卖的大宗商品（包括原辅材料和产成品），并为大宗商品的采购供应提供相配套的多式联运、全程物流、仓储配送、金融物流等综合物流服务。与公司发生业务的主要系大宗商品产业链上下游的产业型客户和流转型客户，公司通过不断巩固和完善核心产品供应链综合服务体系，推动盈利模式由传统的赚取贸易和物流价差转向收取服务费以及与客户分享增值收益。

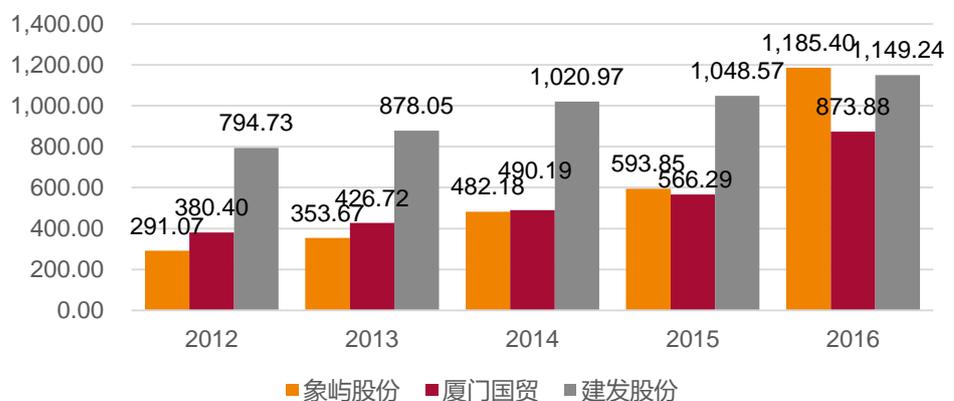
图 1：公司大宗采购供应及综合物流服务



资料来源：公司公告 天风证券研究所

近年来，公司在大宗供应链领域持续发力，2015 年和 2016 年先后赶超厦门国贸和建发股份，大宗供应链收入在三家公司中跃居第一，2016 年高达 1185.4 亿元。

图 2：公司为大宗供应链物流龙头企业（亿元）

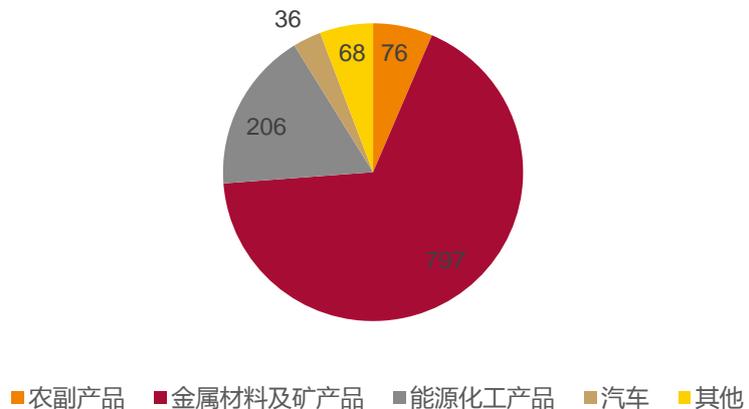


资料来源：wind 天风证券研究所

公司经营的大宗商品主要包括农副产品、金属材料矿产品、能源化工产品，以及机电产品等，金属材料矿产品和能源化工产品的贸易年营收合计 2016 年就已超过千亿元人民币。

其中，2016 年，公司金属材料及矿产品的销售量达到 5039 万吨，实现收入 797 亿元，占公司收入比重达到 67.37%，是公司大宗业务的核心品类。

图 3：2016 年公司收入以金属材料及矿产品为主



资料来源：wind 天风证券研究所

2、物流平台（园区）开发运营板块

重点经营的项目包括厦门国际航运中心、厦门象屿配送中心、象屿泉州公路港、厦门象屿五金机电物流集散中心、福州象屿物流园区、上海罗泾物流园区等。在利用平台效应有效聚合物流、贸易、加工、金融企业的基础上，公司各园区通过整合客户需求、设计商业模式和导入外部资源，创新增值服务，获取服务收益。

1.1.2. 公司的商业模式：供应链物流服务商（供应链管理+物流）

公司业务的本质为在高度整合产业链资源和供应链网络的基础上，提升供应链效率，降低供应链成本，从而为制造企业提供供应链物流服务。尽管公司的盈利是以大宗商品的买卖价差来体现的，但是本质上公司的赢利点主要有三：一是供应链管理服务费；二是衍生出的针对供应链各环节的供应链金融业务；三是物流，公司自建物流设施和网络，将其供应链体系中海量的货运流量嫁接到其物流体系中，从而通过物流来实现利润的释放。

图 4：公司盈利模式



资料来源：公司公告 天风证券研究所

在这个商业模式中，我们认为，产业链资源的整合构成软件，物流网络构成硬件，二者共同构成公司供应链管理的核心资源。其中，我们认为，物流网络构成供应链物流企业的核心资产和竞争优势，也将成为其最重要的利润来源。

我们认为，公司的供应链业务和其物流业务二者相互协同，相互促进，其商业模式优于单纯的物流企业和单纯的供应链企业：

首先，相比较单纯的供应链公司，公司具备自有物流体系能够大大提升其供应链效率，强化其供应链服务能力，而且可以通过物流提升盈利能力。

其次，相比较单纯的物流公司，公司可以将供应链服务体系掌控的海量货运量嫁接到物流体系之中，从而保障物流体系的货运量，能够大大提升其物流体系的资产周转率和盈利能力。

1.2. 为何期货的非经常性损益实质为公司的经营性损益？

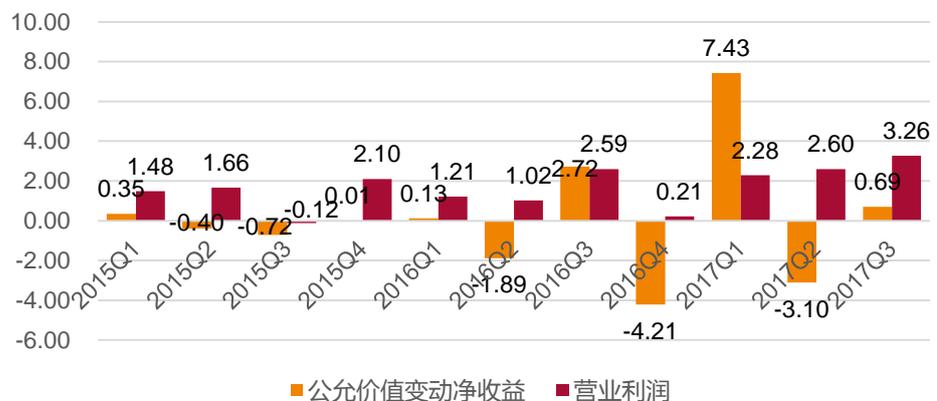
公司做大宗商品供应链，对其头寸通过期货套保的方式来防控价格风险。看公司报表，不同季度会出现比较大额的公允价值变动损益，尤其是 2016 年以来，随着公司业务体量的快速扩大，以及大宗商品价格的波动，这一块的波动更加明显。

首先，既然是为了套保，为何还会产生公允价值变动损益？公司从事的大宗商品供应链产品品类繁多，在进行套保时，有些商品是可以找到对应的期货品种，这样进行的完全套保符合套期保值的会计准则，这部分期货头寸不会产生公允价值变动损益；但是有些商品无法找到对应的期货品种，只能用替代品种进行套保，则不符合套期保值的会计准则，这部分头寸需要每个季度计提公允价值变动损益。

其次，为何认为这部分损益是经营性的？举个例子：假设公司承接 A 客户铁矿石采购订单 50 万吨，采购价格 P1，若公司上游掌握的铁矿石厂商销售价格为 P2，则 P1-P2 构成公司毛利来源，扣除供应链费用为公司的净利润；在承接订单时，为了防止在采购过程中发生价格波动，公司会相应开设 50 万吨的期货多单（假设期货此时价格为 P2+δ，δ 为期货与现货之间的差）；若后期铁矿石价格变为 P3，若期货与现货同幅度变动（即期现基差保持稳定），则期货的价格变为 P3+δ；则公司现货端的供应链利润变为 P1-P3，期货端的损益为 P3-P2，综合毛利依然是 P1-P2。可以看出，公司期货端的损益与现货段的损益是相反且对应的，因此，这部分实质上构成公司经营性的损益，且正常情况下不会导致公司业绩的异常波动。

从图 5 也可以看出，公司公允价值变动损益在 2016 年以来波动加剧，但是公司的营业利润则要平滑很多，尤其是 2017 年以来，尽管公允价值变动损益波动极大，但是公司的营业利润依然保持稳步增长。

图 5：公司分季度公允价值变动损益和营业利润情况（亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所

1.3. 公司处于快速扩张期，收入、利润高增长！

随着中国经济的转型升级，大宗商品需求量高增长、价格高增长的时代已经过去，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高增长以及赚取行情价差的贸易模式已经难以为继。

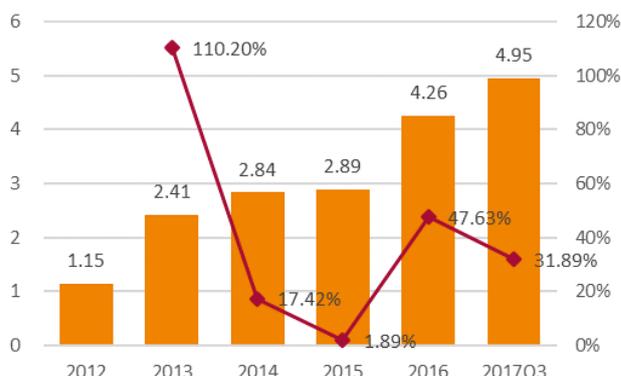
近年来，公司一直致力于商业模式的转型，由此前的赚取价差的贸易模式转变为目前赚取服务费的供应链服务模式。2016年-2017年，公司转型成效开始显现，公司业务体量开始快速扩张，与此同时，公司净利润也开始重回高增长。

图 6：公司营业收入快速扩张（亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所

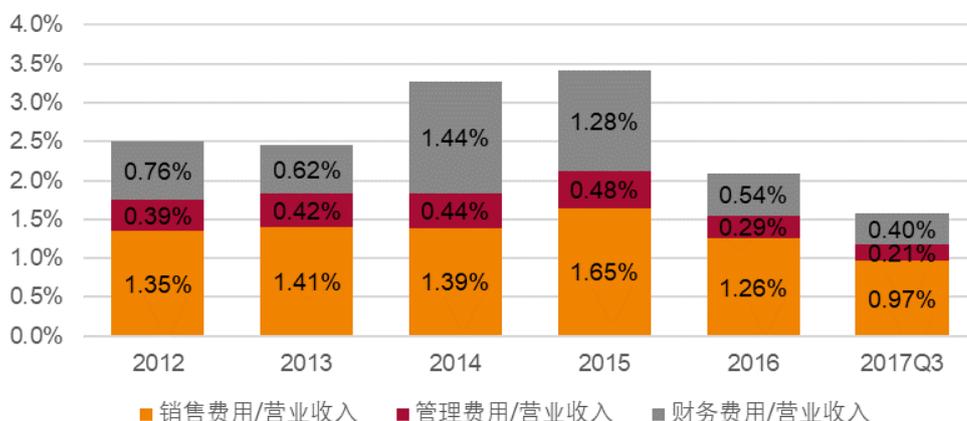
图 7：公司归母净利润重回高增长（亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所

随着公司业务的扩展，规模优势逐步显现，公司三项费用占收入的比重持续走低，2016年，公司三项费用合计占收入比重为 2.09%，较 2015 年下降了 1.32 个百分点。

图 8：公司三项费用占收入的比重持续走低

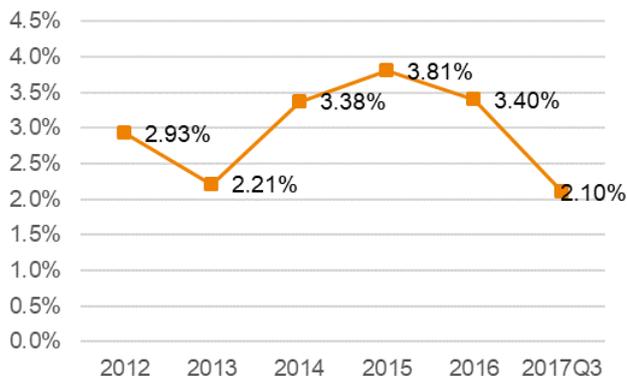


资料来源：wind 天风证券研究所

从公司的毛利率和净利率来看，2016-2017年，公司的毛利率和净利率持续走低，原因主要有二：一是 2016 年下半年以来大宗商品价格大幅上涨，但是公司的毛利空间不可能与价格上涨同步，导致毛利率必然走低；二是公司业务大扩张过程中，农业板块的贡献占比下降，利润率较低的供应链板块贡献占比提升，拉低了公司的整体利润率。与此同时，公司供应链板块也有结构性变化，高粘性、高附加值、高稳定性的业务增加，尽管体现出的整体利润率偏低，但整体资产周转率提升，资产收益率提高，业务风险更加可控、客户合作更加稳定。

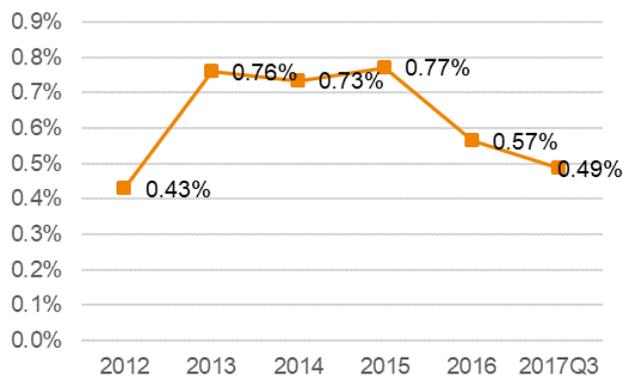
往 18 年看，公司开始着力强化业务管理，由重规模转向重利润重质量，具体表现为公司 18 年转变对下属业务团队的考核方式：重点考核净利润和资金回报率。预计随着公司考核方式的转变，公司整体的盈利能力有望逐步回升。

图 9：公司毛利率情况



资料来源：wind 天风证券研究所

图 10：公司净利率情况



资料来源：wind 天风证券研究所

1.4. 厦门国资委是公司的控股股东

象屿股份是由象屿集团旗下所有供应链服务相关子公司重组而成，2011年8月通过ST夏新重组上市。截止2018年1月8日，厦门市国资委通过直接和间接持有公司股权比例达到55.38%，为公司控股股东。

图 11：厦门市国资委是公司的控股股东

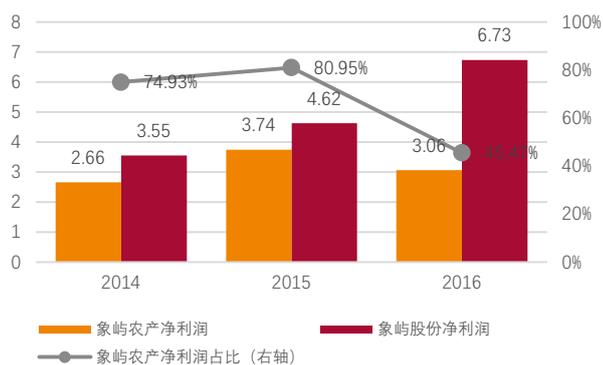


资料来源：公司公告 天风证券研究所

1.5. 象屿农产构成公司重要的利润来源！

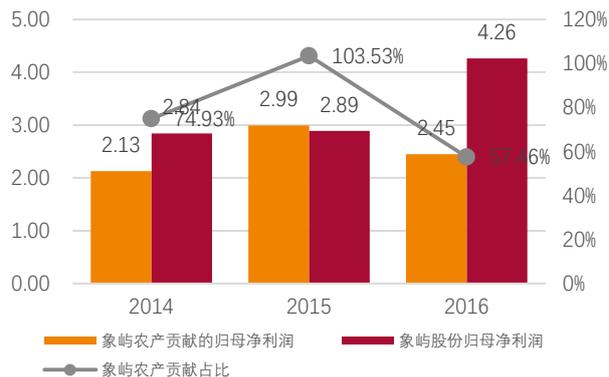
2013年，公司成立象屿农产，并于2014年完成对鹏屿商贸物流的收购，涉足黑龙江玉米产业链，从事从合作种植、合作收粮、烘干、仓储、流通、贸易于一体的玉米产业链业务。象屿农产盈利能力强，构成了公司利润的主要来源，即使是2016年受玉米临储退出影响象屿农产利润下滑，象屿农产贡献的归母净利润依然达到2.45亿元，占公司归母净利润的比重达到57.45%。

图 12: 象屿农产是公司净利润的重要来源 (亿元)



资料来源: 公司公告 天风证券研究所

图 13: 象屿农产是公司归母净利润的主要来源 (亿元)



资料来源: 公司公告 天风证券研究所

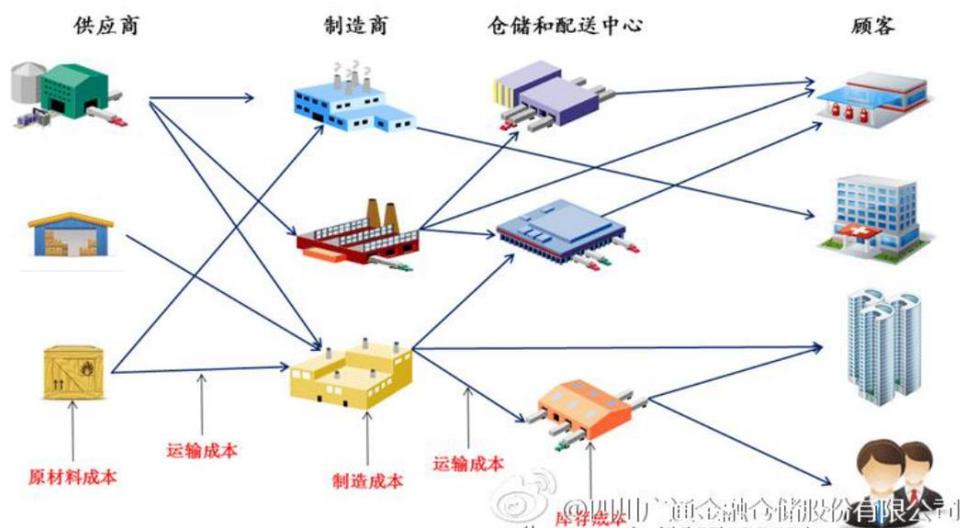
2. 供应链物流服务商强势崛起, 成长空间大!

2.1. 我国供应链物流服务业市场空间广阔!

2.1.1. 供应链管理的内涵

供应链是围绕核心企业, 通过对信息流、物流、资金流的控制, 从采购原材料开始, 制成中间产品以及最终产品, 最后由销售网络把产品送到消费者手中的将供应商、制造商、分销商、零售商、直到最终用户连成一个整体的功能网链结构模式。

图 14: 典型的供应链模式



资料来源: 广通金融仓储股份有限公司 天风证券研究所

供应链管理是指对整个供应链系统进行计划、协调、操作、控制和优化的活动和过程。供应链管理整合供应链系统中的物流、信息流、商流、现金流, 降低采购和销售成本, 减少供应链中企业的库存, 使社会资源得到优化配置。

供应链管理与传统商品贸易有显著区别, 供应链管理企业需要进行产业资源和供应链资源的深度整合, 提升供应链效率, 降低企业的供应链成本, 其所赚取的主要是供应链管理的服务费以及增值服务利润, 并不赚取产品的价差。

表 1: 供应链管理与贸易的区别

| | 供应链管理 | 贸易 |
|------|---|---|
| 核心资源 | 不仅需要上下游的产业资源整合, 而且需要仓储、物流等资源的整合, 其核心点在于通过产业资源和供应链资源的整合来降低供应链成本。 | 主要是上下游的关系人, 其核心要点在于把握商品价差, 赚取区域价差或时间价差。 |
| 盈利模式 | 通过服务费或增值服务获取利润 | 主要赚取价差 |
| 增值服务 | 多, 包括物流、资金流、信息流服务, 能独立依靠服务创造价值 | 少, 只是简单运输、库存、加工等, 服务业务不能脱离贸易 |
| 规模 | 通过网络效应能够快速做大规模, 运营量远远大于传统的贸易 | 比较小 |
| 价格风险 | 通过套保或与客户约定只赚取服务费等方式对冲价格波动风险 | 主要赚取价差, 价格波动风险大 |

资料来源: 中国产业信息网 天风证券研究所

从发达国家的经验来看, 其供应链物流服务业的发展主要经历了三个阶段:

第一阶段: 1950 年到 1970 年, 第一方、第二方物流发展成熟, 其主要特点是基于仓储、成本控制理论, 货物的配送、仓储在企业内部, 通过自身的物流部门实现。

第二阶段: 1975 年到 1990 年, 第三方物流发展迅速, 企业将非核心的销售、采购、生产物流外包, 物流企业利用计算机技术、专业能力以及规模效应, 为客户节约成本, 同时自身获取利润。

第三阶段: 1990 年至今, 第四方物流 (专业供应链管理服务) 蓬勃发展。这一阶段的更多轻资产模式的物流企业出现, 依托信息技术和第三方物流, 为客户提供业务流程再造与供应链整体解决方案。

我国供应链物流服务业的起步较晚, 但是发展速度较快。20 世纪 80 年代以来, 我国供应链管理经历了三个发展阶段, 进入 21 世纪以来, 正在由单纯的物流服务外包向专业的供应链管理方向发展。

表 2: 我国供应链管理经历了三个发展阶段

| 时间 | 特点 | 内容 |
|--------------|-----------|---|
| 20 世纪 80 年代前 | 内部一体化阶段 | 企业核心竞争力在于提高产品质量和降低产品成本, 产品各环节均集中于企业内部, 通过规模生产获取利润 |
| 20 世纪 90 年代 | 物流服务外包 | 企业核心竞争力在于提高与产品相关的增值服务, 将投资规模较大或资产利用效率不高的仓储、运输等业务外包给第三方服务机构 |
| 21 世纪 | 专业供应链管理兴起 | 企业核心竞争力体现为对市场和客户的快速反应能力, 核心企业只专注于供应链上的某个或多个环节, 将供应链上的商流、物流、资金流和信息流全部或部分外包 |

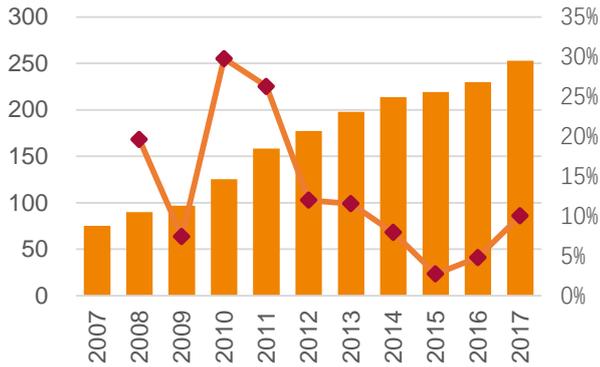
资料来源: 中国产业信息网 天风证券研究所

2.1.2. 我国供应链物流服务行业市场空间广阔!

1、我国供应链物流服务业市场空间巨大!

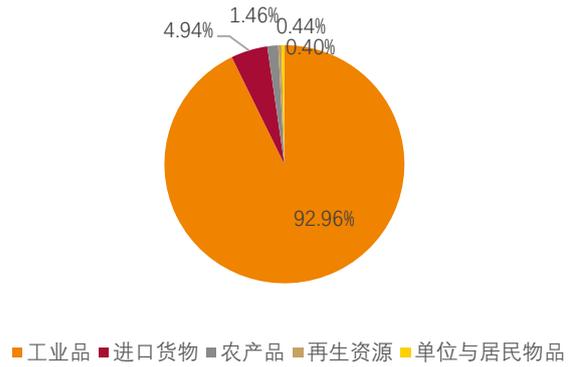
我国社会物流总体物流规模大, 在经过连续的增速走低之后, 2016 年以来, 伴随着经济的企稳和大宗商品价格的回升, 全国物流总额增速也在提升, 2017 年, 全国社会物流总额 252.8 万亿元, 同比增长 10.03%。其中, 工业品物流总额占比 92.96%。

图 15: 全国社会物流总额 (万亿元)



资料来源: wind 天风证券研究所

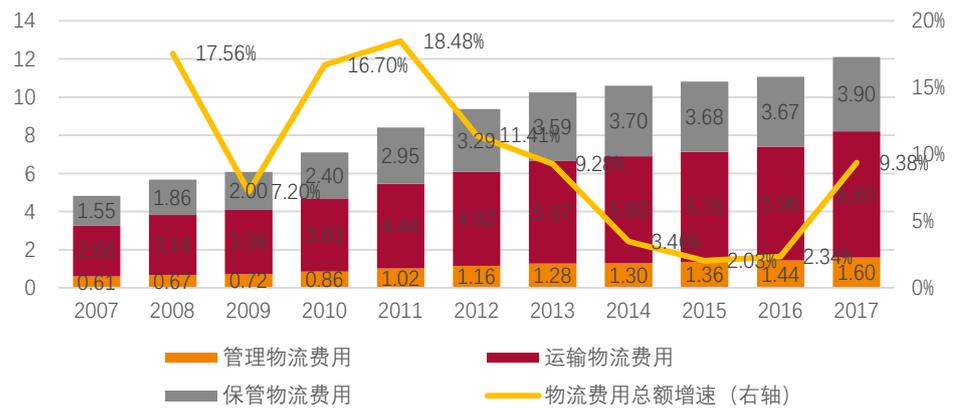
图 16: 社会物流总额构成



资料来源: wind 天风证券研究所

伴随着物流总额的回升, 2016 年以来, 我国物流费用也开始加速增长, 2017 年我国物流费用总额达到 12.1 万亿元, 同比增长 9.38%, 其中, 运输物流费用达到 6.6 亿元, 占比高达 54.55%, 其次是保管费用, 达到 3.9 亿元, 占比 32.23%, 值得一提的是管理物流费用占比持续提升, 已经从 2007 年的 12.58% 提升至 2017 年的 13.22%。

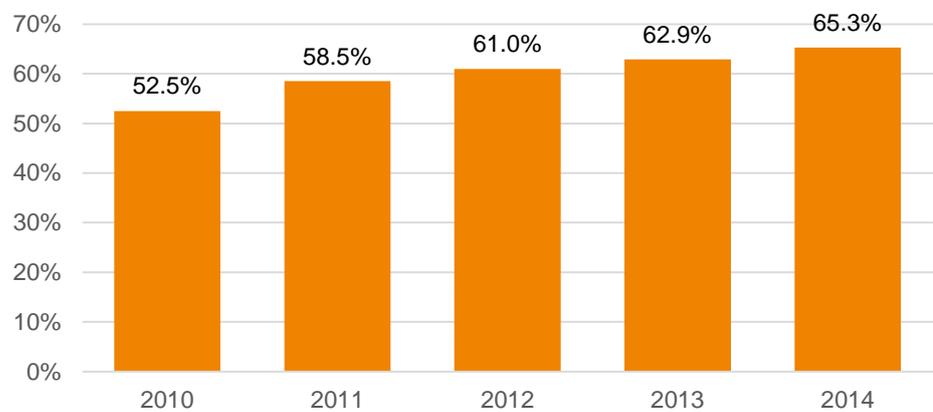
图 17: 我国物流费用构成及物流费用总额增长情况 (万亿元)



资料来源: wind 天风证券研究所

近年来, 随着我国三方物流的发展, 我国企业物流外包率持续提升, 2014 年已经达到 65.3%, 较 2013 年提升了 2.4 个百分点。

图 18: 2010-2014 年工业、批发和零售业企业物流外包情况



资料来源: 前瞻网 天风证券研究所

近年来, 我国供应链物流行业开始逐步深化对企业的服务, 逐步向全程一站式物流服务和

供应链管理方向发展。供应链管理属于物流发展的高级阶段，在经历了基本服务、增值服务和一站式物流服务阶段之后，供应链管理的出现标志着物流企业与客户的合作进一步加深，达到了战略的高度。物流企业从基础服务的提供转变为供应链的整合与优化，在利用较少资源的情况下，为客户创造更大的价值。

图 19：供应链管理行业细分服务价值比较

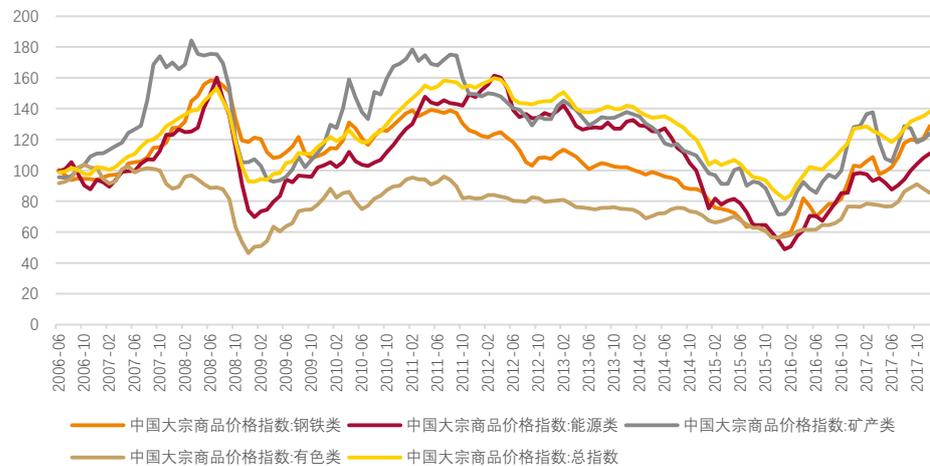


资料来源：中国产业信息网 天风证券研究所

预计，我国供应链物流服务业也将持续快速增长：

首先，宏观经济企稳，未来有望逐步复苏，且原油价格上涨有望支撑大宗商品价格高位，社会物流总额有望继续增长；

图 20：我国大宗商品价格指数持续走强



资料来源：wind 天风证券研究所

其次，企业间竞争加剧，需要将生产之外的非核心业务外包，一方面借助专业化的服务来提升效率降低成本，另一方面可以集中资源提升核心业务的竞争优势；

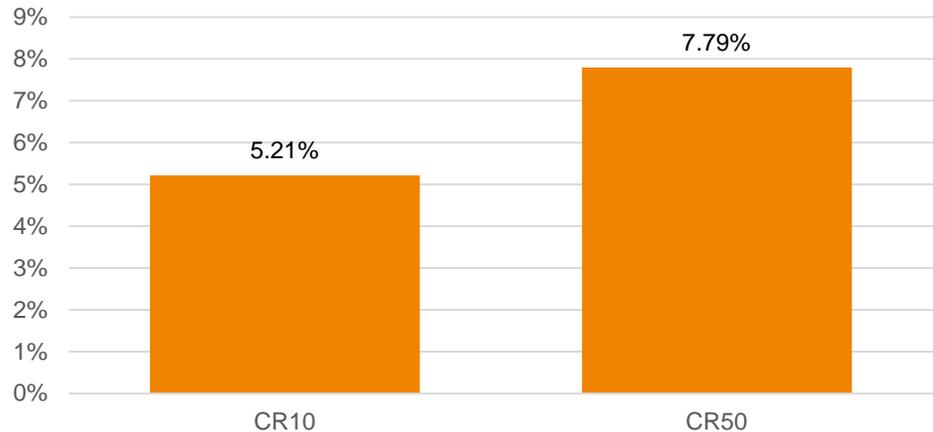
第三，中小企业信贷难度越来越大，通过供应链管理服务获得供应链融资也成为中小企业选择供应链外包的重要因素。

我们预计 2018-2020 年，我国物流费用总额有望保持 10%以上的增速，其中管理费用占比将继续提升，有望在 2020 年占比达到 14%。而一体化的供应链物流服务商市场规模有望以更快的速度增长！

2.1.3. 行业分散，龙头企业凭规模和效率优势整合空间大！

目前我国物流行业市场集中度较低，2015 年全国物流业总收入达 7.6 万亿，前 50 家物流企业总收入共达 8414 亿元，占全国物流总收入的 11.1%。入围前 50 强的门槛由 2008 年的主营业务收入 7.62 亿元提升至 22.5 亿元，从中可以看出我国物流企业规模开始扩大。但如果采用主营业务收入前十强的企业与当年社会物流总费用的比例 (CR10) 作为行业集中度的指标，那么 CR10 仅为 5.21%，CR50 也仅有 7.79%，市场依然十分分散。

图 21：我国物流行业的集中度非常之低



资料来源：中国产业信息网 天风证券研究所

物流行业集中度低，导致市场竞争过于激烈，并且呈现以降低服务价格为主要竞争手段的特点，行业整体缺乏差异化的产品和服务。进入门槛低是导致物流业集中度低、价格竞争激烈的重要原因之一。近年来，行业的集中度虽在不断提升，但行业仍缺乏具有定价权的龙头型公司。

规模大的物流企业，可以利用规模经济，在网络覆盖、运力配置等方面发挥及时、安全、低成本等优势。相比而言，小企业服务功能少，综合化程度低，管理能力弱，竞争能力弱，信息能力弱，经营秩序不规范，不具备适应现代物流追求动态运作、快速响应的要求。

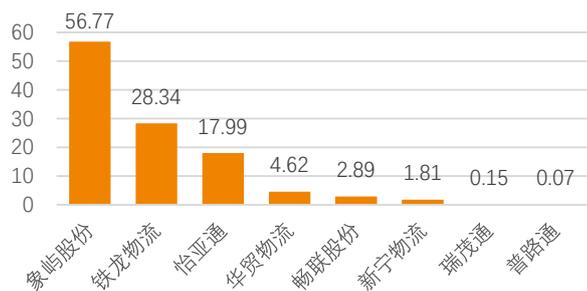
当前来看，我国已经出现了如象屿股份这类供应链整合能力强，规模优势突出，效率高成本低的供应链物流服务龙头企业，并先后在 2013 年和 2017 年收购整合了鹏屿商贸物流和北八道的核心铁路货运资产。我们认为，未来，具有规模优势和效率优势的供应链物流服务龙头企业有望通过内生和外延的方式不断进行产业整合，发展空间巨大！

2.2. 强势布局供应链物流，象屿股份长期高成长空间打开！

2.2.1. 通过收购，掌控稀缺供应链资产！

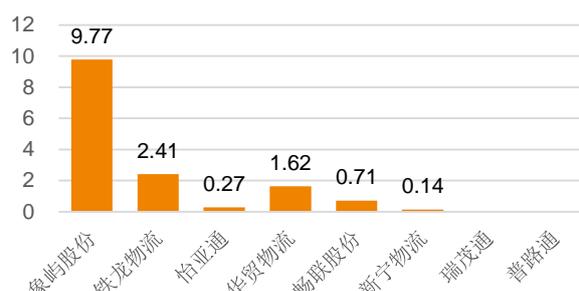
公司原来主要从事贸易和供应链管理业务，偏轻资产运作。2013 年，公司收购黑龙江鹏屿物流，获得其在黑龙江的粮食烘干、仓储等物流资产，并通过增发在黑龙江大举扩张粮食烘干、仓储、物流基地等资产布局，根据公司公告统计，公司在东北的投资额已经近 70 亿元！2017 年，公司与最大的铁路货运民营企业北八道合作成立象道物流，将北八道核心的铁路专用线资产装进了象道物流。从资产端来看，2017 年 Q3，公司的固定资产和在建工程都远高同行。

图 22：2017Q3 公司固定资产远高于同类企业（亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所；注：象道物流未并表

图 23：2017Q3 公司在建工程也远高于同类企业（亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所

公司在供应链物流端形成了重资产布局，且其掌控的两块资产具有稀缺性，且盈利能力较强！

首先，公司在东北的粮食供应链资产，主要是烘干塔、粮仓（约 1200 万吨）和集散基地（含铁路专用线），该部分资产在建设时正处于国家大力发展粮食仓储的时期，获得近 20 亿的政府补贴，大大降低了公司的建设成本。当前来看，粮仓大发展时期已过，政府补贴大幅减少；而且在公司巨量粮食供应链资产已经存在并对东北粮食供应体系产生重大影响的事实下，其他企业也很难再大规模介入该领域。

其次，象道物流的资产主要是铁路专用线构成的铁路物流网络，铁路专用线和场站在获取本身就极为困难，且在特定的区位具有很强的独占性。

2.2.2. 成立象道物流，打造供应链+物流商业模式，助力业绩释放！

2015 年以来，公司持续推进供应链业务的转型升级，成效显著。2016-2017 年，大宗商品价格持续走强带来公司大宗商品供应链业务快速放量，收入体量从 2015 年的近 600 亿元上升到 2017 年的 2000 亿元以上（预计）。

2017 年以前，除了东北的粮食供应链资产的布局，公司缺少完善的自有物流资产布局，公司大宗供应链主要通过服务费和供应链金融的形式获取利润，物流主要是通过整合社会物流资源来实现。

2017 年 6 月，公司与国内民营铁路物流龙头公司五店港物流合资设立厦门象道物流有限公司，公司出资 6 亿元持股 40%，五店港物流出资 9 亿元持股 60%。象道公司设立后，逐步承接五店港物流的铁路物流业务，并逐步收购其核心铁路资产，包括铁路物流场站土地、设施、铁路专用线、机器设备等。至此，象道物流的铁路物流网络布局与公司“T 形”水路联运体系完美互补，补齐公司物流短板！

图 24：象道物流铁路物流网络布局



资料来源：公司公告 天风证券研究所

铁路物流网络具有稀缺性，且盈利能力强！铁路物流准入门槛较高，主要由铁路系统内企业控制经营，外部很难介入干线线路及位于铁路干线边的场站等资源。象道物流拥有的铁路资产将成为公司发展的核心竞争力之一！厦门五店港物流供应链有限公司 2016 年货运量已达 1600 万吨，运量居于前列，测算净利润超 2 亿，这部分资产和业务正在由象道物流逐步承接。

“供应链+物流”商业模式形成！不同于单纯的物流公司和供应链管理公司，公司的业务模式为供应链管理+物流，二者相互协同，相互促进，具有极大的优势！

首先，相比较单纯的供应链公司，具备自有物流体系能够大大提升其供应链效率，强化其供应链服务能力，而且可以通过物流提升盈利能力。

其次，相比较单纯的物流公司，公司可以将供应链服务体系掌控的海量货运量嫁接到物流体系之中，从而保障物流体系的货运量，能够大大提升其物流体系的资产周转率和盈利能力。

象道物流于 2017 年 8 月份正式开始各项业务经营活动以来，截止 2017 年 9 月末，象道物流总资产 22 亿元，净资产 15.54 亿元，累计主营业务收入 2.76 亿元，净利润 4222 万元。

往未来看，两大因素将推动公司大宗供应链业绩高增长：

首先，供应链物流行业景气回升，公司具有规模优势和效率优势，竞争优势突出，将继续推动业务高增长。我们预计 2018-2019 年，公司大宗供应链业务收入仍可维持 25%以上的增长。

其次，公司从做规模转向做利润，将助推利润率提升。2016-2017 年，公司在向供应链转型的战略背景下，业务快速扩张，一些低盈利和高风险业务也随之增加，导致公司盈利能力收到影响。2018 年，公司转变对下属业务团队的考核方式，开始着重考核下属团队的净利润和资金回报率。我们预计，随着公司考核方式的转变，一些低毛利和高风险业务将会减少，公司业务增长的质量将更高，盈利能力也将持续提升。

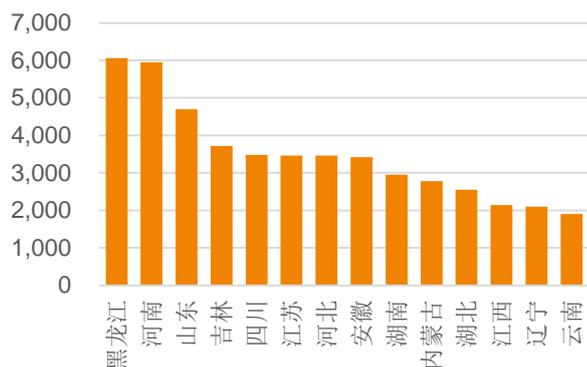
此外，象道物流也将成为公司未来盈利的重要增长点。一方面，随着象屿股份和象道物流业务整合的推进，象道物流的利润有望加速释放，另一方面，公司将逐步增加象道物流的股权，并带动象道物流贡献的归母净利润提升。我们预计 18 年象道物流实现净利润 2.5 亿以上，为上市公司贡献净利润 1 个亿以上（按照 40%股权计算）。

3. 象屿农产触底回升，粮食产业链有望持续高增长！

3.1. 东北是我国最重要的粮食外贸基地

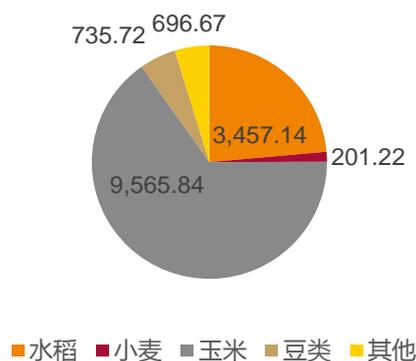
东北地区（含内蒙古）是我国粮食的主要产区，2016 年粮食总产量达到 1.47 亿吨，占全国总产量的 23.78%。其中，玉米是东北地区主要粮食品种，2016 年产量 9565.84 万吨，占比 65.27%。

图 25：2016 年我国各主要省份粮食产量（万吨）



资料来源：wind 天风证券研究所

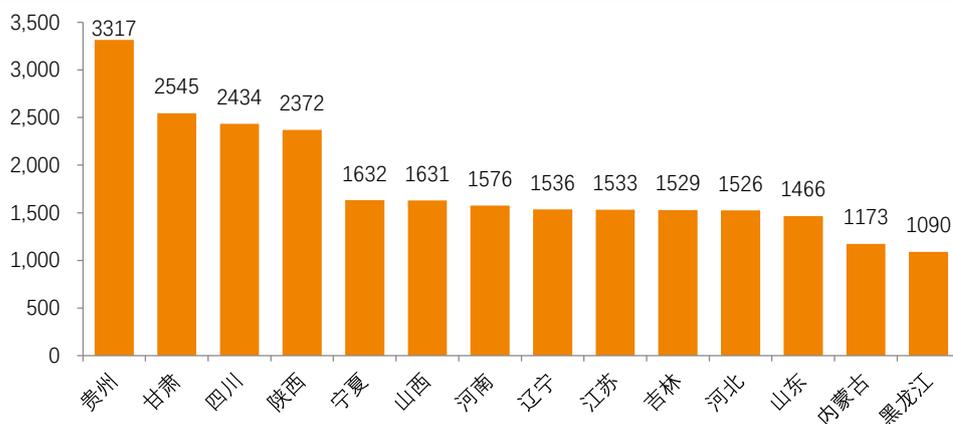
图 26：2016 年东北（含内蒙古）粮食产量结构（万吨）



资料来源：wind 天风证券研究所

不仅如此，从各地玉米生产成本来看，东北地区玉米生产成本相对较低，尤其是黑龙江和内蒙古，吨玉米成本（不含地租）仅为 1090 元和 1173 元，黄淮海地区成本其次，在 1550-1650 元左右，而西北地区则在 2400 元左右，西南地区更是高达 3000 元以上。

图 27：东北和内蒙古地区的玉米生产成本较低（元/吨）

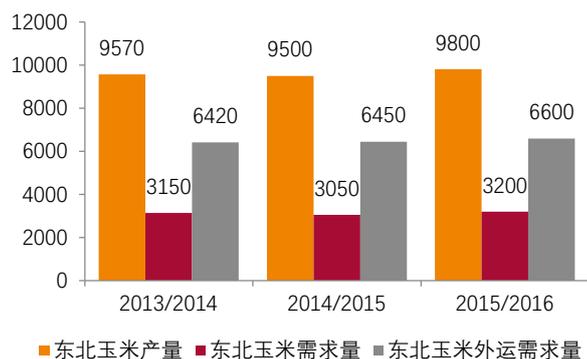


资料来源：wind 天风证券研究所

高产量，低成本，叠加玉米消费（饲料用）主要集中在黄淮海和南方，导致东北玉米本地消费较少，每年存在大量的外运需求。尤其黑龙江，是我国粮食产量最多的地方，2016 年产量 6058.5 万吨（其中玉米超过 3000 万吨）。但全省粮食加工企业省内实际加工原粮仅 2145 万吨，再扣除直接消费的口粮（预计不超过 1000 万吨），即黑龙江每年存在近 3000 万吨的粮食外运需求，占粮食总产量的 50%。

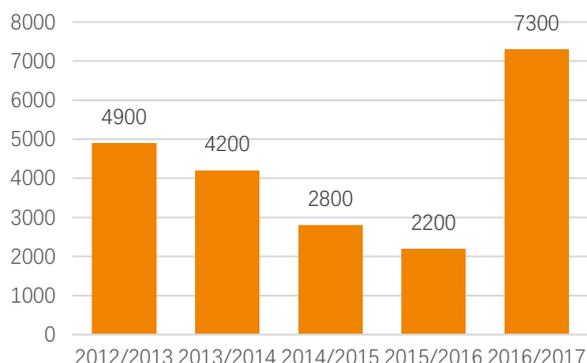
以玉米为例，东北（含内蒙古）年需外运玉米量约 6500 万吨，但是在 2016 年以前，实际外运量较少，且随着临储收购量的增加而持续走低，2016 年临储退出之后，2016/2017 年度外运量大幅增长，至 7300 万吨。往未来看，考虑到东北地区深加工企业的发展以及南猪北养的发展，东北地区玉米消费量将会增加，玉米外运量将减少，但我们预计 2018-2019 年，东北（含内蒙古）需要外运的玉米仍将在 6000 万吨以上。

图 28：东北（含内蒙古）玉米外运需求量大（万吨）



资料来源：wind 天风证券研究所

图 29：东北玉米实际外运量（万吨）



资料来源：wind 天风证券研究所

全国来看，2017 年我国 13 个主产区粮食产量占全国的比重达到 78%，粮食跨省流通量 1.7 亿吨，预计 2020 年将达到 1.8 亿吨。

2017 年，象屿股份粮食供应链业务预计约 250 万吨，仅为黑龙江地区外运量的 8.3%，仅为全国的 1.5%，仍具有广阔的发展空间！

3.2. 公司打通黑龙江粮食供应链物流体系，重资产布局，优势显著！

2013 年，公司与穆海鹏和穆明倩共同出资成立黑龙江象屿农业物产有限公司，其中，公司出资 4 亿元，穆海鹏和穆明倩分别出资 0.5 亿元。象屿农产是公司布局粮食供应链的载体。2014 年 11 月，象屿农产注册资本由 5 亿元人民币增至 21.25 亿元人民币，增资后象屿农产的股东持股比例保持不变，象屿股份仍持股 80%，穆海鹏与穆明倩分别持股 10%。2017 年 12 月，穆海鹏和穆明倩将其持有的象屿农产的 20% 股权转让给了厦门象金投资合伙企业，并约定有权在厦门象金投资合伙企业支付股权转让款之日起 6 个月内进行回购，截止 2 月 23 日，回购尚未发生，象屿农产的股权结构为

图 30：象屿农产是公司粮食供应链的主要载体



资料来源：公司公告 天风证券研究所

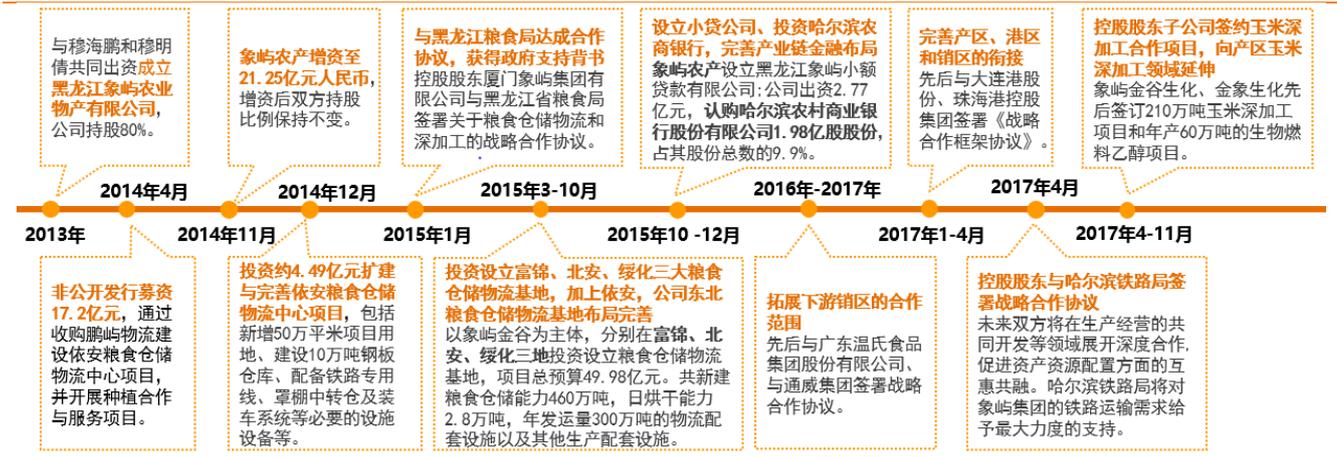
根据公司公告，鹏屿物流是穆氏家族的核心资产，鹏屿物流的资产主要由开展粮食供应链业务的土地（约 148 万平米）、仓储设施（仓容约 206 万吨）、烘干设备（日烘干能力约 1.3 万吨）等构成。2014 年，公司进行非公开发行，募资 17.2 亿元，资金主要使用在于两个方面：一是在粮食主产区购置必要的仓储物流核心节点资产（核心是收购鹏屿物流 100%

股权)，二是开展种植合作与服务项目。此后，公司先后投资设立富锦、北安、绥化三大粮食仓储物流基地，加上依安，公司在东北粮食仓储物流基地布局完善。

2017年，公司先后与大连港、珠海港、哈尔滨铁路局签订了合作协议，为其从黑龙江（乃至东北）向南方港口的粮物流通奠定了基础，并能够显著降低其物流费用。

截止2017年9月，公司拥有粮食仓储能力逾1500万吨、10万吨/日的烘干能力以及近8万吨/日的外运能力，辐射粮源逾3000万吨，并拥有运粮铁路专用线。且，与大连港、珠海港、哈尔滨铁路局形成的战略合作协议，彻底打通了从黑龙江粮食外运的供应链体系，投资总额近70亿元！

图 31：打通黑龙江粮食供应链物流体系



资料来源：公司公告 天风证券研究所

可见，公司在东北投入重资产打造高效率的粮食供应链，不仅在资产上形成了较强的进入壁垒，而且具有明显的供应链效率优势和成本优势，测算下来，若全产业链运作，公司较散户成本低80元/吨左右！

首先，公司建设的粮食仓储和物流基地是在国家大力扶持粮食仓储建设时期完成的，合计获得了近20亿的政府补贴，具有极大的成本优势。

其次，依托强大的粮食烘干、仓储、物流等资产布局，公司对于黑龙江乃至东北粮食流通影响重大，获得了哈尔滨铁路局以及大连港、北良港和营口港等关键供应链枢纽的支持，能够大大提升公司的粮食集散和物流能力，并降低其供应链成本。

3.3. 政策层面来看，国家致力于打造中国版的大粮商！

我国是世界粮食生产和进出口大国，却面临国际农业垄断寡头对跨国粮食贸易的垄断格局，在国际大宗农产品的定价上没有足够的话语权。为打破这种格局，国家正着力培育中国自己的国际“大粮商”。

东北地区作为我国最大的粮食产区 and 外贸商品粮基地，是国内粮食贸易的最重要一环，象屿股份作为国有背景的大流通企业，在东北粮食产业链布局完善，有望以此为基础向国际大粮商迈进！

表 3：国家关于东北振兴及粮商培育相关政策

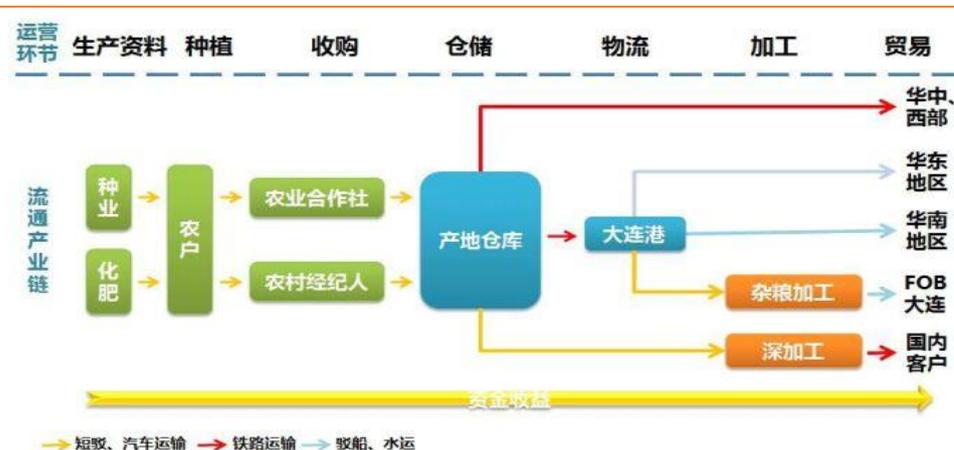
| 时间 | 文件名称 | 核心要点 |
|---------|---|---|
| 2014.8 | 《国务院关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》 | 加强粮食仓储和物流设施建设。全国新建 1000 亿斤仓容重点向东北地区倾斜，争取用 2—3 年基本解决东北地区粮食仓储难问题。畅通“北粮南运”，加强运粮通道及物流基础设施建设，继续推进粮食大型装车点建设，完善粮食物流体系和节点布局。从铁路、公路、机场、城市轨道交通方面加快综合交通网络建设。 |
| 2015.1 | 《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》 | 创新农产品流通方式。加快全国农产品市场体系转型升级，着力加强设施建设和配套服务，健全交易制度。完善全国农产品流通骨干网络，加大重要农产品仓储物流设施建设力度。加快千亿斤粮食新建仓容建设进度。 |
| 2016.4 | 《中共中央 国务院关于全面振兴东北地区等老工业基地的若干意见》 | 加快发展现代化大农业，进一步提升国家商品粮生产核心区地位，加强东北地区粮食仓储和物流设施建设，完善粮食物流体系。不断提升基础设施水平，实施东北地区低标准铁路扩能改造工程。加大对东北高寒地区和交通末端干线公路建设支持力度。加快黑龙江等河流高等级航道建设，推进国际陆海联运、江海联运。 |
| 2016.1 | 《国务院关于印发全国农业现代化规划（2016—2020 年）的通知》 | 打造农业创新发展试验示范平台，加快实施农垦国际大粮商战略，深化黑龙江省“两大平原”现代农业综合配套改革。 |
| 2016.11 | 《粮食行业“十三五”发展规划纲要》 | 推进粮食产业国际合作，鼓励和支持粮食企业“走出去”，培育大型跨国粮食集团，到 2020 年，力争我国有一定数量的大型粮食企业跃居全球跨国粮商前列。 |
| 2016.11 | 《国务院关于深入推进实施新一轮东北振兴战略加快推动东北地区经济企稳向好若干重要举措的意见》 | 建设一批产业转型升级示范区和示范园区。加大先进制造产业投资基金在东北地区投资力度，抓紧设立东北振兴产业投资基金。建立“市场化收购+补贴”的粮食收储新机制，积极引导多元化市场主体入市收购。扩大东北地区优质特色农产品销售市场，打造东北农产品品牌和地理标志品牌。适当扩大东北地区燃料乙醇生产规模。 |
| 2017.3 | 《粮食物流业“十三五”发展规划》 | 推进东北等地粮食物流通道建设，布局粮食物流进出口通道，优化粮食仓储设施布局，发展区域粮食快速物流，服务粮食市场供应体系，培育第三方粮食物流企业，形成一批具有国际竞争力的大型综合粮食物流企业（园区）和粮食物流服务品牌。 |

资料来源：国务院，天风证券研究所

3.4. 公司全产业链运作，供应链效率高，利润空间大！

公司在打通黑龙江粮食供应链物流体系的基础上，深度介入农产全产业链，搭建了“种植-收购-烘干-仓储-物流-加工-贸易”的全产业链体系，实现了从农产源头到终端的掌控！

图 32：公司打造农产全产业链体系



资料来源：公司公告 天风证券研究所

公司业务的利润来源主要有两个方面：一是政策粮业务：代收代储；二是市场粮业务，针对下游玉米深加工和饲料等企业的供应链物流业务。

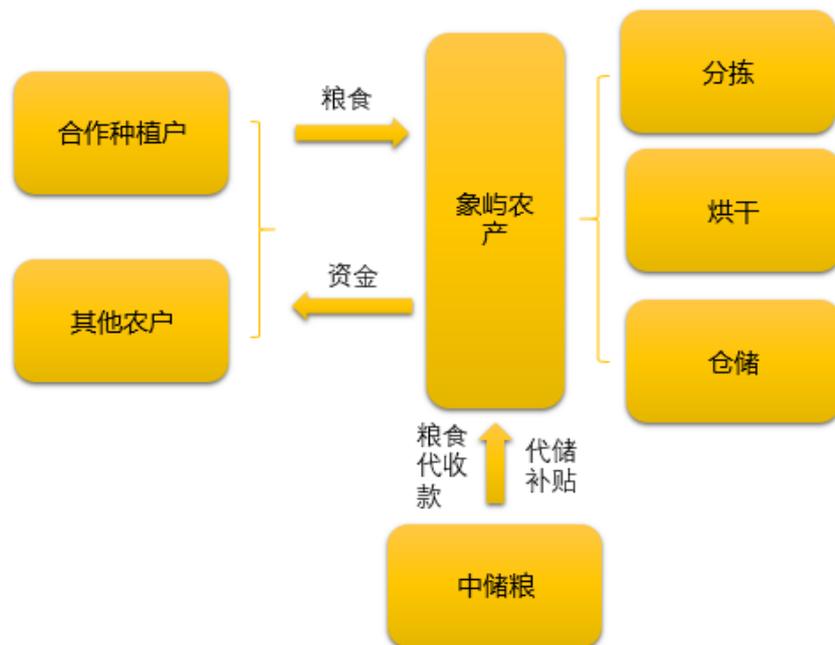
3.4.1. 政策粮部分：为中储粮代收代储，临储退出后将逐步收缩

2017 年及以前，服务于国家临储政策的代收代储业务是象屿农产的主要利润来源。根据《关于 2015 年东北地区国家临时存储玉米收购有关问题的通知》和《财政部关于调整中央政策性粮食保管费补贴标准的通知》，代收代储的收入主要包括三个部分：

- 1、烘干费用：其中对实际水分含量高于标准规定的玉米，以标准中规定的指标为基础，每高 0.5 个百分点扣量 0.65%，并扣价 0.15%作为烘干费。这意味着收购 25%水分的湿粮可加扣的重量为 6%。
- 2、利息和费用补贴：国家存储玉米利息费用补贴包括贷款利息、保管费用等，由中央财政给予补贴。收购费用为 2.5 分/斤，简易和露天存储设施搭建补助费用标准为 3.5 分/斤，由收储库点全额包干使用，计入库存成本。
- 3、保管费用：北京、天津、河北、山西，内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆 15 省（区、市）每年每斤 4.3 分；安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、贵州、云两 8 省(市)每年每斤 4.7 分；上海、江苏、浙江、福建、广东、广西，海南 7 省（区、市）每年每斤 5.5 分；西藏自治区每年每斤 10 分。

公司代收代储主要是为中储粮进行玉米和稻谷的收购和存储，主要是指公司替中储粮进行粮食的收购、分拣、烘干和仓储服务，并从中赚取补贴收入。在收购阶段，公司按照国家规定的价格向农民进行收储，并预先垫付收购资金，收购资金方面可以获得 80%的政策性贷款，而且一般可以获得 40-50 元的收粮补贴。收购粮食之后，公司进行粮食的分拣、烘干和仓储，并收取中储粮的补贴获得收入，仓储补贴目前为 80 元/吨，临时搭建的仓储设施还会额外补贴 70 元/吨，出入库补贴在 30 元/吨。

图 33：公司代收代储业务经营模式



资料来源：公司公告 天风证券研究所

2016 年，临储退出，公司政策粮业务将逐步收缩，2017 年，公司政策粮代储粮达到 1300-1400 万吨，其中稻谷超过 300 万吨，实现收入约 11 亿元。往未来看，公司玉米带

储量逐渐减少，但是稻谷的存储量还会增加。公司代储业务整体来看还是一个小幅减少的过程。

2017年11月公司代储粮有1350万吨，其中玉米约1000万吨，占整个临储库存的比例约5%，假设2018年抛储量6000万吨，公司按照比例出库，则公司玉米代储粮将减少300万吨，但是预计公司17/18收购季将新增稻谷存储量约100万吨，故而，往18年看，我们认为公司政策粮存储量不低于1150万吨，依然维持较高水平。预计19年，粮食代储量不低于950万吨，公司代储粮利润小幅下跌。

3.4.2. 市场粮部分：高效供应链物流体系带来超额利润！

市场粮业务，即公司为下游的玉米深加工企业、饲料/养殖企业及贸易商提供的集收粮、烘干、仓储、物流等于一体的供应链物流服务，长期来看，公司将以销定产，向上游发展合作种植，全面打通整条玉米产业链。

公司粮食供应链业务的利润空间取决于“北粮南运”整个产业链的利润空间。以广州和厦门港口的到港价的均价（一等玉米）作为南方港口到港价，其与黑龙江农户玉米出售价之间的差构成了北粮南运的整体利润空间，去掉烘干、仓储、物流等费用后，为供应链环节的净利润。

2016年受临储价格退出和国家汽车限运政策的影响，该差价剧烈波动，其余年份来看，整体平稳，2017年平均为460元/吨，但南方玉米到港价为一等玉米的均价，而黑龙江农户出售价则不同品质玉米都有，正常一个等级的玉米价差在10-20元/吨，则正常2017年南方港口玉米到港价与黑龙江农户玉米出售价之差约445元/吨。

图 34：黑龙江农户玉米出售价与南方港口到港价（元/吨）



资料来源：wind 天风证券研究所

图 35：南方港口到港价与黑龙江农户出售价之差整体稳定（元/吨）



资料来源：wind 天风证券研究所

成本计算

- 1、收粮归集成本：20-30 元/吨。
- 2、仓储成本：40 元/年，假设供应链业务中仓库的周转率为 4 次，则仓储成本 10 元/吨。
- 3、出入库成本：10 元/吨
- 4、黑龙江至北方港口成本：运费 180 元/吨+40 元/吨的装卸及接驳费用=220 元/吨(火车) 或 240 元/吨+20 元/吨的装卸等费用=260 元/吨（汽车）。
- 6、港口费用：40 元/吨
- 7、北方港口海运至南方港口费用：正常 40-90 元/吨，考虑到业务量主要集中在运费高的时期发生，因此运输均价按照 75 元/吨。

合计：375-385 元/吨（火车）或 415-425 元/吨（汽车）

以 2017 年 445 元/吨的平均价差来计算，则利润有：60-70 元/吨（火车）或 20-30 元/吨（汽车）

但是象屿股份具有规模效应，其整体费用相较以上成本计算均较低，且，公司拥有自有的铁路专用线（节约 10-15 元/吨），并且与大连港签署了合作协议（港口费用较低，节约 10 元/吨），我们测算，公司全链条运作的成本约 340-355 元/吨，则吨利润应在 80-95 元，即使考虑到公司管理费用的分摊，吨净利也要在 70 元/吨以上。

此外，如果公司收购的是潮粮，则公司在烘干环节可额外赚取不低于 20 元/吨的利润，从而若公司从收购潮粮开始全产业链运作，则公司吨利润空间应在 100 元左右！

3.5. 玉米价格企稳，粮食供应链业务放量推动象屿农产业绩逆转！

2016 年，临储退出，为了规避玉米价格非正常波动带来的风险，公司在 2016-2017 年大幅缩减了市场化的粮食供应链业务和合作种植业务。合作种植业务由 2015 年的 250 万亩缩减至只有 8 万亩，粮食贸易量由 2015 年的近 380 万吨缩减至 2017 年的约 250 万吨（预计数）。与之相应的，象屿农产的利润也大幅减少，由 2015 年的 3.74 亿元降至 2017 年的 2.8 亿元（预计数）。

经过近两年的调整，玉米价格市场化改革基本完成，玉米价格触底回升，未来来看，玉米价格将主要受市场供需的影响，再出现由强政策扰动而导致玉米价格剧烈波动的可能性已经很小。因此，在 2017 年进一步完善东北玉米供应链物流体系的基础上，公司将于 2017/2018 收购季大幅增加玉米供应链物流业务。

正如我们前面的分析，东北地区（含内蒙古）玉米外运需求高达 6000 万吨以上，黑龙江一省的粮食外运需求高达 3000 万吨（含玉米、稻谷等），公司 2015 年的粮食外运量仅 250 万吨，占比非常小。按照公司当前在黑龙江 10 万吨日烘干能力、1500 万吨仓储能力和 8 万吨日外运能力，公司粮食供应链业务空间极其广阔！

我们预计，2018-2019 年，公司粮食供应链物流量达到 600 万吨和 800 万吨。在利润方面，正如我们前面计算，若全产业链运作，公司单吨净利可到 100 元左右。考虑到公司初期存在的供应链链条参差不齐，以及费用可能偏高等因素的影响，我们预计 2018-2019 年，公司单吨归母净利润可达到 40 元和 50 元，实现的归母净利润达到 2.4 亿元和 4 亿元，并推动象屿农产业绩迎来逆转！

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测及投资建议

核心假设：

- 1、2017-2019 年，象屿农产粮食供应链业务量达到 250 万吨、600 万吨和 800 万吨，单吨净利分别为 20 元、40 元和 50 元；
- 2、2017-2019 年，公司政策粮储备量为 1350 万吨、1150 万吨和 950 万吨。
- 3、随着公司考核转向净利润和资金回报率，公司大宗供应链业务的盈利能力将走高。

表 4：公司收入和毛利预测

| 业务 | 科目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------|--------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 粮食产业链 | 收入（百万） | 9245 | 5218 | 5955 | 12920 | 16760 |
| | yoy | | -43.56% | 14.12% | 116.96% | 29.72% |
| | 毛利（百万） | 591.25 | 626.10 | 578.25 | 788.00 | 888.00 |
| | 毛利率 | 6.40% | 12.00% | 9.71% | 6.10% | 5.30% |
| 象屿小贷 | 收入（百万） | 534.61 | 507.1 | 525.00 | 600.00 | 650.00 |
| | yoy | | -5.15% | 3.53% | 14.29% | 8.33% |
| | 毛利（百万） | 223.3 | 225.77 | 225.75 | 258.00 | 279.50 |
| | 毛利率 | 41.77% | 44.52% | 43.00% | 43.00% | 43.00% |
| 园区运营 | 收入（百万） | 216.93 | 246.83 | 250.00 | 275.00 | 300.00 |
| | yoy | | 13.78% | 1.28% | 10.00% | 9.09% |
| | 毛利（百万） | 106.36 | 108.64 | 112.50 | 123.75 | 135.00 |
| | 毛利率 | 49.03% | 44.01% | 45% | 45% | 45% |
| 大宗供应链 | 收入（百万） | 49926.77 | 113094.92 | 197500.00 | 246875.00 | 308593.75 |
| | yoy | | 126.52% | 74.63% | 25.00% | 25.00% |
| | 毛利（百万） | 1363.22 | 3083.24 | 4345.00 | 5554.69 | 7097.66 |
| | 毛利率 | 2.73% | 2.73% | 2.20% | 2.25% | 2.30% |
| 合计 | 收入（百万） | 59923.31 | 119066.85 | 204230 | 260670 | 326304 |
| | yoy | | 98.70% | 71.53% | 27.64% | 25.18% |
| | 毛利（百万） | 2284.13 | 4043.75 | 5261.50 | 6724.44 | 8400.16 |
| | 毛利率 | 3.81% | 3.40% | 2.58% | 2.58% | 2.57% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：公司主要财务指标

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 59,923.31 | 119,066.86 | 204,230.01 | 260,670.01 | 326,303.77 |
| 增长率(%) | 23.85 | 98.70 | 71.53 | 27.64 | 25.18 |
| EBITDA（百万元） | 1,409.92 | 1,402.97 | 2,369.67 | 3,341.03 | 4,344.76 |
| 净利润（百万元） | 288.85 | 426.44 | 693.06 | 975.36 | 1,268.11 |
| 增长率(%) | 1.89 | 47.63 | 62.52 | 40.73 | 30.01 |
| EPS（元/股） | 0.20 | 0.29 | 0.48 | 0.67 | 0.87 |
| 市盈率（P/E） | 39.82 | 26.97 | 16.60 | 11.79 | 9.07 |
| 市净率（P/B） | 1.91 | 1.72 | 1.28 | 1.17 | 1.05 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为，公司资产稀缺质地优良，市净率仅 1.05 倍（对应 17 年配股后的净资产），处于价值洼地，公司物流短板完善及东北粮食供应链业务放量将推动业绩持续高增长。我们预计 2017-2019 年，公司实现归母净利润 6.93/9.75/12.68 亿元，同增 62.52%/40.73%/30.01%，对应 EPS 为 0.48/0.67/0.87 元，给予 18 年 20 倍估值，目标价 13.4 元！

4.2. 为何可以给到公司 20 倍以上估值？

1、国内横向比较来看

从主要的供应链管理和物流企业的估值来看，17-18 年的平均估值在 26 倍和 21 倍，而象

屿股份的估值分别不到 17 倍和不到 12 倍，均处于板块最低水平。

表 6：主要供应链物流企业的估值（PE）比较

| | 2017E | 2018E | 2019E |
|------|-------|-------|-------|
| 怡亚通 | 20.84 | 17.43 | 12.61 |
| 普路通 | 29.28 | 19.56 | 16.41 |
| 畅联股份 | 31.88 | 29.14 | 27.33 |
| 瑞茂通 | 14.12 | 11.85 | 9.81 |
| 铁龙物流 | 30.34 | 27.20 | 23.68 |
| 新宁物流 | 36.04 | 23.95 | 15.09 |
| 华贸物流 | 21.08 | 17.13 | 14.71 |
| 平均 | 26.23 | 20.89 | 17.09 |
| 象屿股份 | 16.6 | 11.79 | 9.07 |

资料来源：wind，天风证券研究所

从 ROE 比较来看，轻资产的纯供应链管理企业的 ROE 普遍较高，重资产的物流企业的 ROE 普遍较低。公司 2014 年以来属于资产的快速扩张期，故而 ROE 持续走低，预计 2017 年公司平均 ROE 约 7%（考虑了配股的摊薄），开始回升，随着公司资产布局和业务格局完善带来的利润释放，以及象屿农产业绩触底反转，公司 2018-2019 的净利润将持续高速增长，并带动公司 ROE 持续走高，我们预计 2018-2019 年公司 ROE 有望达到 8.5%和 10%以上。

表 7：主要供应链物流企业的 ROE（平均）比较

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017Q3 |
|------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 怡亚通 | 9.64% | 10.69% | 11.99% | 9.85% | 8.44% |
| 普路通 | 17.95% | 30.48% | 24.10% | 17.32% | 11.89% |
| 畅联股份 | 29.12% | 24.94% | 19.68% | 16.27% | 10.02% |
| 瑞茂通 | 31.51% | 25.74% | 13.60% | 12.13% | 7.40% |
| 铁龙物流 | 10.02% | 7.57% | 5.89% | 4.89% | 5.44% |
| 新宁物流 | 1.47% | 1.90% | -14.54% | 4.89% | 5.24% |
| 华贸物流 | 6.42% | 8.69% | 9.89% | 8.87% | 5.98% |
| 平均 | 15.16% | 15.72% | 10.09% | 10.60% | 7.77% |
| 象屿股份 | 14.43% | 10.16% | 5.89% | 6.70% | 6.31% |

资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为，公司所搭建的“供应链管理+物流”的商业模式相较于单纯的供应链管理企业和物流企业更优。因此，我们认为，公司的估值至少也应该在 20 倍以上。

2、对标国际大粮商

对标国际四大粮商：邦吉、嘉吉、路易达孚和 ADM；已经上市的 ADM 和邦吉的历史平均估值在 17 倍以上。ROE 方面，象屿股份的 ROE 高于邦吉，略低于 ADM，但象屿股份 ROE 处于提升期，且公司处于快速成长期，而邦吉和 ADM 近年来已经明显增长乏力，不具备成长性。因此，我们认为，象屿股份的估值理应高于邦吉和 ADM，估值应不低于 20 倍。

图 36: ADM 估值分析



资料来源: wind 天风证券研究所

图 37: 邦吉估值分析



资料来源: wind 天风证券研究所

表 8: 象屿股份与 ADM 和邦吉的 ROE (平均) 比较

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E |
|------|--------|--------|--------|--------|-------|
| ADM | 7.04% | 11.32% | 9.87% | 7.29% | 8.99% |
| 邦吉 | 2.95% | 5.63% | 10.63% | 10.97% | 2.21% |
| 平均 | 5.00% | 8.48% | 10.25% | 9.13% | 5.60% |
| 象屿股份 | 14.43% | 10.16% | 5.89% | 6.70% | 7.00% |

资料来源: wind, 天风证券研究所

3、成长性指标来看: 公司 PEG 不足 0.5!

以 2017 年业绩为基准, 预计未来两年公司符合增速约 35%, 公司对应 2017 年业绩 PE 约 17 倍, PEG 不足 0.5!

4.3. 风险提示

1、大宗商品价格剧烈波动; 2、业务整合风险; 3、经营风险。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| 货币资金 | 2,171.02 | 2,228.50 | 6,126.90 | 7,820.10 | 9,789.11 |
| 应收账款 | 3,195.80 | 4,626.98 | 11,824.88 | 13,518.04 | 22,737.94 |
| 预付账款 | 5,045.72 | 4,947.13 | 11,633.58 | 11,644.76 | 18,379.47 |
| 存货 | 5,651.61 | 10,011.66 | 22,044.37 | 22,043.40 | 36,238.93 |
| 其他 | 2,475.40 | 1,567.12 | 2,127.68 | 1,966.26 | 2,494.12 |
| 流动资产合计 | 18,539.56 | 23,381.39 | 53,757.42 | 56,992.56 | 89,639.56 |
| 长期股权投资 | 837.37 | 1,184.94 | 1,784.94 | 1,784.94 | 1,784.94 |
| 固定资产 | 3,400.33 | 4,882.28 | 6,374.98 | 7,742.08 | 9,038.83 |
| 在建工程 | 555.39 | 525.57 | 375.34 | 315.20 | 339.12 |
| 无形资产 | 956.94 | 1,046.04 | 1,020.76 | 995.48 | 970.20 |
| 其他 | 1,808.46 | 2,889.51 | 2,346.43 | 2,562.28 | 2,591.01 |
| 非流动资产合计 | 7,558.49 | 10,528.34 | 11,902.45 | 13,399.99 | 14,724.09 |
| 资产总计 | 26,098.04 | 33,909.74 | 65,659.87 | 70,392.55 | 104,363.65 |
| 短期借款 | 8,478.95 | 7,118.73 | 16,142.83 | 17,485.77 | 27,187.05 |
| 应付账款 | 3,166.77 | 5,739.10 | 14,820.98 | 16,569.52 | 26,347.47 |
| 其他 | 4,967.58 | 8,629.12 | 17,497.46 | 17,638.60 | 28,332.22 |
| 流动负债合计 | 16,613.30 | 21,486.96 | 48,461.27 | 51,693.88 | 81,866.73 |
| 长期借款 | 165.00 | 720.17 | 3,151.20 | 3,166.39 | 5,174.65 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 326.64 | 702.27 | 359.45 | 462.79 | 508.17 |
| 非流动负债合计 | 491.64 | 1,422.44 | 3,510.65 | 3,629.17 | 5,682.82 |
| 负债合计 | 17,104.93 | 22,909.40 | 51,971.92 | 55,323.06 | 87,549.55 |
| 少数股东权益 | 2,956.05 | 4,310.64 | 4,683.82 | 5,209.02 | 5,891.84 |
| 股本 | 1,170.78 | 1,170.78 | 1,457.74 | 1,457.74 | 1,457.74 |
| 资本公积 | 3,506.71 | 3,675.81 | 5,126.93 | 5,126.93 | 5,126.93 |
| 留存收益 | 4,888.15 | 5,465.63 | 7,546.38 | 8,402.73 | 9,464.52 |
| 其他 | (3,528.57) | (3,622.51) | (5,126.93) | (5,126.93) | (5,126.93) |
| 股东权益合计 | 8,993.11 | 11,000.34 | 13,687.95 | 15,069.49 | 16,814.11 |
| 负债和股东权益总计 | 26,098.04 | 33,909.74 | 65,659.87 | 70,392.55 | 104,363.65 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 462.41 | 673.14 | 693.06 | 975.36 | 1,268.11 |
| 折旧摊销 | 135.46 | 270.12 | 282.81 | 368.32 | 454.62 |
| 财务费用 | 604.57 | 494.15 | 835.05 | 1,167.28 | 1,487.94 |
| 投资损失 | (567.50) | 128.98 | (197.97) | (400.00) | (631.00) |
| 营运资金变动 | (462.20) | 2,437.80 | (8,646.48) | 385.97 | (10,183.82) |
| 其它 | 2,750.03 | (1,782.64) | 373.19 | 525.19 | 682.83 |
| 经营活动现金流 | 2,922.77 | 2,221.55 | (6,660.34) | 3,022.11 | (6,921.32) |
| 资本支出 | 2,859.38 | 1,777.34 | 2,542.82 | 1,546.66 | 1,704.62 |
| 长期投资 | 61.14 | 347.57 | 600.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (5,172.73) | (5,719.70) | (4,739.20) | (2,951.54) | (2,855.58) |
| 投资活动现金流 | (2,252.21) | (3,594.79) | (1,596.38) | (1,404.87) | (1,150.97) |
| 债权融资 | 8,653.95 | 7,983.73 | 19,369.31 | 20,728.86 | 32,460.63 |
| 股权融资 | 1,210.11 | (365.82) | 861.34 | (1,152.97) | (1,469.85) |
| 其他 | (9,267.67) | (6,060.73) | (8,075.52) | (19,499.93) | (20,949.48) |
| 筹资活动现金流 | 596.39 | 1,557.18 | 12,155.13 | 75.96 | 10,041.30 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,266.95 | 183.94 | 3,898.40 | 1,693.20 | 1,969.01 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 59,923.31 | 119,066.86 | 204,230.01 | 260,670.01 | 326,303.77 |
| 营业成本 | 57,639.18 | 115,023.10 | 198,968.51 | 253,945.58 | 317,903.61 |
| 营业税金及附加 | 53.07 | 127.65 | 206.42 | 257.93 | 334.17 |
| 营业费用 | 987.14 | 1,499.21 | 2,091.32 | 2,606.70 | 3,263.04 |
| 管理费用 | 287.32 | 348.00 | 524.87 | 662.10 | 828.81 |
| 财务费用 | 769.70 | 638.44 | 835.05 | 1,167.28 | 1,487.94 |
| 资产减值损失 | 165.85 | 472.88 | 550.00 | 625.00 | 715.00 |
| 公允价值变动收益 | (75.67) | (324.51) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 567.50 | (128.98) | 197.97 | 400.00 | 631.00 |
| 其他 | (983.66) | 906.98 | (395.94) | (800.00) | (1,262.00) |
| 营业利润 | 512.88 | 504.08 | 1,251.81 | 1,805.43 | 2,402.20 |
| 营业外收入 | 79.43 | 320.51 | 110.00 | 130.00 | 150.00 |
| 营业外支出 | 6.67 | 18.25 | 29.00 | 36.00 | 51.00 |
| 利润总额 | 585.64 | 806.34 | 1,332.81 | 1,899.43 | 2,501.20 |
| 所得税 | 123.23 | 133.20 | 266.56 | 398.88 | 550.26 |
| 净利润 | 462.41 | 673.14 | 1,066.25 | 1,500.55 | 1,950.94 |
| 少数股东损益 | 173.55 | 246.69 | 373.19 | 525.19 | 682.83 |
| 归属于母公司净利润 | 288.85 | 426.44 | 693.06 | 975.36 | 1,268.11 |
| 每股收益(元) | 0.20 | 0.29 | 0.48 | 0.67 | 0.87 |

| 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 23.85% | 98.70% | 71.53% | 27.64% | 25.18% |
| 营业利润 | 22.24% | -1.72% | 148.34% | 44.23% | 33.05% |
| 归属于母公司净利润 | 1.89% | 47.63% | 62.52% | 40.73% | 30.01% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 3.81% | 3.40% | 2.58% | 2.58% | 2.57% |
| 净利率 | 0.48% | 0.36% | 0.34% | 0.37% | 0.39% |
| ROE | 4.78% | 6.37% | 7.70% | 9.89% | 11.61% |
| ROIC | 9.39% | 6.98% | 12.04% | 9.55% | 11.94% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 65.54% | 67.56% | 79.15% | 78.59% | 83.89% |
| 净负债率 | 82.10% | 57.09% | 92.76% | 175.69% | 159.24% |
| 流动比率 | 1.12 | 1.09 | 1.11 | 1.10 | 1.09 |
| 速动比率 | 0.78 | 0.62 | 0.65 | 0.68 | 0.65 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 19.17 | 30.44 | 24.83 | 20.57 | 18.00 |
| 存货周转率 | 13.04 | 15.20 | 12.74 | 11.83 | 11.20 |
| 总资产周转率 | 2.56 | 3.97 | 4.10 | 3.83 | 3.73 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.20 | 0.29 | 0.48 | 0.67 | 0.87 |
| 每股经营现金流 | 2.01 | 1.52 | -4.57 | 2.07 | -4.75 |
| 每股净资产 | 4.14 | 4.59 | 6.18 | 6.76 | 7.49 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 39.82 | 26.97 | 16.60 | 11.79 | 9.07 |
| 市净率 | 1.91 | 1.72 | 1.28 | 1.17 | 1.05 |
| EV/EBITDA | 16.24 | 14.71 | 11.43 | 8.10 | 8.63 |
| EV/EBIT | 17.86 | 18.06 | 12.98 | 9.10 | 9.63 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518017 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-23913441 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |