



Research and  
Development Center

# 量增利稳，顺周期下龙头攻守兼备

## ——大宗供应链行业深度

物流

2024年10月20日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

物流

投资评级 看好

上次评级 看好

匡培钦 交通运输行业首席分析师

执业编号: S1500524070004

邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编: 100031

# 大宗供应链行业深度：量增利稳，顺周期下龙头攻守兼备

2024年10月20日

## 本期内容提要：

- **大宗供应链模式规避价格波动风险，行业利润主要源自服务收益。**大宗商品是工业生产和日常生活的基础，用途广泛、交易量庞大，价格会受到多重因素影响出现较大变动。随着行业发展，大宗商品交易逐渐从传统贸易模式转变为供应链管理模式，衍生出大宗供应链企业；企业服务范围覆盖物流、融资、仓储等多个环节，帮助客户管理从采购、库存到销售、运输、资金等全过程风险。企业利润来源也由此前主要赚取买卖差价逐渐转变为主要赚取提供大宗商品流通服务的服务收益等，行业整体效率提升、风险管控能力加强。
- **行业集中度持续提升，龙头业务规模提升。**
  - 1) 行业集中度：**大宗供应链货品品类众多，包括金属矿产、能源化工、农林牧渔等多种类别，需求庞大。因而国内供应链市场规模也非常巨大，但行业集中度低，头部企业仍有非常大的市占率提升空间。回顾过去大宗供应链市场集中度，大宗供应链企业CR4的市占率已经从2016年的1.21%增至2022年的4.18%，头部效应凸显，市场集中度持续提升。
  - 2) 龙头企业经营：**建发股份、厦门象屿大宗商品经营货量大体保持稳步增长，厦门国贸在2021~2023年货量基本稳定；各公司供应链业务收入年均营收及毛利增速均较高。2024年上半年，建发股份、厦门象屿、厦门国贸大宗商品经营货量分别为1.05、1.01、0.78亿吨，同比分别+9%/-0.6%/-30.9%。业绩方面，龙头企业的供应链业务营收在2016~2023年年均增速均在20%以上，收入保持快速增长；毛利年均增速均在9%以上，盈利也有稳定提升。
- **期货套保对冲，大宗供应链单吨利润稳健。**
  - 1) 大宗商品价格波动，期货套保对冲影响。**大宗供应链企业经营受到价格波动影响，业务可结合期货套保工具对冲价差影响。供应链企业通过期货套期保值等手段后，利润与大宗商品价格指数关联性减弱，业绩受价格影响的程度降低。
  - 2) 服务链条延伸，单位货量利润中长期或有上行趋势。**建发股份、厦门象屿及厦门国贸等龙头企业积极拓展品类货种，延伸上下游供应链，提升货量稳定客源，保证业务盈利稳定性。单吨毛利看，厦门象屿整体大宗商品单吨毛利较稳健，金属矿产类商品单吨毛利基本能保持在40元/吨左右。厦门国贸的金属矿产类商品单吨毛利稳定增长，24H1达到37.4元/吨，能源化工类商品单吨毛利稳健，24H1回升至48.9元/吨，超过以往水平。
  - 3) 2023年影响已结束，结构性调整单吨利润或上行。**2023年工业景气度较低，大宗商品市场需求放缓，价格较明显下降，客商企业经营活

跃度降低，商品货物、货币资金等周转放缓。大宗供应链企业一方面信用风险加大、风控要求提升，另一方面为保障业务长期稳定性、主动让利客户，企业应收账款及存货周转率均有较明显下降。此外，大宗供应链服务商保存的部分风险敞口也受到大宗商品价格下行影响，盈利下滑较多。**后续看**，我们认为经济景气度或已接近底部，政策端也有诸多利好提振行业需求，大宗商品市场有望迎来周期上行拐点。同时，大宗供应链企业主动收窄风险敞口、调整货种结构、提升风控要求，严控信用风险。多重因素叠加，企业商品单吨毛利有望回升。

- **利润触底估值低位，高股息有望带来较高投资价值。**2023年供应链企业的供应链业务营收同比下降较多，2024年上半年仍有同比下降；但业务毛利同比增速已有回正，业绩有望触底。对比此前供应链企业的单吨毛利情况，厦门象屿主要货种的单吨毛利稳健，厦门国贸主要货种的单吨毛利增加或回升明显，整体单位利润都较为稳健，业绩回升可期。估值及分红来看，当前大宗供应链企业的估值水平不高，PE及PB历史估值分位均处较低位置，具备较大估值修复空间。从分红情况看，假设建发股份、厦门象屿、厦门国贸仍能维持此前分红比例水平，对应股息率分别能达到5.0%、6.8%、6.0%，具备一定投资价值。
- **投资评级：**看好
- **风险因素：**宏观经济不及预期风险；大宗商品价格波动风险；客商信用风险；国际业务拓展风险；行业竞争加剧风险；分红比例不及预期。

## 目 录

1 大宗供应链模式规避价格风险，行业利润主要源自服务收益.....	6
1.1 大宗商品交易需求庞大，交易模式逐渐转为供应链模式.....	6
1.2 大宗供应链企业：整合上下游供需，盈利主要来源于服务收益.....	6
2 行业集中度持续提升，龙头业务规模提升.....	9
2.1 大宗供应链货品品类广泛.....	9
2.2 行业集中度较低，龙头市占率持续提升.....	12
2.3 龙头业务量稳步增长.....	14
3 期货套保对冲，大宗供应链单吨利润稳健.....	16
3.1 大宗商品价格波动，期货套保对冲影响.....	16
3.2 服务链条延伸，单位货量利润中长期或有上行趋势.....	18
3.3 2023 年影响已结束，结构性调整单吨利润或上行.....	24
4 利润触底估值低位，高股息有望带来较高投资价值.....	26
4.1 业务量及单位利润稳健，业绩有望触底.....	26
4.2 分红比例相对较高，股息率具备较高投资价值.....	26
5 风险因素.....	28

## 表 目 录

表 1： 大宗商品交易逐步从传统贸易模式转变为大宗供应链管理.....	6
表 2： 大宗供应链企业盈利结构.....	7
表 3： 供应链服务商和传统贸易商风险对比.....	8
表 4： 大宗商品主要货种品类.....	9
表 5： 大宗供应链服务商采购供应业务的经营模式.....	16
表 6： 大宗供应链企业通过期货套期保值工具进行风险管理.....	17
表 7： 建发股份主要在七大领域发力供应链运营业务.....	18
表 8： 24H1 厦门象屿制造业客户服务量占比整体稳定在 60%以上.....	19
表 9： 厦门象屿物流资源及能力（截至 24H1）.....	20
表 10： 大宗供应链企业盈利预测及估值汇总（截至 2024/10/17）.....	26
表 11： 大宗供应链企业历史估值分位（2013 年初至今）.....	26
表 12： 建发股份历史分红数据以及 2024 年分红测算.....	27
表 13： 厦门象屿历史分红数据以及 2024 年分红测算.....	27
表 14： 厦门国贸历史分红数据以及 2024 年分红测算.....	27

## 图 目 录

图 1： 大宗供应链服务过程.....	7
图 2： 2016-2023 年国内铁矿石年进口量保持在 10 亿吨以上.....	10
图 3： 近十年国内焦炭平均表观消费量在 4.5 亿吨左右.....	10
图 4： 2020 年起国内钢材年度表观消费量超过 12 亿吨.....	10
图 5： 2023 年国内不锈钢粗钢表观消费量超过 3000 万吨.....	10
图 6： 近十年国内煤炭消费量基本在 40 亿吨左右.....	10
图 7： 国内原油消费量稳定增加，2021 年起超过 7 亿吨.....	10
图 8： 2017 年起国内玉米消费量超过 2 亿吨.....	11
图 9： 国内大豆消费量基本稳定在 1 亿吨左右.....	11
图 10： 2023 年国内小麦消费量近 1.5 亿吨.....	11
图 11： 2020 年起国内纸浆消费量超过 1 亿吨.....	11
图 12： 大宗供应链市场规模及 CR4 市占率情况.....	12

图 13: 2023 年厦门象屿的黑色金属、不锈钢、铝、动力煤期现毛利占比居前.....	12
图 14: 2023 年厦门象屿在不锈钢、铝、黑色金属供应链市占率较高.....	12
图 15: 2023 年厦门国贸在金属及矿山的期现毛利占比超一半.....	13
图 16: 2023 年厦门国贸金属及矿产货量最多.....	13
图 17: 2022 年建发股份多个核心品类货量保持快速增长.....	13
图 18: 2021 年建发股份冶金原材料及农林产品收入占供应链运营业务收入 85%以上.....	13
图 19: 厦门象屿大宗商品货量整体稳步增加.....	14
图 20: 2021~2023 年厦门国贸大宗商品货量整体较稳定.....	14
图 21: 2022 年, 龙头供应链业务收入均在 5000 亿以上.....	14
图 22: 供应链业务毛利率水平较低, 各公司毛利率有所回升.....	14
图 23: 龙头供应链业务收入年均增速均在 20%以上.....	15
图 24: 龙头供应链业务毛利年均增速均在 9%以上.....	15
图 25: 大宗商品价格指数波动较大.....	17
图 26: 大宗供应链企业归母净利与价格指数的关联性减弱.....	17
图 27: 厦门象屿国际化业务区域布局情况.....	20
图 28: 2023 年前厦门象屿整体大宗商品单吨毛利较为稳健.....	21
图 29: 厦门象屿金属矿产类商品单吨毛利稳健.....	21
图 30: 厦门象屿能源化工类商品单吨毛利有一定下降.....	21
图 31: 厦门象屿农产品类商品在 2023 年盈利受到较大冲击.....	21
图 32: 厦门国贸供应链综合服务平台.....	22
图 33: 2023 年厦门国贸国内物流布局情况.....	22
图 34: 2023 年厦门国贸海外物流布局情况.....	23
图 35: 厦门国贸金属矿产类商品单吨毛利稳定增长.....	23
图 36: 24H1 厦门象屿能源化工类商品单吨毛利同比+81%.....	23
图 37: 厦门国贸农林牧渔类商品 24H1 单吨毛利已有明显回升.....	24
图 38: 厦门国贸金属矿产类商品期现毛利占比最高.....	24
图 39: 2023 年规模以上工业增加值当月同比增速较低.....	24
图 40: 2023 年制造业 PMI 大多处于景气度 50 以下.....	24
图 41: 2022 年下半年至 2023 年上半年期间, 大宗商品价格指数出现较明显下降.....	24
图 42: 大宗供应链企业应收账款周转率下降.....	25
图 43: 大宗供应链企业存货周转率下降.....	25
图 44: 大宗供应链企业供应链业务营收同比增速拐点出现.....	26
图 45: 大宗供应链企业供应链业务毛利同比增速回正.....	26

# 1 大宗供应链模式规避价格风险，行业利润主要源自服务收益

## 1.1 大宗商品交易需求庞大，交易模式逐渐转为供应链模式

大宗商品交易模式逐渐由传统贸易模式转变为供应链管理，风险管控能力提升。大宗商品是全球经济的重要组成部分，具有商品属性，可进入流通领域大批量买卖，主要货种包括金属矿产、能源化工、农林产品等，广泛应用于工农业生产、建筑施工及消费等众多领域。作为工业生产和日常生活的基础，大宗商品的交易量通常非常庞大，价格也会受到市场供需关系、政策调控、季节性因素等影响而出现较大变动。

最初大宗商品交易主要集中在现货市场，交易双方通过市场供需情况进行买卖，价格由市场供需决定，贸易商通过低买高卖的形式赚取差价，利润获取依赖于自身对市场行情的判断和库存管理，风险管控能力较低，受市场波动影响大。

随着金融市场的发展以及对大宗商品风险管控要求的提升，且大宗商品自身也具备同质化、交易性强的特点，大宗商品交易开始进入期货市场。期货合约的引进使得大宗商品交易双方能够实现未来交易价格锁定，从而规避未来可能的价格波动风险，大宗商品市场风险管理有了新型工具。

此后，市场交易逐渐从现货市场转变至期货结合市场，行业生态更加复杂，并逐渐转为对大宗商品供应链的管理。大宗供应链公司开始提供更加全面的服务，范围覆盖物流、融资、仓储等多个环节，帮助客户管理从采购、库存到销售、运输、资金等全过程风险，大宗商品市场交易效率及风险管控能力逐渐提升。

**表1：大宗商品交易逐步从传统贸易模式转变为大宗供应链管理**

阶段	具体形式
现货贸易时代	大宗商品交易价格由现货市场的市场供需关系决定，价格波动较大，市场风险较高；贸易商通过低买高卖赚取差价，贸易模式包括代理、直销和经销等多种模式
期现结合贸易时代	在期货市场和现货市场建立相反头寸，锁定价格收益，对冲现货市场可能的价格风险
供应链管理时代	供应链是以客户需求为导向，以提高质量和效率为目标，以整合资源为手段，实现产品设计、采购、生产、销售、服务等全过程高效协同的组织形态。供应链管理是将单一分散的需求进行集成整合，通过对物流、信息流、商流、资金流的高效率操作，将供应商、制造商、分销商、零售商直到最终用户等供应链上的各个节点连成一个整体的模式，使供应链的运作达到高效率、低成本的最优化状态。

资料来源：信达证券研发中心

## 1.2 大宗供应链企业：整合上下游供需，盈利主要来源于服务收益

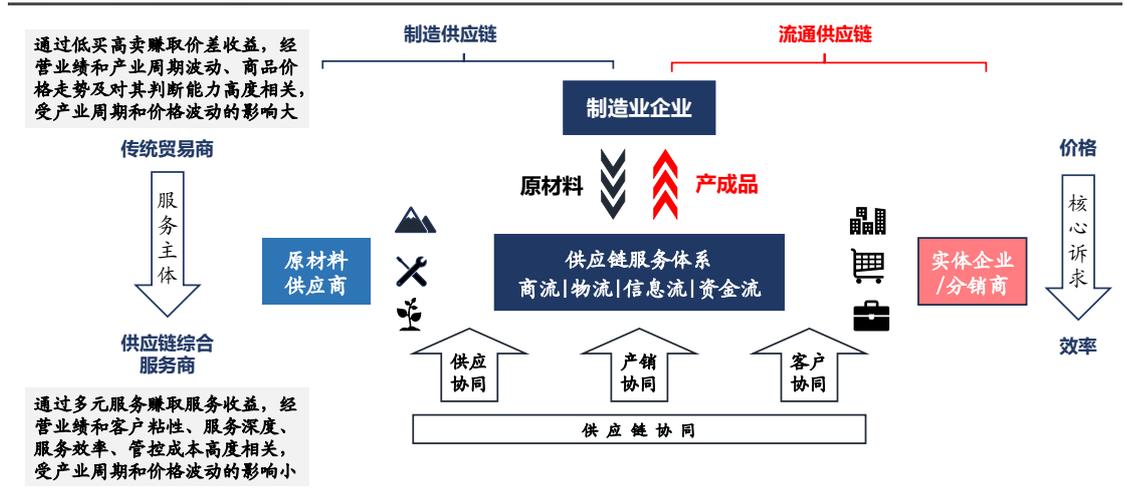
赚取价差的贸易模式难以继续，企业逐步转型为大宗商品供应链全过程服务商。由于大宗商品存在流通性强、应用面广、交易量庞大等特点，其价格波动具备较强周期性。随着大宗商品行业需求量迅速攀升，采购方对价格风险管控要求日益增加。过去以往的商品买卖模式，利润空间较大程度受到大宗商品价格影响，周期性相对较强，且竞争壁垒较低、行业同质化竞争激烈，利润进一步被挤压。

通过信息不对称赚取行情价差的传统贸易模式难以维系，大宗商品贸易企业逐渐转型为供应链全过程服务商，上下延伸服务链条、协调统一物流、商流、信息流和资金流运作，提供商品流通综合服务，实现业务高效率低成本。

针对上游端，大宗供应链服务商可提供资源整合、物流规划、库存管理、风险控制、成本优化等多方面服务，降低客户的运营成本；同时，公司还可以集合下游分散需求向上游客商集中采购，助力上游生产计划安排及库存管理，提升生产运营效率。

针对下游端，供应链运营服务商一方面能够稳定及时地向下游客户提供价格适宜、质量可靠的原材料和产品，保障货源稳定；另一方面，公司可以通过提供定制化、专业化的供应链服务，帮助下游企业优化采购、生产、销售等经营计划，协助下游客商提高自身资金使用和存货周转效率。

图1：大宗供应链服务过程



资料来源：建发股份公司公告，信达证券研发中心

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

表2：大宗供应链企业盈利结构

盈利点	具体释义	和大宗商品价格的关系	占比
服务收益	依托平台化优势，规模化运作，为客户提供代理采销、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务，赚取服务费（含金融服务收益）。其中，公司通过“屿链通”数字供应链服务平台，升维供应链金融服务模式，在不承担担保责任的前提下，向客户收取稳定的服务费	关联度弱	>70%
交易收益	依托庞大的业务体量，通过集中采购及专业化运营获得成本优势，降低各环节运营成本，贡献交易收益。随着规模优势和专业化优势的进一步提升，交易收益对大宗商品价格波动的敏感度也在降低	关联度弱	<30%
价差收益	依托专业的分析判断，通过研究商品价格变动趋势（时间维度）和区域价格差异（空间维度）进行交易从而获取收益	关联度强	

资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

**表3：供应链服务商和传统贸易商风险对比**

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

资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

## 2 行业集中度持续提升，龙头业务规模提升

### 2.1 大宗供应链货品品类广泛

大宗商品品类广泛，包括金属矿产、能源化工、农林牧渔等多种类别。金属矿产类商品主要包括铁矿石、钢材、冶金炉料（焦煤焦炭等）、有色金属等细分品类，应用于建筑业、制造业、交通运输等众多领域，下游需求广泛。能源化工类主要是煤炭、油品及化工原辅料等，煤炭的国内生产量较大，原油则主要依赖于海外进口。农林牧渔类商品主要有谷物原粮、橡胶纸浆等，主要应用于工农业生产、生活用品制造等。

表4：大宗商品主要货种品类

大宗商品品类	细分品类
金属矿产类	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 铁矿石：国内铁矿石原矿产量高且增长较快，同时对铁矿石的进口依存度也较高，需大量进口铁矿石以满足国内需求。</li> <li>· 冶金炉料：焦煤、焦炭等，作为冶金重要炉料，消费量大；国内在保持一定高产量情况下，仍需进口炉料以满足冶金需求。</li> <li>· 钢材：包括螺纹钢、热轧卷板、冷轧、线材、中厚板、不锈钢等，钢材用途范围广，广泛应用于建筑、汽车、船舶、机械制造、能源、交通、家电等众多领域。</li> <li>· 有色金属：如铜、铝、铅、锌、镍、锡、黄金、白银等，用途广泛，在工业电气、电子器件制造、交通运输等众多领域均有应用。</li> </ul>
能源化工类	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 煤炭：动力煤、焦煤焦炭等。</li> <li>· 油品：原油及成品油、沥青等，国内原油进口量大、对外依存度偏高；原油作为成品油的加工原材料，直接影响到成品油的生产成本及价格。</li> <li>· 化工原辅料：纯碱、烧碱、乙烯、聚烯烃、芳烃、PTA、聚酯等。</li> <li>· 新能源：碳酸锂、锂矿、光伏组件等。</li> </ul>
橡胶类	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 包括天然橡胶和合成橡胶，主要用于轮胎、胶鞋、胶带、胶管等产品的生产。</li> </ul>
农产品	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 谷物粮食：玉米、小麦、稻谷等，用于食用、制作饲料、生物燃料或食品加工等。</li> <li>· 油脂油料：大豆、豆粕、菜粕、油菜籽、棕榈油等，广泛用于食品加工、工业和动物饲料等。</li> </ul>
纸浆类	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 林产品、纸浆、纸张、生活用品等。</li> </ul>
纺织类	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 棉花、棉纱、化学纤维、纱线、面料等。</li> </ul>

资料来源：iFind，厦门象屿、建发股份公司公告，信达证券研发中心

**冶金矿产类大宗商品：**

**1) 铁矿石：**国内铁矿石资源品位相对较低、开采难度大，供给不足，因而对外依存度较高，主要依赖于澳大利亚和巴西等国的进口，2016~2023 年国内铁矿石年进口量都保持在 10 亿吨以上。

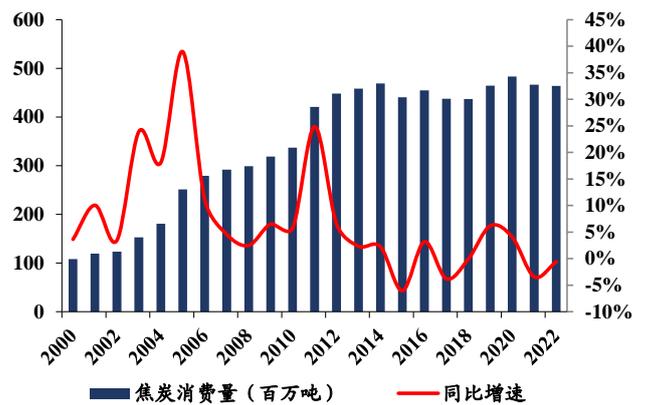
**2) 焦炭：**国内焦炭需求旺盛，自身为最大的焦炭生产国，同时需要一部分进口以满足国内需求；近十年国内焦炭平均表观消费量在 4.5 亿吨左右。

**3) 钢材：**中国是全球最大的钢材生产国，但原料铁矿石的对外依存度较高，相对受限；国内钢材的表观消费量也非常大，2020 年起年度表观消费量均超过 12 亿吨。

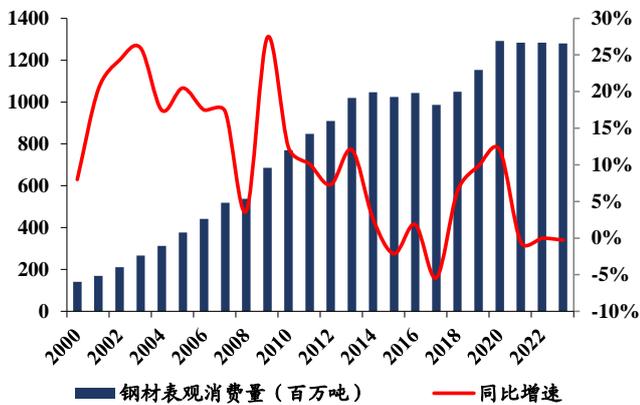
**4) 不锈钢粗钢：**中国是世界上主要的不锈钢生产国，产业规模大，但原材料镍和铬高度依赖于进口，因而不锈钢产业面对国际市场价格波动时，资源保障能力相对较弱。国内不锈钢粗钢的表观消费量也呈现稳步上升趋势，2023 年表观消费量超过 3000 万吨。

**图2：2016~2023 年国内铁矿石年进口量保持在 10 亿吨以上**

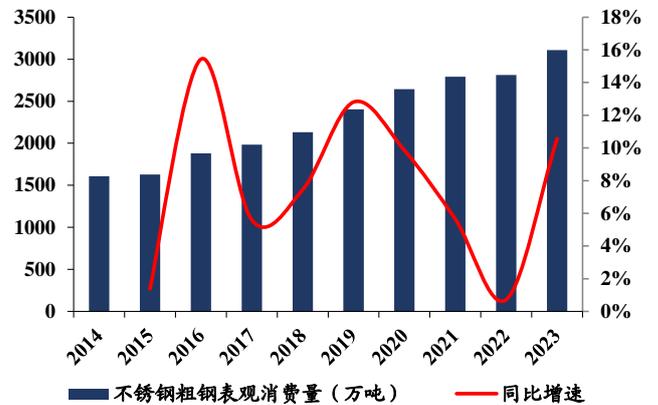

资料来源：iFind，海关总署，信达证券研发中心

**图3：近十年国内焦炭平均表观消费量在 4.5 亿吨左右**


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

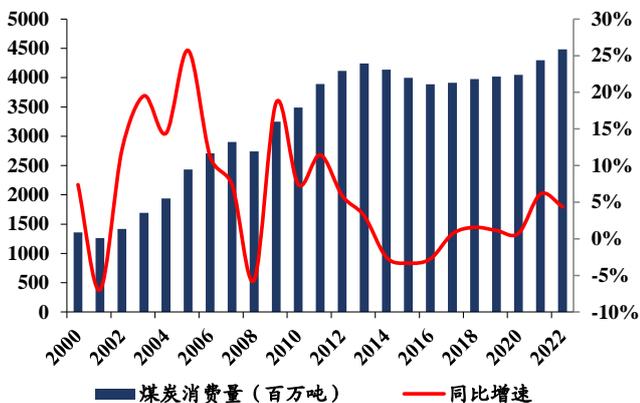
**图4：2020 年起国内钢材年度表观消费量超过 12 亿吨**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

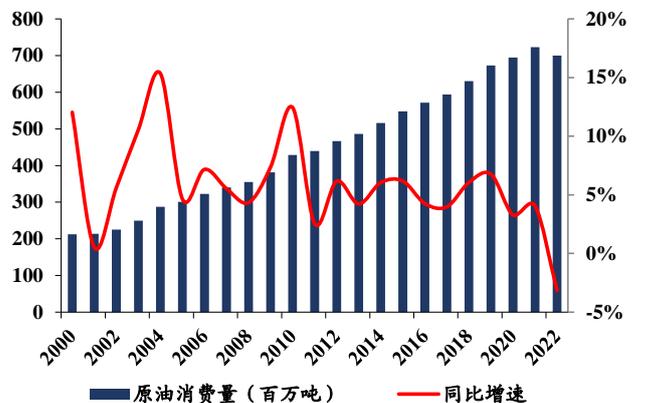
**图5：2023 年国内不锈钢粗钢表观消费量超过 3000 万吨**


资料来源：iFind，中国钢铁工业协会不锈钢分会，信达证券研发中心

**能源化工类商品：**1) **煤炭：**中国是全球最大的煤炭生产国和消费国，国内煤炭消费量大，需求非常旺盛，近十年国内煤炭消费量基本在 40 亿吨左右。2) **原油：**虽然国内原油生产量有所增加，但进口原油仍是满足国内原油需求的主要方式，对外依存度超过 70%。2021 年国内原油消费量达到 7.23 亿吨，需求量较大。

**图6：近十年国内煤炭消费量基本在 40 亿吨左右**


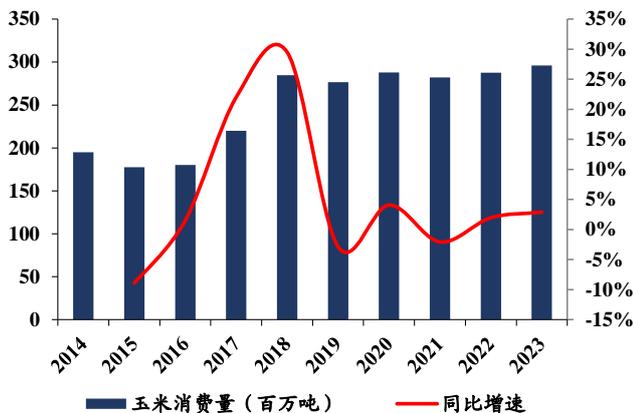
资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

**图7：国内原油消费量稳定增加，2021 年起超过 7 亿吨**


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

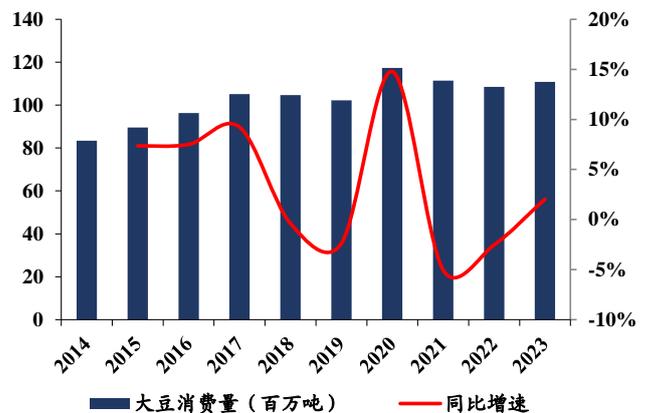
**农产品&轻工制品大宗商品:** 1) **玉米:** 国内玉米的产量及需求量规模都很大,可用于饲料制造、工业需求及直接消费等,用途广泛。2017年起国内玉米消费量超过2亿吨,2023年消费量近3亿吨,消费量稳步增加。2) **大豆:** 中国是全球最大的大豆消费国,产量难以满足自身需求,需要大量进口弥补缺口,主要进口国包括巴西、美国等国家。近几年国内大豆消费量基本保持在1亿吨左右。3) **小麦:** 中国是全球主要的小麦生产国,国内需求大,2023年消费量近1.5亿吨。4) **纸浆:** 中国是纸浆消费大国,产量高需求量大,因而对外依存度也比较高,纸浆消费量基本保持稳定增长。2020年起国内纸浆消费量稳定保持在1亿吨以上。

图8: 2017年起国内玉米消费量超过2亿吨



资料来源: iFind, 中国农业信息网, 信达证券研发中心

图9: 国内大豆消费量基本稳定在1亿吨左右



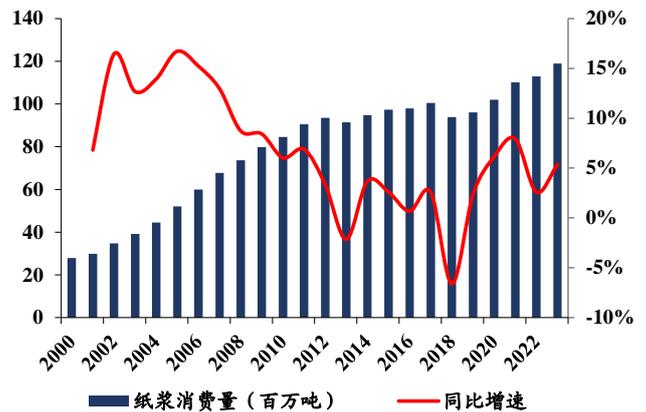
资料来源: iFind, 中国农业信息网, 信达证券研发中心

图10: 2023年国内小麦消费量近1.5亿吨



资料来源: iFind, 中国农业信息网, 信达证券研发中心

图11: 2020年起国内纸浆消费量超过1亿吨



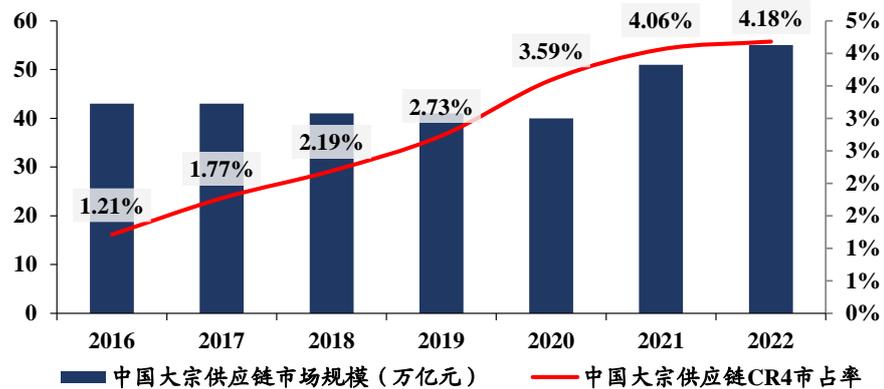
资料来源: iFind, 中国造纸协会, 信达证券研发中心

## 2.2 行业集中度较低，龙头市占率持续提升

国内供应链市场规模巨大，行业集中度低，竞争参与者众多。大宗商品需求量大、流通变现属性强，因而大宗商品供应链市场规模也非常庞大。竞争程度看，行业内参与者众多，集中度仍然较低，头部企业仍有非常大的市占率提升空间。

头部供应链企业积极转型提供综合服务，市占率缓慢提升。随着供应链行业发展成熟，综合性全过程的大宗商品供应服务需求增加；头部供应链企业有望利用其规模效应在采购价格、分销渠道、物流资源、资金成本、风险控制等多方面形成优势，进而赢得更高的市场份额，龙头企业的经营规模和市场占有率具备较强成长性。回顾过去大宗供应链市场集中度，大宗供应链企业 CR4 的市占率已经从 2016 年的 1.21% 增至 2022 年的 4.18%，头部效应凸显，市场集中度持续提升。

图12：大宗供应链市场规模及 CR4 市占率情况



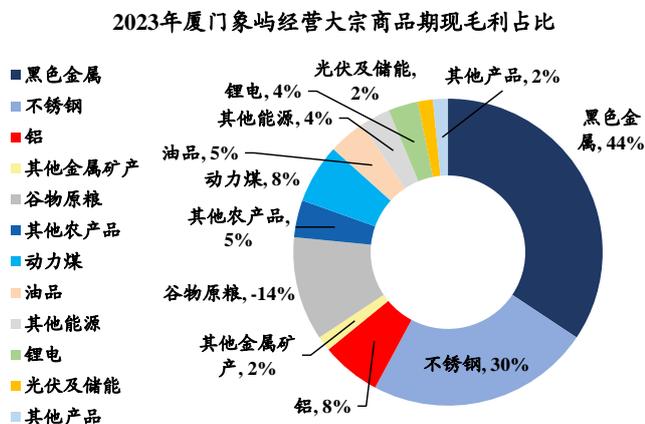
资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

注：大宗商品供应链服务市场规模=大宗工业企业营业收入+大宗商品进口额

CR4 是物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸

厦门象屿：公司目前主要经营金属矿产、农产品、能源化工、新能源等大宗商品，涵盖“黑色金属、铝、不锈钢、新能源、煤炭、油品、谷物原粮”七大核心品类。毛利情况看，2023 年金属矿产中的黑色金属、不锈钢、铝产品等合计贡献了 80% 以上毛利，是公司最主要的利润来源。市占率上，公司主要在不锈钢、铝产品、焦煤、玉米等领域市占率居前，尤其是不锈钢钢材领域，2023 年市占率高达 19.2%。

图13：2023 年厦门象屿的黑色金属、不锈钢、铝、动力煤期现毛利占比居前



资料来源：厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

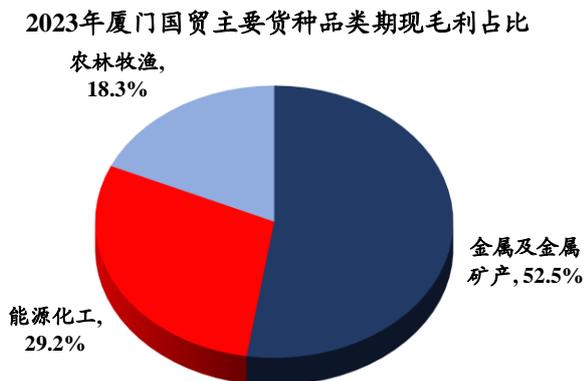
图14：2023 年厦门象屿在不锈钢、铝、黑色金属供应链市占率较高



资料来源：厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

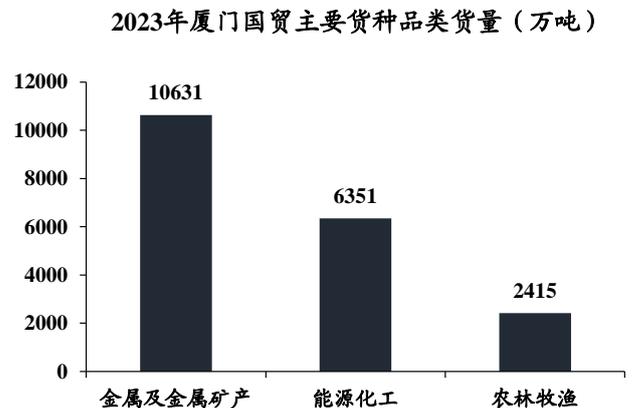
**厦门国贸：**公司目前拥有“冶金、能化、纺织、有色、浆纸、农产、橡胶、新能源”八条成熟产业链。公司主要在铁矿、钢材、煤炭、铜及制品、粮食谷物等方面经营货量较大，行业规模居前。2022年，公司铁矿经营货量超8000万吨，同比增长超20%；2023年钢材经营货量超3500万吨，同比增长超20%；煤炭经营货量超4500万吨，同比增长超30%。

图15：2023年厦门国贸在金属及矿产的期现毛利占比超一半



资料来源：厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

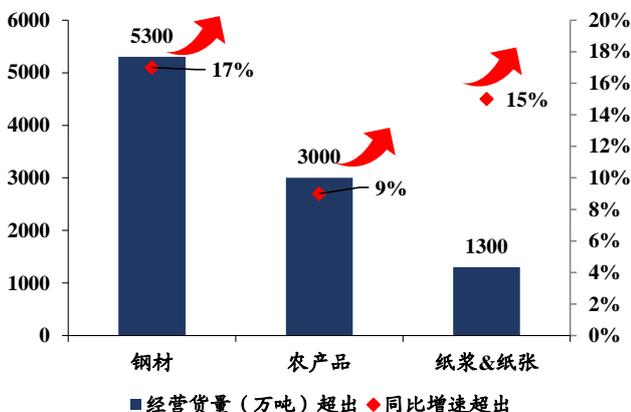
图16：2023年厦门国贸金属及矿产货量最多



资料来源：厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

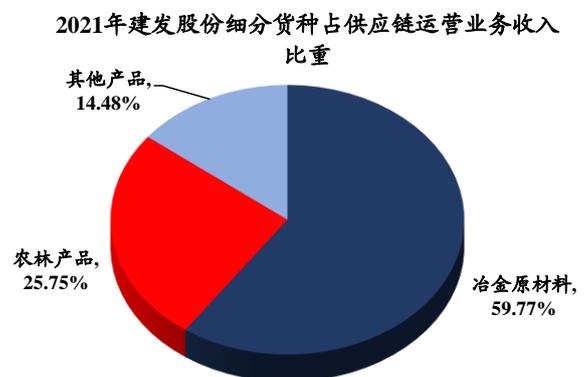
**建发股份：**公司在冶金原材料（黑色、有色金属及矿产品等）、农林产品（农产品、纸浆等）多个核心品类保持行业领先地位。2022年，公司经营黑色、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的经营货量约2亿吨，同比增速近10%。其中：钢材经营货量超5300万吨，同比增长超17%；农产品经营货量超3000万吨，同比增长超9%；纸浆、纸张合计经营货量超1300万吨，同比增长超15%。

图17：2022年建发股份多个核心品类货量保持快速增长



资料来源：建发股份公司公告，信达证券研发中心

图18：2021年建发股份冶金原材料及农林产品收入占供应链运营业务收入85%以上



资料来源：建发股份公司公告，信达证券研发中心

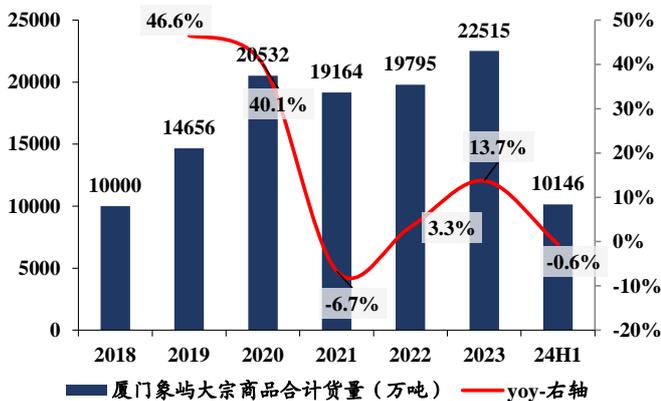
### 2.3 龙头业务量稳步增长

龙头供应链企业大宗商品经营货量稳步增加，供应链业务收入年均营收及毛利增速均较高，毛利率已有回升。

货量情况看，头部大宗供应链企业业务量稳步增长。2024年上半年，建发股份经营的大宗商品货量总计近10500万吨，同比增速近9%，多个核心品类继续保持行业领先地位。其中：钢材经营货量超3300万吨，同比增长超13%；农产品经营货量超2000万吨，同比增长超28%。厦门象屿的大宗商品经营货量基本也保持稳步增加，2023年货量总计超2.2亿吨，同比+13.7%；24H1货量总计10146万吨，同比基本持平。2023年厦门国贸在金属矿产、能源化工、农林牧渔三大主要品类的货量合计值达到1.94亿吨，同比-2.5%。

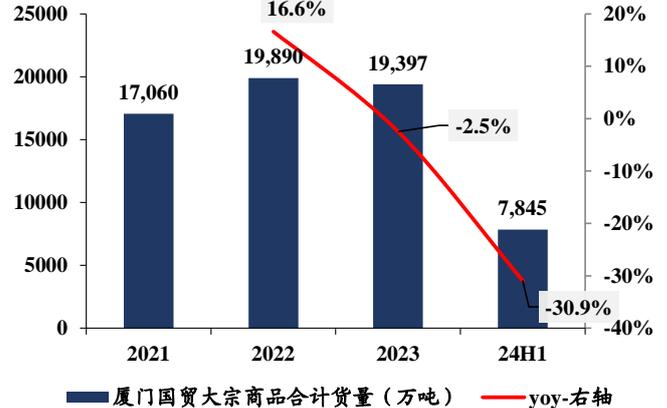
营收情况看，2022年大宗供应链龙头企业的供应链业务收入均在5000亿元以上，营收规模较大。毛利率方面，供应链业务毛利率较低、整体较稳健，2023年受多重不利因素扰动，毛利率有一定下降，24H1已有一定回升，业务盈利改善。从年均增速看，龙头企业的供应链业务营收在2016~2023年年均增速均在20%以上，收入保持快速增长；毛利年均增速均在9%以上，盈利也有稳定提升。

图19：厦门象屿大宗商品货量整体稳步增加



资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

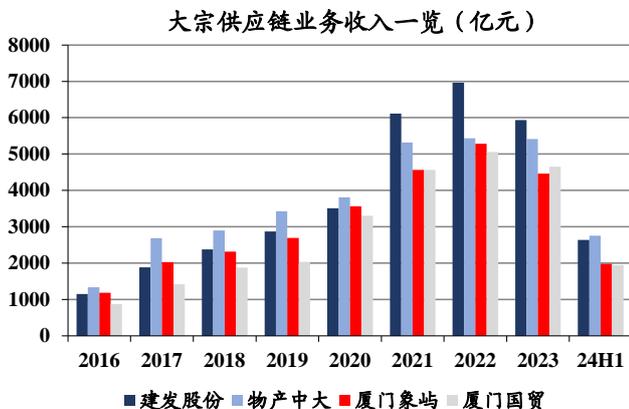
图20：2021~2023年厦门国贸大宗商品货量整体较稳定



资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

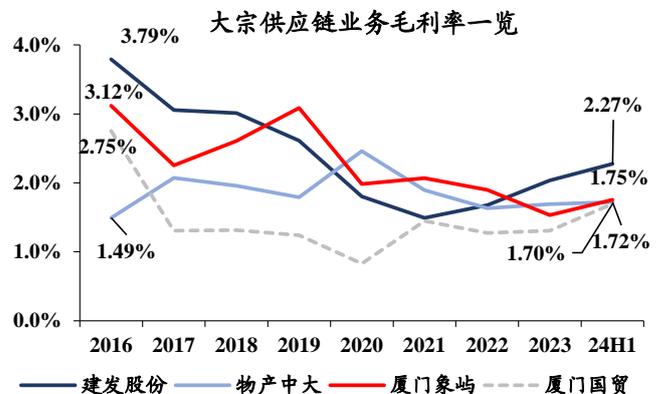
注：此处为厦门国贸披露的金属矿产、能源化工、农林牧渔三大主要品类的货量合计值

图21：2022年，龙头供应链业务收入均在5000亿以上

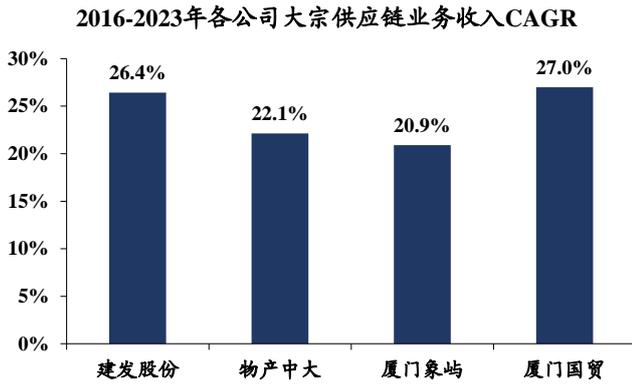


资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

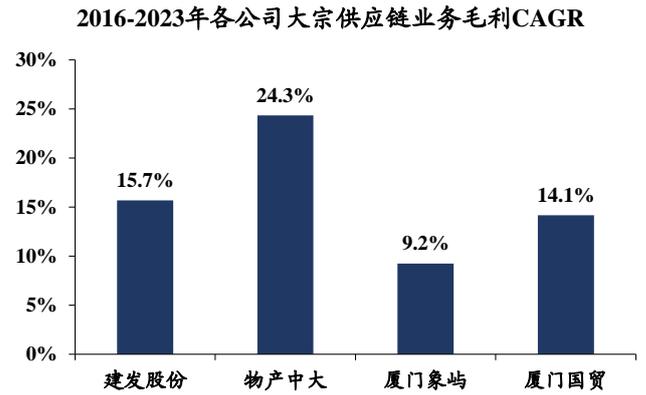
图22：供应链业务毛利率水平较低，各公司毛利率有所回升



资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

**图23：龙头供应链业务收入年均增速均在 20%以上**


资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

**图24：龙头供应链业务毛利年均增速均在 9%以上**


资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

### 3 期货套保对冲，大宗供应链单吨利润稳健

#### 3.1 大宗商品价格波动，期货套保对冲影响

**多种采购供应模式控制风险、保障盈利稳定。**大宗供应链企业进行大宗商品供应采购时有多种经营模式。按上游货源与下游客户是否属可控，采购供应业务可分为代理、自营模式。其中，自营模式还分为分销模式、卖断式采购、买断式采购等。经营模式主要是为了降低时间及价格风险，保障业务量及盈利水平的稳定，盈利主要来自相关服务收入及买卖价差等。

表5：大宗供应链服务商采购供应业务的经营模式

项目	细分类别	具体操作	特点	盈利点
代理模式	代理采购与供应链管理业务	受委托方的委托代为采购或销售某种货物的业务	受托方不承担市场价格波动引起的风险、商品质量风险和供应商信誉风险，只收取一定的代理手续费，具有风险小、盈利稳定的特点	
	长约采购	通过与上游供应厂商签订长期的采购协议，分批定期定价	可保证一定业务采购量不受价格波动的影响，并降低长期的采购平均成本，较大程度保证了业务量和盈利水平的稳定，业务经营过程所面临的主要风险变成客户信誉和商品质量等比较可控的风险	盈利主要来自上游供应厂商为分销商所提供的产品价格优惠(体现在分销商买卖价差利润中)，以及相关的服务收入
分销模式	二次定价	采购协议签订后，供应商按预定的价格将货物发出，在货物抵达目的地或抵达目的地一段时间后，买卖双方根据当时的市场价格按一定的规则确定最终结算价格	买方不用承担货物运输时间内的价格波动风险。只要有较通畅的销售渠道并及时将货物销售出去，就可以将时间和价格风险大幅度降低，并在较大程度上保证业务量和盈利水平的稳定	
	特许经营	上游供应厂商给予分销商在某一区域市场上独家经销其产品的资格	-	
自营模式	卖断式采购	与下游制造企业签订长期销售合同，定期定价为其供应一定量的某产品	-	盈利主要来自长期稳定的货源渠道带来的采购价格优势，以及相关的服务收入
	对锁业务	在向一家下游制造企业销售某产品的同时向上游供应厂商采购同等数量规格品质的同一种产品，两者形成一买一卖相对应的形式	-	
	买断式采购	先与上游供应厂商签订采购合同，持有货物然后等待市场价格上扬后再卖出的业务	以赚取市场价格波动利润为主要目标	盈利主要来自买卖价差利润，通常业务会结合期货套保工具进行操作

资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

**大宗供应链企业经营受到价格波动影响，业务可结合期货套保工具对冲价差影响。**套期保值方式主要是买入和卖出两种套期保值。企业首先需要确定其面临的价格风险类型，是需要对冲商品价格上涨的风险，还是需要对冲商品价格下跌的风险；再根据需要对冲的商品类型，选择相应的期货合约。

公司主要使用商品期货合约对部分存货及尚未确认的确定采购、销售承诺进行套期，以此来规避相关的价格波动风险。根据现货商品持有总量，公司按照一定比例调整期货合约持仓量，买入或卖出相应的期货合约对冲公司现货业务端存在的敞口风险。

公司签订远期销售合同后，如预期远期价格上涨，则先在期货市场上买入等同的商品期货合约，规避价格上涨风险；若买入现货后，远期现货价格可能走低，则在期货市场卖出同等商品期货合约，保有利润。

**表6：大宗供应链企业通过期货套期保值工具进行风险管理**

被套期项目	套期工具	套期方式
销售合同的确切承诺	商品期货合约	买入对应数量同种商品期货合约锁定确定销售的存货的价格波动
采购合同的确切承诺	商品期货合约	卖出对应数量同种商品期货合约锁定确定采购的存货的价格波动
预期销售	商品期货合约	买入对应数量同种商品期货合约锁定预期销售的存货的价格波动
预期采购	商品期货合约	卖出对应数量同种商品期货合约锁定预期采购的存货的价格波动
存货	商品期货合约	卖出对应数量同种商品期货合约锁定确定采购的存货的价格波动

资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

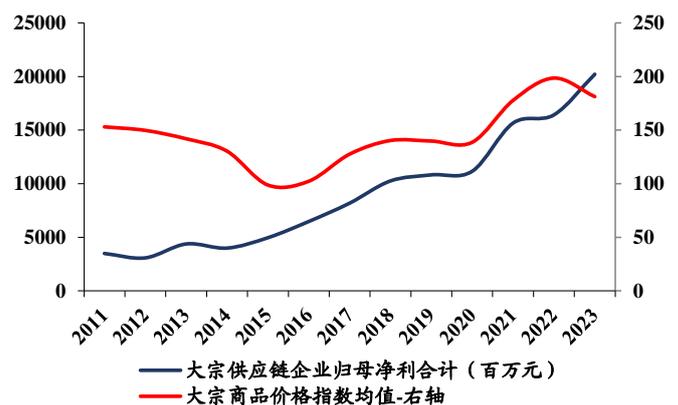
大宗商品价格受到多方因素影响涨跌起伏较大，供应链企业通过期货套期保值等手段后，利润与价格指数关联性减弱。受到全球市场供需关系、产业景气度、能源价格下跌、产能过剩等多方因素影响，2013~2015年大宗商品价格指数出现了较大下跌。赚取价差为主要的传统贸易商利润空间明显缩减，此时贸易属性主导的传统大宗供应链企业的业绩受到较明显拖累。此后，经营及盈利模式的改变使得大宗供应链企业盈利能力及抗风险能力得到提升，与大宗商品价格指数的相关性有所减弱，业绩受价格影响的程度降低。

**图25：大宗商品价格指数波动较大**



资料来源：iFind，中国流通产业网，信达证券研发中心

**图26：大宗供应链企业归母净利与价格指数的关联性减弱**



资料来源：iFind，中国流通产业网，各公司公告，信达证券研发中心  
 注：此处大宗供应链企业包括厦门国贸、厦门象屿、建发股份、物产中大

### 3.2 服务链条延伸，单位货量利润中长期或有上行趋势

随着大宗供应链业务逐步的完善和成熟，头部大宗供应链企业基于原有的代采代销业务逐步向产业链上下游拓展，带来单位货量利润提升的可能。我们认为中长期看，随着大宗供应链企业服务链条的延伸，单位货量利润整体或有上行趋势。

**建发股份：搭建综合供应链服务体系，全球布局、拓展多品类货种，并提供定制化服务。**公司在浆纸、钢铁、农产品等行业深耕多年，已形成一定规划专业化优势。公司通过整合上下游客户分散需求、匹配客商间的供需关系，可有效降低采购成本及其他交易成本，提升运营效率，并提供定制化信用交易方案等供应链综合服务。

#### 1) 大宗商品供应链向上下游延伸，提升货量稳定客源。

**上游资源端，公司持续加强与国内外大型供应商的合作。**2024年上半年，建发钢铁集团与主要国有上市及大型民营钢厂合作货量增幅超 27%；向国际矿山直采合作货量增幅近 20%，前十大供应商到货量中矿山直采比例超 80%；建发农产品集团与大型国际粮商合作货量提升近 5%。

**下游需求端，公司以终端需求为主，深耕实体产业。**建发钢铁集团投资控股的山东建科钢板有限公司实现投产，2024年上半年板材类产品销量超 60 万吨，并与多家家电行业头部企业等终端产业客户达成合作。建发矿产集团完成祥光铜业控股权交割，以铜冶炼环节为出发点，发挥自身供应链优势，打通上游矿山采购与下游终端销售渠道，实现铜产业链核心环节全覆盖。

**2) 布局全球市场，完善多元稳健的全球供应链体系。**建发股份在国内深耕华东、华南市场，积极开拓中西部区域；24H1 公司在中西部客户销售的签约规模超 1000 亿元，同比 +9%。国际方面，公司加快供应链业务海外布局。至 24H1，公司已在 RCEP 成员国、金砖国家及“一带一路”沿线多个国家设立超 50 个海外公司和办事处，与 170 多个国家和地区建立了业务关系。

**3) 优化业务结构，持续发力消费品供应链赛道。**除大宗商品供应链运营业务，公司还切入了消费品业务赛道，深耕汽车、机电、家电、轻纺、泛食品等板块，积极拓展产业布局在国内外同步开拓业务机会。2024年上半年，公司在消费品行业的出口规模超过 5.38 亿美元，同比增速超 22%。

表7：建发股份主要在七大领域发力供应链运营业务

专业集团	细分领域	经营货量	核心能力&行业地位	运营网络
钢铁集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>冶金原料：铁矿、废钢、焦煤、焦炭等</li> <li>钢材产品：工业钢、建筑钢、钢坯等</li> <li>建筑用材：水泥、玻璃等</li> </ul>	钢材年经营总量超 6000 万吨 铁矿石年进口量近 4500 万吨	全国钢铁贸易企业百强榜 综合榜第一位 年度营销能力及钢材销售业绩位列行业第一名	国内 50 余个主要城市设点布局，在韩国、日本、新加坡、马来西亚、印尼、菲律宾、越南、柬埔寨、泰国、缅甸、孟加拉国、美国、奥地利、土耳其、瑞士、阿联酋、阿根廷、巴西、秘鲁、智利、哥伦比亚、肯尼亚等 20 余个国家设立子公司或办事处
浆纸集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>林产品、纸浆、纸张、生活用纸、纸制品</li> </ul>	纸张、纸浆年经营总量达 1400 万吨	纸张销量、纸浆进口量和销量全国第一位 中国造纸协会副理事长单位、商品纸浆工作委员会主任委员单位	在全国 45 个主要城市拥有成熟的经营网点，并在泰国、马来西亚、越南、孟加拉国、印度尼西亚、阿联酋等国家设立分支机构，运营范围涵盖全国各地及海外市场

<b>汽车集团</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 乘用车品牌销售和售后服务</li> <li>· 金融、精品、保险、资产交易等衍生服务</li> <li>· 整车（含商用车）和零配件、新能源汽车产业和材料的供应链服务</li> </ul>	高端豪华汽车及新能源汽车年销量近20000台	中国百强汽车经销商集团排行榜第35位 中国汽车流通行业二手车交易市场百强排行榜第28位	在以福建为核心的海峡西岸经济区和云南、广东、广西、陕西、辽宁、吉林等全国多个地区拥有完善的销售和服务体系。 在欧洲、非洲、中东、中亚、东南亚、南北美洲等超过40个国家和地区开展汽车汽配的国际进出口贸易和供应链业务。
<b>农产品集团</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 油脂油料、饲料原料、食品原料、农用物资</li> </ul>	农产品年经营总量近3500万吨	玉米、高粱、大麦、葵花籽粕等产品进口量连续多年稳居全国前三位	在多个国家设立了分支机构，在中国各主要城市设立了办事处及运营网点。
<b>消费品集团</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 轻纺：服装、鞋、轻纺原料、箱包等其它轻纺产品</li> <li>· 机电：基建成套设备、车辆配件、生活家电与消费电子</li> <li>· 泛食品：咖啡、烘焙类食品、酒品、动物蛋白类食品</li> <li>· 消费+：跨境电商、消费帮扶</li> </ul>		鞋类出口位列全国前列 服装出口位列全国五十强 全国食材供应链百强第九位 连续多年原瓶装葡萄酒进口量位居全国前列	生产基地分布于福建、海南、广东、四川、江西、浙江、江苏、安徽、山东、河南、辽宁等国内区域，并已逐步在澳大利亚、美国、加拿大、巴西、孟加拉国、越南、菲律宾、柬埔寨设立分支机构，运营范围涵盖全国各地及海外市场。

资料来源：iFind，建发股份公司公告，建发股份官网，信达证券研发中心

**厦门象屿：聚焦制造业客户需求，构建网络化物流服务体系实现货权管控以及业务数智化转型。**公司主要选择易变现、标准化程度高、需求量大、易储存的货种，目前主要经营的是金属矿产（主要是黑色金属、不锈钢、铝产品等）、农产品（主要是谷物原粮）、能源化工（主要是油品、动力煤等）等大宗商品。

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

**表8：24H1 厦门象屿制造业客户服务量占比整体稳定在60%以上**

货种类别	制造业客户服务量占比	24H1 大宗商品经营期现毛利构成
整体	60%以上	100%
黑色金属	70%以上	30%
铝	70%以上	15%
不锈钢	60%以上	26%
煤炭	60%以上	6%
谷物原粮	60%以上	4%
新能源	80%以上	10%

资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

**2) 构建链接海内外市场的网络化物流服务体系，为客户提供高品质、全流程、定制化的大宗商品物流解决方案。**厦门象屿培育了三大物流运营主体象屿速传、象道物流、象屿农产，将商品遴选与物流服务匹配，开展区域仓和物流整合，通过“物贸联动”介入到产业链更多服务环节中，加强客户粘性，进一步巩固产业链上下游市场地位。

目前，公司已在业内率先构建以“公、铁、水、仓”为核心、链接海内外市场的网络化物流服务体系。公司可充分发挥“多式联运”优势，为客户提供综合优质的大宗商品物流解决方案；同时也利于公司服务制造业客户、增强客户粘性，做好货权管控和数智化转型。

**表9：厦门象屿物流资源及能力（截至 24H1）**

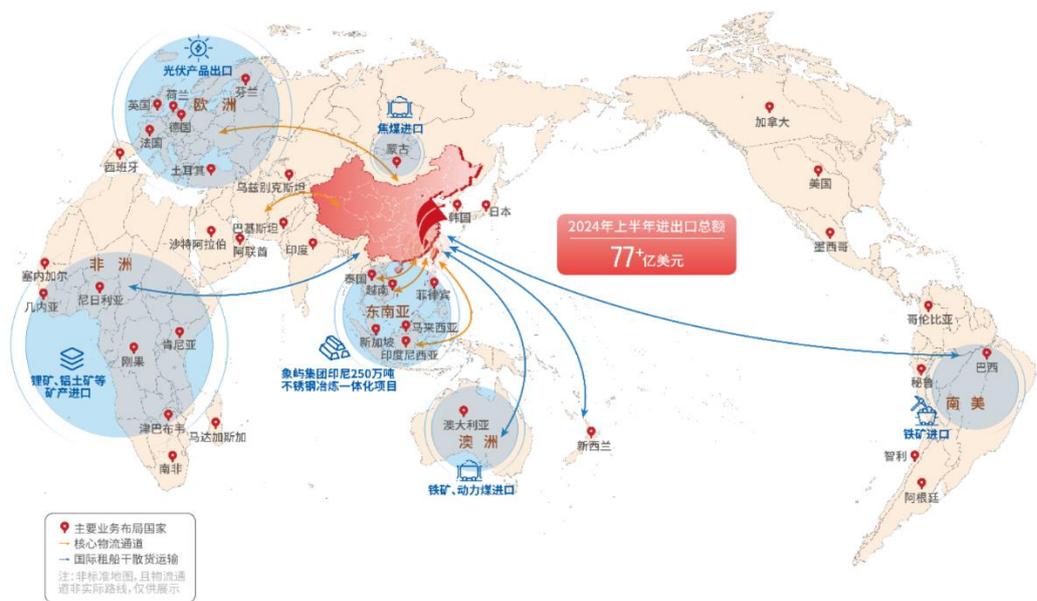
类别	资源能力
铁路运输	11 个铁路货运场站（自有 10 个、托管 1 个），覆盖中西部大宗商品集散枢纽，配套 47 条铁路专用线、约 250 万平方米集装箱堆场和仓库、超 3 万个自备集装箱，年发运能力约 4,500 万吨，位居行业前列，并形成“山东、河南-新疆”“陕西-云贵川”等优质煤炭、铝产品运输线路。
公路运输	自有运输车辆约 1,000 辆，整合社会车辆超 13 万辆。
水路运输	自有集散两用船舶 3 艘，持续整合社会船舶，形成“自有+合作”相结合的水运运力配置，报告期内国内沿海及长江流域运量超 1,000 万吨。
仓储集群	7 大粮食收购平台，自有及合作仓容约 1,300 万吨，配备 9 条铁路专用线；50 个自有及包租管理仓库，面积逾 170 万平方米；堆场 8 个，面积逾 50 万平方米；获批期货交割资质牌照 18 个，库容约 100 万吨。
国际物流	依托全球大宗干散货国际租船能力及国际班列物流通道服务能力，构建中国-印尼物流通道、中国-越南物流通道、中国-泰国物流通道、中欧班列双向运输通道等通道，锻造国际多式联运能力，强化海外属地化物流服务。

资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

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

**国际化方面**，近年来，公司以“一带一路”沿线国家和地区作为战略布局方向，积极开拓国际市场，在新加坡、美国、越南、印尼等均设有平台公司，合作客商遍及 100 余个国家，重点链接海外优质采销渠道，挖掘大型中资企业海外供应链需求。

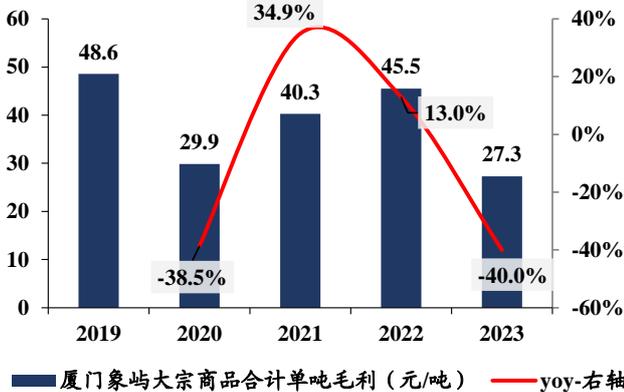
**图27：厦门象屿国际化业务区域布局情况**



资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

厦门象屿整体大宗商品单吨毛利较为稳健。具体品类看，毛利占比60%以上（2023年毛利占比80%以上）的金属矿产类商品单吨毛利较稳健。基本能保持在40元/吨左右。能源化工类商品毛利占比近20%，受到市场供需变化影响，单吨毛利近几年有一定下降。农产品类商品在2023年受到极端天气、国际价格市场波动、地缘政治冲突等诸多因素扰动，盈利受到较大冲击。

图28：2023年前厦门象屿整体大宗商品单吨毛利较为稳健



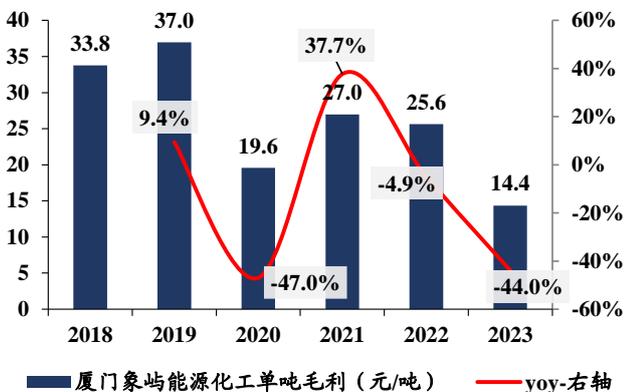
资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心  
 注：2020年公司毛利下降主要是受到新收入准则调整影响，此前的部分销售费用核算调整计入营业成本核算，细分货种毛利下降原因相同；  
 此处仅为大宗商品经营业务的收入，不含物流板块；  
 部分数据为上期倒推计算所得，存在四舍五入差异。

图29：厦门象屿金属矿产类商品单吨毛利稳健



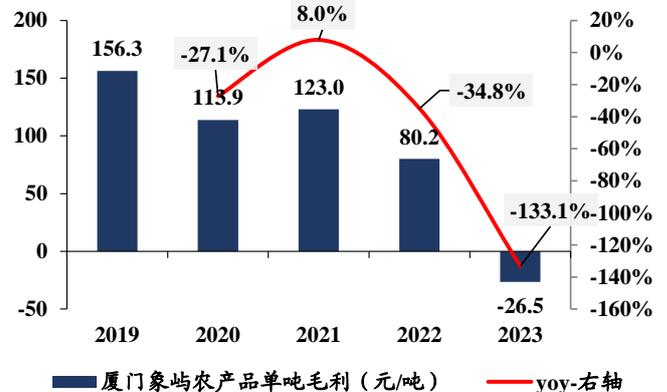
资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

图30：厦门象屿能源化工类商品单吨毛利有一定下降



资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

图31：厦门象屿农产品类商品在2023年盈利受到较大冲击



资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

**厦门国贸：多元整合资源渠道网络，物流赋能保障供应链运营效率。**公司目前拥有“冶金、能化、纺织、有色、浆纸、农产、橡胶、新能源”八条成熟的产业链，可提供以“物流”和“数科”为代表的通用解决方案。

**1) 全产业链运营角度提供定制化、一体化供应链服务方案。**原料端，公司整合境内外物资采购需求，为生产企业锁定原料采购成本、确保货物稳定供给；生产端，公司可提供多式联运综合物流服务，并通过期货、期权等金融衍生工具，定制化、差异化地解决工厂的原材料稳定供应和降低成本等需求；销售端，公司建立了全球营销网络，可实现产品与渠道的有效对接。

图32：厦门国贸供应链综合服务平台

“国贸云链”智慧供应链综合服务平台



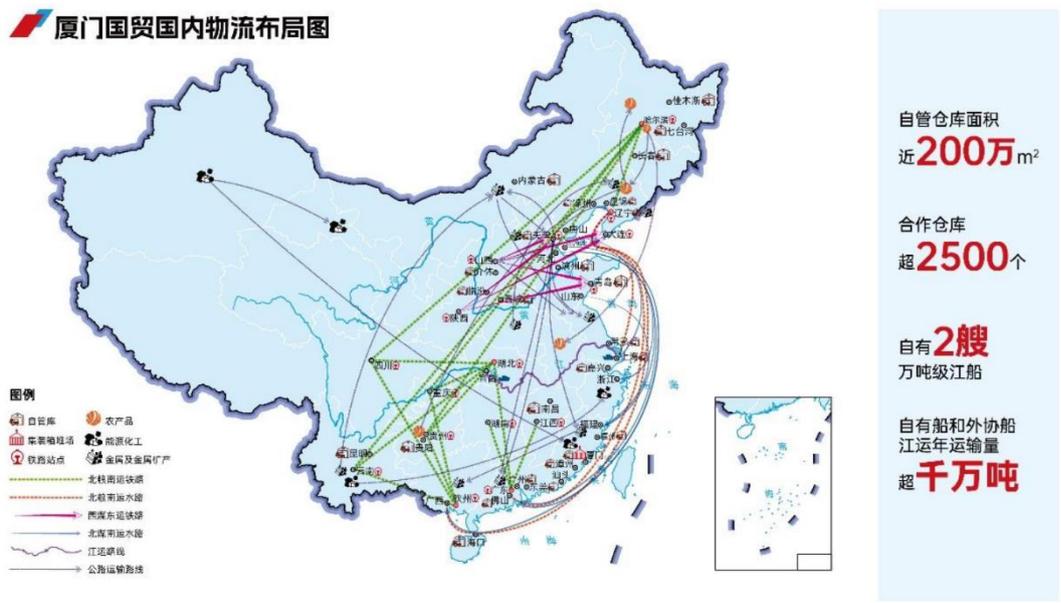
资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

2) 搭建全球供应链资源渠道网络，多元整合确保业务稳定。公司已与 170 多个国家和地区的 8 万余家产业链上下游企业建立了稳定的合作关系，搭建了覆盖境内外大宗商品资源的渠道网络。公司主营的资源品类与全球各大矿山、厂商签有长协，品种垂直覆盖全产业链原料到成品，以采购寻源的多样化和销售布局的多元化有效确保产业的原料供应和成品销售的稳定安全。

3) 物流赋能，保障全链路运营效率。公司加强物流资源的投资布局，通过自有船舶、仓库、堆场、车队、货代报关行以及外协物流系统等，为客户提供运输、仓储、综合物流等一站式、定制化物流服务总包方案，国内及国际物流服务能力不断提升。

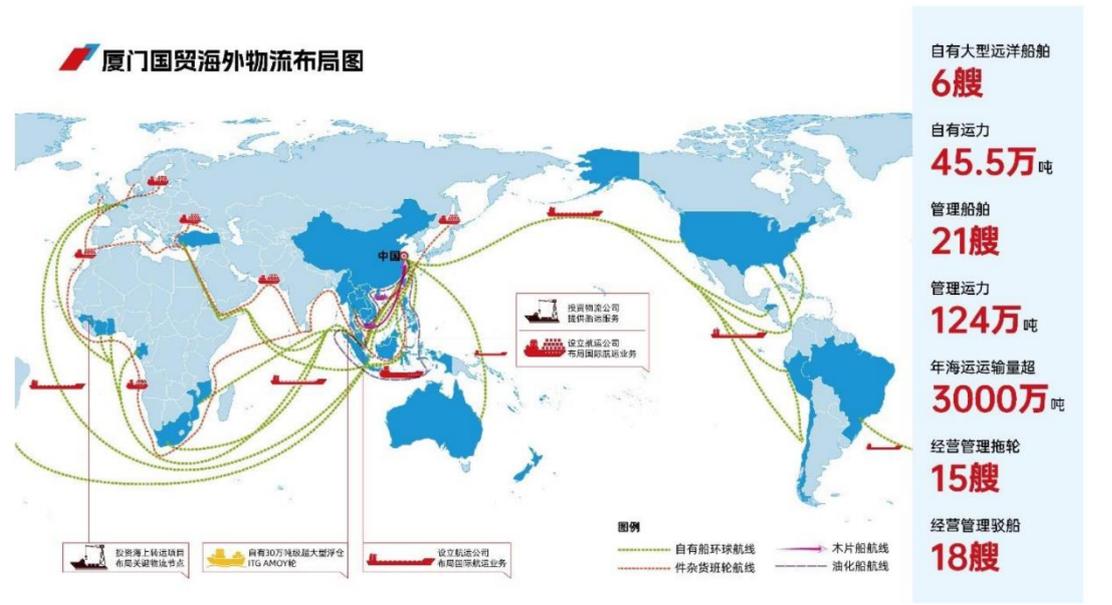
图33：2023 年厦门国贸国内物流布局情况

厦门国贸国内物流布局图



资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

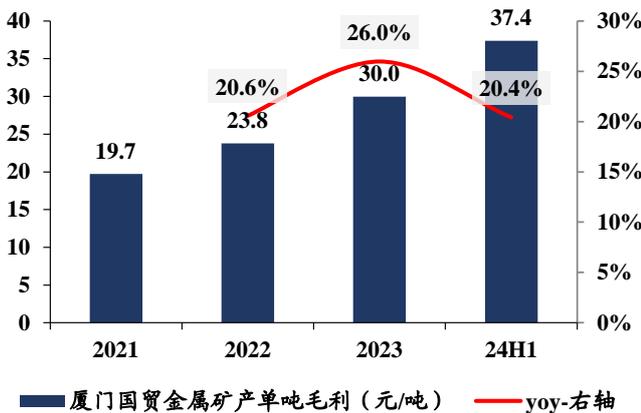
图34：2023年厦门国贸海外物流布局情况



资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

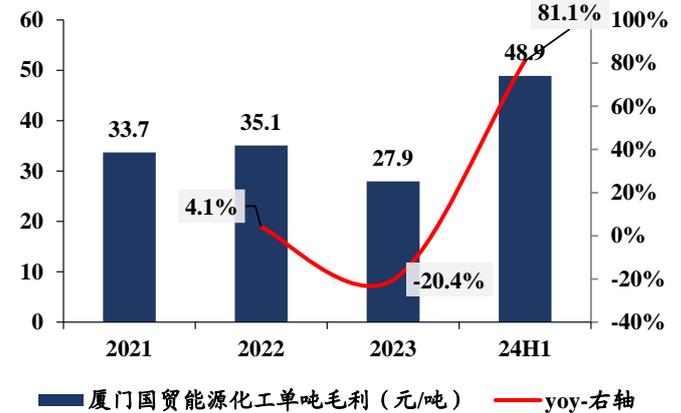
厦门国贸整体大宗商品经营较稳健，单吨毛利修复较快。具体品类看，毛利占比最高的金属矿产类商品单吨毛利基本保持稳定增长。同比增速基本在20%以上，24H1单吨毛利已增加至37.4元/吨。能源化工类商品单吨毛利在2023年受到市场供需影响有一定下降，但24H1已明显回升、超过以往水平，达到48.9元/吨，盈利提升。农产品类商品在2023年受到极端天气、国际价格市场波动、地缘政治冲突等诸多因素扰动，盈利受到较大冲击；24H1公司农产品单吨毛利也有显著修复，虽未恢复至历史水平，但也达到了76.4元/吨。

图35：厦门国贸金属矿产类商品单吨毛利稳定增长

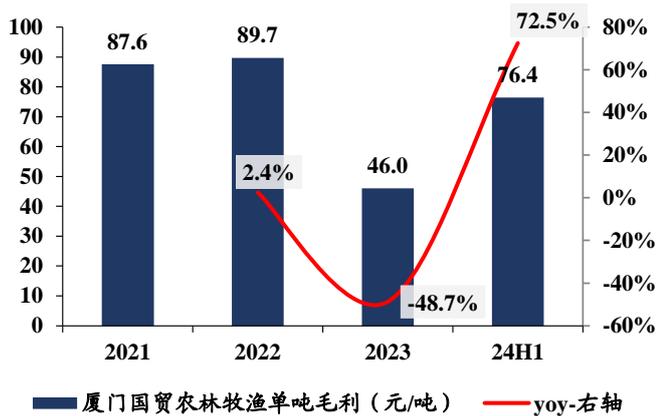


资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

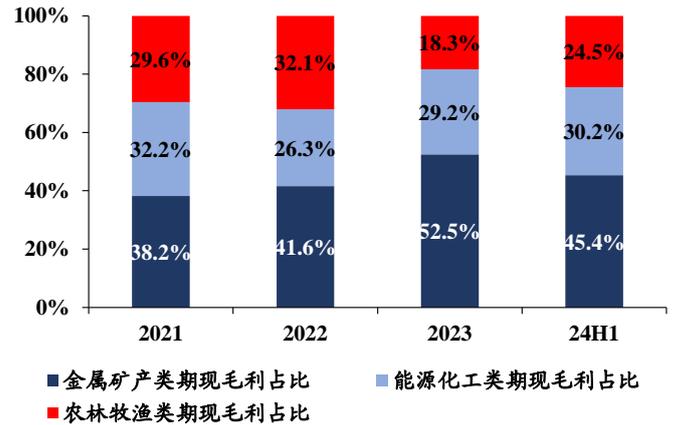
图36：24H1 厦门象屿能源化工类商品单吨毛利同比+81%



资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

**图37：厦门国贸农林牧渔类商品 24H1 单吨毛利已有明显回升**


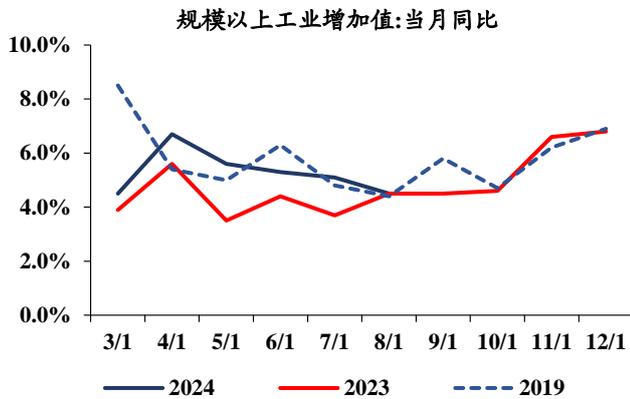
资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

**图38：厦门国贸金属矿产类商品期现毛利占比最高**


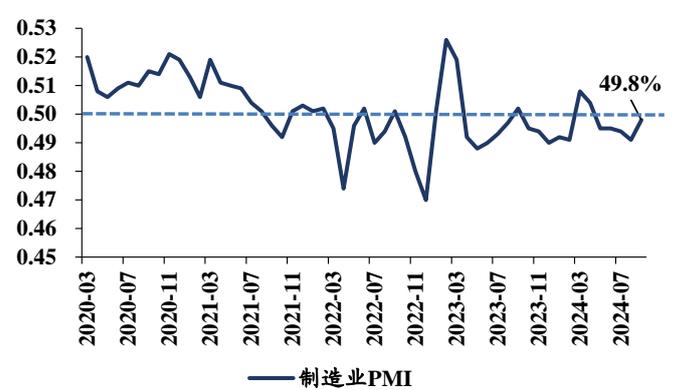
资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

### 3.3 2023 年影响已结束，结构性调整单吨利润或上行

2023 年工业景气度较低，大宗商品市场需求放缓，价格较明显下降。2023 年规模以上工业增加值在去年低基数情况下，同比增速仍然较低，制造业 PMI 大多时间段处于 50 景气度以下，整体经济表现较为疲弱，大宗商品市场需求也有较明显减弱。受整体经济疲软、需求较弱影响，钢铁钢材等工业金属、原油、煤炭等能源产品及部分农产品价格出现不同程度的下降，呈窄幅震荡态势。

**图39：2023 年规模以上工业增加值当月同比增速较低**


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

**图40：2023 年制造业 PMI 大多处于景气度 50 以下**


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

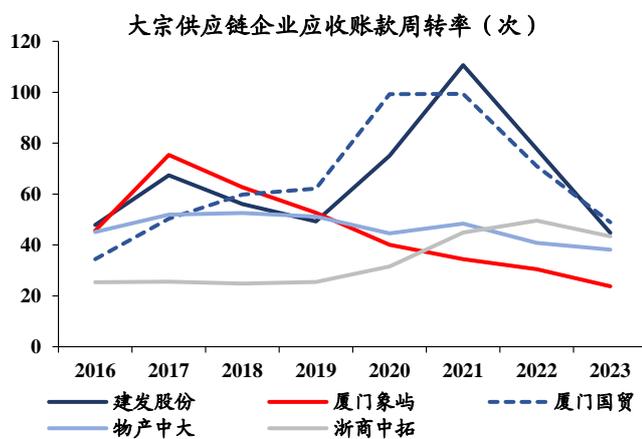
**图41：2022 年下半年至 2023 年上半年期间，大宗商品价格指数出现较明显下降**


资料来源：iFind，中国流通产业网，信达证券研发中心

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

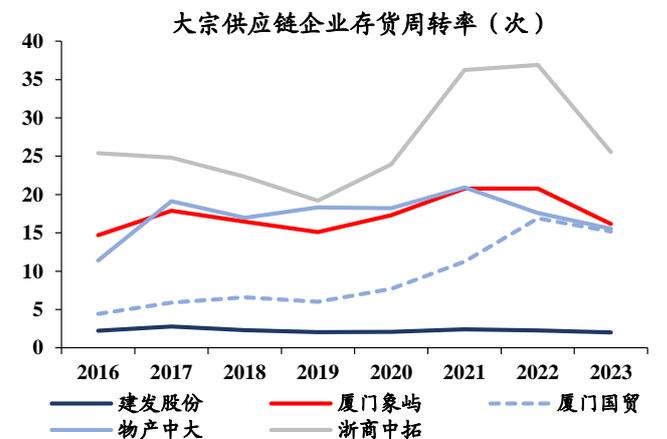
后续看，我们认为经济景气度或已接近底部，政策端也有诸多利好提振行业需求，大宗商品市场有望迎来周期上行拐点。同时，大宗供应链企业主动收窄风险敞口、调整货种结构、提升风控要求，严控信用风险。多重因素叠加，企业商品单吨毛利有望回升。

图42：大宗供应链企业应收账款周转率下降



资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

图43：大宗供应链企业存货周转率下降



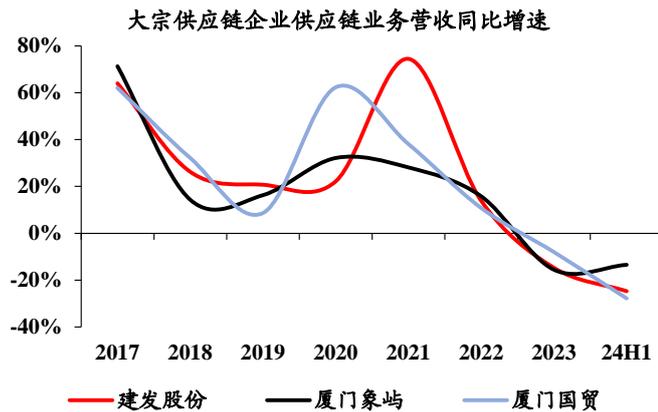
资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

## 4 利润触底估值低位，高股息有望带来较高投资价值

### 4.1 业务量及单位利润稳健，业绩有望触底

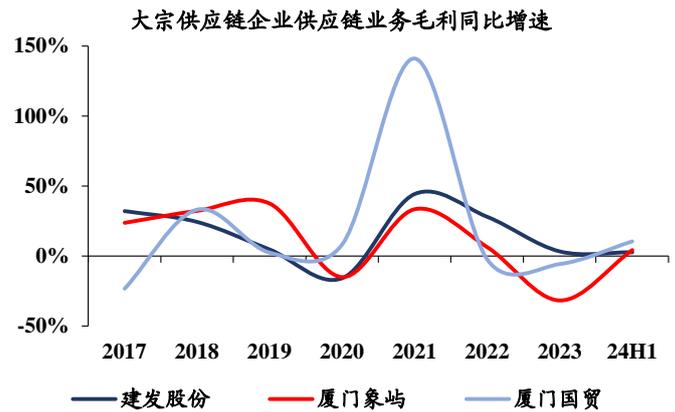
大宗供应链企业业绩拐点出现，业务量及单位利润稳健，业绩有望触底。2023 年供应链企业的供应链业务营收同比下降较多，2024 年上半年仍有同比下降；但业务毛利同比增速已有回正，业绩有望触底。对比此前供应链企业的单吨毛利情况，厦门象屿主要货种的单吨毛利稳健，厦门国贸主要货种的单吨毛利增加或回升明显，整体单位利润都较为稳健，业绩回升可期。

图44：大宗供应链企业供应链业务营收同比增速拐点出现



资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

图45：大宗供应链企业供应链业务毛利同比增速回正



资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

### 4.2 分红比例相对较高，股息率具备较高投资价值

分红比例相对较高，股息率具备较高投资价值。从估值情况看，当前大宗供应链企业的估值水平不高，PE 及 PB 历史估值分位均处较低位置，具备较大估值修复空间。从分红情况看，假设建发股份、厦门象屿、厦门国贸仍能维持此前分红比例水平，对应股息率分别能达到 5.0%、6.8%、6.0%，具备一定投资价值。

表10：大宗供应链企业盈利预测及估值汇总（截至 2024/10/17）

证券代码	公司简称	市值/亿元	归母净利润/亿元				PE				PB(LF)	
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	TTM	2024E	2025E		2026E
600153	建发股份	284	131.04	42.18	48.80	49.86	2.2	2.3	6.7	5.8	5.7	0.52
600057	厦门象屿	137	15.74	18.17	21.39	24.76	8.7	9.4	7.5	6.4	5.5	1.05
600755	厦门国贸	151	19.15	20.73	23.83	26.65	7.9	12.9	7.3	6.3	5.7	0.73
600704	物产中大	246	36.17	41.21	45.20	49.23	6.8	7.4	6.0	5.4	5.0	0.71
000906	浙商中拓	41	7.11	7.10	9.60	10.81	5.7	7.1	5.7	4.3	3.8	0.86

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：盈利预测均取自 iFind 一致预期

表11：大宗供应链企业历史估值分位（2013 年初至今）

分位情况（截至 2024.10.17）	建发股份	厦门象屿	厦门国贸	物产中大	浙商中拓
PE 估值分位	6.98	27.50	69.94	19.50	13.30
PB 估值分位	5.16	14.25	4.77	3.90	1.14

资料来源：iFind，信达证券研发中心

**表12：建发股份历史分红数据以及 2024 年分红测算**

600153.SH 建发股份	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
归母净利润 亿元	46.76	45.04	60.98	62.82	131.04	51.02
分红基准股本 亿股	28.35	28.64	28.63	30.05	30.04	29.47
现金分红总额 亿元	14.18	14.32	18.04	24.04	21.03	14.27
分红比例	30.3%	31.8%	29.6%	38.3%	16.0%	28.0%
每股股利 元/股	0.50	0.50	0.60	0.80	0.70	0.48
股息率 2024E 数据基于 2024 年 10 月 17 日收盘价	5.56%	6.09%	6.62%	5.86%	7.27%	5.03%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2024 年数据基于 iFind 一致预期盈利预测，公司 2024 年预计分红比例参考 2021~2023 年三年平均分红比例。

**表13：厦门象屿历史分红数据以及 2024 年分红测算**

600057.SH 厦门象屿	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
归母净利润 亿元	11.06	13.00	21.60	26.37	15.74	18.94
分红基准股本 亿股	21.57	21.57	21.57	22.54	22.68	22.72
现金分红总额 亿元	7.95	6.46	10.99	13.84	6.82	9.26
分红比例	71.9%	49.7%	50.9%	52.5%	43.3%	48.9%
每股股利 元/股	0.37	0.30	0.51	0.61	0.30	0.41
股息率 2024E 数据基于 2024 年 10 月 17 日收盘价	8.92%	4.98%	6.00%	5.98%	4.48%	6.77%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2024 年数据基于 iFind 一致预期盈利预测，公司 2024 年预计分红比例参考 2021~2023 年三年平均分红比例。

**表14：厦门国贸历史分红数据以及 2024 年分红测算**

600755.SH 厦门国贸	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
归母净利润 亿元	23.09	26.12	34.12	35.89	19.15	21.09
分红基准股本 亿股	18.50	19.46	21.18	22.01	22.04	21.67
现金分红总额 亿元	4.26	8.98	11.00	14.44	11.02	9.14
分红比例	18.4%	34.4%	32.3%	40.2%	57.6%	43.3%
每股股利 元/股	0.23	0.46	0.50	0.65	0.50	0.42
股息率 2024E 数据基于 2024 年 10 月 17 日收盘价	3.13%	6.91%	7.21%	9.19%	7.17%	6.04%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2024 年数据基于 iFind 一致预期盈利预测，公司 2024 年预计分红比例参考 2021~2023 年三年平均分红比例。

## 5 风险因素

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

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

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

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

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

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

## 研究团队简介

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

## 分析师声明

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

## 免责声明

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

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

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

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

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

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

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

## 评级说明

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

## 风险提示

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

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。