

证券研究报告  
2020年8月6日

# 大宗商品供应链行业：兴于周期，成于格局

分析师：许可      执业证书编号：S1220518090001  
联系人：周延宇

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

### ■ 定位“中游”：多赛道、大空间、小企业

大宗商品供应链行业是生产型企业采购分销的通道，多赛道、大空间、小企业是主要行业特点。由于同质化竞争激烈，行业商业模式由传统依靠集采集销获取贸易价差的形式逐渐向收取物流、金融、加工等增值服务费进化。

### ■ 日本经验：频频诞生牛股的周期性赛道

作为派生需求演化的行业，大宗商品供应链注定是周期性赛道，但在日本该行业却频频诞生牛股。复盘行业的三波行情，**最核心的驱动因素都是大宗商品周期上行带来的 $\beta$** 。同时，背靠大财团的行业巨头通过并购快速扩张，多元化布局平衡风险也起到了业绩推动作用。

### ■ 中国特色：高成长、低估值，行业存在两大预期差

特殊的商业模式和收入确认准则导致大宗商品供应链企业财务表现“失真”，高成长与低估值现象并存。透过现象看本质，行业实际财务表现尚可，商业模式转型一方面对冲企业经营风险，另一方面也打开了成长空间（对标日本，约有6-7倍空间）。不论确定性还是成长性，行业都存在预期差。

### ■ 投资建议：兴于周期，成于格局

①**行业的大机会源于周期**。2020年基建发力，利率催化，大宗商品周期阶段性上行，同时疫情也会加速行业格局出清，头部企业直接受益。目前板块估值仍处于历史底部，**建议关注厦门象屿（弹性最大）、物产中大（行业龙头）、建发股份（高股息低估值）、厦门国贸（业绩增长稳健）。**

②**格局改善、量价齐升—危化品供应链**。危化品供应链是具备资质准入门槛的牌照业务，行业安全事故多发催化供给收缩形成卖方市场；叠加头部企业开启并购期，量价齐升带动业绩增长。**建议关注密尔克卫（资质健全的优质头部企业）。**

“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台 **风险提示：基建投资不及预期；大宗商品价格大幅下滑；并购风险；商业模式转型不及预期**

## 引言：“差赛道”也有春天

---

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

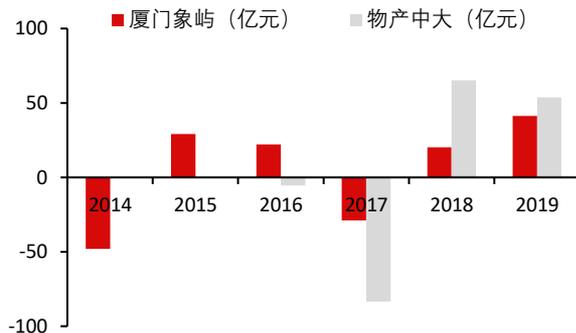
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# 传统认知下的“差赛道”

■ 我国大宗商品供应链行业呈现四大财务特点：

- ① **低净利率**：净利率中枢0.5%-1.5%；
  - ② **高杠杆**：资产负债率普遍在60%以上；
  - ③ **高波动**：净利润增速波动大，如2015-2019年，厦门象屿扣非净利润增速振幅最高接近300%；
  - ④ **差现金流**：经营性现金流不稳定，2014-2019年，厦门象屿分别于2014、2017年出现负现金流情况。
- 单从财务角度看，大宗商品供应链行业是典型的“差赛道”。

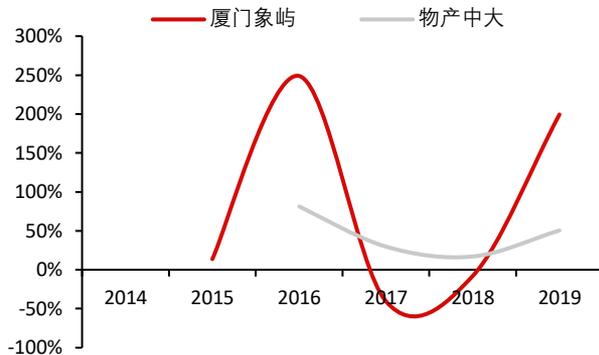
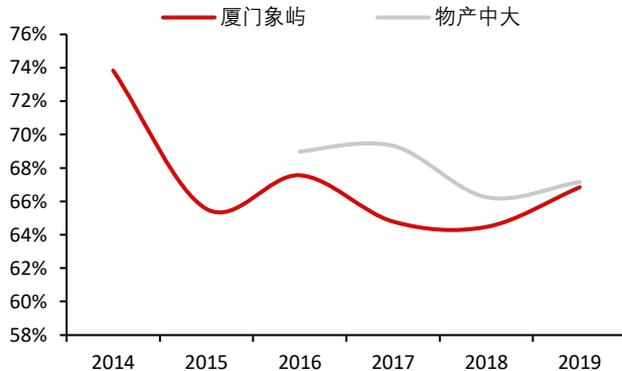
图表4：大宗商品供应链行业经营性净现金流



图表1：大宗商品供应链行业净利率低

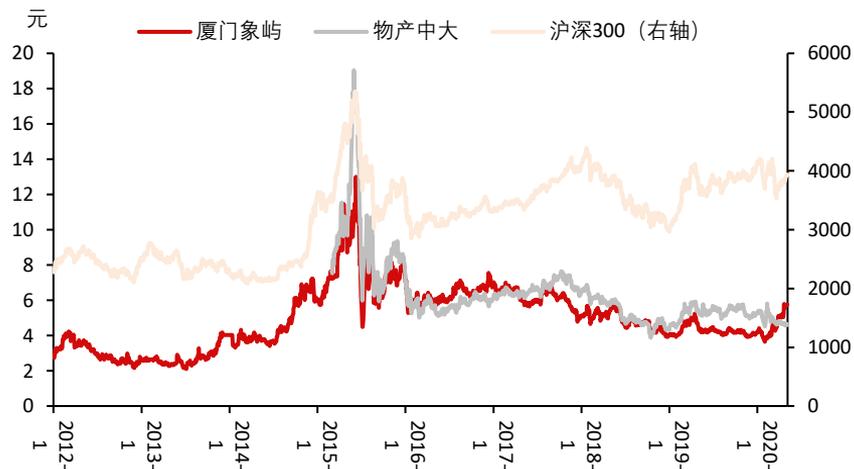
图表2：大宗商品供应链行业资产负债率高

图表3：大宗商品供应链行业扣非净利润增速波动大



- 2015年牛市-2019年底，我国大宗商品供应链企业厦门象屿和物产中大股价分别持续下跌213%、228%（同期沪深300下跌112%），似乎也表明传统认知下的大宗商品供应链行业是一个“差赛道”。

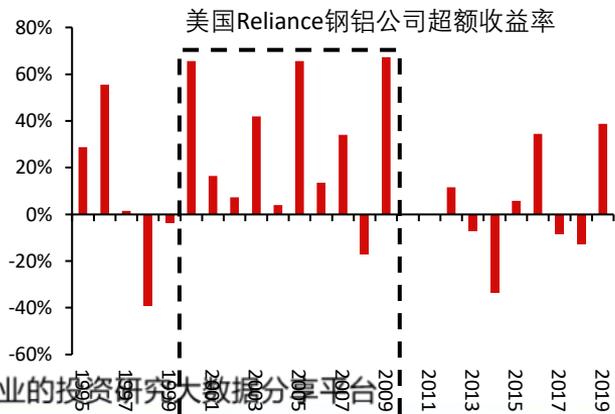
图表5：厦门象屿、物产中大股价2015年牛市之后持续下跌



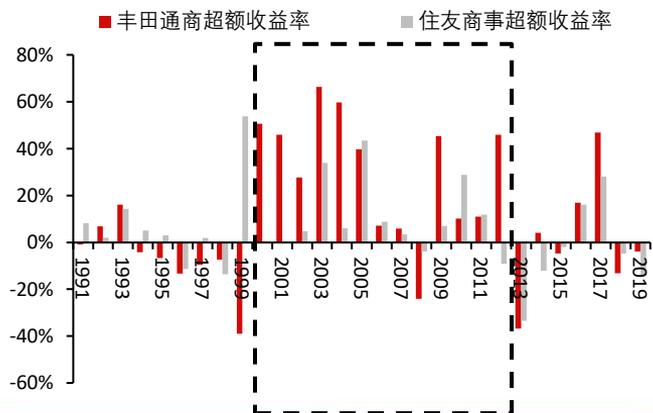
# “差赛道”也有春天：美国和日本都经历过高光时刻

- 大宗商品供应链赛道是否真的这么“差”？
- 如果我们将视野放到全球，美国和日本的大宗商品供应链企业都有持续8年跑赢大盘的高光时刻，而日本巨头丰田通商更是创造了18年20倍的投资机遇。其市场表现告诉我们大宗商品供应链行业也有其独特的投资机遇。
- 此时我们将视野回归到中国大宗商品供应链行业，低迷的股价表现是否意味着市场对行业的理解存在预期差？投资中该如何把握中国大宗商品供应链行业的高光时刻？

图表6：美国Reliance钢铝公司2000-2009年累计超额收益347%



图表7：丰田通商、住友商事2000-2012年累计超额收益率392%、136%



## 一、定位“中游”：多赛道、大空间、小企业

---

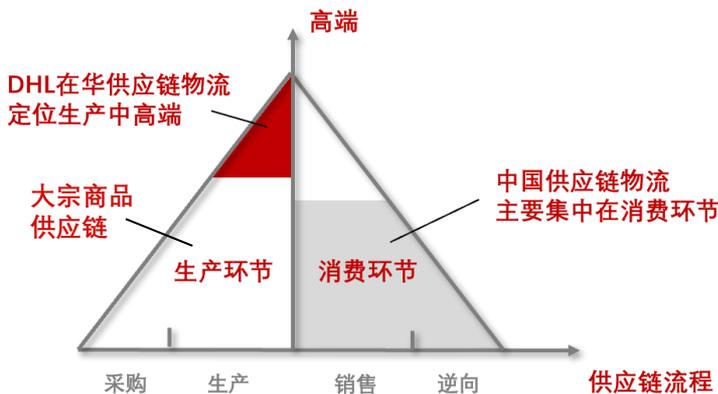
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

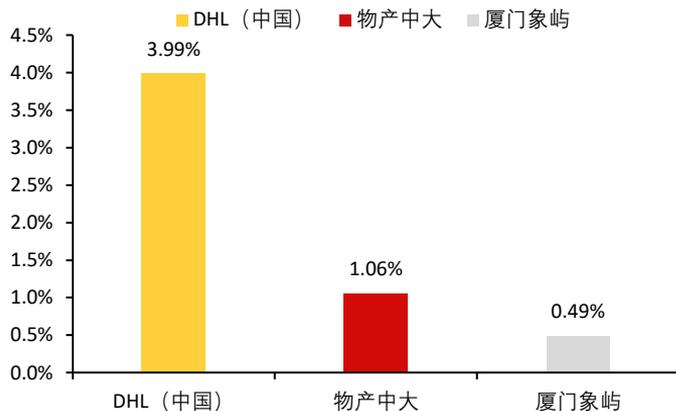
# 1.1 定义 | 定位“中游”，生产型企业采购分销的通道

- 供应链行业按照服务客户类型，可分为生产和消费两种类型。其中，越接近消费环节的供应链业务，越有可能实现差异化，其利润率水平也相对更高，越是接近生产端的供应链业务，客户对于价格越敏感，相对利润率更低。
- 而大宗商品供应链企业主要服务于生产环节最前端的制造业企业，其功能是作为生产型企业采购分销的通道，利润率水平在行业内处于最底层。

图表8：供应链行业分类



图表9：净利率：DHL（中国）> 我国大宗商品供应链行业（2017年）

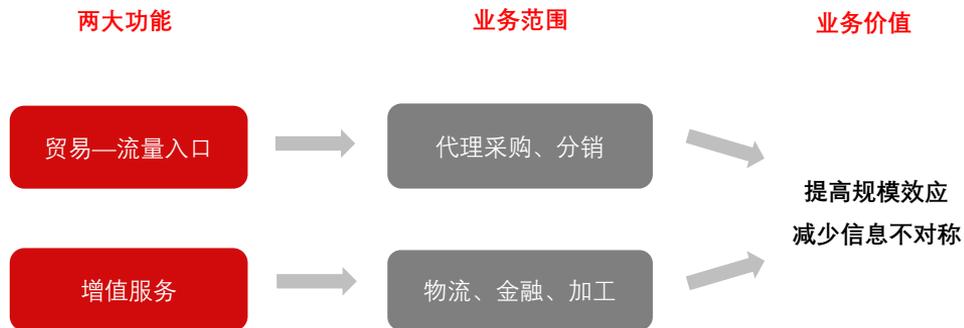


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 1.1 定义 | 定位“中游”，生产型企业采购分销的通道

- 作为生产型企业采购分销的通道，大宗商品供应链企业的商业模式以贸易为主导，集合金融、物流、加工等综合功能于一体。
- 其商业本质是以贸易为流量入口，通过增值服务创收，收入主要来源于贸易产生的买卖价差和增值服务创造的服务费。
- 其价值创造则是通过解决大宗商品上下游规模效应弱、信息不对称等问题，提升产品周转效率，为产业链中的企业降低（交易、库存、物流）成本。

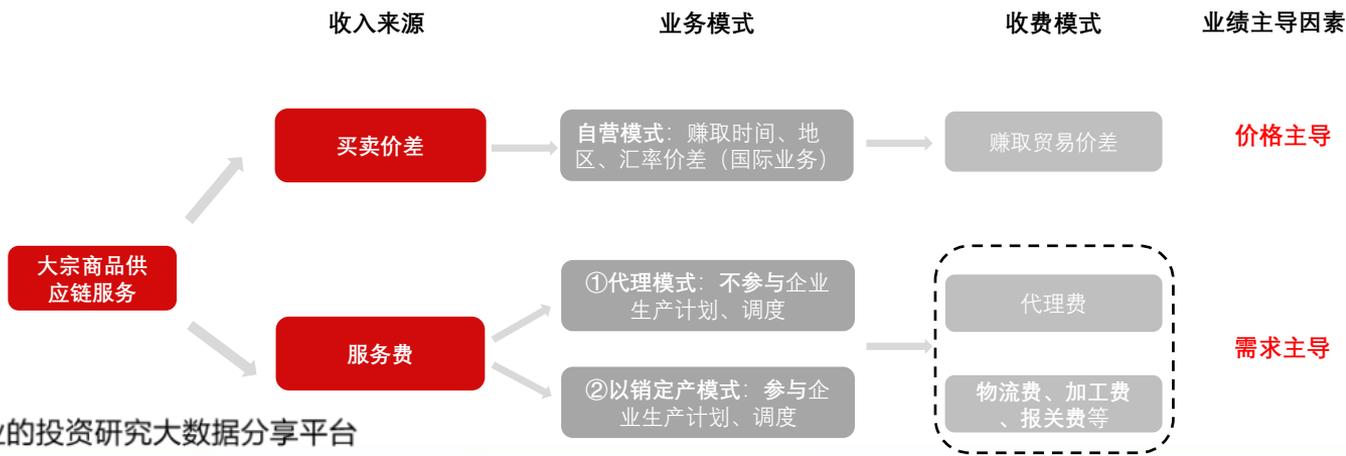
图表10：供应链企业两大功能



## 1.2 盈利模式 | 从买卖差价到服务费，供应链行业正在进行去周期化转型

- 大宗商品供应链行业盈利模式包括服务费模式和买卖价差模式，其中，买卖价差模式是行业诞生之初的盈利模式，但由于行业进入壁垒不高，加之我国制造业增速逐年放缓，行业同质化竞争日益激烈，赚取价差难以为继，行业开始转型赚取服务费的去周期化模式（如厦门象屿钢材供应链服务费营收占比从2018年的50%提升至2019年的77%）。
- ① 买卖价差业务模式主要为自营模式，收入来源于贸易价差——供应链企业的低成本优势（与供应商合作+批量采购的规模优势），自营收入由大宗商品价格主导，周期性较强。
  - ② 服务费模式包括两类：代理模式和以销定产模式，收入来源于提供的增值服务，收入较为稳定，周期性较弱。

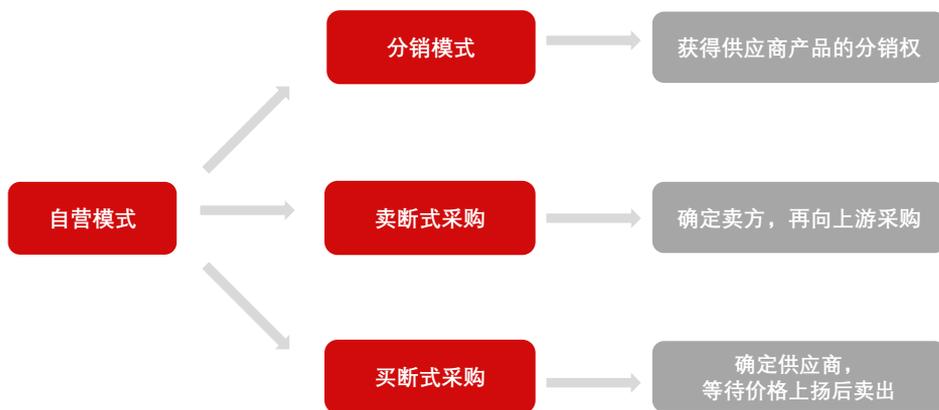
图表11：大宗商品供应链企业盈利模式



## 1.2 盈利模式 | ① 买卖差价：自营模式

- 自营模式主要依靠供应链企业的**低成本采购优势**（与上游合作、采购规模优势）赚取贸易价差，通常结合套期保值工具进行操作，以降低价格波动风险。该模式包括三种类型：分销模式、卖断式采购、买断式采购。

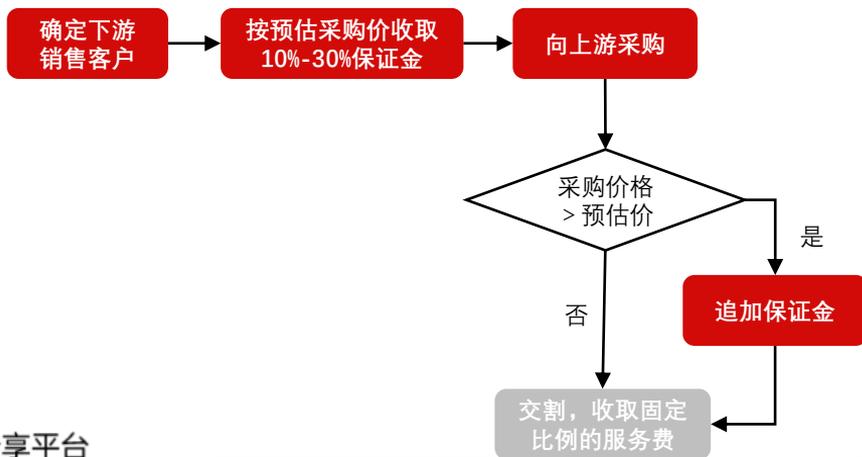
图表12：自营模式的三种类型



## 1.2 盈利模式 | ②服务费：代理模式和以销定产模式

- 服务费模式的特点为业绩由需求主导，包括两种类型：代理模式和以销定产模式，两者的本质区别在于以销定产模式参与企业生产活动调度，与客户粘性更高，而代理模式仅根据企业需求提供代采代销服务。
- 代理模式：特点为风险小、盈利稳定，不承担商品风险（市场价格波动风险、商品质量风险、保管风险和信用风险）。
- 以销定产模式：特点为客户粘性更大，服务链条更加完善。

图表13：代理业务服务流程（以厦门象屿代理采购为例）



## 1.3 行业特点 | 多赛道

- **大宗商品供应链行业赛道众多**：大宗商品按照产品类别可划分为能源类、基础原材料、农产品三种，其中不同品种又可细分为数十类业务。
- **大宗商品供应链企业可按商业模式分为两类**：去周期化转型类（如金属产品供应链行业）和服务费类（如危化品供应链行业），我国企业大多数属于去周期化转型类。
- **钢材类是重要赛道**。以钢材为主的金属产品是我国头部企业的主要经营产品之一，头部企业钢材类营收占比均在50%以上（金属产品需求量大，且我国该资源相对匮乏，如2018年我国铁矿石对外依存度达71%）。

图表14：大宗商品分为三大类

能源商品	基础原材料	农产品
<ul style="list-style-type: none"><li>•煤炭</li><li>•原油</li><li>•天然气</li><li>•水电</li><li>•核电等</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•<b>工业基础原材料</b>：水泥、钢材、铝材等</li><li>•<b>金属产品</b>：铁矿石、铜、铝、铅、金等</li><li>•<b>化工产品</b>：能源、危化品、橡胶等</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•玉米</li><li>•大豆</li><li>•小麦</li><li>•棉花</li><li>•白糖等</li></ul>

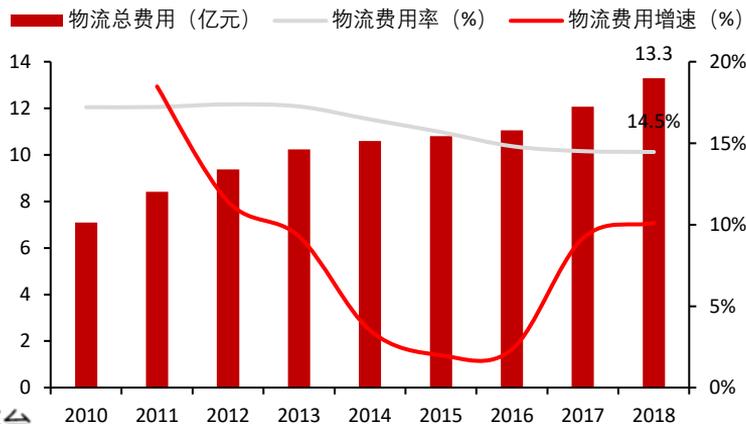
图表15：我国大宗商品供应链企业可分为去周期化类和服务费类

分类	公司名称	经营的大宗商品	大宗商品供应链营收/亿元	大宗商品供应链毛利率
去周期化转型类	物产中大	金属矿产、化工、能源、汽车	3422.68	1.79%
	建发股份	金属矿产、浆纸、汽车等	2870.44	2.61%
	厦门象屿	金属矿产、农产品、煤炭、化工材料等	2638.55	2.70%
	厦门国贸	金属矿产、化纤、纸制品等	2034.73	1.24%
服务费类	密尔克卫	化学品	24.19	18.22%

## 1.3 行业特点 | 大空间

- **万亿市场空间：**以钢材供应链为例，厦门象屿国内钢材供应链市占率约4%，营收约1000亿元，则国内钢材供应链市场空间约为2.5万亿元。但由于我国大宗商品供应链企业的收入确认准则导致营收显著虚高。按照我国2018年物流费用率14.5%测算，我国钢材供应链市场空间约为**3650亿元**。而钢材供应链（需求量最大的金属品类）仅为数十类大宗商品中的一类，粗略估计我国整个大宗商品供应链行业市场为**万亿空间**。
- 当前我国大宗商品供应链行业已步入成熟期，未来行业的增速同GDP增速基本一致。

图表16：我国物流费用持续增长，2018年费用率14.5%



- **我国供应链企业市值普遍较低。**与产品已标准化、成熟化的快递行业不同，我国大宗商品供应链企业仍处于成长期，体量相对较小，市值普遍较低。但从市值来看，我国龙头企业物产中大市值仅243亿元（20200331），与美国钢铁供应链龙头Reliance（专营型）相比，仍有至少2倍成长空间，与日本龙头三菱商事（综合型）相比，仍有至少10倍成长空间。当前我国大宗商品供应链行业已步入成熟期，未来行业的增速同GDP增速基本一致。

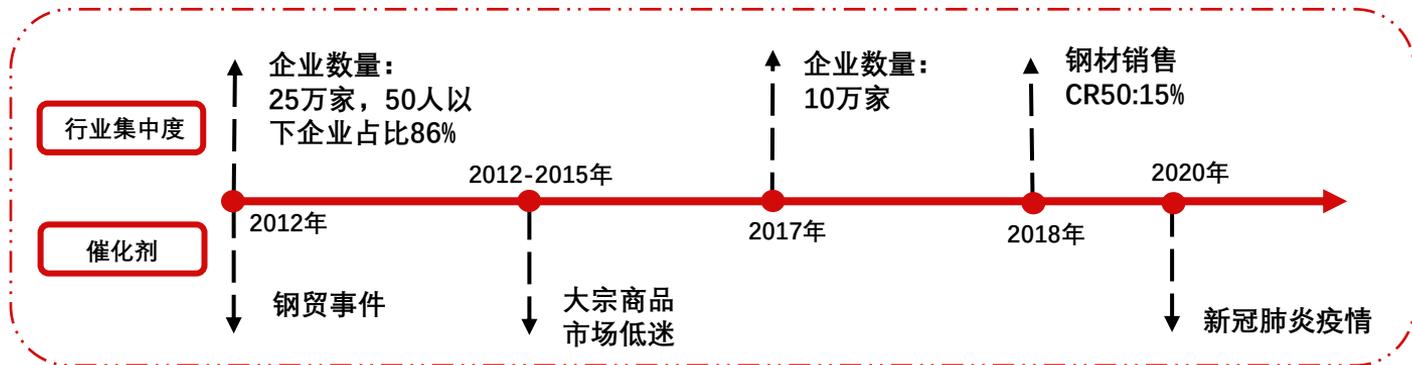
图表17：我国供应链企业市值普遍较低

	总市值 (亿元)	FY2019营收 (亿元)	FY2019净利润 (亿元)	FY 2019 净利率
日本三菱商事	2,230.3	9,472.4	353.01	3.73%
日本三井物产	1,686.94	4,412.6	293.4	6.65%
美国Reliance	616.7	765.6	49.0	6.39%
物产中大	243.0	3422.7	27.3	0.80%
建发股份	216.9	2870.4	46.8	1.63%
厦门象屿	118.6	2638.6	11.1	0.41%
厦门国贸	110.3	2034.7	23.1	1.13%

## 1.3 行业特点 | 市场集中度低

- 市场集中度低，危机是行业出清的催化剂。以钢铁供应链为例，在2012年钢贸危机和2012-2015年大宗商品周期下行的推动下，我国钢铁供应链行业快速出清，企业数量从25万家缩减至10万家。但行业集中度仍较低，2018年钢材销售CR50仅15%。此次疫情有望成为行业出清的新一轮催化剂。
- 大宗商品供应链行业定制化服务的特点决定了其内生增长有限，兼并收购是快速扩张的主要方式，同时也是行业出清的主要方式。

图表18：我国钢铁供应链行业集中度较低

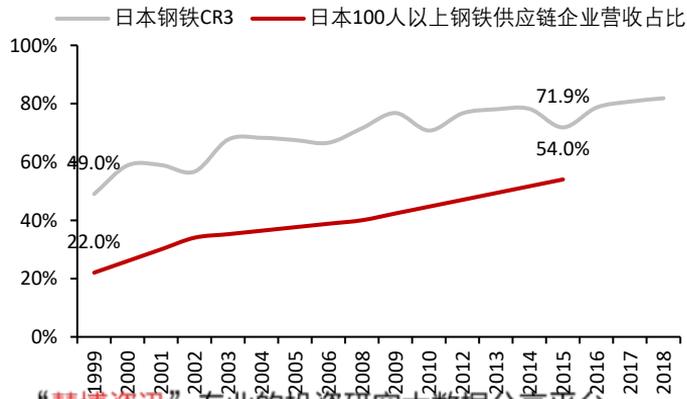


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

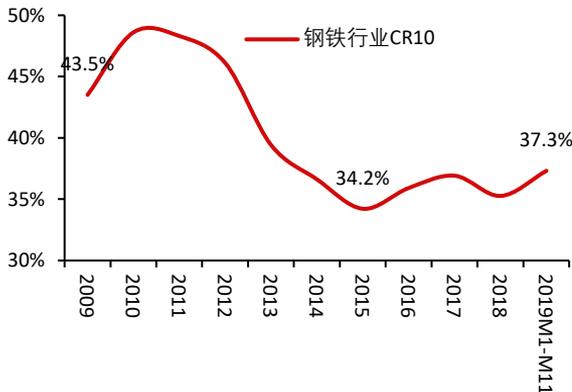
# 1.3 行业特点 | 市场集中度低

- 除危机事件外，上游行业出清的进程也是供应链行业出清的重要推动力量。以钢材供应链为例，参考日本经验，上游钢铁行业出清将带动钢铁供应链行业出清。
- 兼并重组是快速提高钢铁行业集中度的必经之路。2015年，我国实行供给侧改革，鼓励通过兼并重组等方式对钢铁行业去产能，并确立了钢铁行业CR10要在2020年达到60%的目标。但去产能对行业集中度提升有限，我国钢铁行业CR10由2015年的34.2%提升至2019年11月的37.3%。随着政策力度加大、兼并重组步伐加快，钢铁行业集中度有望持续提升。
- 总体来看，当前我国行业集中度仍较低，盈利模式也处于转型期。而无论是行业背景还是盈利模式我国都与日本相似，日本大宗商品供应链行业的发展对我国有很强的启示性。

图表19：日本钢铁供应链集中度随钢铁集中度提升



图表20：我国钢铁行业集中度



图表21：2016年至今我国钢铁行业兼并重组事件

时间	事件
2016	宝钢和武钢集团重组为宝武集团
2017	建龙集团重组海鑫钢铁、华菱钢铁、北满特钢、阿城钢铁
2018	沙钢重组东北特钢
2019	建龙集团重组西林钢铁、包钢万腾、宁夏申银
	德龙集团重组渤海钢铁
	中信特钢重组青岛特钢
	宝武集团与马钢集团重组

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

## 二、日本经验：频频诞生牛股的周期性赛道

---

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 2.1 日本大宗商品供应链：频频诞生牛股的赛道

- 与中国供应链行业不同，日本大宗商品供应链行业呈现高集中度（CR7集中度47%）、大企业（截至2019年底，头部4家企业市值均超过千亿）的特点，而且赛道频出牛股（多个公司十年十倍）。
- 为什么同样是供应链行业，日本可以出现大市值牛股？

注：①考虑到企业上市时间长度和业务可比性，我们以丰田通商和住友商事为例复盘日本供应链行业

②行业总规模仅考虑化工、金属矿产、纺织品、机械设备（汽车、电器机械设备）行业的批发额

图表24：日本七大大宗商品供应链头部企业

单位：亿元	总市值	营收	净利润	净利率（%）
三菱商事	2,230.31	9,472.38	353.08	3.73%
伊藤忠商事	2,196.02	7,039.02	300.37	4.30%
三井物产	1,686.94	4,412.64	293.37	6.65%
住友商事	1,014.53	3,473.70	160.70	4.63%
丸红商事	614.76	4,375.86	60.34	1.38%
丰田通商	587.14	4,387.56	88.76	2.02%
双日	207.57	1,124.67	37.55	3.34%

注：总市值数据截至20200331，财务数据来源于FY2020

图22：丰田通商股价1999-2017年上涨20倍

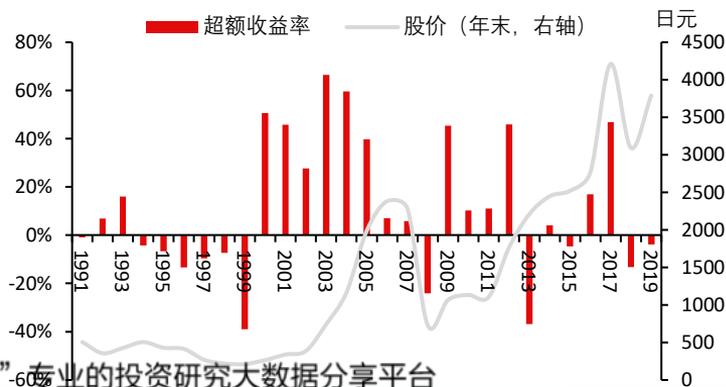
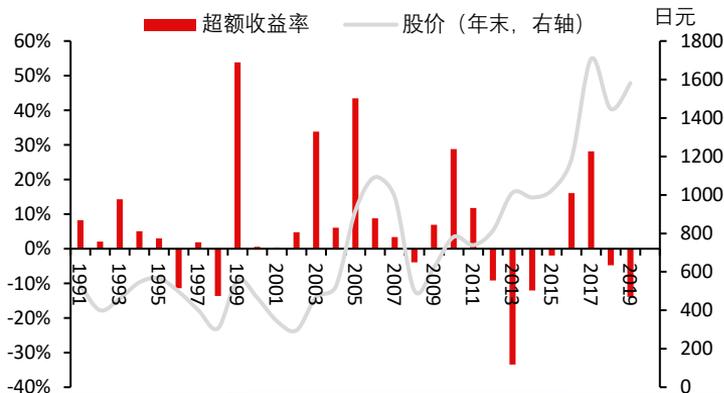


图23：住友商事股价2002-2017年上涨5.8倍



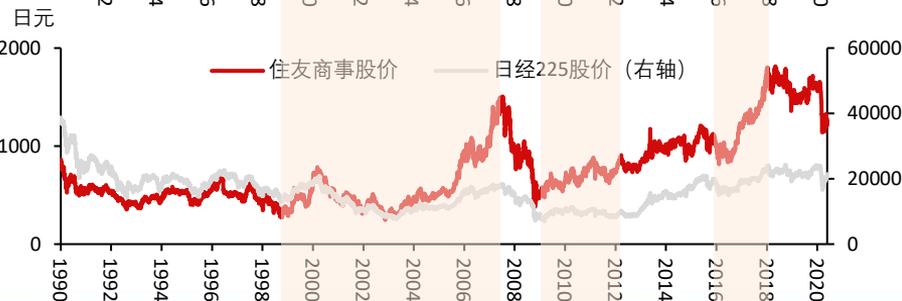
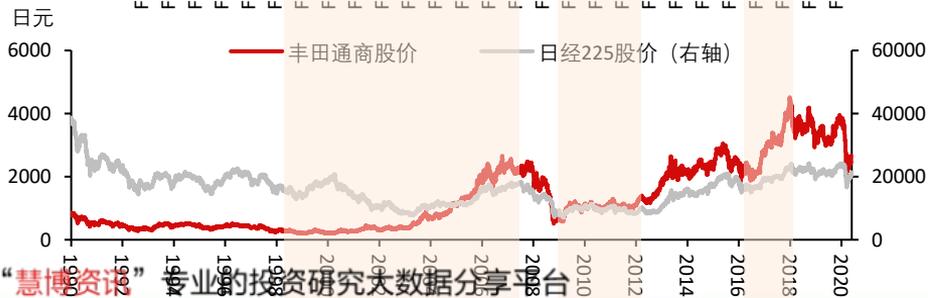
## 2.2 股价复盘—超额收益主要源于三波行情

- 以丰田通商和住友商事为例，其超额收益主要源于三波行情：
  - ① 1999-2007年，周期上行+格局改善，公司业绩、估值双升，戴维斯双击下丰田通商和住友商事股价分别上涨10.9倍、2.1倍。
  - ② 2009-2012年、2016-2017年，企业PB基本稳定在0.8-1.0倍区间，企业业绩持续增长，丰田通商和住友商事股价在两波行情中分别上涨2.4倍、1.6倍（2009-2012年）；均为1.7倍（2016-2017年）。

图表25：丰田通商净利润、PB与股价关系图



图表26：住友商事净利润、PB与股价关系图



## 2.2.1 推动三波行情的最核心驱动力都是 $\beta$

- 成熟期的大宗商品供应链行业也难逃周期的宿命。作为派生需求演化的行业，其商业模式注定了大宗商品价格会成为影响企业利润最大的扰动项。**推动日本供应链行业三波行情的最核心驱动力都是 $\beta$ 。**

### 第一波行情复盘（1999-2007年）：

- 背景：21世纪初，中国经济的爆发式增长带动一轮大宗商品牛市。
- 结果：能源类、非能源类商品价格指数分别上涨10.7倍、2.7倍。

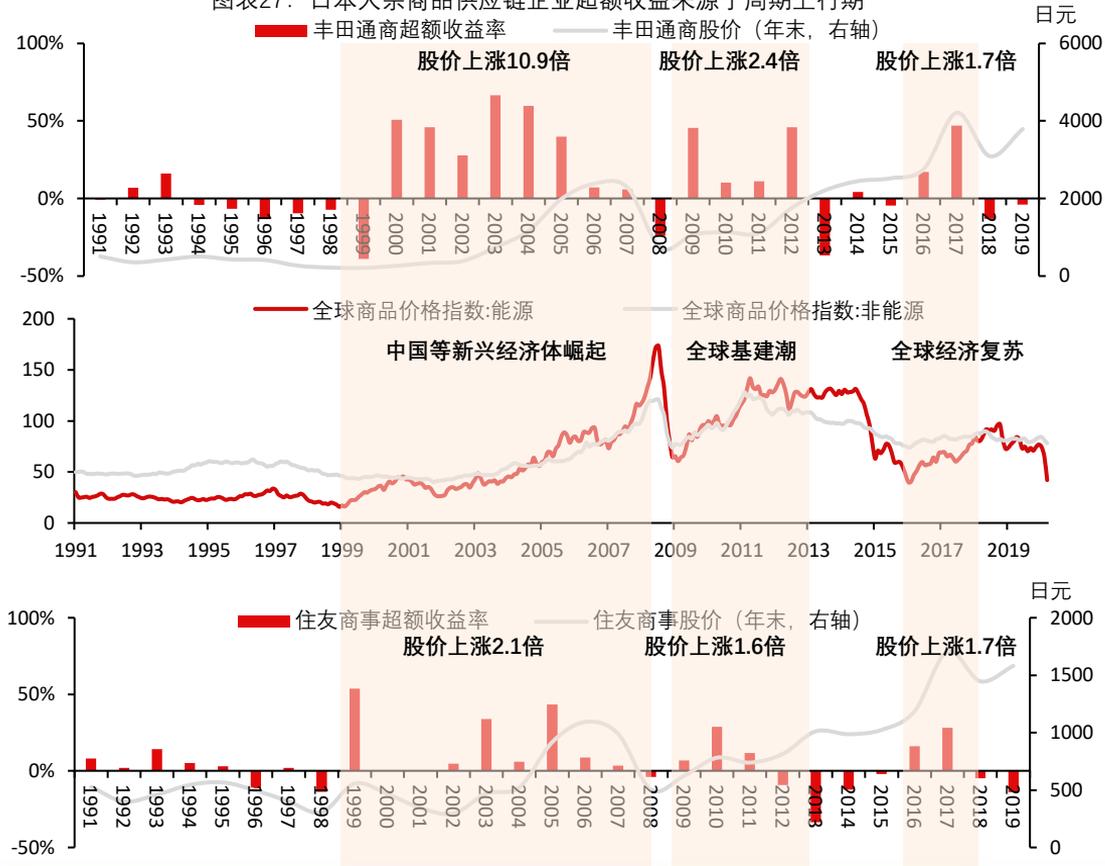
### 第二波行情复盘（2009-2012年）：

- 背景：2008年金融危机后，全球基建潮拉动大宗商品需求增长。
- 结果：能源类、非能源类商品价格指数分别上涨2.2倍、1.4倍。

### 第三波行情复盘（2016-2017年）：

- 背景：全球经济复苏，带动一轮大宗商品小牛市。
- 结果：能源类、非能源类商品价格指数分别

图表27：日本大宗商品供应链企业超额收益来源于周期上行期



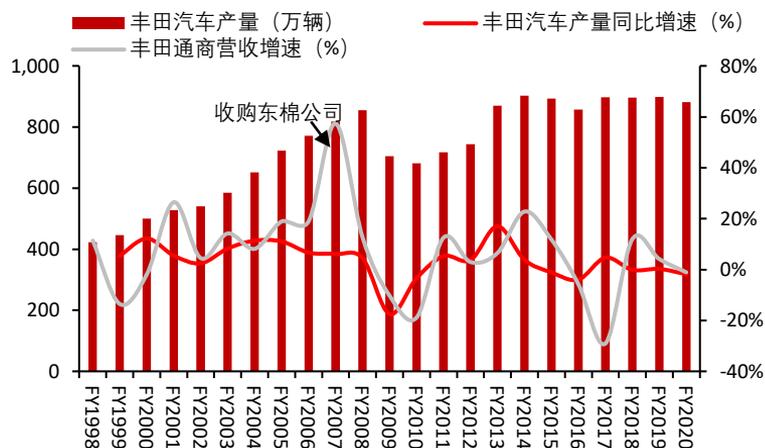
## 2.3 行业巨头的α | ①背靠大财团，资金流、商流的双重支持

- 日本财团资金流的支持以及商流的导流，保障了低成本资金的获取以及稳定的客户资源，同时也是日本七大综合商社在激烈的竞争中胜出的重要力量（最差情形为财团内商社合并，财团通常会保证企业不破产）。
- 以丰田通商为例，其作为丰田汽车旗下子公司（大股东，持股33.99%），依托丰田汽车雄厚的背景，有效保障了低成本以及稳定的下游客户资源，而丰田汽车相对稳健的业绩也成为了丰田通商业绩持续增长的有力支撑。

图表28：日本七大综合商社均背靠大财团

	三井住友金融集团 (SMFG)		三菱东京金融集团 (BOTM)		瑞穗金融集团 (MFG)	
	三井财团	住友财团	三菱财团	三和财团	富士财团	第一劝业
经理会	(二木会)	(白水会)	(金曜会)	(三水会)	(芙蓉会)	(三金会)
金融 (主办银行)	三井银行	住友银行	三菱银行	三和银行	富士银行	第一银行
	三井信托	住友信托	三菱信托	东洋信托	富士信托	朝日生命
	三井生命	住友生命	明治生命	日本生命	富士生命	富国生命
	三井海上	住友海上	东京海上		安田海上	日产海上
商社	三井物产	住友商事	三菱商事	双日	丸红商事	伊藤忠
产业	东芝	NEC	三菱重工	日立	日产汽车	富士通
	丰田集团 (丰田通商)	马自达	三菱电机 三菱汽车	夏普	日清制粉	五十铃
	索尼	松下	立邦漆	三得利	佳能	旭化成
	石川岛播	三洋	麒麟啤酒	神户制钢	日本精工	川崎制铁
	王子造纸	朝日啤酒		帝人公司	昭和电工	横滨橡胶

图表29：丰田通商与丰田汽车产量增速基本一致



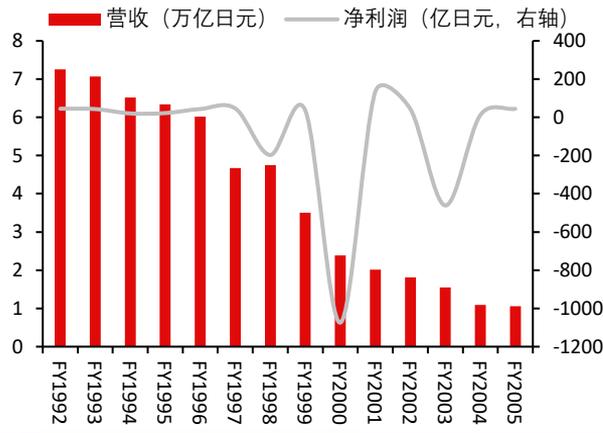
## 2.3 行业巨头的α | ②逆周期低成本并购，打开成长空间

- 1990年代，日本经济持续低迷，以丰田通商和住友商事为代表的头部企业开启并购期，行业集中度持续提升。在经济低迷期成功开启收购期的基础有两点：①强大的资金流（财团的支持）；②优秀的管理团队。
- 丰田通商：实际上，丰田通商的并购步伐并不频繁，但其在收购东棉公司（2000年日本第八大综合商社）时，采用了分拆业务的方式逐步收购（FY2000、FY2006东棉的营收分别为丰田通商的1.4倍、0.32倍），因而该笔收购持续为丰田通商贡献了业绩增量。通过持续的并购，丰田通商市占率大幅提升（如金属部门市占率从2002年的14%提升至2007年的25%）。

图表30: FY2000-FY2015, 丰田通商业绩持续增长



图表31: 东棉营收及净利润



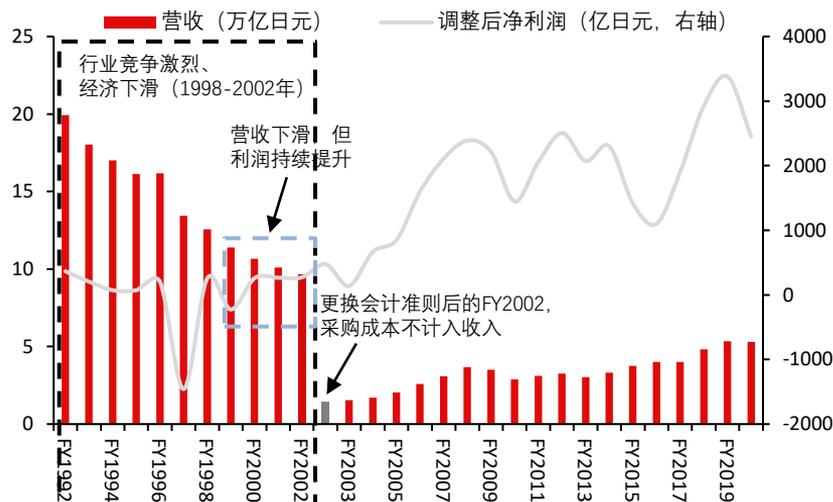
图表32: 丰田通商并购案

时间	事件
FY2000	收购加商株式会社；收购东棉钢铁相关的子公司 Oriental Kogyo和Kanto Coil Center
FY2001	收购东棉公司拥有的电子元件销售商上海虹日的股份
FY2002	收购东棉公司有色金属业务
FY2003	收购丰田英国雷克萨斯经销商Jemca和McCarthy
FY2004	参股东棉石油
FY2006	与东棉公司合并
FY2009	收购Fukuske股份
FY2012	收购法国CFAO贸易公司97%的股份，业务扩展至非洲
FY2014	收购巴西粮食基础设施经营公司Novaagri

## 2.3 行业巨头的α | ②逆周期低成本并购，打开成长空间

- 住友商事：1998年住友商事提出改革计划，提出要通过并购重组等方式（如钢铁事业部2000财年以来持续并购扩张），剥离低收益率资产，发展高风险收益比业务，自此，公司利润持续提升。

图表33：兼并重组推动住友商事业绩持续增长



图表34：住友商事钢铁事业部重要并购案

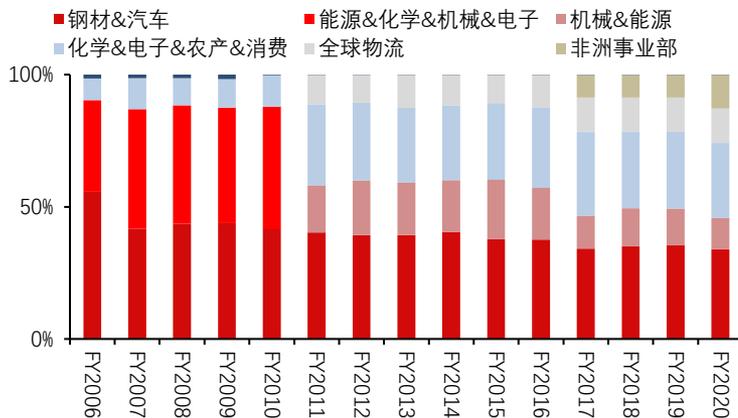
时间	事件	金额/十亿日元
FY2000	共同收购马自达集团的汽车服务中心马自达钢铁有限公司 (持股51%)	10.71
FY2002	收购野村贸易公司钢铁出口部门 (包括9个子企业)	-
FY2004	收购日棉公司钢铁业务	11
FY2004	收购了美国北星钢铁公司的管材产品部门	8.9
FY2006	收购板卷加工中心日本谷本钢铁公司、美国最大的不锈钢批发商KG Specialty Steel; 建筑用钢制造商Sofuku	-
FY2008	收购HOWCO集团 (全球最大的石油和天然气领域设备金属材料供应商)	≥10
FY2008	合并新日铁住金不锈钢公司、新日铁贸易公司国内不锈钢薄板分销和钢铁服务中心业务	-
FY2009	收购Norton制造公司汽车曲轴加工业务; 收购高级联合制造商V & M Atlas BradfordC的股权	-
FY2010	收购昆山建昌金属科技实业有限公司 (KCCMTI) 的股份 (加工和销售不锈钢薄板产品); 收购SMI Amtek曲轴公司的股权 (制造和销售汽车锻造曲轴)	-
FY2011	收购SCOMI OMS油田服务私人有限公司和SCOMI OMS油田控股有限公司 (业务分布于亚洲和中东)	3.28亿令吉
FY2012	收购有轨车轮和车轴制造商Standard Steel公司	3.4亿美元
FY2013	收购德国电机核心零部件制造和销售公司Kienle + Spiess GmbH (K + S)	-
FY2014	收购 Edgen集团 (全球能源领域金属和管状产品的贸易商)	-

注：住友商事钢铁事业部营收占比在10%-20%之间

## 2.3 行业巨头的α | ③多元化布局平衡风险

- **多元化布局，变革商业模式。**大宗商品供应链业务本身具有周期性，盈利能力处于中游水平，而布局有协同效应、盈利能力更强的业务有利于增强企业的抗周期性。丰田通商和住友商事通过持续变革得以在经济低迷期立于不败之地。
- **丰田通商：大力布局非周期性业务，增强抗周期能力。**2000年，丰田通商开始多元化布局（化学品、农产品、能源等），减少由于汽车业务占比高而带来的风险。经过一系列兼并收购，汽车领域（服务于汽车领域的业务：钢材+汽车分销+机械）营收占比已从FY2007 的80%减少至FY2015的50%左右。

图表35：丰田通商非汽车领域营收占比逐渐提高



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

①FY2011将能源&化学&机械&电子分拆至机械&能源、化学&电子&农产&消费板块;

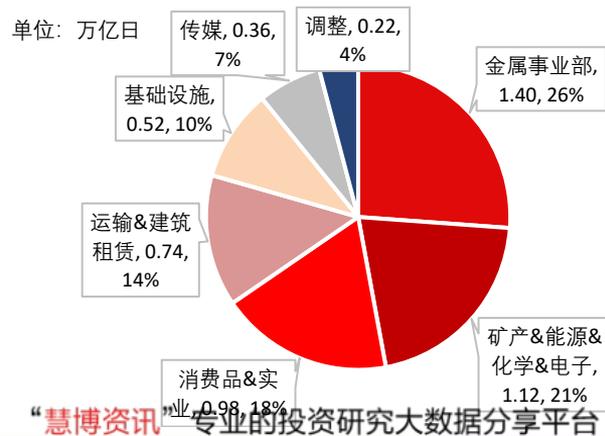
②FY2017机械&能源板块营收大幅下滑主要系业务重分类所致

## 2.3 行业巨头的α | ③多元化布局平衡风险

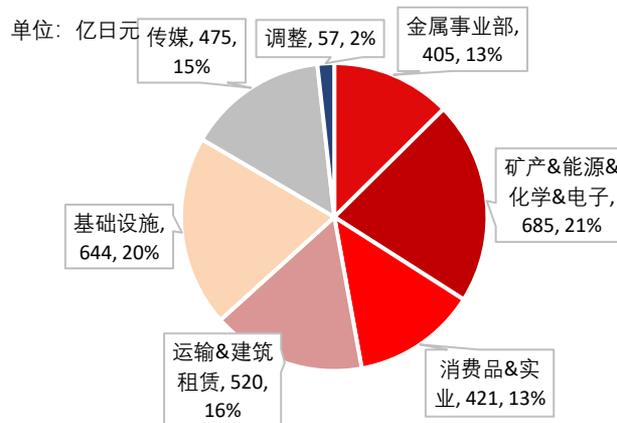
### 住友商事：

- **多元化扩张，增强抗周期能力。**住友商事结合自身业务布局，通过收购头部企业或合资建立子公司等形式快速布局新业务，以提高公司盈利能力，增强抗周期能力。如公司通过参股等形式布局上游矿产资源；通过收购头部企业的形式在汽车需求旺盛的国家（如2004年的中国）快速扩张汽车租赁业务，而公司钢铁事业部的主要服务对象为汽车和能源领域。
- **投资能力极强，新业务业绩持续攀升。**公司投资能力极强，擅长抓住时机，及时布局成长性好的业务。如1986年日本地面频道实现卫星转播，1987年NHK开始制作电视节目，1989年，公司开始投资该领域，且净利润持续增长。

图表36：FY2019住友商事营收结构



图表37：FY2019住友商事净利润结构



图表38：传媒业务净利润持续增长



## 2.4 日本经验：频频诞生牛股的周期性赛道

- 作为派生需求演化的行业，大宗商品供应链行业的商业模式注定了其是周期性赛道。纵观行业的三波行情，经济周期上行和行业格局的改善都是重要推动因素，而**最核心的驱动因素都是大宗商品周期上行带来的 $\beta$** 。同时，背靠大财团的行业巨头通过逆周期并购打开成长空间，多元化布局平衡风险也起到了业绩推动作用。
- 与日本相比，我国大宗商品供应链行业仍处于盈利模式转型期，行业集中度仍较低，但当前行业已出现积极变化（如企业周期性减弱、风险管控能力增强）。而由于商业模式等原因，市场对大宗商品供应链行业仍存在偏见，与当前行业出现的积极变化存在预期差。

### 三、中国特色：高成长、低估值，行业存在两大预期差

---

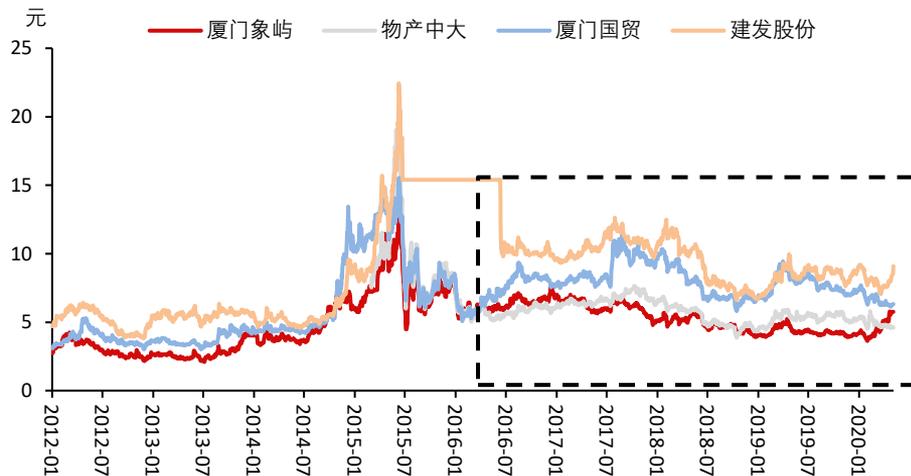
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 3.1 为何行业股价持续下跌?

- 2015年以来，我国大宗商品供应链行业股价持续下跌或持续处于底部，是什么造成了我国大宗商品供应链行业股价不尽如人意？

图表39：行业头部企业2015年后股价持续下跌



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

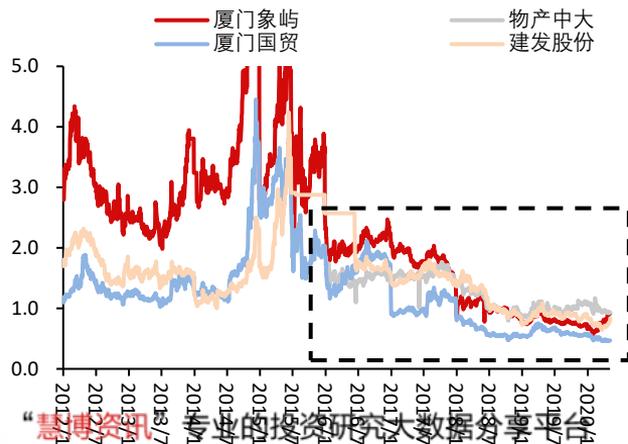
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：Wind，方正证券研究所

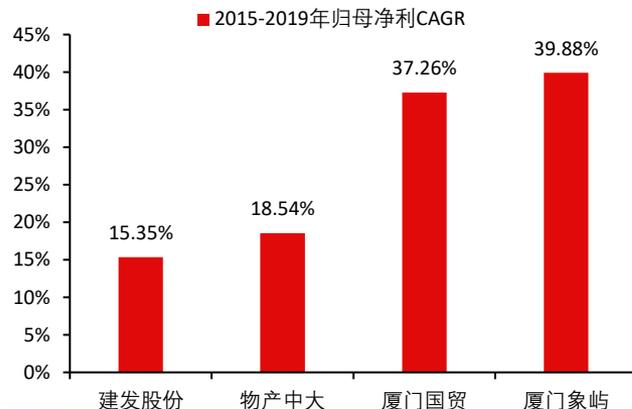
### 3.1 为何行业股价持续下跌？ | 杀估值不杀业绩

- 股价下跌源于消化估值而非业绩表现差，行业头部企业净利润增速仍保持15%以上，部分甚至接近40%。
- 2015年之后，行业估值持续下滑源于市场对行业周期性的担忧以及对成长性的质疑：
  - ① **周期性的担忧**：行业盈利能力极差，净利率不足1%；行业商业模式为赚取价差，周期性强，业绩不确定性大，净利润波动大；行业高杠杆经营，经营风险大。
  - ② **成长性的质疑**：伴随着我国固定资产投资完成额增速持续放缓，大宗商品需求增速将随之放缓，大宗商品供应链行业成长性不足。

图表40：行业头部企业2015年后PB持续下行



图表41：行业头部企业利润快速增长



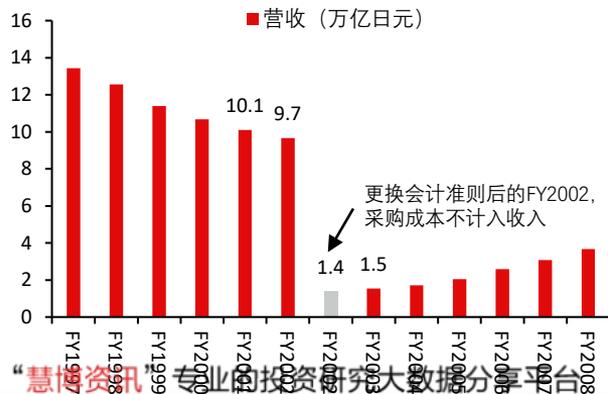
图表42：我国固定资产投资完成额增速持续放缓



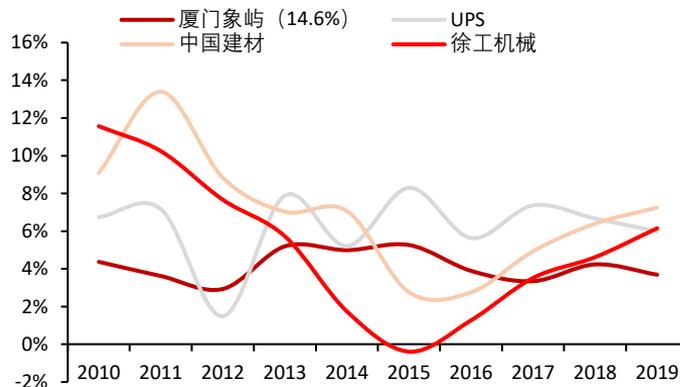
## 3.2 如何看待行业的周期性① | 收入确认准则导致高营收、低净利率

- 收入确认准则导致高营收低净利率的财务特点。我国大宗商品供应链企业将大宗商品的货值计入收入，但实际上，大宗商品供应链企业的实际营收仅来源于其提供的服务，因此，营收显著虚高，由此也导致了低净利率的特点。
- 行业属性决定了低利润率的特点。大宗商品供应链行业的业务附加值低，加之其为产业链中的企业降低成本的行业属性，决定了其低利润率的特点。
- 按照我国2018年物流费用率14.5%调整收入后，我国营收体量在2000-3000亿元的大宗商品供应链企业的实际营收约300-500亿元，利润率约为3%-6%，处于中游行业中下游。

图表43：收入确认准则变更后，住友商事营收约为之前的14%-17%



图表44：厦门象屿净利润率调整后处于中游行业中下游



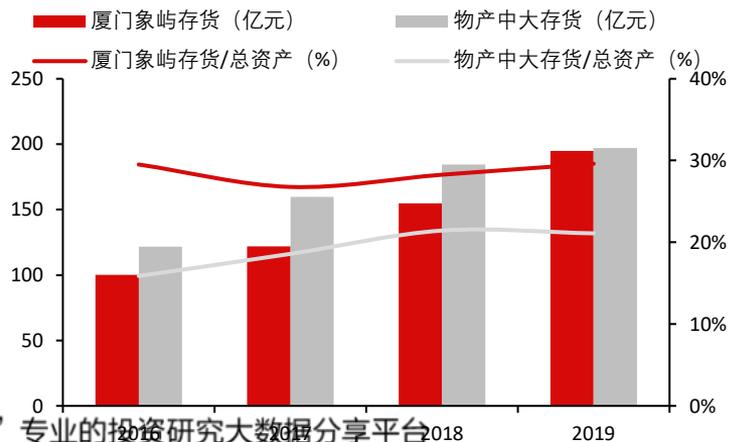
图表45：头部企业按物流费用率14.5%调整后的营收体量约300-500亿元（2019年）

单位：亿元	原始营收	调整后营收
物产中大	3422.68	496.29
建发股份	2870.44	416.21
厦门象屿	2638.55	382.59
厦门国贸	2034.73	295.04

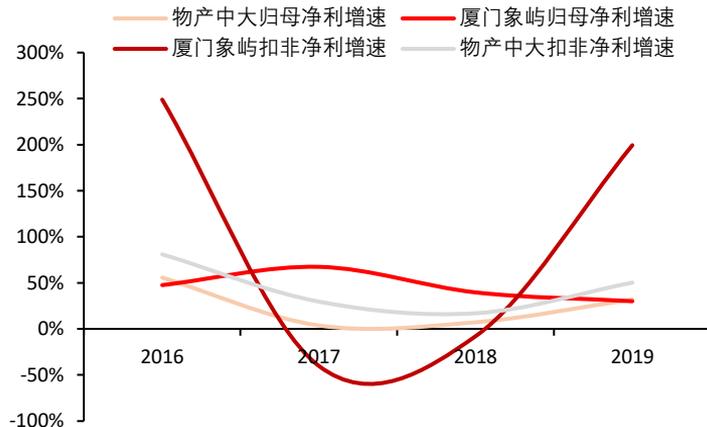
## 3.2 如何看待行业的周期性② | 扣非净利高波动，强套保能力平滑波动

- 扣非净利润大幅波动是表象。行业商业模式导致的高库存（占总资产的20%-30%）以及自营模式（赚取买卖价差）增大了企业在大宗商品价格波动时面临的业绩不确定性，由此导致企业扣非净利润高波动的特点。
- 但事实上，凭借强大的套保能力，头部企业归母净利润增速仍相对稳健。如2015-2019年，厦门象屿扣非净利润增速最大振幅接近300%，但归母净利润增速最大振幅不足40%。

图表46：大宗商品供应链企业存货高



图表47：我国大宗商品供应链企业归母净利润增速相对稳健



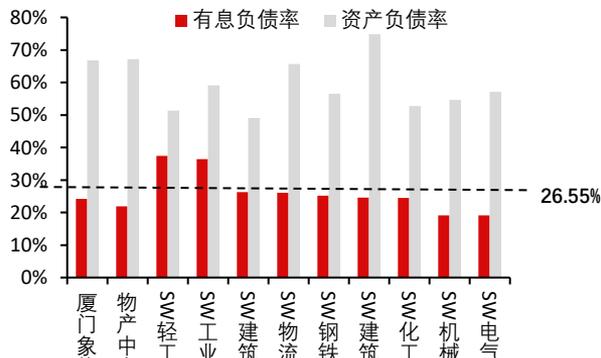
## 3.2 如何看待行业的周期性③ | 实际经营风险可控

- 实际经营风险仍可控：市场对行业风险的担忧源于其高杠杆经营风险，但企业通过商业模式转型等形式有效对冲了风险。
- 中杠杆。行业资产负债率60%以上，有息负债率仅约25%，处于中游行业中游水平。
- 低坏账风险。行业商业模式决定了其应收款项高的特点，但企业的坏账率较小，2019年坏账损失/利润总额均低于5%。
- 多元化布局降低风险，但其是把双刃剑。多元化布局（盈利能力更强）有利于增强企业抗风险能力，但也会降低业绩弹性；业务结构单一的企业则相反：周期下行时，其面临更大的经营压力，周期上行时，其拥有更大的业绩弹性，反而能尽享周期的红利。

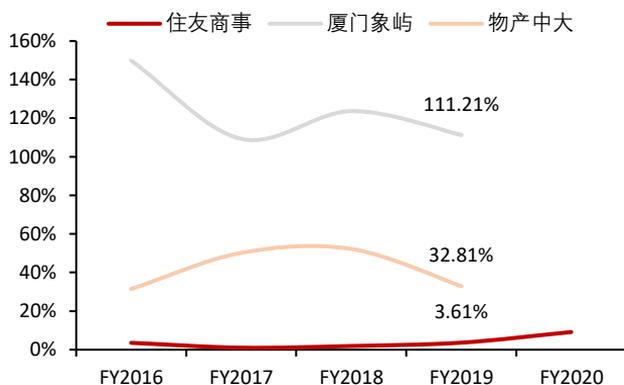
图表51：行业坏账损失/利润总额比例低

	坏账损失（亿元）			坏账损失/利润总额		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
厦门象屿	1.58	1.52	0.82	12.31%	8.18%	4.24%
物产中大	-0.43	-0.03	1.79	-1.13%	-0.07%	3.65%
厦门国贸	2.90	2.79	0.54	10.23%	8.36%	1.60%
建发股份	3.99	2.83	0.66	6.03%	2.70%	0.60%

图表48：行业有息负债率约25%，处于中游行业中游水平

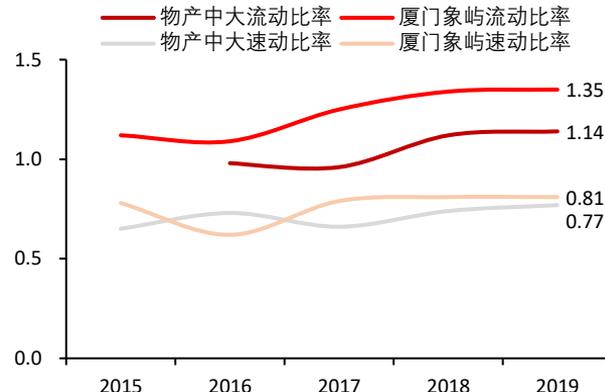


图表49：多元化布局的住友商事财务费用/净利润更低



注：厦门象屿聚焦供应链业务，住友商事、物产中大业务更多元化

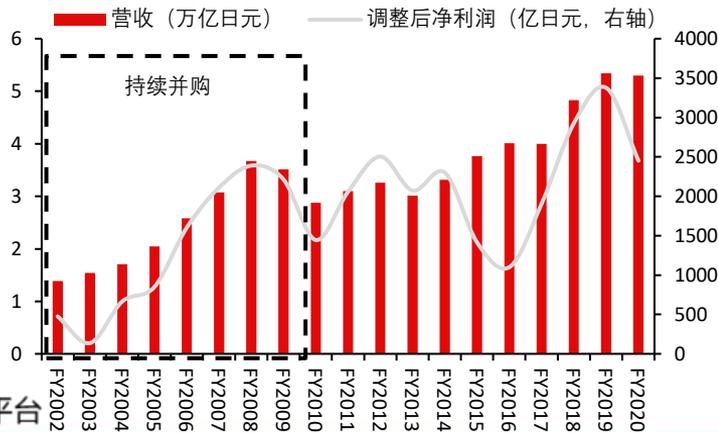
图表50：厦门象屿物产中大偿债能力



### 3.3 如何看待行业的成长性 | 内生增长稳健，外延仍有6倍空间

- **内生增长稳健**，当前头部企业均保持了10%以上的增速。同时，行业转型**赚取服务费的模式**，进一步拓宽了市场空间：2009年日本钢厂给出口贸易商和商社的佣金分别为1.2%、0.8%，即提供物流加工等增值服务可获得的收入是贸易收入的2/3。
- **并购决定扩张速度，仍有6倍成长空间**。供应链行业定制化服务的特点决定了并购是企业快速扩张的主要方式。我国大宗商品供应链行业集中度仍较低，如钢铁供应链头部企业物产中大市占率仅约4%。参考日本钢铁供应链龙头伊藤忠丸红钢铁商社2015年市占率25%测算（上游钢铁行业基本出清），我国企业仍有6倍提升空间。

图表52：日本巨头住友商事业绩随着持续的并购持续增长



## 3.4 两大预期差：高成长与低估值现象并存

- **特殊的商业模式和收入确认准则导致大宗商品供应链企业财务表现“失真”，高成长与低估值现象并存。**透过现象看本质，行业实际财务表现尚可，商业模式转型一方面对冲企业经营风险，另一方面也打开了成长空间（对标日本，约有6-7倍空间）。不论是确定性还是成长性，行业都存在预期差。
- **实际风险可控。**在周期下行时，企业经营压力加大，但头部企业的 $\alpha$ 抵消了部分风险（强大的套保能力、风险管控能力）；周期上行时，财务风险基本消除，企业将直接受益于周期的红利。**在2020年基建发力推动大宗商品周期阶段性上行的背景下，拥有 $\alpha$ 的头部企业有望迎来 $\beta$ 行情。**
- **内生外延双线成长。**限制行业成长的从来就不是空间，无论是盈利模式转型带来的内生增长还是并购带来的集中度提升均存在成长空间（约6-7倍），本质上看，**周期才是影响企业成长的核心因素。**

## 四、投资建议：兴于周期，成于格局

---

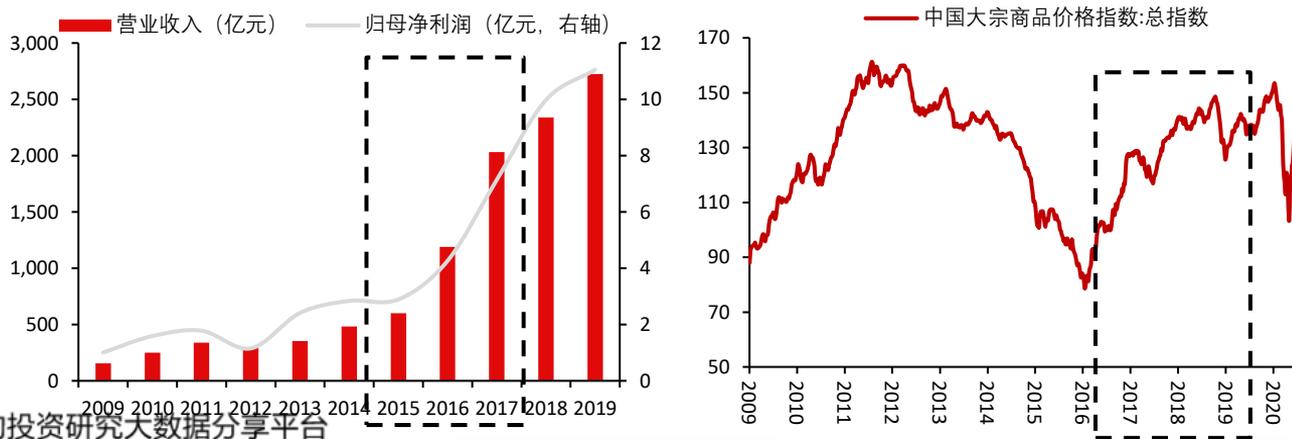
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 4.1 行业的大机会源于周期，加持于格局的改善

- 日本大宗商品供应链行业的三波行情来源于周期和行业集中度提升的红利，但其共同点是都发生在周期上行期，行业的大机会仍来源于周期。
- 同时，由于进入壁垒的差异，当前我国部分子赛道（如危化品供应链）已进入行业集中度提升通道，有望率先受益于行业竞争格局改善的红利。

图表53：厦门象屿营收与大宗商品价格指数相关性高



## 4.2 行业的大机会源于周期 | 周期和低资金成本的红利

- 对于行业中大多数赛道，2020年基建发力将直接拉动需求量的提升；同时，作为资金密集型行业，融资成本是利润的重要影响因素，而在2020年利率下行的背景下，行业同样将直接受益于低资金成本的红利。
- 当前市场中营收规模靠前的标的包括：物产中大、建发股份、厦门象屿、厦门国贸，其中，厦门象屿大宗商品供应链业务营收占比最大（96.9%），物产中大（96.3%）次之，而建发股份和厦门国贸均是双主业（供应链业务+房地产），且房地产业务是利润主要来源，毛利占比均在60%以上。

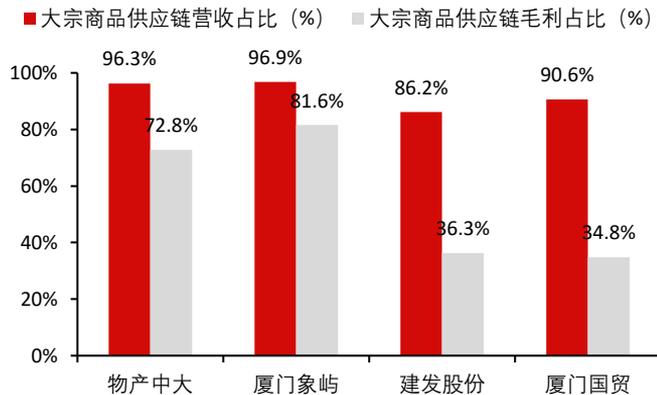
图表54：我国大宗商品供应链行业四大头部企业竞争力一览

单位：亿元	建发股份	物产中大	厦门象屿	厦门国贸
钢铁类	1532	1322 (1.4%)	1056 (2.1%)	1012
林产品	579		29	137
化工材料		469 (1.4%)	385	
农产品			224 (5.9%)	
煤炭		357 (1.3%)	290	139
汽车		365 (4.4%)		
有色金属			640	604
合计	2870 (2.6%)	3423 (1.8%)	2639 (2.7%)	2035 (1.2%)
市值：亿元	266	232	144	129

竞争力	一般	中	强	较强

注：竞争力依据营收排序，括号内为2019年营收，括号外为2019年毛利率，市值截至20200731

图表55：四大头部企业营收和毛利占比

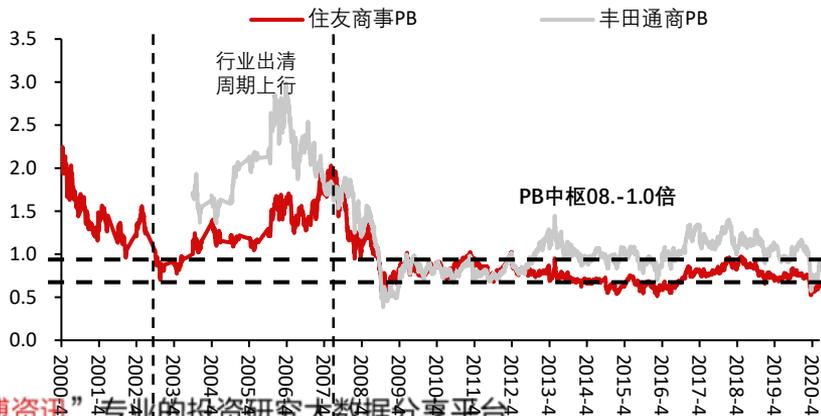


注：财务数据来源于2019年年报

## 4.2 行业的大机会源于周期 | 头部企业均处于历史估值底部

- 行业出清后，日本大宗商品供应链行业估值可划分为两段：
  - ① 行业出清初期，行业巨头通过兼并收购加速行业出清，在大宗商品上行周期的推动下，行业PB最高甚至达到3.0倍；
  - ② 2009年以来，行业格局基本确定，形成寡头垄断格局，PB中枢保持在0.8-1.0倍。
- 我国当前行业集中度仍较低，但行业估值经过2016-2019年的消化，PB已回落至0.8-1.0倍，与日本当前PB中枢一致，但考虑到我国行业尚未出清，企业仍有较大成长空间，估值相对低估。

图表56：日本行业巨头PB



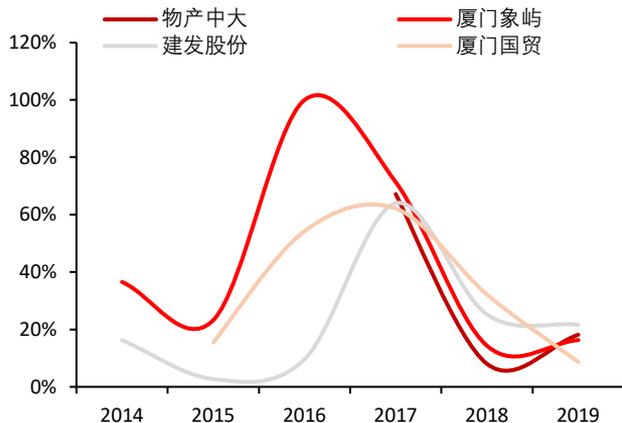
图表57：我国企业估值已消化至合理区间



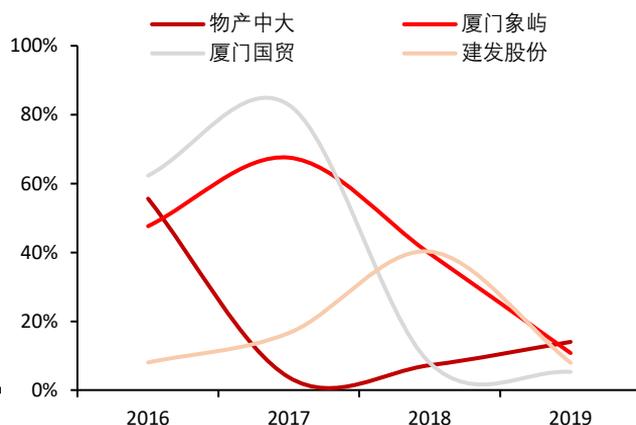
## 4.2 行业的大机会源于周期 | $\beta$ 贡献收益, $\alpha$ 平衡风险

- 高弹性标的受益。业务相对单一的企业虽然在周期下行时面对更大的经营压力，但在周期上行时弹性 ( $\beta$ ) 更大，反而能尽享周期的红利。

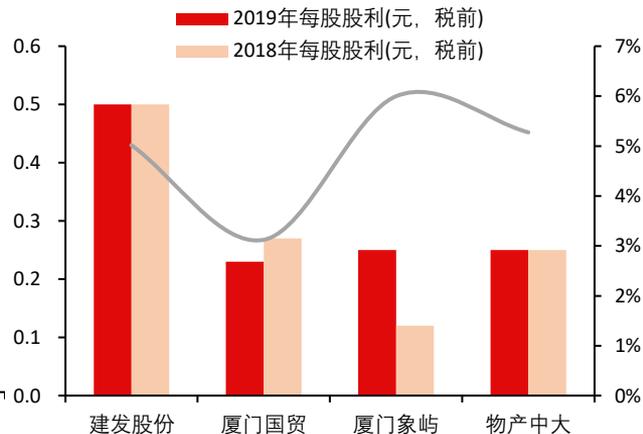
图表58: 厦门象屿营收弹性最大



图表59: 厦门象屿归母净利润增速高



图表60: 建发股份每股股利最高



注: 股息率根据20200708收盘价测算

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源: Wind, 方正证券研究所

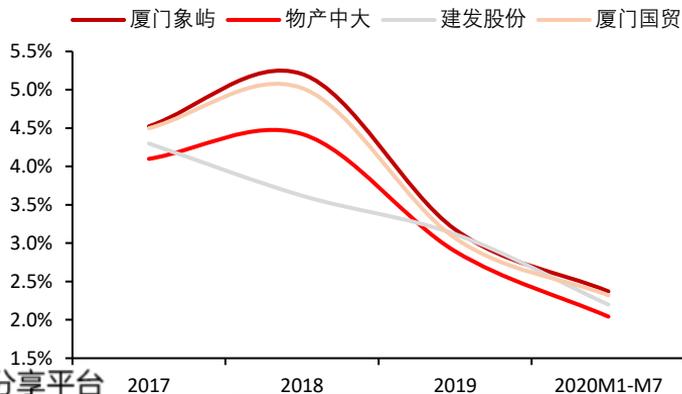
## 4.2 行业的大机会源于周期 | $\beta$ 贡献收益, $\alpha$ 平衡风险

- 行业服务本质上是无差异的，决定企业竞争力 ( $\alpha$ ) 的因素为资产周转率（无可比性—公司间业务结构和商业模式存在差异）、风险管控能力（套保能力、坏账管控能力）和成本（资金成本、采购成本）等。
- 风险管控能力：物产中大套保能力突出。套保业务的盈亏情况衡量了对冲自营业务面临的价格波动风险能力，其意义在于对冲风险，而非盈利。物产中大套保损益波动性最小，基本处于盈亏平衡状态，套保能力最突出。
- 物产中大融资成本最低。大宗商品供应链行业是资金密集型行业，资金成本直接影响公司的盈利能力。国企在授信以及资金成本方面具有相对优势，而四大头部企业均为国企，其中，物产中大融资成本最低，其背后反映的是物产中大突出的风险管控能力、领先的盈利能力。
- 建议关注厦门象屿（弹性最大）；物产中大（行业龙头）；建发股份（高股息低估值）；厦门国贸（业绩增长稳健）。

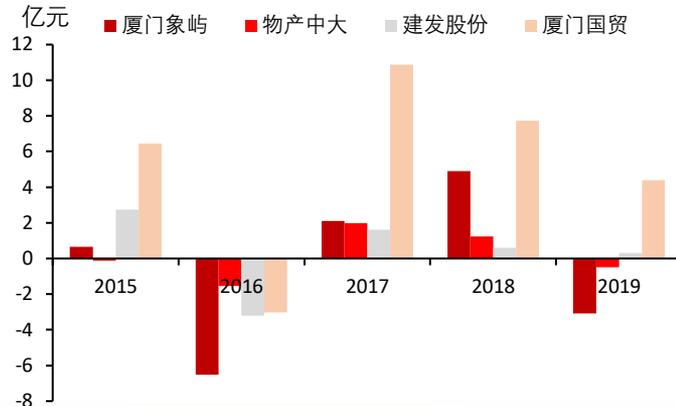
图表61：四大头部企业评级情况

公司名称	2017-2019	2020.6
厦门象屿	AA+	AAA
物产中大	AAA	AAA
建发股份	AAA	AAA
厦门国贸	AAA	AAA

图表62：物产中大超短融发行利率最低



图表63：物产中大套保损益基本盈亏平衡，波动性最小



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

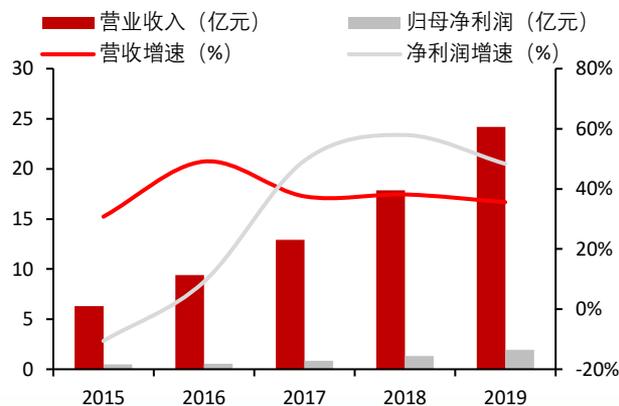
## 4.3 格局改善的红利 | 危化品供应链：牌照业务

- **行业特点：强牌照、高定价权。**与传统赛道不同的是，危化品供应链是具有资质准入门槛的牌照业务，且在2015年天津港爆炸事故后，政府监管、资质审批更加严格，导致危化品仓储资源快速收缩，形成了卖方市场。同时，行业开启并购期，行业集中度开始提升。
- **并购打开成长空间。**密尔克卫自2018年上市以来通过持续的并购，迅速扩张，2015-2019年营收、净利润CAGR均达40%。
- **建议关注密尔克卫（资质健全的优质头部企业），**有望继续受益于持续的并购以及卖方市场的红利。

图表64：上市以来密尔克卫持续收购

首次披露日	交易标的	交易总价值(亿元)
2018-08-28	天津至远100%股权	2.06
2018-12-06	宝华物流82%股权	1.44
2019-03-29	振义发展100%股权	1.45
2019-04-10	东旭物流100%股权	1.39
2019-11-07	天津港中化60%股权	0.90
2019-12-17	山东华瑞特100%股权	0.32
2020-05-22	瑞鑫化工65%股权	1.04

图表65：密尔克卫业绩高速增长



- 基建投资不及预期
- 大宗商品价格大幅下滑
- 并购风险
- 商业模式转型不及预期

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载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。

## 致谢

“慧博资讯”感谢实习生钟琪对本报告的贡献。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### **公司投资评级的说明**

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### **行业投资评级的说明**

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

# 专注 专心 专业

联系人：周延宇 邮箱：zhouyanyu@foundersc.com



## 方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>