

浙商中拓 (000906)

证券研究报告

2021年06月19日

十年十倍，高增长可期

供应链大行业、小公司，龙头增长空间大

大宗商品供应链是典型的大行业、小公司格局。中国的大宗商品供应链市场容量高达数十万亿元，但是2020年四家头部上市公司的合计市场份额不足10%，份额提升空间大。同时，2019年国内大宗商品供应链龙头的营业收入仅为国外龙头的1/4左右，而中国消费了全球一半左右的主要大宗商品，所以国内大宗供应链企业的增长空间大。

龙头具备竞争优势，市场份额持续提升

2010-20年头部供应链企业收入增速远高于大宗供应链市场规模，体现为头部公司市场份额提升。四家头部公司都是地方国企，一方面依托融资成本、风控体系等优势，在大宗商品价格波动中不断提高市场份额；另一方面依托灵活的市场化机制，在低利润率的市场中稳定盈利，实现可持续发展。随着规模扩大，头部公司的竞争优势将进一步加强，保持规模和优势的正向循环。

浙商中拓激励优厚，有望持续高增长

大宗供应链的业务发展需要员工去开发客户、拓展品类、扩大区域、把控风险，所以员工激励尤为重要。浙商中拓对员工的股权激励时间早、力度大、兑现要求高，奖金激励力度行业领先，有望招募和留住优秀的人才，实现收入和利润的更快增长。2009-20年，浙商中拓营收增长12倍，净利润增长41倍。在大宗商品供应链这个庞大且分散的市场里，浙商中拓有望依托竞争优势和优厚激励，实现持续高增长，规模达到行业龙头水平。

盈利预测与估值：竞争优势和优厚激励有望推动浙商中拓业务高增长，预计2021-23年收入增速69%、30%、24%，归母净利润9、12、16亿元，根据EVA和可比公司平均PE，给予公司2021年目标价24.81元，给予“买入”评级。

风险提示：现有核心业务竞争加剧，新业务拓展缓慢，大宗商品价格大幅下跌，竞争对手加大激励力度。

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	13.05元
目标价格	24.81元

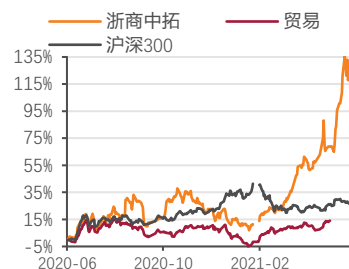
基本数据

A股总股本(百万股)	674.44
流通A股股本(百万股)	666.18
A股总市值(百万元)	8,801.39
流通A股市值(百万元)	8,693.69
每股净资产(元)	4.47
资产负债率(%)	83.46
一年内最高/最低(元)	13.75/0.00

作者

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73,463.91	108,976.53	183,975.55	239,530.55	297,412.49
增长率(%)	16.07	48.34	68.82	30.20	24.16
EBITDA(百万元)	1,225.18	1,387.38	2,637.79	3,475.92	4,359.21
净利润(百万元)	536.27	555.14	889.56	1,232.40	1,561.36
增长率(%)	75.30	3.52	60.24	38.54	26.69
EPS(元/股)	0.73	0.75	1.28	1.74	2.23
市盈率(P/E)	17.97	17.30	10.23	7.49	5.85
市净率(P/B)	2.75	2.85	1.97	1.67	1.40
市销率(P/S)	0.12	0.08	0.05	0.04	0.03
EV/EBITDA	3.86	3.60	5.34	4.19	3.87

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 供应链大市场，小公司.....	4
1.1. 供应链市场大，公司增长空间大.....	4
1.2. 行业集中度低，份额提升潜力大.....	4
1.3. 对比海外龙头，国内龙头增长潜力大.....	5
1.4. 龙头十年十倍，未来有望继续高增长.....	5
2. 龙头竞争优势凸显，市场份额持续提升.....	6
2.1. 成本优势：国企优于民企.....	6
2.2. 效率优势：竞争优于垄断.....	7
2.3. 风控优势：龙头优于中小企业.....	8
2.4. 盈利优势：浙商中拓行业领先.....	8
3. 浙商中拓激励优厚，有望持续高增长.....	9
3.1. 激励时间和力度行业领先.....	9
3.2. 扩品类、拓区域实现增长.....	11
3.3. 多渠道拓宽资本金约束.....	11
4. 盈利预测和目标价.....	12
4.1. 盈利有望持续高增长.....	12
4.2. 目标价 24.72 元.....	13
5. 风险分析.....	14

图表目录

图 1：中国主要大宗商品市场容量数十万亿元.....	4
图 2：中国重点钢企销量中贸易商占比 40%左右.....	4
图 3：三家头部供应链企业的核心品类合计市场份额还很低.....	4
图 4：头部供应链企业的钢材市场份额在提升.....	4
图 5：2020 年中国消费了全球一半左右的大宗商品.....	5
图 6：中国大宗供应链龙头企业规模仅国际巨头的 1/4.....	5
图 7：2019 年日本商社的工业和消费业务收入占比高.....	5
图 8：2019 年日本商社的工业和消费业务净利润占比高.....	5
图 9：2010-20 年头部公司供应链营收大幅增长.....	6
图 10：2010-20 年头部公司供应链净利润大幅增长.....	6
图 11：大宗商品供应链行业渗透率提升、集中度提高.....	6
图 12：部分上市公司收缩供应链业务规模.....	6
图 13：在收入上，2020 年头部供应链公司以国企为主.....	7
图 14：2020 年供应链地方国企和民央企资利率较低.....	7
图 15：地方国企和民企效率更高，增速更快.....	7
图 16：2020 年供应链地方国企和民企的周转更快.....	8
图 17：2020 年供应链地方国企和民企的“毛利/总资产”更高.....	8

图 18: 2016-20 年头部公司的风险损失比例更低	8
图 19: 2016-20 年头部公司的坏账损失比例更低	8
图 20: 2020 年浙商中拓的 ROE 行业领先	9
图 21: 2020 年浙商中拓的 ROA 行业领先	9
图 22: 2020 年浙商中拓的资产周转率行业领先	9
图 23: 2020 年浙商中拓的权益乘数行业领先	9
图 24: 浙商中拓的人均薪酬大幅增长	10
图 25: 2020 年浙商中拓的人均薪酬位居行业前列	10
图 26: 浙商中拓部分品类呈现高增长	11
图 27: 境外有望成为业务重点拓展方向	11
图 28: 相比行业龙头, 浙商中拓各品类的增长空间大	11
图 29: 发行永续债和合伙企业入股子公司增加资本	12
图 30: 2016-20 年业务高增长, 负债率稳定	12

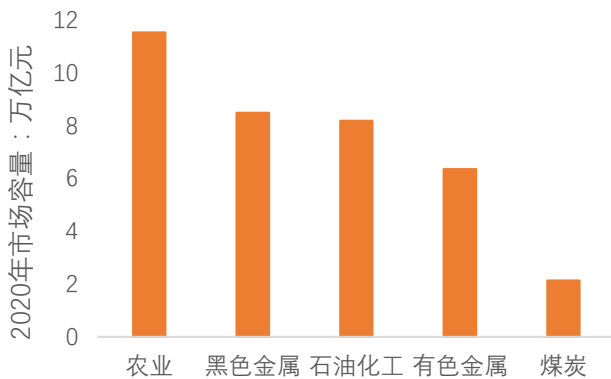
1. 供应链大市场，小公司

大宗供应链是典型的大行业、小公司格局。中国的市场容量高达数十万亿元，但是四家头部上市公司的合计份额不足 10%。国内供应链龙头的营收仅为国外龙头的 1/4，未来增长空间大。

1.1. 供应链市场大，公司增长空间大

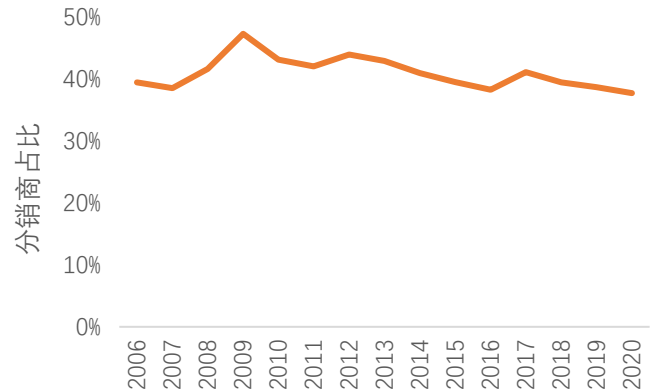
中国大宗供应链市场规模数十万亿元。中国钢铁、有色、石油、煤炭等行业营收都达到数万亿元，再考虑铁矿石、原油、有色金属等商品进口，总交易规模达到数十万亿元。供应链企业参与这些大宗商品的采购和销售，发展空间庞大。

图 1：中国主要大宗商品市场容量数十万亿元



资料来源：Wind，国家统计局，海关总署，天风证券研究所

图 2：中国重点钢企销量中贸易商占比 40%左右



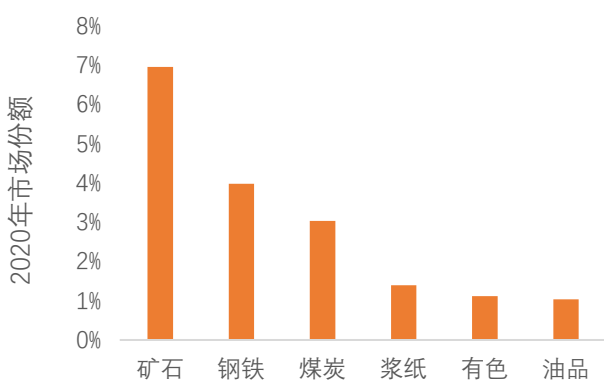
资料来源：Wind，中国钢铁工业协会，天风证券研究所

供应链企业逐渐参与工业品、消费品交易。除了大宗商品，供应链企业还经营汽车、浆纸、机电产品、食品等贸易业务。工业品和消费品市场更为庞大，为供应链企业发展提供了更大空间。

1.2. 行业集中度低，份额提升潜力大

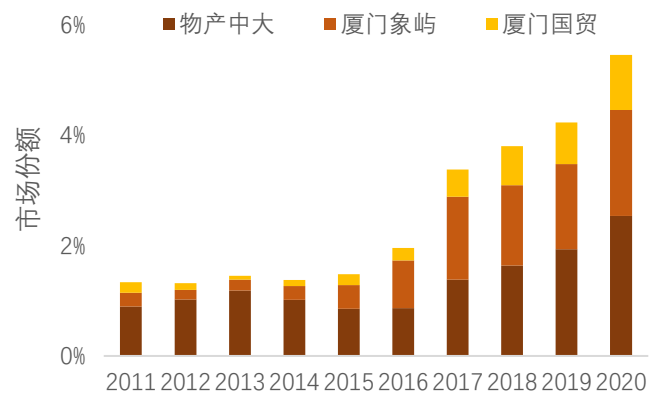
大宗供应链行业的集中度偏低。2020 年四家上市的头部供应链公司合计业务收入不足 1.5 万亿，在数十万亿元的市场中占比较低。分品类看，三家头部公司各品类合计市场份额都在 10%以下。即使按照钢材业务贸易商分销的比例 40%计算，三家头部公司在分销市场的份额仅 10%左右。

图 3：三家头部供应链企业的核心品类合计市场份额还很低



资料来源：Wind，国家统计局，债券募集说明书，天风证券研究所

图 4：头部供应链企业的钢材市场份额在提升



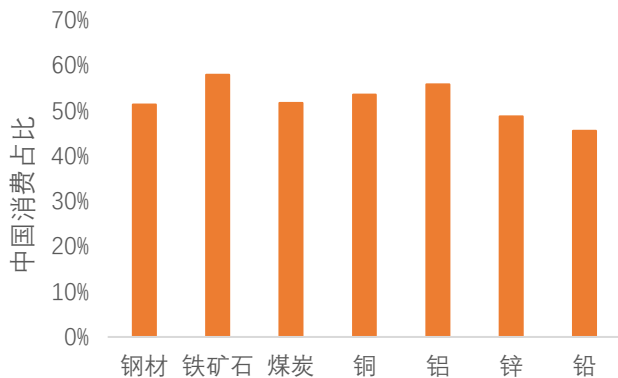
资料来源：Wind，国家统计局，债券募集说明书，天风证券研究所

2016 年以来头部公司市场份额快速提高。一方面，供给侧改革推动大宗商品行业集中度提高，分销环节的集中度也提高。另一方面，大宗商品涨价推升垫资需求，头部公司利用资金优势扩大份额。

1.3. 对比海外龙头，国内龙头增长潜力大

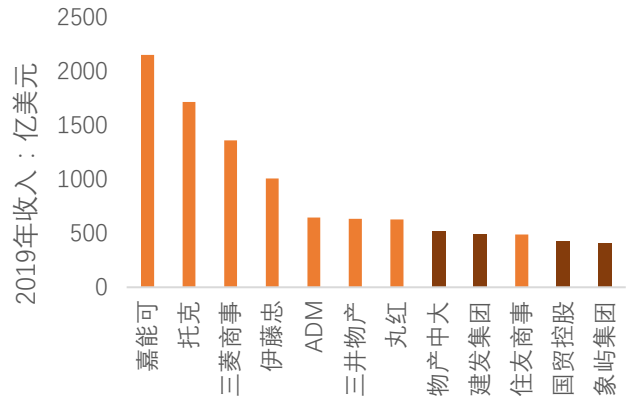
中国消费全球一半左右大宗商品，有机会孕育出全球大宗供应链龙头。中国消费了全球主要大宗商品一半左右数量，而且很多商品通过进口获得。在这个巨大的流通市场，中国的供应链企业有望发展成为全球龙头。但是到 2019 年，中国的供应链企业规模还只有海外龙头的 1/4，未来成长空间大。

图 5：2020 年中国消费了全球一半左右的大宗商品



资料来源：Wind，国际钢铁协会，美国地质调查局，BP，海关总署，智利国家铜业委员会，中国有色金属工业年鉴，天风证券研究所

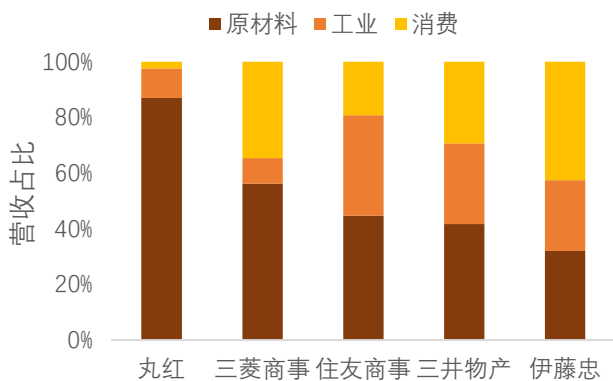
图 6：中国大宗供应链龙头企业规模仅国际巨头的 1/4



资料来源：Wind，2020 年《财富》世界 500 强，天风证券研究所

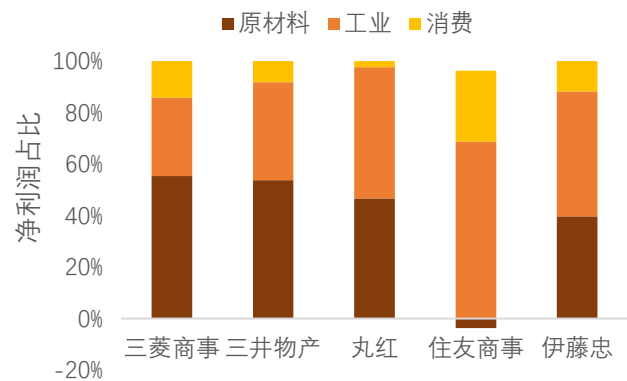
海外市场还有较大的增长空间。参考欧美大宗商品贸易商、日本商社的发展经验，即使本国市场停止增长，海外市场还能支撑增长；即使大宗商品需求停止增长，工业品和消费品还能大幅增长。

图 7：2019 年日本商社的工业和消费业务收入占比高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 8：2019 年日本商社的工业和消费业务净利润占比高

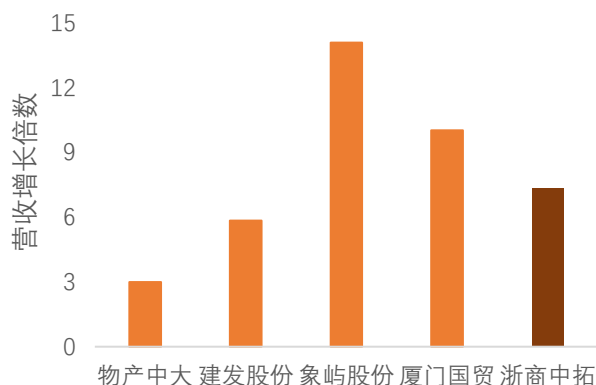


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

1.4. 龙头十年十倍，未来有望继续高增长

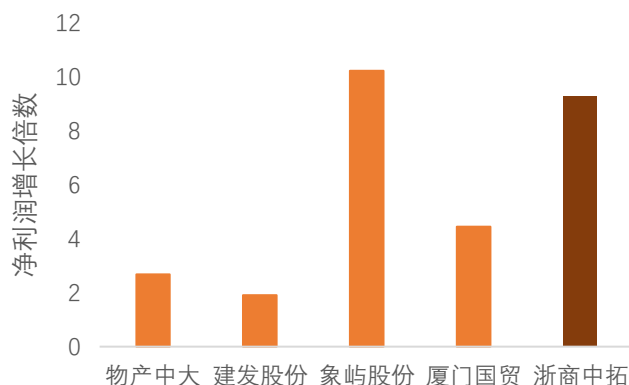
过去十年，头部供应链公司高增长。2010-2020 年，部分供应链头部公司收入和利润增长近 10 倍，其余公司也呈现高增长，增速高于大宗商品消费总额。

图 9：2010-20 年头部公司供应链营收大幅增长



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

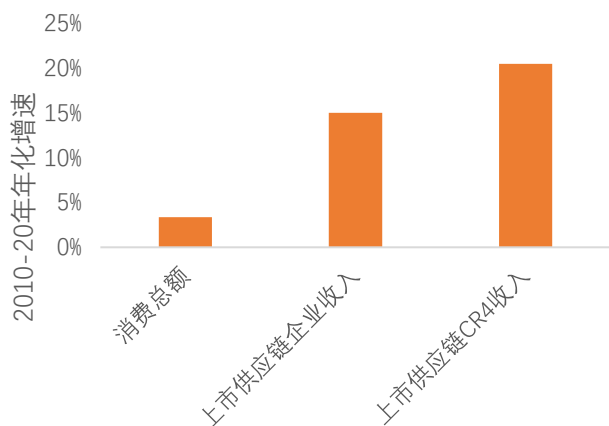
图 10：2010-20 年头部公司供应链净利润大幅增长



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

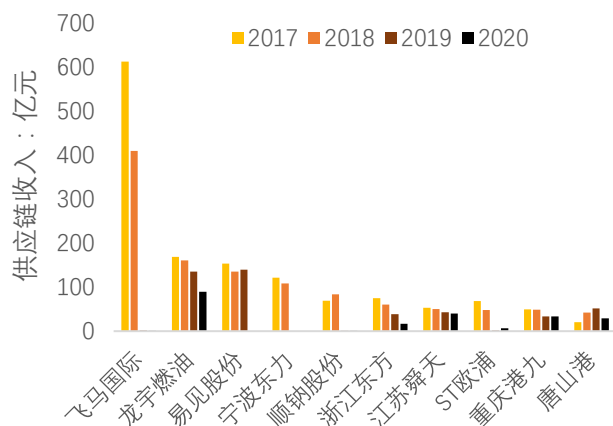
高增长来自市场渗透率提升和行业集中度提高。专业化分工促使越来越大制造企业采用外部的供应链服务，表现为渗透率提升。头部公司具备竞争优势，增速高于行业均值，表现为市场份额不断提高。

图 11：大宗商品供应链行业渗透率提升、集中度提高



资料来源：Wind，国家统计局，公司公告，天风证券研究所

图 12：部分上市公司收缩供应链业务规模



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

部分竞争者退出大宗供应链行业。在头部公司高增长的同时，部分中小企业供应链业务规模萎缩，甚至退出供应链业务，为头部公司提供了增长空间。这背后是中小竞争者不具备竞争优势，增长受限、盈利微薄。

2. 龙头竞争优势凸显，市场份额持续提升

供应链头部公司的市场份额持续提升。地方国企依托融资成本、采购规模、周转效率、风控体系等优势，在大宗商品价格波动中不断提高市场份额。随着规模扩大，头部公司的竞争优势将进一步加强，保持规模和优势的正向循环。

2.1. 成本优势：国企优于民企

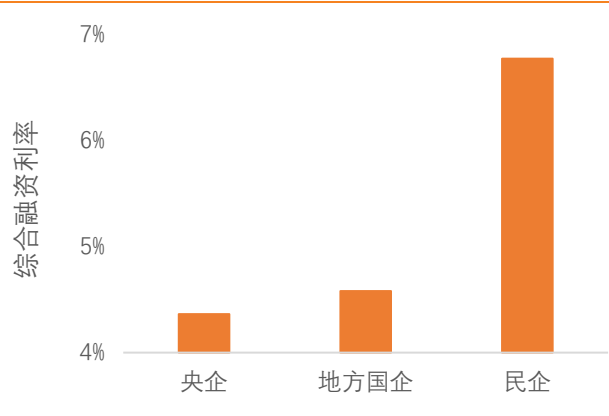
国企成本优势明显，对民企形成竞争壁垒。国内前四大供应链企业都是地方国企，民企的规模明显偏小。这背后，是国企的融资能力更强、融资成本更低，能支撑更大的业务规模。而规模扩大后，采购成本、融资成本、物流成本、信息成本都会进一步下降，加强竞争优势。

图 13：在收入上，2020 年头部供应链公司以国企为主



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 14：2020 年供应链地方国企和央企资利率较低



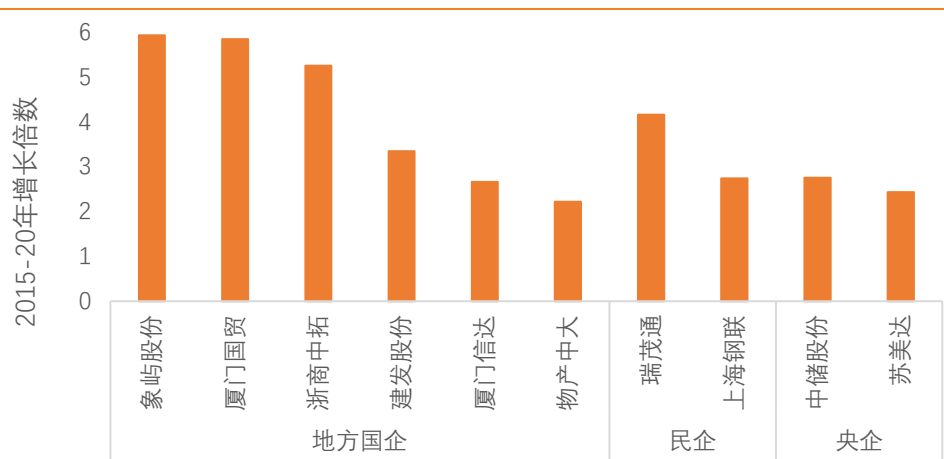
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

供应链金融是信用派生的重要渠道。中小企业抵押物少、信用等级低，融资难成为普遍问题。大宗供应链企业能基于中小企业的实际商流，针对在途库存进行融资，能有效缓解资金压力。国有供应链企业在这融资成本上具有优势，在供应链金融业务上具有竞争力。

2.2. 效率优势：竞争优于垄断

地方国企和民企的周转效率高，实现更快增长。供应链业务的核心价值在于高周转来降低客户的成本。民企和地方国企经营更加灵活，总资产周转率更高，业务增速更快。

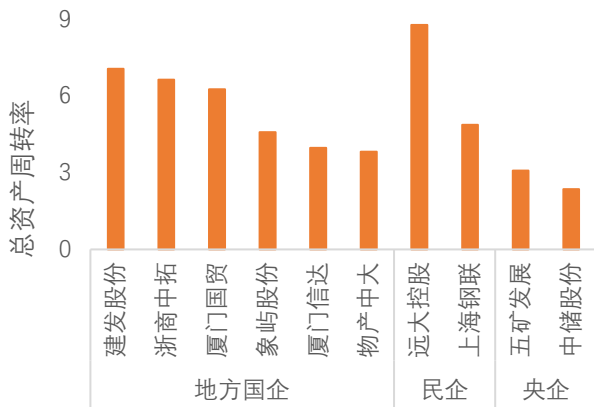
图 15：地方国企和民企效率更高，增速更快



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

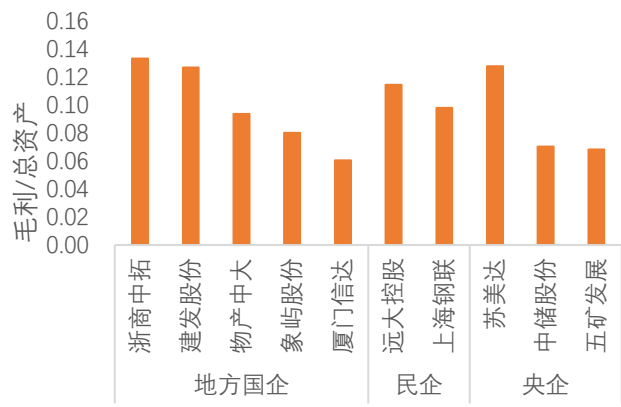
国企和民企的成本效率更高，业务更具竞争力。供应链业务利润率低，需要精细化管理才能实现良好的盈利。地方国企和民企更加市场化，成本控制更为严格，所以“毛利/总资产”较高。

图 16：2020 年供应链地方国企和民企的周转更快



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 17：2020 年供应链地方国企和民企的“毛利/总资产”更高

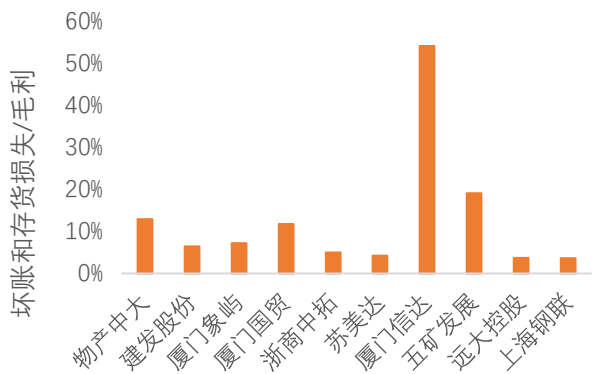


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2.3. 风控优势：龙头优于中小企业

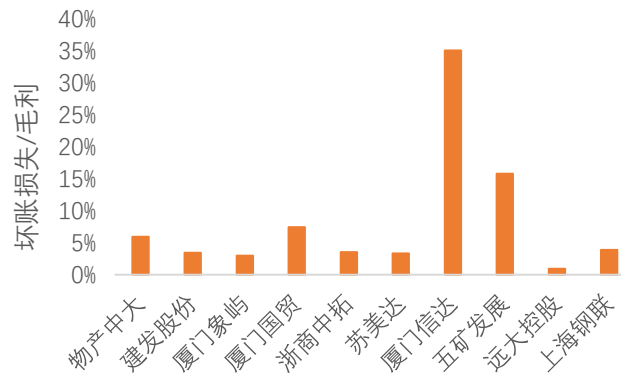
头部公司的风险损失比例更低。2020 年营业收入前五的大宗供应链上市公司，在 2016-20 年平均的坏账和存货减值损失占毛利的比例较低，而规模小的供应链企业的损失比例更高。经过多年发展，头部供应链企业建立了完善的风控体系，损失比例较低且较为稳定。

图 18：2016-20 年头部公司的风险损失比例更低



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 19：2016-20 年头部公司的坏账损失比例更低



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

中小供应链企业在周期低谷出现风险事件。在大宗商品价格下跌、信用环境收紧时，中小供应链企业会暴露风险问题。2018 年多家供应链企业出现巨额亏损、破产、查封。而头部供应链企业经营比较稳定，未出现重大风险事件。

表 1：大宗供应链的中小企业在经济周期低谷出现风险事件

公司	高峰期营收：亿元	事件
上海物贸	975	2015 年资产减值损失 16 亿元，亏损 17 亿元，业务大幅萎缩
五矿发展	2033	2015 年资产减值损失 30 亿元，亏损 60 亿元，业务大幅萎缩
宁波东力	236	2018 年供应链子公司年富供应链破产清算
顺钠股份	83	2018 年供应链子公司浙江翰晟被查封
飞马国际	614	2018 年资产减值损失 21 亿元，亏损 24 亿元，进入重整程序
欧浦智网	69	2018 年资产减值损失 21 亿元，亏损 42 亿元，控股股东破产
厦门信达	838	2019 年资产减值损失 18 亿元，亏损 26 亿元，业务收缩
易见股份	153	2020 年年报无法按时披露，因审计回函比例低

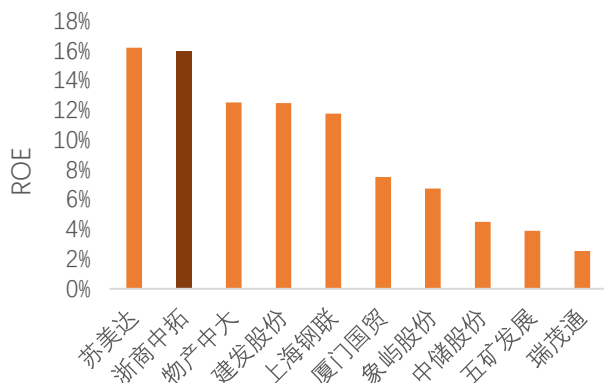
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2.4. 盈利优势：浙商中拓行业领先

头部供应链公司的盈利能力较强。四家头部供应链公司的 ROE 在 10%左右，苏美达和浙商

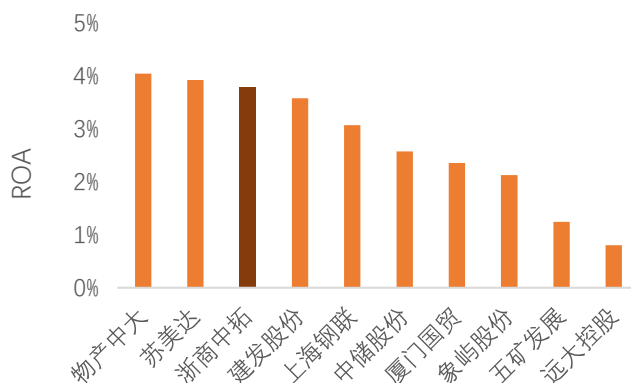
中拓 2020 年的 ROE 超过 15%，说明盈利能力较强。从杜邦分析角度看，高 ROE 来自高周转率和高权益乘数。

图 20：2020 年浙商中拓的 ROE 行业领先



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

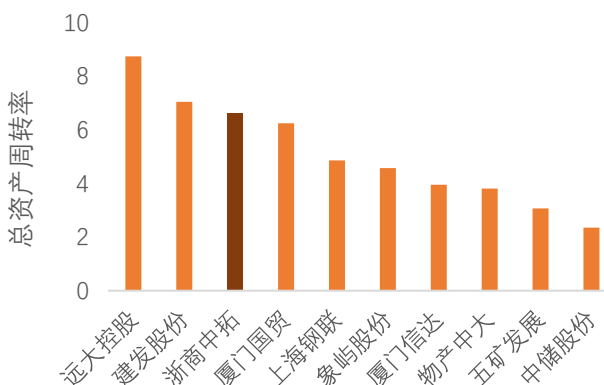
图 21：2020 年浙商中拓的 ROA 行业领先



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

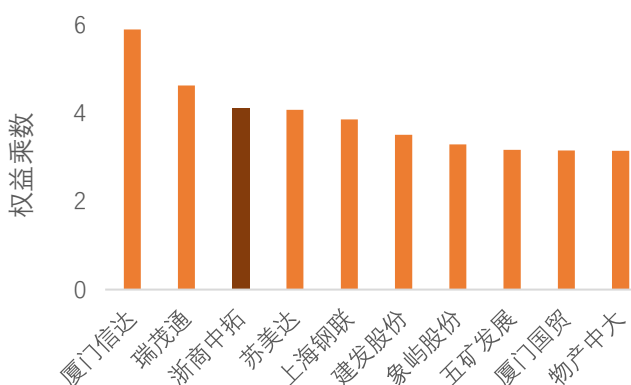
低利润率伴随着高周转率，ROA 并不低。市场认为供应链企业的毛利率和净利率低，盈利能力较低。但是低利润率伴随着高周转，ROA 水平并不低。大宗供应链的货值计入营业收入，导致财务特征接近商贸类公司，利润率难以和制造业企业比较。

图 22：2020 年浙商中拓的资产周转率行业领先



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 23：2020 年浙商中拓的权益乘数行业领先



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3. 浙商中拓激励优厚，有望持续高增长

浙商中拓的激励更为优厚，有望实现更快增长。大宗供应链的业务发展依靠人员增长。浙商中拓对员工的股权激励和奖金激励时间早、力度大、要求高，有望招募和留住优秀的人才，实现收入和利润的更快增长。

3.1. 激励时间和力度行业领先

股权激励带来业绩长期增长动力。在供应链头部企业中，浙商中拓率先实施员工持股、限制性股票和期权激励，累计股票数量占总股本比例超过 10%，占比最高，激励力度大。

表 2：浙商中拓的员工持股和股权激励最早、股权比例最高

公司名称	激励方式	授予日期	占授予前公司总股本
浙商中拓	员工持股	2015 年 8 月 25 日	2.86%
	限制性股票	2018 年 4 月 24 日	2.25%
	股票期权	2020 年 5 月 26 日	6.44%
物产中大	员工持股	2015 年 11 月 5 日	8.11%
	限制性股票	拟实施	2.9%
	员工持股	2016 年 7 月 29 日	1.70%
厦门象屿	限制性股票	2021 年 2 月 2 日	1.01%
	股票期权	2021 年 2 月 5 日	1.98%
厦门国贸	限制性股票	2020 年 9 月 16 日	1.19%
建发股份	限制性股票	2020 年 11 月 3 日	1.00%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

浙商中拓股权激励的业绩增长要求更高。浙商中拓限制性股票和股票期权，都要求业绩大幅增长，增速要求高于物产中大、建发股份和厦门国贸，与厦门象屿接近。

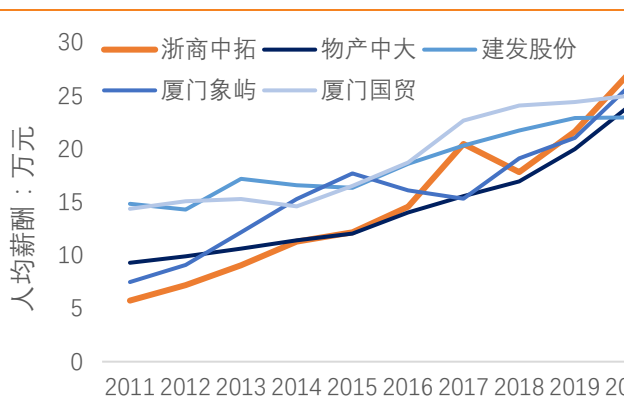
表 3：浙商中拓股权激励的授予/解锁增长要求高

公司名称	激励方式	浙商中拓	厦门象屿
授予/解锁条件	限制性股票	2016 年为基准，ROE 为 7.4%	2019 年为基准，EPS 为 0.45 元
		2018 年净利润增长>30%，ROE>8%；	2021 年 EPS 增长 20%，营收增长>40%
		2019 年净利润增长>75%，ROE>9%；	2022 年 EPS 增长 33%，营收增长>50%
		2020 年净利润增长>150%，ROE>12%	2023 年 EPS 增长 47%，营收增长>61%
授予/解锁条件	股票期权	2018 年为基数，ROE 为 10.94%	2019 年为基准，EPS 为 0.45 元
		2020 年净利润增长>40%，ROE>12%；	2021 年 EPS 增长 33%，营收增长>40%
		2021 年净利润增长>55%，ROE>12%；	2022 年 EPS 增长 58%，营收增长>50%
		2022 年净利润增长>70%，ROE>12%	2023 年 EPS 增长 91%，营收增长>61%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

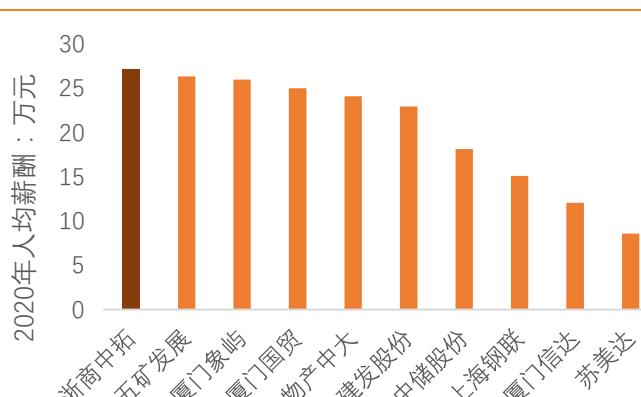
浙商中拓的薪酬吸引力将越来越强。2010-20 年，浙商中拓的人均薪酬增长 3.8 倍，从低于头部公司到超过头部公司。2020 年浙商中拓的人均薪酬已经高于行业主要的竞争对手。这背后是浙商中拓子公司和事业部更高的利润比例用于激励管理团队。

图 24：浙商中拓的人均薪酬大幅增长



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 25：2020 年浙商中拓的人均薪酬位居行业前列



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

新设子公司管理团队持股，激发活力。对于新拓展的品类/区域，管理团队拥有核心资源的，浙商中拓会成立合资子公司，快速做大业务。合资模式能充分利用双方的资源，又能发挥管理团队的积极性。合资模式行业领先，未来将继续推广。

表 4：浙商中拓新设子公司实行管理团队持股，提高增长动力

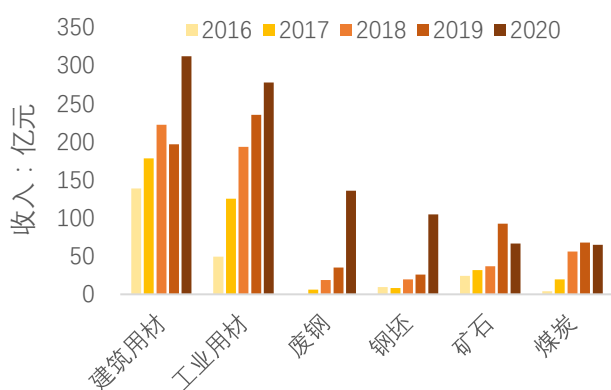
公司名称	成立时间	管理团队			主要业务
		出资人	持股比例	入股资金	
四川中拓	2010 年 7 月	晋钢集团（三人合资）	40%	3600 万元	销售钢铁产品
天津中拓	2015 年 11 月	马占宝	15%	450 万元	钢铁电商业务
益光国际	2015 年 12 月	王坚勇	49%	490 万美元	金属和金属矿石国际贸易
中拓新材料	2017 年 8 月	叶云峰	20%	2000 万元	工业线材预加工处理
中拓弘远	2018 年 5 月	叶春华、新湖瑞丰金融	30%	2100 万元	化工材料、焦炭焦煤等销售
江西中拓	2019 年 1 月	刘智辉	5%	300 万元	废钢回收、加工、销售
陕西中拓	2019 年 12 月	朱勇	15%	750 万元	西北地区黑色金属贸易

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3.2. 扩品类、拓区域实现增长

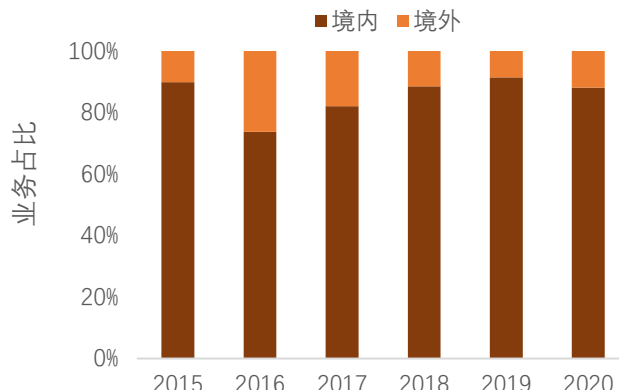
浙商中拓通过做大做强原有品类、拓展新品类来实现高增长。浙商中拓的优势品类钢材业务持续高增长，矿石和煤炭也保持较快增长。2020 年重点发展废钢、钢坯业务，实现爆发式增长。此外，浙商中拓还开拓和培育镍矿、化工、新能源等业务。对比同行，浙商中拓有色、化工、油品、浆纸业务还有很大增长空间。

图 26：浙商中拓部分品类呈现高增长



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

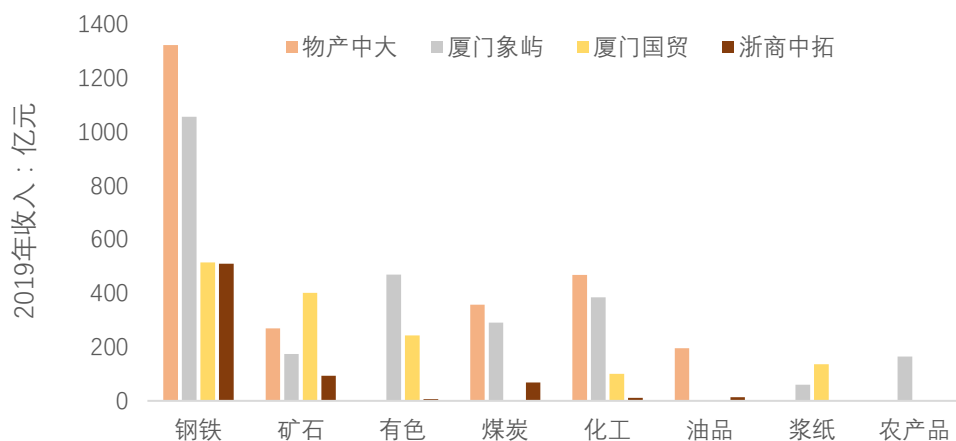
图 27：境外有望成为业务重点拓展方向



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

浙商中拓的业务从国内拓展到国外。参考国外竞争对手的发展历程，当本国经济增长放缓时，他国成为市场开拓的重要方向。浙商中拓也在积极布局海外市场，不仅参与进出口贸易，还开拓第三国市场。

图 28：相比行业龙头，浙商中拓各品类的增长空间大

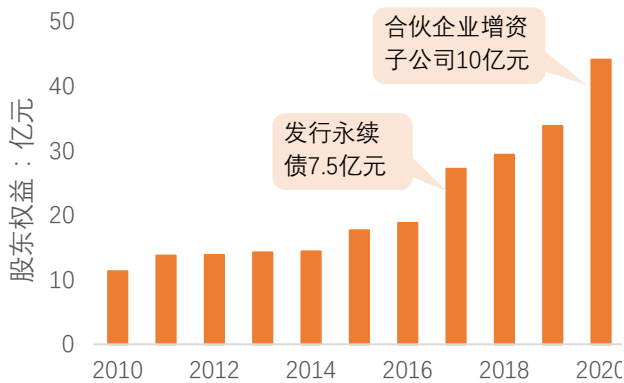


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3.3. 多渠道拓宽资本金约束

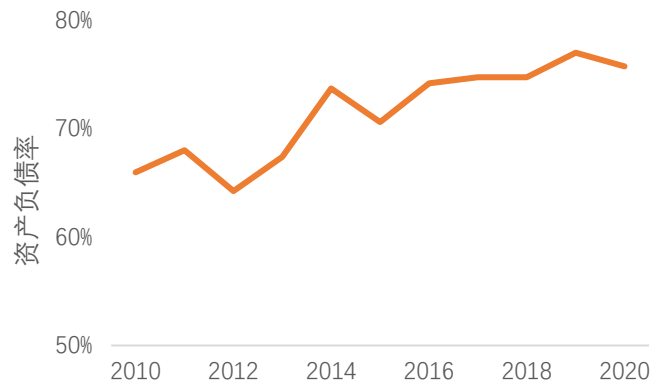
浙商中拓的留存利润不足以支撑业务高增长。2015-20 年浙商中拓的收入年复合增速高达 39%，超过留存利润带来的资本金增速。而供应链业务需要提供融资服务，所以浙商中拓通过发行永续债和合伙企业入股子公司来增加资本金，支撑业务发展。

图 29：发行永续债和合伙企业入股子公司增加资本



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 30：2016-20 年业务高增长，负债率稳定



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

永续债和合伙企业入股子公司既能增加权益资本，又不稀释股权。永续债计入权益资本，但是每年仅获得固定的利息。2020 年 11 月 12 日，浙商中拓获准发行不超过 10 亿元的永续债产品，2020 年 12 月 17 日发行第一期 2.5 亿元，利率 5.8%。合伙企业的优先级获得固定收益，浙商中拓作为劣后级获得剩余收益。2020 年 12 月 17 日合伙企业获准成立，浙商金控和浙江益商作为优先级出资 9 亿元，占 90% 份额，每年获得 5.5% 左右的分红回报率；浙商中拓出资 0.9 亿元，占 9% 份额，在股权回购时享有剩余收益。

物流金融模式有望打开发展的资金瓶颈。现有的供应链业务需要垫资，正在拓展的物流金融模式则引入外部资金提供融资服务，浙商中拓仅提供信息、交易和物流服务，对资本金消耗较少。因此，现有的资本金能支撑更大体量的业务，突破增长瓶颈。

4. 盈利预测和目标价

预计 2021-23 年浙商中拓的收入和利润继续高增长。根据 EVA 和可比公司平均 PE 估值法，给予目标价 24.81 元，“买入”评级。

4.1. 盈利有望持续高增长

假设浙商中拓核心品类销量高增长带动收入高增长。假设 2021-24 年建筑用材、工业用材和矿石的销量年化增速 20%，煤炭、钢坯、废钢和铁合金的销量增速逐年下降，所以整体销量较快增长。2021 年大宗商品价格上涨，推动收入加速增长。

假设 2021 年废钢和钢坯销量增速 100% 和 80%，之后快速下降。2020 年废钢和钢坯业务爆发式增长。2021 年初废钢月销量已经突破 100 万吨，全年销量较 2020 年的 540 万吨有望翻倍增长。2020 年钢坯业务收入增速比废钢还高，保守假设 2021 年销量增速大幅下降到 80%。随着业务规模扩大，预计两者销量增速都会大幅下降。

假设 2022 年开始大宗商品价格与 2021 年持平。由于无法判断大宗商品价格趋势，因此做中性假设，即未来价格与当期价格持平。

表 5：浙商中拓核心品类的营收增长预测

收入：亿元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
建筑用材	223	197	312	375	450	540	647
工业用材	193	235	278	451	541	650	780
废钢	19	35	136	374	560	728	874
钢坯	20	26	105	277	388	505	606
矿石	37	93	66	80	96	115	138
煤炭	56	68	65	108	140	168	202
铁合金	7	17	32	48	62	74	89

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

预计浙商中拓的净利润高增长，ROE 提升。业务发展带动收入高增长，规模效应使三费与营业收入的比例下降，导致净利润更快增长。留存利润带来的股东权益增速低于净利润增速，所以 ROE 提升。

表 6：浙商中拓的核心财务指标预测

指标	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	632.94	734.64	1089.77	1839.76	2395.31	2974.12	3579.66
yoy	46.80%	16.07%	48.34%	68.82%	30.20%	24.16%	20.36%
毛利率	2.32%	2.22%	2.02%	1.98%	2.00%	2.03%	2.04%
三费/营业收入	1.44%	1.39%	1.08%	1.15%	1.12%	1.12%	1.14%
净利润（亿元）	3.06	5.36	5.55	8.90	12.32	15.61	18.79
yoy	51.03%	75.30%	3.52%	60.24%	38.54%	26.69%	20.35%
ROE	10.94%	16.76%	17.95%	19.92%	23.34%	24.78%	24.92%
ROA	2.64%	3.94%	3.43%	3.03%	4.28%	3.65%	4.38%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

4.2. 目标价 24.81 元

综合 EVA 估值法和可比公司 2023 年预期平均 PE，浙商中拓的目标价为 24.81 元。

根据 EVA 估值，浙商中拓的每股合理价值为 30.68 元。供应链业务融资服务导致现金流波动大、可靠性低，而经济利润相对稳定、可靠，所以采用 EVA 估值法。由于供应链行业风险事件较多，因此给予更高的风险溢价。对经济利润进行贴现，得到每股价值。

表 7：浙商中拓的贴现率核心假设

指标	假设
无风险利率	3.5%
风险溢价	8%
贝塔	0.88
半显性期增长率	5%
永续增长率	1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2023 年平均预期 PE，浙商中拓的每股合理价值为 18.93 元。考虑到 2021-23 年浙商中拓的净利润增速更高，所以采用 2023 年作为可比年度。可比公司选择物产中大、厦门象屿、苏美达等业务类似的公司。

表 8：浙商中拓的可比公司盈利预测和估值

代码	名称	股价(元)	EPS(元)			PE		
		20200618	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600704.sh	物产中大	9.00	0.71	0.76	0.91	12.69	11.81	9.90
600057.sh	厦门象屿	5.96	0.76	0.88	1.05	7.89	6.81	5.69
600710.sh	苏美达	6.06	0.49	0.55	0.61	12.40	11.09	9.89
	平均					10.99	9.90	8.49
000906.sz	浙商中拓	13.05	1.28	1.74	2.23	10.23	7.49	5.85

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

5. 风险分析

现有核心业务竞争加剧。现有的钢材、矿石、煤炭等业务竞争较为激烈，浙商中拓有增长放缓迹象。如果行业头部公司加大竞争力度、大量中小竞争者涌入，那么浙商中拓的业务增速可能放缓，利润率可能下降。

新业务拓展速度缓慢。浙商中拓正在拓展废钢、有色金属、新能源等业务。这些业务具有自身特点，在发展过程中可能面临一系列问题和风险，导致增长缓慢，甚至出现反复，那么公司整体的发展将放缓。

大宗商品价格大幅下跌。尽管大宗商品价格下跌对利润率影响较小，但是会影响营业收入，从而导致净利润增长放缓。如果短时间内大宗商品价格大幅下跌，可能会产生存货减值损失和坏账损失。

竞争对手加大激励力度。供应链业务拓展依赖业务人员，浙商中拓的激励最早、力度最大、要求最高。如果竞争对手大幅增加激励力度，那么可能导致浙商中拓业务人员流失，收入和利润增速下降。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,514.19	3,645.73	5,519.27	7,185.92	8,922.37
应收票据及应收账款	3,745.02	4,445.29	9,381.69	8,620.62	13,731.90
预付账款	2,419.35	3,015.43	6,162.95	5,784.17	9,046.41
存货	4,343.04	4,585.98	10,493.55	9,134.84	15,230.89
其他	326.64	765.95	686.30	825.29	879.47
流动资产合计	13,348.24	16,458.39	32,243.76	31,550.83	47,811.04
长期股权投资	447.56	618.16	768.16	918.16	1,068.16
固定资产	339.59	432.13	480.22	518.78	548.01
在建工程	22.29	62.92	61.75	61.05	60.63
无形资产	129.81	323.60	349.98	373.21	393.27
其他	426.05	303.76	540.22	409.06	406.92
非流动资产合计	1,365.30	1,740.57	2,200.34	2,280.26	2,476.99
资产总计	14,713.54	18,198.96	34,501.49	33,850.21	50,313.53
短期借款	3,477.33	3,279.58	10,038.63	11,824.07	15,554.23
应付票据及应付账款	4,917.91	5,359.10	11,996.95	10,594.68	17,449.47
其他	2,813.22	5,020.45	6,315.03	4,292.11	8,858.04
流动负债合计	11,208.47	13,659.13	28,350.62	26,710.87	41,861.74
长期借款	64.28	71.96	134.05	102.20	117.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	57.21	55.49	74.80	62.50	64.27
非流动负债合计	121.49	127.45	208.85	164.70	181.41
负债合计	11,329.96	13,786.58	28,559.47	26,875.57	42,043.15
少数股东权益	183.86	1,320.38	1,477.36	1,694.84	1,970.37
股本	674.66	674.44	674.44	674.44	674.44
资本公积	630.97	666.37	666.37	666.37	666.37
留存收益	1,824.76	2,200.22	2,790.23	3,605.37	4,625.57
其他	69.33	(449.02)	333.63	333.63	333.63
股东权益合计	3,383.58	4,412.38	5,942.02	6,974.65	8,270.38
负债和股东权益总计	14,713.54	18,198.96	34,501.49	33,850.21	50,313.53

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	579.27	623.47	889.56	1,232.40	1,561.36
折旧摊销	48.77	58.02	66.69	78.92	91.12
财务费用	389.66	573.95	1,095.49	1,368.18	1,708.92
投资损失	(196.14)	72.83	(33.11)	(33.11)	(33.11)
营运资金变动	(456.75)	3,793.60	(6,196.55)	(946.74)	(3,099.13)
其它	(298.02)	(3,957.18)	156.98	217.48	275.53
经营活动现金流	66.78	1,164.68	(4,020.94)	1,917.14	504.69
资本支出	588.72	549.57	270.69	302.30	288.24
长期投资	447.56	170.60	150.00	150.00	150.00
其他	(1,497.71)	(1,094.10)	(734.97)	(670.93)	(701.50)
投资活动现金流	(461.42)	(373.93)	(314.27)	(218.63)	(263.27)
债权融资	3,549.61	3,369.54	10,190.68	11,944.27	15,689.37
股权融资	(375.30)	(924.14)	(312.84)	(1,368.18)	(1,708.92)
其他	(2,383.77)	(2,524.23)	(3,669.08)	(10,607.94)	(12,485.42)
筹资活动现金流	790.55	(78.83)	6,208.75	(31.85)	1,495.03
汇率变动影响	(0.17)	0.55	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	395.74	712.47	1,873.54	1,666.65	1,736.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	73,463.91	108,976.53	183,975.55	239,530.55	297,412.49
营业成本	71,831.75	106,780.25	180,332.91	234,731.75	291,384.60
营业税金及附加	49.41	84.35	142.77	177.45	227.11
营业费用	297.30	306.41	459.94	598.83	743.53
管理费用	329.74	392.37	551.93	718.59	892.24
研发费用	3.57	0.02	0.03	0.04	0.04
财务费用	389.05	476.37	1,095.49	1,368.18	1,708.92
资产减值损失	(24.78)	(34.16)	(50.00)	(60.00)	(70.00)
公允价值变动收益	18.35	5.13	0.00	0.00	0.00
投资净收益	184.69	(115.35)	33.11	33.11	33.11
其他	(376.53)	261.57	33.78	53.78	73.78
营业利润	761.37	819.57	1,375.60	1,908.82	2,419.17
营业外收入	8.34	7.67	9.58	8.53	8.59
营业外支出	5.09	4.86	4.77	4.91	4.84
利润总额	764.62	822.37	1,380.42	1,912.44	2,422.92
所得税	185.35	198.91	333.88	462.56	586.03
净利润	579.27	623.47	1,046.54	1,449.88	1,836.89
少数股东损益	43.00	68.32	156.98	217.48	275.53
归属于母公司净利润	536.27	555.14	889.56	1,232.40	1,561.36
每股收益(元)	0.73	0.75	1.28	1.74	2.23

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	16.07%	48.34%	68.82%	30.20%	24.16%
营业利润	83.40%	7.64%	67.85%	38.76%	26.74%
归属于母公司净利润	75.30%	3.52%	60.24%	38.54%	26.69%
获利能力					
毛利率	2.22%	2.02%	1.98%	2.00%	2.03%
净利率	0.73%	0.51%	0.48%	0.51%	0.52%
ROE	16.76%	17.95%	19.92%	23.34%	24.78%
ROIC	43.10%	24.87%	52.36%	25.45%	28.32%
偿债能力					
资产负债率	77.00%	75.75%	82.78%	79.40%	83.56%
净负债率	30.60%	-6.26%	78.62%	68.22%	81.82%
流动比率	1.19	1.20	1.14	1.18	1.14
速动比率	0.80	0.87	0.77	0.84	0.78
营运能力					
应收账款周转率	22.29	26.61	26.61	26.61	26.61
存货周转率	19.62	24.41	24.40	24.41	24.41
总资产周转率	5.58	6.62	6.98	7.01	7.07
每股指标(元)					
每股收益	0.73	0.75	1.28	1.74	2.23
每股经营现金流	0.10	1.73	-5.96	2.84	0.75
每股净资产	4.74	4.58	6.62	7.83	9.34
估值比率					
市盈率	17.97	17.30	10.23	7.49	5.85
市净率	2.75	2.85	1.97	1.67	1.40
EV/EBITDA	3.86	3.60	5.34	4.19	3.87
EV/EBIT	3.99	3.73	5.48	4.29	3.95

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com