

物流

大宗供应链“五朵金花”迎风绽放

商品涨价，业绩加速增长

2021 年上半年，大宗供应链头部公司的收入和利润加速增长。大宗商品价格上涨，大宗供应链公司计入货值的营业收入加速增长。大宗供应链公司依靠增值服务获得的利润率保持稳定，所以净利润也加速增长。下半年大宗商品价格同比仍有望上涨，大宗供应链公司的收入和利润有望继续高增长。

风险下降，估值有望修复

大宗商品价格上涨，大宗供应链公司的存货减值和坏账风险下降，估值有望提升。存货减值损失与短期的大宗商品价格涨跌负相关。但是考虑套期保值期货合约的对冲作用，实际风险并不大。信用风险与大宗商品价格滞后相关，2020-21 年大宗商品价格有望上涨，坏账风险有望下降。

奇点来临，迎戴维斯双击

大宗供应链头部公司盈利和估值的向上拐点有望出现。2021 年上半年，大宗供应链头部公司的利润增速大幅提高，出现向上拐点；ROE 也出现向上拐点，估值有望提升。盈利和估值上升，下半年有望迎来戴维斯双击。

投资建议

推荐浙商中拓、建发股份，关注厦门国贸、厦门象屿、物产中大。

浙商中拓：竞争优势和优厚激励有望推动浙商中拓业务高增长，维持预测 2021-23 年归母净利润增速 60%、39%、27%，维持 2021 年目标价 24.81 元，维持“买入”评级。

建发股份：竞争优势带动供应链业务高增长，房地产销售和结算高增长，维持预测 2021-23 年归母净利润增速 19%、17%、1%，维持 2021 年目标价 12.42 元，维持“买入”评级。

风险提示：大宗商品价格大幅下跌，经济增速大幅放缓，市场流动性大幅宽松。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-08-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000906.SZ	浙商中拓	11.24	买入	0.75	1.28	1.75	2.24	14.99	8.78	6.42	5.02
600153.SH	建发股份	7.67	买入	1.56	1.86	2.17	2.19	4.92	4.12	3.53	3.50

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2021 年 08 月 31 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

陈金海

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521060001

chenjinhai@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《物流-行业深度研究:高端制造的重要拼图，智慧仓储物流产业迎黄金发展》 2021-08-26
- 《物流-行业专题研究:被误解的大宗供应链——供应链行业六问六答》 2021-07-13
- 《物流-行业点评:业务量维持高增速，关注头部快递机会》 2021-01-19

内容目录

1. 商品涨价，业绩加速增长	3
1.1. 头部公司收入加速增长	3
1.2. 商品涨价贡献利润增速	3
1.3. 下半年有望延续高增长	4
2. 风险下降，估值有望修复	5
2.1. 商品涨价，存货减值风险下降	5
2.2. 客户盈利改善，信用风险下降	6
3. 奇点来临，迎戴维斯双击	6
3.1. 行业分化加剧，龙头高速增长	6
3.2. 商业模式成熟，盈利能力上升	7
3.3. 风控体系完善，风险趋势下降	7
4. 风险分析	8

图表目录

图 1：大宗商品价格上涨，大宗供应链头部公司收入加快增长	3
图 2：上半年大宗供应链头部公司的收入快速增长	3
图 3：上半年头部大宗供应链头部公司的营收以金属矿产为主	3
图 4：上半年大宗供应链头部公司各品类收入较快增长	3
图 5：大宗商品价格上涨，大宗供应链头部公司净利润加快增长	4
图 6：上半年大宗供应链头部公司的净利润快速增长	4
图 7：大宗供应链头部公司的毛利率比较稳定	4
图 8：大宗供应链头部公司的净利率比较稳定	4
图 9：下半年大宗商品价格仍有望同比大幅上涨	5
图 10：信用利差较高意味着中小企业的供应链融资需求强	5
图 11：存货减值损失比例与近 2 个月的商品价格涨跌负相关	5
图 12：大宗供应链头部公司的存货减值损失比例低位波动	5
图 13：大宗商品价格上涨，坏账损失比例滞后一年下降	6
图 14：上半年大宗供应链头部公司的坏账损失比例较低	6
图 15：上半年大宗供应链大公司高增长	6
图 16：大宗供应链中小公司收缩规模，甚至退出	6
图 17：2015 年以来，大宗供应链头部公司的 ROE 上升	7
图 18：2015 年以来，大宗供应链头部公司的人均创利上升	7
图 19：大宗供应链头部公司的应收款/营收趋势下降	7
图 20：大宗供应链头部公司的风险损失比例波动	7

1. 商品涨价，业绩加速增长

2021 年上半年，大宗供应链头部公司的收入和利润加速增长。大宗商品价格上涨，大宗供应链公司计入货值的营业收入加速增长。大宗供应链公司依靠增值服务获得的利润率保持稳定，所以净利润也加速增长。下半年大宗商品价格同比仍有望上涨，大宗供应链公司的收入和利润有望继续高增长。

1.1. 头部公司收入加速增长

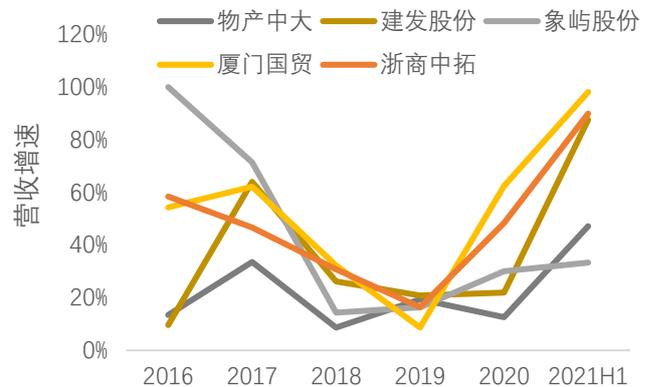
2021 年上半年大宗商品价格上涨，大宗供应链头部公司收入加速增长。一方面，大宗供应链公司普遍把货值计入营业收入，商品涨价推动营收增长。另一方面，商品涨价阶段往往需求较强、交易活跃，大宗供应链公司的销量也会加速增长。在 2016-17 年大宗商品涨价阶段，大宗供应链头部公司的收入也加速增长。

图 1：大宗商品价格上涨，大宗供应链头部公司收入加快增长



资料来源：Wind，中国钢铁工业协会，天风证券研究所

图 2：上半年大宗供应链头部公司的收入快速增长

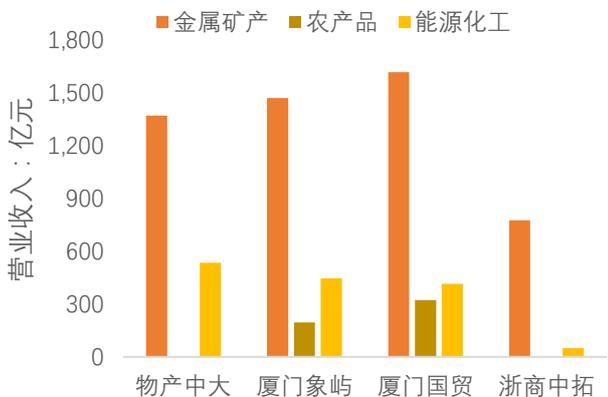


资料来源：Wind，天风证券研究所

大宗供应链头部公司增速分化。大宗供应链头部公司包括物产中大、建发股份、厦门象屿、厦门国贸、浙商中拓（下同），他们增速差异较大。2021 年上半年，厦门国贸、浙商中拓和建发股份增速大幅加快。

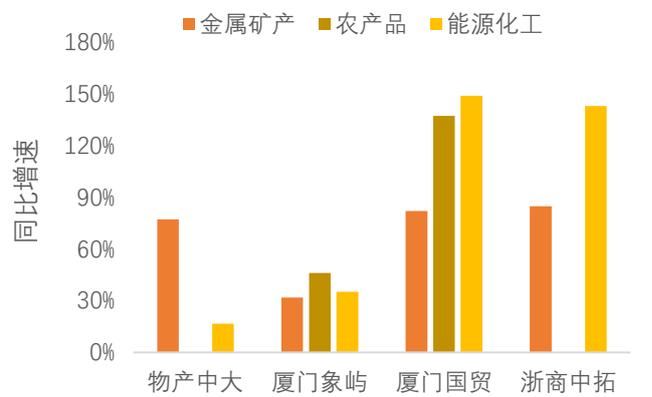
大宗供应链业务以金属矿产为主，其他品类呈现高增长。2021 年上半年，金属矿产的营收在大宗供应链头部公司中占主导地位。其他品类虽然收入规模还较小，但是在快速增长。

图 3：上半年头部大宗供应链头部公司的营收以金属矿产为主



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：上半年大宗供应链头部公司各品类收入较快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 商品涨价贡献利润增速

2021 年大宗供应链头部公司的利润也加速增长。大宗供应链公司的交易、融资等服务增值与货物价值相关，毛利率和净利率比较稳定，因此货值增长带动服务利润增长。在大宗商品涨价的 2016-17 年、2021 年上半年，大宗供应链公司的利润增速加快，其中 2021 年上

半年建发股份、浙商中拓接近翻倍增长。

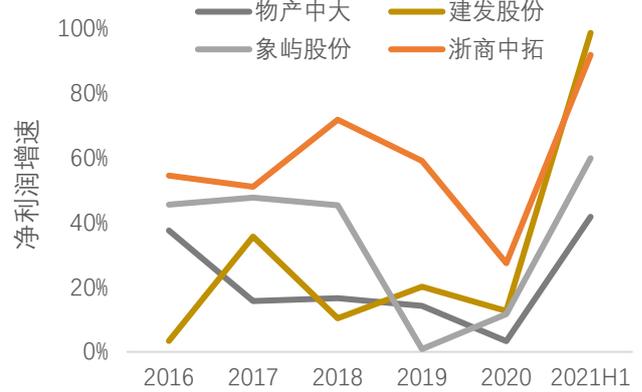
图 5：大宗商品价格上涨，大宗供应链头部公司净利润加快增长



资料来源：Wind，中国钢铁工业协会，天风证券研究所

注：浙商中拓 2019 年归母净利润剔除中拓融资租赁股权变更贡献的 0.9 亿元。

图 6：上半年大宗供应链头部公司的净利润快速增长

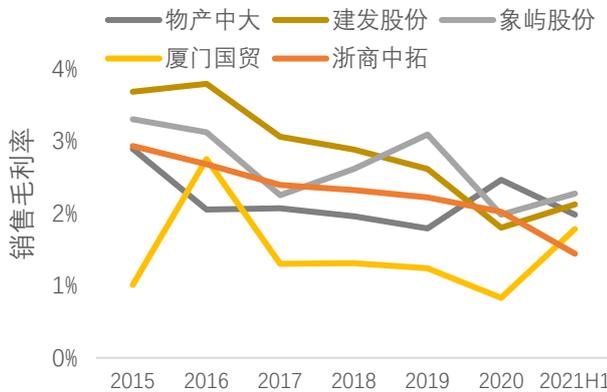


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：浙商中拓 2019 年归母净利润剔除中拓融资租赁股权变更贡献的 0.9 亿元。

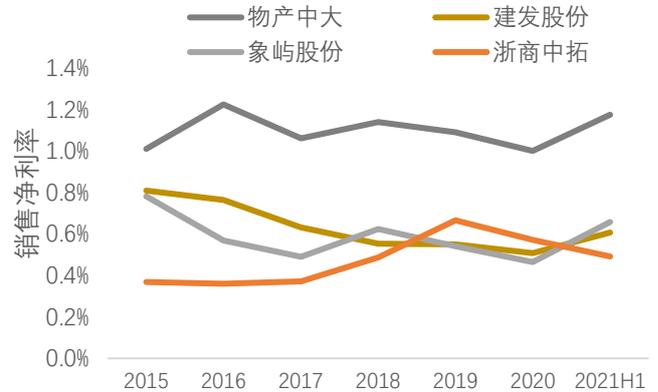
利润率稳定意味着大宗供应链公司并不是投机涨价赚钱。虽然投机商品涨价可能快速获得丰厚利润，但是也潜藏较大风险。2010 年开始，大宗供应链头部公司都逐渐转型为依靠提供增值服务来获得稳定的利润率。所以在大宗商品价格下跌的 2015 年、2020 年，大宗供应链头部公司依然能获得稳定的利润率。未来即使大宗商品价格下跌，大宗供应链头部公司将依然盈利。

图 7：大宗供应链头部公司的毛利率比较稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：大宗供应链头部公司的净利率比较稳定

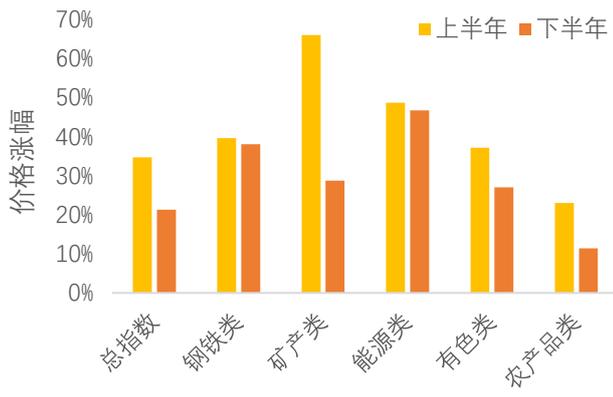


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 下半年有望延续高增长

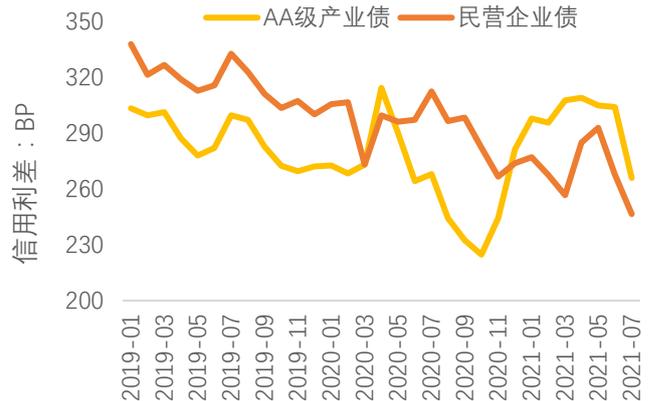
下半年大宗商品价格仍有望同比大幅上涨。上半年大宗商品价格大幅上涨，带动大宗供应链头部公司的营收和利润加速增长。假设 9-12 月大宗商品价格与 8 月底持平，那么下半年平均价格同比将大幅上涨，大宗供应链头部公司有望保持高增长。

图 9：下半年大宗商品价格仍有望同比大幅上涨



资料来源：Wind，商务预报，天风证券研究所

图 10：信用利差较高意味着中小企业的供应链融资需求强



资料来源：Wind，天风证券研究所

信用利差在高位，意味着中小企业的供应链融资需求较强。供应链服务的核心之一是融资服务。在融资环境偏紧、信用利差较高的阶段，中小企业融资能力较差，对供应链融资的需求较强。后疫情时代，流动性边际收紧，中小企业的供应链融资需求增加有望带动供应链头部公司业务加快增长。

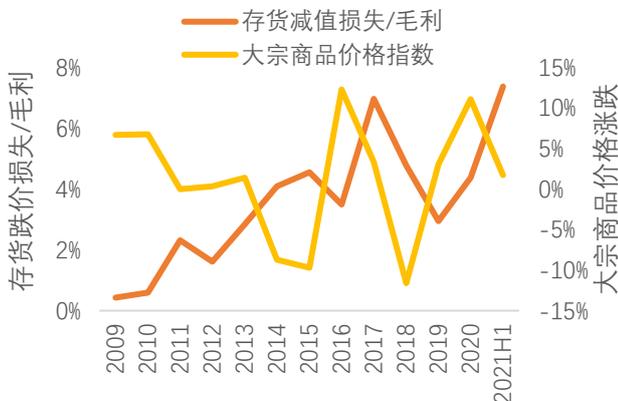
2. 风险下降，估值有望修复

大宗商品价格上涨，大宗供应链公司的存货减值和坏账风险下降，估值有望提升。存货减值损失与短期的大宗商品价格涨跌负相关，同时考虑套期保值期货合约的对冲作用，实际风险并不大。信用风险与大宗商品价格滞后相关，2020-21 年大宗商品价格有望上涨，坏账风险有望下降。

2.1. 商品涨价，存货减值风险下降

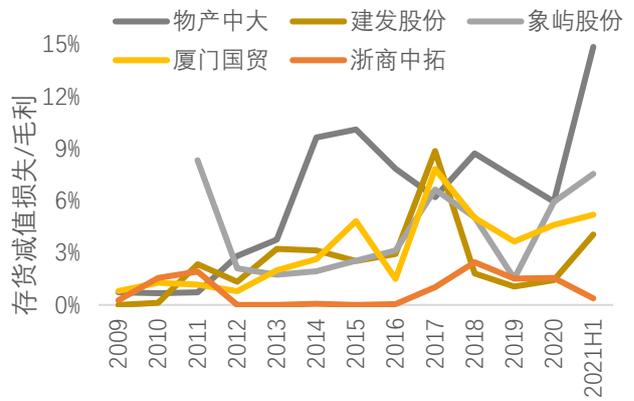
存货减值损失与短期大宗商品价格涨跌负相关。大宗供应链公司开展业务始终备有商品存货。尽管会采用套期保值和收取客户保证金形式规避价格风险，但是基于会计谨慎原则，当大宗商品价格下跌时会计提存货减值损失。大宗供应链业务的周期在 2 个月左右，因此仅 2 个月的大宗商品价格涨跌会导致存货减值损失出现，两者呈明显的负相关。2021 年 4-6 月，大宗商品价格下跌，存货减值损失/毛利上升。

图 11：存货减值损失比例与近 2 个月的商品价格涨跌负相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：大宗供应链头部公司的存货减值损失比例低位波动



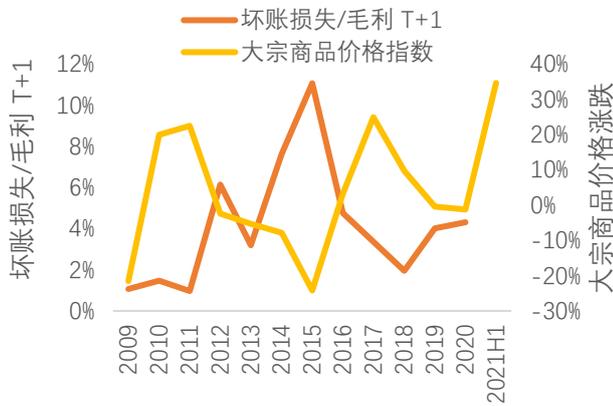
资料来源：Wind，天风证券研究所

大宗供应链头部公司的存货减值风险较小。2009-2020 年，头部公司的存货减值损失/毛利较低，说明风险较小。其中浙商中拓的存货减值损失/毛利一直维持着较低水平，存货减值风险更低。

2.2. 客户盈利改善，信用风险下降

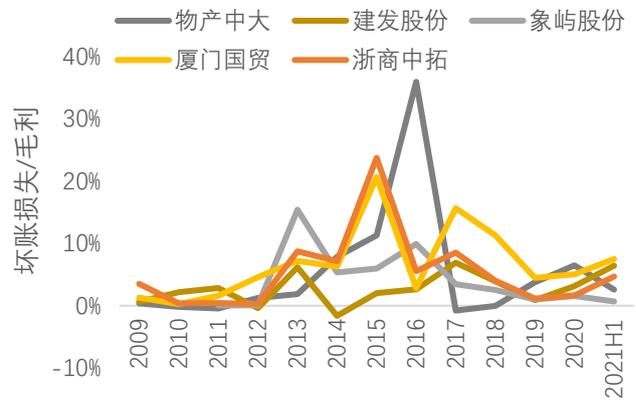
信用风险与大宗商品价格滞后相关。当大宗商品价格上涨时，往往企业盈利改善，大宗供应链公司的坏账风险下降。但是从应收款转变为坏账，存在滞后期，所以坏账损失和大宗商品价格滞后相关。2009-2020 年两者呈现明显的负相关关系，2021 年上半年大宗商品价格上涨，预计 2022 年坏账损失/毛利将下降。

图 13：大宗商品价格上涨，坏账损失比例滞后一年下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：上半年大宗供应链头部公司的坏账损失比例较低



资料来源：Wind，天风证券研究所

大宗供应链头部公司的坏账风险较小。2009-2020 年，坏账损失/毛利波动较大。2018-20 年大宗商品价格比较稳定，坏账损失/毛利较低，风险较小。

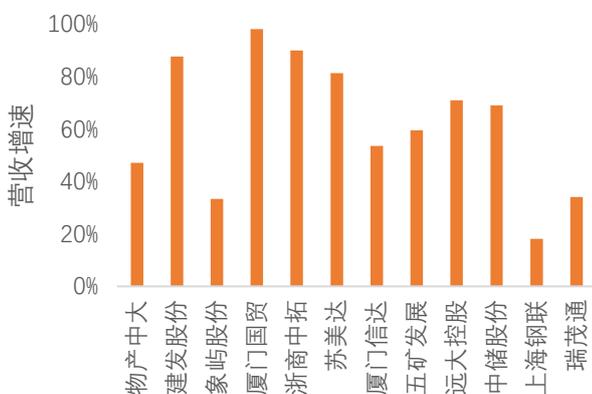
3. 奇点来临，迎戴维斯双击

大宗供应链头部公司盈利和估值的向上拐点有望出现。2021 年上半年，大宗供应链头部公司的利润增速大幅提高，出现向上拐点；ROE 也出现向上拐点，估值有望提升。盈利和估值上升，下半年有望出现戴维斯双击。

3.1. 行业分化加剧，龙头高速增长

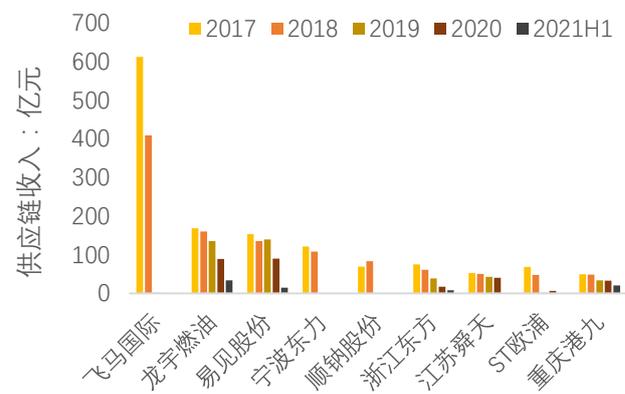
头部公司具有竞争优势，持续高增长。规模效应、网络效应和学习曲线效应使大宗供应链头部公司具有采购价格低、融资成本低、周转速度快、风控能力强等优势，行业集中度持续提升。2021 年上半年，头部公司在规模遥遥领先的基础上实现高速增长，未来有望继续高速增长，与中小竞争对手的差距将继续扩大。

图 15：上半年大宗供应链大公司高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：大宗供应链中小公司收缩规模，甚至退出



资料来源：Wind，天风证券研究所

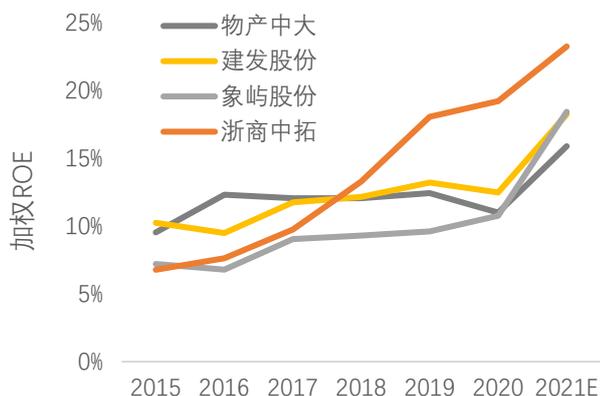
2018 年以来，部分中小竞争者规模萎缩，甚至退出。中小竞争者不具备规模优势，部分国

企周转效率低下，部分民营企业融资成本高，部分新秀风控能力弱，在市场化竞争中陆续掉队，甚至退出大宗供应链行业。

3.2. 商业模式成熟，盈利能力上升

大宗供应链头部公司已经建立了成熟的盈利模式。盈利来源包括服务收益、金融收益和交易收益，盈利空间广阔、稳定性高。盈利基于具有竞争力的服务，而非商品价格短期波动。随着规模扩大，竞争力增强，盈利能力和稳定性都提高。

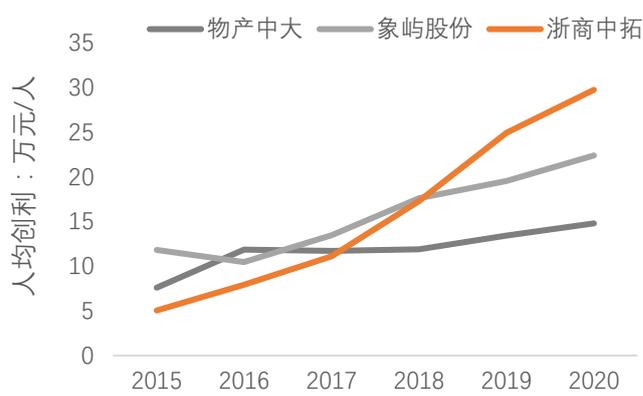
图 17：2015 年以来，大宗供应链头部公司的 ROE 上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：浙商中拓 2019 年归母净利润剔除中拓融资租赁股权变更贡献的 0.9 亿元。

图 18：2015 年以来，大宗供应链头部公司的人均创利上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

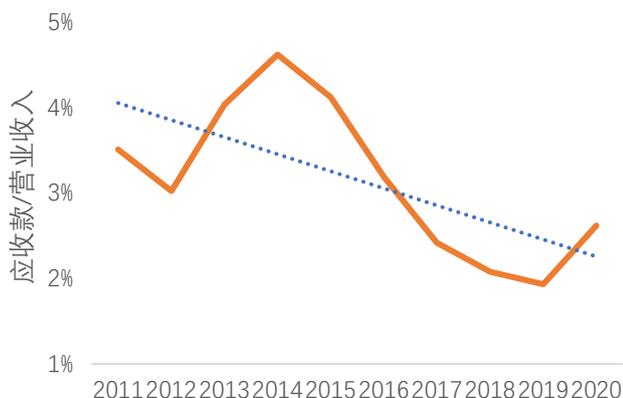
注：浙商中拓 2019 年归母净利润剔除中拓融资租赁股权变更贡献的 0.9 亿元。

2021 年有望是盈利能力向上拐点。2021 年上半年，ROE 出现向上拐点，预计 2021 年（假设是上半年 ROE 的 2 倍）也是向上拐点。大宗供应链头部公司人均创利也呈上升趋势，规模效应、网络效应和学习曲线效应有望使之持续上升。

3.3. 风控体系完善，风险趋势下降

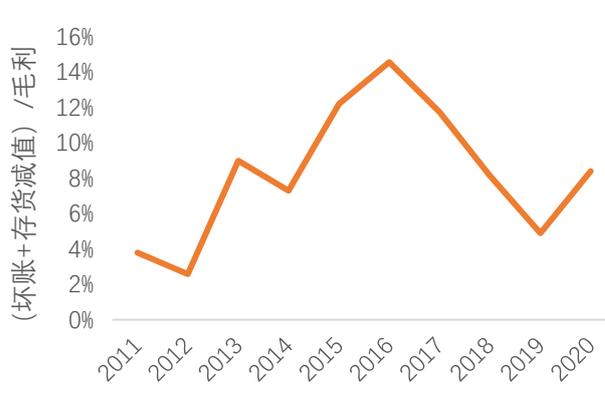
大宗供应链头部公司久经考验、风控严密，风险较小。物产中大、建发股份、厦门象屿、厦门国贸、浙商中拓等头部公司，经历了 2008 年次贷危机、2013 年信用收紧、2015 年经济低谷和大宗商品价格下跌、2018 年中美贸易冲突、2020 年新冠疫情的冲击，已经建立了较为严密的风控体系，有能力应对未来的外部冲击。从经营结果看，大宗供应链头部公司的风险损失比例更低。

图 19：大宗供应链头部公司的应收款/营收趋势下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：大宗供应链头部公司的风险损失比例波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

大宗供应链头部公司的风险有望呈下降趋势。2011-20 年，头部公司的应收款/营业收入呈下降趋势，意味着对客户的信用头寸比例下降。受大宗商品价格波动影响，风险损失比例呈大幅波动。随着风控体系不断完善，风险损失比例有望波动下降。

4. 风险分析

大宗商品价格大幅下跌

大宗商品价格大幅下跌会导致大宗供应链公司营收增速下降，利润率稳定，所以净利润增速也会下降。同时，大宗商品价格下跌会导致存货跌价损失增加，应收款的坏账损失也可能增加。大宗供应链公司的盈利增速和估值都可能下降。

经济增速大幅放缓

经济增速大幅下跌会导致商品需求减少，大宗供应链公司的销量增速可能下降，营收和利润增速也将随之下降。大宗供应链公司的竞争可能加剧，服务增值带来的利润率也可能受到抑制。

市场流动性大幅宽松

客户选择大宗供应链服务的重要原因融资功能，有助于缓解资金瓶颈。如果市场流动性宽松、信用利差收窄，那么中小企业的融资能力上升、融资成本下降，对供应链服务的依赖度下降，大宗供应链公司的销量增速和利润率都可能下降。

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