

大宗供应链服务商龙头，长期向好趋势不变

投资要点

- 事件：**浙商中拓公布2023年半年报。公司2023年上半年实现营业收入978.7亿元，同比增长7.88%，归母净利润4.58亿元，同比下降1.83%。
- 深耕大宗商品供应链多年，国企背景提供发展保障。**公司实控人为浙江省国资委，政府背景有助于公司对大宗商品上下游产业链进行布局与整合。同时公司通过对员工进行股权激励和混合所有制改革等方式激发团队潜能和凝聚力。
- 大宗供应链行业前景广阔，新能源行业方兴未艾。**中国大宗供应链市场规模大但是行业集中度基数小、提升速度快。目前大宗商品价格指数已经从今年5月的170左右逐渐走强至8月初的180以上；而工业企业产成品存货同比增速已经由去年同期高点的接近20%下滑至今年6月的不足3%，当下复苏迹象明显。在政策的扶持下，我国大宗供应链行业积极转型升级，对标海外利润水平有望改善。新能源行业则受益于全球能源转型与绿色发展叠加我国政策的不断驱动，有望孕育出超量规模的新能源供应链服务空间。
- 供应链集成服务主业转型升级，新旧动能加速转化。**公司多年来专注于生产资料供应链行业，具有强大的供应链集成服务能力。同时，公司高度重视以数字科技促进管理提升和业务创新，积极推动全方位、上下贯通的数字化转型。在原有业务模式的基础上，推进物流金融和虚拟工厂创新模式，增强公司盈利能力。公司大力拓展国际市场，2023年H1公司实现境外收入199.67亿元，同比增长28.76%，占公司整体营收规模比例接近20%。
- 新能源业务大有可为，开辟业绩增长新赛道。**公司新能源业务以光伏、储能两大领域为重点。光伏方面，公司成功打造“光储通”“中拓光盈”两大品牌。中拓光盈今年上半年共完成装机量超60WM。储能方面，设立浙商中拓协能（浙江）储能科技有限公司，2023年3月，一期500MWh模组/Pack产线正式投产。
- 盈利预测与投资建议：**考虑到大宗商品需求温和复苏，公司主动转型升级增强盈利能力，有望在未来市场上行中享受更高收益，同时公司积极布局新能源业务，打造第二增长曲线。因此给予公司2024年6倍估值，对应目标价9.84元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**经济复苏不及预期、大宗商品价格波动、政府行业政策变化、新业务回报不及预期等风险。

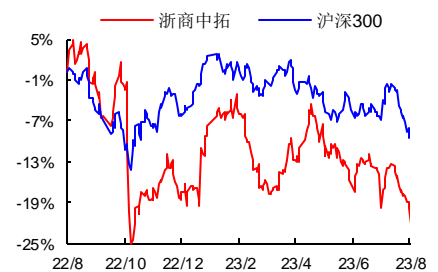
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	193604.76	215903.94	241333.02	270747.22
增长率	8.60%	11.52%	11.78%	12.19%
归属母公司净利润(百万元)	1002.53	985.31	1129.49	1204.41
增长率	22.39%	-1.72%	14.63%	6.63%
每股收益EPS(元)	1.46	1.43	1.64	1.75
净资产收益率ROE	16.54%	16.65%	16.36%	15.17%
PE	6	6	5	5
PB	1.05	1.05	0.89	0.77

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.88
流通A股(亿股)	6.81
52周内股价区间(元)	8.04-11.44
总市值(亿元)	55.33
总资产(亿元)	382.33
每股净资产(元)	6.34

相关研究

- 浙商中拓(000906): 主业与新业并举, 盈利与成长齐飞 (2022-08-28)

目 录

1 深耕大宗商品供应链多年，国企背景提供发展保障	1
2 大宗供应链行业前景广阔，新能源行业方兴未艾	3
2.1 中国大宗供应链市场规模巨大，行业集中度逐年提升	3
2.2 复盘疫情前后的大宗商品行业，当下复苏迹象明显	4
2.3 大宗供应链行业转型升级，对标海外利润水平有望改善	5
2.4 行业重要性愈加凸显，政策红利释放进一步助推行业发展	6
2.5 全球能源转型与绿色发展正当时	7
2.6 光伏顶层设计不断完善，新能源板块稳步发展	7
3 供应链集成服务主业转型升级，新旧动能加速转化	8
3.1 专注于生产资料供应链行业，集成服务能力强	8
3.2 数字化赋能价格管理能力，天网助力地网持续发力	9
3.3 推进物流金融和虚拟工厂创新模式，国际业务未来可期	11
4 新能源业务大有可为，开辟业绩增长新赛道	13
4.1 新能源产业链一体化服务模式为公司开辟新赛道	13
4.2 新能源业务发力，打造公司第二增长曲线	14
5 营运能力整体改善，费用管控能力显著增强	15
6 盈利预测与估值	16
6.1 盈利预测	16
6.2 相对估值	18
7 风险提示	19

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构（截至 2023 年 H1）.....	1
图 3：公司 2023 年 H1 主营业务结构情况.....	2
图 4：公司 2023 年 H1 主营业务贡献毛利情况.....	2
图 5：公司营业收入及增速.....	3
图 6：公司归母净利润及增速.....	3
图 7：钢材产量、消费量和供需缺口情况.....	3
图 8：煤炭消费量、产量和供需缺口情况.....	3
图 9：中国大宗供应链市场规模.....	4
图 10：中国大宗供应链 CR4 和浙商中拓市占率.....	4
图 11：2019 至今中国大宗商品价格指数.....	5
图 12：我国工业企业产成品存货同比边际改善.....	5
图 13：海外大宗商品贸易商龙头企业利润率显著优于国内供应链龙头企业（%）.....	6
图 14：中国光伏装机量.....	7
图 15：全球储能装机规模.....	7
图 16：公司主要业务模式.....	9
图 17：公司集成服务能力强.....	9
图 18：公司信息化产品.....	10
图 19：公司江阴长通物流园码头.....	10
图 20：公司研发费用及增速.....	10
图 21：公司物流金融业务模式.....	11
图 22：公司晋南工业服务综合体.....	12
图 23：公司唐山丰南工业服务综合体于今年 6 月竣工.....	12
图 24：公司虚拟工厂业务模式.....	12
图 25：公司出口巴西的冷卷.....	13
图 26：公司境外收入及增速.....	13
图 27：公司新能源产业链一体化服务模式.....	14
图 28：公司新能源供应链业务收入及增速.....	15
图 29：公司存货周转天数和应收账款周转天数.....	15
图 30：公司期间费用率.....	15
图 31：公司 ROE.....	16

表 目 录

表 1：2019 年以来公司股权激励计划	2
表 2：2022 年供应链服务行业重要政策	6
表 3：2022 年光伏行业主要政策	8
表 4：金属材料业务预测	16
表 5：矿石业务预测	17
表 6：煤炭业务预测	17
表 7：再生资源业务预测	17
表 8：收入和成本预测	17
表 9：大宗商品供应链行业可比公司估值	18
附表：财务预测与估值	20

1 深耕大宗商品供应链多年，国企背景提供发展保障

浙商中拓是国内领先的大宗商品供应链集成服务商。公司成立于 1999 年 4 月，是由原湖南物产集团下属 4 家公司剥离优质资产组建南方建材集团，通过募集方式发起设立的股份有限公司，同年 7 月在深圳证券交易所上市(证券代码:000906)。2008 年 6 月，公司控股股东变更为浙江物产国际，正式进入浙江省国资系统。2016 年 1 月，浙江省交通集团成为公司控股股东，2018 年 8 月，公司注册地正式由湖南长沙迁至浙江杭州。2020 年 9 月，公司首个工业服务综合体浙商中拓晋南工业服务综合体成立。2021 年 3 月，公司在海口投资 4.5 亿元设立海南平台公司，致力将其打造成为区域性大宗商品供应链集成服务及投融资平台。经过多年的努力，公司业务规模不断扩大，高质量发展再创新佳绩。

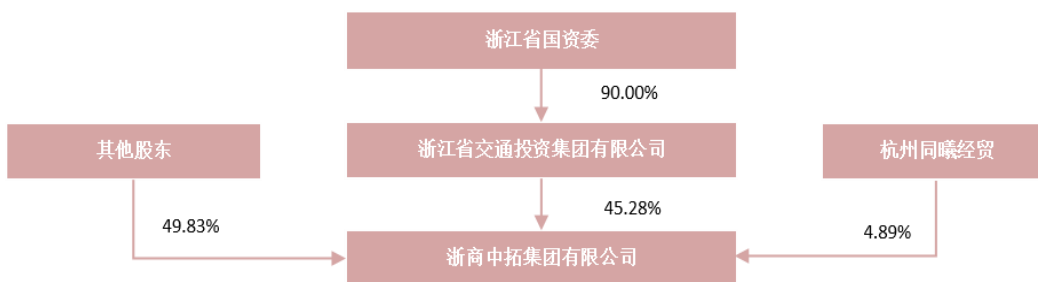
图 1：公司发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

浙江省国资委为公司实控人，为公司发展提供了良好的保障。浙江省国资委通过控股浙江省交通投资集团有限公司的方式控制了公司超过 40% 的股份。政府背景为公司提供了强大的信用背书，使得公司在对外参股、并购、合作等方面能够迈出更大的步伐，进一步拓展规模，推动大宗商品供应链集成服务的布局与整合。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 H1）



数据来源：Wind，西南证券整理

公司积极通过股权激励激发团队潜能。公司深化“人员能进能出、职位能上能下、薪酬能多能少”的用人机制，推动新设子公司管理团队持股，不断完善经营管理团队中长期激励约束机制，在浙江国有上市公司中率先推出股权激励方案，具有显著的市场化体制机制优势。

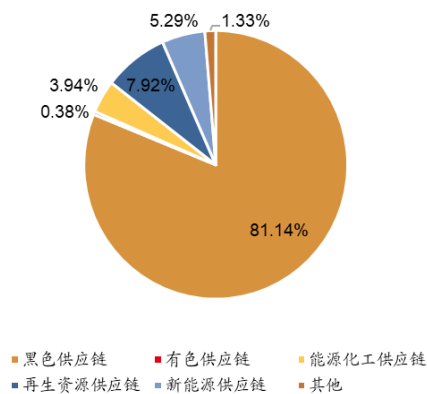
表 1：2019 年以来公司股权激励计划

时间	激励人数	政策相关内容
2019.01	87	向符合条件的 87 名激励对象授予 1147.9335 万股限制性股票
2020.02	153	向符合条件的 144 名激励对象授予 3737 万份股票期权
2021.04	45	向符合条件的 45 名激励对象授予 606 万份股票期权

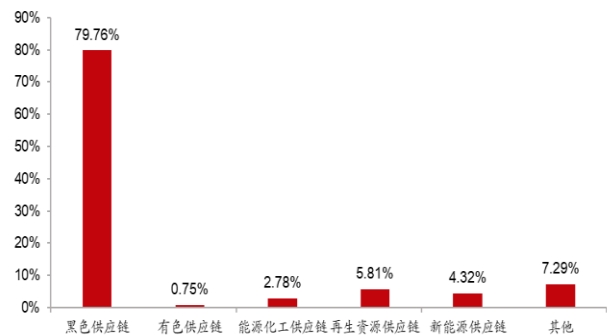
数据来源：公司年报，西南证券整理

公司继续深化混合所有制改革，推进下属业务单位实施公司化运营与混改试点，建立利益绑定、风险共担的长效激励约束机制。截至 2022 年 7 月，公司实施团队持股的混改子公司就已高达 12 家。混合所有制改革充分激发了团队的凝聚力、向心力和干事创业的动力、活力。从近几年的业绩表现来看，混改子公司在业务拓展积极性、风险控制等方面表现更优。

公司主营业务结构：根据 2023 年半年报，公司收入主要来自大宗商品供应链中的黑色供应链，占比 81.14%，其次是再生资源供应链，占比 7.92%，2023H1 公司毛利主要来自黑色供应链，贡献 79.76% 的毛利。

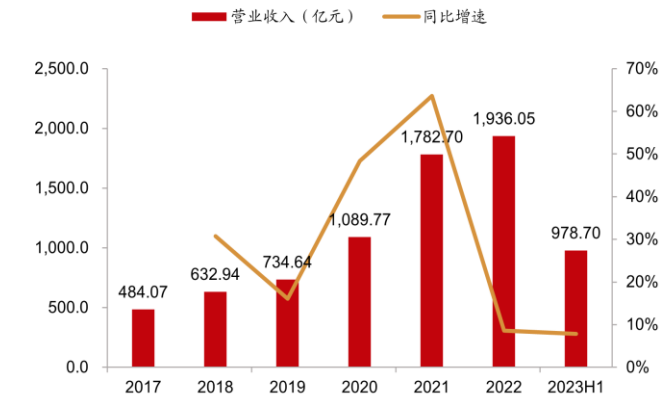
图 3：公司 2023 年 H1 主营业务结构情况


数据来源：Choice，西南证券整理

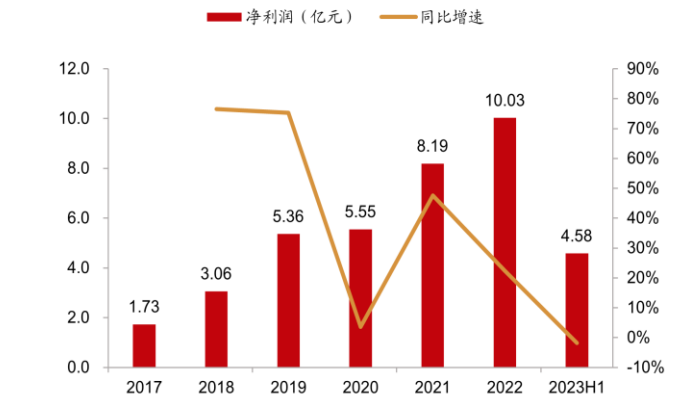
图 4：公司 2023 年 H1 主营业务贡献毛利情况


数据来源：Choice，西南证券整理

公司业绩状况：2022 年营收为 1936.05 亿元，同比增长 8.6%，归母净利润为 10.03 亿元，同比增长 22.39%，体现了公司强劲的盈利增长能力。2023 年上半年公司实现营业收入 978.70 亿元，同比增加 7.88%。由于公司混改子公司业绩表现更突出，归属于少数股东权益增加，上半年归母净利润为 4.58 亿元，同比减少 1.83%，略有下滑。

图 5：公司营业收入及增速


数据来源：iFind、公司公告，西南证券整理

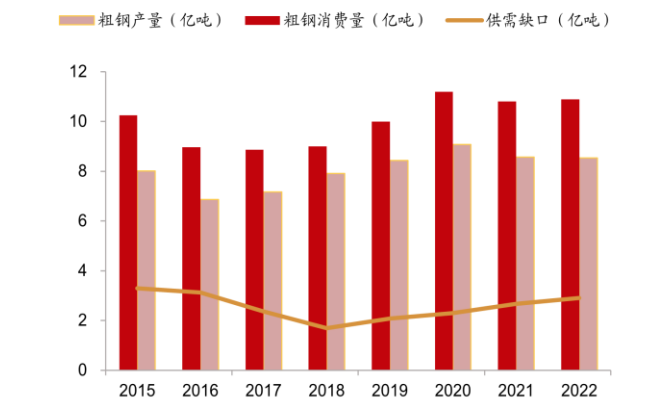
图 6：公司归母净利润及增速


数据来源：iFind、公司公告，西南证券整理

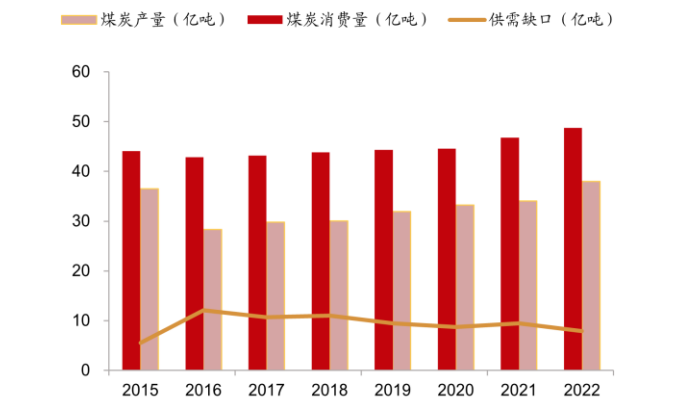
2 大宗供应链行业前景广阔，新能源行业方兴未艾

2.1 中国大宗供应链市场规模巨大，行业集中度逐年提升

我国是世界重要的大宗商品生产国和消费国。根据世界钢协发布的《2023年世界钢铁统计数据》，2022年我国钢材表观消费量世界第一，占全球成品钢材消费量51.70%。煤炭消费量也位居世界首位。国内大宗商品需求庞大，受到“去产能”等多种因素影响，主要大宗商品供需缺口持续存在。

图 7：钢材产量、消费量和供需缺口情况


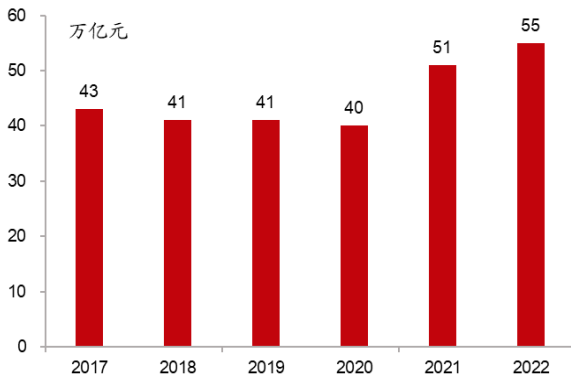
数据来源：国家统计局、Wind，西南证券整理

图 8：煤炭消费量、产量和供需缺口情况


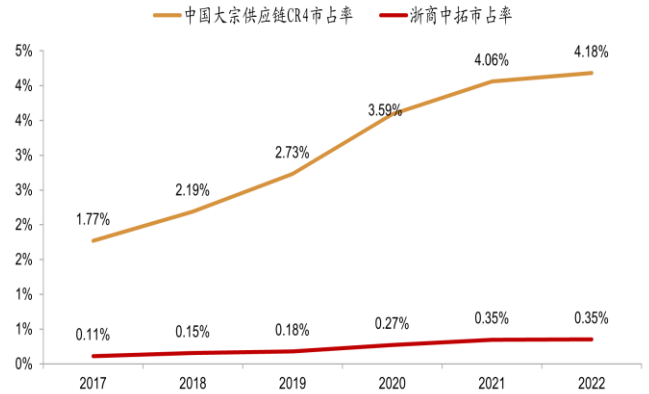
数据来源：国家统计局、Wind，西南证券整理

中国大宗供应链市场规模大但行业集中度基数小。根据厦门象屿公告，2022年，我国大宗供应链服务市场规模为55万亿左右，整体市场稳中有进。海外市场集中度远高于国内市场，例如日本五大商社2021年贸易体量占日本对外贸易总额的31%。

近几年我国大宗供应链服务市场形成了以四家地方国企为主，大量中小型大宗供应链服务企业为辅的竞争格局。中国大宗供应链CR4（物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸）市占率快速提升，2022年市占率为4.18%。浙商中拓作为我国地方大宗供应链服务的重要企业之一，2022年市占率为0.35%，有望依托自身特色竞争优势在新形势下占得先机。

图 9：中国大宗供应链市场规模


数据来源：厦门象屿公告，西南证券整理

图 10：中国大宗供应链 CR4 和浙商中拓市占率


数据来源：厦门象屿公告，公司公告，西南证券整理

2.2 复盘疫情前后的大宗商品行业，当下复苏迹象明显

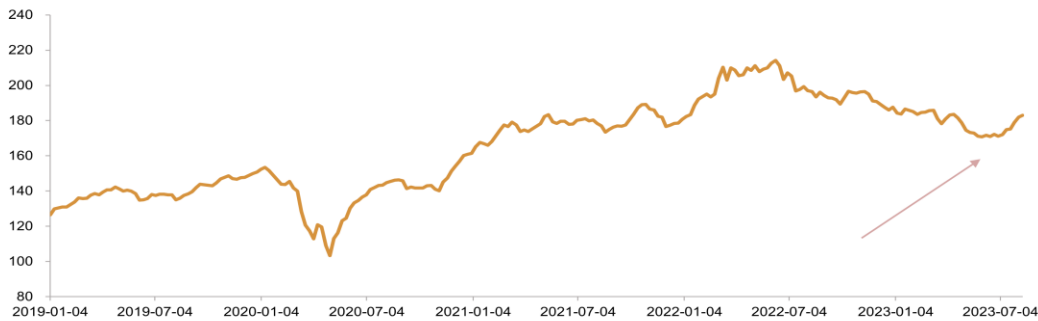
2019 年，全球经济增速预期不断下调，贸易摩擦进程曲折多变，全球贸易增速明显下滑，地缘政治风险积聚，同时还发生了巴西矿难、全球几个粮食主产区气候异常等偶发性事件，国际大宗商品价格呈现出“宽幅震荡”的主要特征，波动幅度、涉及品种有所扩大。

2020 年，国内外疫情全面爆发后，我国大宗商品跟随全球金融市场的风险资产一起系统性下跌。4 月，原油暴跌至历史二十年低位。5 月，受全球各主要央行执行的宽松货币政策和各国政府推出的保障性财政政策刺激，伴随着中国疫情的逐步稳定及国外疫情影响的预期边际逆转，大宗商品在历史低分位价格水平上开启反转，进入牛市。

2021 年，上半旬尽管国内进入紧信用周期，但经济仍然处于惯性复苏阶段，特别是随着国外经济的继续复苏，全球制造业 PMI 处于扩张势头，海外补库周期持续，这个阶段需求成为商品价格的主要驱动。2021 年下半年随着国内外经济见顶回落，需求逐渐走弱，尤其 10 月中旬以后，随着煤炭供应抬升和俄罗斯加大对欧洲天然气供应，大宗商品价格有所下行。

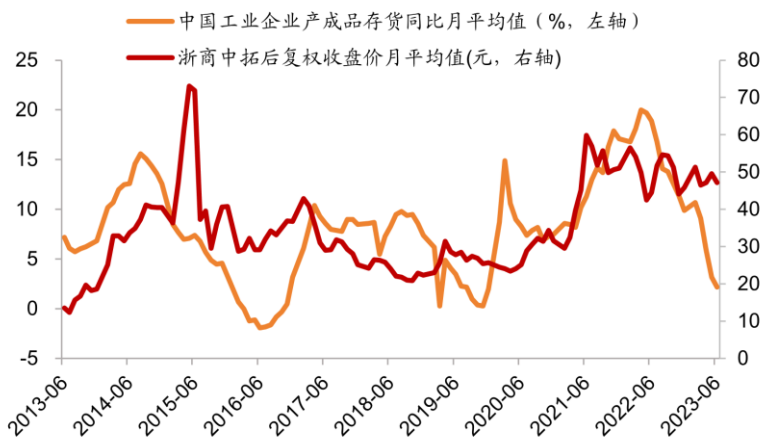
2022 年，我国大宗商品价格处于较大的动荡中。煤炭在供需格局偏紧之下迎来复苏，煤价年内涨幅高达 150%，同时供不应求推动锂价在年内实现两轮暴涨，黄金在涨至 19 个月高点后受强势美元持续压制。地缘政治局势、能源危机、美联储鹰派立场和经济衰退担忧等因素是大宗商品价格结束本轮上行的主要推手。

2023 年上半年，大宗商品现货价格普跌，美联储加息结束预期以及中国经济复苏等因素将对大宗商品产生正向作用，价格指数在今年 5 月开始拐头，目前大宗商品价格指数已经从今年 5 月的 170 左右逐渐走强至 8 月初的 180 以上，或进入新一轮复苏周期。

图 11：2019 至今中国大宗商品价格指数


数据来源：商务预报、Wind，西南证券整理

作为经济周期阶段的重要判断依据，企业库存变化对短期经济波动有着重要影响。相比于去年高点，今年 6 月工业企业产成品存货增速从 20% 降至 3%，已达到历史低位。未来刺激政策将会逐步发挥作用，总需求不断改善，存货状况有望在下半年迎来边际改善，带动大宗供应链企业盈利上行，进而从基本面角度对公司股价形成支撑。

图 12：我国工业企业产成品存货同比边际改善


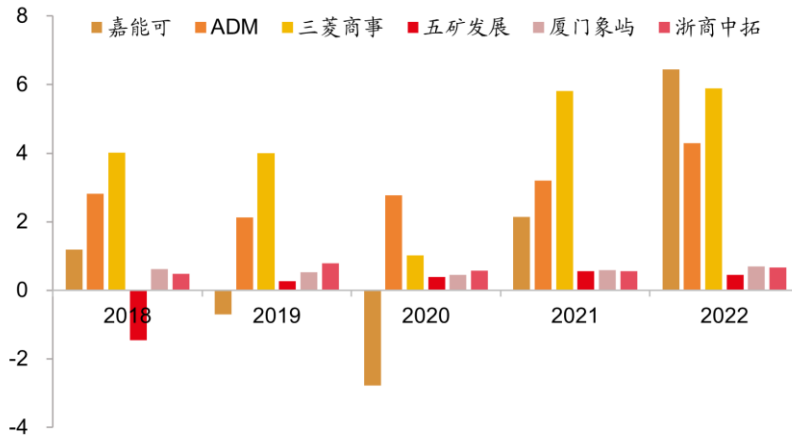
数据来源：国家统计局、Wind，西南证券整理

2.3 大宗供应链行业转型升级，对标海外利润水平有望改善

大宗商品供应链服务行业由传统贸易向产业链服务和产业链运营升级。商业模式方面，海外大宗供应链巨头一体化整合及产业链介入程度高，如世界上最大的粮食贸易商阿彻丹尼尔斯米德兰（ADM）已建立了“农场—储存—加工—运输—销售”的产业链运营模式，金属和矿物巨头嘉能可、托克集团则以“上游矿权资源控制”及“产业链+国际物流资源整合”作为发展主线。2021-2022 年海外龙头企业的利润率水平普遍在 2% 以上，显著优于国内供应链龙头企业。

在“金融危机”、“钢贸仓暴雷”等事件中，中国大宗供应链行业传统贸易模式爆发系统性风险，头部供应链企业开始由传统“单点服务”向“综合服务”再向“全产业链服务”转型，并在部分领域实践“产业链运营”模式，利润率水平具有显著的边际改善空间。另外，海外大宗供应链巨头以跨国集团和全球资源布局为主要运营形式，而国内大宗供应链企业在深耕国内市场的基础上，正加速国际化布局和进出口业务拓展。随着“一带一路”倡议不断深化以及全球供应链重构趋势加深，中国大宗供应链国际化正迎来全新机遇。

图 13：海外大宗商品贸易商龙头企业利润率显著优于国内供应链龙头企业 (%)



数据来源：Wind, 西南证券整理

2.4 行业重要性愈加凸显，政策红利释放进一步助推行业发展

国家出台政策积极推动供应链管理服务业转型升级，大宗供应链服务受益。“供应链”的概念第一次出现在“十三五”的规划中，对于供应链体系与金融、互联网行业形成协同效应提出了推进、加快发展的规划，“十四五”对于供应链管理的规划更加明确，提出要补齐国内供应体系短板，在供给方面加强整体效率，以提升整体国际竞争力，对加快国内大循环、大市场的建设作出重要贡献。2022 年 4 月国家出台的《关于加快建设全国统一大市场的意见》表示要通过建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场，将推动形成供需互促、产销并进、畅通高效的国内大循环，为经济高质量发展奠定坚实基础。

表 2：2022 年供应链服务行业重要政策

时间	政策文件名称	政策相关内容
2022.04	《中共中央、国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》	构建新发展格局的关键在于经济循环的畅通无阻，需要进一步提高生产率、激发市场活力、促进产业链供应链转型升级、加大开放力度，畅通国内大循环、国内国际双循环，全面推动我国市场由大到强转变。
2022.01	《“十四五”现代流通体系建设规划》	提高供应链精细化管理水平，深耕本地市场，拓展辐射范围；提高供应链资源整合能力，拓展出口产品内销渠道；推进物流企业与生产制造企业深度合作，创新供应链协同运营模式，拓展物流业态。

数据来源：国务院，国家发改委，西南证券整理

2.5 全球能源转型与绿色发展正当时

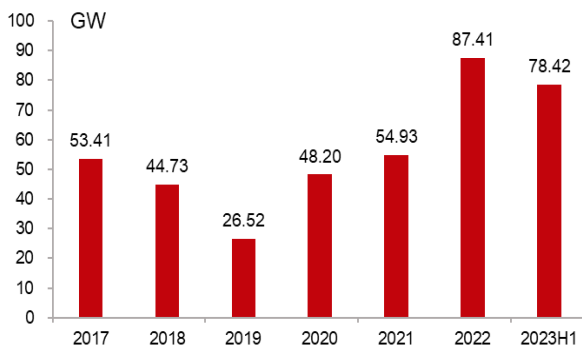
随着气候、生态等问题愈演愈烈，扩大清洁能源占比、推动能源绿色转型已成为全球共识，2022 年底全球已有 130 余个国家和地区提出碳中和目标。我国也出台《“十四五”可再生能源发展规划》、《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》等多项政策为可再生能源发展提速。

在发电成本下降和政策支持驱动下，光伏产业化水平持续提升，产业规模不断扩大。据公司 2023 年半年报援引 CPIA 数据，我国 2023 年上半年新增光伏装机量 78.42GW，同比增长 154%；光伏产品出口总额超 290 亿美元，同比增长 13%，行业需求持续旺盛，景气度向好。伴随供给宽松叠加技术进步所带来的全产业链降本，光伏装机需求有望持续加速增长。

储能作为解决风电、光伏等新能源发电存在的波动性、间歇性、随机性问题，增强电力系统稳定性和灵活性的必备手段，在成本补偿机制逐步明确、电力清洁化加速背景下需求向好，据 BNEF 数据显示，2022 年全国储能市场新增装机容量 16GW/35GWh，较 2021 年增长 68%，2030 年年新增装机容量将达 88GW/278GWh，复合年增长率为 23%。

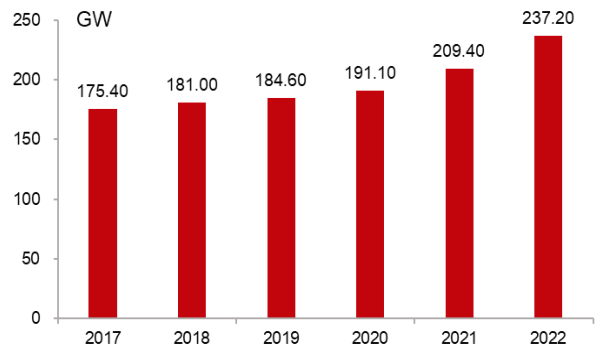
新能源行业的持续扩张孕育出超量规模的供应链服务空间，产业扩张周期带来的保供需求、价格管理需求、订单组织需求等亟需供应链企业介入提供支持。行业具备鲜明的工业品市场特点，非标属性强，对于供应链企业产业组织能力、供应链管理要求较高，且行业持续高热度吸引众多企业入局新能源供应链环节，综合服务能力强的龙头企业更具竞争优势。

图 14：中国光伏装机量



数据来源：中国电力企业联合会、iFind，西南证券整理

图 15：全球储能装机规模



数据来源：iFind，西南证券整理

2.6 光伏顶层设计不断完善，新能源板块稳步发展

光伏政策助力公司新能源板块稳步发展。从总体上看，我国光伏行业政策主要围绕“稳中求进，创新驱动”，“绿色转型，创新驱动”两大主题，针对分布式光伏发电等新能源技术出台了一系列有关行业发展促进政策。从行业发展角度看，我国光伏行业迎来“双碳”背景下全面深化能源体制改革与光伏产业高质量发展新阶段。针对产业发展趋势与要求，制定出台一系列推动行业高质量发展相关政策，引导行业创新发展和绿色转型升级。

表 3：2022 年光伏行业主要政策

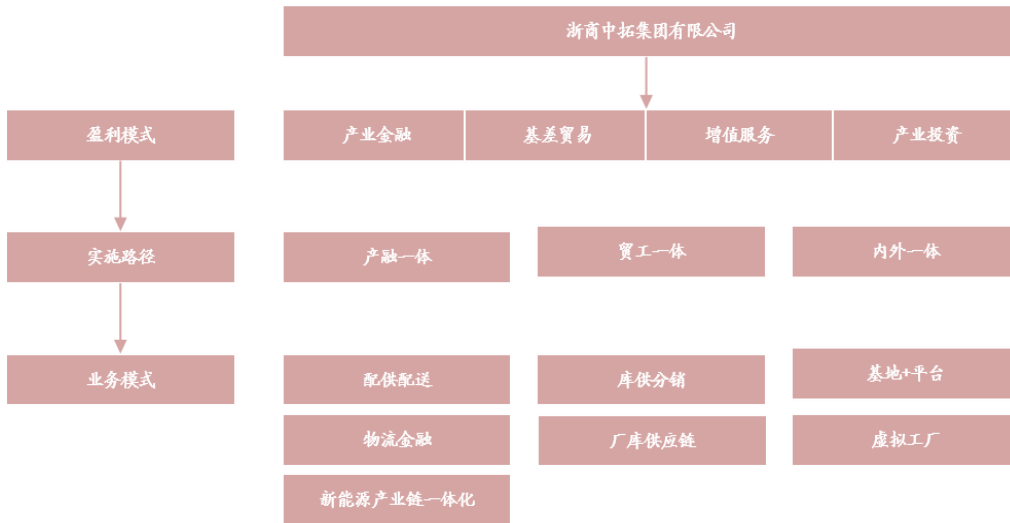
时间	政策文件名称	政策相关内容
2022.11	《关于进一步做好新增可再生能源消费不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》	不纳入能源消费总量的可再生能源，现阶段主要包括风电、太阳能发电、水电、生物质发电、地热能发电等可再生能源。《通知》从准确界定新增可再生能源电力消费量范围、以绿证作为可再生能源电力消费量认定的基本凭证、完善可再生能源消费数据统计核算体系等五方面提出了 12 项具体举措，为完善能源消费强度和总量双控制度提供了保障。
2022.11	《关于开展第三批智能光伏试点示范活动的通知》	支持培育一批智能光伏示范企业，包括能够提供先进、成熟的智能光伏产品、服务、系统平台或整体解决方案的企业；支持建设一批智能光伏示范项目，包括应用智能光伏产品，融合运用 5G（第五代移动通信技术）通信、大数据、工业互联网、人工智能等新一代信息技术，为用户提供智能光伏服务的项目。
2022.08	《关于促进光伏产业链供应链协同发展的通知》	促进光伏产业链供应链协同发展，提出立足长远目标、优化产业布局，鼓励创新进步、规范行业秩序，加强系统对接、深化全链合作，支持协同发展、稳定产业供需，坚持统筹发力、加强宣传引导等五项具体举措，旨在优化建立全国光伏大产业大市场，促进光伏产业高质量发展，积极推动建设新能源供给消纳体系。
2022.01	《智能光伏产业创新发展行动计划（2021-2025 年）》	到 2025 年，光伏行业智能化水平显著提升，产业技术创新取得突破。新型高效太阳能电池量产化转换效率显著提升，形成完善的硅料、硅片、装备、材料、器件等配套能力。智能光伏产业生态体系建设基本完成，与新一代信息技术融合水平逐步深化。智能制造、绿色制造取得明显进展，智能光伏产品供应能力增强。

数据来源：国务院，国家发改委，工业和信息化部，住房和城乡建设部，交通运输部，农业农村部，国家能源局，市场监管总局，西南证券整理

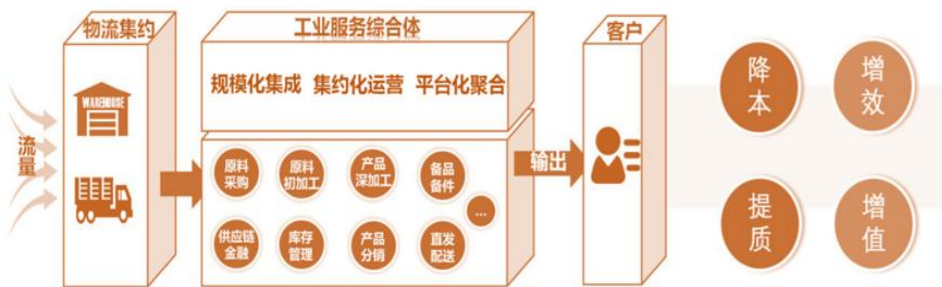
3 供应链集成服务主业转型升级，新旧动能加速转化

3.1 专注于生产资料供应链行业，集成服务能力强

公司多年来专注于生产资料供应链行业，从全产业链各主体、各环节、各要素入手搭建集成服务平台，为客户提供端到端的产销衔接、库存管理、物流配送、生产加工、产业金融、价格管理、管理咨询等全链条集成化管理和一站式服务。同时，根据行业发展变化并结合自身资源能力，持续优化创新商业模式，深入推进产融一体、贸工一体、内外一体，为客户提供全方位、多层次、个性化的解决方案，客户黏性不断增强，服务网点实现区域全覆盖，协同效应明显，具有强大的供应链集成服务能力。

图 16：公司主要业务模式


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：公司集成服务能力强


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 数字化赋能价格管理能力，天网助力地网持续发力

公司高度重视以数字科技促进管理提升和业务创新，积极推动全方位、上下贯通的数字化转型。近几年公司加大研发投入，2023年H1公司研发投入为0.13亿元，同比增长61.18%，主要是公司云智供工业互联网平台研发投入持续增加所致。公司以信息化手段为支撑，通过区块链、物联网、大数据等技术，助力公司完成从信息化支撑业务到数字化赋能业务的转变，以数字化赋能供应链集成服务、风险管控，为产业链合作伙伴带来全新的价值提升。数字赋能下，中拓新材料工厂准时交货率达100%，晋南工业服务综合体人均作业效率提升近4倍。

公司目前已自主研发了以客户关系管理（CRM）、价格风险管理（PRM）、智慧仓储系统（WMS）、物流运输管理（TMS）、电子商务系统（EC）、物流金融系统（FMS）、工程配送系统、智能合同系统（IC）等信息系统为核心的“天网”体系，实现对公司日常经营管理的全覆盖，已有效实现业务流程线上化、数据分析可视化、交易下单自助化、期现结合数字化、客户评估全景化。

自主研发价格风险管理系统 (PRM) 基于大宗商品生产资料的金融属性和价格波动频繁等特点, 为分析研判国际大宗商品市场供求关系和价格走势变化提供科学数据支撑, 辅助公司对黑色金属、有色金属、能源化工等品种的行情变化进行追踪研究, 帮助公司建立体系化、差异化、精准化的交易管理制度, 有效平抑现货品种价格波动风险, 强化供应链经营稳定性。

图 18: 公司信息化产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

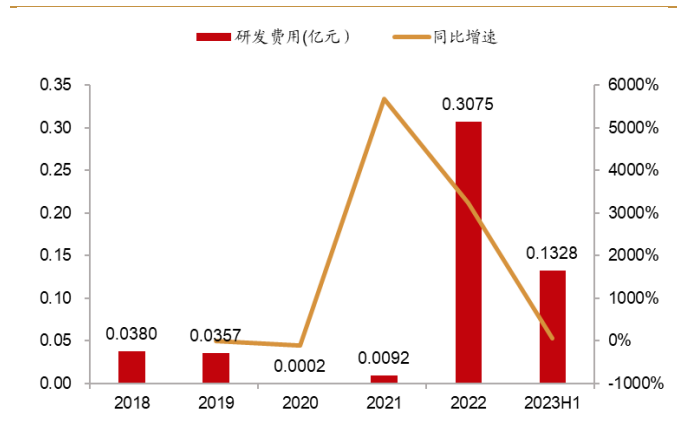
“天网”体系助力公司物流地网卡位布局。公司“数字中拓”主干道项目已顺利上线, 持续加大生产地、中转地、消费地的物流网点开拓力度, 加强重点区域仓储拓展, 2022 年公司在辽宁、江西、云南等区域实现网点布局“零突破”。截至 2023 年 H1, 公司自管库网点达 202 个, 相比去年同期增加 66 个; 吞吐量超百万吨仓库 16 个, 相比去年同期增加 8 个。同时, 公司发挥网络货运平台优势, 加大社会第三方运力合作力度, 截至 2023 年 H1, 公司网络货运平台整合的运输车辆/船舶达 3.2 万辆, 相比去年同期增长约 1 倍。2023 年上半年获得郑州商品交易所指定硅铁、锰硅商品交割厂库资质, 实现“零突破”。

图 19: 公司江阴长通物流园码头



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 公司研发费用及增速



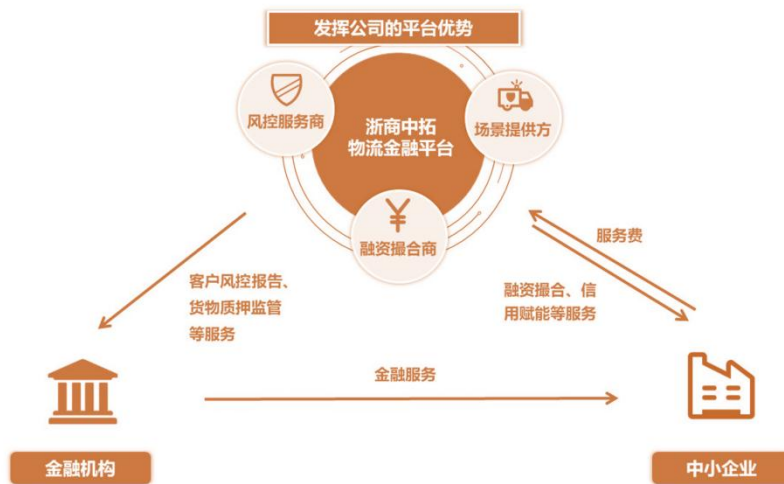
数据来源: Wind, 西南证券整理

3.3 推进物流金融和虚拟工厂创新模式，国际业务未来可期

物流金融是公司基于供应链集成服务和风险管控能力，发挥公司数字天网和物流地网优势，通过提供货物质押监管、价格盯市、市场渠道等服务，担当银行等金融机构与制造类企业间的风控中介，为制造类企业盘活原材料、半成品、产成品等存货价值，助力金融机构服务实体经济，普惠中小微企业，解决融资难、融资贵、融资烦问题。

基于信用环境及行业资金密集特性，依托公司强大的集成服务能力和风险管控能力，公司与各主流银行开展深度合作，以“拓易融”产业金融服务平台为载体，为产业链上下游客户提供物流金融服务。截至2023年7月底，“拓易融”产品已获得20余家银行授信，授信额度达101亿元，时点用信41亿元，历史累计用信近150亿元，产品得到金融机构高度认可，已为产业链上下游约250家客户提供高效、便捷的融资服务，具有明显的经济效益。

图 21：公司物流金融业务模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

工业服务综合体引申自“城市综合体”，它是多种供应链服务能力在空间上的优化组合，形成供应链服务的实体平台，满足产业客户的多种类、大流量的服务需求。工业服务综合体致力于在供应链上寻找到拥有大规模流量的物流节点进行布局，在物流集约的基础上，集成渠道、资金、加工、仓配等服务，并通过高度集约化的运营，从而为客户打造出个性化、高性价比的集成服务产品。

公司着力打造集成各类供应链服务的实体，先后在山西临汾、江苏无锡实现工业服务综合体落地运营。此外，公司所属益光国际投资2000万美元在河北唐山落地冀东工业服务综合体项目，总规划用地300亩。2022年公司“贸工一体”旗舰公司中拓新材料克服外部环境不利影响，统筹做好订单保供和稳顺生产，2022年工序产量达69万吨，处于行业领先水平。今年公司基于产业链延伸的加工项目陆续投入运营，中拓协能于3月正式投产；唐山丰南工业服务综合体于6月竣工；江阴板材加工中心于6月开机试运营。

其中，公司唐山丰南工业服务综合体项目厂房配备有卷板开平剪切加工生产线三条，年加工能力约100万吨，年钢材仓储周转能力800万吨，解决就业300人以上。目前厂区宿舍楼主体已完工，部分生产线开始试运行。此外，中拓新材料质检中心顺利通过CNAS国家

实验室认证，主导的浙江制造标准《热处理型冷镦钢丝》已向社会面正式发布，推动产品质量迈上新台阶。

未来公司将稳步推进“贸工一体”战略，持续提高晋南和无锡工业服务综合体经营规模，冀东工业服务综合体将大力探索“钢材超市”模式，为产业集群客户提供全方位、高效便捷的供应链集成服务。到 2025 年末，公司将力争落地 10 至 15 个工业服务综合体项目，切实推进“品牌化、连锁化、标准化、信息化”发展。

图 22：公司晋南工业服务综合体



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：公司唐山丰南工业服务综合体于今年 6 月竣工



数据来源：公司公告，西南证券整理

虚拟工厂是公司“贸工一体”的升级模式，公司凭借品牌、资金、渠道等优势，锁定制造企业所有或部分产能，掌握产成品货权，实现供应链服务与生产制造的融合发展，增强供应链集成服务能力。该模式有效提升了资源利用效率，以相对较低成本满足客户加工需求，提升产业链整体竞争力。在此模式下，公司通过与制造企业合作，强化客户合作粘性，同时获取加工利润。目前虚拟工厂已应用于黑色、化工、新能源领域。

图 24：公司虚拟工厂业务模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

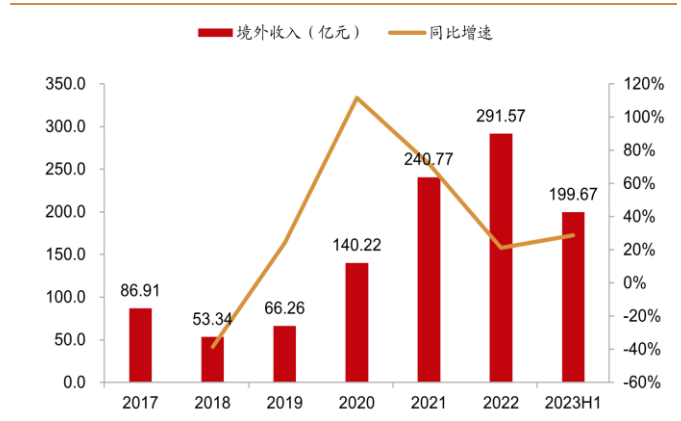
目前，公司经营品类已涵盖大宗商品、新能源、再生资源等产业链上几十个细分品种，经营网络遍布长三角、珠三角、环渤海、中西部等全国主要区域。同时，公司积极融入国内国际双循环新发展格局，依托“浙江省重点进口平台”优势，大力拓展国际市场，相继引入 5 个国际业务团队丰富经营品类和经营区域，持续加强海外业务拓展。

其中，益光国际外贸团队主攻黑色金属品种，加快完善东南亚市场布局，截至 2022 年 7 月围绕“海上丝绸之路”开拓客户近 100 家，外贸进口规模在华东区域同行业中持续领先。团队还注重服务升级与优化，通过厂库供应链模式为客户供应原料，并代销成品，促成采销衔接，输出集成服务，极大提升客户粘性和信赖度。

截至 2023 H1，公司在中国香港、新加坡、印尼拥有 4 家国际化平台子公司，业务覆盖东盟、南美、非洲等 67 个国家和地区，其中“一带一路”国家 27 个，东盟国家 9 个。2023 年 H1 公司境外收入 199.67 亿元，同比增长 28.76%。为稳步开展境外实体化运作，公司继续推进泰国公司设立，引入橡胶团队，依托泰国市场开展天然橡胶的供应链集成服务。公司董事长袁仁军预计，未来国际化业务营收将占到公司整体营收的三分之一到二分之一。

图 25：公司出口巴西的冷卷


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：公司境外收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

4 新能源业务大有可为，开辟业绩增长新赛道

4.1 新能源产业链一体化服务模式为公司开辟新赛道

公司以满足产业核心客户需求的供应链服务为基础，持续向客户的上下游环节企业延伸，在此过程中通过股权合作强化与产业链企业黏性，依托业务和投资的双轮驱动获得稳定的供应链服务收益和产业链增值收益。目前，该模式主要应用于公司的新能源业务，已在光伏、储能产业链为多家头部企业提供供应链服务，并以此为中心往上下游产业链延伸。

以光伏产业为例，公司已完成从硅片、支架、电池片、组件到光伏电站自上而下的业务布局，通过为产业链上的新能源产业客户提供原材料采购、库存管理、物流配送、加工服务、供应链金融、行情信息等供应链服务。储能方面，公司在萧山成立储能模组厂，实施“贸工一体”发展战略，并以此为契机，通过委托加工、租赁经营等方式发挥公司的营销渠道和供应链金融服务优势，打造“虚拟工厂”模式。

中拓电力是公司新能源业务的主要平台，公司积极加码提升自身价值。2022 年 6 月，公司董事会决定向中拓电力增资 3 亿元，大力推进新能源项目建设布局。2022 年 12 月，公司引进交银金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司等投资方共同设立交汇基金，向中拓电力增资 4 亿元。公司致力于成为新能源产业领先的供应链集成服务商，加速拓展新能源供应链业务，不断完善新能源产业布局，进一步提升供应链集成服务商市场地位。

图 27：公司新能源产业链一体化服务模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 新能源业务发力，打造公司第二增长曲线

近年来，公司资源要素向新能源赛道倾斜，以光伏、储能两大领域为重点。光伏方面，公司成功打造“光储通”“中拓光盈”两大品牌，分别为工商业光伏业主、户用光伏业主提供集建设、运维等一站式光伏电站服务及全生命周期的金融配套解决方案。中拓光盈今年上半年共完成装机量超 60WM，业务范围涉及江苏、安徽、河北、河南、山东等省份，在华北、华东、中部等区域累计合作商超 200 家。

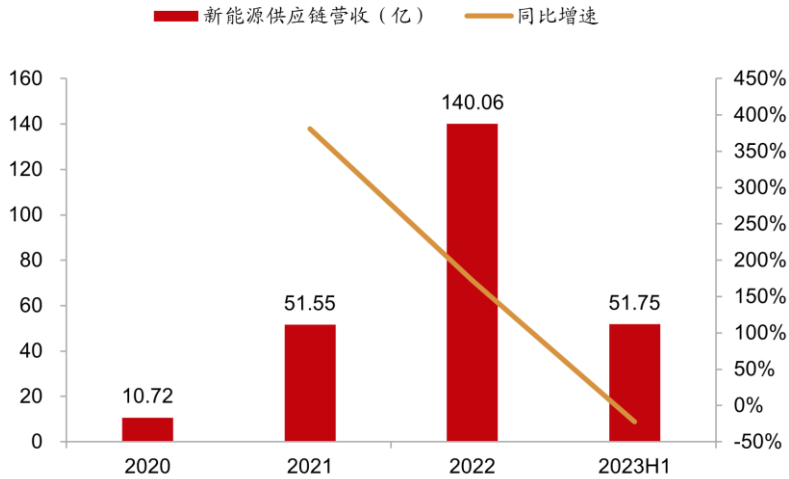
储能方面，设立浙商中拓协能（浙江）储能科技有限公司，是公司新能源板块首个实体化项目，集科研、设计、生产、销售和系统集成为一体，践行“贸工一体”发展，是公司在储能产业链终端制造环节的重要布局，构建链接多元化终端需求的桥梁。2022 年中拓协能实现营业收入 1.4 亿元，2023 年 3 月，一期 500MWh 模组/Pack 产线正式投产。

同时，公司积极落实和践行国家《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》等方案，2022 年公司所属的汽车 4S 店销售纯电动汽车 160 辆，湖南三维出租车油改气营运车 453 辆，大力推广新能源汽车销售和油改气营运车。

新能源供应链业务收入为公司提供业绩增长新动能。2022 年公司新能源业务共实现营业收入 140.06 亿元，同比增长 171.70%。光伏产品交易量累计超过 11GW，储能产品交易量累计超过 550MWh。今年上半年，新能源业务践行稳健发展思路，持续夯实内部管控、团队培养并做好投资布局，1-6 月实现营业收入 52 亿元，毛利润同比上升 64.5%。

未来公司将把握新能源行业战略性发展机遇，加大人、财、物等各类资源倾斜力度，加快推进光伏、储能等领域全产业链布局。光伏产业方面，围绕光伏产业链核心客户需求，以

供应链方式完成从硅料、硅片、电池片、组件到终端的主辅材全产业链业务贯通和经营品种覆盖；布局分布式资源渠道，搭建工商业、户用光伏平台；深入推进贸工一体，挖掘产业链上有利于发挥公司差异化优势的加工布局机会。储能产业方面，聚焦锂电原料端及终端集成，以供应链业务为纽带，着力拓展经营品类，扩大经营规模。

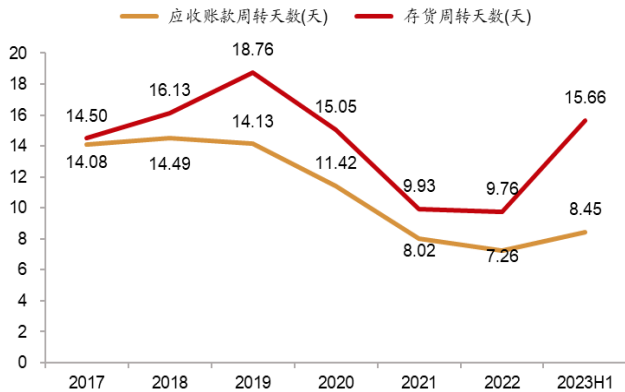
图 28：公司新能源供应链业务收入及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

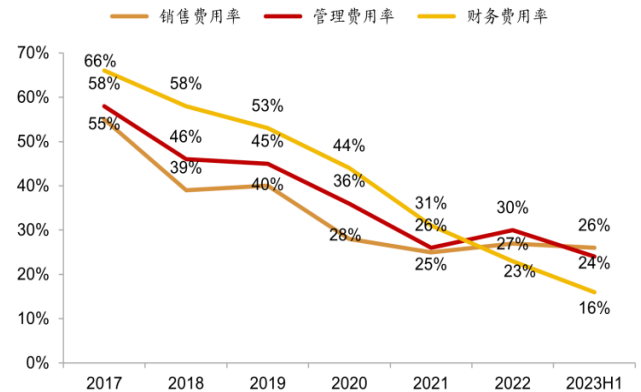
5 营运能力整体改善，费用管控能力显著增强

2022 年公司存货周转天数为 9.76 天，同比-1.71%，应收账款周转天数为 7.26 天，同比-9.48%。2023 年上半年公司应收账款周转天数为 8.45 天，同比下降 16.42%，成熟的供应链服务体系和数字化能力为公司营运能力提升保驾护航。

近几年公司费用管控能力显著增强，销售费用率从 2017 年的 55% 下降至 2022 年的 27%；管理费用率从 2017 年的 58% 下降至 2022 年的 30%；财务费用率从 2017 年的 66% 下降至 2022 年的 23%，今年上半年公司三大费用率均处于较低水平。

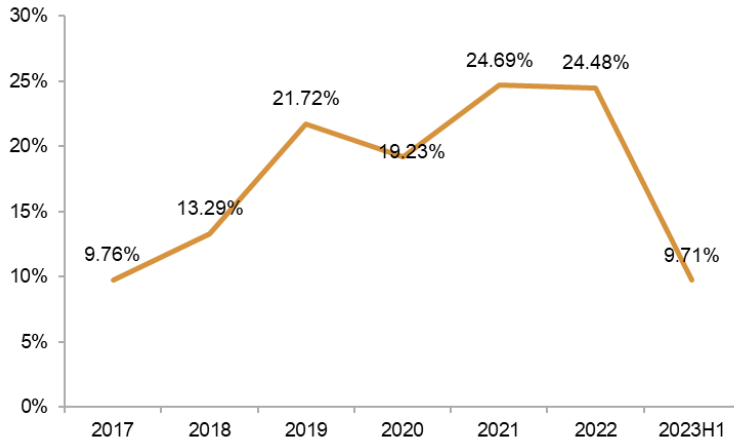
图 29：公司存货周转天数和应收账款周转天数


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 30：公司期间费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

受益于提早谋划工程物资、板带、炉料等黑色系业务转型升级、优化业务布局，公司近几年 ROE 明显提升，从 2017 年的 9.76% 上升至 2022 年的 24.48%。今年上半年受到大宗商品市场不景气的宏观影响，公司 ROE 有所下滑，相较去年同期降低 2.2pp。

图 31：公司 ROE


数据来源：Wind，西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

主营业务关键假设(公司提供供应链集成服务,实物量的量价主要影响公司业务收入):

假设 1: 公司经营的工业和建筑用材以金属材料为主，短期来看，房地产投资恢复不及预期，制造业温和复苏，金属材料需求完全触底反弹尚需时日；中长期来看，房地产、基础设施建设投资的边际改善，工业领域消费需求持续恢复将会对金属材料中长期需求形成支持。同时，公司客户以基建和制造业为主，基于以上因素，预计 2023-2025 年公司金属材料销售量同比+20%、+15%、+10%，单吨收入同比-10%、-5%、0%。

表 4：金属材料业务预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售量 (万吨)	2,571.7	3086.1	3549.0	3903.9
YOY	-1.7%	20.0%	15.0%	10.0%
单吨收入 (元/吨)	4656.4	4190.7	3981.2	3981.2
YOY	2.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%
业务毛利率 (%)	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%

数据来源：Wind，西南证券

假设 2: 中国铁矿石进口依存度常年维持在高位，供需缺口较大，短期矿石价格下跌有限，而去产能大环境下终端行业用钢需求逐渐复苏将支撑铁矿石中长期需求。且公司引入新团队，并不断加大重点区域、重要客户拓展力度，业务规模进一步扩大。基于以上因素，预计 2023-2025 年公司铁矿石销售量同比+15%、+10%、+5%，单吨收入同比-15%、0%、+5%。

表 5：矿石业务预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售量 (万吨)	3,605.9	4146.8	4561.4	4789.5
YOY	84.5%	15.0%	10.0%	5.0%
单吨收入 (元/吨)	554.1	471.0	471.0	494.5
YOY	-8.2%	-15.0%	0.0%	5.0%
业务毛利率 (%)	0.7%	1.2%	1.1%	1.0%

数据来源: Wind, 西南证券

假设 3: 碳中和等政策下焦煤焦炭消费或有所减弱, 进口煤增加和煤炭产能投资持续增长, 煤炭产能后续或将加速释放, 焦煤焦炭价格将有所下滑。预计 2023-2025 年公司煤炭销售量同比+10%、+8%、+6%, 单吨收入同比 10%、0%、-5%。

表 6：煤炭业务预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售量 (万吨)	929.6	1022.6	1104.4	1170.7
YOY	-16.7%	10.0%	8.0%	6.0%
单吨收入 (元/吨)	1,749.7	1924.6	1924.6	1828.4
YOY	53.5%	10.0%	0.0%	-5.0%
业务毛利率 (%)	3.1%	3.5%	3.7%	3.5%

数据来源: Wind, 西南证券

假设 4: 受政策收紧和钢厂减产影响, 2022 年公司再生钢铁原料销售量同比大幅下滑。未来下游终端需求复苏将带动废钢消费修复, 预计 2023-2025 年公司再生钢铁原料销售量同比+100%、+30%、+20%, 单吨收入同比为-10%、0%、5%。

表 7：再生资源业务预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售量 (万吨)	317.4	634.7	825.2	990.2
YOY	-47.4%	100.0%	30.0%	20.0%
单吨收入 (百元/吨)	3,307.4	2976.6	2976.6	3125.5
YOY	-1.4%	-10.0%	0.0%	5.0%
业务毛利率 (%)	2.2%	1.2%	1.5%	1.6%

数据来源: Wind, 西南证券

表 8：收入和成本预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入 (百万元)	193,604.8	215903.9	241333.0	270747.2
	YOY	8.6%	11.5%	11.8%	12.2%
	营业成本 (百万元)	190,864.7	212774.4	237568.1	266499.7
	毛利率	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%
金属材料	营业收入 (百万元)	119,749.2	129329.2	141292.1	155421.3
	YOY	0.3%	8.0%	9.2%	10.0%
	营业成本 (百万元)	118,235.1	127777.2	139567.1	153512.1

		2022A	2023E	2024E	2025E
	毛利率	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
矿石	营业收入 (百万元)	19,979.3	19529.8	21482.8	23684.7
	YOY	69.3%	-2.3%	10.0%	10.3%
	营业成本 (百万元)	19,849.1	19295.4	21256.5	23455.5
	毛利率	0.7%	1.2%	1.1%	1.0%
煤炭	营业收入 (百万元)	16,265.5	19681.2	21255.7	21404.5
	YOY	27.8%	21.0%	8.0%	0.7%
	营业成本 (百万元)	15,756.1	15538.7	15401.7	15391.1
	毛利率	3.1%	3.5%	3.7%	3.5%
再生资源	营业收入 (百万元)	10,496.7	18894.0	24562.2	30948.3
	YOY	-48.1%	80.0%	30.0%	26.0%
	营业成本 (百万元)	10,264.2	18667.2	24197.8	30443.5
	毛利率	2.2%	1.2%	1.5%	1.6%
其他	营业收入 (百万元)	27,114.1	28469.8	32740.3	39288.3
	YOY	91.2%	5.0%	15.0%	20.0%
	营业成本 (百万元)	26,760.3	28042.7	32085.4	38424.0
	毛利率	1.3%	1.5%	2.0%	2.2%

数据来源：西南证券

基于上述假设和测算：2023/24/25 年公司分别实现营业收入 2159.0 亿元、2413.3 亿元、2707.5 亿元，同比分别+11.5%、+11.8%、+12.2%。预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 9.9 亿元、11.3 亿元、12.0 亿元，EPS 分别为 1.43 元、1.64 元、1.75 元。

6.2 相对估值

我们选取大宗商品供应链行业中的四家地方国企，2022 年平均 PE 为 7 倍，2023 年平均 PE 为 5 倍。考虑到下游大宗商品需求温和复苏，公司主动转型升级有望在未来市场上行中享受更高收益，同时公司积极布局新能源业务，打造业绩增长第二曲线。因此给予公司 2024 年 6 倍估值，对应目标价 9.84 元，维持“买入”评级。

表 9：大宗商品供应链行业可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益 (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	MRQ
600704.SH	物产中大	4.74	0.8	0.9	1.1	6.3	5.1	4.4	0.8
600153.SH	建发股份	10.85	2.1	2.4	2.7	6.7	4.7	4.1	1.0
600057.SZ	厦门象屿	7.67	1.2	1.4	1.8	10.7	5.4	4.5	1.6
600755.SH	厦门国贸	7.49	1.6	1.5	1.7	4.6	5	4.4	0.8
平均						7.1	5.1	4.4	1.1

数据来源：Wind，西南证券整理（收盘价日期为 2023.8.24）

7 风险提示

1) 经济复苏不及预期。大宗商品的供需与经济具有较强相关性，经济复苏动能不足将使得大宗商品下游需求承压，而公司受钢铁贸易行业的影响较大，需求承压可能会导致同业竞争激烈，公司业务量增长受阻。

2) 大宗商品价格剧烈波动。大宗商品行业的特性使得价格波动风险大，公司虽然采用期货等衍生金融工具平抑价格波动风险，但仍有部分风险敞口，同时公司贸易业务毛利水平较低，目前盈利能力较弱，剧烈的价格波动会带来一定的经营和财务风险。

3) 政府行业政策变化。2022年再生钢铁原料销售量下降，主要是受宏观政策影响。在国家“十三五”规划中，政府方面明确提出积极稳妥去产能去杠杆，推进绿色制造，进而促使钢铁行业在国家调控政策的影响下缩减相对过剩的产能，实现产能优化。若之后国家对钢铁以及房地产等的政策出现变化可能会对公司经营造成影响。

4) 新业务回报不及预期。公司积极通过商业投资布局新能源产业链，但在新业务上可能存在经验不足或判断失误的可能，这些变化可能对公司新能源供应链业务的市场前景和盈利能力产生直接影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	193604.76	215903.94	241333.02	270747.22	净利润	1284.43	1348.77	1546.14	1648.69
营业成本	190864.74	212774.36	237568.10	266499.72	折旧与摊销	73.07	82.94	85.19	87.44
营业税金及附加	153.04	162.60	182.08	205.77	财务费用	440.56	637.37	994.63	1108.03
销售费用	514.04	551.39	619.72	701.85	资产减值损失	-42.76	5.00	5.00	5.00
管理费用	581.10	617.74	690.52	781.00	经营营运资本变动	-5229.53	-1653.92	-1474.09	-1241.14
财务费用	440.56	637.37	994.63	1108.03	其他	-336.33	-343.45	-546.66	-386.02
资产减值损失	-42.76	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	-3810.56	76.70	610.21	1222.01
投资收益	648.91	424.10	536.51	480.31	资本支出	-442.24	-30.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	45.64	10.33	13.71	17.90	其他	724.57	434.43	550.21	498.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	282.33	404.43	500.21	448.21
营业利润	1696.75	1589.92	1823.19	1944.05	短期借款	3198.99	17527.87	2624.17	2605.13
其他非经营损益	23.38	-3.14	-4.20	-4.42	长期借款	-67.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	1720.12	1586.78	1818.99	1939.64	股权融资	63.27	200.00	0.00	0.00
所得税	435.69	238.02	272.85	290.95	支付股利	-276.49	-200.51	-197.06	-225.90
净利润	1284.43	1348.77	1546.14	1648.69	其他	3.95	-1716.38	-994.63	-1108.03
少数股东损益	281.90	363.46	416.65	444.28	筹资活动现金流净额	2922.70	15810.98	1432.48	1271.20
归属母公司股东净利润	1002.53	985.31	1129.49	1204.41	现金流量净额	-722.75	16292.12	2542.91	2941.42
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5298.27	21590.39	24133.30	27074.72	成长能力				
应收和预付款项	12133.97	13118.26	14780.39	16418.88	销售收入增长率	8.60%	11.52%	11.78%	12.19%
存货	5247.36	5850.03	6589.40	7367.25	营业利润增长率	33.80%	-6.30%	14.67%	6.63%
其他流动资产	1017.15	632.71	659.31	690.07	净利润增长率	27.83%	5.01%	14.63%	6.63%
长期股权投资	326.75	326.75	326.75	326.75	EBITDA 增长率	16.73%	4.52%	25.66%	8.15%
投资性房地产	45.52	45.52	45.52	45.52	获利能力				
固定资产和在建工程	924.93	937.90	948.62	957.09	毛利率	1.42%	1.45%	1.56%	1.57%
无形资产和开发支出	380.40	315.55	270.71	225.87	三费率	0.79%	0.84%	0.96%	0.96%
其他非流动资产	697.05	695.98	694.91	693.84	净利率	0.66%	0.62%	0.64%	0.61%
资产总计	26071.39	43513.09	48448.91	53799.99	ROE	16.54%	16.65%	16.36%	15.17%
短期借款	6425.10	23952.97	26577.14	29182.27	ROA	4.93%	3.10%	3.19%	3.06%
应付和预收款项	7359.53	9816.44	10626.67	11772.07	ROIC	6.82%	6.59%	7.35%	7.09%
长期借款	18.84	18.84	18.84	18.84	EBITDA/销售收入	1.14%	1.07%	1.20%	1.16%
其他负债	4501.70	1625.86	1778.19	1955.95	营运能力				
负债合计	18305.17	35414.11	39000.85	42929.14	总资产周转率	7.88	6.21	5.25	5.30
股本	688.23	688.23	688.23	688.23	固定资产周转率	398.95	392.55	429.53	473.79
资本公积	774.44	974.44	974.44	974.44	应收账款周转率	46.98	46.78	44.81	46.01
留存收益	2804.12	3588.92	4521.35	5499.86	存货周转率	36.48	38.00	38.03	38.11
归属母公司股东权益	5282.29	5251.59	6184.02	7162.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.91%	—	—	—
少数股东权益	2483.93	2847.39	3264.03	3708.31	资本结构				
股东权益合计	7766.22	8098.98	9448.06	10870.85	资产负债率	70.21%	81.39%	80.50%	79.79%
负债和股东权益合计	26071.39	43513.09	48448.91	53799.99	带息债务/总负债	35.20%	67.69%	68.19%	68.02%
					流动比率	1.32	1.17	1.19	1.21
					速动比率	1.03	1.01	1.02	1.04
					股利支付率	27.58%	20.35%	17.45%	18.76%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	2210.37	2310.23	2903.01	3139.53	每股收益	1.46	1.43	1.64	1.75
PE	5.52	5.62	4.90	4.59	每股净资产	7.68	7.63	8.99	10.41
PB	1.05	1.05	0.89	0.77	每股经营现金	-5.54	0.11	0.89	1.78
PS	0.03	0.03	0.02	0.02	每股股利	0.40	0.29	0.29	0.33
EV/EBITDA	2.49	2.89	2.33	2.05					
股息率	5.00%	3.62%	3.56%	4.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
