

公司研究/首次覆盖

2020年07月12日

黑色金属/综合 II

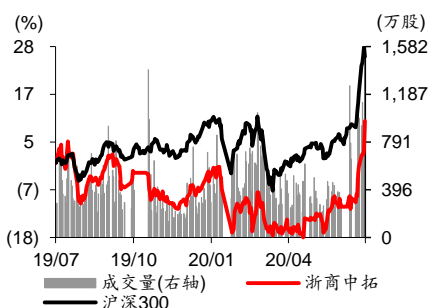
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 6.59  
合理价格区间(元): 7.38~7.79

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004  
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

龚润华  
联系人 gongrunhua@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 大宗供应链服务商，期待金融赋能

## 浙商中拓(000906)

### 大宗供应链服务商，期待金融赋能

公司目前主要定位于大宗商品供应链集成服务商，主要实物产品为钢铁、煤炭和炉料等。我们看好公司发展前景，主要逻辑集中于三点：一是公司正在拓展业务范畴，提高供应链集成服务能力；二是公司在“凤凰行动”计划背景下，拟收购浙江海运集团，若成功收购将与公司现有业务形成协同，并有效增厚公司业绩、提高盈利能力；三是公司重点发展供应链金融、产业金融等业务，或可促进既有业务的盈利能力和稳定性。我们预计公司20-22年EPS为0.82/1.03/1.14元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 拓展业务范畴，提高集成服务能力

公司脱胎于传统的钢贸行业，在16年控股权划转至浙江交投集团后，公司整体战略定位逐渐明晰，设立区域分、子公司扩大业务版图，拓展煤炭、废钢、锰矿、镍矿、甲醇、纸浆、油品等业务品种，深度挖掘客户需求，提供原材料采购、库存管理、产成品销售、剪切加工、物流配送、金融监管、信息化管理、风险对冲等供应链集成服务，不断增强客户粘性，提高集成服务能力。

### “凤凰行动”计划背景下，拟收购浙江海运集团

2017年，浙江省推出以企业上市和并购重组为核心的“凤凰行动”计划，在此背景下，19年10月，公司公告称计划收购控股股东旗下的浙江海运集团100%股权；20年6月，公司公告计划新增配套募集资金不超过5亿元，并引入永富实业作为战略投资者，目前正在推进当中。浙江海运集团主要经营国内沿海水路运输业务、国际船舶运输业务以及航运服务业务，毛利率、净利率均高于公司，若收购成功，可有效增厚公司业绩、提高盈利能力，并与公司在煤炭、矿石等领域进行产业链协同。

### 供应链金融业务提升盈利能力

公司背靠浙江交投集团，资金实力强、信誉基础好。公司供应链金融业务主要包括存货融资、应收账款融资、预付款融资等，可为产业链中中小型企业提供全面的金融服务。其中，存货融资、预付款融资属于物流金融概念，是公司未来发展重点之一，相较于传统的金融模式，公司可以在专业化的仓储服务基础上，提供货押监管、价格管理等服务，有效降低中小企业融资成本和金融机构的监管风险，解决两者间信用不对称问题。除此之外，公司配套融资租赁、商业保理、ABS以及产业基金等产业金融服务。

### 看好公司发展前景，给予“增持”评级

目前公司核心业务集中于大宗供应链，但我们看好供应链金融等对供应链集成服务业务规模和盈利能力的促进。我们预计公司20-22年EPS为0.82/1.03/1.14元，可比公司PE(2020E, Wind一致预期)均值8.23倍，考虑到公司规模持续扩张、盈利能力向好，给予公司9.0-9.5倍PE估值，取EPS(2020E)为0.82元，目标价7.38~7.79元，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济不及预期；钢煤行业盈利下滑；收购事宜不及预期。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	674.44
流通A股(百万股)	661.51
52周内股价区间(元)	5.11-6.66
总市值(百万元)	4,445
总资产(百万元)	26,868
每股净资产(元)	4.90

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	63,294	73,464	79,737	88,831	91,292
+/-%	30.75	16.07	8.54	11.40	2.77
归属母公司净利润(百万元)	305.92	536.27	552.77	692.03	769.07
+/-%	76.58	75.30	3.08	25.19	11.13
EPS(元, 最新摊薄)	0.45	0.80	0.82	1.03	1.14
PE(倍)	14.53	8.29	8.04	6.42	5.78

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

投资要点 .....	3
核心逻辑.....	3
不同于市场观点.....	3
全方位、多层次、个性化的供应链集成服务商 .....	4
公司为浙江交投集团旗下供应链集成服务商 .....	4
大宗商品供应链集成服务是公司的核心业务 .....	4
业务网络布局完善，提升集成服务能力.....	7
近年来业务规模快速扩张，分红率稳定.....	8
公司近年来规模扩张势头强劲 .....	8
资产负债率偏高 .....	9
预计 20-24 年分红率不低于 33%.....	10
供应链金融业务提供盈利增厚空间.....	11
供应链服务：实现产业链覆盖，重视风险控制.....	11
供应链金融：资金实力强，提供综合金融服务.....	12
信息服务：加强信息化管理，保障“四流”联动 .....	13
物流服务：发展仓储物流，智慧化程度逐步提升 .....	13
同业对比：2018 年后公司 ROE 表现较好 .....	14
国内对比：具备成长性，ROE 表现好.....	14
公司业务集中，有一定成长性 .....	14
公司毛利率有提升空间，ROE 表现出色 .....	15
海外对比：公司成长性强，且 ROE 表现更优.....	17
三井物产是各工商业领域的产业组织者 .....	17
公司 ROE 表现出色 .....	18
对标三井物产，公司未来如何发展？ .....	19
估值：业务规模持续拓展，给予“增持”评级 .....	20
盈利预测.....	20
销量假设 .....	20
价格假设 .....	20
毛利率假设 .....	21
费用假设 .....	21
公司估值.....	21
PE/PB - Bands .....	22
风险提示.....	22

## 投资要点

### 核心逻辑

公司目前主要角色是大宗商品供应链集成服务商，主要业务集中在金属材料（建筑用材、工业用材）、煤炭和炉料等。公司可为客户提供全产业链的综合服务，并配套有产业金融、信息服务、物流服务等等。

据公司年报及官网，公司致力于成为行业领先的生产资料供应链集成服务商以及具有核心竞争力的产业链组织者和供应链管理者。2018年，公司成功入选全国首批供应链创新与应用试点名单；2020年，公司和联想集团、菜鸟供应链等21家企业共同入选商务部等8部门开展的供应链创新与应用试点第一批典型经验做法试点主体。公司ROE表现好，对管理层股权激励力度大，且通过《未来五年分红回报计划（2020-2024年）》提出20-24年分红比例不低于33%。综合来看，我们认为公司主要看点集中在以下三个方面：

- 1) **拓展业务范畴，提高集成服务能力：**公司脱胎于传统的钢贸行业，以钢铁、煤炭（焦煤等）、炉料产品（铁矿石等）为主，在16年控股权划转至浙江交投集团后，公司整体战略定位逐渐明晰，设立区域分、子公司扩大业务版图，拓展煤炭、废钢、锰矿、镍矿、甲醇、纸浆、油品等业务品种，深度挖掘客户需求，提供原材料采购、库存管理、产成品销售、剪切加工、物流配送、金融监管、信息化管理、风险对冲等供应链集成服务，不断增强客户粘性，提高集成服务能力。
- 2) **“凤凰行动”计划背景下，拟收购浙江海运集团：**2017年，浙江省推出以企业上市和并购重组为核心的“凤凰行动”计划，在此背景下，19年10月，公司公告称计划收购控股股东旗下的浙江海运集团100%股权；20年6月，公司公告计划新增配套募集资金不超过5亿元，并引入永富实业作为战略投资者，目前正在推进当中。浙江海运集团主要经营国内沿海水路运输业务、国际船舶运输业务以及航运服务业务，毛利率、净利率均高于公司，若收购成功，可有效增厚公司业绩、提高盈利能力，并与公司在煤炭、矿石等领域进行产业链协同。
- 3) **供应链金融业务提升盈利能力：**公司背靠浙江交投集团，资金实力强、信誉基础好。公司供应链金融业务主要包括存货融资、应收账款融资、预付款融资等，可为产业链中中小型企业提供全面的金融服务。其中，存货融资、预付款融资属于物流金融概念，是公司未来发展重点之一，相较于传统的金融模式，公司可以在专业化的仓储服务基础上，提供货押监管、价格管理等服务，有效降低中小企业融资成本和金融机构的监管风险，解决两者间信用不对称问题。除此之外，公司配套融资租赁、商业保理、ABS以及产业基金等产业金融服务。

由于公司收购浙江海运集团相关事宜仍未完成，故盈利预测中暂不考虑。我们预计公司20-22年归属母公司净利润为5.53、6.92、7.69亿元，EPS为0.82、1.03、1.14元。

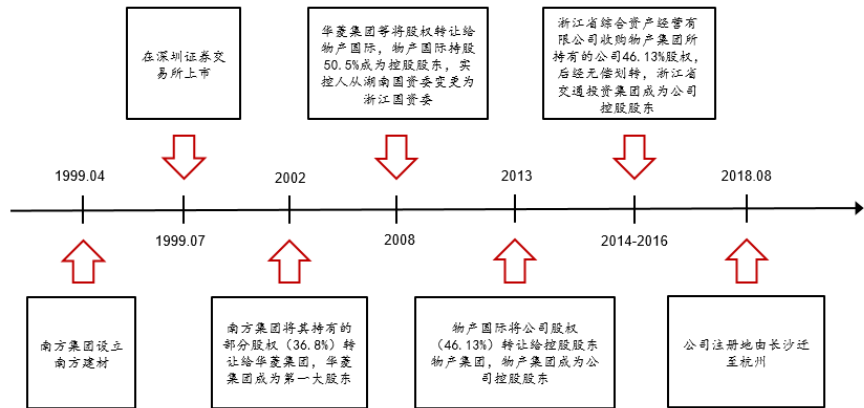
### 不同于市场观点

由于目前公司核心业务仍集中在大宗商品供应链集成服务业务中，因此市场多将公司视为钢贸商，即盈利水平低、议价能力弱，但我们不认为公司是传统的钢贸商，并看好公司发展前景：一是供应链金融业务在公司原有的供应链集成服务基础上，进一步增强公司与上下游客户间的合作黏性，从财务角度看可以提升公司产业链集成业务的盈利能力（毛利率等）绝对水平和稳定性，降低对现有强相关行业的盈利依赖性（钢铁、煤炭等行业）；二是公司目前正在推进收购浙江海运集团，若成功收购可进一步提升公司在产业链上的集成服务能力，并有效增厚公司业绩、提高盈利能力。

## 全方位、多层次、个性化的供应链集成服务商 公司为浙江交投集团旗下供应链集成服务商

起家于湖南，繁荣于浙江。浙商中拓集团股份有限公司（以下简称“公司”）原名南方建材，由南方集团独家发起，于1999年7月7日在深交所上市。2012年公司更名为物产中拓；2017年，更名为浙商中拓；2018年8月，公司注册地由长沙迁至杭州。

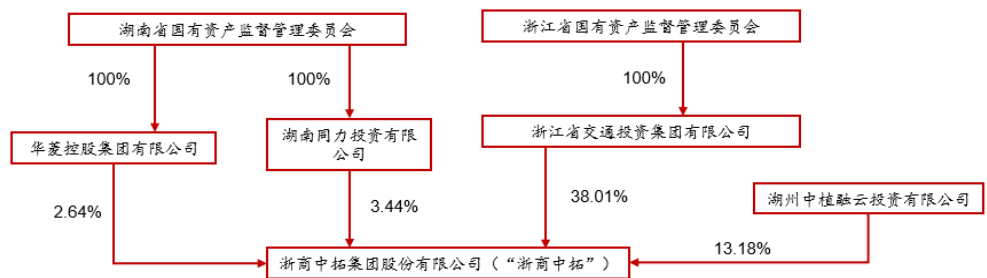
图表1：浙商中拓发展历史



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司实控人为浙江省国资委。经历一系列股权变更后，公司现控股股东为浙江省交通投资集团有限公司，合计持有公司股份比例达 38.01%，实控人为浙江省国资委。截至 2020 年 7 月 10 日，公司总股本为 6.74 亿股，其中自由流通股 3.16 亿股；总市值 44.45 亿元，自由流通市值 20.82 亿元。

图表2：公司股权结构图（截止 2020 年一季度）

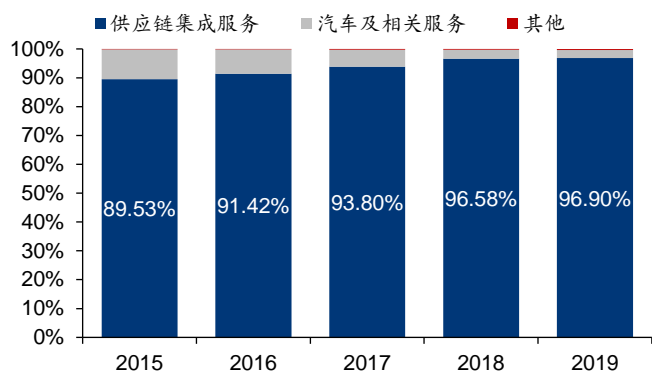


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 大宗商品供应链集成服务是公司的核心业务

供应链集成业务是公司核心业务。公司定位为生产性服务业，专注成为具有核心竞争力的产业链组织者和供应链管理者，2019 年供应链集中服务营收、毛利占比分别为 97%、91%。

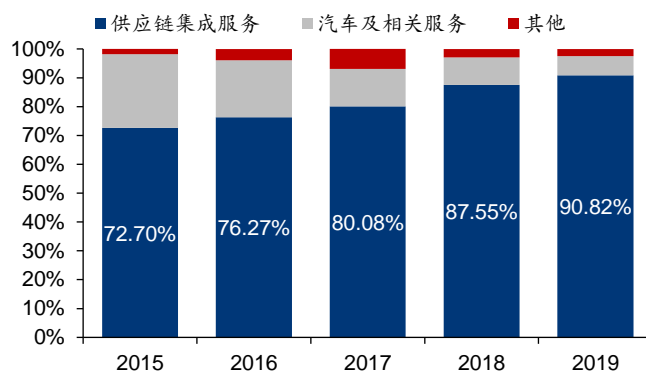
图表3: 供应链集成服务营收占比逐渐上升



注: 公司2019年将“汽车及相关业务”从“供应链集成行业”调整至“其他行业”, 对2015-2018年的相关数据也做此处理; “其他”为除了“供应链集成服务”和“汽车及相关业务”之外的部分

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 供应链集成服务毛利占比逐渐上升

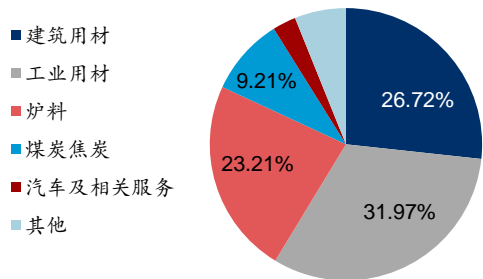


注: 公司2019年将“汽车及相关业务”从“供应链集成行业”调整至“其他行业”, 对2015-2018年的相关数据也做此处理; “其他”为除了“供应链集成服务”和“汽车及相关服务”之外的部分

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

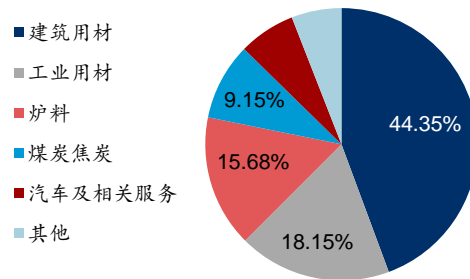
**供应链集成服务以钢材、炉料和煤炭业务为主。**公司大宗商品供应链集成服务以钢材、炉料和煤炭的内外贸以及供应链上下游服务为主, 其中钢铁、炉料(铁矿石为主)是公司营收和毛利的主要贡献品类, 另外还包括废钢、锰矿、镍矿、甲醇、纸浆、油品等。2019年, 公司共销售各类金属材料(包括建筑用材、工业用材等)1289万吨, 销售铁矿石1543万吨, 销售煤炭734万吨, 同比分别增长10.1%、109.4%、20.1%。

图表5: 钢铁、炉料品类贡献主要营收(2019年)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 钢铁、炉料品类贡献主要毛利(2019年)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 公司主要产品销售量

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金属材料(万吨)	642	726	859	925	1,171	1,289
YoY	15.9%	13.1%	18.3%	7.6%	26.7%	10.1%
矿石(万吨)	136	375	596	628	737	1,543
YoY	-76.9%	176.4%	59.1%	5.4%	17.4%	109.4%
煤炭(万吨)				228	611	734
YoY				245.9%	167.8%	20.1%
汽车(辆)	30,772	29,396	31,481	28,068	21,423	18,806
YoY	3.8%	-4.5%	7.1%	-10.8%	-23.7%	-12.2%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

据Mysteel, 2018年我国的炼钢废钢比仅为20%左右, 相比发达国家60%-70%水平, 我国废钢行业发展空间较大。据公司年报, 公司于2019年设立江西中拓, 布局循环经济领域, 目前江西中拓“基地+贸易”的废钢项目已开始试运营, 并且浙江、广西、河北等地的废钢基地也在积极推进, 公司废钢业务量已突破20万吨/月。

**提升主业竞争力，实现高质量可持续发展。**据公司年报，2019年，公司根据“一二三”发展战略目标（盯紧一个目标：成为行业领先的生产资料供应链服务集成商；服务两类客户：服务“基本建设”和“生产制造”两类客户；提升三大能力：提升风险管控能力、集成服务能力和资本运作能力），以“产融一体、贸工一体、内外一体”为发展路径，不断提升供应链集成服务核心主业竞争力，快速促进“天网”、“地网”融合，实现高质量可持续发展。

**图表8：公司未来业务发展规划**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**坚持内外贸一体化战略。**公司已成立国际事业部，不断加强国际贸易专业管控，推动国际业务 AEO 认证。公司的国际业务网络不断完善，根据 19 年年报，公司现已覆盖东盟 9 国，南亚 3 国，韩国、日本以及南美、中东、俄罗斯等国家和地区。

**“凤凰行动”计划背景下，拟收购浙江海运集团。**2017 年 9 月，浙江省推出以企业上市和并购重组为核心的“凤凰行动”计划。据公司公告，在此背景下，2019 年 10 月 26 日，公司公告称计划发行股份收购控股股东浙江交投集团全资子公司浙江海运集团。浙江海运集团主要经营国内沿海水路运输业务、国际船舶运输业务以及航运服务业务，核心资产为 24 艘船舶，收购成功后可与公司在煤炭、矿石等领域进行产业链协同，增强公司的物流体系，有助于内外贸一体化战略的推进。浙江海运集团的毛利率、净利率均高于公司，若成功收购可提升公司盈利能力。

**图表9：浙江省“凤凰行动”计划主要目标**

	主要内容
整体目标	经过4年（2017-2020年）努力，进一步巩固提升我省在资本市场上的全国领先地位，建设金融强省，企业上市和并购重组工作促进经济转型升级成效显著
数量和质量显著提升	到2020年，争取全省境内外上市公司达到700家、重点拟上市企业达到300家，实现上市公司数量倍增；“新三板”挂牌企业达到1200家，浙江股权交易中心挂牌企业达到5000家；股份公司达到8000家；通过资本市场融资累计达到2万亿元，全省直接融资占比35%以上，股权与债权融资均衡发展，融资结构不断优化；获得资本市场服务的企业占全省规上企业数的12%以上
区域行业布局优化	到2020年，力争实现上市公司县县有、行（按证券市场行业分类）行有。辖区内有5家以上上市公司的县（市、区）达到40个以上，10家以上上市公司的县（市、区）达到20个，20家以上上市公司的县（市、区）达到10个；全省上市公司中八大万亿产业和高新技术产业的企业分别占比50%、60%以上
并购重组深入实施	到2020年，并购重组活跃度持续提升，60%以上的上市公司开展并购重组，年均并购重组金额达到800亿元以上，主要并购标的为高端技术、人才、品牌和营销渠道等
产业提升带动明显	到2020年，打造若干以上上市公司为龙头、产值超千亿元的现代产业集群，上市公司引领和支撑区域经济发展作用明显增强。培育80家市值200亿元以上、20家市值500亿元以上、3-5家市值1000亿元以上的上市公司梯度发展队伍

资料来源：政府官网，华泰证券研究所

**图表10：浙江海运集团与公司的财务情况对比**

浙江海运集团	2017	2018	2019	浙商中拓	2017	2018	2019
营业收入	15.48	16.38	14.35	营业收入	484.07	632.94	734.64
净利润	2.06	3.66	9.13	净利润	1.79	3.08	5.79
归母净利	2.05	3.67	9.11	归母净利	1.73	3.06	5.36
扣非后归母净利	2.08	3.57	1.57	扣非后归母净利	1.41	2.85	4.09
毛利率	25.93%	31.33%	19.07%	毛利率	2.39%	2.32%	2.22%
净利率	13.33%	22.37%	63.61%	净利率	0.37%	0.49%	0.79%
资产负债率	121.27%	109.53%	77.32%	资产负债率	74.74%	74.75%	77.00%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；营业收入、净利润、归母净利润与（扣非后）归母净利润单位为亿元；海运集团2019年非经常损益较高是出售股份以及转回之前计提的坏账准备所致

2020年6月22日，公司公告称对收购浙江海运集团方案进行调整，新增配套募集资金不超过5亿元，并新增浙江永安国富实业有限公司（简称“永富实业”）作为战略投资者。永富实业隶属于永安期货体系，深耕大宗期货、现货市场多年，投资经验丰富，公司引入作为战略投资者，可进一步增强公司在钢材等期货、现货市场的投研实力。

### 业务网络布局完善，提升集成服务能力

16年以来逐渐形成多方位的业务协作生态。在2016年公司控股权划转至浙江交投集团后，公司整体战略定位开始逐渐明晰，设立区域分、子公司扩大业务版图，拓展煤炭、废钢、锰矿、镍矿、甲醇、纸浆、油品等业务品种，提供原材料采购、库存管理、产成品销售、剪切加工、物流配送、金融监管、信息化管理、风险对冲等供应链集成服务，不断增强客户粘性，提升集成服务能力。

**图表11：公司近年重大事项**

时间	事件
2015.08	以7.22元/股的价格，通过非公开增发6233万股，募集4.39亿元补充流动资金
2015.11	设立天津中拓（持股85%），主要开展华北及周边区域业务
2015.12	设立益光国际（持股51%），注册地在新加坡
2016.01	设立上海中拓（持股100%），主要开展华东区域业务
2016.04	设立广东中拓（持股100%），主要开展华南区域业务
2016.10	设立中拓物流，以完善面对客户的全流程服务功能
2017.03	设立中拓电力（持股100%），开展售电业务
2017.08	设立中拓新材（持股80%），新建工业线材预加工处理生产线项目，向下游加工产业延伸
2017.10	将所持的高星物流公司51%股权以1.02亿元转让
2019.01	设立中拓再生（持股95%），开展废钢回收、加工、销售业务
2019.10	公司计划向控股股东浙江交投集团发行股份以收购浙江海运集团100%股权，截至20年6月仍在推进
2020.06	新增募集资金不超过5亿元，并引入永富实业作为战略投资者

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司通过分、子公司形式进行业务版图拓展。截至2019年底，公司共设立46家全资或控股子公司、21个业务部门，主要分布在中西部、长三角、珠三角、环渤海等区域。子公司业务主要集中在供应链集成服务领域，基本实现盈利，但由于业务范围、区域等不同，子公司盈利能力表现有一定的差异性。

图表12: 公司供应链集成服务相关的主要子公司情况(2019年)

公司名称	主要业务	营业收入	营收占比	净利润	净利率	持股比例
浙江中拓供应链管理有限公司	供应链集成服务	15,871	21.60%	57.26	0.36%	100%
浙商中拓集团(湖南)有限公司	供应链集成服务	5,306	7.22%	23.06	0.43%	100%
浙江中拓电力科技有限公司	供应链集成服务	539	0.73%	10.75	1.99%	100%
湖北浙商中拓供应链管理有限公司	供应链集成服务	3,235	4.40%	32.46	1.00%	100%
浙江中拓新材料科技有限公司	供应链集成服务	1,174	1.60%	3.32	0.28%	80%
重庆中拓钢铁有限公司	供应链集成服务	4,423	6.02%	30.42	0.69%	100%
浙江中拓弘远能源化工有限公司	供应链集成服务	1,529	2.08%	-18.61	-1.22%	70%
SHARPMAX	供应链集成服务	5,506	7.49%	57.85	1.05%	100%
INTERNATIONAL(HONGKONG)CO.,LIMITED						
BEAMPLUS INTERNATIONAL PTE. LTD	供应链集成服务	14,835	20.19%	96.88	0.65%	100%
广西中拓供应链管理有限公司	供应链集成服务	2,593	3.53%	23.59	0.91%	100%
江西中拓再生金属有限公司	供应链集成服务	566	0.77%	0.38	0.07%	95%
湖南中拓建物流有限公司	供应链集成服务	811	1.10%	24.18	2.98%	56%
贵州中拓钢铁有限公司	供应链集成服务	2,929	3.99%	13.83	0.47%	100%
广东中拓物产供应链管理有限公司	供应链集成服务	2,646	3.60%	8.24	0.31%	100%
上海中拓前程供应链管理有限公司	供应链集成服务	1,215	1.65%	-18.82	-1.55%	100%
云南中拓钢铁有限公司	供应链集成服务	917	1.25%	14.96	1.63%	100%
湖南中拓电子商务有限公司	金属材料等的网上经营及售后	60	0.08%	40.91	68.67%	100%
甘肃中拓钢铁贸易有限公司	供应链集成服务	411	0.56%	1.42	0.34%	100%

资料来源: 公司2019年年报, 华泰证券研究所; 营业收入、净利润单位为百万元

**管理层股权激励力度较大, 激发企业活力。**2015年公司通过定增引入管理团队持股, 公司高管与中层团队通过持股平台共持股1588万股。2017年公司实施股权激励计划, 向87名对象授予1148万股, 占当期总股本2.36%, 为浙江上市国企首例股权激励; 2020年实施新一期股权激励计划, 拟向144名对象授予4563万股票期权, 占当期总股本6.80%。

### 近年来业务规模快速扩张, 分红率稳定

#### 公司近年来规模扩张势头强劲

**业务规模持续扩张, 营业收入稳步上升。**公司近年来业务规模持续扩张, 推动营业收入增长, 2019年公司营业收入为734.64亿元, 同比增长16.1%, 2015-2019年公司营业收入和归母净利润年均复合增长率分别为36.7%, 58.0%。

图表13: 公司主要财务指标

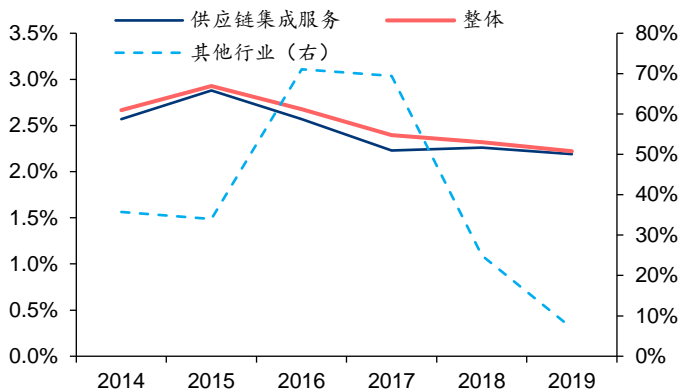
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	20Q1
营业总收入(亿元)	220.91	210.24	329.75	484.07	632.94	734.64	155.59
YoY	-6.9%	-4.8%	56.8%	46.8%	30.8%	16.1%	15.3%
净利润(亿元)	0.78	0.77	1.19	1.79	3.08	5.79	1.20
YoY	-14.1%	-1.5%	54.6%	51.0%	71.8%	88.3%	-42.0%
归属于母公司股东的净利润(亿元)	0.74	0.86	1.25	1.73	3.06	5.36	1.03
YoY	5.6%	16.6%	45.5%	38.2%	76.6%	75.3%	-46.5%
扣非后归属于母公司股东的净利润(亿元)	0.46	-0.31	1.69	1.41	2.85	4.09	0.58
YoY	20.9%	-167.3%	-	-16.3%	102.0%	43.5%	-19.4%
净资产收益率ROE(加权)	6.9%	6.8%	7.6%	9.8%	13.3%	21.7%	14.8%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 20Q1加权ROE为年化数据

**主营业务毛利率稳定, 净利率小幅上行。**公司供应链集成服务毛利率表现较为稳定, 维持在2%-3%之间。14-19年公司销售净利率呈上行趋势, 主要因期间费用率下行; 20Q1虽因疫情影响出现小幅下行, 但仍与2019年水平基本相当。

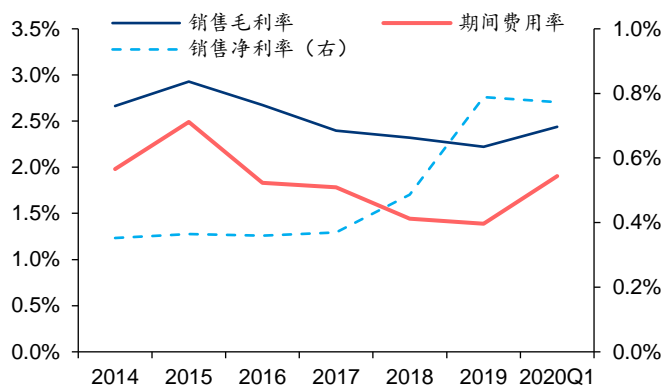


**图表14: 供应链集成服务毛利率表现较为稳定, 在2%-3%之间**



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

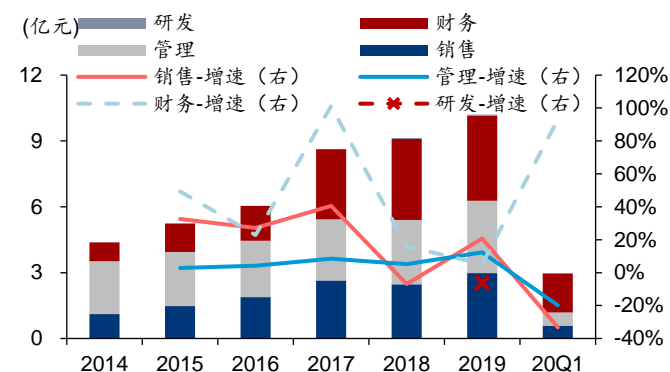
**图表15: 销售毛利率小幅下滑, 净利率小幅上行**



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

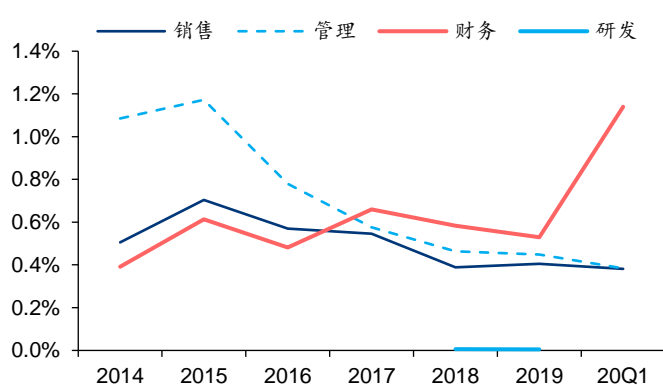
**管理费用率下行较多, 其余费用率较为平稳。15-19年, 公司管理费用率持续下行, 销售费用率振荡下行, 财务费用较为平稳; 20Q1 财务费用率上行较多 (YoY+0.5pct), 或主要受疫情影响, 公司债务压力阶段性上行。**

**图表16: 2017年至今除财务费用外, 其余费用波动相对较小**



备注: 公司18年以前及20Q1无研发费用  
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表17: 管理费用率下行较多, 但20Q1财务费用率上行**

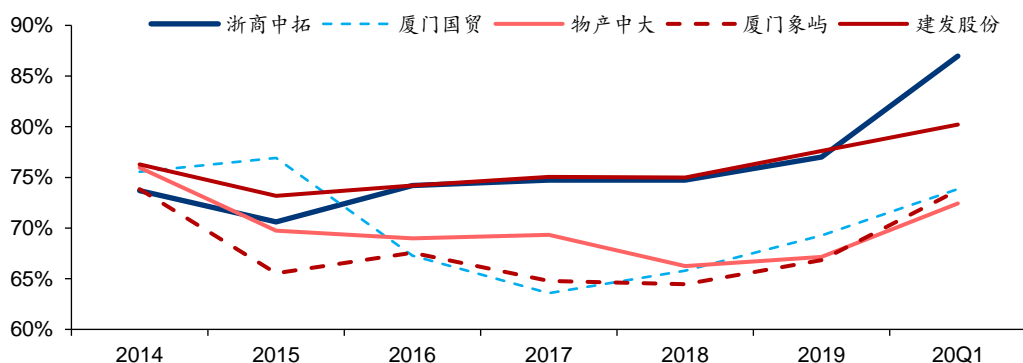


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**资产负债率偏高**

**资产负债率偏高, 20Q1 受疫情影响较大。**与同行业公司比较, 公司资产负债率偏高, 2019年末达到77.0%, 略低于建发股份。20Q1末公司达到87.0%, 较19Q1末提升8.5pct, 或主要受疫情影响, 债务压力上行。

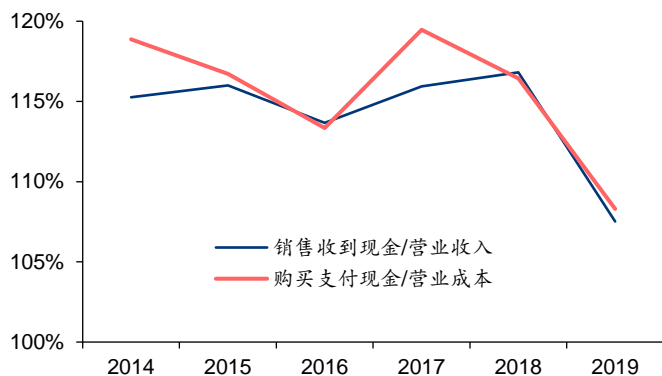
**图表18: 公司资产负债率偏高**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司资金流转情况较为平稳。14-19年，公司销售所得现金占营收比例、购买支付现金占成本比例均在100%以上，19年两者有所下行。另外，公司整体对应收、预付款项管控较好，17-19年呈现逐年下行趋势。

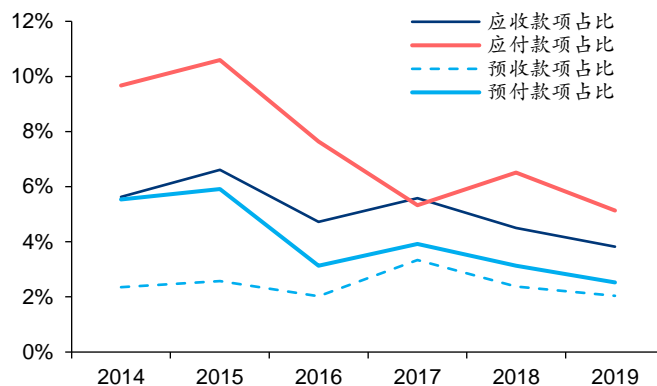
图表19: 14-19年公司对上游付款、对下游回款比例均在100%以上



备注：单季度数据具有较强季节性，故不列出

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表20: 19年应收、应付、预收、预付款项占比均下行



备注：单季度数据具有较强季节性，故不列出

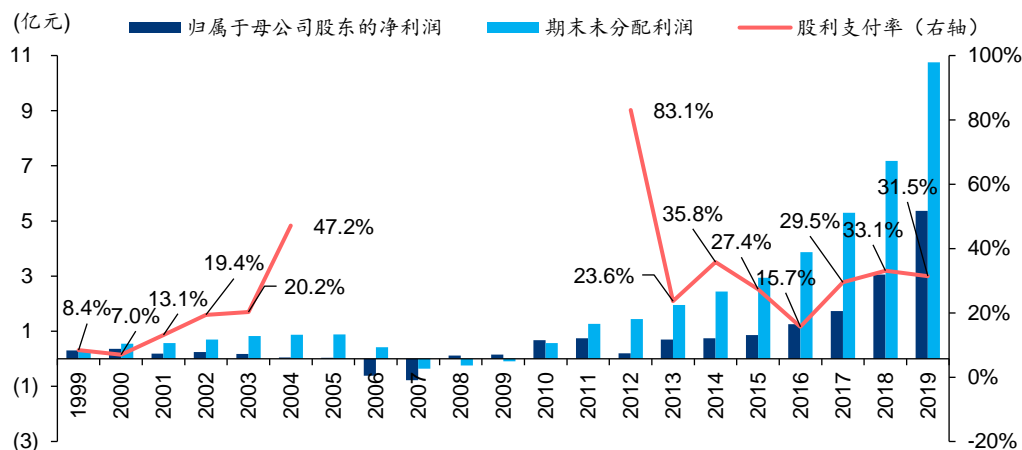
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 预计 20-24 年分红率不低于 33%

公司自 1999 年上市以来共分红 13 次，历史分红率 29.03%，17-19 年分红率较为稳定，在 30% 左右。公司最新章程（2019.10）规定：公司在未分配利润为正的情况下，连续三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。

2020 年 6 月，公司发布《未来五年分红回报规划（2020-2024 年）》，提出在未分配利润为正的情况下，每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的归属于母公司股东可分配利润的 33%。

图表21: 17-19年分红率维持在30%上下



资料来源：公司公告、华泰证券研究所；部分年份未进行分红，故无股利支付率

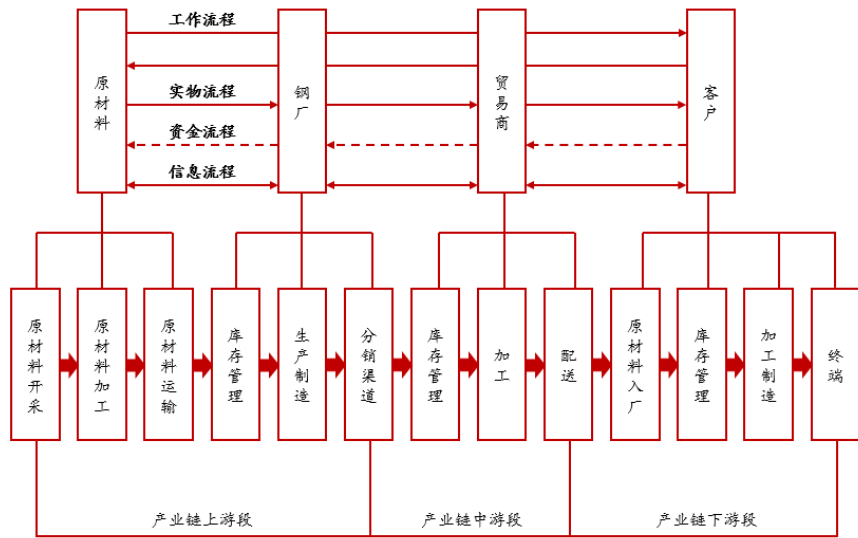
## 供应链金融业务提供盈利增厚空间

公司以“上控资源，中强服务，下拓网络”为业务方针，开拓产业链上下游业务，实现了商流、物流、资金流和信息流的“四流联动”。在核心业务大宗商品供应链集成服务的基础上，重点发展供应链金融服务，有效降低中小企业融资成本和金融机构的监管风险，解决两者间信用不对称问题，可为公司打开新的成长市场和盈利空间；同时，辅助以产业金融等增值业务。

## 供应链服务：实现产业链覆盖，重视风险控制

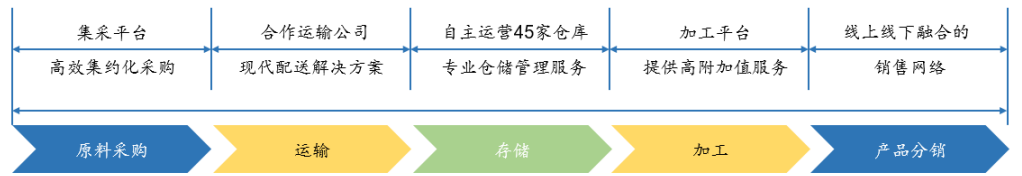
**供应链集成业务涵盖整条产业链。**根据公司年报，公司业务已覆盖产业链上下游，打破了传统钢贸企业业务仅集中在产业链中游的局限性：①产业链上游，公司通过建设集采平台，提高采购效率；②产业链中游，公司通过与多家运输公司合作，为客户提供现代化配送服务；自主运营管理45家标准型仓库，提供专业的仓储管理服务；建设加工平台，提供高附加值服务；③产业链下游，公司提供加工制造等深度服务，通过线上线下融合的销售网络实现产品销售。

图表22：钢铁全产业链模式图



资料来源：孟祥志,李芳.新形势下钢铁贸易行业的发展路径探析[J].潍坊工程职业学院学报,2016,29(01):74-76., 华泰证券研究所

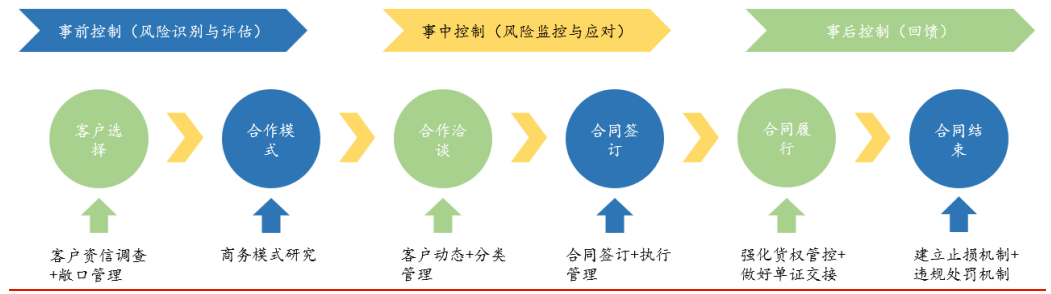
图表23：公司可提供覆盖全产业链的供应链集成服务



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**利用期货市场，加强风险控制能力。**公司通过大数据技术与数字化平台，进行风险管控。另外，公司建立了期现结合的系统风险管理模式，利用套期保值和基差交易减少现货库存跌价风险，锁定远期锁价订单业务利润。

**图表24： 公司可进行全流程的风险控制**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

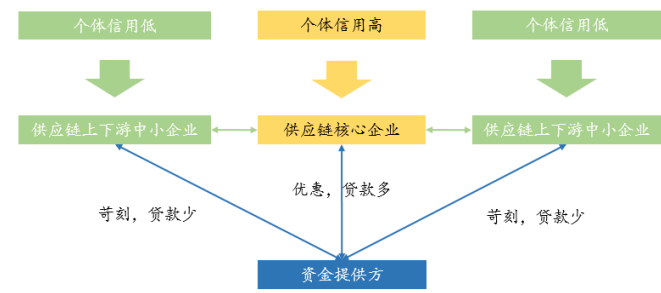
**供应链金融：资金实力强，提供综合金融服务**

公司资金优势强，积极推进表外供应链金融创新。公司大股东为浙江国资委旗下浙江交投集团，据浙江交投集团官网，截至2019年底，资产总额4766亿元，净资产1598亿元，资金实力和社会信誉度强。近年来公司加大表外供应链金融创新力度，推动物流仓单证券化、应收账款资产证券化，且在2019年成功发行了应收账款资产支持证券。

供应链金融可以改变中小企业的融资模式。在传统金融模式下，供应链上的中小企业信用不足，难以得到银行的贷款支持。公司供应链金融业务主要包括存货融资、应收账款融资、预付款融资等，可为产业链中中小型企业提供全面的金融服务，充分解决中小型企业融资难、融资贵等问题。

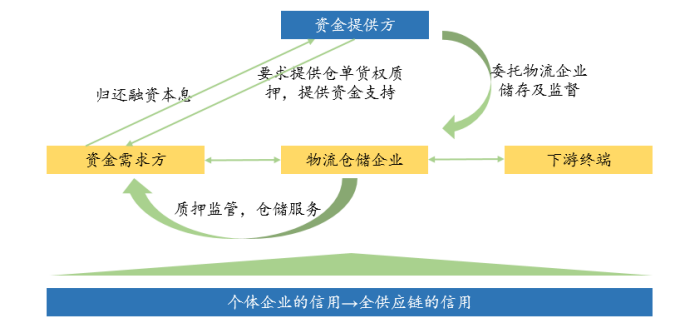
物流金融充分解决信用不对等问题。其中，据公司年报，供应链金融业务中的存货融资、预付款融资属于物流金融概念，是公司未来发展重点之一，相较于传统的金融模式，公司可以在专业化的仓储服务基础上，提供货押监管、价格管理等服务，即公司对企业仓单进行管理，有效降低中小企业融资成本和银行等金融机构的监管风险，解决两者间信用不对称问题；同时公司可在金融服务基础上开展采购运输、仓储物流、加工销售等增值服务。

**图表25： 传统金融模式不利于中小企业融资**



资料来源：贸易金融网，华泰证券研究所

**图表26： 公司采取供应链金融模式，增强客户粘性**



资料来源：张旭,曾章蓉.供应链金融:业务模式及风险点[J].国际金融,2020(01):25-33. 华泰证券研究所

公司可提供综合的产业金融服务。公司目前同时配套非贸易项下的融资租赁、商业保理、ABS以及产业基金等产业金融服务，从而与供应链集成服务解决方案一同构成对中小企业的全链条服务架构。2019年3月，公司控股股东浙江交投集团全资子公司浙商金控对公司原子公司中拓租赁（现参股公司）增资入股3.26亿元，公司产业金融业务得到新的提升。

**信息服务：加强信息化管理，保障“四流”联动**

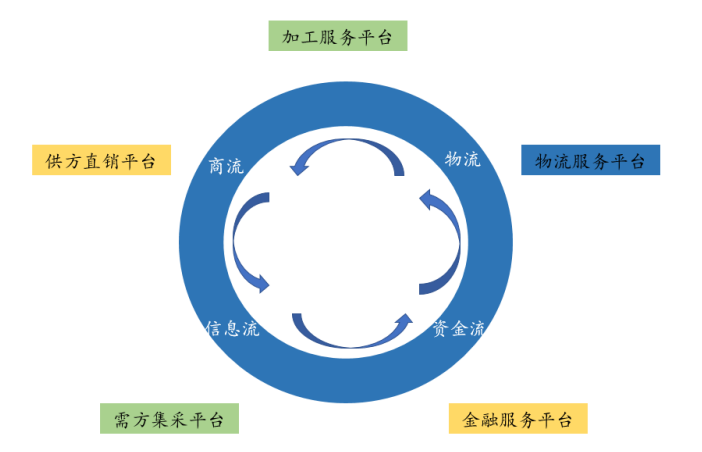
利用互联网技术整合全产业链信息流。公司大力推进数字中拓建设，持续加大以商务电子化和信息化的“两化”建设，整合全产业链信息流。集中的信息流使得公司业务更加：**①透明化**，公司的数字平台使得供需双方得以快速发现价格，消除信息不对称，提高了采购透明化程度；**②自动化**，公司积极建设物流仓储平台，增强控货锁货的自动化程度，提升系统对接效率；**③精准化**，公司建设直销平台、加工服务平台等，可以使供货方根据交易情况匹配供需，实现精准投放；也可使公司精准对接加工需求，减少资源的浪费；**④标准化**，公司建设融资租赁平台、无车承运人平台等，可提供更标准化的服务，加快响应效率，形成规模经济，降低管理成本；**⑤个性化**，公司建立客户关系管理信息化平台、企业集成平台等，可根据客户的不同特点不同需求提供个性化的服务。

图表27： 公司积极建设信息服务平台



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表28： 电子平台实现商流、资金流、物流以及信息流的“四流”联动



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**“天网”+“地网”融合，支撑供应链业务主业。**公司“天网”平台以自建“中拓钢铁网”和手机客户端APP为核心业务配套支撑，完善配供配送、价格风险管理（PRM）、智慧仓储系统（WMS）、客户关系管理系统（CRM）等系统，并与公司内部管理信息化系统SAP、OA等实现互联、互通、互动；“地网”平台匹配专业化、网络化、智能化全国性仓储物流网络，融合覆盖物资主要集散区域的仓储网点，打造大宗商品仓储、物流服务生态圈，以“管控货权、降低成本、提高效率、支撑业务”为目标，打造仓储、运输、金融监管、剪切加工“四位一体”功能，为公司主业提供战略性物流支撑。根据公司19年年报，公司将以建设“数字中拓”为目标，不断推进“天网”、“地网”融合，支撑公司供应链集成服务主业。

**物流服务：发展仓储物流，智慧化程度逐步提升**

公司大力发展仓储物流，自建物流团队，目前拥有45个自主管理的标准化仓库。据公司19年年报，截至2019年底，公司已在广东、浙江、天津等十余个省市布局仓储网点，基本覆盖业务主要集散区域，有利于形成规模效应降低物流成本。

公司致力于“无车承运人”和“无船承运人”的平台建设，将中小物流公司的运输服务产品化标准化，从而整合分散的物流资源。据公司19年年报，未来计划建设覆盖全国的物流网络，形成集智慧运输、智慧仓储为一体的智慧物流平台。从公司整体业务角度看，物流服务不仅是为公司拓宽业务范畴，更是与公司现有的供应链集成服务形成协同，加深公司与客户的合作粘性，形成“1+1>2”的效果。

### 同业对比：2018年后公司 ROE 表现较好

与国内同业和日本的三井物产相比，公司业务更加集中，供应链基础业务的毛利率水平在国内同业中处于行业中游水平、或部分因业务类型和模式存在一定差异，但公司资产周转率高，扩张势头较强，ROE 表现较好，且公司未来重点发展供应链金融、产业金融等业务，有望进一步提升毛利率、净利率水平，增厚盈利空间。

### 国内对比：具备成长性，ROE 表现好

#### 公司业务集中，有一定成长性

国内供应链行业方兴未艾，国企优势明显。供应链集成行业在国内属新兴行业，企业大多在 2010 年之后由贸易企业转型而来。供应链集成企业需要较强的风控、资源整合以及融资能力，目前我国国内供应链业务头部企业多为规模较大的国企，如物产中大、建发股份、厦门国贸、厦门象屿等。

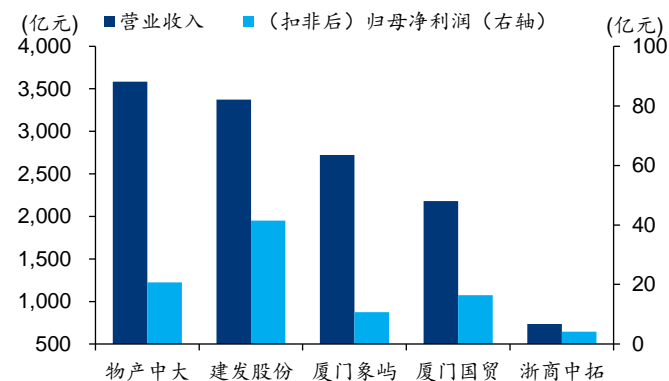
图表29：公司大宗商品供应链集成行业主要竞争对手情况

公司名称	营业收入	扣非业绩	基本情况
物产中大	3585.06	20.74	公司 2015 年通过重大资产重组实现整体上市，公司打造“一体两翼”发展战略，以供应链集成服务（金属、能源、化工、汽车）为体，以金融服务和高端实业（热电、电线电缆、医疗健康、环保公用等）为翼，2019 年，供应链集成业务、金融服务以及高端实业营收占比分别为 95.67%，2.08%，2.25%
建发股份	3372.39	41.40	公司成立于 1998 年，于同年 5 月在上交所上市，控股股东为厦门建发集团有限公司，公司主营业务为供应链运营业务（涵盖金属材料、浆纸产品、矿产品、农林产品、轻纺产品、化工产品、机电产品、能源产品以及汽车、食品、酒类等）和房地产开发业务，其中供应链运营业务提供“LIFT”为品牌的供应链服务，涵盖物流、信息、金融、商务四个方面。2019 年，供应链运营业务、房地产业务营收占比分别为 85.12%，13.61%
厦门象屿	2724.12	10.73	公司 2011 年通过重大资产重组，控股股东变更为厦门象屿集团有限公司，经营范围变更为大宗商品采购供应及综合物流以及物流平台（园区）开发运营。公司大宗商品采购分销服务主要为金属矿产、农产品及能源化工三类品种，物流方面主要分为综合物流、农产品物流以及铁路物流三种形式。金属矿产供应链为公司营收的主要来源，约贡献营收 60%以上
厦门国贸	2180.47	16.38	公司成立于 1990 年，1996 年在上交所上市，控股股东为厦门国贸控股集团有限公司，目前公司形成了供应链管理（大宗商品贸易、物流服务以及商业零售）、房地产经营以及金融服务业务三大业务，其中供应链管理业务中钢铁、铁矿、纸原料及制品、纺织品、化工产品以及铜及制品年营收均超过百亿元。2019 年，公司供应链管理、房地产经营以及金融服务业务营收占比分别为 93.32%、3.50%以及 3.18%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；单位：亿元，图中营收、扣非业绩均为 2019 年数据

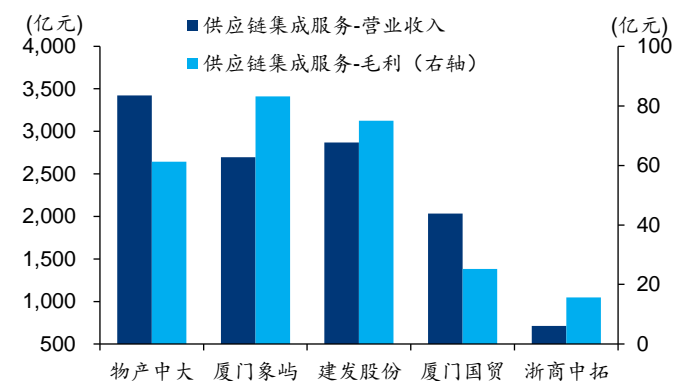
公司营收、盈利规模较小，但近年来成长性较强。与物产中大、厦门国贸等相比，公司业务更集中于供应链集成业务，且大宗商品经营范围更窄，主要集中在钢铁、炉料、煤炭上。公司营收、盈利规模相对较小，16-19 年，通过拓展业务领域（涉足煤炭业务），扩大业务规模（各地设立分、子公司）等方式，营收、盈利规模实现高速增长。

图表30：公司营收、扣非净利润规模（2019）相对可比公司较小



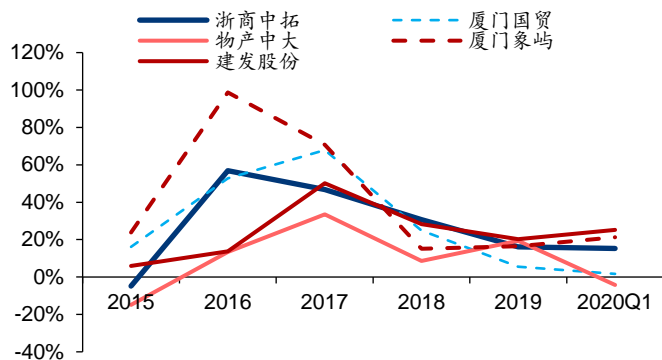
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表31：公司大宗商品供应链集成业务营收、毛利（2019）相对较小



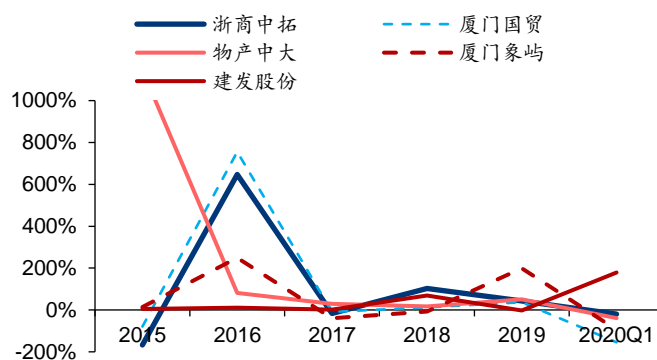
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表32: 公司营收增速在行业中处中游



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表33: 2018年后, 公司扣非业绩增速处于行业中上游

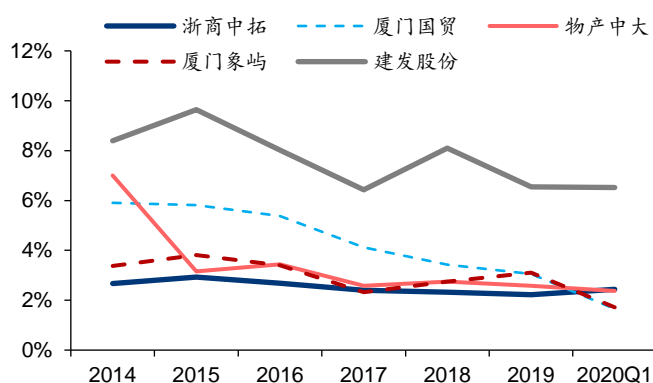


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**公司毛利率有提升空间, ROE 表现出色**

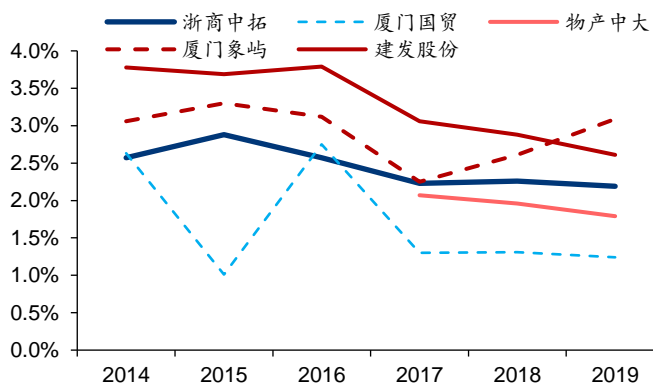
公司销售毛利率表现平稳, 有提升空间。14-19年, 公司与同行业公司相比, 毛利率表现较平稳, 其中供应链集成业务毛利率处于行业中游水平, 与同行业公司差异或主要因业务范畴和结构存在一定不同, 例如厦门象屿业务中涉及农产品、建发股份涉及农林和机电产品等。

图表34: 公司销售毛利率表现平稳, 仍有提升空间



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

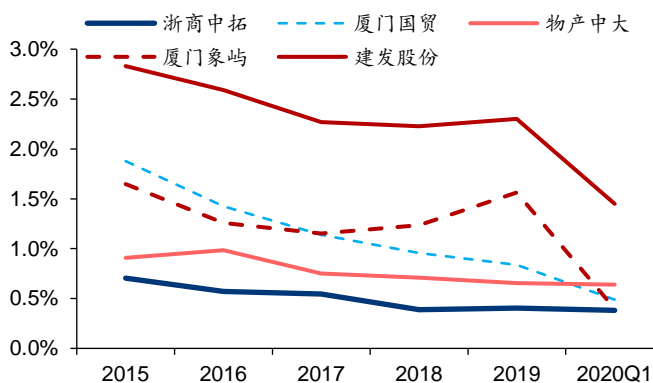
图表35: 公司供应链集成业务毛利率处于行业中游水平



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

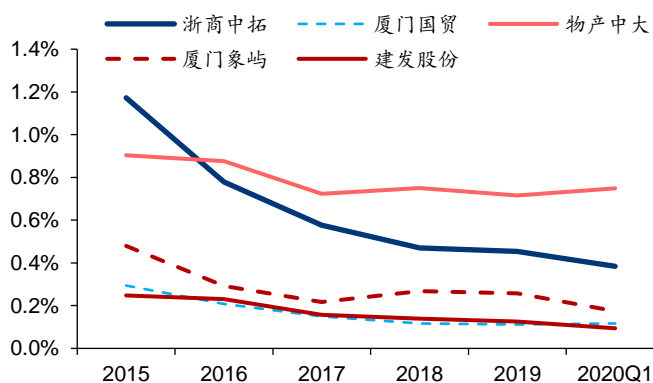
公司期间费用率管控能力强, 经营能力凸显。2019年公司期间费用率1.39%, 为可比公司间最低值。其中, 公司管理费用率从2015年起有较强的下行趋势, 销售费用率为可比公司间最低, 2018年以来一直较为平稳, 维持在0.40%左右。整体来看, 公司近年来规模扩张势头较强, 而期间费用管控能力突出, 特别是管理费用率持续下行, 凸显公司经营能力, 在毛利率水平差异较小的行业中, 优化内部空间, 实现净利率的提升。

图表36: 公司销售费用率低于同业平均水平且较为稳定



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

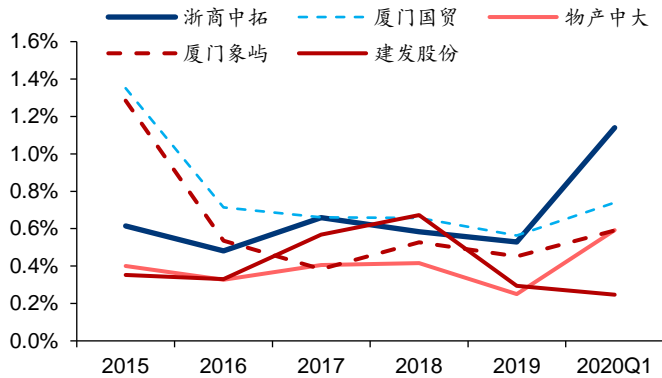
图表37: 公司管理费用率较高, 但呈现下行趋势



注: 2018年后的研发费用加回管理费用; 资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

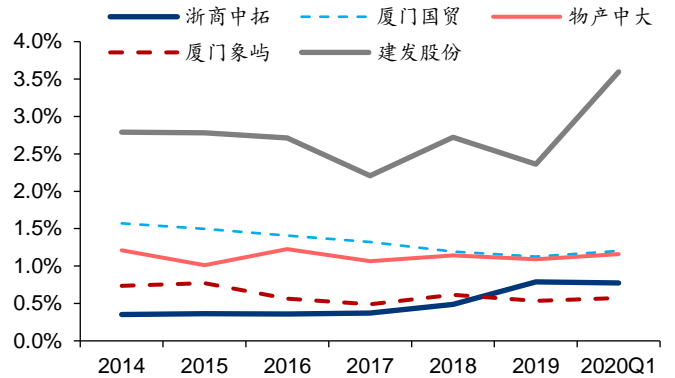
**毛利率拖累公司净利率表现。**虽然公司费用率偏低，但基于毛利率的差异，公司销售净利率与建发股份、物产中大、厦门国贸三家公司仍有一定距离，但在18年后有所改善。

**图表38： 公司财务费用率较高**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表39： 公司销售净利率低于同业水平，2018年后有所改善**

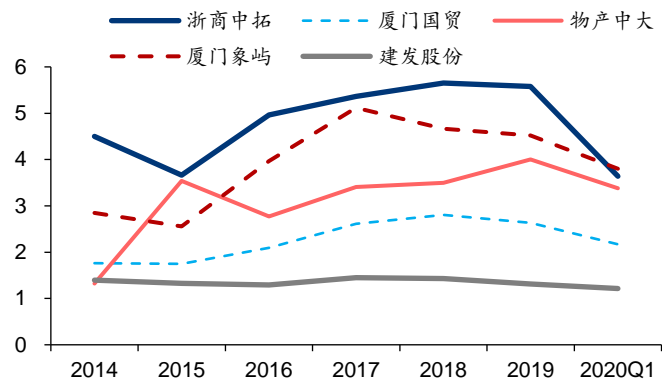


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**资产周转率高，营运能力佳。**公司总资产周转率较高，表现出良好的营运能力。高资产周转率和上升趋势的销售净利率有利于带动公司ROA表现。

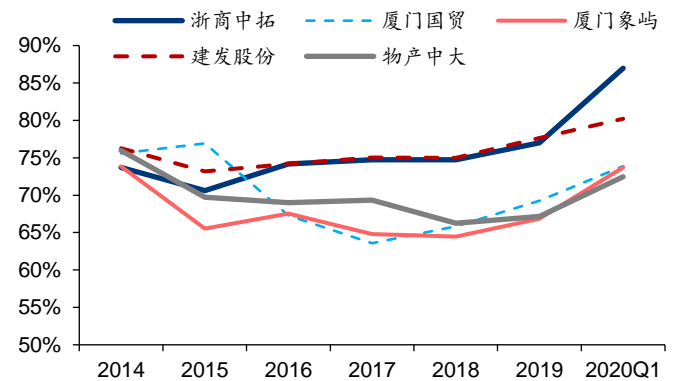
**公司ROE表现好。**公司近年来扩张势头明显，资产负债率偏高。综合来看，公司销售毛利率表现较为平稳、仍有提升空间，且营运能力强，公司2018年后ROE表现好，2019达到21.72%，为同业公司中最高值。

**图表40： 公司营运能力强，总资产周转率较高**



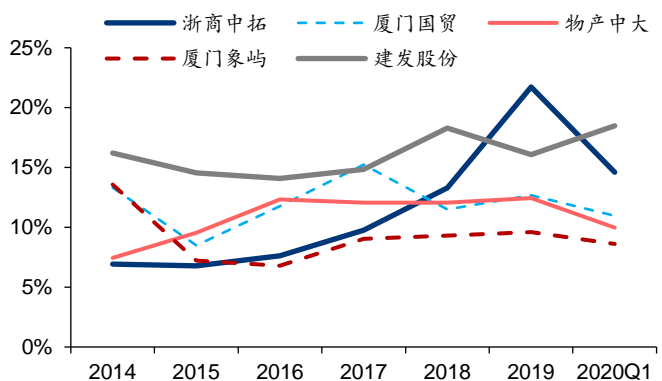
资料来源：公司公告，华泰证券研究所；单位：倍

**图表41： 公司近年来扩张势头明显，资产负债率高于同业**



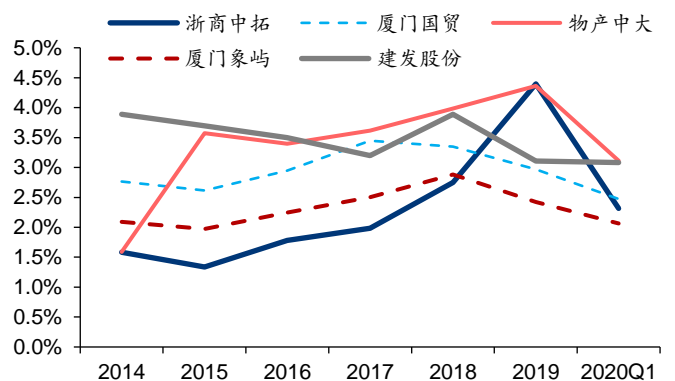
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表42： 2018年以来，公司ROE处于行业领先地位**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所；20Q1为年化水平

**图表43： 14-19年公司ROA表现趋势向好**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所；20Q1为年化水平

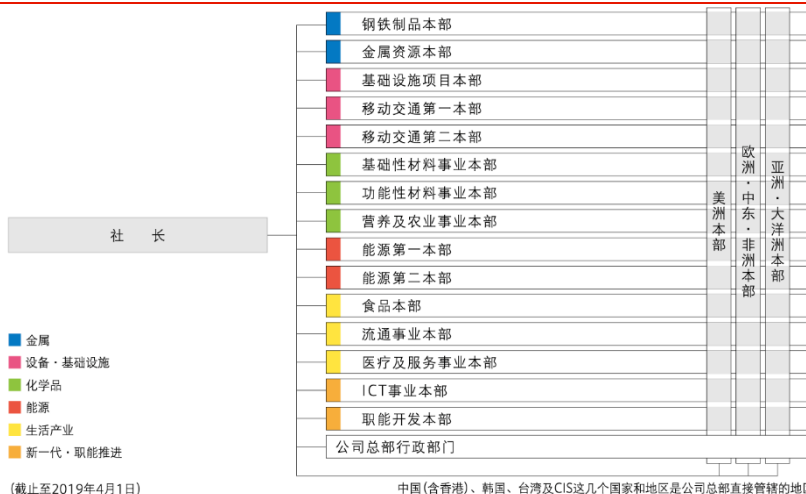


### 海外对比：公司成长性强，且 ROE 表现更优

#### 三井物产是各工商业领域的产业组织者

三井物产业务分布广泛。三井物产为日本五大综合商社之一，钢铁及铁矿石是主要业务之一，跟公司具有一定可比性。据公司年报，三井物产包含金属等 6 个事业领域，下设 15 个营业本部，在 66 个国家和地区开展业务。

图表44：三井物产的 6 大事业领域和 15 个营业本部

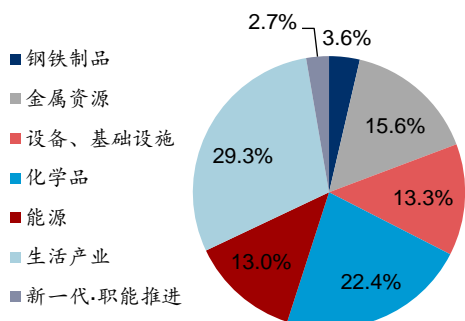


资料来源：三井物产株式会社 2019 年公司简介手册，华泰证券研究所

三井物产在二战后崛起，并成为各工商业领域的产业组织者。1947 年，Daiichi Bussan Kaisha, Ltd. 成立；1959 年，与其他贸易公司（三井物产公司）合并，更名为三井物产公司，为战后的日本进口日常用品，并在战后管制解除后促进贸易出口。根据三井物产年报，公司以“产业组织者”的身份全方位深度涉入各工商业领域，充分利用全球网络，积极调动集团旗下的信息、人力、财力等经营资源，推动职能共享，开拓新的业务及商务模式。

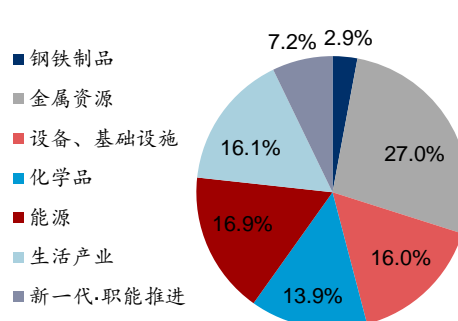
主要业务领域平分秋色，金属资源为最大利润来源。2020 财年（2019.4.1-2020.3.31）三井物产营收 4564 亿元，盈利 268 亿元（均为人民币，对应财年期末汇率水平）。三井物产五个主要事业领域（金属、设备·基础设施、化学品、能源和生活产业）的营收、毛利占比较为均衡，其中金属事业领域是公司最大的利润来源。

图表45：三井物产分事业领域营收占比（2020 财年）



资料来源：三井物产公告及财报，华泰证券研究所；公司公布数据将“金属”拆分为“钢铁制品”和“金属资源”两个领域，即对应下属 2 个营业本部，下同

图表46：三井物产分事业领域毛利占比（2020 财年）

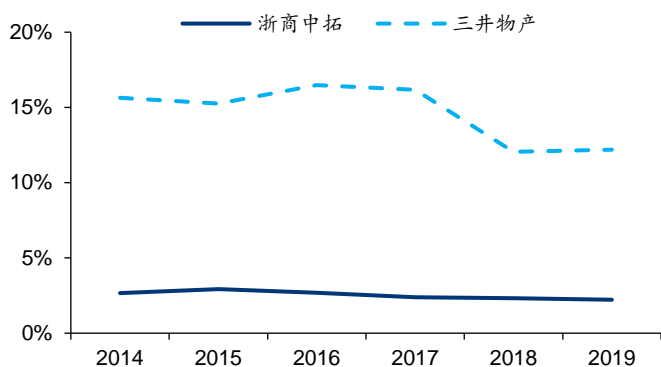


资料来源：三井物产公告及财报，华泰证券研究所

**公司 ROE 表现出色**

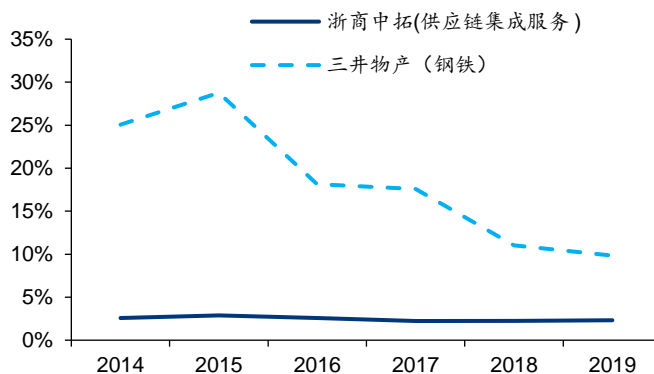
业务模式不同带来毛利率差异。三井物产近两年销售毛利率为 12% 左右，其中类“钢贸”业务毛利率在 10% 左右。公司销售毛利率和供应链集成服务毛利率均维持在 2.5% 左右，主要因三井物产相关业务更为多元化，据三井物产年报，其钢铁业务涉足上下游，包括为向上游投资电弧炉钢厂，为下游企业开展剪切配送等。

图表47： 浙商中拓 VS 三井物产的销售毛利率



资料来源：资料来源：三井物产公告及财报，浙商中拓财报，华泰证券研究所；近似将三井物产 2020 财年数据与浙商中拓 2019 年数据进行对比，其余类推，下同

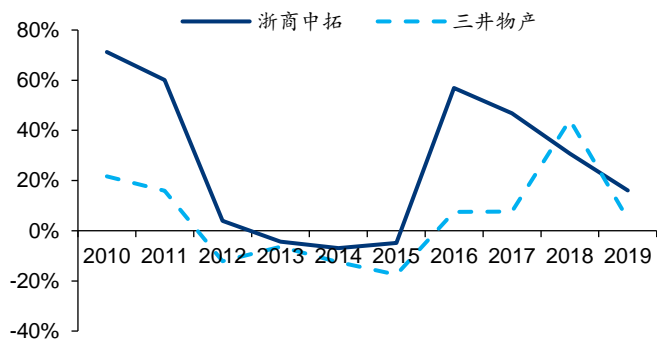
图表48： 浙商中拓 VS 三井物产的类“钢贸”业务毛利率对比



资料来源：三井物产公告及财报，华泰证券研究所

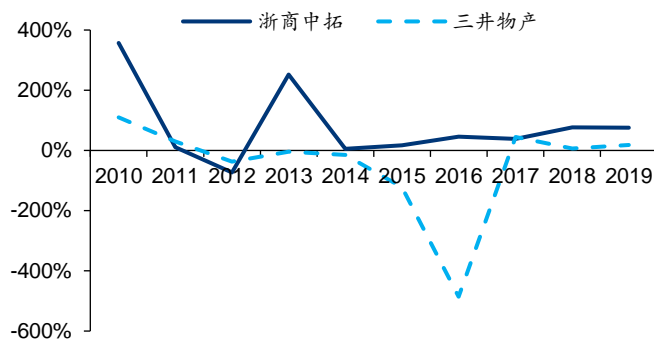
公司规模不及三井物产，但增长趋势更为明显。公司营业收入与归母净利润均不及三井物产的五分之一，但随着公司持续扩张业务规模，15 年以来增长趋势明显。

图表49： 浙商中拓 VS 三井物产的营业增速



资料来源：三井物产公告及财报，华泰证券研究所

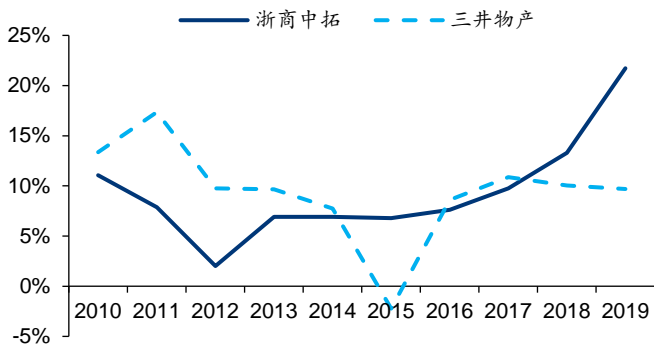
图表50： 浙商中拓 VS 三井物产的归母净利润增速



资料来源：三井物产公告及财报，华泰证券研究所

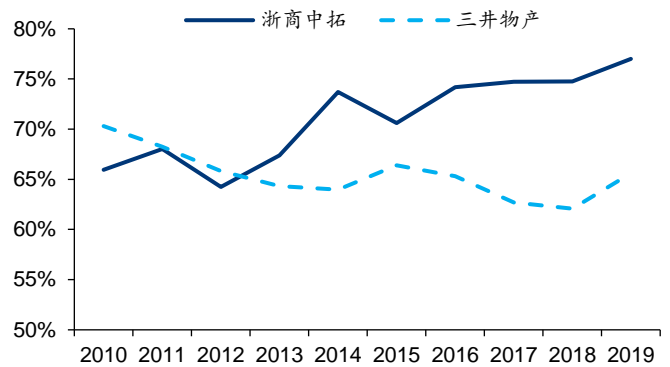
公司 ROE 表现出色。2019 公司 ROE 达 21.7%，为近十年来最大值，优于三井物产。但资产负债率相对偏高，呈上行趋势。

图表51: 浙商中拓 VS 三井物产的 ROE



资料来源: 三井物产公告及财报, 华泰证券研究所

图表52: 浙商中拓 VS 三井物产的资产负债率



资料来源: 三井物产公告及财报, 华泰证券研究所

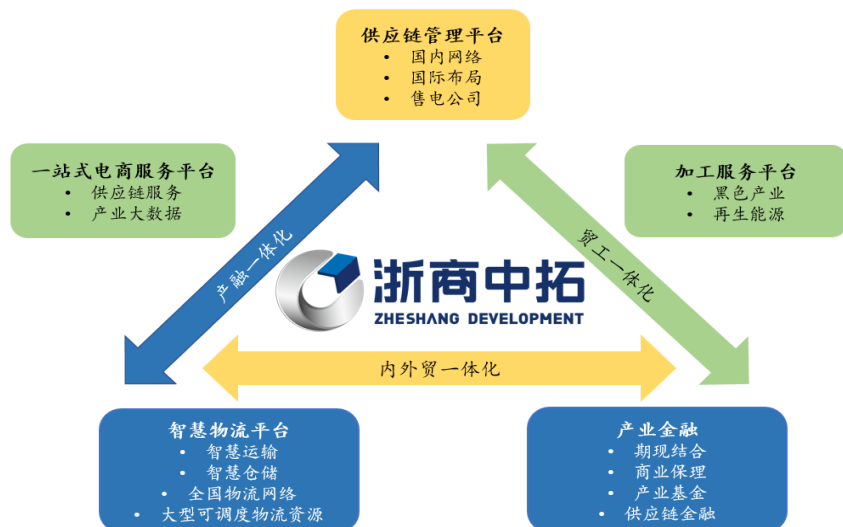
**对标三井物产, 公司未来如何发展?**

**进一步拓宽业务领域, 创造新盈利点。**三井物产在类“钢贸”事业领域中通过股权投资等形式介入到全产业链当中(例如电弧炉钢厂、加工中心等), 而非仅开展材料的销售业务。目前, 公司投资设立的新材料公司已于2019年1月投产, 实现工业线材产业链上下游资源整合; 同时2019年设立子公司中拓再生, 开始涉足废钢产业链, 有望给公司带来新的盈利点。

**建立强大商业信息网络, 深度转型为服务商。**三井物产有全球情报网络支撑, 深入介入到客户的生产过程中, 及时响应、甚至预见客户的需求。通过建立强大有效的商业信息网络, 可提高公司的服务质量和效率, 转型为服务提供商。据公司19年年报, 2020年是“数字中拓”建设元年, 公司正在加快拓展相关业务, 并积极探索物联网、大数据、区块链等信息技术与业务及管理的深度融合, 助力公司核心竞争力的构建与提升。

**多领域协同, 灵活调整业务结构。**除类“钢贸”事业领域外, 三井物产在金属资源、能源、基建等领域多有股权投资, 不同事业领域间协作, 一方面可以平抑个别事业领域盈利能力的波动, 另一方面可以实现“1+1>2”的效果。公司目前仍集中于供应链集成服务业务, 但在不断拓展业务边界, 包括物流金融、“天网”、“地网”融合、期现结合等业务均是与公司传统强项业务形成协同。

图表53: 公司未来发展愿景



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 估值：业务规模持续拓展，给予“增持”评级

### 盈利预测

由于公司收购浙江海运集团相关事宜仍未完成，故盈利预测中暂不考虑。基于以下假设和预测，我们预计公司 20-22 年归属母公司净利润为 5.53、6.92、7.69 亿元，EPS 为 0.82、1.03、1.14 元。

图表54：主要财务指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	63,294	73,464	79,737	88,831	91,292
收入同比(%)	30.8%	16.1%	8.5%	11.4%	2.8%
归属母公司净利润	306	536	553	692	769
净利润同比(%)	76.6%	75.3%	3.1%	25.2%	11.1%
毛利率(%)	2.3%	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%
ROE(%)	10.5%	17.1%	15.3%	16.9%	16.5%
每股收益(元)	0.45	0.80	0.82	1.03	1.14

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；单位：百万元

### 销量假设

金属材料 and 矿石方面均与钢铁行业相关，考虑到 20 年受疫情影响，规模扩张进程或有所放缓，21 年或可恢复，假设两者 20-22 年实物销量增速分别为 5%、10%、5%；煤炭方面，近年来扩张势头较好，假设 20-22 年实物销量增速为 20%、15%、10%。汽车方面，受疫情影响，中汽协预计 20 年汽车产销规模同比下滑 10%-20%，我们假设公司汽车实物销量同比下滑 15%，考虑汽车产销增速阶段性放缓，考虑假设 21-22 年同比持平。

图表55：实物销量假设

	单位	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
金属材料	万吨	859	925	1,171	1,289	1,354	1,489	1,563
YoY	%		7.7%	26.6%	10.1%	5.0%	10.0%	5.0%
矿石	万吨	596	628	737	1,543	1,621	1,783	1,872
YoY	%		5.4%	17.4%	109.4%	5.1%	10.0%	5.0%
煤炭	万吨	66	228	611	734	881	1,014	1,115
YoY	%		245.4%	168.0%	20.1%	20.0%	15.1%	10.0%
汽车	辆	31,481	28,068	21,423	18,806	15,985	15,985	15,985
YoY	%		-10.8%	-23.7%	-12.2%	-15.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 价格假设

金属材料方面，受疫情影响，20 年售价小幅下跌，21 年或可恢复、且因 20 年低基数、同比或可上行，22 年因钢铁行业处长周期下行、价格或下行，假设 20-22 年售价分别为 3300、3400、3300 元。矿石方面，巴西疫情防控形势较为严峻，生产、发运存在较大不确定性，且国内需求表现不差，20 年价格或相对高位，此后由于中国钢铁行业处于长周期下行阶段而有所下行，假设 20-22 年售价分别为 1150、1100、1100 元/吨。煤炭方面，公司主要品种是焦煤，考虑到焦煤需求由钢铁行业决定，20 年或因疫情承压，21 年或可小幅恢复，且钢铁行业呈现长周期下行趋势，假设 20-22 年价格分别为 850、900、850 元/吨。汽车方面，受新冠疫情影响，2020 年汽车作为可选耐用品，价格预计出现一定程度的下滑，假设 20 年汽车价格为 9 万元/辆，此后或可恢复，保守考虑与 19 年水平基本一致，假设 21-22 年汽车价格为 10 万元/辆。

图表56：价格假设

	单位	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
金属材料	元/吨	2,195	3,285	3,550	3,351	3,300	3,400	3,300
矿石	元/吨	406	838	1,108	1,107	1,150	1,100	1,100
煤炭	元/吨	627	850	915	923	850	900	850
汽车	元/辆	88,311	102,856	93,139	108,906	90,000	100,000	100,000

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；表中历史价格为根据营收和实物销量的测算值，或与公司实际销售价格存在差异

### 毛利率假设

随着公司业务规模快速扩张，业务布局逐渐成型，供应链服务集成能力持续加强。供应链金融以及物流服务的不断创新，有利于为公司创造新的盈利点。而数字中拓的建设，则有望进一步提高公司运行效率，降低服务成本，公司各项业务毛利率或上行，其中20年受疫情影响，或有阶段性小幅下跌。

图表57： 毛利率假设

	单位	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
平均毛利率	%	2.68%	2.39%	2.32%	2.34%	2.27%	2.37%	2.42%
建筑用材&工业用材	%	3.32%	2.41%	2.43%	2.49%	2.50%	2.55%	2.60%
炉料	%	0.59%	2.51%	1.68%	1.58%	1.60%	1.70%	1.80%
煤炭焦炭	%	2.98%	0.59%	1.45%	2.33%	2.25%	2.30%	2.40%
汽车及相关服务	%	6.26%	5.20%	7.00%	5.67%	5.00%	6.00%	6.00%
其他业务	%	0.64%	1.68%	1.66%	2.28%	2.10%	2.20%	2.20%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表58： 营业收入假设

	单位	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	百万元	32,975	48,407	63,294	73,464	79,737	88,831	91,292
建筑用材&工业用材	百万元	18,855	30,375	41,576	43,195	44,670	50,626	51,594
炉料	百万元	2,419	5,266	8,170	17,083	18,637	19,609	20,590
煤炭焦炭	百万元	414	1,942	5,596	6,781	7,491	9,122	9,476
汽车及相关服务	百万元	2,780	2,887	1,995	2,048	1,439	1,599	1,599
其他业务	百万元	8,506	7,937	5,957	4,489	7,500	7,875	8,033

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 费用假设

与同行业公司相比，公司整体费用率水平较低，且18-19年趋稳，随着公司规模逐渐扩张，改善经营模式，边际费用或下行，因此我们基于费用率进行预测。假设2020年公司销售费用率为0.39%，2021-2022年为0.38%；假设2020年公司管理费用率为0.43%，2021-2022年为0.42%、0.41%。公司研发费用率水平较低，2019年为0.005%，假设20-22年维持不变。财务费用基于公司负债及资金规模，贷款、存款利率进行假设测算。

图表59： 费用假设

	单位	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用	百万元	188	264	246	297	311	338	347
管理费用	百万元	257	279	294	330	343	373	374
研发费用	百万元	0	0	4	4	4	4	4
财务费用	百万元	159	319	370	389	462	510	520
销售费用率	%	0.57%	0.55%	0.39%	0.40%	0.39%	0.38%	0.38%
管理费用率	%	0.78%	0.58%	0.46%	0.45%	0.43%	0.42%	0.41%
研发费用率	%	0.00%	0.00%	0.006%	0.005%	0.005%	0.005%	0.005%
财务费用率	%	0.48%	0.66%	0.58%	0.53%	0.58%	0.57%	0.57%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 公司估值

厦门国贸无Wind一致预期，故选取厦门象屿、建发股份和物产中大作为可比公司，截至2020年7月10日，可比公司PE（2020E，Wind一致预期）均值为8.23倍。考虑到公司规模持续扩张，且金融属性或可提升公司盈利能力和规模，我们预计公司20-22年归母净利增速分别为3.1%、25.2%、11.1%，故给予公司一定估值溢价，给予PE估值9.0-9.5倍，取公司EPS（2020E）为0.82元，给予目标价7.38~7.79元，首次覆盖给予“增持”评级。

**图表60: 可比公司估值**

代码	公司	PE (2020E)
600057.SH	厦门象屿	10.85
600153.SH	建发股份	5.55
600704.SH	物产中大	8.29
	均值	8.23

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所; 均取为 Wind 一致预期, 截至 2020 年 7 月 10 日

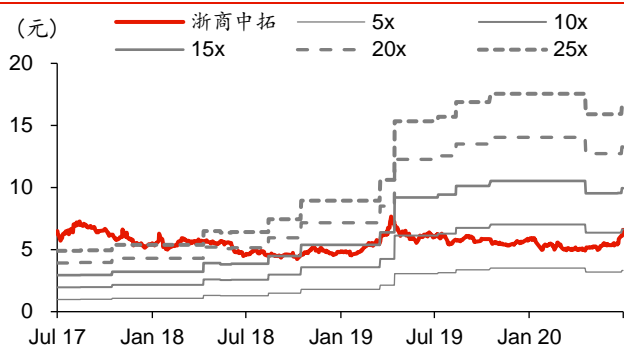
**图表61: 文中涉及公司信息**

彭博代码	公司简称	评级	目标价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600057 CH	厦门象屿	买入	6.08~6.61	0.51	0.58	0.69	0.80	12.3	10.8	9.1	7.8
600153 CH	建发股份	无	无								
600704 CH	物产中大	无	无								
600755 CH	厦门国贸	无	无								
8031 JT	三井物产	无	无								

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所; 厦门象屿评级、目标价来自华泰交运团队报告《逆势扩张, 一季报符合预期》(2020.4.17), PE 估值选取 2020 年 7 月 10 日收盘价

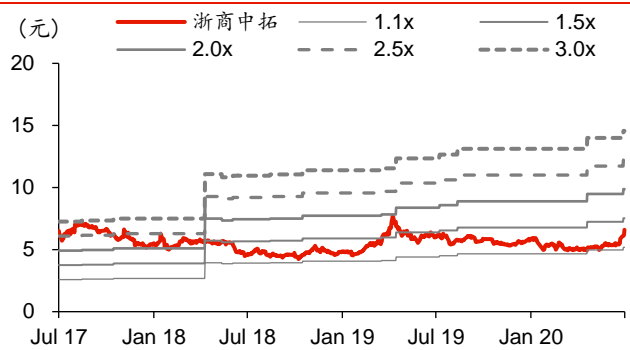
## PE/PB - Bands

**图表62: 浙商中拓历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表63: 浙商中拓历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

### 宏观经济不及预期

若疫情持续发展、宏观经济不及预期, 则对公司自身以及上下游均带来盈利、资金压力。

### 钢铁、煤炭行业盈利进一步下滑

若钢铁、煤炭行业盈利进一步下滑, 公司作为供应链集成业务服务商, 盈利空间或被压缩, 业绩或承压。

### 收购事宜不及预期

若公司收购浙江海运集团进程不及预期, 或对公司规模扩张带来一定影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,267	13,348	13,782	15,842	15,326
现金	2,056	2,514	3,118	3,594	3,652
应收账款	2,739	3,030	3,184	3,490	3,481
其他应收账款	55.27	60.75	67.69	74.45	71.95
预付账款	1,940	2,419	2,324	2,963	2,467
存货	3,145	4,343	4,278	4,785	4,741
其他流动资产	332.32	980.63	810.48	936.68	912.28
非流动资产	1,373	1,365	1,640	2,006	2,318
长期投资	0.00	447.56	754.71	1,116	1,461
固定投资	233.67	339.59	339.61	349.12	325.75
无形资产	128.40	129.81	122.40	114.89	107.28
其他非流动资产	1,011	448.34	423.28	426.41	423.71
资产总计	11,640	14,714	15,422	17,849	17,644
流动负债	8,425	11,208	11,514	13,402	12,626
短期借款	1,806	3,477	3,590	4,484	4,093
应付账款	1,568	2,228	2,178	2,442	2,418
其他流动负债	5,051	5,504	5,745	6,475	6,115
非流动负债	275.70	121.49	110.57	96.62	81.02
长期借款	164.00	64.28	49.86	37.07	21.08
其他非流动负债	111.70	57.21	60.71	59.55	59.93
负债合计	8,700	11,330	11,624	13,498	12,707
少数股东权益	142.35	183.86	213.78	257.15	303.15
股本	675.54	674.66	674.44	674.44	674.44
资本公积	622.43	630.97	630.97	630.97	630.97
留存公积	805.13	1,194	1,584	2,077	2,623
归属母公司股东权益	2,797	3,200	3,584	4,093	4,634
负债和股东权益	11,640	14,714	15,422	17,849	17,644

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	919.18	66.78	1,341	572.86	1,436
净利润	307.64	579.27	582.69	735.41	815.07
折旧摊销	42.18	48.77	48.19	44.75	46.82
财务费用	369.71	389.05	461.76	509.54	520.32
投资损失	(30.37)	(184.86)	(110.28)	(121.82)	(128.48)
营运资金变动	157.04	(766.29)	346.02	(586.82)	188.91
其他经营现金	72.97	0.85	12.53	(8.18)	(6.61)
投资活动现金	(104.87)	(461.42)	(213.16)	(285.08)	(221.97)
资本支出	102.14	245.39	29.19	46.30	12.41
长期投资	(26.10)	(107.63)	(307.15)	(361.22)	(345.23)
其他投资现金	(28.83)	(323.67)	(491.11)	(599.99)	(554.79)
筹资活动现金	(1,195)	790.55	(1,343)	(631.55)	(683.80)
短期借款	(779.73)	1,672	(705.91)	74.33	80.48
长期借款	(52.25)	(99.72)	(14.42)	(12.79)	(15.99)
普通股增加	164.72	(0.88)	(0.22)	0.00	0.00
资本公积增加	(118.63)	8.54	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(408.82)	(789.11)	(622.13)	(693.10)	(748.30)
现金净增加额	(370.30)	379.53	(214.92)	(343.77)	530.26

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	63,294	73,464	79,737	88,831	91,292
营业成本	61,826	71,832	77,924	86,728	89,079
营业税金及附加	55.79	49.41	58.95	65.80	66.54
营业费用	246.27	297.30	322.10	346.44	346.91
管理费用	293.53	329.74	357.25	381.97	383.42
财务费用	369.71	389.05	461.76	509.54	520.32
资产减值损失	94.71	(24.78)	(26.90)	(29.96)	(30.79)
公允价值变动收益	(25.01)	18.35	0.33	2.11	4.22
投资净收益	30.37	184.86	110.28	121.82	128.48
营业利润	415.13	761.37	771.39	975.29	1,082
营业外收入	12.73	8.34	9.88	9.84	9.61
营业外支出	4.35	5.09	4.35	4.60	4.60
利润总额	423.51	764.62	776.92	980.54	1,087
所得税	115.87	185.35	194.23	245.14	271.69
净利润	307.64	579.27	582.69	735.41	815.07
少数股东损益	1.72	43.00	29.92	43.37	46.00
归属母公司净利润	305.92	536.27	552.77	692.03	769.07
EBITDA	579.64	1,056	1,063	1,291	1,413
EPS (元, 基本)	0.45	0.80	0.82	1.03	1.14

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	30.75	16.07	8.54	11.40	2.77
营业利润	87.47	83.40	1.32	26.43	10.92
归属母公司净利润	76.58	75.30	3.08	25.19	11.13
获利能力 (%)					
毛利率	2.32	2.22	2.27	2.37	2.42
净利率	0.48	0.73	0.69	0.78	0.84
ROE	10.47	17.12	15.34	16.90	16.51
ROIC	13.09	21.88	24.74	25.78	30.51
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.75	77.00	75.38	75.63	72.02
净负债比率 (%)	9.70	30.89	14.39	21.87	9.84
流动比率	1.22	1.19	1.20	1.18	1.21
速动比率	0.59	0.57	0.60	0.59	0.63
营运能力					
总资产周转率	5.65	5.58	5.29	5.34	5.14
应收账款周转率	22.82	22.29	21.31	22.46	21.98
应付账款周转率	18.89	16.06	15.69	16.43	16.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.80	0.82	1.03	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	(0.56)	1.99	0.85	2.13
每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.63	4.20	4.96	5.76
估值比率					
PE (倍)	14.53	8.29	8.04	6.42	5.78
PB (倍)	2.17	1.81	1.57	1.33	1.14
EV_EBITDA (倍)	8.38	5.33	4.86	4.34	3.67

## 免责声明

### 分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。



## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司