

22 年业绩稳健，1Q23 盈利增速亮眼

华泰研究

2023 年 4 月 22 日 | 中国内地

年报点评

仓储物流

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

13.80

研究员

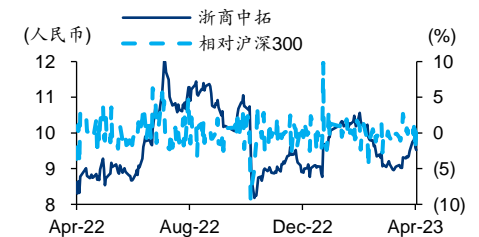
沈晓峰

SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 + (86) 21 2897 2088

基本数据

目标价(人民币)	13.80
收盘价(人民币 截至 4 月 21 日)	9.52
市值(人民币百万)	6,552
6 个月平均日成交额(人民币百万)	68.41
52 周价格范围(人民币)	8.18-12.00
BVPS(人民币)	8.07

股价走势图



资料来源: Wind

供应链扰动影响下，公司业绩依然稳步增长

浙商中拓发布 2022 全年及 1Q23 业绩:2022 年营收同比增长 8.6%至 1,936 亿元,归母净利同比+22.4%至 10.0 亿元;1Q23 营收同比增长 18.5%至 433 亿元,归母净利同比+59.0%至 2.7 亿元。在疫情导致供应链扰动的外部影响下,公司 22 年依然实现稳健的业绩增速。随全面复工复产,1Q23 公司收入及利润高速增长。中长期我们看好公司在大宗供应链市场的份额提升,以及新能源业务的高速发展。基于 22 年财报数据,我们更新 2023/2024 年净利预测至 13.0 亿/16.7 亿元(前值 13.1 亿/16.8 亿),新增 2025 年净利预测 20.9 亿元。考虑公司致力于供应链集成服务转型升级与新业务的全链路拓展,给予其 7.3x 2023E PE (较可比公司 Wind 一致预期 6.2x 2023E PE 溢价 18%),维持目标价 13.8 元,维持“买入”。

1Q23 大宗供应链行业仍有压力，但公司业绩表现良好

2022 年,公司黑色供应链/有色供应链/能化供应链业务收入同比分别 +9.3%/-31.2%/+80.0%,毛利率同比分别 -0.1/-0.8/-1.9pct 至 1.4%/1.0%/0.6%。在疫情扰动供应链的不良外部环境下,公司大宗供应链业务收入规模依然稳健向好,但毛利率有所下滑。23 年截至 4 月 21 日,南华金属/能化指数均值同比分别 +5.9%/+0.4% (2022 年: +8.0%/+28.3%);1Q23,我国房地产新屋开工面积累计同比/环比-19.2%/-6.6%,但公司积极推动主业转型升级并加速布局再生原料供应链业务,对冲外部压力,1Q23 营业收入/归母净利同比+18.5%/+59.0%。

加速布局新能源业务，收入规模大幅增长

2022 年公司新能源业务收入同比大幅增长 171.7%至 140 亿元,营收占比同比+4.3pct 至 7.2%。公司加快布局新能源业务板块,将资源要素向光伏及锂电产业链上下游市场延伸。公司已经完成从硅片到光伏电站的光伏产业链布局,为客户提供全流程供应链服务,并投资建设萧山储能模组厂项目,有望打通储能产业链上下游市场。2022 年公司光伏产品交易量累计超 11GW,储能产品交易量累计超 550MWh。

“天网地网”战略赋能公司中长期发展

公司大力建设以“数字天网”与“物流地网”为核心的供应链基础设施,公司推动供应链管理的数字化转型,并持续完善物流网点布局与管控体系。我们看好“天网地网”战略中长期提高公司供应链服务质量,有望推升收入规模与盈利水平。我们的 2023/2024/2025 年净利预测基于收入增速 19.1%/17.6%/16.7%与毛利率 1.8%/1.9%/2.0%。

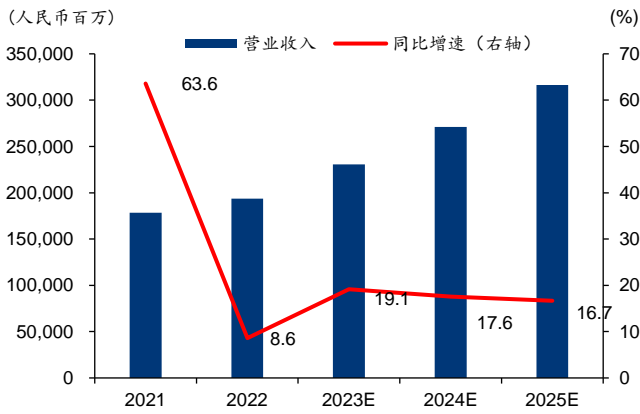
风险提示:大宗品价格剧烈波动;多元化管理风险;供应链业务操作风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	178,270	193,605	230,636	271,133	316,361
+/-%	63.59	8.60	19.13	17.56	16.68
归属母公司净利润(人民币百万)	819.14	1,003	1,298	1,665	2,087
+/-%	47.56	22.39	29.43	28.34	25.29
EPS(人民币,最新摊薄)	1.19	1.46	1.89	2.42	3.03
ROE(%)	15.75	16.54	18.30	19.70	20.56
PE(倍)	8.00	6.54	5.05	3.93	3.14
PB(倍)	1.45	1.24	1.05	0.87	0.72
EV EBITDA(倍)	2.97	4.97	5.25	4.00	4.13

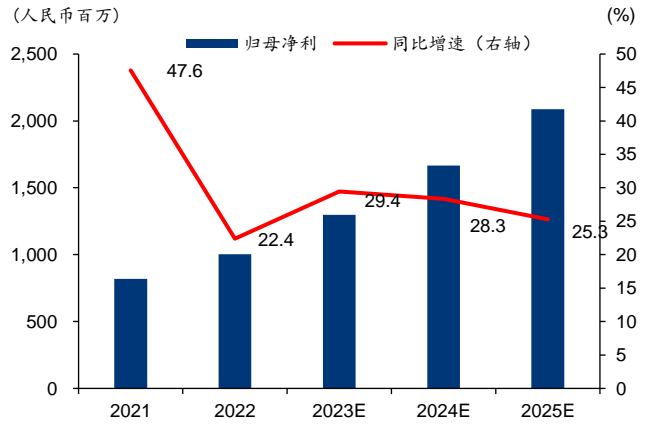
资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 浙商中拓: 营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 浙商中拓: 归母净利润及增速



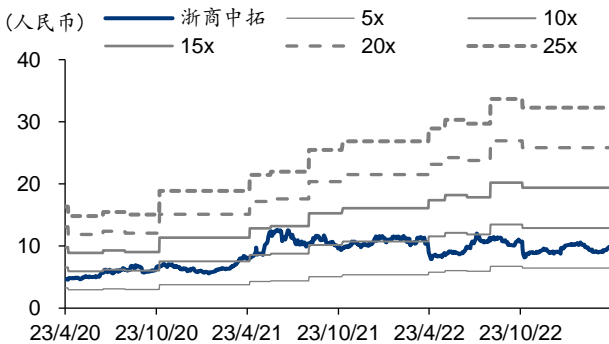
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表3: 可比供应链物流企业估值表 (2023/04/21)

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PEG	PB (MRQ)	市值 (亿元)
			21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E			
600180 CH	瑞茂通	5.91	0.78	0.86	0.99	1.09	7.6	6.9	6.0	5.4	0.48	0.79	62
600153 CH	建发股份	12.62	2.03	2.09	2.42	2.76	6.2	6.0	5.2	4.6	0.35	0.95	379
600057 CH	厦门象屿	10.65	0.95	1.20	1.44	1.71	11.2	8.9	7.4	6.2	0.38	1.61	241
供应链物流企业							8.3	7.3	6.2	5.4	0.41	1.11	

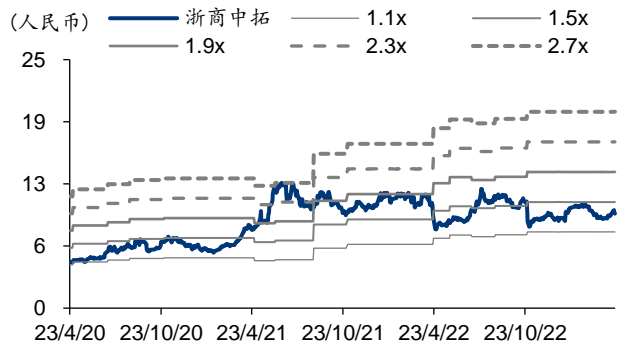
注: 1) EPS 基于最新股本摊薄; 2) 建发股份 22 年 EPS 为实际披露值, 其余为预测值; 3) 可比公司盈利预测/估值基于 Wind 一致预期; 4) 行业指标为个股均值
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表4: 浙商中拓 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 浙商中拓 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	20,848	23,697	24,813	26,416	31,908
现金	6,226	5,298	2,306	2,711	3,164
应收账款	4,056	3,753	6,011	5,189	8,039
其他应收账款	267.31	280.54	201.32	394.36	359.68
预付账款	4,583	8,338	4,192	10,268	6,269
存货	5,097	5,247	11,097	7,377	12,821
其他流动资产	619.00	779.56	1,006	475.68	1,255
非流动资产	2,246	2,375	2,441	2,613	2,813
长期投资	816.41	326.75	419.58	523.99	554.46
固定投资	427.05	543.52	702.25	845.74	972.23
无形资产	365.47	371.02	403.48	440.02	486.30
其他非流动资产	637.07	1,133	915.25	803.73	799.70
资产总计	23,094	26,071	27,254	29,029	34,721
流动负债	16,456	17,968	17,995	18,018	21,520
短期借款	3,226	6,425	6,818	6,212	9,930
应付账款	3,264	1,949	2,554	2,589	2,364
其他流动负债	9,965	9,594	8,623	9,217	9,226
非流动负债	259.01	337.39	174.24	182.18	198.43
长期借款	85.86	18.84	31.02	32.66	30.44
其他非流动负债	173.15	318.55	143.22	149.52	167.99
负债合计	16,715	18,305	18,169	18,200	21,718
少数股东权益	1,860	2,484	2,849	3,317	3,904
股本	674.20	688.23	688.23	688.23	688.23
资本公积	725.21	774.44	774.44	774.44	774.44
留存公积	2,136	2,804	3,968	5,461	7,333
归属母公司股东权益	4,519	5,282	6,236	7,512	9,099
负债和股东权益	23,094	26,071	27,254	29,029	34,721

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	2,438	(3,811)	(2,215)	2,083	(2,002)
净利润	1,005	1,284	1,662	2,134	2,673
折旧摊销	97.30	125.52	136.56	167.64	197.07
财务费用	560.17	440.56	573.15	652.38	789.72
投资损失	(199.30)	(648.91)	(286.62)	(283.54)	(360.61)
营运资金变动	912.44	(4,871)	(4,489)	(646.63)	(5,344)
其他经营现金	62.86	(141.21)	188.39	59.15	42.82
投资活动现金	(186.30)	282.33	180.15	(64.18)	(27.92)
资本支出	(206.12)	(514.94)	(414.53)	(217.48)	(247.09)
长期投资	1.33	674.24	(92.83)	(104.42)	(30.47)
其他投资现金	18.49	123.03	687.52	257.71	249.64
筹资活动现金	(401.79)	2,923	(1,222)	(2,159)	(510.83)
短期借款	(53.47)	3,199	393.02	(606.35)	3,718
长期借款	13.90	(67.01)	12.18	1.64	(2.22)
普通股增加	(0.24)	14.03	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	58.84	49.23	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(420.83)	(272.54)	(1,627)	(1,555)	(4,227)
现金净增加额	1,926	(722.75)	(3,256)	(140.68)	(2,541)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	178,270	193,605	230,636	271,133	316,361
营业成本	175,459	190,865	226,478	265,957	310,181
营业税金及附加	122.41	153.04	182.31	214.32	250.07
营业费用	444.75	514.04	733.39	862.17	950.65
管理费用	460.14	581.10	844.55	992.84	1,089
财务费用	560.17	440.56	573.15	652.38	789.72
资产减值损失	(48.46)	(42.76)	(50.94)	(59.88)	(69.87)
公允价值变动收益	(40.03)	45.64	3.58	3.06	17.43
投资净收益	199.30	648.91	286.62	283.54	360.61
营业利润	1,268	1,697	2,202	2,826	3,545
营业外收入	28.87	41.00	25.85	31.91	32.92
营业外支出	10.55	17.62	11.01	13.06	13.90
利润总额	1,286	1,720	2,217	2,845	3,564
所得税	281.66	435.69	554.17	711.24	891.12
净利润	1,005	1,284	1,662	2,134	2,673
少数股东损益	185.64	281.90	364.88	468.30	586.73
归属母公司净利润	819.14	1,003	1,298	1,665	2,087
EBITDA	1,893	2,067	2,665	3,358	4,193
EPS (人民币, 基本)	1.17	1.39	1.89	2.42	3.03

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	63.59	8.60	19.13	17.56	16.68
营业利润	54.73	33.80	29.77	28.35	25.45
归属母公司净利润	47.56	22.39	29.43	28.34	25.29
获利能力 (%)					
毛利率	1.58	1.42	1.80	1.91	1.95
净利率	0.56	0.66	0.72	0.79	0.85
ROE	15.75	16.54	18.30	19.70	20.56
ROIC	21.80	15.68	15.78	18.56	18.95
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.38	70.21	66.67	62.70	62.55
净负债比率 (%)	(42.08)	21.24	52.49	34.89	54.45
流动比率	1.27	1.32	1.38	1.47	1.48
速动比率	0.67	0.55	0.52	0.48	0.59
营运能力					
总资产周转率	8.63	7.88	8.65	9.63	9.93
应收账款周转率	44.90	49.59	47.24	48.41	47.83
应付账款周转率	61.43	73.23	100.59	103.43	125.25
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.46	1.89	2.42	3.03
每股经营现金流(最新摊薄)	3.54	(5.54)	(3.22)	3.03	(2.91)
每股净资产(最新摊薄)	6.57	7.68	9.06	10.91	13.22
估值比率					
PE (倍)	8.00	6.54	5.05	3.93	3.14
PB (倍)	1.45	1.24	1.05	0.87	0.72
EV EBITDA (倍)	2.97	4.97	5.25	4.00	4.13

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰，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。

一般声明及披露

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。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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，华泰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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，华泰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。华泰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。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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华泰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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 浙商中拓（000906 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司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）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。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。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。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。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰本人及相关人士并不担任本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报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“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。
- 浙商中拓（000906 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 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/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司