

业绩风险尚未完全释放**中性****下调评级**分析师: 陈雷 ✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn ☎: 010-66568162**1. 事件**

公司发布 2008 年报, 实现营业收入 1132.04 亿元, 同比增长 28.96%, 实现归属于母公司的净利润 8.95 亿元, 同比下降 37.97%, 每股收益 0.85 元。

2. 我们的分析与判断**1、贸易业务毛利率将处于低位**

2008 年下半年公司经营的主要贸易产品, 如钢材、铁矿砂、铁合金等, 都出现了“蹦级式”的下跌, 致使 2008 年 7-12 月钢铁和原材料贸易的毛利率从 2008 年 1-6 月的 2.75% 和 8.51% 下降为 0.06% 和 4.45%。我们预计 2009 年贸易业务的毛利率将处于低位, 其中钢铁贸易的毛利率为 1.40%-1.60%, 原材料贸易的毛利率为 4.80%-5.20%。这一方面是由于“去库存化”的负面影响, 另一方面是由于价格不确定性的增加使公司更多地采取代理模式以规避市场风险。虽然公司可以通过增加钢材贸易量等方法来抵消价格下跌对营业收入的影响, 但由于贸易业务的“高杠杆”性, 业绩对毛利率变化的敏感程度将大大高于对销售收入的敏感程度。因此随着“价格红利”的消失, 通过高毛利率提升业绩将会十分困难, 公司将在控制风险的情况下更多地通过加快周转来提高赢利能力。从历史上看, 在商品价格下跌半年到一年后贸易业务的毛利率才将趋于稳定。因此 2009 年上半年贸易业务仍然处于风险释放时期。

2、冶炼业务要看宽厚板项目

2008 年 1-6 月冶炼业务的毛利贡献率达到 26.44%, 但 2008 年四季度五矿营口出现亏损。2009 年国家推出了 4 万亿经济刺激计划和钢铁振兴规划, 但我们认为钢铁市场回暖至少要到 2009 年下半年。因此 2009 年冶炼业务难有较大的起色。将于 2009 年底投产、2010 年达产的五矿营口宽厚板项目将是公司未来业绩成长的重要推动力。该项目以生产宽度为 4.2 米的宽厚板为主, 设计产能 150 万吨。由于国内同类产品的宽度大多在 3-3.6 米之间, 该产品有很强的进口替代效应。但目前国内造船等行业景气度大幅下滑, 该项目的市场前景也蕴涵较大的风险。

3、资产减值损失拖累业绩

资产减值损失是导致 2008 年公司业绩同比下降的最重要因素。2008 年三季度末公司存货规模达到 197.43 亿元。在经历了 2008 年四季度钢铁市场的急速变化后, 公司计提的资产减值损失由三季度末的 9.95 亿元上升到 23.41 亿元。2008 年底公司的存货规模已经降到 123.71 亿元, 处于相对合理的水平。但我们预计公司“去库存化”对经营的影响将持续到 2009 年上半年。

3. 投资建议

我们预计 2009-2011 年公司每股收益分别为 0.80 元、1.44 元和 1.63 元。公司作为国内最大的钢材和冶金原材料贸易商, 拥有资源和渠道优势。在国家经济刺激计划的作用下, 钢铁市场有望在 2009 年下半年启动。特别是目前国际原材料市场价格低迷, 这为公司依托五矿集团收购海外矿产资源提供了契机。我们依然看好公司的长期发展。但是公司毛利率水平下移和去库存化过程在 2009 年上半年仍将继续, 业绩风险尚未完全释放。因此我们将公司评级下调为“中性”。

表 1、公司营业收入预测表（元）

	2,007	2008	2009E	2010E	2011E
钢铁贸易					
营业收入	53,445,749,837	61,819,318,787	56,873,773,284	58,579,986,483	61,508,985,807
增长率	2.21%	15.67%	-8.00%	3.00%	5.00%
毛利率	2.41%	1.52%	1.60%	1.80%	1.80%
原材料					
营业收入	29,107,520,910	47,588,612,671	36,643,231,757	38,475,393,345	40,399,163,012
增长率	26.62%	63.49%	-23.00%	5.00%	5.00%
毛利率	5.95%	6.52%	5.10%	5.20%	5.30%
运输服务					
营业收入	3,416,008,824	4,053,580,695	4,661,617,799	5,360,860,469	6,164,989,540
增长率	59.12%	18.66%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	6.89%	7.81%	8.00%	8.00%	8.00%
招标					
营业收入	29,800,756	33,261,468	38,250,688	43,988,291	48,387,121
增长率	14.29%	11.61%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	72.57%	72.18%	73.00%	73.00%	74.00%
酒店					
营业收入	408,561,639	515,354,814	541,122,555	568,178,682	596,587,617
增长率	27.15%	26.14%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	39.41%	48.37%	45.00%	45.00%	45.00%
冶炼					
营业收入	1,259,438,048	11,338,003,447	9,864,062,999	15,289,297,648	16,053,762,531
增长率	112.49%	800.24%	-13.00%	55.00%	5.00%
毛利率	11.11%	12.53%	8.50%	9.00%	9.50%
其它					
营业收入	864,377	184,630,586	184,630,586	184,630,586	184,630,586
增长率	59.61%	21259.97%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	-7.13%	2.25%	2.00%	2.00%	2.00%
抵消					
营业收入	2,610,065,085	12,328,954,354	10,880,668,967	11,850,233,550	12,495,650,621
营业费用	2,533,489,695	12,608,300,526	10,771,862,277	11,731,731,215	12,370,694,115
总计					
营业收入	85,057,879,305	113,203,808,114	97,926,020,701	106,652,101,954	112,460,855,591
增长率	11.20%	33.09%	-13.50%	8.91%	5.45%
毛利率	4.20%	5.60%	4.24%	4.72%	4.85%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所预测

表 2、公司报表和主要财务指标预测表

单位：百万元

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	3452	2112	12730	13865	14620	营业收入	85058	113204	97926	106652	112461
应收票据	741	725	805	877	924	营业成本	81560	106868	93770	101619	107011
应收账款	1066	1997	1610	1753	1849	营业税金及附加	342	1024	881	960	1012
预付款项	13996	9241	9241	9241	9241	销售费用	528	600	490	533	562
其他应收款	140	319	276	301	317	管理费用	735	1099	881	960	1012
存货	11096	12371	12845	13920	14659	财务费用	104	197	200	200	200
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	420	2341	500	200	200
长期股权投资	1300	497	497	497	497	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	845	4482	2366	3560	4227	投资收益	203	129	0	0	0
在建工程	4	4246	2373	1437	968	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	1572	1205	1204	2180	2463
无形资产	35	896	806	716	627	营业外收支净额	-7	57	0	0	0
长期待摊费用	4	8	7	6	6	税前利润	1565	1262	1204	2180	2463
资产总计	33254	37698	43620	46236	47998	减：所得税	493	318	301	545	616
短期借款	4213	6844	14409	12462	9555	净利润	1072	944	903	1635	1847
应付票据	13117	8349	7707	8352	8795	归属母公司净利	1063	895	855	1548	1749
应付账款	2259	2286	2055	2227	2345	少数股东损益	8.63	48.75	48.17	87.20	98.52
预收款项	8294	6277	8235	10368	12617	基本每股收益	1.29	0.84	0.80	1.44	1.63
应付职工薪酬	278	286	286	286	286	稀释每股收益	1.29	0.84	0.80	1.44	1.63
应交税费	276	750	750	750	750	财务指标					
其他应付款	257	187	187	187	187	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	11.2%	33.1%	-13.5%	8.9%	5.4%
长期借款	133	3554	39	0	0	EBIT 增长率	98.6%	90.8%	-47.3%	35.5%	11.0%
预计负债	5	5	5	5	5	净利润增长率	88.3%	-15.8%	-4.5%	81.0%	13.0%
负债合计	28912	28823	33842	34823	34738	盈利性					
股东权益合计	4341	8875	9778	11413	13260	销售毛利率	4.1%	5.6%	4.2%	4.7%	4.8%
现金流量表						销售净利率	1.2%	0.8%	0.9%	1.5%	1.6%
净利润	1072	944	903	1635	1847	ROE	24.9%	10.9%	9.4%	14.5%	14.1%
折旧与摊销	103	451	247	333	392	ROIC	14.8%	13.9%	5.9%	8.1%	9.4%
经营活动现金流	-443	-2544	3024	3820	4362	估值倍数					
投资活动现金流	-647	-5974	-500	-500	-500	PE	16.1	24.8	26.0	14.3	12.7
融资活动现金流	2846	7026	8094	-2186	-3107	P/S	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金净变动	1757	-1492	10618	1134	755	P/B	3.9	2.5	2.3	1.9	1.7
期初现金余额	1656	3452	2112	12730	13865	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	3413	1960	12730	13865	14620	EV/EBITDA	9.1	7.7	11.4	7.4	5.5

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所预测

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908