

五矿发展 (600058.SH)

谨慎推荐

分析师: 陈雷 电话: (8610) 6656 8162

邮箱: chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208071629

联系人: 卞晓宁 电话: (8610) 6656 8482

邮箱: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130109054136

1. 事件

我们对公司进行跟踪研究。

2. 我们的分析与判断

作为国内最大的钢材经销商和冶金原材料集成供应商,公司原有的经营模式受制于市场环境。这就造成公司经营规模、盈利能力和经营风险都处于波动的状态,并可能由于环境变化而迅速放大,例如 2008 年金融危机引发钢铁产品价格暴跌,使公司计提 23.41 亿元资产减值损失。公司通过战略调整发展以钢铁流通供应链为核心的增值服务体系,实现由商品贸易向流通服务的业务转型,减少了环境变化对公司经营的影响。

(1) 盈利能力大幅提升。在目前波动的市场环境下,公司 2011 年一季度毛利率和净利率同比分别提高 0.64%和 0.41%。在营业收入同比仅增长 6.30%的情况下,归属于母公司净利润同比增长 53.83%。我们认为随着战略转型的不断深入,公司业绩增长将由规模推动转向效率推动。公司着力构建面向客户的“三大体系和三大平台”(冶金原材料集成供应体系、钢材加工配送体系、工程钢材配供体系,电子商务交易平台、原料/钢材商贸物流中心整合平台、行业协会协作平台)将成为公司新的业务架构。

钢铁贸易行业由于市场集中度低,经营普遍较为粗放。公司正逐步由低附加值、高风险的贸易领域向高附加值、低风险的服务领域转变,在从资源到产品完整服务体系的支撑下通过电子商务交易等平台实现对行业资源的整合,从而从单纯的钢铁贸易商转变为钢铁供应链服务商,创造贸易商可持续发展的新模式。

实际上日本专注于提供加工配送服务贸易商的盈利能力大大高于国内平均水平。而国内钢铁流通服务领域还处于相对空白的状态,例如国内还没有立足全国的钢铁物流服务商,加工配送业务还未形成规模效应。我们认为公司业务新模式必然引发资本市场对公司的重新认识和定位。

(2) 经营风险逐步降低。自公司战略转型以来,毛利率水平呈现稳定向上的趋势,库存保持相对合理的水平,而计提的资产减值损失规模大幅下降。我们认为公司业务的抗风险能力显著加强。自 2009 年以来冶炼业务成为公司业绩的拖累。2010 年冶炼业务出现营业亏损 5.33 亿元,并呈现逐季放大的趋势。但从一季度分析我们预计 2011 年冶炼业务有望大幅减亏。

3. 投资建议

公司战略转型已显现成效,盈利能力大幅提升,业绩稳定性显著增强。我们认为公司经营模式日趋成熟,经营业绩正进入稳定释放期。我们预计 2011-2013 年公司营业收入和归属于母公司净利润复合增长率分别为 8.86%和 19.71%。维持对公司“谨慎推荐”评级。

表 1: 五矿发展 (600058.SH) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1921	2098	2350	2581	2600	营业收入	94306	131466	147251	161743	174507
应收票据	622	541	606	665	670	营业成本	92171	128085	142926	156918	169201
应收账款	2134	1871	2095	2301	2318	营业税金及附加	187	388	339	372	401
预付款项	9207	10469	11876	13422	14974	销售费用	505	733	618	647	663
其他应收款	608	327	366	402	405	管理费用	991	1245	1399	1375	1396
存货	14001	13256	14792	16241	16309	财务费用	314	-19	100	100	100
其他流动资产	119	6	6	6	6	资产减值损失	534	709	600	650	700
长期股权投资	245	248	248	248	248	公允价值变动收益	-1	3	0	0	0
固定资产	4449	5894	8511	8348	7950	投资收益	568	9	0	0	0
在建工程	6449	5679	1121	710	505	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	171	337	1268	1681	2045
无形资产	1298	1307	627	537	448	营业外收支净额	65	2	0	0	0
长期待摊费用	10	12	6	5	4	税前利润	236	339	1268	1681	2045
资产总计	41933	43236	43154	46017	46985	减: 所得税	120	185	444	588	716
短期借款	7736	6201	3513	3293	2320	净利润	116	154	825	1093	1329
应付票据	10587	10025	11187	12282	12333	归属于母公司的净利润	267	385	1142	1429	1636
应付账款	2359	3123	3437	3773	3789	少数股东损益	-151	-231	-317	-336	-307
预收款项	4990	5447	5958	6521	7087	基本每股收益	0.25	0.36	1.07	1.33	1.53
应付职工薪酬	229	290	290	290	290	稀释每股收益	0.25	0.36	1.07	1.33	1.53
应交税费	-232	199	199	199	199	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	233	366	366	366	366	成长性					
其他流动负债	1	0	0	-1	-1	营收增长率	-16.7%	39.4%	12.0%	9.8%	7.9%
长期借款	2980	5607	5607	5607	5607	EBIT 增长率	-87.5%	125.1%	93.9%	23.5%	17.0%
预计负债	11	20	20	20	20	净利润增长率	-70.2%	44.3%	196.7%	25.2%	14.5%
负债合计	31048	31761	30803	32573	32233	盈利性					
股东权益合计	10885	11476	12351	13444	14752	销售毛利率	2.3%	2.6%	2.9%	3.0%	3.0%
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	0.3%	0.3%	0.8%	0.9%	0.9%
净利润	116	154	863	1093	1308	ROE	3.3%	4.4%	11.5%	12.6%	12.6%
折旧与摊销	737	854	921	964	994	ROIC	0.9%	1.9%	5.9%	7.0%	8.1%
经营活动现金流	-1578	2455	1571	851	1391	估值倍数					
投资活动现金流	-1299	-1198	-300	-300	-300	PE	136.3	94.5	31.8	25.4	22.2
融资活动现金流	2685	-1080	-1019	-320	-1073	P/S	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
现金净变动	-191	177	252	231	18	P/B	3.3	3.2	3.0	2.7	2.5
期初现金余额	2112	1921	2098	2350	2581	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1921	2098	2350	2581	2600	EV/EBITDA	42.0	26.2	15.7	13.2	11.3

资料来源: 中国银河证券研究部

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。

陈雷，商贸行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受任何形式的补偿。

卞晓宁，商贸行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受任何形式的补偿。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

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