

综合 II

南方建材(000906.SZ)/9.23 元

背靠“大树”好成长

事 项

近日我们参加了南方建材业绩说明会，与公司总经理进行了交流。

主要观点

- 我们主要站在行业角度对公司发展进行判断，目前钢材流通行业面临着重新“洗牌”，“强者更强，弱者出局”成为行业发展的必然选择。
- 国内有钢材营销企业 20 万-30 万家，现货交易市场 3000 家左右，已建较大钢材仓库 3000 多个。总的来看，钢材营销企业规模小、分散，管理水平较低，服务单一。随着今年资金成本的上涨、钢材需求低迷，贸易商盈利越来越难，我们认为，近一两年这种微利甚至亏损的状况不会改变，中小型贸易商在无资金支持转型的情况下，将退出市场。
- 南方建材在中南、西南地区已经拥有了一定的渠道积累，再加上浙江物产在资金、人才、管理等方面的扶持，行业“洗牌”中做强值得期待。
- 2008 年浙江物产成为公司大股东，2011Q2 比 2009Q1 营业收入增长了近四倍，实现快速发展，但盈利能力仍较弱，毛利率不到 2%，我们认为这与行业特性、公司成长阶段有关，目前公司处于横向规模扩张阶段，当规模扩张到一定水平后，将增强纵向盈利能力。
- 浙江物产“十二五”目标是营业收入增加一倍，利润总额增加两倍。公司作为集团两大上市公司之一，将是未来集团发展融资的主要平台，浙江物产“十二五”末的资产证券化水平将达到 70%，而目前为 23%。

盈利预测 我们预计 2011 年、2012 年、2013 年营业收入分别为 230 亿元、290 亿元和 340 亿元，增长率分别为 53%、27%和 19%，对应 EPS 分别为 0.22 元、0.39 元和 0.49 元，PE 分别为 41 倍、23 倍和 18 倍，尽管目前估值偏高，但考虑公司近几年的快速增长，我们首次予以“推荐”评级。

风险提示 钢价波动；营销网络建设慢于预期；加工配送能力仍较弱。

证券分析师：韩振国
执业编号：S0850200010364

联系人：刘建民
Tel: 010-59370870
Email: Liu Jianmin@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	33061
流通 A 股/B 股(万股)	13156/0
资产负债率(%)	75.61
每股净资产(元)	2.85
市盈率(倍)	84.93
市净率(倍)	3.24
12 个月内最高/最低价	11.95/7.8

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

1. 浙江物产进入，实现第二次转型

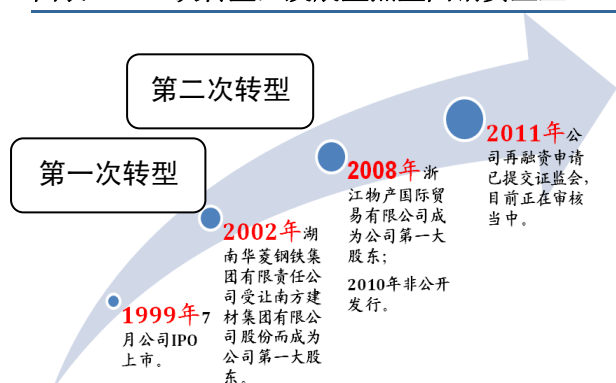
南方建材股份有限公司（以下简称南方建材）于 1999 年 7 月在深圳证券交易所上市，截至 2011 年 6 月 31 日，公司总资产 48.30 亿元，总股本 3.31 亿股。

在梳理公司发展历史过程中，我们发现公司经历过两次转型：

第一次转型是 2002 年华菱钢铁的进入，公司实现了从一元向两元发展，在发展钢材贸易传统业务之外，开始涉足汽车相关业务，至 2007 年，二者的收入占比各占一半。

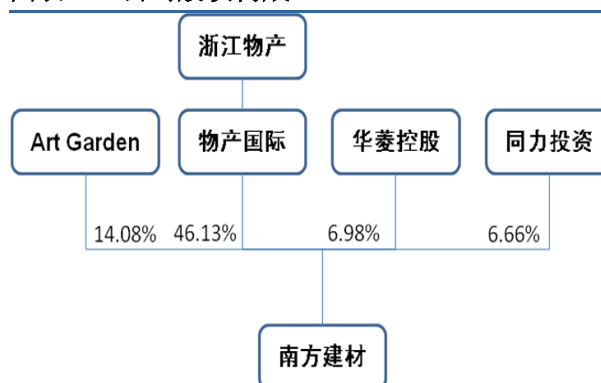
第二次转型是 2008 年浙江物产的进入，公司定位为领先竞争力的冶金供应链生产型服务业和汽车综合服务商，并从大力发展钢材贸易业务为突破口，实现公司的二次成长。公司钢材营收占比从之前的 50% 逐渐提高到 2011H1 的 92%。在本篇报告中，我们也将以分析公司钢材贸易业务板块为主。

图表1. 二次转型，发展重点重回钢贸主业



数据来源：华创证券

图表2. 公司股权结构



数据来源：华创证券

浙江物产集团是一家以生产资料国内外贸易为主业的现代流通企业集团，2010 年以折合 200.01 亿美元的业绩荣登世界 500 强第 484 位，是浙江省首家进入世界 500 强的企业，是国家 120 家大型企业试点企业集团和 20 家重点培育发展的大型流通企业以及浙江省政府确定的 36 家重点流通企业之一，名列 2010 年中国企业 500 强第 65 位，2010 年浙江省综合百强企业首位，拥有 11 家全资控股子公司、2 家上市公司。

2. 行业“洗牌”在即，公司优势凸显

对于公司未来发展，我们主要站在行业角度进行判断，目前钢材流通行业面临着重新“洗牌”，“强者更强，弱者出局”成为行业发展的必然选择，通过多年发展，南方建材在中南、西南地区已经拥有了一定的渠道积累，再加上浙江物产在资金、人才、管理等方面的扶持，行业“洗牌”中做强值得期待。

2.1 行业从“贸易”向“服务”转型

我国钢材流通行业与国外还存在着很大的差距，在我国，从事钢材流通行业的公司更多的是贸易商，而非服务提供商。

通过国内外钢材流通行业现状的对比发现，我国仍有一定的差距，同时也意味着存在较大的发展空间。向国际先进水平看齐，降低采购、贸易及物流成本已成为钢铁产业最为迫切的发展需求。

图表3. 中外钢材流通行业对比

	国外	国内
现状	• 社会化专业分工优化，物流成本低； • 美国钢材消费量的 60%以上是通过钢材服务中心储存、加工和销售，其中精加工后配送的钢材约占 30%-40%； • 2009 年美国钢铁物流成本占其产品总成本的 9% 左右； • 2009 年日本的物流成本费用率是 4.1%，比中国低 7.1%。	• 总量庞大，集中度低，物流成本高； • 中国钢铁物流总量已超 30 亿吨，钢铁物流企业 20 多万家，大部分为中小企业，物流业务分散，难以形成规模经济； • 2009 年国内钢铁物流成本占产品总成本的比例高达 20-30%； • 2009 年我国钢铁企业吨钢物流费用率 12%，吨钢物流费用约为 924 元。
经营模式	• 市场有序竞争，提供增值服务； • 强调整体规划、物流各环节布局合理、物流市场竞争有序、信息化程度高； • 流通环节物流关系稳定，分工明确，钢材经销商以增值服务为主要盈利手段，增值服务深入细致。	• 缺乏统一规划，寻求差价效益； • 没有统一规划管理，规模较小，分布不均，资源分散，物流成本较高； • 流通环节分工不明确，企业重视当前利益，以获取价差收益为主，增值服务尚处于初级阶段。
功能配套	• 功能配套全，强调服务意识； • 美国、日本等国家形成了以钢材服务、加工中心为主的配套功能齐全的物流市场，实现了钢铁物流的规模化、网络化、信息化； • 有较大的第三方物流企业，2010 年日本钢铁企业物流业务外包比例为 79.2%。	• 功能单一，配套服务不到位； • 在中国物流业起步较晚，物流各个环节相对独立，配套功能不全，缺乏规模大、能够提供一站式服务的钢铁物流市场； • 第三方物流企业发展较缓，2010 年中国钢铁企业物流业务外包比例为 62.8%。

数据来源：第三届钢铁产业发展论坛

2.2 “资金、需求”重压下行业“洗牌”在即

国内现有钢材营销企业 20 万-30 万家，钢材现货交易市场 3000 家左右，已建的较大钢材仓库 3000 多个。总的来看，钢材营销企业规模小、分散，管理水平相对较低，服务也比较单一。

目前大多数贸易商主要从市场差价中获利，而不是服务提供商，随着今年资金成本的上涨、钢材需求低迷，贸易商盈利越来越难，资金链断裂风险加大，我们认为，近一两年这种微利甚至亏损的状况不会改变，多数中小型贸易商在无资金支持转型为服务提供商的情况下，将退出市场。

图表4. 钢材流通行业主要盈利模式

主要收益来源	潜在风险	盈利条件	所需核心能力
市场价差	高	市场上涨	市场研判、资金实力
代理费	较低	理论上都能盈利，但在市场下跌情况下容易发生逃单	上下游关系、资金实力
剪切、配送服务费	较高	保持一定的开工率和加工费率	贴近客户、配套服务
深加工、配送服务费	低	对客户需求具有不可替代的满足	对客户需求的理解与把握，综合服务

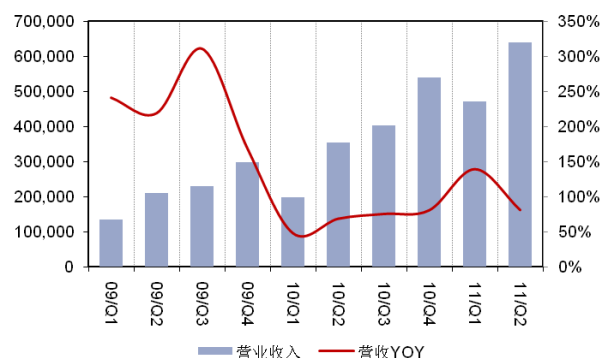
数据来源：华创证券

3. 背靠“大树”，快速发展

3.1 公司三年营收增长近 4 被

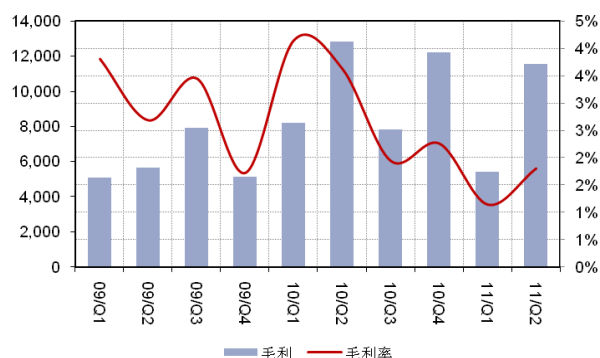
2008 年浙江物产成为公司大股东，从 2009 年开始，公司实现了快速发展，2011Q2 营业收入比 2009Q1 增长了近 4 倍，但也要看到，公司盈利能力未见显著增强，毛利率不到 2%，我们认为这与行业特性有关，另外与公司成长阶段有关，目前公司还处于横向规模扩张阶段，当规模扩张到一定水平后，将增强纵向盈利能力。

图表5. 公司营业收入持续增长



数据来源：华创证券

图表6. 盈利能力仍然较弱

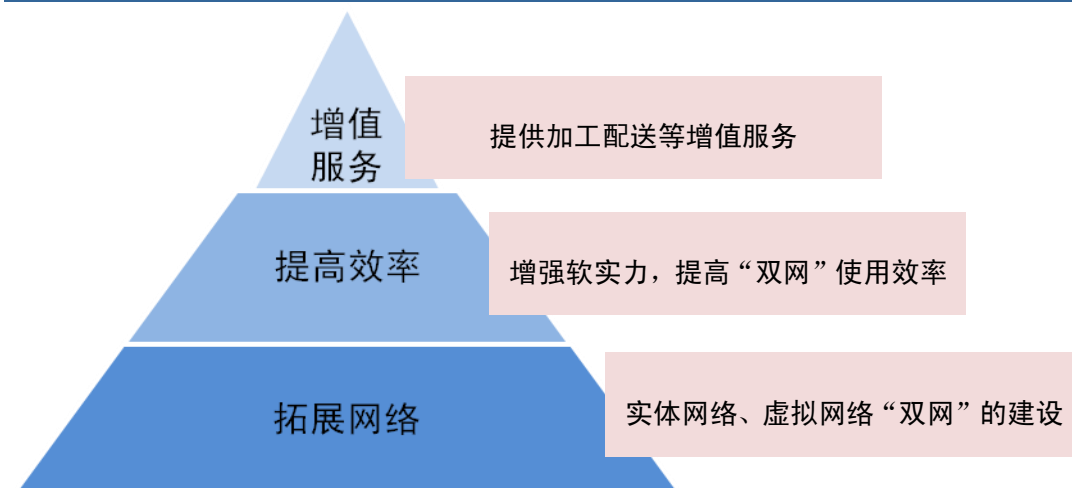


数据来源：华创证券

3.2 公司未来发展轨迹

我们认为在浙江物产进入后，公司重新回归做大主营——钢材贸易业务，成为浙江物产在西南六省一市（湖南、湖北、广西、云南、贵州、四川、重庆）的主要运营商（按浙江物产收购公司时的承诺，也将是浙江物产西南地区唯一的运营商），在业务发展上，公司将立足西南，循着拓展网络—提高效率—增值服务的轨迹发展。

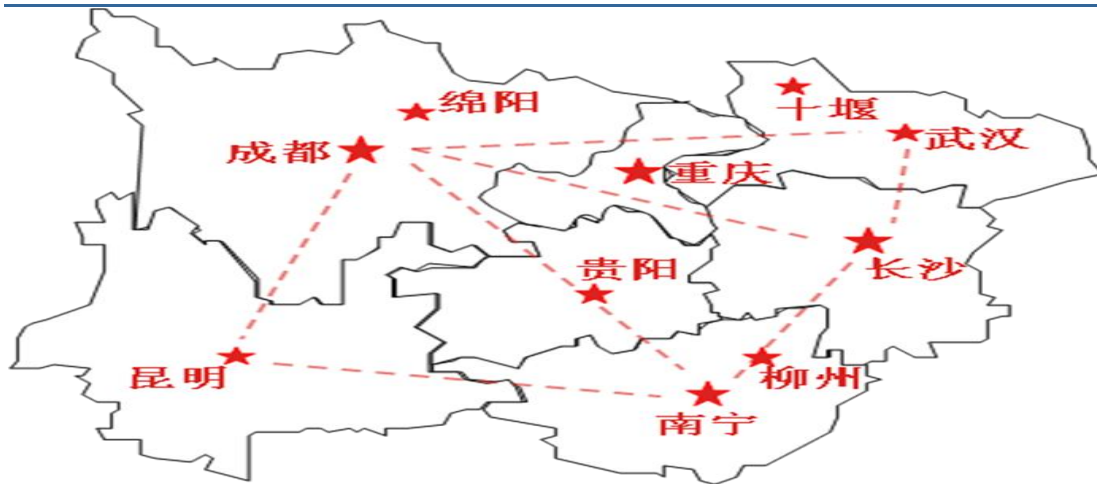
图表7. 公司发展三步轨迹



数据来源：华创证券

第一阶段：拓展网络。公司目前在西南六省一市已经建立了分销网点，公司后期将进一步做强、做细市场，另外，公司将建立完善的电子商务平台，实现实体网络、虚拟网络的无缝结合。**2011**年公司将通过定向增发募集资金 **9.9** 亿元，其中 **70%**用于增资扩股原有子公司和新建分销网点，投资 **3000** 万用于电子商务平台的搭建。

图表8. 公司钢材营销网络布局



数据来源：公司资料

第二阶段：提高运行效率。公司在完成营销网络建设的同时，将不断增强软实力，提高流通渠道的运行效率。浙江物产作为国内知名的钢材流通商，将在人才、管理等方面予以支持。目前公司管理层一半左右来自浙江物产，将浙江物产企业文化、管理理念不断注入南方建材。

第三阶段：提供增值服务。对于南方建材来讲，目前增值服务业务刚处于起步阶段，后期将加大加工配送网点的建设。

3.3 大股东相关支持

物产国际收购公司后，曾承诺：

- 浙江物产、物产国际将通过业务及资产的整合，将在湖南、湖北、四川、重庆、贵州、云南、广西七省市中零星的钢铁贸易业务移交给南方建材进行管理和经营。
- 未来除南方建材之外，浙江物产、物产国际及控股的其他子公司在湖南、湖北、四川、重庆、贵州、云南、广西七省市中不主动开拓钢铁贸易市场，不主动经营钢铁贸易业务，如因客户组合配套需求等原因在这七省市中开发的客户和市场机会，皆由南方建材进行管理和经营。
- 未来除南方建材之外，浙江物产集团、浙江物产国际及控股的其他子公司在湖南境内不开展汽车贸易业务。
- 另外，浙江物产还将在从人才、资金、品牌、业务等各方面支持公司发展。

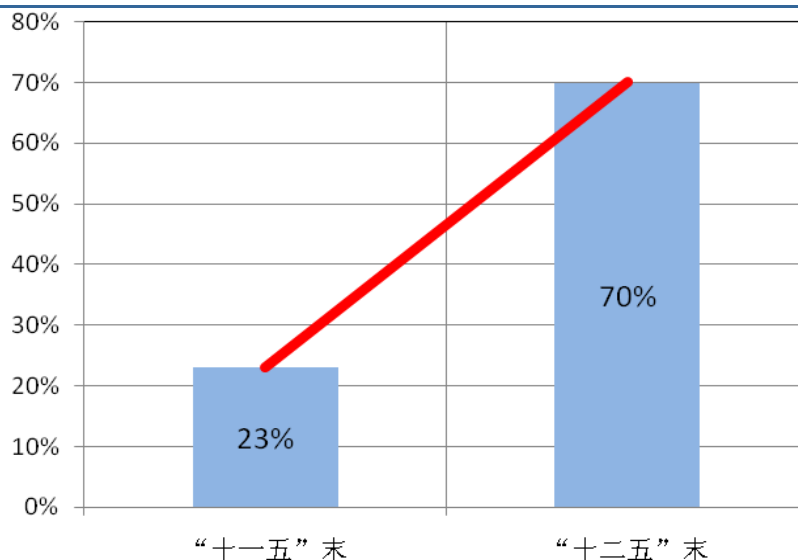
浙江物产“十二五”目标是营业收入增加一倍，利润总额增加两倍，资产总额增加一倍。公司作为物产集团两大上市公司之一（另一家是物产中大），将是未来物产集团发展融资的主要平台，浙江物产“十二五”末的资产证券化水平将达到 70%，而目前为 23%。

图表9. 浙江物产“十二五”规划

项目	2010 年	目标值	年均增长
营业收入	1300 亿	2600 亿	16.7%
利润总额	18 亿	52 亿	22.7%
资产总额	456 亿	1000 亿元	18%
净资产		300 亿	25%

数据来源：华创证券

图表10. “十二五”期间浙江物产将加快资产证券化进程



数据来源：华创证券

4. 盈利预测

汽车板块：公司汽车板块属于稳定增长状态，未来三年的年均增速在 20%左右，毛利维持稳定，假设毛利率为 7.5%。

钢材及铁矿石贸易板块：公司钢材及铁矿石贸易板块的增量主要来自两次募集资金项目，即第一次募集资金在成都、重庆、贵阳及防城港建立的营销网点，目前这些网点已经建成，开始盈利；第二次募集资金主要是对相关子公司的增资扩股，预计将在增发完成之后半年开始增厚业绩。由于近三年公司以扩大规模、拓展营销网络为主，毛利率仍将较低，我们预计在 2%左右（将套期保值收益计入）。

图表11. 公司拟增发募集资金使用情况

单位：万元

项目名称	总投资	使用募集资金金额	项目经济效益
构建中西部钢材分销连锁网络	67520	67520	项目完成后第一个完整会计年度新增销售收入 741,389 万元，新增利润总额 7,613 万元
信息化建设项目	3070	3070	——
补充流动资金	29000	29000	——

数据来源：华创证券

高星物流园区：高星物流园项目地处长沙大河西先导区与望城经开区之间，占地面积 1000 亩，主要包括钢材加工、仓储、露天堆场及铁路站场装卸区，总规划产能为年吞吐量 500 万吨，计划建设期 2 年，2013 之前增加公司业绩有限。

我们预计 2011 年、2012 年、2013 年营业收入分别为 230 亿元、290 亿元和 340 亿元，增长率分别为 53%、27%和 19%，对应 EPS 分别为 0.22 元、0.39 元和 0.49 元，PE 分别为 41 倍、23 倍和 18 倍，尽管目前估值偏高，但考虑公司近几年的快速增长，我们首次予以“推荐”评级。

5. 附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2707	2760	3423	4248
现金	535	1509	1990	2629
应收账款	150	114	112	125
其它应收款	38	34	36	36
预付账款	930	542	603	692
存货	971	523	633	709
其他	82	38	50	57
非流动资产	625	613	572	547
长期投资	15	13	14	14
固定资产	397	377	358	338
无形资产	82	55	47	35
其他	131	168	154	160
资产总计	3332	3373	3995	4795
流动负债	2197	2132	2589	3169
短期借款	585	554	552	564
应付账款	92	68	70	77
其他	1520	1510	1967	2528
非流动负债	1	6	-1	-2
长期借款	0	-2	-4	-6
其他	1	8	3	4
负债合计	2197	2138	2588	3167
少数股东权益	228	254	297	354
股本	331	331	331	331
资本公积金	499	499	499	499
留存收益	77	151	281	444
归属母公司股东权益	906	980	1111	1274
负债和股东权益	3332	3373	3995	4795

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-550	992	460	610
净利润	87	101	172	221
折旧摊销	26	25	25	26
财务费用	38	12	-8	-10
投资损失	7	-8	-7	-7
营运资金变动	-728	870	274	379
其它	21	-8	3	1
投资活动现金流	-88	27	17	9
资本支出	64	0	0	0
长期投资	-21	21	-13	2
其他	-45	48	3	11
筹资活动现金流	698	-45	4	20
短期借款	67	-31	-2	11
长期借款	0	-2	-2	-1
普通股增加	93	0	0	0
资本公积增加	440	0	0	0
其他	98	-12	8	10
现金净增加额	65	974	481	639

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	14911	22786	28871	34283
营业成本	14501	22269	28193	33440
营业税金及附加	9	18	20	26
营业费用	49	78	97	116
管理费用	177	285	352	424
财务费用	38	12	-8	-10
资产减值损失	7	8	8	8
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资净收益	-7	8	7	7
营业利润	126	124	216	287
营业外收入	1	3	4	3
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	124	124	217	287
所得税	37	24	44	66
净利润	87	101	172	221
少数股东损益	20	26	42	57
归属母公司净利润	67	74	130	163
EBITDA	190	161	234	303
EPS（元）	0.20	0.22	0.39	0.49

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	71.2%	52.8%	26.7%	18.7%
营业利润	287.1%	-1.6%	74.3%	32.8%
归属母公司净利润	357.0%	10.7%	75.1%	25.4%
获利能力				
毛利率	2.8%	2.3%	2.4%	2.5%
净利率	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%
ROE	7.4%	7.6%	11.7%	12.8%
ROIC	11.0%	87.0%	-96.0%	-37.0%
偿债能力				
资产负债率	66.0%	63.4%	64.8%	66.0%
净负债比率	26.62%	25.81%	21.17%	17.61%
流动比率	1.23	1.29	1.32	1.34
速动比率	0.79	1.05	1.08	1.12
营运能力				
总资产周转率	5.75	6.80	7.84	7.80
应收帐款周转率	134	173	256	288
应付帐款周转率	204.02	277.80	407.99	455.30
每股指标(元)				
每股收益	0.20	0.22	0.39	0.49
每股经营现金	-1.66	3.00	1.39	1.85
每股净资产	2.74	2.97	3.36	3.85
估值比率				
P/E	45.48	41.08	23.46	18.70
P/B	3.37	3.11	2.75	2.40
EV/EBITDA	17	20	14	10

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801