

## 盈利能力有望稳中趋升

五矿发展 (600058.SH)

**谨慎推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### ● 盈利能力稳中趋升

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,业绩增长由规模推动转为效益推动。在营业收入同比增长 9.55% 的情况下,2011 年中期归属于母公司的净利润同比增长 76.24%。虽然贸易业务毛利率同比下降 0.87%,但 2011 年以来钢铁市场持续低迷,能保持盈利能力的相对稳定是非常不易的。随着公司着力构建面向客户的“三大体系和三大平台”的逐步推进,公司贸易业务的盈利能力将逐步提升。我们预计 2011-2013 年公司贸易业务收入增速将为 10-15%,而毛利率水平将逐年提高 0.05-0.10%。

#### ● 经营风险稳步下降

随着公司逐步由低附加值、高风险的贸易领域向高附加值、低风险的服务领域转变,公司经营风险稳步下降,业绩稳定性显著提升。在业务规模和存货规模同比上升的情况下,2011 年中期公司计提的资产减值损失为 2.67 亿元,同比下降 68.78%,其中计提坏账准备同比减少 2.12 亿元,计提存货跌价准备同比减少 2.91 亿元。这说明经营模式升级带来公司抗风险能力的增强。

#### ● 冶炼业务扭亏为盈

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。2011 年 2 月公司与日照钢铁控股集团有限公司签署《合作框架协议》,对五矿营口提供全方位的管理服务。在一季度仍出现亏损的情况下,2011 年中期冶炼加工业务实现营业利润 1.59 亿元。公司与日照集团的合作不仅使冶炼业务重新成为公司业绩的推动力,而且使公司可以专注于核心业务的发展。

#### ● 投资建议

我们预计预计 2011-2013 年公司营业收入复合增速为 10.68%,EPS 分别至 1.01 元、1.30 元和 1.54 元,对应市盈率为 25X、19X、16X,归属于母公司净利润复合增速为 23.25%。公司业绩增长的推动力主要来自于贸易业务毛利率水平的提高和冶炼业务盈利能力的恢复。我们认为公司创造的贸易商可持续发展新模式必然引发资本市场对公司的重新认识和定位。但钢铁需求和价格波动依然是公司面临的重大风险,而持续紧缩政策将对贸易商资金产生压力。我们维持“谨慎推荐”的投资评级。

### 分析师

陈雷

☎: (8610) 6656 8162

✉: chenlei\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020010

卞晓宁

☎: (8610) 6656 8482

✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511060003

### 市场数据 时间 2011.09.26

|                 |         |
|-----------------|---------|
| A 股收盘价 (元)      | 25.20   |
| A 股一年内最高价 (元) * | 42.64   |
| A 股一年内最低价 (元) * | 20.37   |
| 上证指数            | 2433.16 |
| 市净率             | 2.9     |
| 总股本 (万股)        | 107191  |
| 实际流通 A 股 (万股)   | 107191  |
| 限售 A 股 (万股)     | 0       |
| 流通 A 股市值 (亿元)   | 270.12  |

注: \*价格未复权

### 相关研究

表 1:五矿发展 (600058) 财务报表预测

| 资产负债表        | 2009A       | 2010A       | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 利润表 (百万元)   | 2009A       | 2010A       | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金         | 1921        | 2098        | 2407         | 2687         | 2948         | 营业收入        | 94306       | 131466      | 150807       | 168382       | 184731       |
| 应收票据         | 622         | 541         | 620          | 693          | 760          | 营业成本        | 92171       | 128085      | 146205       | 163073       | 178838       |
| 应收账款         | 2134        | 1871        | 2146         | 2396         | 2628         | 营业税金及附加     | 187         | 388         | 347          | 387          | 425          |
| 预付款项         | 9207        | 10469       | 11909        | 13515        | 15277        | 销售费用        | 505         | 733         | 603          | 640          | 647          |
| 其他应收款        | 608         | 327         | 375          | 419          | 460          | 管理费用        | 991         | 1245        | 1553         | 1633         | 1718         |
| 存货           | 14001       | 13256       | 15132        | 16878        | 18509        | 财务费用        | 314         | -19         | 50           | 50           | 50           |
| 其他流动资产       | 119         | 6           | 6            | 6            | 6            | 资产减值损失      | 534         | 709         | 500          | 600          | 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            |
| 投资性房地产       | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 营业利润        | 171         | 337         | 1549         | 1998         | 2353         |
| 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         | 1549         | 1998         | 2353         |
| 资产总计         | 41933       | 43236       | 43656        | 46991        | 50292        | 减: 所得税      | 120         | 185         | 387          | 500          | 588          |
| 短期借款         | 7736        | 6201        | 3369         | 2899         | 2184         | 净利润         | 116         | 154         | 1162         | 1499         | 1765         |
| 应付票据         | 10587       | 10025       | 11443        | 12763        | 13997        | 归属母公司净利     | 267         | 385         | 1084         | 1399         | 1647         |
| 应付账款         | 2359        | 3123        | 3516         | 3921         | 4300         | 少数股东损益      | -151        | -231        | 77           | 100          | 118          |
| 预收款项         | 4990        | 5447        | 5971         | 6556         | 7198         | 基本每股收益      | 0.25        | 0.36        | 1.01         | 1.30         | 1.54         |
| 应付职工薪酬       | 229         | 290         | 290          | 290          | 290          | 稀释每股收益      | 0.25        | 0.36        | 1.01         | 1.30         | 1.54         |
| 应交税费         | -232        | 199         | 199          | 199          | 199          |             |             |             |              |              |              |
| 其他应付款        | 233         | 366         | 366          | 366          | 366          | <b>财务指标</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 其他流动负债       | 1           | 0           | 0            | -1           | -1           | <b>成长性</b>  |             |             |              |              |              |
| 长期借款         | 2980        | 5607        | 5607         | 5607         | 5607         | 营收增长率       | -16.7%      | 39.4%       | 14.7%        | 11.7%        | 9.7%         |
| 预计负债         | 11          | 20          | 20           | 20           | 20           | EBIT 增长率    | -87.5%      | 125.1%      | 106.7%       | 26.2%        | 17.2%        |
| 负债合计         | 31048       | 31761       | 31006        | 32843        | 34378        | 净利润增长率      | -70.2%      | 44.3%       | 181.8%       | 29.0%        | 17.8%        |
| 股东权益合计       | 10885       | 11476       | 12650        | 14149        | 15913        | <b>盈利性</b>  |             |             |              |              |              |
| <b>现金流量表</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | 销售毛利率       | 2.3%        | 2.6%        | 3.1%         | 3.2%         | 3.2%         |
| 净利润          | 116         | 154         | 1162         | 1499         | 1765         | 销售净利率       | 0.3%        | 0.3%        | 0.7%         | 0.8%         | 0.9%         |
| 折旧与摊销        | 737         | 854         | 921          | 964          | 994          | ROE         | 3.3%        | 4.4%        | 11.0%        | 12.4%        | 12.7%        |
| 经营活动现金流      | -1578       | 2455        | 1721         | 1101         | 1326         | ROIC        | 0.9%        | 1.9%        | 7.2%         | 8.7%         | 9.8%         |
| 投资活动现金流      | -1299       | -1198       | -300         | -300         | -300         | <b>估值倍数</b> |             |             |              |              |              |
| 融资活动现金流      | 2685        | -1080       | -1113        | -520         | -765         | PE          | 101.3       | 70.2        | 24.9         | 19.3         | 16.4         |
| 现金净变动        | -191        | 177         | 309          | 280          | 261          | P/S         | 0.3         | 0.2         | 0.2          | 0.2          | 0.1          |
| 期初现金余额       | 2112        | 1921        | 2098         | 2407         | 2687         | P/B         | 2.5         | 2.4         | 2.1          | 1.9          | 1.7          |
| 期末现金余额       | 1921        | 2098        | 2407         | 2687         | 2948         | 股息收益率       | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
|              |             |             |              |              |              | EV/EBITDA   | 34.1        | 21.2        | 12.0         | 9.9          | 8.5          |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 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到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**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到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 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证券投资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

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

|          |               |                              |
|----------|---------------|------------------------------|
| 北京地区：傅楚雄 | 010-83574171  | fuchuxiong@chinastock.com.cn |
| 上海地区：于淼  | 021-20257811  | yumiao_jg@chinastock.com.cn  |
| 深广地区：詹璐  | 0755-83453719 | zhanlu@chinastock.com.cn     |