

物产中拓(000906.SZ)

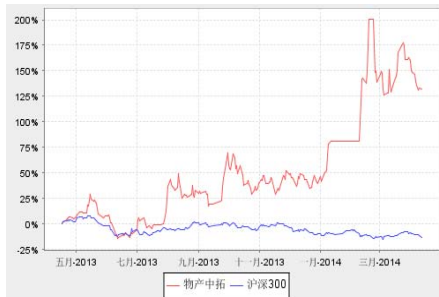
积极向好、持续推荐

评级: 买入 **前次:** 买入
分析师: 郭皓
 S0740510120023 S0740513080001
 021-20315133 021-20315196
 duhui@r.qlzq.com.cn guohao@r.qlzq.com.cn
 2014年4月29日

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 330.61 |
| 流通股本(百万股) | 330.61 |
| 市价(元) | 12.82 |
| 市值(百万元) | 4238.37 |
| 流通市值(万元) | 4238.37 |

股价与行业-市场走势对比



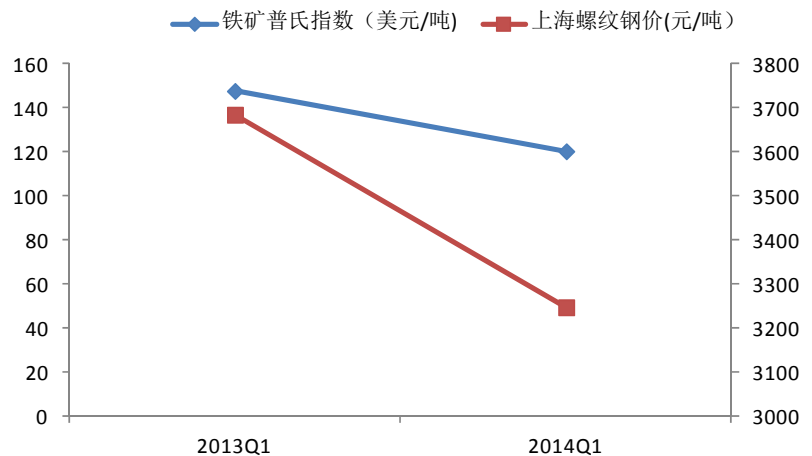
业绩预测

| 指标 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 23,861. | 24,813. | 23,737. | 24,137. | 25,306. |
| 营业收入增速 | 60.02% | 3.99% | -4.34% | 5.57% | 4.84% |
| 净利润增长率 | 10.59% | -73.18% | 251.79 | 30.39% | 26.09% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.22 | 0.06 | 0.21 | 0.27 | 0.35 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 偏差率(本次-市场/市场) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 28.03 | 86.88 | 60.81 | 46.64 | 36.99 |
| PEG | 2.65 | — | 0.24 | 1.53 | 1.42 |
| 每股净资产(元) | 2.96 | 3.02 | 3.18 | 3.46 | 3.76 |
| 每股现金流量 | 0.05 | 1.28 | 3.37 | 0.66 | 0.74 |
| 净资产收益率 | 7.57% | 1.99% | 6.62% | 7.95% | 9.23% |
| 市净率 | 2.12 | 1.73 | 4.03 | 3.71 | 3.41 |
| 总股本(百万股) | 330.61 | 330.61 | 330.61 | 330.61 | 330.61 |

投资要点

- **业绩概要:** 物产中拓公布 2014 一季报, 当季公司共实现销售收入 46.2 亿元, 同比增长 18%; 归属上市公司股东净利润 0.20 亿元, 同比增长 24%; 折合 EPS 0.06 元。公司扣非后归属上市公司股东净利润为 0.17 亿元, 去年同期为-0.05 亿元;
- **销量增加、毛利率上升:** 报表中可以反映两个积极因素: 1) 一季度营业收入同比增长 18%, 而参看市场数据我们可以发现一季度钢材、铁矿石均价同比均明显下滑, 其中钢材(以上海螺纹钢为例)价格同比下降 12%, 铁矿石普氏指数同比下降 18%, 因此可以推断一季度公司销量同比有明显增长; 2) 一季度毛利率为 2011 年以来最高, 达到 2.8%, 反映黑色金属贸易行业集中度上升后, 盈利能力仍在恢复过程中, 若 2014 年全年毛利率仍能维持在这一水平, 不考虑销量增加的情况下公司业绩仍可获得可观增长;
- **中拓钢铁电商蓄势待发:**
 - **钢铁电商应从物流突破:** 大宗品销售费用率偏低是压缩成本的难点所在, 但并非没有压缩空间, 若利用互联网平台将供应链各环节资源进行整合, 则可实现物流链效率提升、钢贸商层级的扁平化, 最终达到压缩交易成本的目的。我们估算从钢厂到产业链最终用户所产生的销售成本大约占产品单价的 10% 左右, 如果整合供应链则可以降低上述成本 3-5%。当然这需要整体多环节的配合才能达到, 要实现供应链金融、仓储物流、剪切加工、代理分销、代理采购等一体化功能, 线下物流体系是推进关键;
 - **中拓模式水到渠成:** 物产中拓在物流资源整合方面具备天然优势, 作为国内最大的钢贸商之一, 中

拓本已与供应链各环节建立密切的业务联系，因此资源整合将是水到渠成的事。公司对仓库、运输、剪切加工等中间资源的整合已经在多个省启动，目前进展顺利，未来将实现钢厂—终端的点对点配送，达到贸易层级压缩、物流节点优化、资金占用减少的效果，有望节省成本 100 元/吨以上。低售价构成钢贸企业的核心竞争优势，将推动公司客户规模的扩大、市场占有率的快速提升。以钢贸行业目前极低的市场集中度来看，公司扩张空间巨大。随着公司电商交易的推广、市场份额的提升，线上钢材交易量有望迎来爆发式增长。我们维持年初以来观点，持续看好公司钢铁电商的发展前景，维持“买入”评级。

图表 1: 2013、2014 年铁矿、钢材一季度均价比较


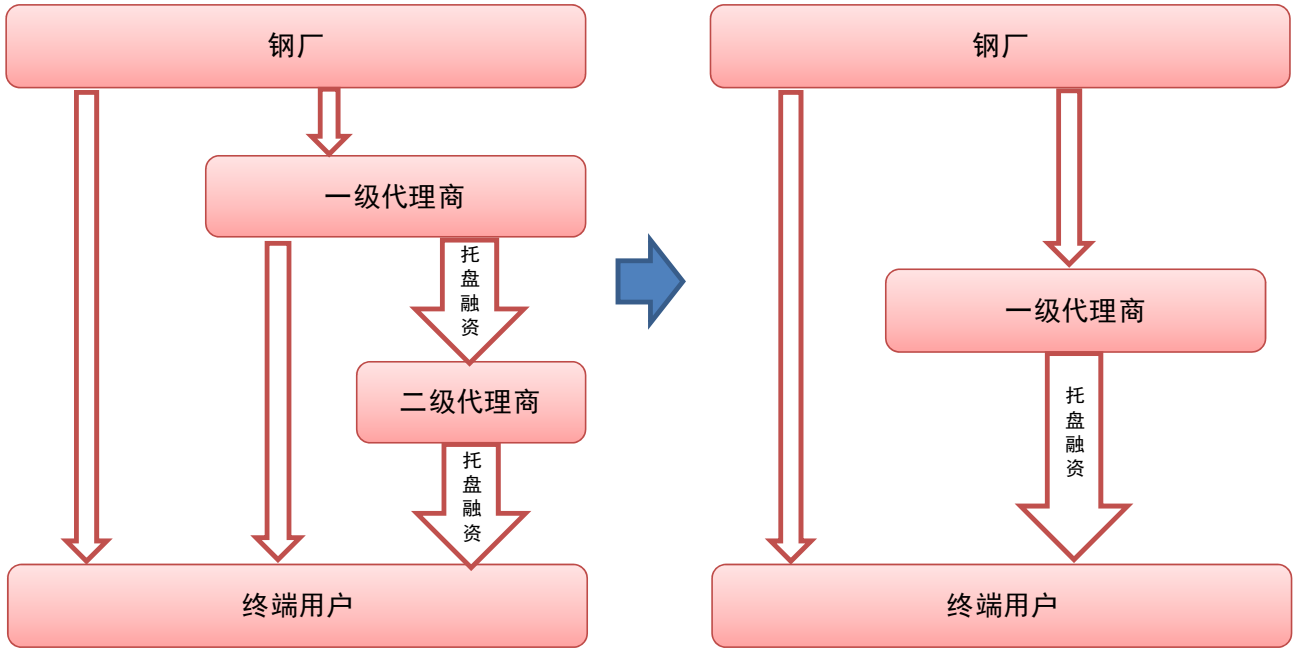
来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 单季财务指标比较

| | 2012/3/31 | 2012/6/30 | 2012/9/30 | 2012/12/31 | 2013/3/31 | 2013/6/30 | 2013/9/30 | 2013/12/31 | 2014/3/31 |
|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 4879.16 | 6111.77 | 5933.26 | 7889.48 | 3910.48 | 7216.87 | 5999.95 | 6610.38 | 4618.09 |
| 营业成本(百万元) | 4777.12 | 6009.11 | 5908.49 | 7760.20 | 3822.26 | 7108.82 | 5861.46 | 6443.42 | 4489.72 |
| 销售费用(百万元) | 17.79 | 18.40 | 16.69 | 11.97 | 12.16 | 16.57 | 17.41 | 16.65 | 22.30 |
| 管理费用(百万元) | 52.80 | 62.64 | 53.75 | 61.57 | 66.60 | 61.48 | 63.16 | 75.96 | 57.95 |
| 财务费用(百万元) | 16.81 | 20.12 | 12.36 | -12.99 | 4.05 | 8.79 | 17.75 | 7.94 | 17.44 |
| 利润总额(百万元) | 16.44 | 22.22 | -31.65 | 24.07 | 32.93 | 27.92 | 35.39 | 29.48 | 36.12 |
| 所得税费用(百万元) | 3.05 | 4.78 | -5.87 | 8.55 | 12.49 | 4.36 | 9.39 | 8.80 | 10.52 |
| 净利润(百万元) | 13.39 | 17.44 | -25.78 | 15.52 | 20.43 | 23.56 | 25.99 | 20.68 | 25.60 |
| EPS | 0.04 | 0.04 | -0.06 | 0.04 | 0.05 | 0.06 | 0.05 | 0.05 | 0.06 |
| 毛利率 | 2.1% | 1.7% | 0.4% | 1.6% | 2.3% | 1.5% | 2.3% | 2.5% | 2.8% |
| 三项费用率 | 1.8% | 1.7% | 1.4% | 0.8% | 2.1% | 1.2% | 1.6% | 1.5% | 2.1% |
| 所得税率 | 18.5% | 21.5% | 18.5% | 35.5% | 37.9% | 15.6% | 26.5% | 29.9% | 29.1% |
| 净利润率 | 0.3% | 0.3% | -0.4% | 0.2% | 0.5% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.6% |

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 3: 中拓电商模式——减少贸易、物流环节, 降低交易成本



来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。