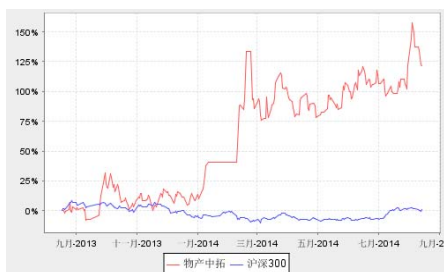


物产中拓(000906.SZ)
线下稳增线上放量

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): -
分析师: 分析师
 笃慧 郭皓
 S0740510120023 S0740513080001
 021-20315133 021-20315196
 duhui@r.qlzq.com.cn guohao@r.qlzq.com.cn
 2014年8月31日

基本状况

总股本(百万股)	330.61
流通股本(百万股)	224.66
市价(元)	14.75
市值(百万元)	4876.44
流通市值(百万元)	3313.75

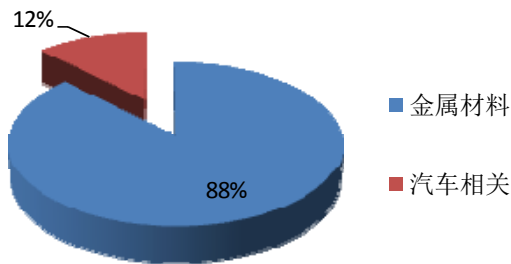
股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	24,813.	23,737.	21,102.	20,279.	19,691.
营业收入增速	3.99%	-4.34%	-11.10%	-3.90%	-2.90%
净利润增长率	-73.18%	251.79	36.94%	24.14%	20.00%
摊薄每股收益(元)	0.06	0.21	0.29	0.36	0.43
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)	86.88	35.09	50.86	40.97	34.14
PEG	—	0.14	1.38	1.70	1.71
每股净资产(元)	3.02	3.14	3.43	3.79	4.22
每股现金流量	1.28	0.59	0.55	0.63	0.68
净资产收益率	1.99%	6.74%	8.45%	9.50%	10.23%
市净率	1.73	2.37	4.30	3.89	3.49
总股本(百万股)	330.61	330.61	330.61	330.61	330.61

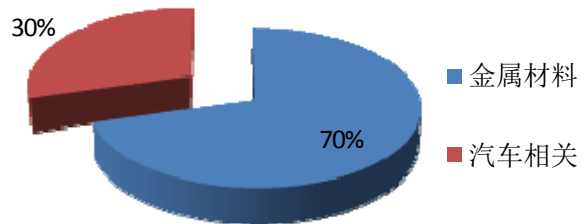
投资要点

- 业绩概要:** 物产中拓公布 2014 年中报, 上半年公司共实现销售收入 99 亿元, 同比下降 10.7%, 归属上市公司股东净利润 0.51 亿元, 同比增长 43%, 折合 EPS0.15 元。公司前两个季度 EPS 分别为 0.06 元、0.09 元; 上半年扣非后净利润为 0.33 亿元, 同比增长 227%;
- 传统业务稳步增长:** 公司业绩增长的主要动力来自传统钢铁业务销量及单位毛利的上升, 上半年钢材销量 268 万吨, 同比增长 4.68%, 同时毛利率大幅提升 1.0 个百分点, 导致金属贸易毛利润同比增加 66%。我们认为单位盈利上升的原因为: 1) 公司通过打造连锁经营、物流配送、电子商务三位一体化运营模式, 实现多业态的协同发展, 供应链管理效率提升、成本下降; 2) 钢铁贸易行业自 2012 年洗牌后, 行业集中度明显提升, 贸易环节在钢铁产业链话语权增强, 盈利能力回升。此外公司上半年销售整车 1.54 万辆, 同比增长 9.51%, 汽车相关收入增速达 20%, 同样为公司带来业绩增量;
- 钢铁电商线上规模大幅提升:** 上半年电商平台交易量达 134.41 万吨, 较 2013 年全年增长 336%, 线上会员数大幅增加 2615 家, 累计会员数达到 4420 家, 客户对平台的依赖度逐步提高。中拓钢铁网平台功能正在不断完善, 其中统计分析、加盟代销、仓库对接、手机版 APP、合同开单、配供合同管理等功能已上线; 厂库直发模式直接面向终端客户和小微客户, 通过电子商务实现交易环节、物流环节、资金成本三大环节的优化与整合, 显著降低供应链成本, 未来线上规模有望持续扩张;

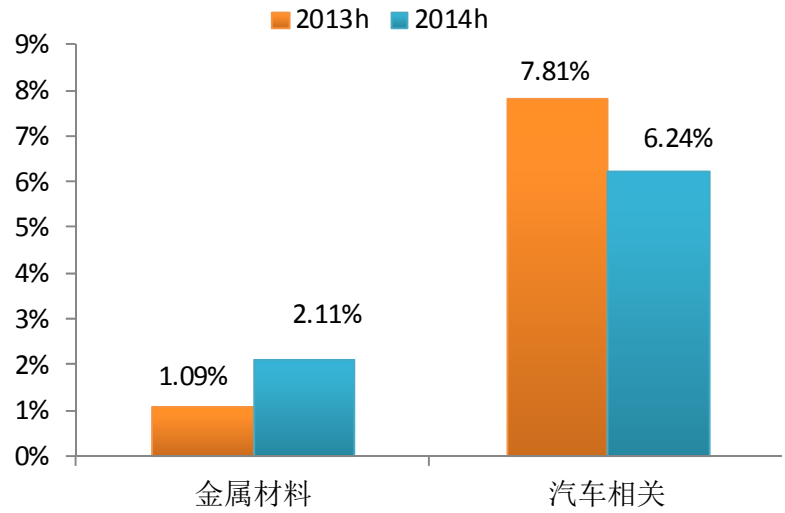
- 节约成本的钢铁电商：**在现存众多钢铁电商平台中，中拓模式是为数不多的能为钢铁交易节省成本的平台之一。钢铁交易成本构成中贸易层级的摩擦占 2% 左右，加工配送占 5-6%，配套资金成本约占 2-3%，总计钢贸流通成本约为 10% 左右。单纯的电子交易平台主要解决信息透明化，但大宗商品的交易层级摩擦成本占比较小，意味着单纯依靠平台来达到社会成本的下降，以替代传统交易模式的目的是难以实现的。钢铁电商如果要替代传统模式，必须需要线下物流系统信息化整合去降低综合成本。因此我们更加倾向于类似于中拓钢铁电商的京东模式，即线下物流系统重要性和优先级要高于线上系统，同时拥有仓储才可以解决资金密集型企业的质押融资配套问题，我们测算整合完成后可以将现有交易成本压缩 3-5%，只有完全整合后才能拥有相对传统模式的竞争优势；
- 长期看好新模式：**公司致力于通过电商平台对供应链功能的整合，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。物产中拓作为大型钢贸商在上游钢厂、中游物流、下游用户三大环节的整合方面具备天然优势，供应链效率提升带来的低成本优势将推动公司客户规模的扩大、市场占有率的快速提升。目前钢贸业极度分散，最大贸易商市占率不超过 5%，公司成长空间巨大。凭借钢铁电商京东模式，公司有望成为行业集中度提升的推动者，长期看好新业务模式的发展，维持“买入”评级。

图表 1：分产品销售收入占比


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 2：分产品营业利润贡献占比


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 3: 分产品营业利润率


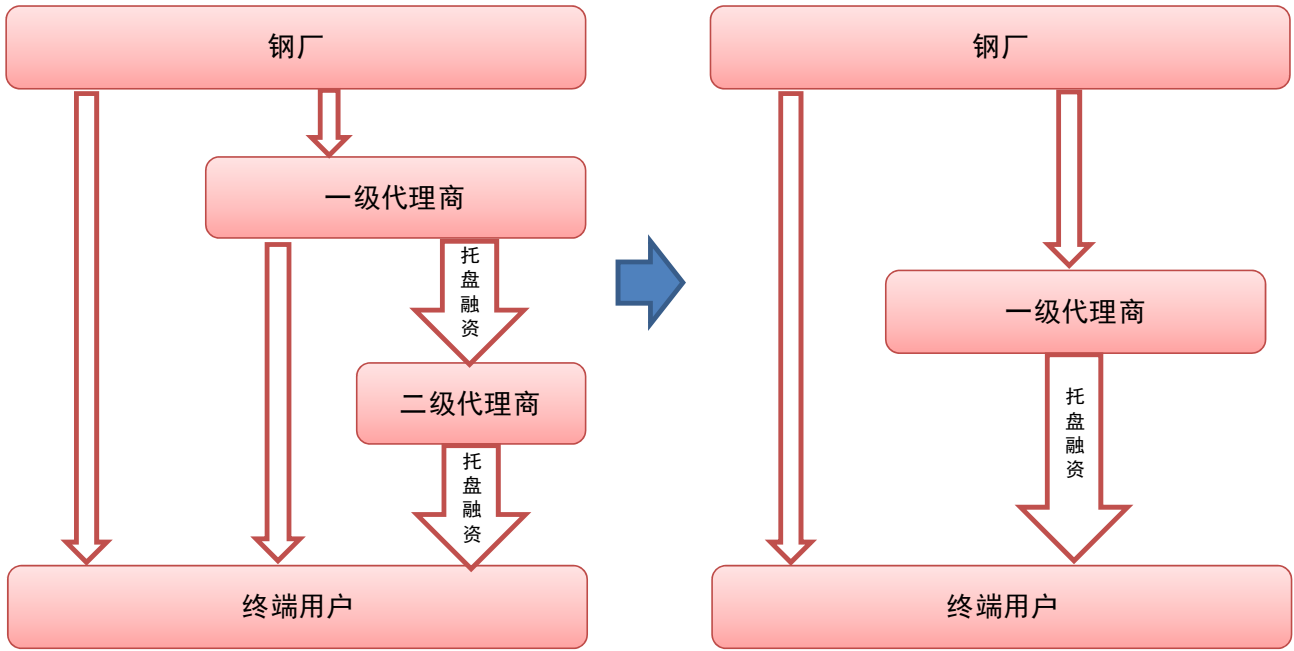
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 4: 单季财务指标比较

	2012/9/30	2012/12/31	2013/3/31	2013/6/30	2013/9/30	2013/12/31	2014/3/31	2014/6/30
营业收入(百万元)	5933.26	7889.48	3910.48	7216.87	5999.95	6610.38	4618.09	5321.09
营业成本(百万元)	5908.49	7760.20	3822.26	7108.82	5861.46	6443.42	4489.72	5179.77
销售费用(百万元)	16.69	11.97	12.16	16.57	17.41	16.65	22.30	27.05
管理费用(百万元)	53.75	61.57	66.60	61.48	63.16	75.96	57.95	55.92
财务费用(百万元)	12.36	-12.99	4.05	8.79	17.75	7.94	17.44	21.98
利润总额(百万元)	-31.65	24.07	32.93	27.92	35.39	29.48	36.12	43.89
所得税费用(百万元)	-5.87	8.55	12.49	4.36	9.39	8.80	10.52	10.60
净利润(百万元)	-25.78	15.52	20.43	23.56	25.99	20.68	25.60	33.29
EPS	-0.06	0.04	0.05	0.06	0.05	0.05	0.06	0.09
毛利率	0.4%	1.6%	2.3%	1.5%	2.3%	2.5%	2.8%	2.7%
三项费用率	1.4%	0.8%	2.1%	1.2%	1.6%	1.5%	2.1%	2.0%
所得税率	18.5%	35.5%	37.9%	15.6%	26.5%	29.9%	29.1%	24.1%
净利润率	-0.4%	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	0.6%

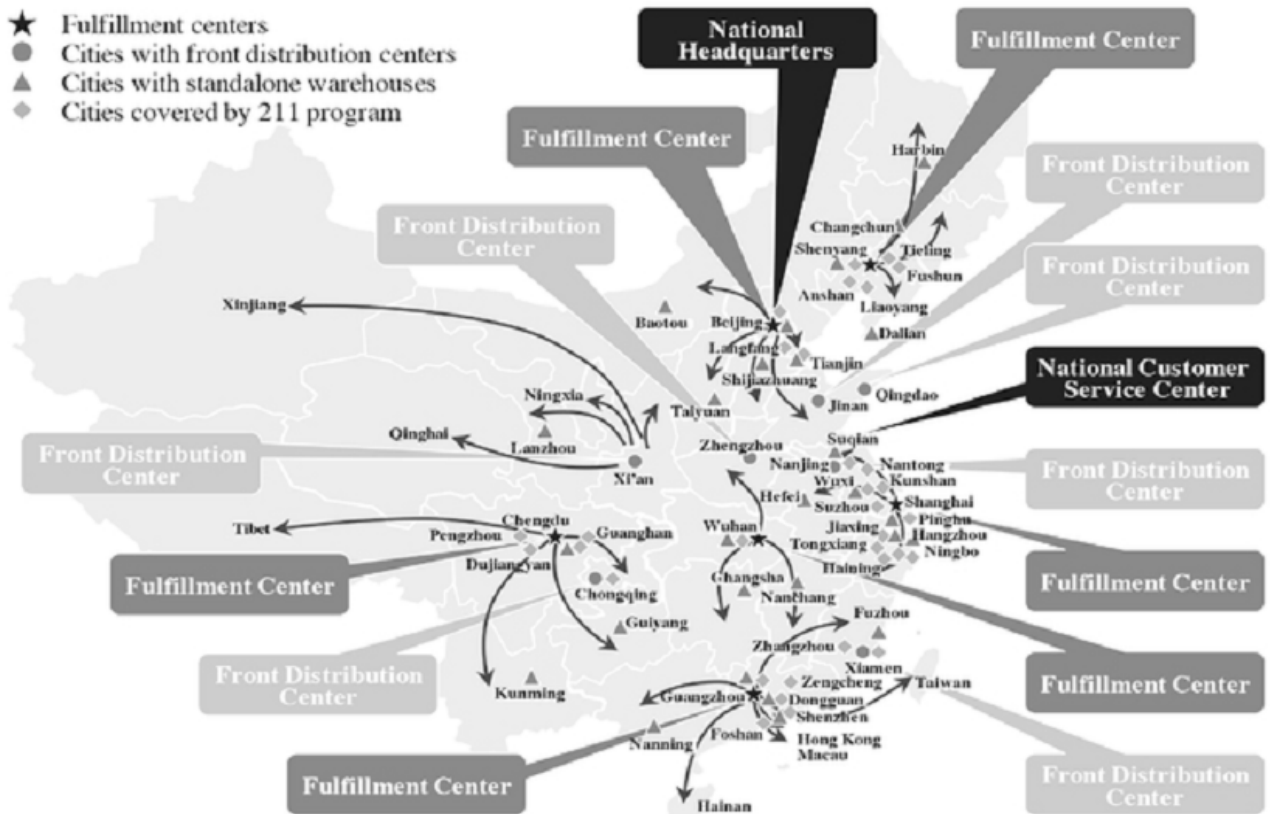
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 5: 中拓电商模式——减少贸易层级、物流环节, 降低交易成本



来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 京东的国内物流体系



来源: 京东招股说明书

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。