



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输:航运

杜建平

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120037
(8610) 6622 9079
jianping.du@bocichina.com

*江映德为本报告重要贡献者

建发股份调研纪要

建发股份(600153.CH/人民币 5.06, 未有评级)的主营业务包括供应链运营、房地产开发, 其中供应链运营业务贡献了约 90% 的收入和 50% 的毛利, 房地产业务贡献 9% 的收入和 47% 的毛利。公司坚持供应链和地产双主业模式, 供应链运营业务在宏观经济增速放缓以及大宗商品价格下滑的背景下面临一定压力, 而公司的地产业务相对稳健, 为业绩提供保障。根据市场一致预期, 公司 2012-13 年每股收益为 0.94 元和 1.17 元, 同比回升 -6% 和 24%。目前股价相当于 5.4 倍 2012 年市盈率, 估值较低。短期看公司业绩改善有赖于宏观经济回暖带来的需求恢复以及大宗商品价格企稳回升, 而长期看, 公司供应链运营业务模式及盈利模式清晰, 经营稳健, 发展前景良好, 地产业务也能贡献稳定的业绩, 再加上目前很低的估值水平, 我们认为公司具备很好的长期投资价值。

Q: 公司目前经营情况

- 供应链业务方面, 前三季度利润下降 30% 左右, 收入和业务量规模均保持 10% 左右增长, 而利润受经济放缓以及大宗商品价格下滑影响出现下滑。去年 4 季度以来, 大宗商品价格都在下滑, 而目前短期看, 经济有所企稳, 4 季度情况比前三季度要好。
- 地产业务方面, 各楼盘销售情况均表现不错, 全年销售额增长预计在 30% 左右。2011 年全年销售额 94 亿, 而今年前三季度销售额就达 90 亿元, 其中联发集团和建发地产各占一半。预计公司地产业务利润同比增长幅度在 10% 左右。

Q: 对宏观经济的感受如何

整体感觉年内最坏的情况已经过去, 4 季度的情况有所好转, 但对 2013 年的情况还是比较谨慎, 看不太清楚。短期看, 该倒闭的企业已经倒闭, 实体经济情况很差的背景下, 地方政府也采取了很多手段, 地产开工也有所加快, 因而短期经济有所企稳。目前公司涉及的唯一例外未爆发的行业是钢贸行业, 因为涉及到很多银行, 潜在风险仍未释放。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (百万元)	66,096	80,254	88,089	104,022	118,429
变动(%)	62.99	21.42	9.76	18.09	13.85
净利润 (百万元)	1,755	2,250	2,107	2,622	3,125
变动(%)	64.94	28.25	-6.34	24.43	19.17
全面摊薄每股收益	0.784	1.006	0.942	1.172	1.396

资料来源: 公司数据及万德市场一致预测

Q: 供应链运营业务各货种的情况

公司供应链运营业务涉及到的货种包括浆纸、钢铁、铁矿石、轻纺、汽车、酒类、电子元器件等等，主要情况如下表所示。浆纸业务方面，公司为国内最大的经销商，2012年受纸浆价格下滑影响较大，未赚到利润。钢材和铁矿石行业规模较大，但钢材价格低迷压缩毛利率空间，9月份政策刺激以及钢厂补库存推动一轮价格反弹，但目前钢厂库存仍未达到正常水平，由于钢材产量无法实质性下降，行业产能过剩压力较大。汽车行业整体不景气，奔驰宝马4S店仍旧亏损，但保时捷（收入和利润占比20%和80%）4个4S店销售很好，预计推动汽车业务量和利润同比增长在20%以上。农产品和化工品情况较去年差，酒类受进口高端酒价格和销售情况不好、三公消费受限以及假酒报道等因素影响也不如去年，而出口轻工业品则受益于俄罗斯和新兴市场的快速增长，预计全年增长在20%左右。

尽管公司主要不依靠价差赚钱，但在上下游行业经营情况都不好的背景下，供应链运营业务毛利率空间被压缩。

图表 1.公司供应链运营业务

货种	2012年1-3季度 收入(亿元)	2012年1-3季度 主要情况	
		利润(亿元)	
浆纸	63	盈亏平衡	公司主要从国外进口浆纸转卖给中小纸厂赚钱价差，由于价格下滑，今年未赚钱
钢材	155	1.2	钢材价格低迷，但钢材产量难以实质性下降
铁矿石	50	0.5	9月底钢厂补库存（从看跌转看涨）推动价格上涨，但目前钢厂库存仍未达到正常水平
汽车	38	2	今年预计利润增长20%以上
服装鞋类	36	1	俄罗斯和新兴市场增长较快
电子元器件	34	0.2	
总计	增长10%	下降30%	

资料来源：

Q: 公司主要的业务模式及盈利模式

公司以贸易起家，最初主要利润来源在于价差收益。现在基本上很少做价差，转向供应链服务，采取上下游锁定，走渠道，为客户提供包括原材料及零部件采购、运输、储存、成品分销直至送达最终客户的“一站式”供应链服务。公司盈利主要来源于集中采购、代理费、资金代垫利差、钢厂返利以及其他物流服务收费。

Q: 公司地产业务情况

公司地产业务主要以控股子公司建发地产（公司持股54.6%）和联发集团（公司持股95%）为经营主体，建发地产开发区域覆盖厦门、福州、漳州、龙岩、石狮、长沙、上海、成都、香港等地，联发地产则已涵盖厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津和扬州等8个城市。两者分别为中国房地产百强开发企业第49位和第60位。

目前公司拥有土地储备超过600万平米，并根据市场情况采取积极稳健的拿地策略，滚动开发，并逐步向二三线城市布局。从销售情况来看，前三季度销售额达90亿元，同比增长30%，预计全年增速有望保持。考虑到结算进度的影响，预计公司地产业务全年利润同比增长幅度在10%左右。

Q: 公司最主要的竞争优势

公司的竞争优势主要在几个方面，包括渠道、钢厂地位、资源获取能力、优惠价格、风险管控以及资金优势等。例如渠道方面，公司经过多年经营，供应链运营网络遍布全球，且切合生产要素往中西部转移的趋势，2012 年在成都、2013 年在郑州和武汉继续进行渠道扩张。风险管控方面，公司设立运营执行委员会，定期召开运营执行委员会会议和贸易风险控制委员会会议，密切关注市场形势，研判商品价格波动，及时调整经营策略，对大额贸易合同和大额客户授信额度进行动态管控，并对信息系统进行升级改造，加强风险控制。此外，对于行业中出现的问题如钢贸中间商、仓单问题等公司也有严格的风险控制手段，如规定跟钢厂直接采购，不与中间商采购；仓库选择也有严格规定，强调资信调查及过程控制，避免仓单被多次抵押等问题。

Q: 未来分红政策变化

2011 年公司分红比较少，主要是由于公司业务发展较快，但受限于地产业务的融资限制，只能利用自有资金留存发展。未来分红情况将根据公司资金状况进行调整。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371