

地产物流双筑底

买入 首次

目标价格: 9.60 元

投资要点:

- 在经济增速下滑的压力下,公司地产和供应链物流业务双双承受压力,进入筑底阶段。房地产业务推进稳健,集中在福建省区位优势领域,但承受估值压力。供应链物流管控稳健,大宗品垂直供应链核心竞争力突出,在收缩调整年度后将具有强大的爆发力。我们看好公司工业品供应链的整合能力,给予“增持”推介,并将长期关注。

报告摘要:

- 在工业品领域,电商是一张“薄皮”,供应链整合才是王道。**互联网技术将供应和需求的距离拉近,促进供应链整合的快速发展。其中,电商平台在B-B的工业品供应链中搭建平台是一张“薄皮”,即信息流和资金流容易,但因为核心的价值在复杂的供应链整合中,物流和商流复杂性存在于复杂的供应链上,集中采购、整合物流、统筹配送、物流增值服务是一个长期建设过程,“薄皮”难以短期颠覆。
- 扎实的供应链体系具有强大的市场竞争力,在调整后具有强大的爆发力。**公司多年积累的集中采购、集中仓储和集中配送的物流体系,并建设供应链ERP系统和信用管控体系的成熟经验。具体看,纸浆业务向上游生产和下游纸张销售发展;钢铁、煤、矿受经济冲击波动较大,处于底部;但化工增加PX业务,可能增长加大;白酒继续亏损,但在减少亏损额。总体上,供应链业务处于底部,尚待时机反转。
- 房地产业务稳健,受益于“海西”区域发展。**公司旗下的建发公司(持股比例55%)和联发公司(持股比例95%),其业务集中在省内并有绝对的品牌优势。去年销售额184亿,今年估计销售额基本平稳增长,地价持和房价均有所上涨的情况下,公司项目销售状况良好。
- 预计公司14-16年EPS分别为1.11, 1.36和1.59元,同比分别增长16.49%, 22.52%和17.08%。**我们看好公司工业品供应链的整合能力,给予“买入”推介,按照房地产业6倍PE和物流行业15倍PE(审慎)估值,目标价为9.6元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	91167	102,068	114,272	129,468	145,780
增长率(%)	13.6	11.96%	11.96%	13.30%	12.60%
归母净利润(百万)	2156	2693	2963	3479	4066
增长率(%)	-4.20	24.90%	10.04%	17.41%	16.87%
每股收益	0.76	0.95	1.05	1.23	1.43

交运研究组

分析师:

瞿永忠(S1180513070005)

电话: 021-65051509

Email: quyongzhong@hysec.com

研究助理:

王滔

电话: 010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

市场表现



相关研究

《海西主题正当时,首推建发》

2014/7/21

《中海建电商平台,海西主题正当时》

2014/7/13

《“海西主题”进行时》

2014/6/30

目录

一、公司概况	5
二、生产性供应链整合构成核心竞争力	7
(一) 顺应 B-B 商务发展, 大宗品物流催生垂直电商发展。	7
(二) 、生产制造供应链全球化特征对物流运作提出更高要求	8
(三) 、物流企业深入供应链各环节, 一体化整合成核心竞争力	9
(四) 、大宗品流转仍以物流为核心, 电商短期内难以颠覆	11
三、供应链体系竞争力较强, 调整后具有强大的爆发力	13
(一) 、公司供应链体系完备, 核心竞争力较强	13
(二) 、业务周期触底, 调整后具有强大爆发力	14
四、房地产业务稳健, 受益于“海西”区域发展	19
(一) 、房地产业务盈利稳定, 储备丰富	19
(二) 、受益“海西”区域发展, 仍有成长空间	21
五、重要假设和业务预测	23
(一) 、重要假设	23
(二) 、业务预测	24
六、盈利预测与投资建议	25
七、风险提示	25

插图

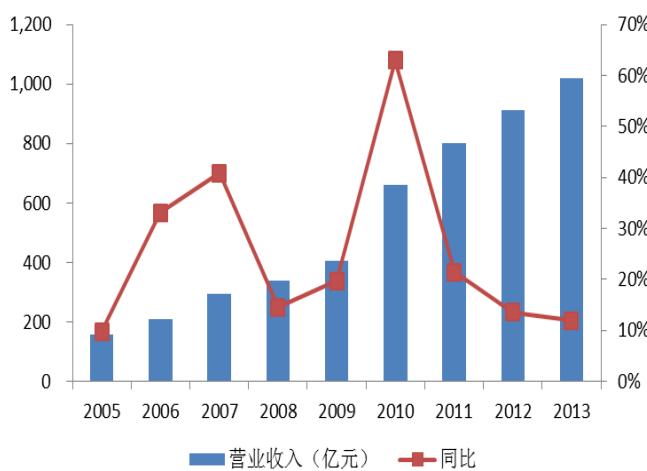
图 1. 公司营业收入迅速增长.....	5
图 2. 公司净利润高速恢复性增长.....	5
图 3. 公司总资产额及增速.....	5
图 4. 公司净资产额及增速.....	5
图 5. 建发集团控股与参股企业众多.....	6
图 6. 供应链业务对总收入贡献较高.....	6
图 7. 两大业务毛利各站半壁江山.....	6
图 8. 垂直电商发展示意图.....	7
图 9. 制造业不同阶段供应链整合模式的特点及比较.....	8
图 10. 图 44: 生产供应链一体化.....	9
图 11. 重点企业物流成本的增加较高.....	10
图 12. 4PL 的关注重点.....	10
图 13. 当前国内主要大宗品电商类别.....	11
图 14. 金银岛网仓单交易基本流程.....	12
图 15. 物流依旧是大宗商品流转的核心.....	12
图 16. 大宗品电商存在先天短板.....	13
图 17. 公司供应链主要业务模式.....	14
图 18. 供应链业务收入结构(估算).....	14
图 19. 供应链各板块盈利情况(估算).....	14
图 20. 浆纸业务网点分布.....	15
图 21. 浆纸业务经营品种.....	15
图 22. 纸源网交易流程.....	15
图 23. 纸源网订单管理系统.....	15
图 24. 我国近年钢材产量.....	16
图 25. 我国近年钢材销量.....	16
图 26. 钢材价格逐年走低.....	16
图 27. 钢材库存不断提升.....	16
图 28. 钢材业务网点分布情况.....	17
图 29. 钢材业务合作伙伴.....	17
图 30. 汽车业务网点分布.....	17
图 31. 汽车业务以高端车型为主.....	17
图 32. 汽车业务近年稳健增长.....	18
图 33. 汽车业务占供应链收入比重不断提高.....	18
图 34. 综合物流业务运营模式.....	18
图 35. 供应链物流服务运营模式.....	18
图 36. 房地产业务近年增长迅猛.....	19
图 37. 房地产业务收入占比不断提升.....	19
图 38. 两大子公司收入情况.....	20
图 39. 两大子公司盈利情况.....	20
图 40. 公司在建项目及未开工项目情况(单位: 万m ² , 亿元).....	20
图 41. 福建省近年新开工房屋情况.....	21
图 42. 福建省近年商品房销售情况.....	21

图 43. 福建省近年房地产投资额完成情况.....	22
图 44. 厦门市住宅价格指数维持高位.....	22
图 45. 图 20: 当前国内主要大宗品电商类别.....	22
图 46. 上海自贸区获批后住宅销售价格走势.....	23
图 47. 上海自贸区获批后住宅价格指数增速.....	23
图 48. 公司业务预测表.....	24
图 49. 可比上市公司估值.....	25
图 50. 三张表摘要.....	26

一、公司概况

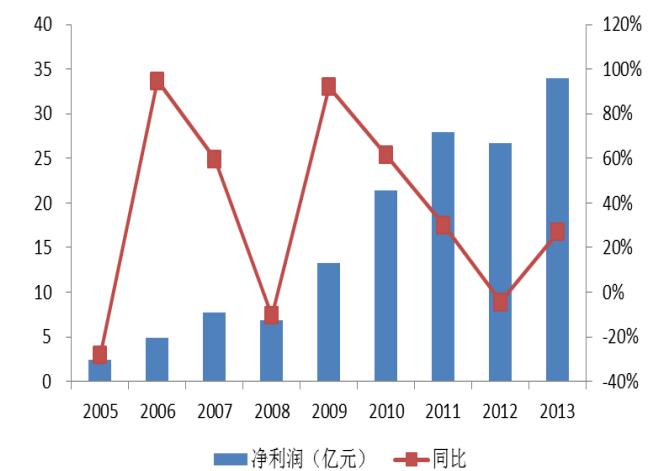
建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业。公司自 1998 年上市以来连续十多年高速发展，主营业务收入、净利润、净资产等主要经济指标以年均 30% 左右的速度增长。至 2013 年底，公司总资产 800.45 亿元人民币，净资产 163.55 亿元人民币。2013 年营业收入 1,020.68 亿元人民币，首超千亿规模，位居 2013 年“中国上市公司 500 强”第 51 位，连续多年位居福建企业 100 强榜首。2014 年 7 月公司再度被选为“2014 厦门企业 100 强”第一位，连续 5 年蝉联榜首。

图 1. 公司营业收入迅速增长



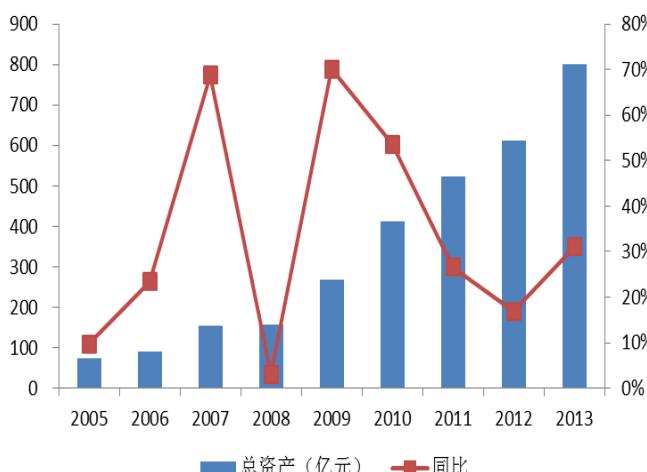
资料来源：上市公司，宏源证券

图 2. 公司净利润高速恢复性增长



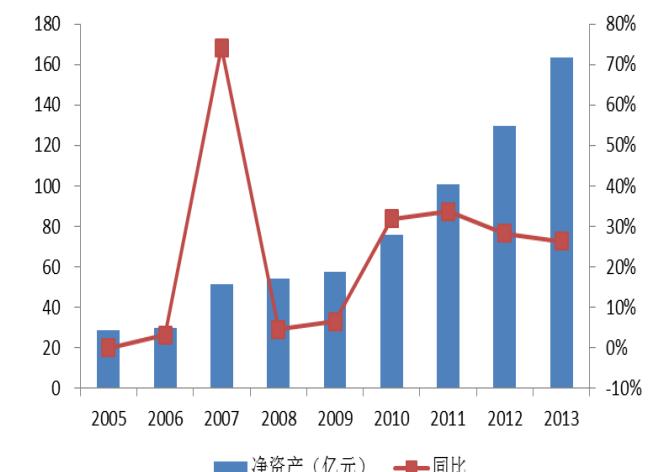
资料来源：上市公司，宏源证券

图 3. 公司总资产额及增速



资料来源：上市公司，宏源证券

图 4. 公司净资产额及增速

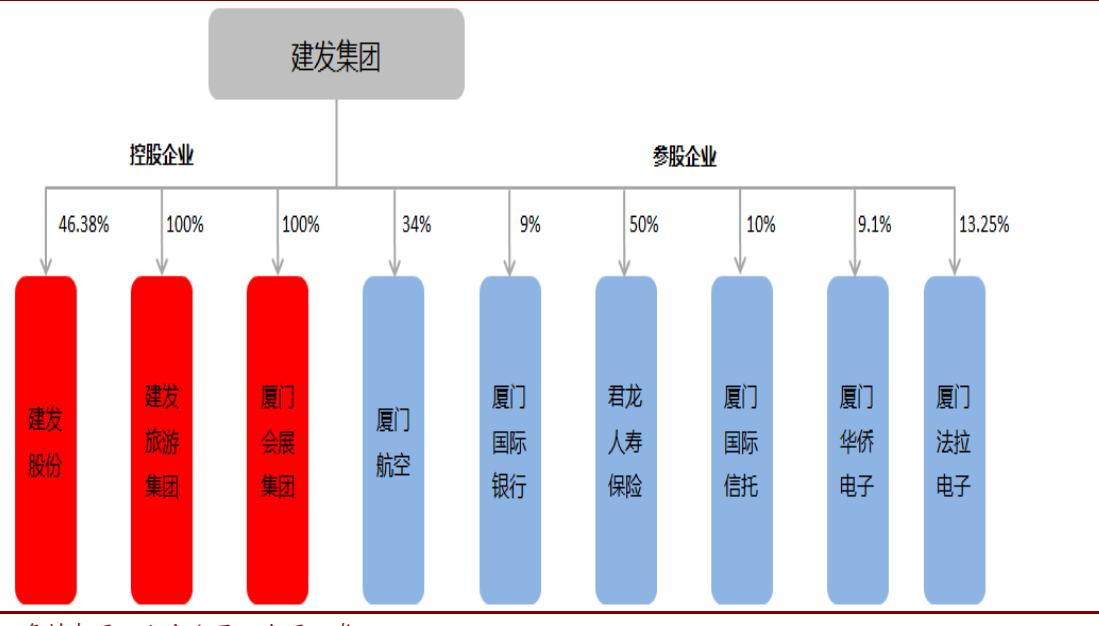


资料来源：上市公司，宏源证券

公司第一大股东是厦门市建发集团有限公司，其持股比例为 46.38%。建发集团成立于 1980 年，目前已发展成为注册资本 45 亿元人民币，资产总额超过 760 亿元，年营业收入超过 940 亿元，年利润总额超过 40 亿元的福建省大型实业投资企业集团。其主要业务涵盖供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展业等多个领域，除了控股企业外，建发

集团还参股了厦门航空、厦门国际银行、厦门国际信托等企业。建发集团 2013 年位列中国企业 500 强第 127 名、中国服务业 500 强第 48 名，并连续多年位居福建省企业集团 100 强首位。建发集团是隶属于厦门市国资委的国有独资公司，经厦门市国资委授权，经营管理其所持有的资产，因此公司的实际控制人是厦门市国资委。

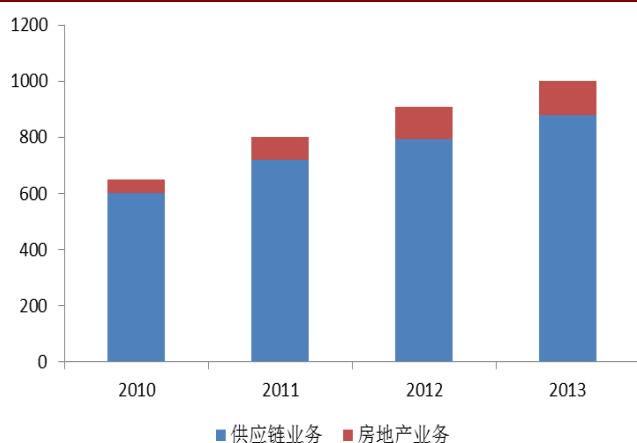
图 5. 建发集团控股与参股企业众多



资料来源：上市公司，宏源证券

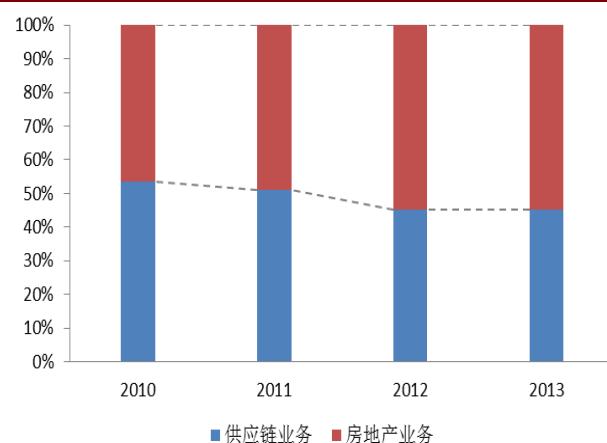
从业务结构来看，目前公司在供应链运营领域已形成浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电、汽车、酒类、物流服务十大核心业务板块，与 150 多个国家和地区建立了业务关系；在房地产开发领域形成了“建发房产”与“联发房产”两大品牌，现在中国 18 个城市进行房地产开发，初步形成了全国性战略布局。目前公司“供应链+地产”的双主业格局已基本稳定，由于供应链业务在进行会计核算时，会将大宗品货物本身价值计入营业收入中，因此供应链业务收入规模较大，2013 年供应链业务规模达到 878 亿元，占营业收入比例达 87%；而从毛利贡献来看，两大业务基本持平，2013 年供应链业务毛利约 33 亿元，占比 45% 左右。

图 6. 供应链业务对总收入贡献较高



资料来源：上市公司，宏源证券

图 7. 两大业务毛利各站半壁江山



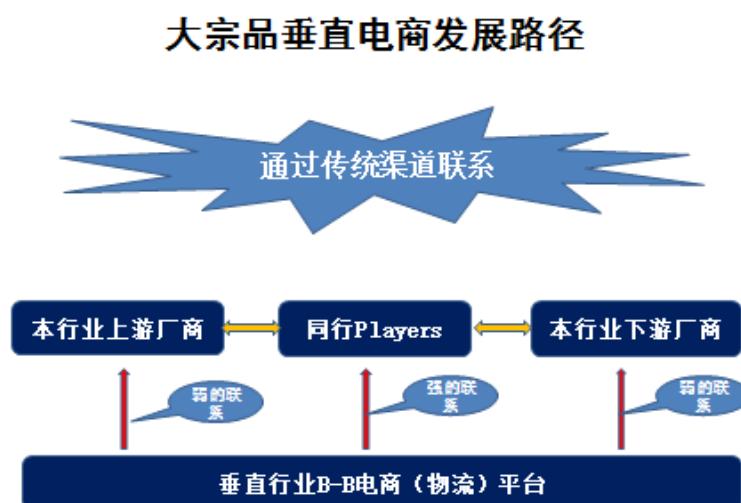
资料来源：上市公司，宏源证券

二、生产性供应链整合构成核心竞争力

(一) 顺应 B-B 商务发展，大宗品物流催生垂直电商发展。

垂直电子商务是指在某一个行业或细分市场深化运营的电子商务模式。垂直电子商务网站旗下商品都是同一类型的产品。这类网站多为从事同种产品的 B2C 或者 B2B 业务，其业务都是针对同类产品的比如商品。垂直电子商务与多元化电子商务是电子商务的两种模式。

图 8. 垂直电商发展示意图



资料来源：公开资料，宏源证券

垂直领域的优势在于专注和专业，能够提供更加符合特定人群的消费产品，满足某一领域用户的特定习惯，因此能够更容易取得用户信任，从而加深产品的印象和口碑传播，形成品牌和独特的品牌价值，这也是小资本创业企业的必经之路。

相对于目前大宗品的交易市场，具有供应分散、市场分散、贸易分销的特点。比如煤炭、钢铁、大宗化工都基本具有以上几个或者全部特点。这样的行业市场特点就是“公平不够、透明不够、效率不够”。这样，在传统大宗品物流商具有相对优势的物流公司将在发展垂直电商上具有以下优势。

- 供应商服务优势：为供应商提供网络零售及批发渠道，低成本，高效率，低库存风险，供应商利用平台系统管理平台零售商家，产品价格，库存管理等管理，为供应商品牌营销推广，帮助供应商进行新品市场调研，处理库存等服务，提供第三方物流服务，厂家发货与批发相结合。
- 采购商服务优势：为采购商解决一站式采购，商品价格透明，品质有保障，物流费用最低，效率最高，时间更少，物流更快解决采购商库存问题。
- 消费者服务优势：为消费者提供供应商直供产品品质有保障，砍掉渠道商及仓储，

降低物流费用让利消费者。

从业务服务上，垂直电商业务平台建设，大宗品物流商可以获取以下服务优势：

- 供应商整合：由于为供应商提供了完整的电子商务解决方案，解决了资金流，物流，信息流及利益分配等问题供应商整理最简单。
- 消费者整合：垂直平台整合消费者优势是靠专业，品质和服务，平台通过专业化信息展示，专业化营销活动，商家专业服务，厂家保障货源品质来满足各种消费者需求。
- 供应链金融服务。包括交易、支付和短期融资服务等，都可以带来不菲的盈利贡献。

(二)、生产制造供应链全球化特征对物流运作提出更高要求

经济全球化给制造商利用全球资源，积极参与全球竞争与合作带来了前所未有的机遇。利用全球资源进行的产业国际分工，更加有利于制造业企业的迅速成长。电子商务的大力发展带动了制造业的全球化，这不仅体现在全球化的客户互动关系，全球化的竞争，还特别体现在全球化的供应链上。电子商务全球化对处于供应链上的客户、分销商、制造商以及供应商等进行了集中，将他们组成了一个无法分割的统一的虚拟组织。加强了客户、分销商、制造商以及供应商之间的交流，增加了传递于他们之间的信息的透明度，扩大了商务竞争环境和市场空间，模糊了商务交易的边界，有助于供应链全球化管理的资源整合、优化以及调配。

在电子商务全球化的经济发展趋势下，供应链管理也开始了新的发展和变革。为了能够适应全球化的电子商务的发展趋势，企业必须协调内部销售、制造、采购等各个环节，并在全球范围内与上下游企业如承销商、供应商等进行紧密联系与配合，积极构建全球化的供应链，切实提高企业的核心竞争力。产品个性化、差异化、多样化的需求特点对供应链的物流反映速度提出了更高的要求，在信息流、资金流、物流“三流”中，物流的响应速度是最慢的，克服了这个障碍，对供应链上的各方面企业都是多赢的。

图 9. 制造业不同阶段供应链整合模式的特点及比较

	纵向一体化	横向一体化	全球供应链整合
与供应商关系	投资自建、投资控股、兼并购买； 所有权关系	“合作竞争”的战略伙伴关系；	平行发展，独立配套
客户需求及市场响应速度	由于产品单一，规格少，大众化，客户被动接受市场产品；对市场基本无响应	产品系列化，可选种类逐渐增多，客户主动接受市场产品；响应速度慢，周期长	产品个性化，差异化，多样化特征明显，客户自由选择产品；响应快，周期短
规模、成本、盈利因素	大规模生产；通过压榨内部供应商的成本来控制成本；单赢模式	大规模定制生产；供应链各成员企业协同来控制成本；双赢模式	大规模定制、模块化生产；供应链协同、全球采购、自由选择供应商；多赢模式
竞争力水平	较低、可复制	较高，难复制	全球核心优势，不可复制

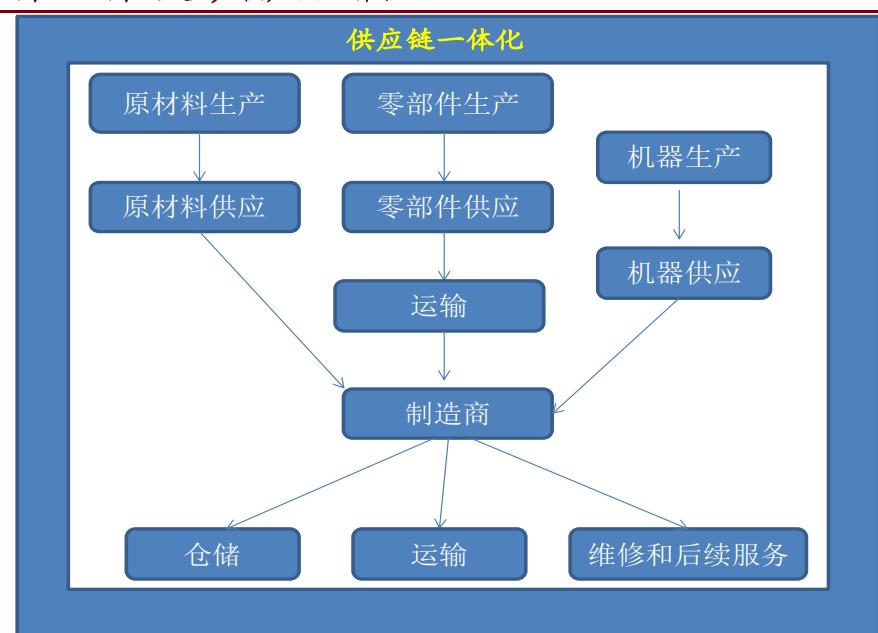
资料来源：公开资料，宏源证券

(三)、物流企业深入供应链各环节，一体化整合成核心竞争力

随着全球化的发展，产业链上的不同环节因比较优势逐步分散至全球各个地区，相互之间的沟通连接日趋复杂。由此导致产品的竞争已经转换为供应链之间的竞争。企业的核心竞争力不再由个别企业或环节决定，而是由从原材料到产品完成的整个过程决定。因此，谋求供应链一体化以提升整条供应链的竞争力，成为产业链中的各个环节不同企业的主动或被动需求。

对于一个制造物流公司而言，融入产业链、一体化整合变成企业的核心竞争力。供应链上的采购、生产、运输、仓储等活动需要协调高效的完成。这不仅需要企业通过良好的品牌和周到的服务维护上下游关系，还需要有现代化的信息技术和物流技术，更需要有统筹协调的能力。

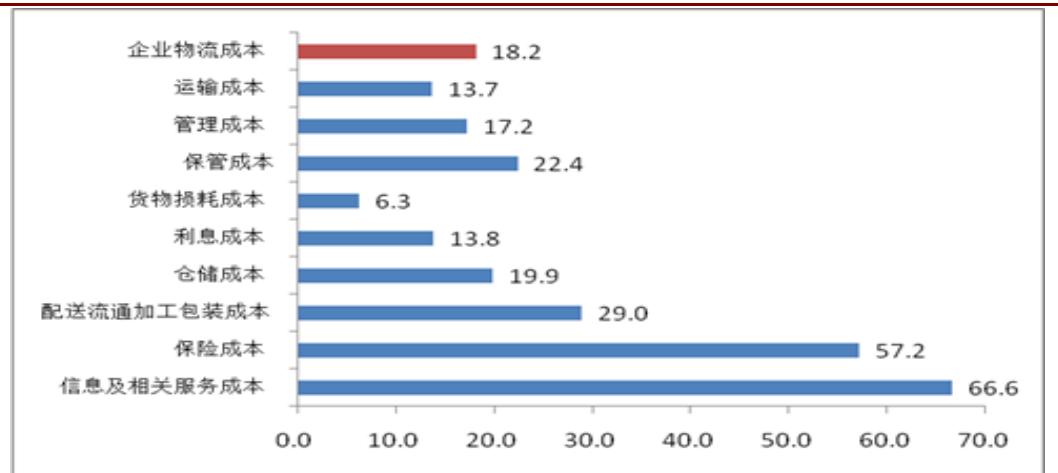
图 10. 图 1：生产供应链一体化



资料来源：公开资料，宏源证券

在生产制造业务景气度下滑的情况下，企业需要寻找降低成本的方法，物流成本是企业的心病，通过物流外包可以降低此项成本，此外还可以减少资产规模，从而解放出资金专心搞好企业的核心竞争力。但未来而言，仅仅外包物流还不够，整个供应链的外包可以使得企业专注于核心业务，并且节省出更大的资金。但接受外包的物流企业就需要有更大的供应链管理能力，第三方物流系统还不够，4PL 会大有作为。

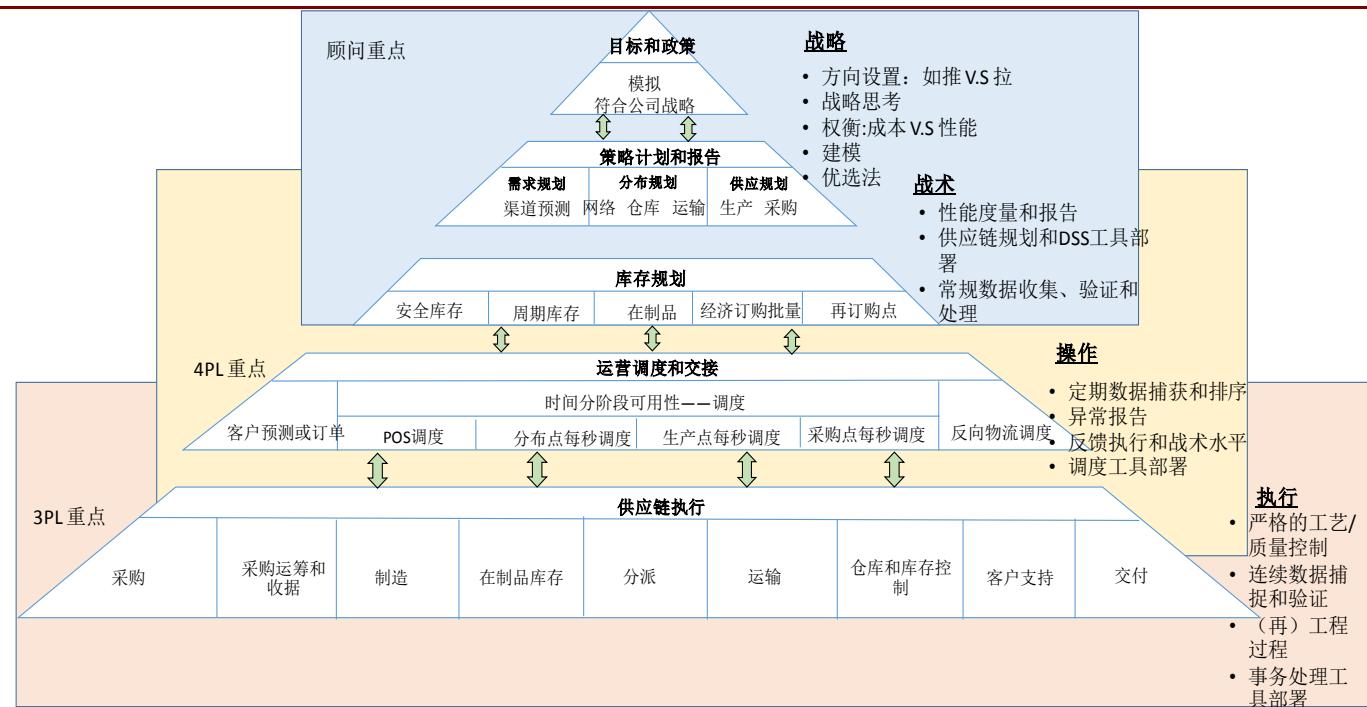
图 11. 重点企业物流成本的增加较高



资料来源：公开资料，宏源证券

第四方物流和第三方物流不同，不是简单地为企业客户的物流活动提供管理服务，而是通过对企业客户所处供应链的整个系统或行业物流的整个系统进行详细分析后提出一整套完善的供应链解决方案。第四方物流服务供应商本身并不能单独地完成这个方案，而是要通过物流公司、技术公司等多类公司的协助才能将方案得以实施。第四方物流服务供应商的关注重点在于对于决策层的战略进行操作，在实施和执行层面分析数据，检测异常，并进行适当的调度。它并不进行第三方物流的实际仓储运输，关键的工作在于调度和整合。

图 12. 4PL 的关注重点



资料来源：BIG，宏源证券

4PL 通过其对整个供应链产生影响的能力来增加价值。第四方物流服务供应商可以通过物流运作的流程再造，使整个物流系统的流程更合理、效率更高，从而将产生的利益在供应链的各个环节之间进行平衡，使每个环节的企业客户都可以受益。如果第四方物流服务供应商只是提出一个解决方案，但是没有能力来控制这些物流运作环节，那么供应商所

能创造价值的潜力也无法被挖掘出来。因此，第四方物流服务供应商对整个供应链所具有的影响能力直接决定了其经营的好坏，也就是说 4PL 除了具有强有力的人才、资金和技术以外，还应该具有与一系列服务供应商建立合作关系的能力。

(四)、大宗品流转仍以物流为核心，电商短期内难以颠覆

从目前国内大宗商品交易服务的平台服务模式来看，主要分为两大类：以行业资讯服务为主和以在线大宗交易服务为主。

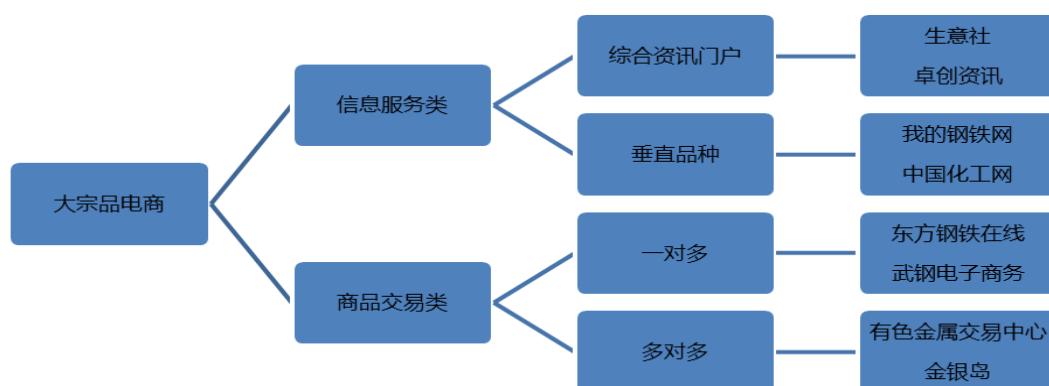
信息服务类电商网站

此类网站主要以信息服务为主要核心业务，并延伸出企业咨询、会展服务、广告展示等业务模式。按其品种属性又可分为综合资讯门户和专业品种的垂直行业网站。综合资讯门户具有大而全的特点，能服务多个行业的用户，市场覆盖面广。但通常单一品种不够深入细化，因此难以在某一特定行业形成绝对的市场影响力和占有率，客户接受程度普遍不高，盈利能力相对较弱。专业品种的垂直行业网站只专注某一特定品种，能够深入行业的上下游，打通产业链的各个环节，与客户联系紧密，服务价值较高，具有较强的市场影响力。客户对其品牌认可度普遍较高。但其盈利模式较为单一，可复制性强，同质网站竞争激烈，营收情况随行业环境变化而波动。

商品交易类电商平台

此类平台基本以交易服务为主要核心业务，并延伸出在线交易、融资担保、物流仓储等业务模式。按平台运营商属性不同，又可分为一对多的第二方电商平台和多对多的第三方电商平台。一对多的电商平台也被称为第二方大宗电商平台，主要是由生产厂商或者大型贸易商自建运营的。这种平台的主要功能就是为厂商提供新的销售渠道，树立、扩大和强化其品牌知名度。由于运营者的排他性，这些平台品类受限，资源不够充足，对行业内客户吸引力广泛程度不高。多对多电商平台由独立第三方搭建，供买卖双方按既定规则进行自由的现货商品交易。平台上商品品类繁多，涵盖广泛，商户自由入驻。该类平台以交易为核心，衍生出的业务内容和盈利模式多种多样，发展前景较大。但目前由于涉及产业政策、支付问题和诚信环境，爆发性增长存在一定困难。

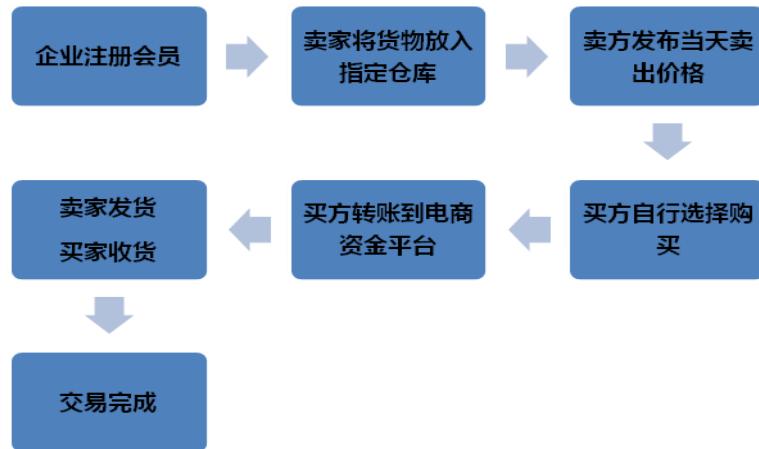
图 13. 当前国内主要大宗品电商类别



资料来源：公开资料，宏源证券

以大宗品电商金银岛为例，仓单交易是最为典型的服务模式，按交易流程看，这种物流和资金流同时交换，货款双向安全的机制，为买卖双方提供了良好的交易服务和安全保障体系。

图 14. 金银岛网仓单交易基本流程



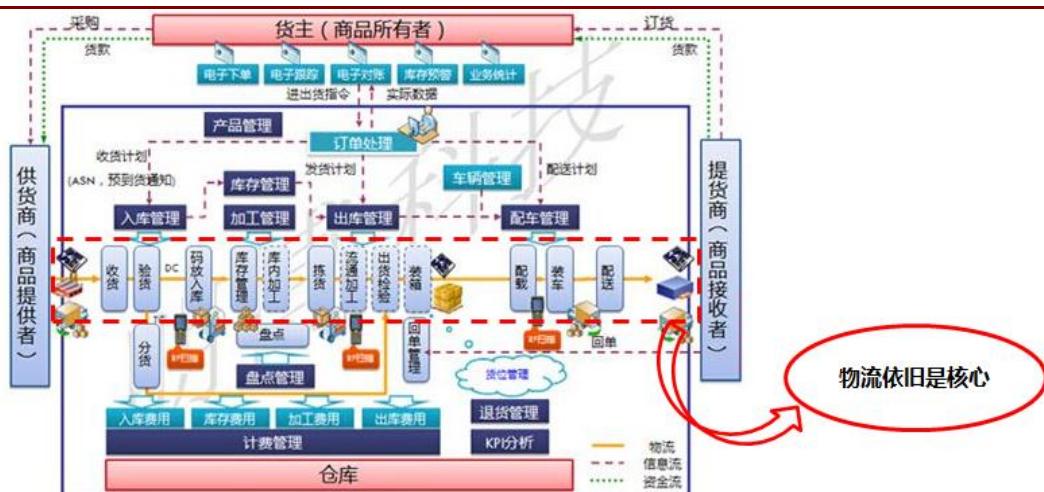
资料来源：公开资料，宏源证券

从狭义的电商理论上说，电子商务必须能够实现网上交易的功能，即通过互联网实现资金的流通和货权的转移，并且买卖的是有形的实物商品。因此只有上述商品交易类平台才是真正意义上的电商。也只有此类平台可能对公司业务构成威胁。但是，我们认为该类平台短期内难以颠覆包括建发在内的传统供应链平台。

首先，物流和才是目前大宗商品流通过程的核心。

互联网技术将供应和需求的距离拉近，促进供应链整合的快速发展。其中，电商平台在B2B的工业品供应链中搭建平台是一张“薄皮”，即信息流和资金流容易，但因为核心的价值在复杂的供应链整合中，物流和商流复杂性存在于复杂的供应链上，集中采购、整合物流、统筹配送、物流增值服务是一个长期建设过程；此外，大宗商品的流转往往涉及诸多复杂的商业操作并包含个性化需求，而电商的优势在于标准化产品的销售，对于个性化需求鲜明的大宗商品则往往有心无力，“薄皮”难以短期颠覆。

图 15. 物流依旧是大宗商品流转的核心



资料来源：公开资料，宏源证券

其次，大宗商品电商存在先天不足，发展遭遇瓶颈

大宗商品电商与零售电商相比存在本质区别，主要体现在：第一，“熟客交易”模式，大宗品 95%的贸易都是与熟悉的客户进行交易的；第二，大宗商品的交易周期远长于零售交易，同时包含了资金、物流、财务以及发票的对接，此类交易对于信息私密性、资金安全性、货物质量以及财务正确性的要求远高于零售交易；第三，交易存在摩擦成本，零售电商过程中往往是消费者通过平台搜寻商家，容易找到交易对手方，而大宗交易对于交易对手方要求较高，因此买方和卖方可能在一段时期内很难有合适的对手方进行匹配交易。

鉴于以上原因，大宗商品电商存在先天不足，无论是一对多还是多对多平台均有较为严重的局限性，短期内均难以对供应链实体企业构成实质性威胁。

图 16. 大宗品电商存在先天短板

平台类别	主要短板	具体表现
一对多平台	平台互斥	例如宝钢的电商平台很难融入其他钢厂资源；同样，其他钢厂也不会进入宝钢的交易系统。利益冲突所导致的产品单一性问题，几乎无法彻底解决
	资源管理	各卖家货物资源差别较大，导致报价混乱。但若仿照第二方平台的方式按标准格式上传报价，又有碍于目前钢铁行业的实际贸易市场情况。
多对多平台	仓储物流	目前国内缺乏完善的大宗商品电子化物流支撑体系
	支付结算	大宗商品属于大额交易，而目前我国的第三方支付平台却不能有效的解决大宗支付问题，主要表现在：1，对接银行总体仍然偏少，2，T+1 以上的提现模式不能被市场广泛接受。

资料来源：宏源证券

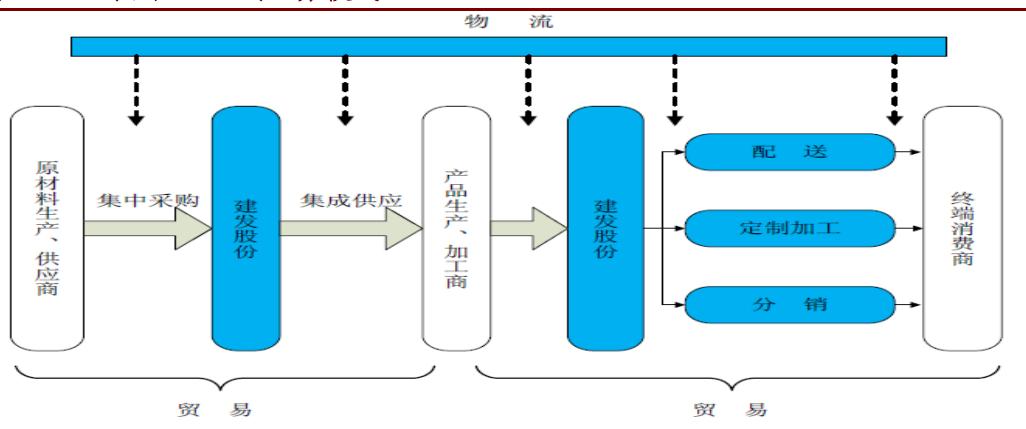
三、供应链体系竞争力较强，调整后具有强大的爆发力

（一）、公司供应链体系完备，核心竞争力较强

公司拥有二十多年的贸易和物流行业经验，近年来，公司已完成从传统贸易商向集贸易结算、第三方物流、金融服务、信息服务和方案策划为一体的供应链运营商的战略转型。

传统贸易物流业务和供应链运营业务的主要区别在于：传统的贸易业务主要利用国内外厂商与下游客户之间的信息不对称，通过价差赚取利润；供应链运营则通过为客户提供从原材料及零部件采购、运输、仓储、技术服务、销售、结算甚至送达最终客户的一站式全方位服务，将上下游各环节厂商整合成一个网络，通过对物流、资金流、信息流的有效管控，实现“三流合一”，为客户提供更多的增值服务。

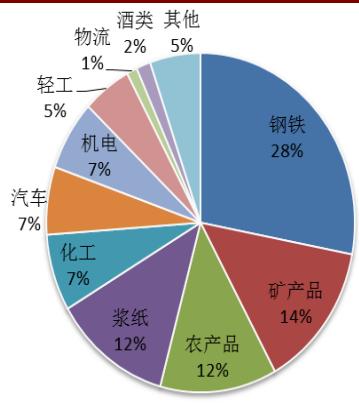
图 17. 公司供应链主要业务模式



资料来源：上市公司，宏源证券

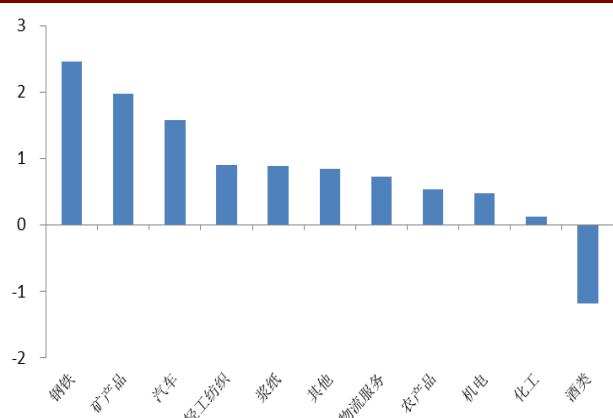
公司在供应链运营领域涉及的品类较广，共有 10 大核心业务，包括：7 项工业品相关业务（浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电），2 项消费品业务（汽车、酒类）以及综合物流服务，与 150 多个国家和地区建立了业务关系。公司拥有健全的贸易业务网络和物流设施，良好的企业信誉，通过对贸易、物流等业务的整合，构建了以贸易为核心，物流仓储为基础，以实业投资和金融服务为纽带的完整价值链。根据我们对供应链业务内部收入结构的估算，钢铁在供应链业务板块中收入占比较高，约为 28%，矿产品、农产品以及浆纸业务占比大致相当，也属于收入贡献较高的业务板块。从盈利情况来看，根据我们的估算，净利贡献较高的有钢铁、矿产品、汽车、轻工纺织以及浆纸等板块，酒类业务以是自营为主，高端酒目前表现不佳，公司努力做一些中低端的红酒进口业务。该项业务目前仍处于亏损状态，亏损额大约 1 亿元。

图 18. 供应链业务收入结构（估算）



资料来源：上市公司，宏源证券

图 19. 供应链个板块盈利情况（估算）



资料来源：上市公司，宏源证券

（二）、业务周期触底，调整后具有强大爆发力

浆纸业务：积极开拓，扭亏为盈

厦门建发纸业有限公司是厦门建发股份有限公司所属专业经营纸张，纸浆，板材，木片，废纸和纸制品贸易业务的全资子公司，围绕林浆纸产业链，为客户提供原材料采购、仓储加工、物流配送、销售结算、风险管理、融资租赁等服务，提供制浆造纸、印刷包装

整体解决方案，并为全国 3500 多家印刷厂提供优质纸张，已成为全国最大的林浆纸供应链运营商。目前公司浆纸业务遍及全国，营销网络覆盖福建、广东、上海、江苏、浙江、北京、天津、山东、湖北、湖南、四川等地。

图 20. 浆纸业务网点分布



资料来源：上市公司，宏源证券

该项业务受行业景气度影响，2012 年表现较差，亏损 2700 万元。2013 年起，公司及时调整经营模式和组织架构，坚持“集中采购、分散销售、加快周转、稳定盈利”的方针，同时加大业务扩张力度，拓宽业务领域范围，例如进口废纸业务，以及由书写纸向包装纸拓展等；在公司的努力下，该项业务恢复到正常的经营水平，2013 年销售纸张 126 万吨，纸浆 120 万吨，并顺利扭亏为盈，实现净利润 8900 万元。

图 22. 纸源网交易流程



资料来源：上市公司，宏源证券

另外，虽然目前尚未遭受电商企业的冲击，但公司未雨绸缪，抢先打造公司自己的电子商务平台——“纸源网”。目前该网站已囊括各种品牌和规格的纸类产品，品类丰富，同时在北京、浙江、福建、江苏、广东等地拥有仓库，能够为客户提供更为完善地服务。

大宗商品通常价格透明度高，希望通过线上交易收费的模式很难盈利，因此公司构建自己的电商平台主要是为了吸引客户，老客户会通过公司网站下单，结算；同时也有部分上游厂商希望进入新区域市场，会在公司电子商务平台上以低价策略切入。但目前实际的利润来源仍是线下业务。不少互联网企业强项主要是线上平台，并没有线下实体部分，因此这类企业很需要与建发这样的实体供应链企业合作。同时公司也会在电商渠道方面进行尝试，目前投资额大约几百万，处于尝试性阶段，未来两年公司可能也会逐步推出一些产品，直接向客户销售。

图 21. 浆纸业务经营品种



资料来源：上市公司，宏源证券

图 23. 纸源网订单管理系统



资料来源：上市公司，宏源证券

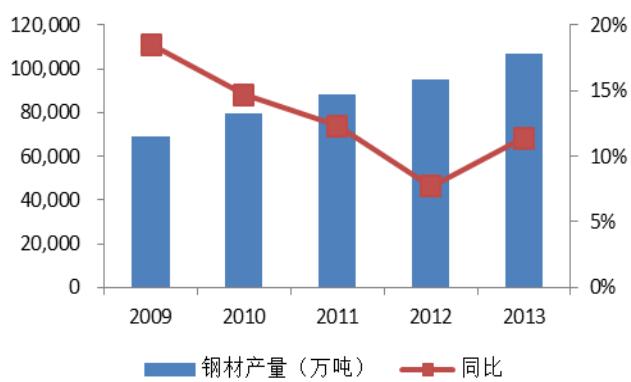
大宗商品业务处于周期底部，下行空间不大

公司大宗商品业务主要包括钢铁、矿产品、化工、农产品等。钢铁业务方面，公司是各大钢铁厂的核心客户，通过集中采购、运输、仓储、配送的，为下游中小客户降低成本。公司经营品种主要有钢坯、建材、板材、型钢、特钢、不锈钢、铁矿石等。钢铁行业景气度依然较为低迷，但由于钢铁行业市场容量很大，而钢铁物流行业集中度相对较低，因此钢铁行业的低迷实际上对公司影响不是很大。

目前，在钢铁行业效益低下的情况下，钢铁物流成本问题更加突出，运价上涨、劳动力成本上升、钢铁消费量下降、企业盈利能力降低，而钢铁生产既然是物流资源的最大生产地，向物流要效益顺理成章。钢铁生产企业通过建设钢铁物流项目、布局加工配送中心、与终端用户加强战略合作、开发电子商务平台等方式提高直供比例，增强市场竞争力和整体盈利能力，逐步实现由生产商向服务商的转变，将产业链延伸到最终用户。

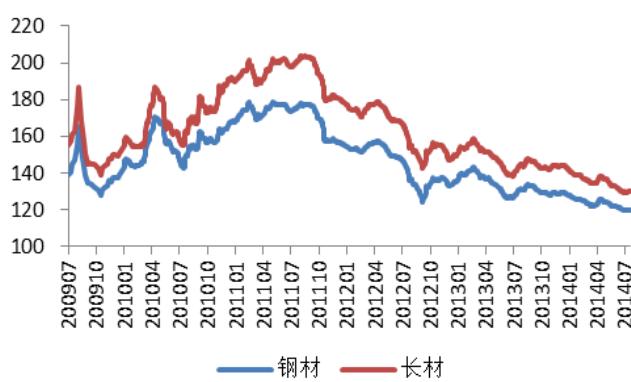
经过数年专业化渗透经营，公司已成为全国主要大型钢铁企业集团如首钢集团、河钢集团、国丰钢铁、本钢集团、建龙钢铁等的战略合作伙伴，积累了一大批长期合作的国内外客户，在钢铁行业树立了“建发金属”服务品牌。

图 24. 我国近年钢材产量



资料来源：WIND，宏源证券

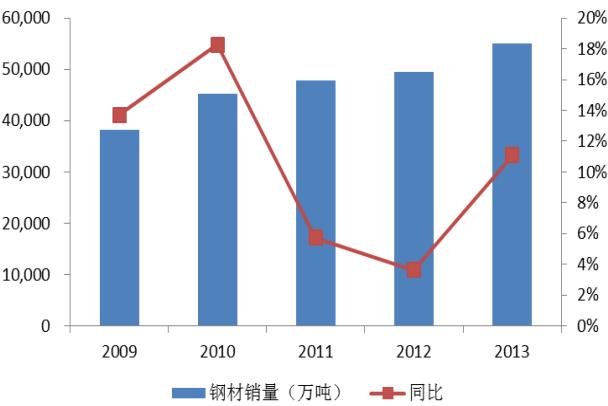
图 26. 钢材价格逐年走低



资料来源：WIND，宏源证券

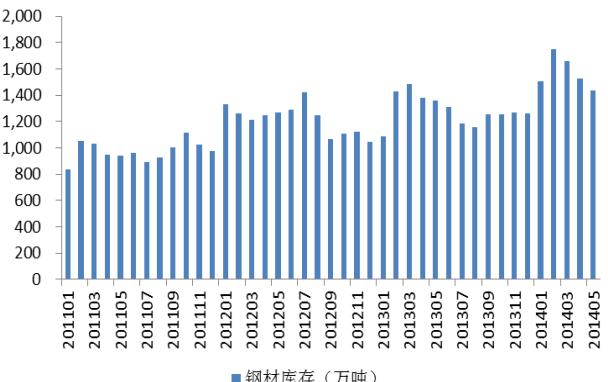
为了延伸服务网络，公司在上海、北京、广州、天津等地设立分公司和办事处，为广大客户提供采购、仓储、加工、配送、金融结算、电子商务等一体化的钢铁供应链服务。同时，公司已与多家大型钢铁企业建立合作关系，货物数量与质量均有良好的保证，公司

图 25. 我国近年钢材销量



资料来源：WIND，宏源证券

图 27. 钢材库存不断提升



资料来源：WIND，宏源证券

构建的供应链运营平台对上下游客户均有很好的吸引力。

图 28. 钢材业务网点分布情况



资料来源：上市公司，宏源证券

矿产品业务与钢材业务类似，基本处于周期底部。

化工品业务则主要是聚丙烯，聚乙烯等品种，公司与国内外大型的石化供应商如埃克森美孚化工、中海壳牌、卡塔尔石化、中石化、中石油等建立长期稳定的紧密合作关系，是埃克森美孚在福建、广东、上海地区的茂金属代理商；是埃克森美孚在福建、广东两省的独家代理；也是中海壳牌福建、江西、珠三角和粤西地区聚烯烃独家总代理，在行业内树立了良好的口碑。公司未来可能会和漳州PX项目合作，该项目业务量较大，因此一旦合作成功，公司化工业务有望扭转目前的颓势，步入快速增长阶段。

农产品业务主要经营品种包括饲料原料、酒精原料、木材品种、粮油、水产品、天然橡胶等。该业务毛利率不高，大约维持在2%左右，但农产品业务周期性弱于钢铁、矿石等，因此相对风险较低。

汽车业务：供应链中盈利能力最强的业务

公司汽车业务代理品牌有宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、进口大众、讴歌、进口三菱、进口现代、法系标致、东风标致、广汽三菱。公司业务网点涉及以福建为核心的海峡两岸经济区和云南、广西、辽宁、广东、河南、陕西等全国多个省市，拥有完善的销售和服务体系。子公司建发汽车位列2012年中国汽车经销商100强第47名。

图 30. 汽车业务网点分布



资料来源：上市公司，宏源证券

图 29. 钢材业务合作伙伴



资料来源：上市公司，宏源证券

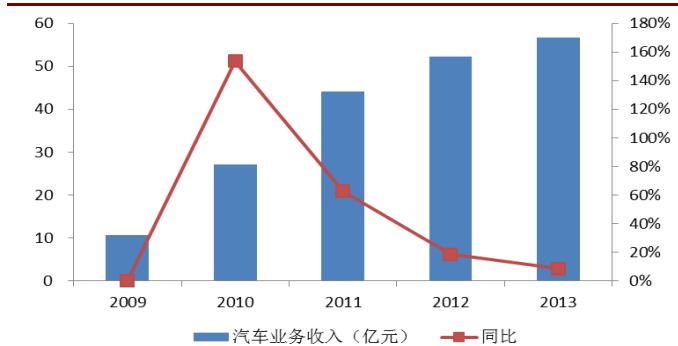
图 31. 汽车业务以高端车型为主



资料来源：上市公司，宏源证券

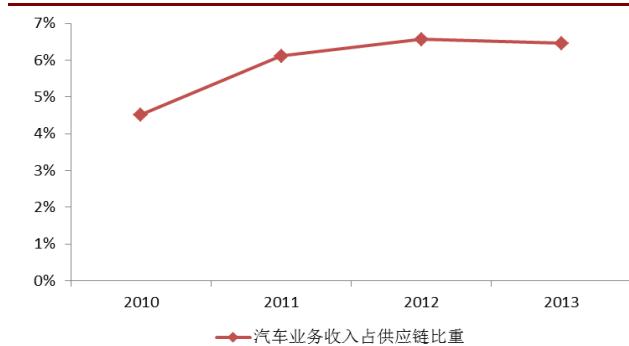
公司的汽车业务采取自营方式，主要定位于高端豪华车型，最近几年发展较快，目前全国拥有三十多家4S店，业务量达到40多亿。汽车业务虽然在供应链业务中收入占比不高，但其盈利能力最强，根据我们测算，该项业务净利率近3%，在供应链所有业务板块中排名第一。

图 32. 汽车业务近年稳健增长



资料来源：上市公司，宏源证券

图 33. 汽车业务占供应链收入比重不断提高



资料来源：上市公司，宏源证券

其他业务：维持稳定的可能性较大

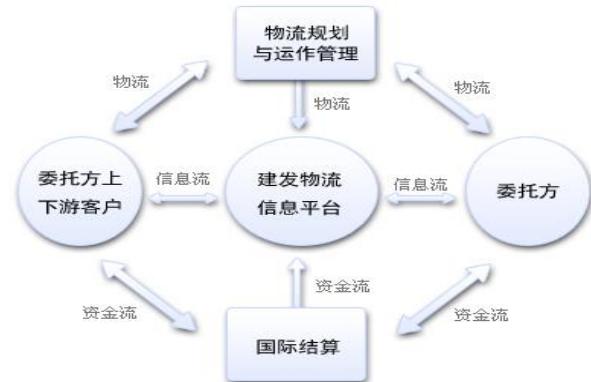
公司物流业务主要分为专业物流服务、综合物流服务和供应链物流服务。专业物流服务主要包括进出口代理、报关报检、仓储运输配送等内容；综合物流服务，包括国际贸易代理、国际货物运输代理、专业清关、门到门运输、供应商库存管理与全球集运分拨、运输保险等一站式专业化服务；依托进出口海、空运输服务能力的强大海外代理网络，凭借优秀的服务策划能力，从客户的实际物流需求出发，为境内外客户提供量身定做的集物流、资金流、信息流于一体的供应链解决方案。

图 34. 综合物流业务运营模式



资料来源：上市公司，宏源证券

图 35. 供应链物流服务运营模式



资料来源：上市公司，宏源证券

轻纺业务主要通过公司旗下子公司建发高科、建宇实业、建发轻工运营，经营产品包括各种服装、箱包、鞋类等，根据我们估算，该业务2013年约实现营业收入40亿元，盈利情况良好，属于对净利贡献较高的业务板块。机电业务包括船舶出口、医疗器械、电子元器件等，近两年增长较快，2013年约实现营业收入55亿。酒类业务以是自营为主，然而高端酒目前表现不佳，因此酒类业务成为供应链业务中唯一亏损的业务板块，年亏损额大约1亿元。目前公司公司正努力尝试做一些中低端的红酒进口业务，未来该业务亏损额有望逐步缩小。

整体而言，公司供应链业务目前处于底部，尚待时机反转。

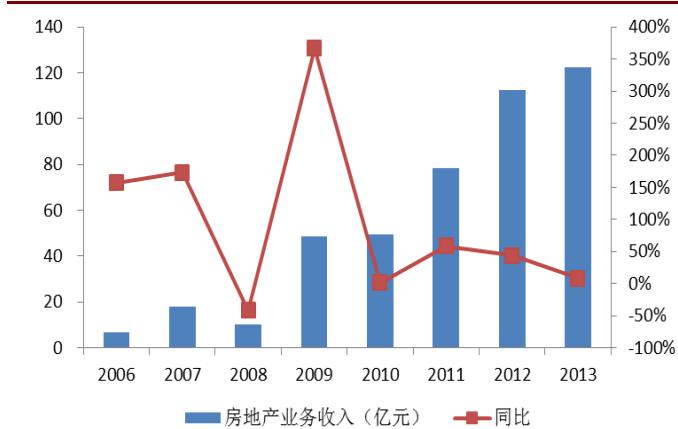
四、房地产业务稳健，受益于“海西”区域发展

(一)、房地产业务盈利稳定，储备丰富

公司房地产业务主要通过下属的两家房地产公司建发和联发展开。公司分别持有两家公司 55%和 95%的股权。其中，建发房产是厦门市乃至福建省资深的房地产开发商之一，连续 2 年荣登中国房地产开发企业综合发展 10 强，并在 2014 中国房地产开发企业 50 强中名列第 39 位，居厦门企业首位。联发集团是以房地产和物业租赁为核心业务的大型房地产运营商，开发区域已涵盖厦门、天津、南昌、武汉、重庆等城市，在 2014 中国房地产开发企业百强中排名第 52 位。

公司房地产业务近年来发展迅速，2005 年公司房地产开发业务收入仅 2.55 亿元，不到 10 年时间，公司房地产业务已突破百亿规模，2013 年该业务实现收入 122.25 亿元。从增速来看，公司 2009 年房地产收入同比增长超过 300%，2011 年和 2012 年同比增长均在 50%左右，2013 年由于受宏观调控影响，收入增速显著下滑，但同比增长率仍接近 9%，占营业总收入的比例由 08 年的 3%提升至目前的 12%。此外，房地产业务盈利状况较为稳定，毛利率基本维持在 40%上下。

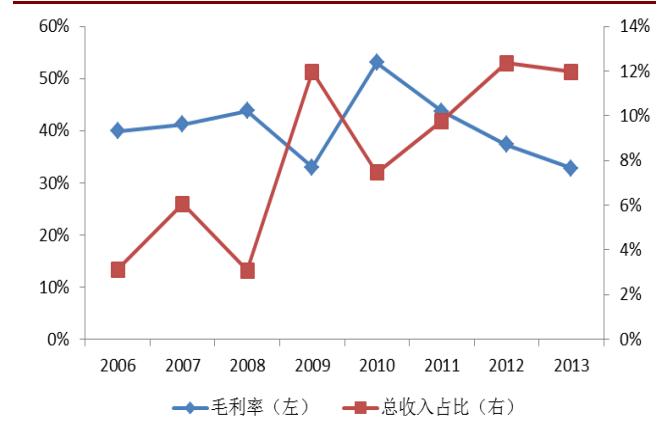
图 36. 房地产业务近年增长迅猛



资料来源：上市公司，宏源证券

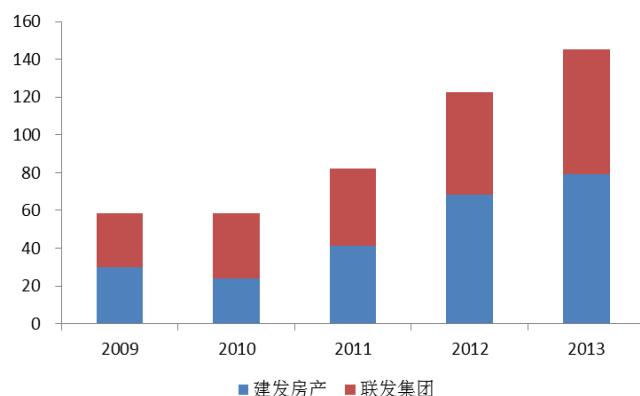
从两大下属企业的运营情况来看，2013 年建发房产与联发集团营业收入分别为 79.39 和 65.87 亿元，分别实现净利润 16.13 和 9.25 亿元。近年建发房产发展较为迅速，其收入和净利润规模均超过联发集团。

图 37. 房地产业务收入占比不断提升



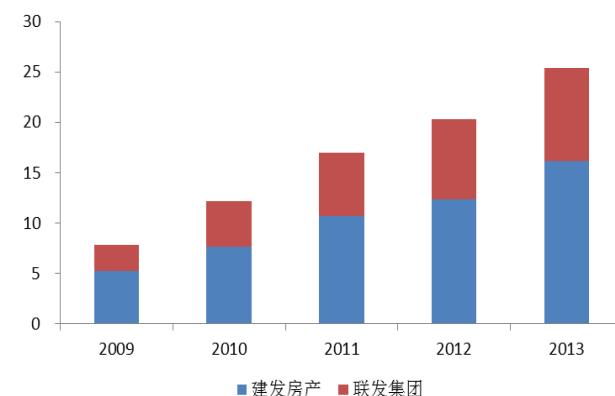
资料来源：上市公司，宏源证券

图 38. 两大子公司收入情况



资料来源：上市公司，宏源证券

图 39. 两大子公司盈利情况



资料来源：上市公司，宏源证券

在房地产调控力度加大的背景下，联发集团和建发房产坚持深耕现有区域为主、自我平衡、滚动发展的土地储备策略，公司房地产业务销售改善、资金回笼迅速，去年两家子公司合计实现签约销售面积 152.66 万平方米，签约销售收入 184.72 亿元；合计结算面积 109.17 万平方米，结算收入 117.05 亿元。公司目前在建项目总建筑面积达 586 万平方米，尚未开工项目总面积 270 万平方米。公司项目储备丰富，足以支撑未来三到五年的开发业务需求。

图 40. 公司在建项目及未开工项目情况 (单位：万m²，亿元)

项目名称	位置	土地面积	建筑面积	开发总额 (亿元)
在建项目				
欣悦湾	厦门	13.8	28.81	9.26
君悦高新	南昌	7.87	23.92	4.25
联发旭景	桂林	12.64	27.09	7.96
联发乾景	桂林	10.47	26.33	5.72
联发山水谣	重庆	26.02	44.62	15.84
联发九都国际	武汉	4.31	20.87	11.81
联发集团 2-3-9 号地块	天津	12.41	17.27	11.96
联发集团 2-1 号地块	天津	11.39	22.61	8.33
天津滨海悦华酒店	天津	8.55	5.03	1.54
659 号地块	扬州	18.3	38.53	19.63
海西首座	厦门	19.96	70.56	14.69
A-09 地块	厦门	1.53	8.95	10.78
云霄 C1-1201-1、C-1201-2 地块房 地产开发项目	漳州	11.26	26.15	7.57
建发北湖苑	福州	10.07	44.88	3.24
建发中央鹭州	成都	2.01	8.74	2.91
新江湾 6 号 (含南 F) 地块住宅项 目	上海	5.06	12.33	4.88
新江湾城 20 号地块综合项目	上海	3.23	11.18	7.10
建发悦城 (中心及一区、二区)	建阳	20.88	45.94	14.46
建发龙郡	龙岩	10.49	45.52	4.83
君领朝阳	南昌	10.17	28.7	7.48

联发尚筑	南宁	6.14	28.4	7.12
合计		226.56	586.43	181.35
待开工项目				
军区 D 地块	南宁	8.17	32.69	0.98
联发集团服务	天津	8.51	21.96	6.01
红莲湖东南岸红莲半岛	鄂州	99.8	136.84	3.54
联发南山墅	重庆	13.87	20.81	2.65
新江湾城 21-1、21-2 号地块综合项目	上海	1.74	7.46	1.61
新江湾城 22-3、4 地块商办项目新建项目	上海	1.12	6.29	1.49
上海建发国际大厦建设项目	上海	0.91	5.11	6.62
建发美地	长沙	7.03	20.55	4.93
明溢花园	厦门	3.72	18.07	2.28
合计		144.87	269.78	30.11

资料来源：上市公司，宏源证券

(二)、受益“海西”区域发展，仍有成长空间

近年来福建省房地产市场整体运行态势良好，2013 年全年完成投资额 3703 亿元，同比增长 31.12%；新开工房屋面积 7193 万平方米，同比增长 35%；商品房销售面积 4676 万平方米，同比增长 43.5%。从房价来看，2013 年厦门新建住宅和二手住宅价格指数均维持在相对高位，目前厦门市房价表现较为稳健，尤其是岛内，土地资源较为稀缺，没有太多可开发的项目。因此从供需角度来看价格下跌的空间不大。

图 41. 福建省近年新开工房屋情况

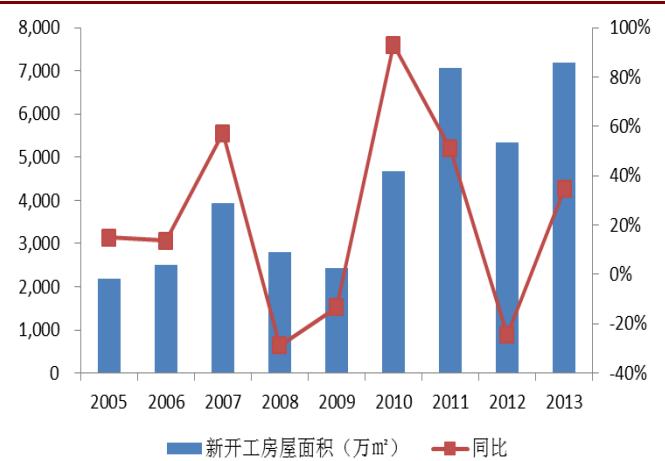


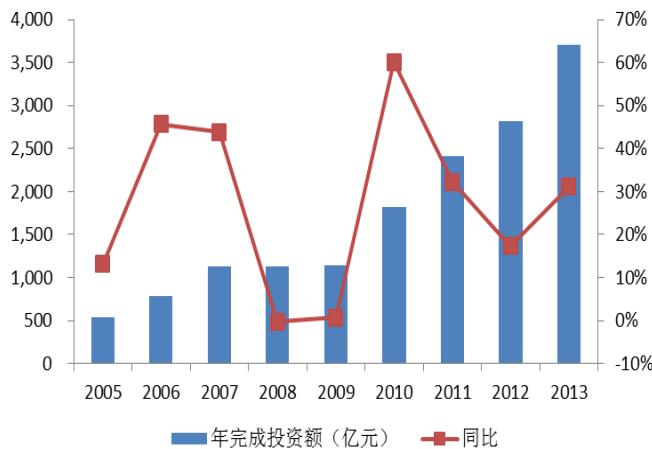
图 42. 福建省近年商品房销售情况



资料来源：WIND，宏源证券

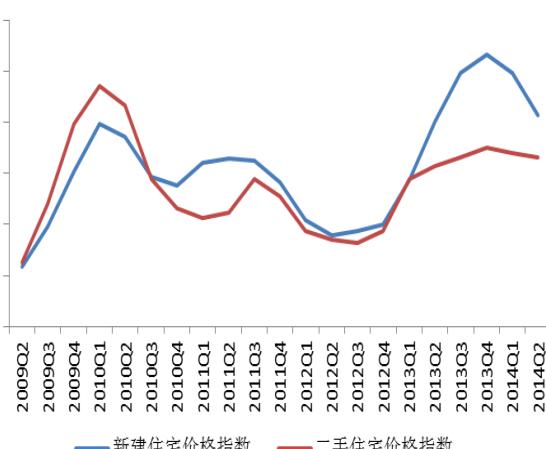
资料来源：WIND，宏源证券

图 43. 福建省近年房地产投资额完成情况



资料来源：WIND，宏源证券

图 44. 厦门市住宅价格指数维持高位

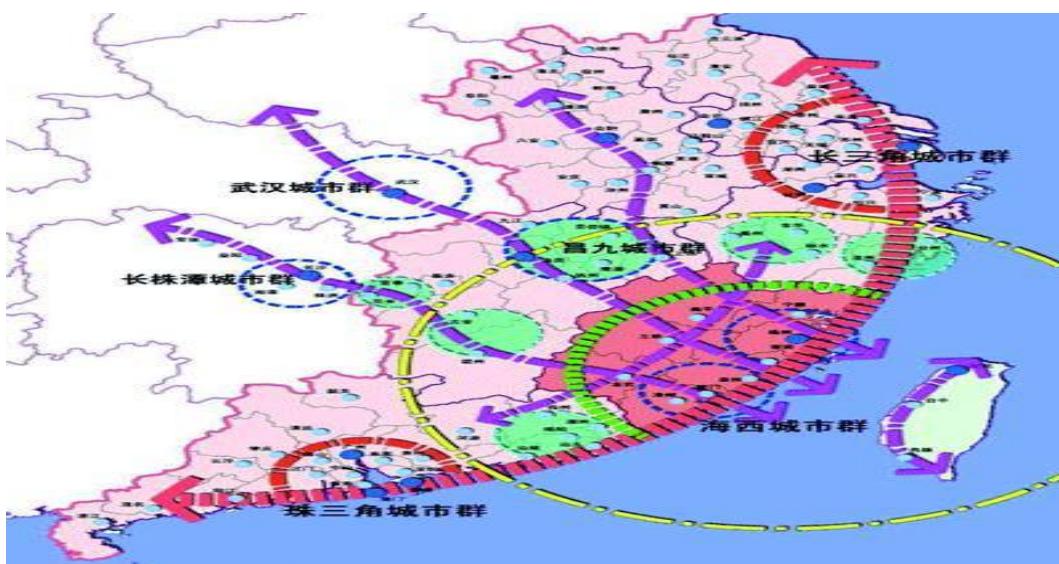


资料来源：WIND，宏源证券

区域经济主题进一步利好房地产市场发展

2011年3月，国务院批准《海峡西岸经济区发展规划》，《规划》提出，到2020年，海西综合实力显著增强，文化更加繁荣，社会更加和谐，成为我国新的经济增长极。同时，《规划》根据海西战略和功能区定位，统筹区域发展空间布局，提出了“一带、五轴、九区”网状空间开发格局。“一带”即“加快建设沿海发展带”；“五轴”即福州—宁德—南平—鹰潭—上饶发展轴、厦门—漳州—龙岩—赣州发展轴、泉州—莆田—三明—抚州发展轴、温州—丽水—衢州—上饶发展轴和汕头—潮州—揭阳—梅州—龙岩—赣州发展轴；“九区”即厦门湾发展区、闽江口发展区、湄洲湾发展区、泉州湾发展区、环三都澳发展区、温州沿海发展区、粤东沿海发展区、闽粤赣互动发展区、闽浙赣互动发展区。

图 45. 图 20：当前国内主要大宗品电商类别



资料来源：公开资料，宏源证券

据厦门日报报道，今年5月，厦门市自贸区总体方案已上报商务部，福建省厦门、福州、平潭三地将联合申报海西自贸区，近期存在获批的可能。海西地区建立自贸区的优势主要有以下几点：

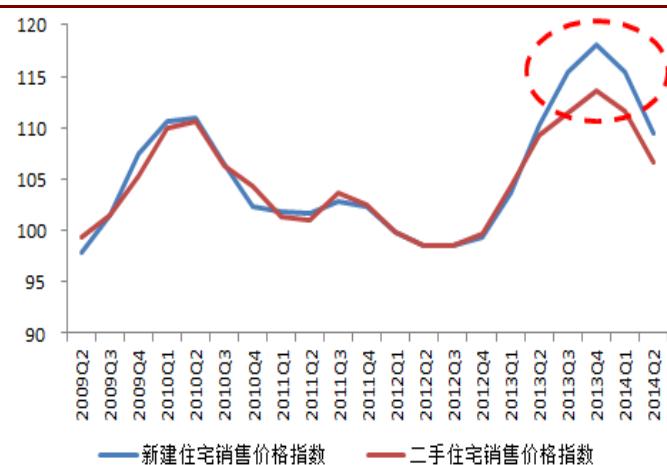
第一，优越的区位条件。海西地处长江三角洲和珠江三角洲、台湾地区和祖国大陆的接合部，邻近港澳，发挥着承南启北、贯通东西的桥梁纽带作用，是加强两岸交流合作、推动两岸关系和平发展的重要前沿平台和纽带。

第二，良好的资源环境和人文优势。海西生态环境良好，森林覆盖率比较高；岸线资源丰富，港口优势突出；旅游资源独特。海西是著名侨乡，旅居世界各地华人华侨 2100 多万人，港澳同胞 400 多万人，人文优势明显。

第三，独特的对台合作优势。海西处在两岸交流合作的前沿，与台湾地区经济文化交流源远流长。海西是大陆距离台湾本岛最近的区域，平潭岛距离台湾新竹仅 68 海里。80% 以上台湾民众祖籍地在福建。台湾的民间信仰和民俗文化大部分传自海西。海西与台湾地区商贸往来十分密切。闽台政治法律关系渊源深厚。

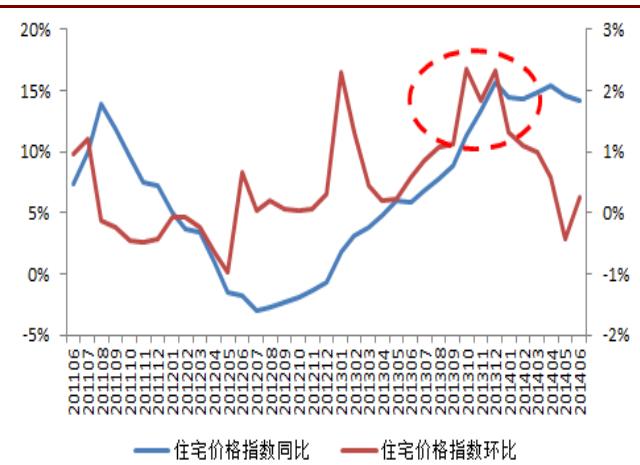
自贸区的试点对城市经济有着巨大的促进作用，尤其是房地产市场。从去年 7 月上海自贸区获批到 9 月自贸区正式挂牌成立，上海市住宅价格指数上涨较为明显。新建住宅和二手住宅价格指数均创下几年新高。未来，海西自贸区如果成功获批，对海西经济区房地产市场将构成显著利好。

图 46. 上海自贸区获批后住宅销售价格走势



资料来源：上市公司，宏源证券

图 47. 上海自贸区获批后住宅价格指数增速



资料来源：上市公司，宏源证券

五、重要假设和业务预测

(一)、重要假设

1、供应链业务，假设 14-16 年，供应链收入同比增长率分别为 13.03%，12.72% 和 11.55%。毛利率约为 3.50%

2、房地产业务 14-16 年收入同比增长率分别为 11.69%，14.49% 和 14.77%。14-16 年毛利率分别为 32%，31% 和 30%

3、其他业务收入和成本均维持不变

(二) 业务预测

图 48. 公司业务预测表

项目 (万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,025,413.60	9,116,697.01	10,206,779.92	11,564,044.01	13,021,039.25	14,540,460.38
YOY	21.42%	13.60%	11.96%	13.30%	12.60%	11.67%
营业成本	7,306,072.33	8,318,564.04	9,304,187.03	10,530,655.77	11,895,887.21	13,316,556.18
YOY	21.47%	13.86%	11.85%	13.18%	12.96%	11.94%
营业利润	719,341.27	798,132.97	902,592.89	1,033,388.24	1,125,152.04	1,223,904.20
YOY	20.94%	10.95%	13.09%	14.49%	8.88%	8.78%
毛利率	8.96%	8.75%	8.84%	8.94%	8.64%	8.42%
细分营业收入 (注: 供应链业务2013分项收入为估算值)						
分项 (万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
供应链业务						
营业收入	7,213,481.93	7,947,263.39	8,780,518.26	9,898,617.01	11,157,709.55	12,446,165.71
YOY	20.25%	10.17%	10.48%	13.03%	12.72%	11.55%
钢铁	1,965,209.42	1,659,723.32	2,458,545.11	2,950,254.14	3,540,304.96	4,071,350.71
YOY	18.41%	-15.54%	48.13%	20.00%	20.00%	15.00%
矿产品	1,012,603.17	1,103,503.19	1,229,272.56	1,352,199.81	1,487,419.79	1,636,161.77
YOY	79.08%	8.98%	11.40%	10.00%	10.00%	10.00%
农产品	942,516.95	923,646.62	1,073,272.02	1,180,599.22	1,298,659.14	1,428,525.05
YOY	6.39%	-2.00%	16.20%	10.00%	10.00%	10.00%
浆纸	777,523.98	780,950.37	1,081,600.00	1,297,920.00	1,557,504.00	1,869,004.80
YOY	-2.50%	0.44%	38.50%	20.00%	20.00%	20.00%
化工	558,190.96	608,448.97	643,319.30	675,485.27	709,259.53	744,722.51
YOY	9.45%	9.00%	5.73%	5.00%	5.00%	5.00%
汽车	440,999.33	522,142.61	567,000.00	595,350.00	625,117.50	656,373.38
YOY	62.74%	18.40%	8.59%	5.00%	5.00%	5.00%
机电	447,860.77	629,041.48	587,123.99	616,480.19	647,304.20	679,669.41
YOY	10.48%	40.45%	-6.66%	5.00%	5.00%	5.00%
轻纺	336,249.42	402,197.76	447,221.06	491,943.17	541,137.49	595,251.24
YOY	19.92%	19.61%	11.19%	10.00%	10.00%	10.00%
酒	72,964.28	93,281.41	95,414.97	93,506.67	91,636.53	89,803.80
YOY	-6.27%	27.85%	2.29%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
物流	105,340.69	109,512.84	131,707.77	144,878.55	159,366.41	175,303.05
YOY	63.57%	3.96%	20.27%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	554,022.96	1,114,814.82	466,041.48	500,000.00	500,000.00	500,000.00
YOY	15.16%	101.22%	-58.20%	7.29%	0.00%	0.00%
房地产业务						
营业收入	783,121.11	1,125,716.48	1,222,503.30	1,365,427.00	1,563,329.70	1,794,294.67
YOY	58.64%	43.75%	8.60%	11.69%	14.49%	14.77%
其他业务	28,810.56	43,717.14	203,758.36	300,000.00	300,000.00	300,000.00
YOY	51.74%	366.08%	47.23%	0.00%	0.00%	
合计	8,025,413.60	9,116,697.01	10,206,779.92	11,564,044.01	13,021,039.25	14,540,460.38
YOY	21.42%	13.60%	11.96%	13.30%	12.60%	11.67%
营业成本						
分项 (万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
供应链业务	6,855,693.23	7,600,762.71	8,451,248.83	9,552,165.41	10,767,189.72	12,010,549.91
YOY	20.32%	10.87%	11.19%	13.03%	12.72%	11.55%
房地产业务	440,897.18	705,148.80	821,644.47	928,490.36	1,078,697.49	1,256,006.27
YOY	90.35%	59.93%	16.52%	13.00%	16.18%	16.44%
其他	9,481.92	12,652.53	31,293.74	500,000.00	500,000.00	500,000.00
YOY	33.44%	147.33%	59.78%	0.00%	0.00%	
合计	7,306,072.33	8,318,564.04	9,304,187.03	10,530,655.77	11,895,887.21	13,316,556.18
YOY		13.86%	11.85%	13.18%	12.96%	11.94%
毛利率						
分项	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
供应链业务	4.96%	4.36%	3.75%	3.50%	3.50%	3.50%
房地产业务	43.70%	37.36%	32.79%	32.00%	31.00%	30.00%
其他	67.09%	71.06%	84.64%	83.33%	83.33%	83.33%
合计	8.96%	8.75%	8.84%	8.94%	8.64%	8.42%

六、盈利预测与投资建议

1、盈利预测：

预计 2014-2016 年公司将实现归属母公司股东净利润 29.63, 34.79 和 40.66 亿元, 对应最新股本的 EPS 分别为 1.05, 1.23 和 1.43 元, 同比分别增长 10.04%, 17.41% 和 16.87%。

2、投资建议：

在经济增速下滑的压力下, 公司地产和供应链物流业务双双承受压力, 进入筑底阶段。房地产业务推进稳健, 集中在福建省区位优势领域, 但承受估值压力。供应链物流管控稳健, 大宗品垂直供应链核心竞争力突出, 在收缩调整年度后将具有强大的爆发力。预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.11, 1.36 和 1.59 元, 同比分别增长 10.04%, 17.41% 和 16.87%。当前股价对应 5.8x14PE 和 5.0x15PE, 我们看好公司工业品供应链的整合能力, 给予“买入”推介, 并将长期关注。

图 49. 可比上市公司估值

代码	简称	最新日期	最新收盘价(元)	市盈率 TTM	市盈率 LYR	PB	13EPS
600153	建发股份	2014/7/21	5.83	6.10	4.84	1.04	1.20
002183	怡亚通	2014/7/21	7.66	33.64	37.72	2.83	0.20
002210	飞马国际	2014/7/21	12.79	40.56	45.96	7.30	0.28
002245	澳洋顺昌	2014/7/21	10.24	44.48	40.11	4.94	0.26
002492	恒基达鑫	2014/7/21	9.21	48.41	22.71	1.30	0.41
002711	欧浦钢网	2014/7/21	35.30	43.84	35.62	6.71	0.99
300013	新宁物流	2014/7/21	9.26	11978.01	169.60	2.48	0.05
300240	飞力达	2014/7/21	11.79	40.09	37.02	2.05	0.32
300350	华鹏飞	2014/7/21	19.70	56.88	55.81	4.22	0.35
600057	象屿股份	2014/7/21	6.67	20.42	23.75	3.17	0.28
600119	长江投资	2014/7/21	10.98	92.06	93.53	4.51	0.12
600180	瑞茂通	2014/7/21	11.09	19.56	20.53	5.54	0.54
600270	外运发展	2014/7/21	10.32	13.36	13.73	1.68	0.75
600676	交运股份	2014/7/21	6.05	17.12	17.37	1.65	0.35
600787	中储股份	2014/7/21	13.23	39.61	36.63	2.20	0.36
600794	保税科技	2014/7/21	8.21	23.57	22.51	3.89	0.36
603128	华贸物流	2014/7/21	9.83	46.14	48.35	3.05	0.20
平均				739.0	42.7	3.4	

资料来源: WIND, 宏源证券

七、风险提示

- 1、宏观经济下行
- 2、房地产调控力度加大
- 3、行业竞争加剧

图 50. 三张表摘要

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	6648	10527	6166	6130	营业收入	102068	114272	129468	145780
应收款项	10097	8321	9786	12018	营业成本	93042	104030	118133	132888
存货净额	45553	46489	53624	61564	营业税金及附加	1495	1674	1924	2146
其他流动资产	9082	8743	10205	11872	销售费用	2842	3120	3599	4126
流动资产合计	71747	74447	80148	91952	管理费用	252	234	329	443
固定资产	875	1905	2957	4112	财务费用	28	765	406	348
无形资产及其他	319	313	307	301	投资收益	305	366	439	526
投资性房地产	5695	5695	5695	5695	资产减值及公允价值变动	(190)	(130)	(127)	(149)
长期股权投资	1408	912	1641	2298	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	80045	83273	90748	104358	营业利润	4523	4685	5388	6207
短期借款及交易性金融负债	12443	11786	11898	18870	营业外净收支	60	45	50	51
应付款项	9106	9889	11911	13007	利润总额	4583	4730	5438	6258
其他流动负债	27523	30757	34960	39349	所得税费用	1191	1182	1359	1565
流动负债合计	49072	52432	58770	71225	少数股东损益	699	584	599	627
长期借款及应付债券	14529	14529	14529	14529	归属于母公司净利润	2693	2963	3479	4066
其他长期负债	90	90	90	90					
长期负债合计	14619	14619	14619	14619	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	63690	67051	73388	85844	净利润	2693	2963	3479	4066
少数股东权益	3802	3902	3958	4005	资产减值准备	217	(249)	2	3
股东权益	12552	13056	13649	14340	折旧摊销	155	128	171	246
负债和股东权益总计	80045	84009	90995	104189	公允价值变动损失	190	130	127	149
					财务费用	28	765	406	348
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(7706)	4947	(3835)	(6352)
每股收益	0.95	1.05	1.23	1.43	其它	(247)	349	54	43
每股红利	0.99	0.87	1.02	1.19	经营活动现金流	(4698)	8267	(2)	(1845)
每股净资产	4.43	4.61	4.81	5.06	资本开支	62	(1033)	(1345)	(1547)
ROIC	9%	10%	11%	10%	其它投资现金流	(26)	0	0	0
ROE	21%	23%	25%	28%	投资活动现金流	(203)	(1273)	(1585)	(1787)
毛利率	9%	9%	9%	9%	权益性融资	1096	0	0	0
EBIT Margin	4%	5%	4%	4%	负债净变化	2915	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	4%	4%	支付股利、利息	(2807)	(2459)	(2887)	(3374)
收入增长	12%	12%	13%	13%	其它融资现金流	3967	(656)	112	6971
净利润增长率	25%	10%	17%	17%	融资活动现金流	5278	(3115)	(2775)	3597
资产负债率	84%	84%	85%	86%	现金净变动	377	3879	(4362)	(35)
息率	16.2%	14.2%	16.7%	19.5%	货币资金的期初余额	6271	6648	10527	6166
P/E	6.4	5.8	5.0	4.3	货币资金的期末余额	6648	10527	6166	6130
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	企业自由现金流	(3117)	7953	(898)	(3021)
EV/EBITDA	17.6	15.8	16.0	16.1	权益自由现金流	3764	6723	(1090)	3690

资料来源: wind, 宏源证券

作者简介:

瞿永忠: 北京交通大学硕士, 10年交运从业经验, 3年交运行业研究经验, 宏源证券交运行业组长, 资深分析师。2011年新财富团队第四, 2012年金牛奖团队第五。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路基建等行业。

王滔: 中山大学硕士, 3年交运行业研究经验, 重点覆盖物流、航空机场和高速公路等行业。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	广深片区	赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
机构	上海保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	北京保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。