

贸易业务成为公司业绩引擎

推荐
维持评级

 分析师: 陈雷 邮箱: chenlei_zb@chinastock.com.cn 电话: 010-66568162 执业证书编号: S0130208071629

1. 事件

公司 5 月 8 日发布公告,公司控股股东建发集团于 2010 年 5 月 7 日通过上海证券交易所增持公司股份 1,220,024 股。增持后建发集团持有公司股份 574,340,024 股,约占公司已发行总股份的 46.199%。建发集团拟在未来 12 个月内继续通过二级市场增持公司股份,并承诺在增持计划实施期间及法定期限内不减持其持有的公司股份。

2. 我们的分析与判断

建发集团增持公司股份表明集团对公司发展前景的信心。自公司控股建发房产后,公司一直被划分为地产股。在国家对地产进行调控以抑制地产泡沫的背景下,地产行业估值水平迅速下移,公司市场表现受到拖累。我们认为随着贸易行业的迅速复苏,贸易业务将取代地产业务成为公司业绩成长的主要引擎。公司作为被市场错杀的高成长股,其投资价值将被市场重新认识和评价,进而股价存在理性回归的过程。

1、贸易业务“稳健中见成长”

随着国内和国际市场需求恢复,贸易行业全面提速。2010 年一季度行业营业收入和净利润同比分别增长 103.41% 和 108.40%,增速均创历史新高。例如五矿发展营业收入和净利润增速分别为 123.48%和 467.79%,而中化国际则分别为 92.56%和 123.71%。

公司一季度营业收入和净利润增速达到 78.09%和 216.56%,与市场普遍认识不同,其业绩成长的主要推动力不是高房价下的地产业务,而是经营规模不断扩大和赢利能力不断提升的贸易业务。

(1) 风险控制是贸易公司经营的关键。公司贸易业务拥有一套完整的风险控制机制。应收账款由公司的信用管理部评审,库存由公司的物流管理部控制,价格波动由公司董事会下设的风险控制委员会管理,对波动较大的产品实行套期保值。在 2008-2009 年剧烈变动的市场环境下,公司贸易业务收入和利润依然保持稳步增长,在行业内独树一帜,计提的资产减值损失比例也相对较低,充分显示了公司对市场的前瞻能力和对风险的控制水平。

表 1、贸易公司分季度计提的资产减值损失 (亿元)

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
五矿发展	0.00	6.69	3.26	13.46	0.00	(3.20)	0.36	8.18	0.00
中化国际	0.00	0.39	1.10	0.41	0.07	0.00	0.58	0.38	0.07
厦门国贸	0.06	0.09	(0.01)	1.13	(0.04)	(0.04)	0.07	0.22	(0.03)
建发股份	0.00	0.16	0.08	1.18	0.00	0.13	0.08	(0.10)	0.00

资料来源:公司公告,中国银河证券研究所

(2) 公司设立运营执行委员会,重点加强经营形势研判、市场信息沟通和经营策略制定等工作。公司利用大宗商品价格上涨和国内消费市场升温的有利条件,加大对优势产品如纸浆、钢材和汽车等的支持力度。这既突出了公司的经营优势,又避免对单个产品的业绩依赖。我们认为虽然 2010 年宏观经济和货币政策存在不确定性,但贸易行业高速增长已基本确立,作为行业领先者,公司贸易业务将实现新的突破。

2、贸易业务将成为 2010 年业绩贡献主体

(1) 我们预计 2010 年公司国内贸易业务收入将同比增长 30-35%，进出口贸易收入将同比增长 15-20%。同时由于纸浆、钢材等大宗产品价格向上的趋势基本形成，贸易业务综合毛利率将同比上升 0.5-1.0%。2011-2012 年公司贸易业务增速将保持在 15-20%。

(2) 虽然受到国家宏观调控的影响，建发地产和联发地产项目主要分布于厦门、长沙、成都、南宁、桂林、南昌、天津、重庆等二三线城市，土地成本普遍较低，抗风险能力相对较强。建发地产还拥有土地一级开发项目。我们预计 2010-2012 年公司地产业务收入将达到 55 亿元、63 亿元和 74 亿元。

(3) 2009 年贸易业务和地产业务对公司业绩贡献大体相当。我们预计 2010-2012 年贸易业务将成为公司业绩贡献的主体。因此公司本质上是一个稳健成长的贸易公司，正由福建地区向全国加速拓展，并在纸浆等产品上逐步形成较强的市场影响力。而地产业务只是公司多元化经营的延伸。目前沪深两市主要贸易公司 2010 年平均动态 PE 在 18-20 倍，公司的真实价值由于地产行业的低迷而被市场大大低估。

表 2、分行业估值

		2010	2011	2012
贸易:	EPS	0.66	0.81	0.94
估值 X20		13.20	16.20	18.80
地产:	EPS	0.52	0.62	0.73
估值 X10		5.20	6.20	7.30
其它:	EPS	0.03	0.05	0.05
估值 X10		0.30	0.50	0.50
合计		18.70	22.90	26.60

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

3. 投资建议

我们预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 1.21 元、1.48 元和 1.72 元。建发集团增持公司股份表明作为稳健成长的贸易公司，公司真实价值被市场大大低估，而海峡西岸经济区和公司投资项目（紫金铜冠等）有望成为公司股价的催化剂。我们维持对公司“推荐”的投资评级。

表 3、公司报表和主要财务指标预测表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1500	1899	2472	2842	3145	营业收入	33887	40551	49450	56849	62899
应收票据	160	159	194	222	246	营业成本	31834	36942	44901	51501	56691
应收账款	624	808	1084	1246	1379	营业税金及附加	265	521	643	739	818
预付款项	2173	4665	6012	7557	9257	销售费用	885	1311	1385	1535	1635
其他应收款	306	820	742	853	943	管理费用	76	135	138	148	157
存货	5661	13501	17222	19754	21744	财务费用	33	71	80	50	50
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	143	11	5	15	15
长期股权投资	1015	1045	1045	1045	1045	公允价值变动收益	-47	-7	0	0	0
固定资产	1109	397	1046	1162	1303	投资收益	160	88	50	100	100
在建工程	974	653	135	218	259	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	765	1641	2348	2961	3634
无形资产	514	212	411	360	309	营业外收支净额	52	15	0	0	0
长期待摊费用	22	57	18	16	13	税前利润	817	1657	2348	2961	3634
资产总计	15808	26886	32077	37071	41541	减：所得税	127	331	470	651	908
短期借款	1087	3582	5255	5094	5177	净利润	690	1326	1878	2310	2725
应付票据	1598	4449	5536	6349	6989	归属母公司净利	623	1064	1503	1836	2144
应付账款	1653	1933	2214	2540	2796	少数股东损益	67.05	261.88	375.63	473.80	581.37
预收款项	2356	3613	5344	7049	8936	基本每股收益	0.50	0.86	1.21	1.48	1.72
应付职工薪酬	127	375	375	375	375	稀释每股收益	0.50	0.86	1.21	1.48	1.72
应交税费	84	139	139	139	139	财务指标					
其他应付款	576	1406	1406	1406	1406	成长性					
其他流动负债	23	15	15	15	15	营收增长率	14.5%	19.7%	21.9%	15.0%	10.6%
长期借款	1255	3806	3500	3500	3000	EBIT 增长率	10.5%	98.6%	45.1%	22.8%	23.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-12.4%	70.7%	41.3%	22.2%	16.8%
负债合计	10419	21152	24467	27151	28895	盈利性					
股东权益合计	5389	5734	7610	9920	12645	销售毛利率	6.1%	8.9%	9.2%	9.4%	9.9%
现金流量表						销售净利率	1.8%	2.6%	3.0%	3.2%	3.4%
净利润	690	1326	1878	2310	2725	ROE	12.2%	22.9%	24.4%	23.0%	21.2%
折旧与摊销	123	134	142	155	171	ROIC	7.4%	8.8%	11.2%	11.9%	12.9%
经营活动现金流	740	-4035	-61	881	1690	估值倍数					
投资活动现金流	-940	859	-350	-300	-300	PE	23.0	13.5	9.5	7.8	6.7
融资活动现金流	-932	3574	985	-211	-1088	P/S	0.4	0.35	0.3	0.3	0.2
现金净变动	-1132	399	574	370	303	P/B	2.8	3.08	2.3	1.8	1.4
期初现金余额	2357	1500	1899	2472	2842	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1225	1899	2472	2842	3145	EV/EBITDA	18.0	12.8	9.0	7.3	5.8

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所预测

表 4: 公司 DCF 折现模型

(万元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	164267	238271	292627	359857	377850	396743	416580	437409	459279	482243
所得税	32830	47654	64378	89964	94463	99186	104145	109352	114820	120561
NOPLAT	69865	131437	190617	228249	269893	283388	297557	312435	328057	344460
营运资金净变动	-76619	-547565	-219957	-153398	-115558	-53080	-55734	-58521	-61447	-64519
资本支出	103299	-30000	-30000	-30000	-30000	-30000	-30000	-30000	-30000	-30000
自由现金流	-299426	-45126	60372	141409	219058	232311	246172	260652	275775	289772

WACC	9.26%	Ke	16.0%	18.34		G				
永续增长率	2.0%	Kd	7.5%			1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
终值	140075	t	25%	加权资本成本 WACC	9.69%	22.00	23.44	25.13	27.15	29.59
企业价值	2678443	Rf	5%		10.19%	19.91	21.11	22.49	24.12	26.05
非核心资产价值	251488	E(Rm)	0.15		10.69%	18.10	19.10	20.25	21.58	23.15
债务价值	398435	Rm - Rf	10%		11.19%	16.52	17.37	18.33	19.43	20.71
股权价值	2280008	D/A	21.8%		11.69%	15.13	15.84	16.66	17.58	18.64
股本	124319	E/A	78.2%		12.19%	11.79	12.25	12.76	13.33	13.97
每股价值	18.34	Beta	1.10		12.69%	10.89	11.30	11.74	12.23	12.78

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

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。

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）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独立财务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 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908