

经营业绩稳定性逐步提升

推荐
维持评级
分析师: 陈雷

 ✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn

☎: 010-66568162

执业证书编号: S0130208071629

分析师: 卞晓宁

 ✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

☎: 010-66568482

执业证书编号: S01301090541368

1. 事件

公司 10 月 30 日发布 2010 年三季报, 实现营业收入 457.45 亿元, 同比增长 63.52%, 实现归属于母公司的净利润 10.62 亿元, 同比增长 51.65%, 每股收益 0.47 元。

2. 我们的分析与判断

(1) 公司前三季度营业收入分别为 126.61 亿元、167.14 亿元和 163.71 亿元, 收入增速分别为 78.09%、60.98% 和 56.16%。受三季度商品需求和商品价格波动的影响, 贸易行业营业收入增速明显放缓, 但公司收入规模和收入增速并未出现明显下滑, 这说明公司贸易经营受市场影响相对较小。随着贸易规模的不断扩大和优势产品的不断增多, 公司贸易业务的稳定性将会继续提升。我们预计 2010 年营业收入增速将为 45-50%。

(2) 报告期综合毛利率为 7.36%, 与二季度相比上升 0.18%。贸易业务毛利率也与商品价格密切相关。在三季度复杂的市场环境下, 公司盈利能力不降反升, 充分说明了公司对市场的驾驭能力。我们预计四季度地产业务结算速度将加快, 2010 年综合毛利率水平将保持在 8.30-8.50%。

(3) 报告期销售费用和管理费用同比分别增加 49.69% 和 73.25%, 但销售费用率和管理费用率同比基本持平, 说明公司拥有较强的成本控制能力。报告期末计提资产减值准备, 公司风险控制能力再次得到验证。

(4) 报告期公司先后在福州、武汉和南昌拍得土地。国家近期加强了对地产的调控力度, 但公司土地成本普遍较低, 并拥有工业和商业地产, 抗风险能力相对较强。

表 1、分行业估值

		2010E	2011E	2012E
贸易:	EPS	0.33	0.42	0.51
估值 X18		5.94	7.56	9.18
地产:	EPS	0.29	0.35	0.43
估值 X15		4.35	5.25	6.45
其它:	EPS	0.01	0.02	0.02
估值 X10		0.10	0.20	0.20
合计		10.39	13.01	15.83

资料来源: 中国银河证券研究部

3. 投资建议

我们预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.63 元、0.79 元和 0.96 元。得益于对市场的前瞻能力和对风险的控制水平, 公司经营业绩受市场环境的影响较小, 已步入稳定成长的轨道, 这在贸易公司中是非常突出的。公司投资价值长期被市场低估, 我们维持对公司“推荐”的投资评级。

表 2、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	3011	3494	3865	营业收入	33887	40551	60227	69889	77306
应收票据	160	159	236	273	303	营业成本	31834	36942	55080	63729	70177
应收账款	624	808	1320	1532	1694	营业税金及附加	265	521	753	909	1005
预付款项	2173	4665	6317	8229	10334	销售费用	885	1311	1867	2097	2242
其他应收款	306	820	903	1048	1160	管理费用	76	135	187	210	216
存货	5661	13501	21127	24444	26917	财务费用	33	71	170	120	60
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	50	50
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	2215	2860	3640
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	2215	2860	3640
资产总计	15808	26886	37266	43618	49099	减: 所得税	127	331	443	629	910
短期借款	1087	3582	3921	4453	4392	净利润	690	1326	1772	2231	2730
应付票据	1598	4449	6791	7857	8652	归属母公司净利	623	1064	1418	1773	2148
应付账款	1653	1933	2716	3143	3461	少数股东损益	67.05	261.88	354.42	457.57	582.43
预收款项	2356	3613	5721	7818	10137	基本每股收益	0.50	0.86	0.63	0.79	0.96
应付职工薪酬	127	375	375	375	375	稀释每股收益	0.50	0.86	0.63	0.79	0.96
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%	48.5%	16.0%	10.6%
长期借款	1255	3806	7000	7000	7000	EBIT 增长率	10.5%	98.6%	42.5%	25.8%	24.5%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-12.4%	70.7%	33.3%	25.1%	21.1%
负债合计	10419	21152	28767	32888	35639	盈利性					
股东权益合计	5389	5734	8499	10730	13460	销售毛利率	6.1%	8.9%	8.5%	8.8%	9.2%
现金流量表						销售净利率	1.8%	2.6%	2.4%	2.5%	2.8%
净利润	690	1326	1772	2231	2730	ROE	12.2%	22.9%	20.1%	20.1%	19.6%
折旧与摊销	123	134	142	155	171	ROIC	7.4%	8.8%	9.3%	10.1%	11.1%
经营活动现金流	740	-4035	-2593	422	1462	估值倍数					
投资活动现金流	-940	859	-350	-350	-350	PE	15.5	9.1	12.2	9.8	8.1
融资活动现金流	-932	3574	4055	411	-741	P/S	0.3	0.24	0.3	0.2	0.2
现金净变动	-1132	399	1113	483	371	P/B	1.9	2.07	2.5	2.0	1.6
期初现金余额	2357	1500	1899	3011	3494	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1225	1899	3011	3494	3865	EV/EBITDA	13.0	10.1	11.0	9.0	7.1

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部预测

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 研究部

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