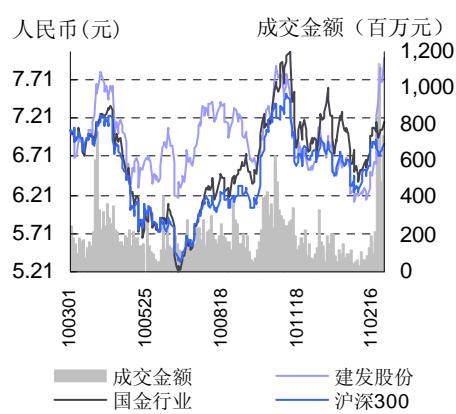


市价（人民币）：7.98元  
目标（人民币）：12.05-12.29元

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	2,237.75
总市值(百万元)	17,857.25
年内股价最高最低(元)	7.98/6.12
沪深 300 指数	3239.56
上证指数	2905.05



### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.501	0.856	0.706	0.844	1.200
每股净资产(元)	4.12	3.74	2.77	3.61	4.80
每股经营性现金流(元)	0.60	-0.23	0.93	-0.15	0.20
市盈率(倍)	12.73	15.15	9.27	9.33	6.56
行业优化市盈率(倍)	14.82	45.24	45.24	45.24	45.24
净利润增长率(%)	-12.38%	70.71%	48.58%	19.48%	42.17%
净资产收益率(%)	12.16%	22.89%	25.48%	23.40%	25.02%
总股本(百万股)	1,243.19	1,243.19	2,237.75	2,237.75	2,237.75

来源：公司年报、国金证券研究所

## 被低估的供应链管理翘楚

### 投资逻辑

- 由贸易转型供应链管理，尚未被市场认识：2005 年开始，由于传统贸易业务效益下降，公司被逼走上向供应链管理转型、以提高盈利能力的道路，并在纸业上取得成功；但是因为仅在纸业取得成功，其他领域尚在复制中，公司的供应链管理能力不为市场所知。
- 对比利丰，公司转型之路可行、有利：与全球供应链管理典范利丰进行对比，建发股份凭借多年积累制定的立足优势领域，做精纵向，扩展横向转型战略具备很强的可行性，同时中国刚启动的需求又给公司提供了较大的发展空间。
- 地产业务提供安全边际，供应链管理转型提供获利空间：地产业务给予 10X11PE 和 7X12PE，估值结果 4.62-4.85 元，给当前股价提供一定安全边际；考虑到公司尚处于转型之中，因此供应链管理业务给予 20X11PE 和 15X12PE，相比物流业平均估值有较大折让，估值结果 7.43-7.44 元，给当前股价提供了获利空间。

### 盈利预测

- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.706 元、0.844 元和 1.200 元，同比分别增长 48.58%、19.48% 和 42.17%。

### 投资建议

- 我们给予公司未来 6-12 个月 12.05-12.29 元目标价位，建议买入。

### 风险

- 公司由浆纸向其他行业的供应链管理转型进度慢于预期。
- 地产销售进度慢于预期。

赵乾明 分析师 SAC 执业编号：S1130210010309  
(8621)61038263  
zhaoqm@gjzq.com.cn

## 内容目录

转型供应链管理：养在深闺人未知 .....	4
供应链管理简介 .....	4
公司供应链管理与贸易业务概述 .....	4
公司向供应链管理转型的成功尚未被市场所知 .....	6
对比利丰：从商贸到供应链管理之路可行、有利 .....	7
利丰：从商贸到供应链管理的典范 .....	7
贸易历史积累优势大，建发转型之路可行 .....	10
中国供应链管理蓝海市场启动，建发转型之路有利 .....	11
出色的竞争力和控制力，能保证公司转型成功 .....	14
海西地产龙头，未来发展可期 .....	16
盈利预测、估值和投资建议 .....	19
盈利预测假设和结果 .....	19
估值与投资建议 .....	19
附录：三张报表预测摘要 .....	21

## 图表目录

图表 1：供应链管理流程 .....	4
图表 2：2003-2009 公司供应链与贸易收入 单位：亿元 .....	5
图表 3：2003-2009 公司供应链与贸易毛利 单位：亿元 .....	5
图表 4：2010 年中期公司营业收入分项占比 .....	5
图表 5：2010 年中期公司毛利分项占比 .....	5
图表 6：主要供应链项目 .....	5
图表 7：2010 年公司供应链业务收入明细 .....	6
图表 8：2010 年公司供应链业务净利润明细 .....	6
图表 9：公司对供应链上下游企业投资 .....	6
图表 10：公司提供的供应链一体化服务 .....	7
图表 11：利丰集团 .....	7
图表 12：利丰提供的供应链服务领域 .....	8
图表 13：利丰的发展路径 .....	9
图表 14：公司的贸易区域分公司 .....	10
图表 15：公司代理的知名品牌 .....	11
图表 16：我国供应链管理发展路径示意图 .....	11
图表 17：公司国内贸易毛利率增长明显 .....	12
图表 18：2006-2010H 公司贸易业务毛利率变化 .....	12
图表 19：我国进出口贸易额 单位：亿美元，亿元（右） .....	12

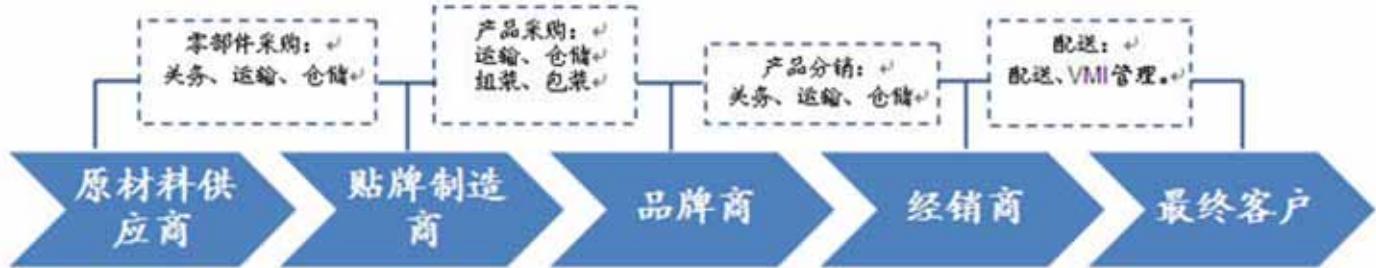
图表 20: 中国物流及供应链总支出趋势 .....	13
图表 21: 2008 年全球第三方物流收入统计 单位:十亿美元 .....	13
图表 22: 企业规模扩大供应链复杂后, 物流需求增加 .....	14
图表 23: 供应链管理的目标 - 4R.....	15
图表 24: 新增地产项目明细.....	16
图表 25: 公司土地储备分布情况 .....	17
图表 26: 公司地产项目结算预测 .....	18
图表 27: 2010 年供应链和贸易业务假设 .....	19
图表 28: 地产业务估值表 .....	19
图表 29: 物流业务估值表 .....	20

## 转型供应链管理：养在深闺人未知

### 供应链管理简介

- 供应链管理(Supply Chain Management,简称 SCM): 指在满足一定的客户服务水平的条件下，为了使整个供应链系统成本达到最小而把供应商、制造商、仓库、配送中心和渠道商等有效地组织在一起进行的产品制造、转运、分销及销售的管理方法。
- 供应链管理包括计划、采购、制造、配送、退货五大基本内容。
  - ◆ 计划：通过一个策略来管理所有的资源，以满足客户的需求；好的计划是建立一系列的方法监控供应链，使它能够有效、低成本地为顾客递送高质量和高价值的产品或服务。
  - ◆ 采购：选择能为自身产品和服务提供货品和服务的供应商，和供应商建立一套定价、配送和付款流程并创造方法监控和改善管理，并把对供应商提供的货品和服务的管理流程结合起来，包括提货、核实货单、转送货物到制造部门并批准对供应商的付款等。
  - ◆ 制造：安排生产、测试、打包和准备送货所需的活动，包括质量水平、产品产量和工人的生产效率等的测量。
  - ◆ 配送：即传统意义上的“物流”，包括调整定单收据、建立仓库网络、派递送人员提货并送货到顾客手中、接收付款等。
  - ◆ 退货：这是供应链中的问题处理部分，建立网络接收客户退回的次品和多余产品，并在客户应用产品出问题时提供支持。
- 供应链管理业务表现在实际运作中，一般体现为：采购执行、报关、销售执行、采购销售、虚拟生产等业务形式。

图表1：供应链管理流程

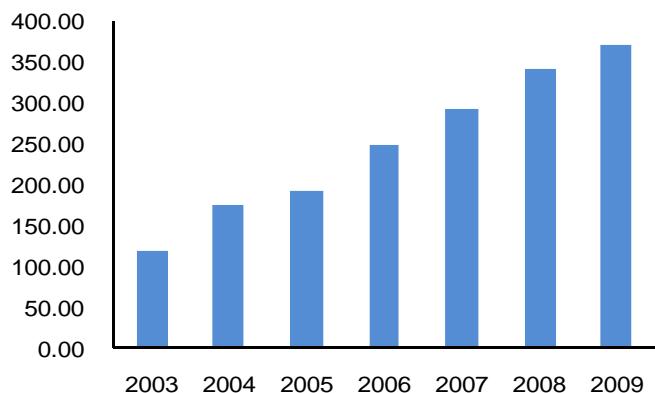


来源：国金证券研究所

### 公司供应链管理与贸易业务概述

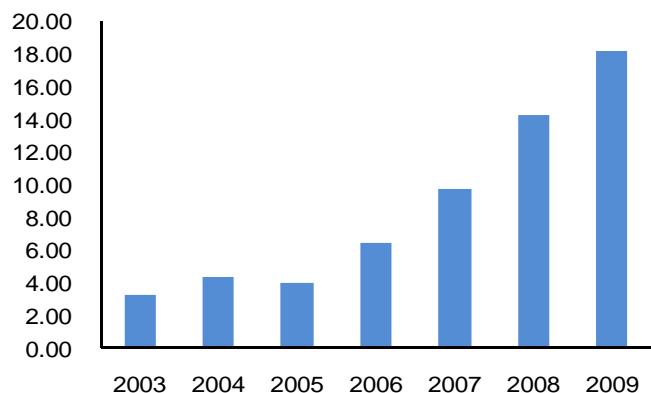
- 建发股份目前正在从传统的贸易业务向供应链管理业务转型，且在部分垂直行业已转型成功，转变成国内当之无愧的供应链管理龙头。
  - ◆ 截至 2009 年底，公司营业收入 405 亿，列中国企业 500 强第 147 位，服务业 500 强第 53 位，商贸业 500 强第 3 位。
  - ◆ 公司供应链业务已实现全国布局，福建省外的收入贡献已超过 50%；截至 2010 年中期，供应链管理业务占总收入 92%，占毛利 57%。

图表2：2003-2009公司供应链与贸易收入 单位：亿元

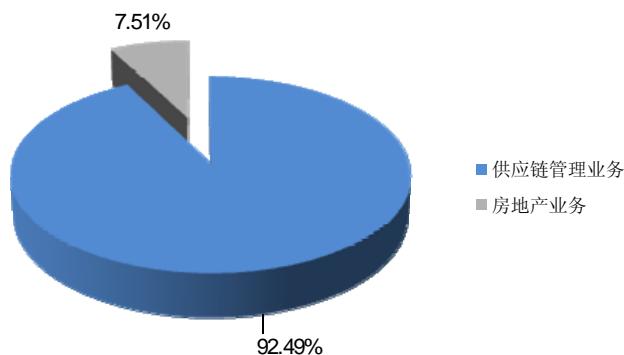


来源：聚源数据，国金证券研究所

图表3：2003-2009公司供应链与贸易毛利 单位：亿元

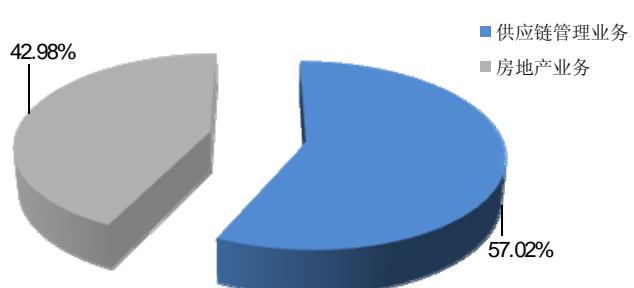


图表4：2010年中期公司营业收入分项占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：2010年中期公司毛利分项占比



■ 公司供应链管理和贸易业务 2009 年实现营业额逾 300 亿，2010 年上半年完成 264 亿；业务涉及纸张、钢铁、汽车等多个领域。

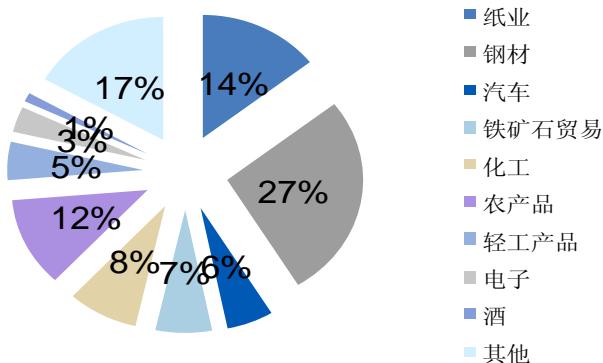
图表6：主要供应链项目

项目类别	主要项目	备注
纸张及浆纸材料	工业用纸、造纸原料、造纸机械、纸制品	纸张及浆纸销售规模全国第一
钢铁	钢坯、建材、板材、型钢、特钢	首钢、武钢、唐钢的战略合作伙伴，09年钢材销量150万吨
船舶	散货船、集装箱船、汽车运输船、海洋工程船、油船、多用途船	
汽车	保时捷、大众（进口车）、标致（进口车、东风标致）、三菱（进口车）、双龙	保时捷等品牌汽车销量福建省内领先
化工原料及产品	塑料原材料、橡胶原材料、液体化工、塑料制品	
通信设备	通导设备、语音通信产品、综合布线产品	
机械电子设备	电子原器件、仪器仪表、机械设备	
箱包	休闲系列、户外系列	
鞋	休闲鞋、户外登山鞋、经典鞋及休闲滑板、运动鞋、男女鞋、女靴等	
服装	户外系列、冬装系列、运动时尚系列	
医疗器械	放射产品、超声产品、临床信息系统、呼吸机、眼科产品、外科手术器械	
照明产品	黑色金属、有色金属、煤炭	
瓷制品	瓷制杯子、其他陶瓷制品	
矿产品	黑色金属、有色金属、煤炭	
粮油/食品	粮油、水产品、果蔬罐头	
饲料	鱼粉、鱼油、肉骨粉、豆粕、花生粕	全国领先的饲料供应链服务商
酒类	卡斯特、五粮液、剑南春	国内领先的葡萄酒代理商，计划在40个重点城市建设酒窖
铝产品	铝板、铝卷、铝箔、铝圆片、铝型材	

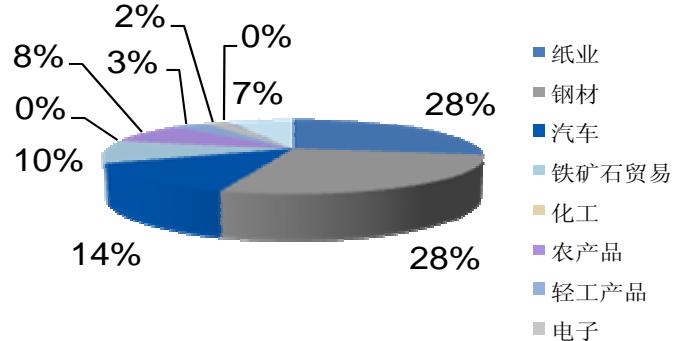
来源：公司主页，国金证券研究所

■ 目前供应链管理和贸易业务中，钢材、纸业、农产品等贡献收入较多，而钢材、汽车和纸业成为净利润的最大贡献者。

图表7：2010年公司供应链业务收入明细



图表8：2010年公司供应链业务净利润明细



来源：公司公告 国金证券研究所

敬请参阅后文对利丰从商貿向供应链管理转型原因的分析，可以更好的理解建发为什么踏上这条路

### 公司向供应链管理转型的成功尚未被市场所知

- 2005年开始，由于传统贸易业务效益下降，公司被逼走上向供应链管理转型、以提高盈利能力的道路，并在纸业上取得成功；但是**因为仅在纸业取得成功，其他领域尚在复制中，公司的供应链管理能力不为市场所知。**
- 公司转型的战略为：立足优势领域，做精纵向，扩展横向。
  - ◆ 转型之初，公司根据自身特点首先实行的是在特定行业纵向一体化的战略布，沿着产业链拓展上下游，对于公司定价能力强的行业，采用自营方式；如浆纸行业，公司积极参股控股上下游企业，如四川永丰浆纸，公司具有一定的定价权，如同纸业界的国美和苏宁。
  - ◆ 在做精做强“拳头产品”后，又逐渐横向发展，为更多的行业提供供应链管理服务，将纸业中的成功经验复制到饲料、钢铁、汽车、酒类、鞋服、箱包、化工原料、通讯设备、医疗器材、粮油食品等众多领域与产品中。
- 在单个行业的纵向供应链管理上，公司通过控股参股产业链上下游企业保持了在产业链上的议价能力，保证公司货源的长期稳定，同时便于深入产业链提高整合能力。

图表9：公司对供应链上下游企业投资

投资标的	主业	持股比例	目前状况	2010H净利润(百万)	对应投资收益(百万)
四川永丰浆纸股份公司	造纸	40%	制浆水平国际领先，预计10年净利润1亿，可能上市	26.47	10.59
厦门紫金铜冠投资公司	有色金属	20%	拥有秘鲁铜矿资源700万吨，处于勘探前期阶段	-24.76	-4.95
厦门船舶重工股份公司	船舶制造	20%	国内最大的造船企业之一，预计10年净利润2亿，可能上市	91.81	18.36
厦门现代码头有限公司	码头物流	50%	处于前期建设阶段	-1.20	-0.60
龙源海洋生物有限公司	鱼粉饲料	40%	生产环保鱼粉，单厂产能亚洲第一	3.73	1.49
合计					24.89

来源：公司年报，国金证券研究所

- 从具体的方式看，公司走了一条标准的供应链管理道路，逐渐建立起整套管理能力。
  - ◆ 公司投入巨资开发并启用了企业资源计划系统(ERP)，搭建了物流、资金流和信息流“三流合一”的管控平台，可为客户提供从原材料及零

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。

- ◆ 公司还为客户提供担保、融资和进出口服务等增值服务，以此寻求更高的产品溢价空间，以保证贸易规模在快速增长的同时能保持稳定的盈利水平。

**图表10：公司提供的供应链一体化服务**

物流信息系统	公司拥有领先的物流信息系统，支持所属各地分支机构在统一信息平台上进行业务操作，满足不同区域的业务需求，为客户提供：网上定舱和清关、订单处理、库存管理、DRP分销、货物实时跟踪查询等服务
国际货物运输代理	提供国际货物运输代理的全程物流支持，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、运输保险等系列化专业化服务
国内运输及配送	公司拥有200多辆集装箱拖车及厢式货车，安装有GPS全球卫星定位跟踪系统，为客户提供集装箱的港到门、门到港的运输服务以及涵盖国内大部分区域的配送服务
仓储及配送	公司拥有30万平米的库容，为客户的货物、原料提供全年无休、全天24小时的仓储配送服务
集装箱堆场业务	公司集装箱堆场业务发展迅速，现拥有20多万平方米的堆场，为客户提供：空箱堆存、出口场装、进口场拆、集装箱清洗、修理和维护、冷冻箱二级保养等综合服务

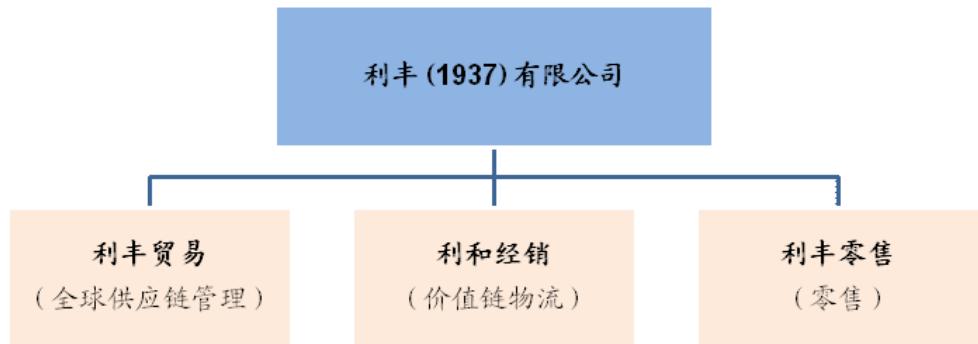
来源：国金证券研究所

### 对比如利丰：从商贸到供应链管理之路可行、有利

#### 利丰：从商贸到供应链管理的典范

- 利丰诞生于1906年，目前是香港最大的出口贸易公司，业务网络遍布全球，预计2010年营业额超过1200亿港元，净利润50多亿；利丰百年的发展史就是一部从传统的商贸代理向现代供应链管理转型的历史。
- ◆ 利丰集团目前核心业务包括出口贸易、经销批发和零售，分别由利丰贸易、利和经销和利丰零售（旗下“利亚零售”）3家公司经营。

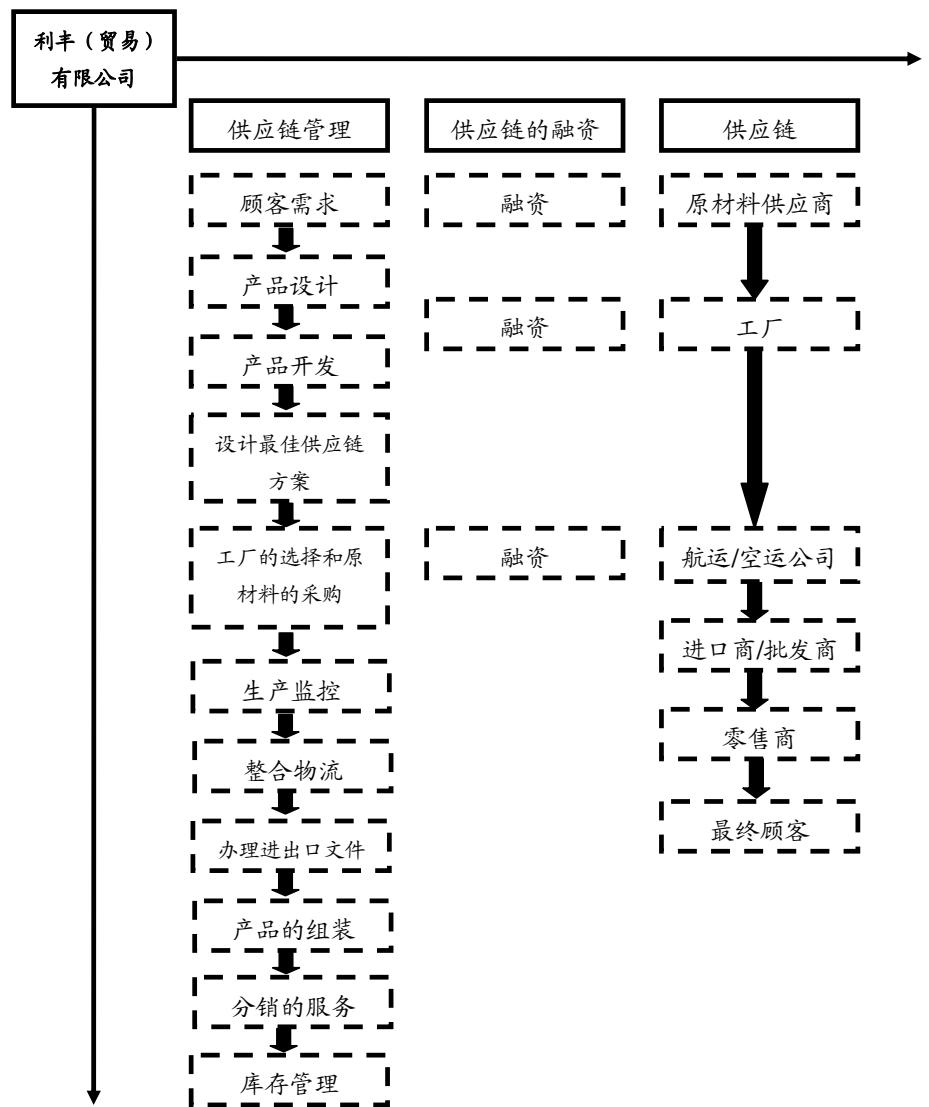
**图表11：利丰集团**



来源：公司主页，国金证券研究所

- ◆ 转型成功后的利丰为客户充当全球供应链经理人的角色，对来自欧美客户的每一份货品订单，在全球范围内进行供应链优化配置，力求创造出一条最有效益的供应链，通过为客户提供具有成功竞争力的产品，从中赚取最大的边际利润。
- ◆ 利丰集团全球化供应链管理服务主要由利丰贸易负责，它向客户提供的服务领域，除了负责以产品为中心的工作（市场调查、产品设计与开发、原材料采购、选择供货商和生产监控）之外，还监管一系列的进出口清关手续与物流安排，并对有潜质的原材料供货商、工厂、批发进口商和零售商等在供应链中占有关键位置的企业进行融资，以便使供应链上供求双方的企业都能够以最佳状态运作。

图表12：利丰提供的供应链服务领域



来源：利丰研究中心，国金证券研究所

- 1906年至今，利丰的业务角色经历了从简单的采购代理到全球性价值链管理者的转变，利丰公司为客户提供的增值服务日益增加，其创造的附加价值也不断增长；但是这个过程并非一蹴而就，而是经历了五个阶段。
  - ◆ **采购代理：**20世纪初叶冯柏燎在广州创办了利丰，但是中国处于清末时期，在中国工厂里没有人会说英语，而美国商人也不会说中文。冯柏燎由于精通英语，充当了中国供货商和美国客户之间买卖的中介人，赚取15%的佣金。
  - ◆ **采购公司：**利丰作为欧美客户的采购代理，将采购网络从香港扩展到台湾，韩国，新加坡和中国内地，这个阶段利丰逐步发展成地区采购公司，其业务也从单纯的采购代理向供应链的上下游延伸。
  - ◆ **无疆界生产：**
    - 1) 该阶段公司不再仅是采购，而是根据客户对产品概念的要求，先制作样品，得到客户肯定后，为其下季产品制定一个完整的生产计划；并且，利丰对工厂的生产进行规划和控制，以确保质量和及时交付。

- 2) 在这种模式下，利丰对生产过程进行分解，然后对每一步进行优化，并在全球范围内进行采购和生产；这实际上是一种供应链增值的新方式，是基于对产品所有模块的深刻了解和管理的集成，其中所有模块都以服从最终集成商品的原则为目标，利丰则是模块系统的控制者和最后集成者。

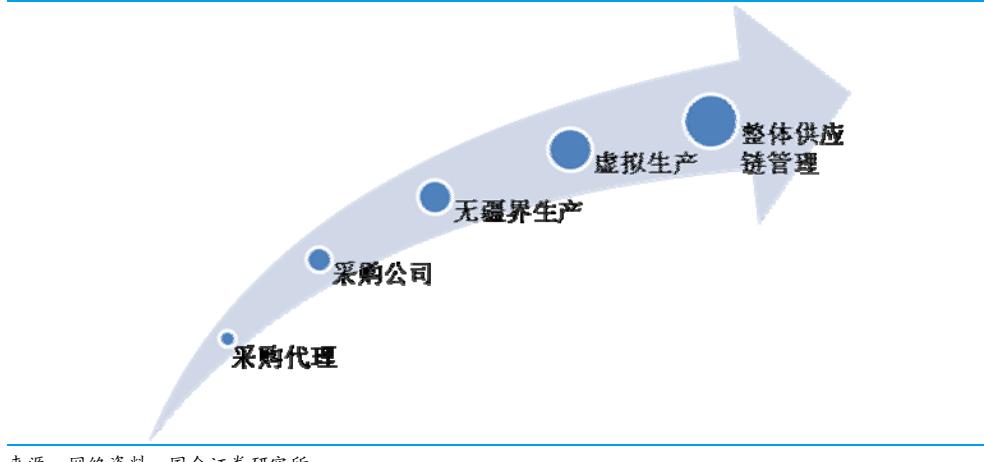
◆ 虚拟生产：

- 1) 利丰公司直接充当客户供货商的角色，直接与客户签订供货合同，利丰的生产任务以外包的形式交给工厂进行，他负责统筹并密切参与整个生产流程，从事一切从产品设计、采购、生产管理与控制、物流与航运以及其他支持性的工作。
- 2) 这一阶段，他直接主动的参与了相关的生产模块，而不是被动接受商品。他参与和管理的不是模块企业（合作企业）的所有权和企业管理权，而是最终商品的控制权。

◆ 整个供应链管理：

- 1) 在虚拟生产模式的基础上，为使整条供应链的运作更加合理顺畅，利丰公司继续开发更全面的价值服务；除了负责前述的以产品为中心的工作，还监管一系列进出口清关手续和当地物流安排；另外，利丰还帮助有潜质的原材料供应商、工厂、批发商/进口商和零售商等在供应链中占据关键位置的企业进行融资，使各个节点上的企业都能以最佳状态运作。
- 2) 简单来说，就是为境外买家采购合适的产品并缩短交付周期，根据客户需求，利丰为每一份订单都创造一条最有效益的价值链，为客户提供具有成本竞争力的产品。

图表13：利丰的发展路径



对利丰持续不懈的坚持向供应链管理转型原因的研究，可以发现建发转型的必然性

- 为什么利丰要从传统的商贸业务开始长期持续的转型？是什么因素使得利丰可以长期的持续这一转型过程？

◆ 内因：

- 1) 在竞争日趋激烈的国际市场环境下，利丰管理层极为重视所谓零售价格里的“软三元”，即一件商品在美国的零售价是4元，其生产成本仅为1元，要再减已经非常困难，但另外3元则是供应链各个环节的价值，包括产品设计、原材料采购、物流运输、批发零售、信息和管理等，在这方面企业则有很多机会节省获利。只要售价不变，来自供应链上的收益，就可以直接增加经济利益。
- 2) 利丰通过从贸易商转型供应链管理后，可以分享供应链上更多环节的利润（从“软三元”中挤压利润），并通过控制设计、市场

咨询等高附加值关节维持高利润率，同时可以通过平台和规模优势，增加客户对于利丰的依赖性。

◆ 外因：

- 1) 二次大战后，利丰从事的贸易已从对中国的转口贸易转成为香港本土的出口贸易，当作为买方的客户和作为供货商的厂商的影响力迅速扩大时，利丰的生存空间日益缩小，所收取的佣金也逐渐减少到 10%，5%，甚至 3%。
- 2) 70 年代，香港经济已经完成工业化，随着国际贸易保护主义抬头和西方国家实施限制性纺织品配额制度，香港制造商开始将劳动密集型生产工序或产业外迁至亚洲区周边国家，由此利丰开始在更大的区域范围内整合采购资源。

**贸易历史积累优势大，建发转型之路可行**

■ 按照产业链纵向和横向的资源配置，可以把供应链管理分为纵向一体化与横向一体化；目前的利丰是横向一体化，而建发作为起步阶段、为纵向一体化。

- ◆ 纵向一体化：企业出于对制造资源的占有要求和对生产程控的需要，通常透过扩大企业规模或参股供应商企业等方法，形成一种上游供货商与下游顾客之间拥有股权所有关系或股权从属关系的企业发展模式，并以此为依托，整合供应链。
- ◆ 横向一体化：利用企业的外部资源快速响应市场需求，本企业只抓住核心的东西 - 产品方向和市场，而生产只抓关键零部件的制造甚至全部委托其他企业加工。

■ 对比建发股份和利丰的业务与发展，我们认为二者具备较多共同点，这使得建发从商贸向供应链管理转型可行：

- ◆ 同属贸易服务商：利丰和建发同属贸易商起家，多年在相关行业上贸易的积累使得他们拥有巨大的人脉、网络等资源，做供应链管理事半功倍。

- 1) 公司供应链网络已经覆盖福建，布局全国，福建省外的收入贡献已超过 50%，此外公司还在上海、天津、青岛、宁波、深圳、福州、南平、泉州等地设立有分支机构进行纸浆、钢铁、矿产品以及饲料等大宗原料产品的贸易与物流服务。

**图表14：公司的贸易区域分公司**

地区	数量	地区	数量
厦门	30	深圳	1
上海	5	青岛	1
福州	4	宁波	1
天津	3	南宁	1
泉州	2	昆明	1
汕头	2	成都	1
广州	2	香港	2
北京	2	美国	1
无锡	1	加拿大	1
沈阳	1		

来源：公司公告 国金证券研究所

- 2) 利用完善的网络，公司已经与众多国际、国内知名品牌形成战略联盟。

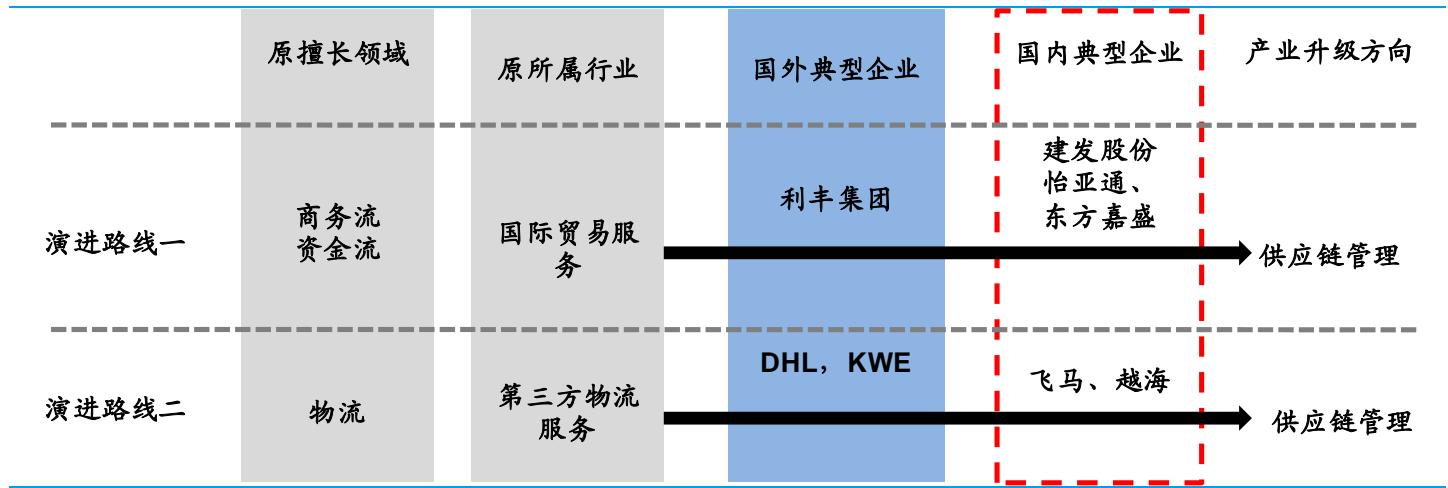
图表15：公司代理的知名品牌

纸张	金东纸业全国特约经销商，宁波中华/亚洲浆纸全国特约经销商 山东晨鸣/太阳/万国/泉林纸业全国特约经销商，四川永丰纸业全国特约经销商 驻马店白云纸业全国特约经销商
纸浆	APP金海龙牌全国经销商，新疆博湖苇浆全国经销商，加拿大月亮/三A/狮牌/好声/北木/马牌全国经销商；智利银星/金星/明星/圣达菲/太平洋全国经销商，俄罗斯乌斯奇/布拉茨克/贝加尔斯克全国经销商
化工	中海壳牌福建省、江西省、广州市总代理；埃克森美孚福建省总代理，广东省、华东地区代理
通讯设备	AVAYA福建省总代理，德特威勒综合布线系统福建省总代理
汽车	德国保时捷汽车福建省独家代理，德国保时捷汽车云南省独家代理 德国大众进口汽车福建省代理商，本田Acura(讴歌)福建省独家代理 日本三菱进口汽车福建省闽南地区独家代理，韩国双龙汽车福建省代理商 法国标致进口汽车厦门地区独家代理，东风标致厦门特许销售服务商
酒	法国原装进口卡斯特葡萄酒中国总代理，美国星座葡萄酒系列中国总代理；德国黑塔葡萄酒系列中国总代理；五粮液核心产品(56°老酒、45°、68°、1618、金玉满堂)福建省总代理五粮液系列产品(39°、52°等)福建省代理
医疗设备	GE闽南区总代理，泰科福建省总代理

来源：公司资料，国金证券研究所

- ◆ 比传统物流服务商更具国际视野：利丰与建发在与中国国际贸易行业共同成长的过程中，熟悉国际贸易规则和进出口流程、精通国际结算；转型中，较传统物流服务商更加迅速，也更容易取得先发优势。
- ◆ 背靠大陆这一制造王国：
  - 1) 中国大陆是全球最大制造业基地这一现实，给纵向以产业链为依托、横向以跨地区整合为依托的供应链管理提供了巨大的需求。
  - 2) 我国目前仍处于向市场经济全面转型的过渡期间，与物流管理、海关事务、商检、保税区建设、外汇管理、资本市场发展等方面相关的政策、法规较多，习惯于完全市场化的国外第三方物流企业短期内尚不能适应，若要全面掌握并付诸于实践则需要一段较长的时间，这就为本土供应链管理企业创造了极佳的机会。
- ◆ 在纸业成功的实施纵向一体化的供应链管理，公司具备向其他行业复制的经验和能力。

图表16：我国供应链管理发展路径示意图



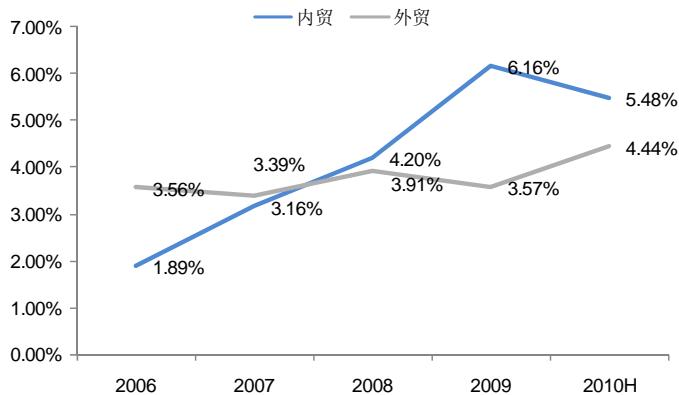
来源：国金证券研究所

### 中国供应链管理蓝海市场启动，建发转型之路有利

- 观察从 2006 年公司提出向供应链管理转型以来的财务数据，我们发现公司通过供应链一体化服务，以及不断开拓增值服务维持并提高了盈利能力。

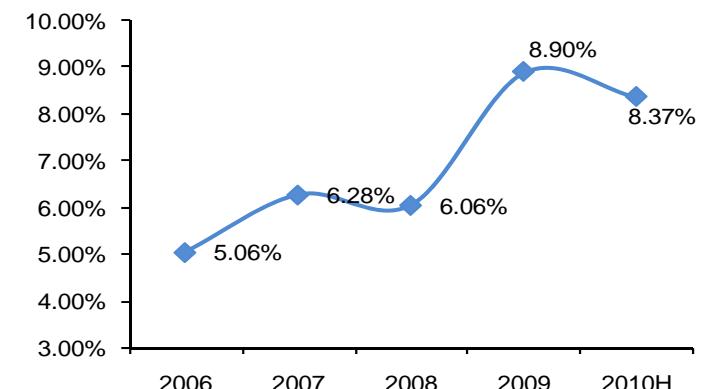
- ◆ 公司开展向供应链管理转型以纸业为首，而纸业业务绝大部分归属于国内贸易范畴；随着转型的逐步推进，内贸毛利率增速较快，并显著高于外贸。
- ◆ 2010年上半年，公司国内贸易增长106%，国际贸易增长60%，公司国内贸易比重已经超过国际贸易；公司国内贸易较高的毛利率水平，这使公司总体毛利率得以提升。

图表17：公司国内贸易毛利率增长明显



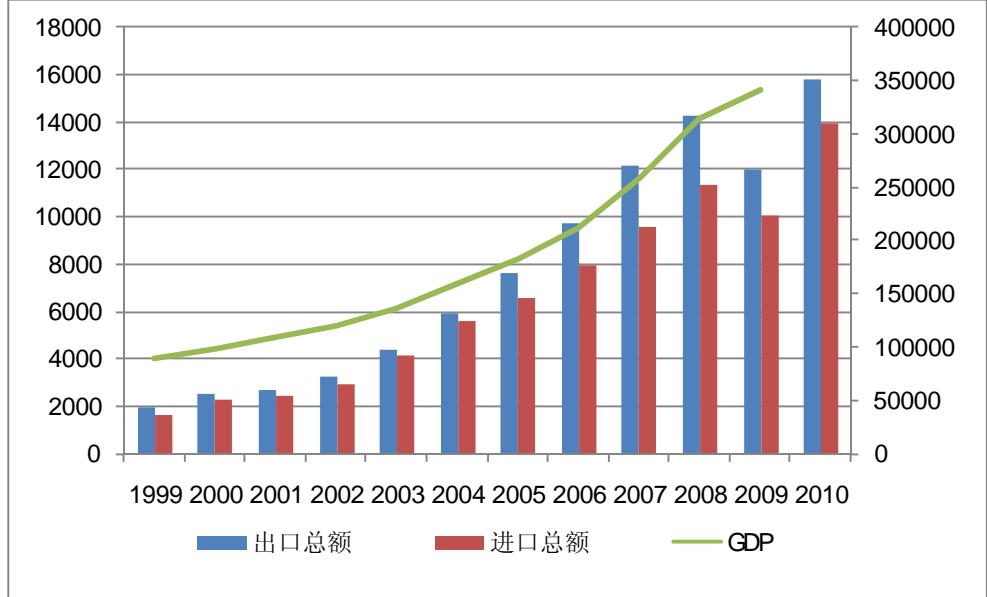
来源：公司公告 国金证券研究所

图表18：2006-2010H 公司贸易业务毛利率变化



- 中国经济持续高速发展，为现代物流及供应链管理外包服务行业的快速发展提供了广泛的业务基础。
- ◆ 加入WTO以后，中国国际贸易额的成倍增长，2000-2010年中国商品进口年复合增长率为19%，商品出口年复合增长率为19.5%。

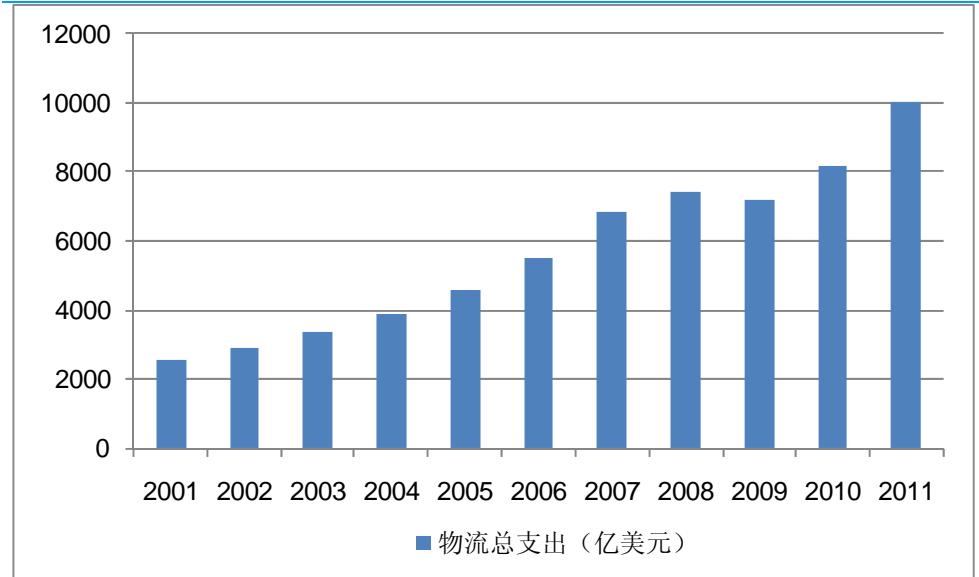
图表19：我国进出口贸易额单位：亿美元，亿元（右）



来源：聚源数据，国金证券研究所

- ◆ 2010年，预计中国与物流及供应链相关的总支出约8140亿美元，物流及供应链成本占GDP的比重约为18%，市场潜力很大。
- ◆ 预计2011年，中国物流及供应链管理市场价值将达到10,026亿美元，仅次于美国，将成为全球第二大物流及供应链管理服务市场。

图表20：中国物流及供应链总支出趋势



来源：深圳市物流和供应链管理协会，国金证券研究所

- ♦ 国际国内贸易的快速发展拉动物流市场蓬勃发展，但供应链管理市场并没有被充分挖掘；全球来看，企业将供应链关节外包给第三方的市场规模仅仅占整个物流市场的 7.74%，中国第三方物流市场的比例更是只有 7.02%，供应链管理市场未来提升空间巨大。

图表21：2008 年全球第三方物流收入统计 单位：十亿美元

国家	GDP	物流总成本	第三方物流总收入	第三方物流收入占比物流总收入
加拿大	1413.00	146.80	12.30	8.38%
墨西哥	899.30	135.00	8.80	6.52%
美国	13645.10	1351.40	127.00	9.40%
北美小计	15957.40	1633.20	148.10	9.07%
法国	2532.60	240.70	24.40	10.14%
德国	3294.80	265.10	26.90	10.15%
意大利	2055.60	217.70	22.90	10.52%
西班牙	1430.60	195.10	18.50	9.48%
英国	2775.30	278.10	27.90	10.03%
其他	5050.10	511.10	50.70	9.92%
欧洲小计	17139.00	1707.80	171.30	10.03%
中国	3541.40	743.50	52.20	7.02%
印度	1147.80	199.10	11.30	5.68%
日本	5092.80	445.20	39.20	8.81%
其他	2005.30	215.20	15.20	7.06%
亚太小计	11787.30	1603.00	117.90	7.35%
巴西	1336.30	199.00	12.70	6.38%
委内瑞拉	238.10	28.30	1.60	5.65%
阿根廷	260.80	32.90	1.90	5.78%
拉美小计	1835.20	260.20	16.20	6.23%
其他	7941.70	1270.50	47.60	3.75%
合计	54660.60	6474.70	501.10	7.74%

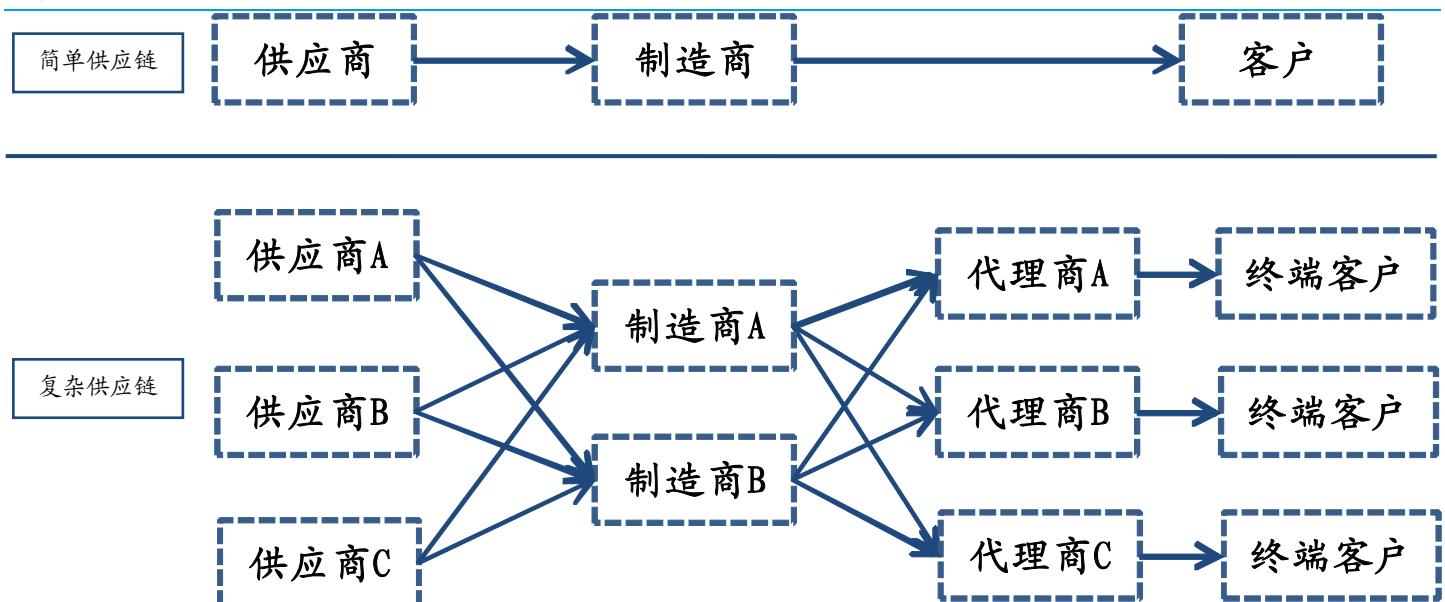
来源：Armstrong &amp; Associates，国金证券研究所

- 随着制造业企业对物流外包观念认知的普及以及产业集中度提升带来的外包需求，将会推动制造业物流外包比例在未来整体上升，创造更多的需求。
- ♦ 制造业企业物流外包的观念逐渐建立：制造业企业在经历多年市场经济的洗礼之后，对效率、营业收入、利润的追求，早已成为包括国企

与民企在内各类型企业非常重要的目标；作为企业非核心业务的物流，其占用了大量人力物力财力，而并不能产生很好的效益，在效率上也得不到太多的改善，因此，选择能力更强的第三方物流企业来进行合作，企业自身更多的专注于核心业务，成为现在企业通行的做法。

- ◆ 跨国企业正将更多的业务转向中国，并通过外包其广泛的物流功能来降低供应链成本。
  - ◆ 中国公司为降低成本和增强核心竞争力也增加了对物流及供应链管理外包的需求；而且随着产业集中度提升，规模加大，企业层面供应链的复杂程度大幅增加，对整体物流外包需求增加趋势愈发明显。
- 1) 在国内各个行业中，行业集中度都逐渐提升，领先企业的规模越来越大，原材料采购、运输、产品仓储管理、销售、售后等环节的复杂程度大幅增加，企业的效率出现降低，成本增加。
  - 2) 第三方物流企业，能够利用其丰富的经验，对企业的采购、仓储、运输、包装等多重环节进行重整，改善复杂流程，减少各种响应时间，增加企业运营灵活性，提升运营效率，降低成本。
  - 3) 能够整合物流企业与产业链，对整个供应链进行管理的企业更是凤毛麟角。

图表22：企业规模扩大供应链复杂后，物流需求增加

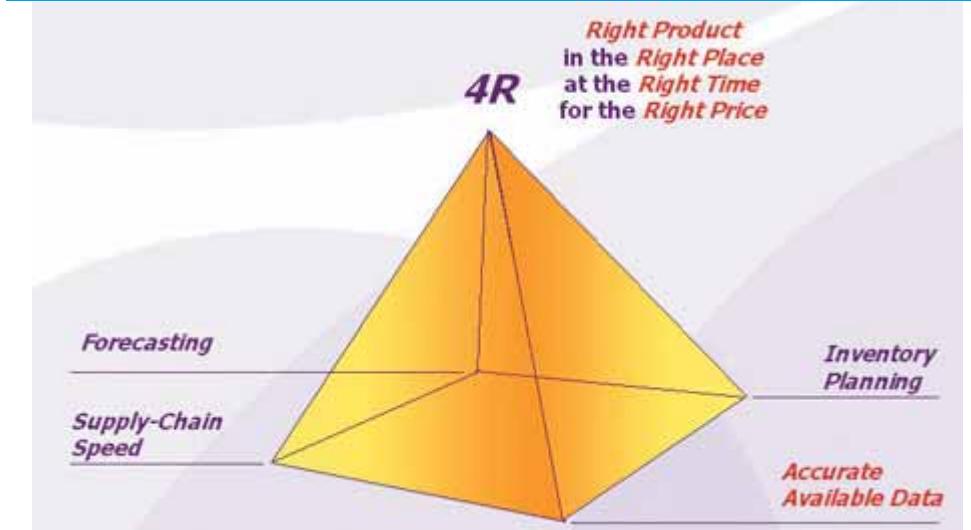


来源：国金证券研究所

#### 出色的竞争力和控制力，能保证公司转型成功

- 事实上，供应链管理是一个复杂的系统，涉及到众多目标不同的企业，牵扯到企业的方方面面，因此实施供应链管理对企业的要求很高；我们将建设的竞争力、管理能力与达成供应链管理目标所需的因素相对照，认为公司出色的竞争力和控制力，能够保证公司转型成功，将纸业的经验向其他行业复制。
- 供应链管理面临的挑战中，最主要的是有四个 R，即 Right Product – 正确的产品、Right Place – 正确的地点、Right Time – 正确的时间、Right Price – 正确的价格，它们就是供应链管理要达到的目标。

图表23：供应链管理的目标 - 4R



来源：国金证券研究所

- 为了更好的达到上述这些目标，当前供应链管理在四个方面对企业提出要求：
  - ◆ 时间与速度：这是影响市场竞争力的关键因素之一，在供应链环境下，时间与速度已被看作是提高企业竞争优势的主要来源，一个环节的拖沓往往会影响整个供应链的运转；供应链中的各个企业通过各种手段实现它们之间物流、信息流的紧密连接，以达到对最终客户要求的快速响应、减少存货成本、提高供应链整体竞争水平的目的。
  - ◆ 质量与资产生产率：
    - 1) 供应链管理涉及许多环节，需要环环紧扣，并确保每一个环节的质量；任何一个环节，比如运输服务质量的好坏，将直接影响到供应商备货的数量、分销商仓储的数量，进而最终影响到用户对产品质量、时效性以及价格等方面的评价。
    - 2) 另一方面，制造商越来越关心它的资产生产率，改进资产生产率不仅仅是注重减少企业内部的存货，更重要的是减少供应链渠道中的存货，供应链管理要求企业开展合作与数据共享以减少在整个供应链渠道中的存货。
  - ◆ 组织精简：供应链成员的类型及数量是引发供应链管理复杂性的直接原因，在当前的供应链发展趋势下，越来越多的企业开始考虑减少物流供应商的数量，并且这种趋势非常明显与迅速；因为这样不仅有利于管理，而且有利于在全球范围内提供统一的标准服务，更好地显示出全球供应链管理的整套优势。
  - ◆ 客户服务：越来越多的供应链成员开始真正地重视客户服务与客户满意度；传统的量度是以“订单交货周期”、“完整订单的百分比”等来衡量的，而目前更注重客户对服务水平的感受，服务水平的量度也以它为标准。
- 公司在纸业成功实施供应链管理的历史表明，公司在这四个方面做的很好，具备较强的竞争力。
  - ◆ 公司成立信用管理部控制应收账款风险：多年以来，公司 1 年以上应收账款占贸易总额比例一直低于 0.2%，有效防范了坏账风险。
  - ◆ 公司花巨资完善 ERP 系统（企业资源计划系统）来在保证速度与效率的同时控制库存风险，与业内贸易公司库存一年盘点一次相比，目前公司可以实现一个月盘点一次库存，极大的降低了库存风险。

- ◆ 公司的管理层以及业务人员都是和业绩挂钩，通过有效的激励来保证时间和速度；公司部门经理年收入超过管理层很常见。
- ◆ 公司把风险控制放在关键位置，以此保证质量与资产生产率；公司由信用管理部控制应收账款风险；由物流管理部控制货权控制风险，防止货品失窃、滞销等风险；并成立专门的风险管理委员会控制价格波动风险。

### 海西地产龙头，未来发展可期

- 公司地产业务由旗下子公司联发集团和建发房产负责，分别持有 95% 和 54.654% 的股权；目前已进入 12 个城市开展业务，其中一线城市中有上海，二、三线城市包括海西的厦门、福州、漳州及天津、重庆、武汉、成都、长沙、南昌、南宁、桂林。
- 目前公司手中土地储备丰富，且拿地策略已转向谨慎；同时位于厦门的一级土地开发和工业土地出租提供了稳定的收益；总体看，房地产业务贡献业绩未来将保持稳定，受政策影响小。
- ◆ 公司土地储备丰富未来发展可期，2009 年 9 月至今新拿土地 14.5 万平方米；2010 年末，建发股份拥有未结土地储备建筑面积为近 700 万平方米。

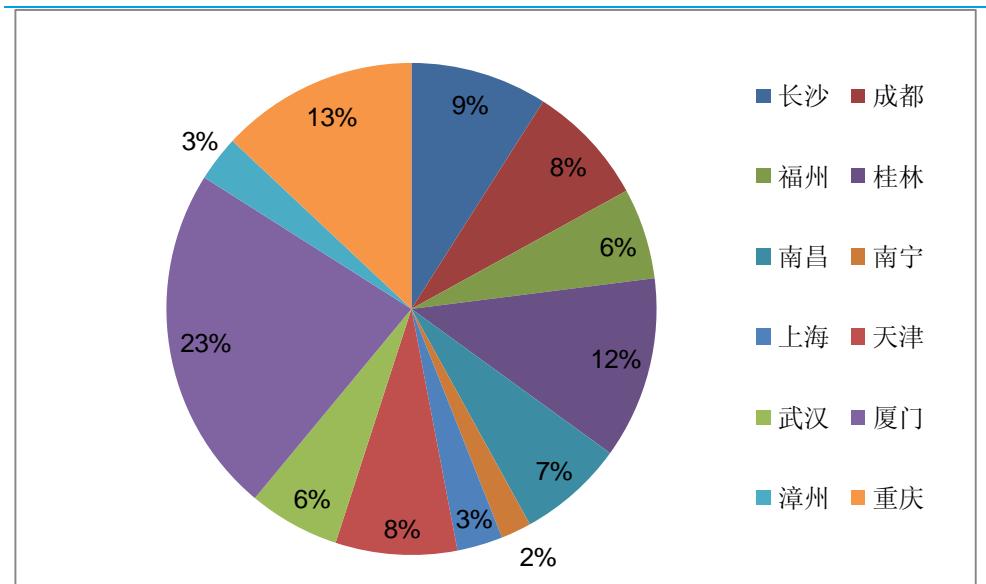
图表24：新增地产项目明细

获地时间	建发地产项目	土地面积 (平米)	规划建筑面积 (平米)	土地出让金 (百万)	子公司	平均售价 (元/平米)
2009年9月	重庆北部新区经开园鸳鸯组团D12地块	260222	446265	860	联发集团	8600
2009年10月	武汉市P(2009)054地块	27700	124650	523	联发集团	9000
2009年12月	厦门市集美杏滨路东侧地块	103731	373200	1702	联发集团	9800
2009年12月	厦门思明区2009P05地块	57321	167320	1085	建发房地产	25000
2010年3月	天津市2010-2号1-9地块	321395	335583	1242	联发集团	11000
2010年8月	厦门市湖里区五缘湾(2010P13)地块	199529	494630	3102	建发房地产	12000
2010年9月	桂林市建干路东北侧P054地块	126444	227191	504	联发集团	5000
2010年9月	福州湖心岛琴亭新区地块	100727	344697	2400	建发集团	18000
2010年9月	武汉市武昌区P(2010)095地块	43199	164156	832	联发集团	11000
2010年10月	南昌市JDP10137地块	32846	131845	301	联发集团	8000
2011年1月	扬州市659号地块	183036	288840	1434	联发集团	9500
	合计	1456150	3098377	13985		

来源：公司公告 国金证券研究所

- ◆ 在土地储备的城市分布中，厦门作为大本营土地储备量第一，占据全部土地储备量的 23%，接下来是重庆和桂林，分别为 13% 和 12%。
- ◆ 公司在厦门获取土地资源能力较强，与之相比，在省外拿地的策略相对较为稳健，原则上通过对周边房价合理的估测，净利润率要在 10% 以上才考虑拿地，因此我们判断未来房地产业务综合毛利率可以保持在 40% 以上。

图表25：公司土地储备分布情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- ◆ 公司目前还有 135 万平方米未结算的一级房地产项目，在厦门政府推动下未来将在 2-3 年内开发完成。一级房地产项目毛利率在 45% 左右，预计 2010 年和 2011 年分别可以贡献 7500 万和 12700 万左右业绩。
- ◆ 公司目前出租类物业总量达到了 100 万平米。我们预计 2010 年出租类物业营业收入将达到 2 亿元左右，贡献利润约 4000 万元。
- 2010 年联发集团预收款 40 亿，结算 24 亿；建发房产预收款 42.5 亿，其中结算 15 亿，二者合计将有 27.5 亿在 2011 年结算，加上公司还有较多项目进入推盘期，2011 年开始公司房地产业务进入结算高峰，EPS 增厚明显；项目结算假设敬请参阅下图：

图表26：公司地产项目结算预测

开发类 项目	结算面积			
	2009	2010	2011	2012
厦门滨海新城			3.0	3.0
厦门欣悦园一期	1.0	0.2		
厦门欣悦园二期			2.6	
厦门五缘湾1号一期	10.5	13.0		
厦门五缘湾1号二期		0.0	5.0	
厦门爱琴海	2.0	1.2		
厦门上东美地	0.4	0.2		
厦门南山丽苑	5.0	0.0		
厦门南山美苑			3.0	3.0
厦门集美软件学院			3.0	8.0
厦门同安洪塘头黄金工业园三期			4.0	
厦门圆山南路联发电子城	2.9	3.0		
厦门市思明区P05地块				
厦门市湖里区五缘湾P13地块				
南宁联发尚品二期	7.8	0.0		
南宁联发尚品三期		6.0	5.0	6.0
桂林联达雅居	2.7	0.6		
桂林万福路			1.5	4.0
桂林市建干路东北侧P054 地块				
天津市北塘地区京山铁路				
南昌江岸汇景二期(一)	9.5	0.0		
南昌江岸汇景二期(二)B、C标段		8.0	3.0	
南昌联发广场写字楼				4.0
南昌联发广场公寓			2.0	2.0
南昌联发广场商业		0.0		
南昌市朝阳新城				
重庆南山别墅			3.0	2.0
重庆中医学院项目				5.0
重庆北部新区鸳鸯组团				
上海中悦06号地			3.0	2.0
上海中悦5236A地		2.5		
上海中悦21号地				4.0
上海建发22#地				4.0
上海山溪地04地				
上海山溪地20地		1.0	2.0	3.0
上海普陀三村				
上海尚诚国际	0.1	0.0		
扬州市659 号地				
长沙西山汇景	4.5	1.1	4.5	
长沙湘江北尚	3.8	0.4		
长沙汇金国际		0.0	4.0	6.0
长沙建发美地				
武汉市054 地块				
武汉市武昌区徐东大街西侧				
成都建发丽水金沙		0.0	3.0	
成都建发千岛国际			3.0	9.0
成都建发鹭洲			2.0	8.0
福州领域	2.8	4.0	3.0	
福州市琴亭新区				8.0
漳州圣地亚哥	16.2	7.0	4.8	
房地产合计	66.29	48.07	67.39	81.00
房产一级开发		5.80	10.00	15.00

来源：国金证券研究所

## 盈利预测、估值和投资建议

### 盈利预测假设和结果

■ 盈利预测假设：

- ◆ 地产业务假设敬请参阅前文。
- ◆ 供应链管理与贸易业务假设见下图。

**图表27：2010年供应链和贸易业务假设**

	收入（亿元）	净利润（亿元）	净利率	备注
纸浆供应链服务	86	2	2.33%	
钢材供应链	160	2	1.25%	
汽车	33	1	5.00%	目前有21家4S店，其中利润主要来自4家保时捷4S店
铁矿石贸易	40	0.7	1.40%	做的不是主流矿山，以给国内中小钢厂供货为主
化工供应链	50	0.01	0.02%	这个做的一般，只有盈亏平衡，11年开始进入盈利阶段；刚将业务负责人换掉，是未来潜在超预期利润增长点
农产品	70	0.6	0.86%	
轻工产品	30	0.25	0.83%	
电子	20	0.18	0.90%	
酒	7	0.01	0.14%	是目前最大进口酒经销商，东亚银行有店。由于前期广告较多，盈亏平衡
其他	100	0.5	0.50%	

来源：国金证券研究所

- 根据上述假设和财务模型，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.706 元、0.844 元和 1.200 元，同比分别增长 48.58%、19.48% 和 42.17%。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年主营业务收入为 65879.86 百万元、86517.50 百万元和 109743.25 百万元，同比分别增长 62.46%、31.33% 和 26.85%。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年主营业务归属于母公司所有者净利润分别为 1580.47 百万元、1888.35 百万元和 2684.68 百万元，同比增速分别为 48.58%、19.48% 和 42.17%。

### 估值与投资建议

- 公司业务分别属于地产和物流两个跨度很大的行业，因此采用分部估值法，给予目标价 12.05-12.29 元，当前价位建议买入。
- ◆ 考虑到公司尚处于转型之中，因此供应链管理业务给予 20X11PE 和 15X12PE，相比物流业平均估值有较大折让，估值结果 7.43-7.44 元。
- ◆ 地产业务给予 10X11PE 和 7X12PE，估值结果 4.62-4.85 元。

**图表28：地产业务估值表**

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE 2010E	PE 2011E	PE 2012E	PB 2010E	PB 2011E	PB 2012E	ROE 2010E	ROE 2011E	ROE 2012E
			2010E	2011E	2012E									
000002.SZ	万科A	8.16	0.65	0.88	1.15	12.59	9.28	7.11	2.04	1.71	1.40	16.23%	18.41%	19.72%
000024.SZ	招商地产	16.38	1.24	1.61	2.06	13.19	10.15	7.96	1.54	1.35	1.17	11.69%	13.33%	14.70%
000031.SZ	中粮地产	6.36	0.26	0.34	0.57	24.65	18.71	11.16	1.81	1.66	1.46	7.35%	8.89%	13.07%
600048.SH	保利地产	12.37	1.09	1.44	1.87	11.38	8.60	6.60	1.91	1.58	1.30	16.78%	18.43%	19.74%
600376.SH	首开股份	15.48	1.22	1.69	2.18	12.74	9.15	7.10	1.66	1.41	1.18	13.04%	15.38%	16.66%
600383.SH	金地集团	6.47	0.60	0.77	0.93	10.75	8.42	6.93	1.65	1.40	1.18	15.38%	16.56%	16.99%
平均值						14.22	10.72	7.81						
房地产EPS						0.37	0.46	0.69						
采纳估值							10	7						
相对估值估值								4.62	4.85					

注：收盘价为2月28日数据，盈利预测来自朝阳永续

来源：国金证券研究所

图表29：物流业务估值表

股票代码	股票名称	收盘价	EPS (元)	EPS (元)	EPS (元)	PE	PE	PE	PB	PB	PB	ROE	ROE	ROE
		(元)	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002183.SZ	怡亚通	13.26	0.37	0.87	0.75	35.84	15.24	17.68	4.84	3.64	3.04	13.50%	23.91%	17.21%
002210.SZ	飞马国际	10.20	0.17	0.25	0.35	60.00	40.80	29.14	6.62	6.15	5.63	11.04%	15.08%	19.32%
600153.SH	建发股份	7.98	0.70	0.83	1.19	11.48	9.58	6.71	3.08	2.46	1.91	26.87%	25.71%	28.51%
300013.SZ	新宁物流	14.94	0.24	0.35	0.36	62.25	42.69	41.50	4.09	3.72	3.42	6.56%	8.71%	8.25%
600794.SH	保税科技	16.45	0.43	0.64	0.75	38.26	25.70	21.93	7.84	6.04	4.74	20.49%	23.48%	21.59%
002492.SZ	恒基达鑫	19.52	0.43	0.58	0.80	45.40	33.66	24.40	3.22	2.93	2.60	7.08%	8.71%	10.67%
600125.SH	铁龙物流	17.46	0.47	0.57	0.73	37.15	30.63	23.92	5.54	4.77	4.12	14.90%	15.56%	17.24%
600650.SH	锦江投资	11.73	0.52	0.57	0.62	22.56	20.58	18.92	3.13	2.94	2.75	13.89%	14.28%	14.55%
000529.SZ	广弘控股	6.97	0.13	0.14	0.14	53.62	49.79	49.79	5.55	5.10	4.63	10.35%	10.25%	9.30%
600787.SH	中储股份	9.82	0.31	0.43	0.53	31.68	22.84	18.53	1.91	1.76	1.63	6.03%	7.71%	8.80%
600270.SH	外运发展	11.12	0.56	0.62	0.68	19.86	17.94	16.35	2.00	1.87	1.76	10.07%	10.43%	10.76%
平均值						38.01	28.13	24.44						
供应链管理EPS						0.32	0.37	0.50						
采纳估值							20	15						
相对估值估值							7.43	7.44						

注：收盘价为2月28日数据，盈利预测来自朝阳永续

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

<b>损益表 (人民币百万元)</b>							<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>29,588</b>	<b>33,887</b>	<b>40,551</b>	<b>65,880</b>	<b>86,517</b>	<b>109,743</b>							
增长率	14.5%	19.7%	62.5%	31.3%	26.8%		货币资金	2,357	1,500	1,899	1,123	965	967
<b>主营业务成本</b>	<b>-27,729</b>	<b>-31,834</b>	<b>-36,942</b>	<b>-61,028</b>	<b>-80,385</b>	<b>-101,412</b>	应收款项	1,481	1,090	1,786	3,512	4,613	5,851
%销售收入	93.7%	93.9%	91.1%	92.6%	92.9%	92.4%	存货	4,645	5,661	13,501	11,704	15,416	19,449
<b>毛利</b>	<b>1,859</b>	<b>2,053</b>	<b>3,609</b>	<b>4,852</b>	<b>6,133</b>	<b>8,331</b>	其他流动资产	2,418	2,333	4,887	6,219	8,155	10,257
%销售收入	6.3%	6.1%	8.9%	7.4%	7.1%	7.6%	<b>流动资产</b>	<b>10,901</b>	<b>10,585</b>	<b>22,073</b>	<b>22,558</b>	<b>29,149</b>	<b>36,524</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-280</b>	<b>-265</b>	<b>-521</b>	<b>-659</b>	<b>-865</b>	<b>-1,097</b>	%总资产	71.1%	67.0%	82.1%	82.7%	86.0%	88.4%
%销售收入	0.9%	0.8%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	长期投资	1,825	2,370	3,380	3,381	3,380	3,380
<b>营业费用</b>	<b>-724</b>	<b>-885</b>	<b>-1,311</b>	<b>-1,647</b>	<b>-2,163</b>	<b>-2,744</b>	固定资产	1,765	2,083	1,050	1,070	1,089	1,107
%销售收入	2.4%	2.6%	3.2%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	11.5%	13.2%	3.9%	3.9%	3.2%	2.7%
<b>管理费用</b>	<b>-106</b>	<b>-76</b>	<b>-135</b>	<b>-217</b>	<b>-286</b>	<b>-362</b>	无形资产	801	704	296	279	285	290
%销售收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	非流动资产	4,429	5,223	4,813	4,732	4,755	4,778
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>748</b>	<b>827</b>	<b>1,643</b>	<b>2,329</b>	<b>2,819</b>	<b>4,128</b>	%总资产	28.9%	33.0%	17.9%	17.3%	14.0%	11.6%
%销售收入	2.5%	2.4%	4.1%	3.5%	3.3%	3.8%	<b>资产总计</b>	<b>15,331</b>	<b>15,808</b>	<b>26,886</b>	<b>27,290</b>	<b>33,904</b>	<b>41,303</b>
<b>财务费用</b>	<b>-33</b>	<b>-33</b>	<b>-71</b>	<b>-13</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>	短期借款	1,749	2,726	4,719	1,436	1,212	760
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	应付款项	5,270	6,182	11,400	12,924	17,002	21,497
<b>资产减值损失</b>	<b>-85</b>	<b>-143</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他流动负债	1,411	244	584	525	684	859
<b>公允价值变动收益</b>	<b>16</b>	<b>-47</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	8,431	9,152	16,703	14,885	18,898	23,116
<b>投资收益</b>	<b>242</b>	<b>160</b>	<b>88</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	长期贷款	1,684	1,255	3,806	4,306	4,806	4,906
%销售收入	25.9%	19.6%	5.3%	1.7%	1.1%	0.7%	其他长期负债	59	11	643	620	620	620
<b>%税前利润</b>	<b>25.9%</b>	<b>19.6%</b>	<b>5.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>负债</b>	<b>10,174</b>	<b>10,419</b>	<b>21,152</b>	<b>19,811</b>	<b>24,324</b>	<b>28,643</b>
<b>营业利润</b>	<b>889</b>	<b>765</b>	<b>1,641</b>	<b>2,356</b>	<b>2,828</b>	<b>4,134</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,889</b>	<b>5,124</b>	<b>4,647</b>	<b>6,203</b>	<b>8,069</b>	<b>10,731</b>
<b>营业利润率</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.8%</b>	<b>少数股东权益</b>	<b>268</b>	<b>266</b>	<b>1,087</b>	<b>1,276</b>	<b>1,511</b>	<b>1,929</b>
<b>营业外收支</b>	<b>45</b>	<b>52</b>	<b>15</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,331</b>	<b>15,808</b>	<b>26,886</b>	<b>27,290</b>	<b>33,904</b>	<b>41,303</b>
<b>税前利润</b>	<b>934</b>	<b>817</b>	<b>1,657</b>	<b>2,359</b>	<b>2,831</b>	<b>4,137</b>							
<b>利润率</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.8%</b>							
<b>所得税</b>	<b>-163</b>	<b>-127</b>	<b>-331</b>	<b>-590</b>	<b>-708</b>	<b>-1,034</b>							
<b>所得税率</b>	<b>17.4%</b>	<b>15.5%</b>	<b>20.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>							
<b>净利润</b>	<b>771</b>	<b>690</b>	<b>1,326</b>	<b>1,769</b>	<b>2,123</b>	<b>3,103</b>							
<b>净利润率</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.4%</b>							
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>比率分析</b>						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>771</b>	<b>690</b>	<b>1,326</b>	<b>1,769</b>	<b>2,123</b>	<b>3,103</b>	<b>每股指标</b>						
净利润	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.030	0.501	0.856	0.706	0.844	1.200
少数股东损益	-203	-266	-13	25	26	27	每股净资产	7.078	4.121	3.738	2.772	3.606	4.795
非现金支出	-259	-109	219	87	20	20	每股经营现金净流	-0.758	0.596	-0.227	0.929	-0.153	0.199
非经营收益	-1,241	-113	-1,821	197	-2,511	-2,704	每股股利	0.400	0.500	0.300	0.010	0.010	0.010
营运资金变动	-526	733	-289	2,078	-343	446	<b>回报率</b>						
资本开支	-1,165	-821	-485	-28	-46	-47	净资产收益率	14.55%	12.16%	22.89%	25.48%	23.40%	25.02%
投资	-357	-244	-738	-1	0	0	总资产收益率	4.64%	3.94%	3.96%	5.79%	5.57%	6.50%
其他	216	125	14	40	30	30	投入资本收益率	7.15%	7.45%	8.82%	12.62%	13.04%	16.34%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,306</b>	<b>-940</b>	<b>-1,208</b>	<b>11</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	1,500	21	302	0	0	0	主营业务收入增长率	41.04%	14.53%	19.67%	62.46%	31.33%	26.85%
债权募资	2,246	-452	2,041	-2,804	276	-352	EBIT增长率	53.94%	10.50%	98.62%	41.79%	21.04%	46.41%
其他	-392	-296	-1,038	-61	-75	-75	净利润增长率	63.88%	-12.38%	70.71%	48.58%	19.48%	42.17%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>3,355</b>	<b>-727</b>	<b>1,306</b>	<b>-2,865</b>	<b>201</b>	<b>-427</b>	总资产增长率	69.69%	3.11%	70.08%	1.50%	24.23%	21.82%
<b>现金净流量</b>	<b>1,522</b>	<b>-934</b>	<b>-192</b>	<b>-776</b>	<b>-158</b>	<b>2</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	6.3	6.6	6.4	8.0	8.0	8.0
							存货周转天数	52.0	59.1	94.7	70.0	70.0	70.0
							应付账款周转天数	15.7	17.2	17.7	20.0	20.0	20.0
							固定资产周转天数	13.9	11.9	3.6	2.2	1.7	1.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	19.22%	45.36%	124.37%	68.53%	58.03%	41.12%
							EBIT利息保障倍数	22.8	25.0	23.1	181.1	131.2	173.9
							资产负债率	66.36%	65.91%	78.67%	72.59%	71.74%	69.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.43</b>	<b>1.50</b>	<b>1.54</b>	<b>1.53</b>

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；  
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；  
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；  
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61356534  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：(8610)-66215599-8792  
传真：(8610)-61038200  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：(86755)-33089915  
传真：(86755)-61038200  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室