

建发股份 (600153.SH) 贸易行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

赵乾明

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

供应链管理业务井喷, 拉动业绩快速增长;

事件: 公司 2010 年度业绩修正公告

公司发布公告: 预计公司 2010 年全年实现净利润与上年同期相比增长幅度为 50%-100%。

评论

供应链管理业务井喷, 拉动业绩快速增长

- **公司公告与我们前期预测一致:** 在供应链管理业务快速增长的拉动下, 公司 2010 年业绩将达到 50%以上增长。(详将 3 月 1 日建发股份研究报告《被低估的供应链翘楚》)
- ◆ 公司 2010 年房地产业务收入与 2009 年基本持平, 业绩增长的动力全部源于供应链管理业务。其中, 我们预计 2010 年全年, 供应链管理国内业务部分收入同比将达到 100%的增速, 供应链管理进出口业务收入同比增长 50%。
- ◆ 公司供应链管理国内业务毛利率达到 5.48%, 要明显高于供应链管理进出口业务 4.44%的毛利率。2010 年, 公司供应链管理国内业务增速大幅领先进出口业务, 占比已经超过进出口业务, 受此拉动公司的综合毛利率得到提升。
- **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。
- **公司房地产业务 2011 年进入结算高峰:** 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。
- **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 8.00-8.03 元, 给当前股价提供了获利空间。

盈利预测及投资建议

- 我们小幅提高盈利预测, 预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.725 元、0.863 元和 1.226 元, 同比分别增长 52.45%、19.13%和 42.05%。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年主营业务收入为 663.82 亿、871.96 亿和 1106.23 亿, 同比分别增长 63.70%、31.35%和 26.87%。
- ◆ 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 16.22 亿、19.32 亿和 27.44 亿, 同比增速分别为 52.45%、19.13%和 42.05%。
- 我们维持“买入”评级, 给予公司未来 6-12 个月 12.62-12.88 元目标价位, 继续建议买入。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	29,588	33,887	40,551	66,382	87,196	110,625
增长率		14.5%	19.7%	63.7%	31.4%	26.9%
主营业务成本	-27,729	-31,834	-36,942	-61,451	-80,974	-102,177
% 销售收入	93.7%	93.9%	91.1%	92.6%	92.9%	92.4%
毛利	1,859	2,053	3,609	4,931	6,221	8,448
% 销售收入	6.3%	6.1%	8.9%	7.4%	7.1%	7.6%
营业税金及附加	-280	-265	-521	-664	-872	-1,106
% 销售收入	0.9%	0.8%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-724	-885	-1,311	-1,660	-2,180	-2,766
% 销售收入	2.4%	2.6%	3.2%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-106	-76	-135	-219	-288	-365
% 销售收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	748	827	1,643	2,389	2,881	4,211
% 销售收入	2.5%	2.4%	4.1%	3.6%	3.3%	3.8%
财务费用	-33	-33	-71	-18	-26	-28
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-85	-143	-11	0	0	0
公允价值变动收益	16	-47	-7	0	0	0
投资收益	242	160	88	40	30	30
% 税前利润	25.9%	19.6%	5.3%	1.7%	1.0%	0.7%
营业利润	889	765	1,641	2,411	2,886	4,213
营业利润率	3.0%	2.3%	4.0%	3.6%	3.3%	3.8%
营业外收支	45	52	15	3	3	3
税前利润	934	817	1,657	2,414	2,889	4,216
利润率	3.2%	2.4%	4.1%	3.6%	3.3%	3.8%
所得税	-163	-127	-331	-604	-722	-1,054
所得税率	17.4%	15.5%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	771	690	1,326	1,811	2,166	3,162
少数股东损益	60	67	262	189	235	418
归属于母公司的净	711	623	1,064	1,622	1,932	2,744
净利率	2.4%	1.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	771	690	1,326	1,811	2,166	3,162
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	203	266	-13	25	26	27
非经营收益	-259	-109	219	92	24	24
营运资金变动	-1,241	-113	-1,821	143	-2,533	-2,726
经营活动现金净流	-526	733	-289	2,071	-316	487
资本开支	-1,165	-821	-485	-28	-46	-47
投资	-357	-244	-738	-1	0	0
其他	216	125	14	40	30	30
投资活动现金净流	-1,306	-940	-1,208	11	-16	-17
股权募资	1,500	21	302	0	0	0
债权募资	2,246	-452	2,041	-2,792	254	-389
其他	-392	-296	-1,038	-66	-80	-79
筹资活动现金净流	3,355	-727	1,306	-2,858	174	-468
现金净流量	1,522	-934	-192	-776	-158	2

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,357	1,500	1,899	1,123	965	967
应收款项	1,481	1,090	1,786	3,539	4,649	5,898
存货	4,645	5,661	13,501	11,785	15,529	19,596
其他流动资产	2,418	2,333	4,887	6,261	8,214	10,334
流动资产	10,901	10,585	22,073	22,709	29,357	36,794
% 总资产	71.1%	67.0%	82.1%	82.8%	86.1%	88.5%
长期投资	1,825	2,370	3,380	3,381	3,380	3,380
固定资产	1,765	2,083	1,050	1,070	1,089	1,107
% 总资产	11.5%	13.2%	3.9%	3.9%	3.2%	2.7%
无形资产	801	704	296	279	285	290
非流动资产	4,429	5,223	4,813	4,732	4,755	4,778
% 总资产	28.9%	33.0%	17.9%	17.2%	13.9%	11.5%
资产总计	15,331	15,808	26,886	27,441	34,112	41,573
短期借款	1,749	2,726	4,719	1,448	1,202	714
应付款项	5,270	6,182	11,400	13,017	17,130	21,664
其他流动负债	1,411	244	584	529	689	865
流动负债	8,431	9,152	16,703	14,994	19,021	23,242
长期贷款	1,684	1,255	3,806	4,306	4,806	4,906
其他长期负债	59	11	643	620	620	620
负债	10,174	10,419	21,152	19,920	24,448	28,769
普通股股东权益	4,889	5,124	4,647	6,244	8,153	10,875
少数股东权益	268	266	1,087	1,276	1,511	1,929
负债股东权益合计	15,331	15,808	26,886	27,441	34,112	41,573

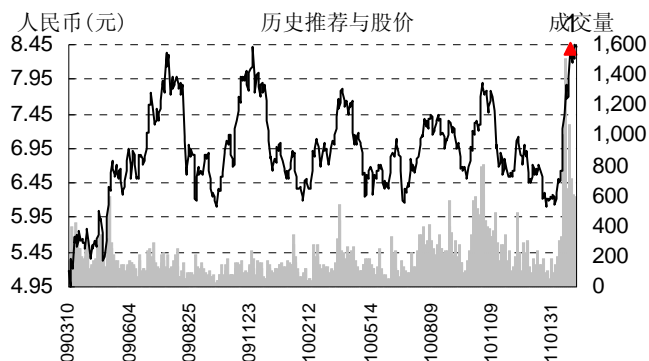
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.030	0.501	0.856	0.725	0.863	1.226
每股净资产	7.078	4.121	3.738	2.790	3.644	4.860
每股经营现金净流	-0.758	0.596	-0.227	0.925	-0.141	0.218
每股股利	0.400	0.500	0.300	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	14.55%	12.16%	22.89%	25.97%	23.69%	25.23%
总资产收益率	4.64%	3.94%	3.96%	5.91%	5.66%	6.60%
投入资本收益率	7.15%	7.45%	8.82%	12.89%	13.26%	16.58%
增长率						
主营业务收入增长率	41.04%	14.53%	19.67%	63.70%	31.35%	26.87%
EBIT增长率	53.94%	10.50%	98.62%	45.42%	20.63%	46.14%
净利润增长率	63.88%	-12.38%	70.71%	52.45%	19.13%	42.05%
总资产增长率	69.69%	3.11%	70.08%	2.06%	24.31%	21.87%
资产管理能力						
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
偿债能力						
净负债/股东权益	19.22%	45.36%	124.37%	68.31%	57.42%	40.29%
EBIT利息保障倍数	22.8	25.0	23.1	135.0	111.5	151.5
资产负债率	66.36%	65.91%	78.67%	72.59%	71.67%	69.20%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-03-01	买入	8.38	12.05 ~ 12.29

来源：国金证券研究所


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方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