

建发股份 (600153)

强烈推荐 (上调)

向供应链管理转型

市场数据

报告日期	2011-3-7
收盘价 (元)	8.28
总股本 (百万股)	2237.75
流通股本 (百万股)	2237.75
总市值 (百万元)	18752.35
流通市值 (百万元)	18752.35
净资产 (百万元)	5383.25
总资产 (百万元)	37870.67
每股净资产	2.41

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	40551	63984	81962	97730
同比增长 (%)	9.0%	57.8%	28.1%	19.2%
净利润 (百万元)	1064	1598	2410	3046
同比增长 (%)	1.3%	50.2%	50.8%	26.4%
毛利率 (%)	8.9%	8.6%	9.2%	9.7%
净利率 (%)	2.6%	2.5%	2.9%	3.1%
净资产收益率 (%)	22.9%	27.0%	29.0%	26.9%
每股收益 (元)	0.48	0.71	1.08	1.36
每股经营现金流 (元)	-0.13	3.72	-0.34	2.21

相关报告

《厦门土地成交火爆可能带来建发价值重估》2009-6-8

《资产整合优势初显》2009-4-30

《险滩已过, 09 年迎来恢复性增长》2009-4-15

分析师 王爽

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

SAC:S0190210030003

分析师 曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC:S1010210030008

联系人: 虞淼、罗人渊

房地产行业研究助理

有色金属行业研究员

投资要点

- 供应链管理区别于传统贸易的主要特质在于: 通过对物流、信息流和资金流更紧密的控制和更有效的利用, 加强其对产业链相关企业的影响, 稳步提高业务量和利润率, 并向产业链中高毛利的环节渗透。
- 产业分工的深化和中西部区域经济的发展, 要求我国在更大的范围组织生产和销售, 为建发等公司从传统贸易向供应链管理转型提供了基础。
- 供应链管理价值在于提高业务的延续性, 盈利主要来源于: 价差、利差和股权投资收益。通胀时期, 公司自营业务可扩大价差收益; 信贷紧缩时期, 公司垫资业务可放大利差收益; 对产业链的影响加强, 有助于公司获得产业链高利润率环节的股权, 增强自身盈利能力。
- 供应链管理的壁垒主要体现在人才、资金、激励和风控机制。长远而言, 公司应该在各业务部门的积极开拓与总部资源限制和风控中寻求平衡。
- 公司地产业务 11 年开始进入结算高峰期, 预计 10-12 年贡献 EPS 为 0.26、0.43、0.61 元, NAV 为每股 5.99 元。公司参股 20% 的紫金铜冠若顺利开采, 价值为每股 6.18 元。
- 公司 09 年贸易收入 360 亿元, 15 年有望突破 1000 亿, 预计公司 10-12 年 EPS 为 0.71、1.08、1.36 元, 扣除地产业务为 0.40、0.57、0.68 元, 给予 20 倍 PE, 公司合理估值区间在 12.8-16.2 元 (不考虑铜矿)。
- 公司拥有较好的资源、经验和人才积累, 管理层市场化意识强, 是一个有可能在产业组织模式转型的大背景下, 获得成功的企业, 因此给予强烈推荐评级。

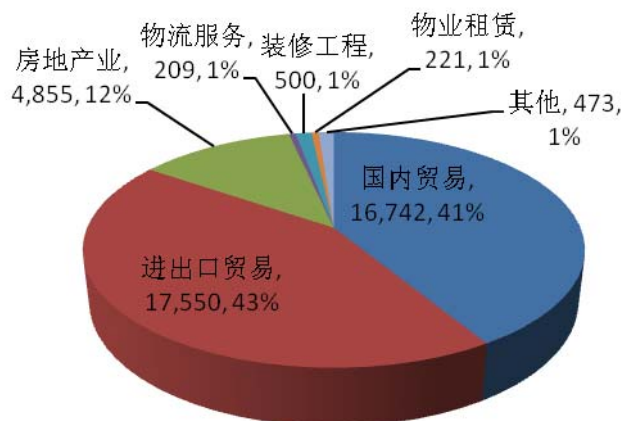
目 录

1、贸易、地产是公司两大主业	- 3 -
2、贸易向供应链管理升级	- 3 -
2.1 把控“三流”，盈利在价差、利差和股权投资	- 3 -
2.2 业务部门：专业再专业	- 7 -
2.3 总部平台：资金、激励和风控	- 8 -
2.4 跑马圈地之后如何确定优势行业？	- 8 -
3、地产进入收获期，NAV 每股 5.99 元	- 9 -
4、铜矿价值 866 亿，相当于每股 6.18 元	- 10 -
5、盈利预测与估值	- 11 -
6、风险提示	- 12 -
图 1、公司 09 年收入构成（单位：百万，%）	- 3 -
图 2、公司 09 年毛利构成（单位：百万，%）	- 3 -
图 3、我国短贷、票据和美国非金融票据利率	- 6 -
表 1、供应链管理盈利来源	- 4 -
表 2、公司利润表主要财务指标	- 4 -
表 3、公司资金流转方面的主要指标	- 5 -
表 4、公司股权投资收益	- 6 -
表 5、公司主要品类运营模式	- 7 -
表 6、供应链管理壁垒	- 8 -
表 7、联发地产待售楼盘	- 9 -
表 8、建发地产待售楼盘	- 9 -
表 9、地产销售面积和均价预测	- 10 -
表 10、房地产盈利预测	- 10 -
表 11、公司盈利预测假设	- 11 -
表 12、公司盈利预测结果	- 11 -
附表	- 13 -

1、贸易、地产是公司两大主业

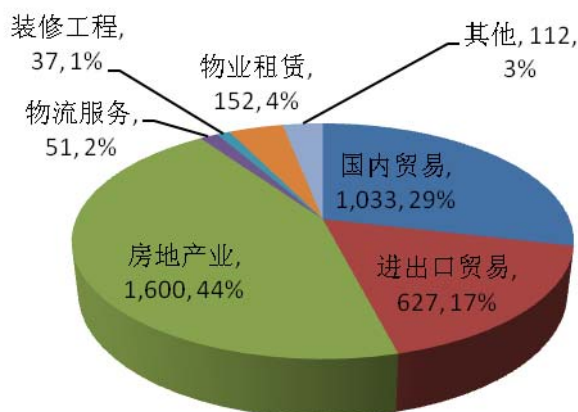
公司 04 年开始涉足国内和进出口贸易，09 年二者合计收入占 84%，毛利 46%。公司将会展业务与联发股权置换后，09 年房地产业务占比有较大增长，占收入 12%，毛利 44%。

图 1、公司 09 年收入构成（单位：百万，%）



资料来源：兴业证券研究所

图 2、公司 09 年毛利构成（单位：百万，%）



资料来源：兴业证券研究所

2、贸易向供应链管理升级

2.1 把控“三流”，盈利在价差、利差和股权投资

供应链管理区别于传统贸易的主要特质在于：通过对物流、信息流和资金流这“三流”更紧密的控制和更有效的利用，加强其对整个产业链相关企业的影响，稳步提高业务量和自身业务的毛利率，并向产业链中高毛利的环节渗透。

贸易企业最大的困惑是不知道下一单业务在哪里，供应链管理便是对这一瓶颈的突破。其通过对产业链更深入的参与，密切与上下游企业的合作关系，保障自身能够获得持续的业务量。

通常而言，供应链管理的两个典范是香港利丰和日本的三菱商社。利丰借助产业分工细化，以及生产向亚洲转移的大背景，延伸了自我业务链条，从贸易拓展到采购、组织生产以及自营品牌；三菱借贸易合作之机，参股很多资源类公司，随着资源品价格的上涨获得了不菲的股权投资收益。

掀开供应链管理华美的外衣，我们认为其通过对物流、资金流和信息流的控制，盈利主要体现在价差、利差和股权投资收益，传统物流的盈利微薄。

表 1、供应链管理盈利来源

供应链要素	盈利
物流	仓储、简单加工、配送的盈利，很微薄
信息流	业务量和价差
资金流	利差
“三流”和长期合作关系	股权投资收益

资料来源：兴业证券研究所

● 价差

价差是贸易公司传统的盈利方式，当商品呢价格单边上行的时期，或者说是在通胀的时期，公司更容易获得相对较大的价差，提升自身利润率水平。

我们剔除地产的收入和税前利润，得到国内外贸易的近似盈利数据，07、08 年数据对价差的反映较为明显。我们看到两年单位收入的资金成本接近，反映在利息费用/收入分别为 0.67%和 0.65%。但两年的利润率水平分别为 2.75%和 4.01%，1.26%的盈利差异主要来自于价差的变化，这与 08 年钢材、纸浆等商品的价格大幅上涨相对应。考虑 07 年公司也会获得价差 0 份会略低一点。

表 2、公司利润表主要财务指标

贸易（百万）	2006	2007	2008	2009
营业收入	20,355	27,793	36,176	35,696
利润总额	346	508	1,516	545
利润率	1.70%	1.83%	4.19%	1.53%
财务费用	7	33	22	71
利息费用	57	187	237	121
汇兑损益	-50	-170	-207	-50
资产减值损失	16	85	142	11
修正利润	412	763	1,451	606
修正利润率	2.03%	2.75%	4.01%	1.70%
利息费用/收入	0.28%	0.67%	0.65%	0.34%
利息费用/借款	1.60%	3.45%	4.24%	1.89%

资料来源：兴业证券研究所

● 利差

公司利差主要来源于两部分：1）公司进出口贸易获得低息外币贷款和内贸垫资之间的利差；2）人民币升值中获得的汇兑损益。

从表 2 我们看到，在人民币大幅升值的 07、08 年公司汇兑收益分别为 1.7 亿和

2.07 亿，占当年利润的 33%和 13%，正常年份汇兑收益大约在 5000-6000 万，占 10%左右。

公司进出口贸易中，业务谈判确定后，首先通过信用证进行美元或者其他外币的贷款，期限一般为 3 个月，年化利率低于 1%，如果货物、贷款能在 3 个月以内交接，公司就得到了这个时间差额的低息贷款。

信用证在报表上表现为应付票据，其占进出口贸易收入的比例逐年提高，09 年为 25%，考虑资金 5-6 次的周转，公司在进出口业务基本实施了全额的信用证贷款。

公司内贸垫资主要是确定销售后，先向生产厂家支付部分资金，厂家交货后公司全额付款，再以一定的账期向购买方讨还账款。

公司 04-09 年预付账款增长 5 倍，且比例逐年提升，显示垫资业务增长迅速，08、09 年尤为明显。其占国内贸易比例约在 10%，考虑资金 5-6 次的周转，以及应收账款和票据的比例，公司动态运营中，垫资比例约在 20-30%，2 月内尚未回收的账款应该在 15-20%。

表 3、公司资金流转方面的主要指标

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q
贸易利润率	0.0%	0.0%	1.7%	1.8%	4.2%	1.5%			
货币资金/收入	2.9%	5.7%	3.6%	8.0%	4.0%	4.7%	24.5%	8.3%	5.2%
应收票据/贸易收入	0.9%	1.0%	0.8%	2.0%	0.5%	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%
应收账款净额/贸易收入	3.2%	2.3%	1.8%	2.3%	2.0%	2.4%	2.2%	1.9%	1.6%
预付账款（百万）	798	1,060	1,377	2,298	2,173	4,665	7,681	7,182	8,430
预付账款/国内贸易收入	5.1%	6.2%	6.1%	8.6%	6.8%	13.6%	13.2%	9.9%	9.7%
应付票据（百万）	859	1,075	1,005	842	1,598	4,449	4,923	4,419	4,365
应付票据/进出口贸易收入	7.8%	9.6%	9.1%	5.8%	10.0%	25.3%			
应付账款/贸易收入	4.9%	4.9%	4.6%	5.1%	5.2%	5.6%			
利息费用（百万）	35	40	57	187	237	121			
取得借款收到的现金（百万）	2,264	3,376	3,755	7,071	4,094	8,702	4,205	6,246	10,351
利息费用/借款	1.5%	1.4%	1.6%	3.4%	4.2%	1.9%			
资金周转率	700%	523%	646%	457%	967%	522%			
资金单次周转成本	0.2%	0.3%	0.2%	0.8%	0.4%	0.4%			

资料来源：兴业证券研究所

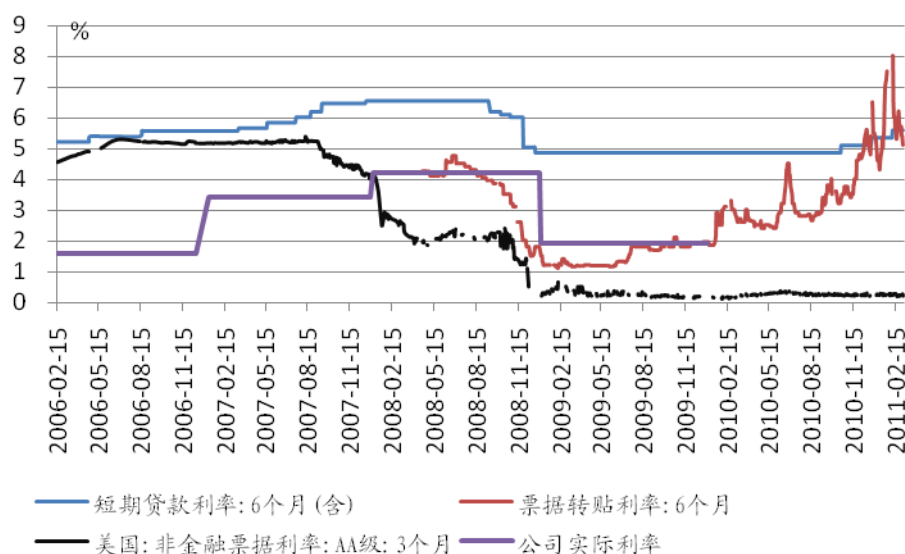
外币低息贷款拉低了公司整体的贷款利率水平，而且，由于进出口与银行有较多的业务合作，公司又是厦门当地较大的国企，信贷宽松时，公司可以获得 85 折的利率优惠，因此，公司实际利率较低，利息费用/借款在 1.5%-4.2%之间波动。

比较公司实际利率与美国票据利率、我国贷款利率的差异，公司在国内贸易中可以获得 2-3%的利差，考虑资金周转，单笔业务可以有 0.4-0.5%的垫资收益，总体利润率中大概有 1-2%来自于利差。

我国的现实状况是小企业很难获得银行的授信贷款，当信贷紧张时，公司的垫资模式将成为业务增长的重要驱动力，而且，公司有能力放大垫资业务中的利差收益。

由于公司尚未披露 10 年报，我们没有测算公司 10 年的资金成本，但由于 11 年以来 2 次上调准备金率，我国 6 个月的票贴利率持续上涨，现实中的贷款利率也在上行，而美国 3 个月票据利率还在 0.2%附近，由于公司业务模式和资金规模方面的优势，公司有可能会在 11 年获得更大的利差。

图 3、我国短贷、票据和美国非金融票据利率



资料来源: WIND、兴业证券研究所

● 股权投资收益

参股产业链中高利润环节,是贸易公司谋求长期发展的一个方式。在这个方向上,成功的公司会掌握产业链上的优质资源,成为投资控股型公司。

公司 10 年半年报非地产的股权投资收益 2489 万,其中与公司供应链业务开展联系最为密切的是永丰浆纸。公司纸浆进口大约占 8-10%,是国内最大的进口商,由于与产业链相关公司的良好合作,以及对产业链的影响力,公司了解了浆纸是造纸产业链上利润率最高的环节,因此参股了浆纸生产企业。

表 4、公司股权投资收益

投资标的	主业	持股比例	目前状况	2010H 净利润 (百万)	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
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
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
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
合计					24.89

资料来源: 兴业证券研究所

产业链上的公司都想提升自身的利润分配份额,向高毛利的环节渗透,但能否实现取决于公司对产业链的控制能力和眼光,当然还有机遇,公司获得相关产业链上的优质股权的能力还需要进一步检验,但公司已将其作为一个重要的战略目标。

2.2 业务部门：专业再专业

供应链管理的先决条件是要对产业链有足够的了解，适应不同产业链的不同运作方式，并有能力控制风险。因此，公司各业务部门要有专业的人才去运营，人才难得，专业无止境。

公司主要的品类是造纸、钢材、汽车和红酒，其在运作中表现出了不同的特质。造纸产业链各环节都相对分散，小企业居多，公司供应链管理在该领域最先取得突破，快速扩张了收入规模，取得了较高的净利率，同时由于业务合作的紧密，也实现了向纸浆公司的参股。

钢材属于大宗商品，上游矿山和大的生产厂家强势，需要提前一个月垫付货款，单位货物价值量高，需要大额运转资金。公司希望向仓储、现货市场、加工的环节延展业务链条，但难以形成对价格的影响，低利润率状态难以改变。盈利的波动主要来自自营业务对价格的判断和资金成本，代理的风险来自于保证金的比例和落实程度。

表 5、公司主要品类运营模式

品 类	产业链核心/高利润企业	产业特征	公司模式	公司概况	收入 亿元	净利润 亿元	净利率 亿元
造纸	纸浆	产 销 区 域分散， 厂 家 众 多，浆纸 相 对 集 中，供应 链 管 理 有 用 武 之 地	采购、 经销、 股权	进口纸浆国内最大，市场份额为 8-10% 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 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	86	2	2.3%
钢材	矿山，大生产商	市 场 规 模大，上 游 集 中 度 高，资 金 需 求 量 大	代理、 自营	普通贸易商，规模较大，国内前 5 可能建仓储和现货市场，辅以加工、配送和电子盘	170-180	2	1.2%
汽车	品牌生产商	消 费 进 入 爆 发 期，品牌 和 地 域 影响大	地区总代	4 个保时捷 4S 店盈利 2000 万 德国大众进口汽车福建代理商 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	33	1	3.0%
酒	品牌生产商	红 酒 导 入 期，白 酒 区 域 和 品 牌 影响大	酒庄推广 地区总代	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，全国前十大代理商 五粮液系列产品(39°、52°等)福建省代理	10	0	0

资料来源：兴业证券研究所

汽车和酒则有较强的消费属性,品牌的形象和区域的经济水平对消费量影响较大,因此,品牌生产商的零售商组织管理模式决定了公司运营模式的基调,公司的能力主要体现在能否中标和在品牌商模式下的推广能力。当销量突破一个临界点后,公司也会获得较高的利润率水平,比如汽车。

不同类型的业务,需要不同类型的人才,需要不同类型的运作模式,当然也需要不同方式的风险控制。如何在风险可控的情况下,发挥各业务部的灵活性和业务拓展能力是公司总部需要面对的挑战。

2.3 总部平台：资金、激励和风控

建发正处在供应链管理发展的初期,管理层已有意识提升自身的盈利模式,并已经付诸实践,在造纸领域取得了较好的成绩。在一个更大的视角上,中国进出口贸易的稳步增长,生产向中西部转移,都需要在更大的区域组织生产和实现消费,这样的经济大背景为建发的发展提供了基础,也与利丰 80 年代向供应链管理转型的大背景相似。

在这个大背景下,产业链上的相关企业都可能向供应链管理的模式转型,那么具备什么优势的企业才能脱颖而出呢?我们认为主要在资金规模、激励机制和风控能力,而建发在这三方面都展现出了较强的竞争能力。

表 6、供应链管理壁垒

竞争壁垒	原因	建发
资金规模	供应链管理在小企业众多的产业链上最容易取得成功,而融资困难是我国小企业的主要瓶颈之一	资产规模 379 亿,股东权益 54 亿,贷款 103 亿,与银行合作频繁,贷款一般 85 折利率优惠
激励机制	贸易是充分竞争性行业,人才对盈利至关重要	采取事业部制,对各业务部门总经理充分授权,表现出色的业务部总经理收入高于高管,年度奖励可能超过 1000 万。
风控能力	贸易毛利率低,一票业务损失需要几十票业务来弥补	每月总部派人盘点库存,应收账款和票据占总收入 3%以内,08 年商品价格大幅波动中,减值损失仅占收入 0.4%,其他年份均低于此值。

资料来源：兴业证券研究所

2.4 跑马圈地之后如何确定优势行业？

供应链管理,只有做到足够大的规模才能对产业链产生影响,提高自身利润率水平。供应链管理最容易成功的是小企业众多而分散的产业链,物流公司深耕细作有可能获得相对的集中度,形成对产业链的控制。在大宗商品产业链上,资金需求量太大,公司只能是价格的接受者,比较难向高毛利的资源类企业扩展。消费类的产业链上,品牌商居于核心位置,公司从属于其对销售的组织管理。

公司正处在扩张的初期,09 年贸易收入 356 亿,管理层计划 2015 年突破 1000 亿。而且,作为较为“资深”的贸易公司,公司品类繁多。在我们看来,公司的策略是广揽人才,控制风险,看哪个品类能做好。但公司的资源毕竟有限,如何在多品类和单品类规模中取得平衡也许是公司未来需要考虑的问题。如何在多线作战中取得成功,我们还需要边走边看。

3、地产进入收获期，NAV 每股 5.99 元

公司地处业务都在联发和建发，其中联发以二三线城市为主，建发则布局一线。

表 7、联发地产待售楼盘

联发项目	地点	权益 %	城市等级	开工	竣工	占地 万平米	可售面积 万平米	09 年底可售 万平米
联发欣悦园二期	厦门	95	二线			1.25	2.63	2.63
五缘湾 1 号	厦门	95	二线	2008 年	2010 年	0.00	30.67	17.81
滨海新城	厦门	95	二线	2010 年	2014 年	5.82	14.41	13.50
联发电子商城	厦门	66.5	二线	2008 年	2010 年	0.00	7.30	7.30
联发广场	南昌	95	二线	2007 年	2013 年	0.00	19.00	19.00
联发江岸汇景	南昌	95	二线	2008 年	2011 年	0.00	36.00	14.03
联发臻品	南宁	95	二线	2010 年	2012 年	2.32	15.41	15.41
联发尚品一、二期	南宁	95	二线	2009 年	2011 年	0.00	13.80	0.18
联发尚品三期	南宁	95	二线	未开工		6.79	16.00	16.00
重庆联发嘉园	重庆	95	二线	2009 年	2011 年	2.41	17.10	17.10
重庆南山别墅项目	重庆	95	二线	2011 年	2013 年	14.59	12.32	12.32
桂林万福项目	桂林	95	二线	2009 年	2013 年	8.45	16.23	14.90
重庆北部新区翠云项目	重庆	95	二线	2010 年	2014 年	26.02	44.63	44.63
武汉九都府	武汉	95	二线	2010 年	2013 年	2.77	12.47	12.47
杏林湾 1 号	厦门	95	二线	未动工		10.37	37.32	37.32
天津北塘项目	天津	95	二线	2009 年		32.14	33.56	33.56
合计						112.94	328.83	278.14

资料来源：兴业证券研究所

表 8、建发地产待售楼盘

建发项目	地点	权益 %	城市等级	开工	竣工	可售面积 万平米	09 年底可售 万平米
爱琴海	厦门	55	二线			9.49	1.08
南山丽苑	厦门	55	二线			12.87	1.82
南山美苑	厦门	55	二线	2010 年	2011 年	10.32	10.32
西山汇景	长沙	55	二线			19.65	14.65
湘江北尚	长沙	55	二线	2008 年	2012 年	12.48	1.82
汇金国际	长沙	55	二线	2011 年	2014 年	26.69	20.69
建发美地	长沙	55	二线			28.55	28.55
中悦 06 号地	上海	40	一线			6.58	6.58
中悦 5236A 地	上海	40	一线			2.49	2.49
中悦 21 号地	上海	40	一线			5.01	5.01
建发 22 号地	上海	40	一线	2009 年	2013 年	4.52	4.52
新江湾城（山溪地 04 地）	上海	40	一线			4.13	4.13
山溪地 20 地	上海	40	一线	2009 年	2011 年	7.44	7.44
普陀三村	上海	55	一线			4.66	4.66
建发·丽水金沙	成都	55	二线	2010 年	2012 年	10.98	10.98
建发·千岛国际	成都	55	二线	2009 年	2015 年	46.92	46.92
建发·鹭洲	成都	55	二线	2010 年	2012 年	27.16	27.16
圣地亚哥	漳州	55	三线	2009 年	2015 年	63.34	15.68
领域	福州	55	二线	2006 年	2011 年	16.69	10.82
思明区 2009P05	厦门	54.654	二线			16.73	16.73
合计						336.70	242.05

资料来源：兴业证券研究所

表 9、地产销售面积和均价预测

		2010	2011	2012	2013
联发	平均售价 (元/平米)	8879	7646	7462	8279
	销售面积 (万平米)	21	46	46	47
建发	平均售价 (元/平米)	8847	9369	12068	12916
	销售面积 (万平米)	23	38	40	56

资料来源：兴业证券研究所

表 10、房地产盈利预测

百万	2010	2011	2012	2013
收入	4349.26	7757.25	8955.21	11783.28
成本	2362.78	4467.94	4570.55	5624.26
营业税金	386.74	683.41	782.96	1099.01
销售费用	304.45	543.01	626.86	824.83
管理费用	43.49	77.57	89.55	117.83
税前利润	1251.80	1985.31	2885.28	4117.36
所得税	289.52	459.74	681.27	989.29
税后利润	962.28	1525.57	2204.01	3128.07
少数股东损益	254.25	392.88	672.08	1041.11
净利润	708.03	1132.69	1531.93	2086.96
股本	2237.75	2237.75	2237.75	2237.76
EPS (元)	0.32	0.51	0.68	0.93

资料来源：兴业证券研究所

公司一级土地开发项目——枋湖旧村改造蔡坑安置房，可售面积 150 万平米，10 年已售 10%，单平米建造成本低于 5500 元，售价大约在 8000-9000 元。综合考虑二级开发和一级开发，预计地产业务 11 年贡献 EPS 为 0.51 元，NAV 估值在 134 亿，折合每股 5.99 元。

4、铜矿价值 866 亿，相当于每股 6.18 元

公司持有厦门金冠 20% 股权，其余 80% 为紫金持股 45%，铜陵有色 35%。紫金铜冠持有蒙特瑞科公司 79.9% 的股权，后者主要资产为秘鲁白河铜钼矿(100% 权益)。依据 Snowden 矿业公司的估算报告，该矿按 0.4% 的铜边界品位计算，拥有铜金属储量超过 700 万吨，钼金属储量超过 28 万吨。依照 09 年报，公司资产 18.6 亿，净资产 12.6 亿，净利润 1992 万元。

厦门紫金铜冠的三家股东事先约定，在收购成功后，紫金矿业和铜陵有色进行采矿工作，而产品的贸易和物流由厦门建发承担。

项目迟迟未投产源于当地居民由于环保问题反对开采，若项目按计划在 2012 年投产，初期年处理矿石 2500 万吨，三至四年后扩产至 5000 万吨，按照目前铜钴价格计算届时可每年贡献净利润接近 100 亿元人民币（不考虑汇率变动，升值将导致以秘鲁新索尔计价的成本下降），假设项目运营 20 年，按 8% 贴现，则该矿产资源净现值为 866 亿元人民币（假设无追加投资）。公司 20% 权益价值 137 亿元，相当于每股 6.18 元。

5、盈利预测与估值

依照前文的分析，预计公司 10-12 年 EPS 为 0.71、1.08、1.36 元，扣除地产业务为 0.40、0.57、0.68 元，利润的增长来源于利差与价差的放大，以及业务量的增长。在 11 年信贷趋紧的背景下，利差将是公司业绩增长的重要驱动因素。

表 11、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
国内贸易	业务收入（百万元）	16,742	30,136	37,669	45,203
	同比增长率 %	6.1%	80.0%	25.0%	20.0%
	毛利率 %	6.2%	7.0%	7.3%	7.3%
进出口贸易	业务收入（百万元）	17,550	28,080	35,100	42,121
	同比增长率 %	9.9%	60.0%	25.0%	20.0%
	毛利率 %	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
房地产	业务收入（百万元）	4,855	3,839	7,077	8,275
	同比增长率 %	366.5%	-20.9%	84.3%	16.9%
	毛利率 %	32.9%	46.8%	42.9%	49.9%
营业费用 /主营业务收入 %		3.2%	3.0%	3.1%	3.1%
管理费用 /主营业务收入 %		0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
财务费用 /主营业务收入 %		13.7%	3.0%	3.1%	3.1%
实际税率 %		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：兴业证券研究所

表 12、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	40551	63984	81962	97730
增长率 %	9.0%	57.8%	28.1%	19.2%
营业利润（百万元）	1641	2367	3598	4828
增长率 %	-3.9%	44.2%	52.0%	34.2%
净利润（百万元）	1064	1598	2410	3046
增长率 %	1.3%	50.2%	50.8%	26.4%
最新摊薄每股收益（元）	0.48	0.71	1.08	1.36
每股净资产（元）	2.08	2.64	3.71	5.07
动态市盈率（倍）	17.40	11.58	7.68	6.08
市净率（倍）	3.98	3.13	2.23	1.63

数据来源：兴业证券研究所

作为国企，公司拥有较好的资源，以及贸易行业的经验和人才积累；身在一个充分竞争的行业，管理层市场化意识强，积极进取，资金、激励机制和风控将为公司未来的稳健发展提供保障。总体而言，公司是一个有可能在产业组织模式转型的大背景下，获得成功的企业。

公司物流业务未来有望维持 20-30% 的业务量增长，公司供应链管理模式的推进有望扩大公司利润率。我们对物流业务给予 15-20 倍 P/E，公司该业务价值 8.55-11.4 元。地产 NAV 为 5.99 元，考虑政策调控的风险，我们给予 20% 折价，为 4.8 元。保守起见，铜矿价值不考虑在内。

综上，公司合理估值区间在 13.3-16.2 元，当前仅为 8.27 元，给予强烈推荐评级。

6、风险提示

风险与机遇并存，公司最大的不确定性来源于贸易业务。

公司贸易的盈利来自于价差和利差。价格，尤其是大宗商品的价格难以把握，公司自营业务中可能获得收益，也有可能亏损。通胀环境下，商品价格单边上行时公司自营业务风险低；商品价格波动不确定时，公司盈利情况也有较大不确定性。

长期来看，公司如何在多产业链中保持自身的竞争优势，以及如何筛选要进入的行业，是对公司战略管理能力的检验。

● 附三张报表

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	22073	32706	41487	52378
货币资金	1899	6296	5653	10774
交易性金融资产	114	88	97	94
应收账款	808	1246	1612	1920
其他应收款	820	1026	1430	1661
存货	13501	17489	23878	27684
非流动资产	4813	4476	4484	4375
可供出售金融资产	116	108	111	110
长期股权投资	1045	1045	1045	1045
投资性房地产	1351	1280	1304	1296
固定资产	397	1004	943	881
在建工程	653	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	212	208	203	198
资产总计	26886	37182	45971	56753
流动负债	16703	25621	31456	38392
短期借款	3582	0	0	0
应付票据	4449	5627	7755	8965
应付账款	1933	14624	13694	18189
其他	6739	5370	10006	11238
非流动负债	4449	4241	4310	4287
长期借款	3806	3806	3806	3806
其他	643	435	504	481
负债合计	21152	29861	35766	42679
股本	1243	2238	2238	2238
资本公积	1117	122	122	122
未分配利润	1889	3017	5186	7927
少数股东权益	1087	1405	1896	2736
股东权益合计	5734	7320	10205	14074
负债及权益合计	26886	37182	45971	56753

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1064	1598	2410	3046
折旧和摊销	116	61	78	78
资产减值准备	-124	221	-0	76
无形资产摊销	19	16	17	16
公允价值变动损失	-7	-20	-16	-17
财务费用	71	104	-31	-98
投资损失	-88	-91	-90	-91
少数股东损益	262	318	491	840
营运资金的变动	6161	-6137	3601	-1110
经营活动产生现金流量	-4886	8314	-750	4943
投资活动产生现金流量	1213	134	60	85
融资活动产生现金流量	3801	-4051	48	93
现金净变动	128	4397	-642	5120
现金的期初余额	1500	1899	6296	5653
现金的期末余额	1628	6296	5653	10774

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	40551	63984	81962	97730
营业成本	36942	58498	74381	88265
营业税金及附加	521	973	1269	1461
销售费用	1311	1927	2562	3043
管理费用	135	187	256	303
财务费用	71	104	-31	-98
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动	-7	-20	-16	-17
投资收益	88	91	90	91
营业利润	1641	2367	3598	4828
营业外收入	20	34	34	34
营业外支出	5	6	6	6
利润总额	1657	2394	3626	4856
所得税	331	478	725	971
净利润	1326	1916	2901	3886
少数股东损益	262	318	491	840
归属母公司净利润	1064	1598	2410	3046
EPS (元)	0.48	0.71	1.08	1.36

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	9.0%	57.8%	28.1%	19.2%
营业利润增长率	-3.9%	44.2%	52.0%	34.2%
净利润增长率	1.3%	50.2%	50.8%	26.4%
盈利能力(%)				
毛利率	8.9%	8.6%	9.2%	9.7%
净利率	2.6%	2.5%	2.9%	3.1%
ROE	22.9%	27.0%	29.0%	26.9%

偿债能力(%)

资产负债率	78.7%	80.3%	77.8%	75.2%
流动比率	1.32	1.28	1.32	1.36
速动比率	0.51	0.59	0.56	0.64

营运能力(次)

资产周转率	1.90	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	53.83	58.64	53.80	52.11

每股资料(元)

每股收益	0.48	0.71	1.08	1.36
每股经营现金	-0.13	3.72	-0.34	2.21
每股净资产	2.08	2.64	3.71	5.07

估值比率(倍)

PE	17.40	11.58	7.68	6.08
PB	3.98	3.13	2.23	1.63

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。