

建发股份(600153)

资产置换将显著提升公司估值优势

建发股份资产置换方案点评（修正版）

孙建平

021-38676316

sunjianping@gtjas.com

本报告导读： 低效资产变成高盈利资产，PB 估值安全边际提高，PE 估值空间提升，资产置换完成后公司晋身为二线房产股龙头。

投资要点：

- 09 年房地产公司净利润增长最可靠的来源是：通过资产注入等方式增加可供销售结算楼盘个数，从而增加销售结算面积，增加净利润。我们一直坚持推荐张江高科、招商地产、华侨城 A、中粮地产的逻辑就在于此，因为资产置换，建发股份成为新的典型。
- 公司将把厦门国际会展中心 95%的股权与大股东建发集团持有的建发房地产 45%股权置换，作价 16.82 亿元；同时建发股份以 3.77 亿元现金收购建发房地产 10%股权。
- 建发房地产多年位居全国房地产百强，全国性开发商，08 年 6 月末资产负债率 65%，净利润率 24%，开发管理水平超出同类地方国企和民企。
- 本次资产置换最大亮点在于：建发股份以上市公司低效资产置换，而非上市公司股份和现金获得大股东优质资产，没有增加建发股份总股本，也没有向非限售流动股东融资，所以公司 PE 和 PB 估值优势提高。
- 资产置换完成后公司将拥有 452 万平米开发类项目储备，待结算权益面积 329 万平米，同时还拥有 130 万平米出租类物业；项目分布扩张到厦门、上海、成都、福州、长沙等 9 个城市。
- 未来房地产主业的盈利增长主要来自于可售和结算面积增加、项目地价成本具有显著的领先优势。
- 扣除会展和房产合作开发项目业绩贡献，即将置换进来的建发房地产 09 年将净增厚公司 0.11 元 EPS。
- 维持 08 年 0.54 元 EPS 和 0.3 元现金分红不变；预计置换完成后 09-10 年 EPS 分别为 0.69 元和 0.84 元，分别同比增长 28%和 23%。置换完成后公司 RNAV 将提高 1.6 元，达到 11.06 元（贸易资产 PB=1）。
- 分类 PE 和 RNAV 合理估值对应公司目标价为 9.5 元，相当于置换完成后 2.3 倍 PB，与主流房地产公司平均 PB 相当。
- 维持增持投资评级，建议关注。

财务摘要（百万元）	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	21,011.08	29,588.45	30,147.00	29,524.60	31,840.53
(+/-)%	33%	41%	2%	-2%	8%
经营利润（EBIT）	485.67	748.49	759.59	1572.85	1785.54
(+/-)%	186%	54%	1%	107%	14%
净利润	455.98	711.13	668.99	855.12	1,049.17
(+/-)%	114%	56%	-6%	28%	23%
每股净收益（元）	0.74	1.03	0.54	0.69	0.84
每股股利（元）	0.5	0.3	0.3	0.34	0.34

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率（%）	2.3%	2.5%	2.5%	5.3%	5.6%
市盈率	9.2	6.6	12.6	9.9	8.1
股息率（%）	7.4%	4.4%	4.4%	5.1%	5.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	¥9.5
上次预测：	¥9.0
当前价格：	¥6.80
2009.02.02	

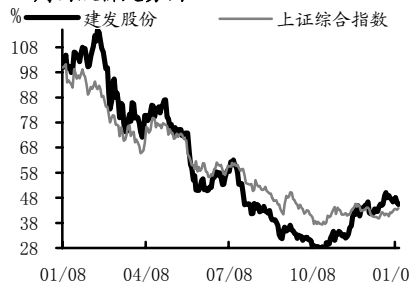
交易数据

52 周内股价区间（元）	4.04 ~ 31.12
总市值（百万元）	8,454
总股本/流通 A 股（百万股）	1,243/781
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.63
日均成交量（百万股）	6.6
日均成交值（百万元）	69.3

资产负债表摘要（09/2008）

股东权益（百万元）	5039.27
每股净资产	4.05
市净率	1.68
资产负债率	71

52 周内股价走势图



相关报告

调研报告《建发股份：重在房地产》，2008.12.30

《国泰君安地产双周报（2008 12 29-2009 01 11）》第 23 期，2009.1.23

《房价定乾坤---2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.03

《房地产上市公司三季报总结评述》，2008.11.10

《国泰君安_万科高管房地产行业政策放松解读电话会议纪要》，2008.10.23

《减税、首套房降首付和利率等政策放松快评》，2008.10.23

《国泰君安地产双周报》第 1-2、3、4、5-6、7、8、9、10、11、12、13、14、15、16、17、18、19、20、21、22，2008.1-2009.1

行业报告《资金紧张的冬天，谁的棉衣厚？——地产行业资金链状况及其影响》，2008.6.18

1. 推荐公司的行业逻辑

09 年地产公司利润增长主要来源:

- (1) 房价上涨, 可能性小;
 - (2) 房价下降, 销售量上升, 可能性大, 大多数公司可行;
- 销售量上升的来源: (a) 销售楼盘个数不变, 原有楼盘销售量增加; (b) 销售楼盘个数增加, 带来销售量增加;
- (3) 成本费用下降, 利润增加, 可能性大, 大多数公司可行;

对于某个具体上市公司来说, 楼盘销售个数增加的来源: 第一个途径是加快施工, 增加达到预售条件的楼盘个数, 这与当前资金紧张和开发商整体缩减开工的行业趋势相背离。因此, 最可行的是第二个途径, 即通过资产注入等方式增加销售楼盘个数, 而且这种增加楼盘的城市分布和上市公司现有项目城市分布有互补关系。

建发股份是满足上述最可行条件的典型代表, 使其达到这种条件的是公司刚公告的资产置换。难能可贵之处在于能够满足这种条件的公司将并不多见。除了我们一直坚持推荐的张江高科、招商地产、华侨城 A 和中粮地产外, 横空出世来了个建发股份。

2. 资产置换方案和建发房地产集团简介

2.1. 资产置换方案简介

1 月 22 日公司公告, 建发股份的厦门国际会展集团资产与大股东建发集团的建发房地产资产进行置换:

- (1) 建发股份以所持有的会展集团 95% 股权与建发集团所持有的建发房产 44.654% 股权进行等价置换。定价依据: 以截止 08 年 6 月 30 日会展集团及建发房产净资产评估值的九折作为置换定价依据。会展集团净资产评估值为 19.67 亿元; 建发房产净资产评估值为 41.86 亿元。置换作价为 16.82 亿元。
- (2) 建发股份以现金购买建发集团所持有的建发房产 10% 股权, 以获取建发房产的控股权。定价依据同 (1), 即 3.77 亿元。
- (3) 该项资产置换暨股权转让完成后, 建发股份将控股建发房产, 持有其 54.654% 股权, 不再持有会展集团的股权。

2.2. 建发房地产集团简介

建发房地产成立于 1998 年, 主营房地产开发与物业管理, 一直以来都是全国房地产百强企业。此次资产置换前建发集团持有其 100% 股权, 置换完成后建发房地产将持有 55% 的股权, 建发集团持有 45%。截至 08 年 6 月末, 建发房地产总资产 46.63 亿元, 净资产 16.37 亿元, 资产负债率 65%; 08 年上半年主营业务收入 5.2 亿元, 净利润 1.23 亿元, 净利率 24%。07 年净利润曾经达到 7 个亿。从我们调研了解情况看, 建发房地产所开发的商品房品质很好, 超出很多同类地方国企或民企的开发管理水平。

3. 资产置换完成后公司基本面将发生重大改变, 估值优势提高

3.1. 资产置换方案的投资亮点

以上市公司低效资产置换、而非上市公司股份和现金获得大股东优质资产, 没有增加建发股份的总股本, 也没有向非限售流动股东融资。这是这次大股东资产注入方案最大的看点, 非常值得欢迎和关注。

最大亮点：降低 PE 和 PB 估值水平，提高股价吸引力

PE 估值空间提升：所注入的建发房地产 09 年以后所贡献的业绩将 100%提升建发股份股价，因为注入时股本没有增加，所以净增厚的净利润不会被稀释。例如：建发房地产 09 年净增厚建发股份 0.11 元 EPS，我们关注的 27 家主流开发类公司 09 年平均 PE 是 14 倍，以此计算则建发股份股价因为资产置换有 1.5 元的股价提升空间。

PB 估值安全边际提高：建发股份 08 年三季报 4.05 元每股净资产，因为净利润增厚也将增加每股净资产。

上市公司资产质量和盈利能力有质的提升。实际亏损的、低效的会展资产变为盈利能力和前景好的房地产资产。

建发股份房地产主业将成为二线房产股龙头之一，竞争优势增强。项目储备城市分布从原来的厦门、桂林、南宁、南昌等二三线城市扩展到上海、成都、长沙、漳州、福州等一二线城市。

3.2. 房地产主业将晋身为二线房产股龙头

3.2.1. 公司将拥有 452 万平米开发类项目储备和 130 万平米出租物业

根据公开资料统计，预计建发房地产待结算面积 250 万平米，55%权益对应 138 万平米权益建面。其中，厦门项目建面占 16%，若考虑距离厦门市中心 20-30 分钟车程的漳州圣地亚哥项目，厦门项目实际占 35%，成都占 32%，上海占 14%，长沙占 12%。

表 1：建发房地产集团项目储备不完全统计

(单位：万平米，元/平米)

项目名称	产品类型	地理位置	占地 面积	建筑 面积	已售均价	预计 开发周期
厦门时尚国际	住宅	思明区东浦路	0.88	4.82	12500	2006-2009
厦门爱琴海	别墅/小高	思明区会展中心南侧	4.4	9.36	14000	2006-2010
厦门书香佳缘	住宅	湖里区南山路枋湖东路	5.18	12.92	12000	2006-2010
厦门上东美地	住宅	思明区吕岭路环湖里大道	1.74	2.96	12000	2006-2008
厦门南山美苑	住宅	湖里区枋湖片区	6.22	10.32	尚无	2009-2010
漳州圣地亚哥	别墅/住宅	龙海市角美镇龙池开发区	42.53	48.91	5200-7500	2007-2011
福州领域	别墅	闽侯区荆溪荔园度假村	26.40	13.50	14000	2006-2009
福州风景蓝水岸	江景住宅	台江区江滨大道与支前路	1.39	6.32	12000	2006-2009
长沙西山汇景	住宅	岳麓区咸家湖路	8.06	19.28	5500-7500	2007-2010
长沙湘江北尚	住宅	开福区伍家岭新河三角洲	4.02	12.48	3500-5500	2007-2010
上海江湾名居	住宅	江湾新城	1.2	26	尚无	2009-2011
上海尚城国际	商住	普陀区曹杨路与白玉路	1.26	4.46	15000	2006-2008
上海建发汇融大厦	商办	普陀区普陀三村	0.86	4.66	17000	2007-2009
成都建发鹭洲	别墅/住宅	天府新城	8.94	27.16	尚无	2007-2011
成都建发千岛国际	别墅/住宅	双流区	20	53.88	尚无	2009-2012
成都建发金沙公馆	住宅	羊西线	1.7	10	尚无	2009-2010
Total	---	---	133	257	---	---

注：(1) 以上项目不包括和建发股份合作开发项目厦门时尚国际和上海尚城国际，权益建面 4.12 万平米，参见下表 2。(2)

以上数据为根据公开资料整理的不完全统计，与项目实际数据可能有出入，以实际数据为准。

数据来源：公司调研报告《建发股份：重在房地产》，2008.12.30。

表 2: 建发股份现有房地产项目储备分布全国化, 规模适中 (单位: 万平方米)

项目名称	产品类型	地理位置	建筑面积	权益比例	待结算建面	待结权益建面	开发周期
厦门联发欣悦园	住宅	湖里区枋湖	9.27	95%	3.00	2.85	2007-2009
厦门五缘湾 1 号	住宅	湖里区五缘湾	29	95%	29	27.55	2007-2011
厦门滨海新城	住宅	思明区国际会展中心	16	95%	16	15.20	待建
厦门圆山南路项目	商业/办公	湖里区圆山路	5.16	95%	5.16	4.90	待建
南昌联发江岸汇景	住宅	红谷滩红角洲	36	95%	30	28.50	2007-2010
南昌联发广场	商住	红谷滩 CBD	23.64	100%	20.9	20.9	2007-2009
桂林联达雅居	住宅	象山区环城西一路	7.87	100%	7.87	7.87	2007-2009
桂林万福项目	住宅	城南片区	16.23	100%	16.23	16.23	待建
南宁联发尚品	住宅	青秀区仙葫开发区	37.74	100%	37.74	33.97	2006-2011
重庆南山项目	别墅	南岸区南山风景区	12.32	80%	12.32	9.86	待建
重庆中医药学院地块	商住	九龙坡区杨家坪	14.48	100%	14.48	14.48	待建
厦门时尚国际	住宅	湖里区东浦路	4.82	60%	4.82	2.89	在建
上海尚城国际	住宅	普陀图曹杨路	4.46	51%	4.46	2.27	在建
Total	---	---	214.25	---	201.98	191.16	---

注: 厦门时尚国际和上海尚城国际两个项目另外 40%和 49%的权益均在兄弟公司建发房地产。

数据来源: 公司调研报告《建发股份: 重在房地产》, 2008.12.30。

资产置换完成后, 建发股份将拥有大约 452 万平方米建筑面积的开发类项目储备, 其中, 权益建面积为 329 万平方米。城市分布从原来的厦门、桂林、南宁、南昌等 4 个二三线城市增加到漳州、福州、上海、成都、长沙等 9 个一二线城市。

此外, 建发股份在厦门湖里区, 集美区, 同安区城南工业园、黄金工业园拥有 70 万平方米工业地产, 拥有厦门联发电子商城、海富中心、联泰大厦、软件技术学院, 桂林联达商业广场等商业地产 61 万平方米。总计 130 万平方米建筑面积。

3.3. 注入资产作价公允, 盈利前景良好

表 3: 最近两年房地产上市公司大股东注入资产代表性案例作价汇总

时间	上市公司	注入标的	每平米注入成本	项目所在城市	项目状态
200602	苏宁环球	乾阳地产公司	1600	南京江北	未开发
200702	中粮地产	厦门鹏源/成都天泉置业	2500	厦门、成都	在建/未开发
200704	泛海建设	北京星火房地产公司	5200	北京朝阳区	在建/未开发
200706	香江控股	广州、保定、天津和成都香江公司	1200	广州、天津、成都等	在建/未开发/一级开发
200706	首开股份	北京城开集团和天鸿集团房地产公司	4500	北京、烟台、武汉、三亚等	出租物业/在建/未开发/一级开发
200708	上实发展	上海上实等房地产公司	3700	上海、北京、天津、青岛、湖州等	出租物业/在建/未开发
200710	城投控股	置地集团	2700	上海淮海路	未开发
200802	招商地产	蛇口项目	4300	深圳蛇口	未开发
200812	建发股份	建发房地产	2700	厦门、福州、上海、成都、长沙等	在建/未开发/一级开发

数据来源: 国泰君安证券研究所。

假设建发房地产现有未结算项目储备 250 万平方米建筑面积, 20.6 亿置换和现金收购作价, 并考虑承担负债因素, 建发股份相当于以每平米 2700 元的单价获得了集团 250

万平方米建筑面积、138 万平方米权益建面的开发类项目储备，包括在建和未开发项目。因为在建项目的存在，2700 元的获得单价远远超出了楼面地价的概念。

综合考虑评估作价时间、注入项目所在城市和项目开发状态，建发股份置换建发房地产资产的作价公允，保护和增强了上市公司和投资者利益。诚然，最可贵的还是在于上市公司是以低效资产置换，而不是股份和现金作为对价获得的。

4. 资产置换后建发房地产 09 年净增厚 0.11 元 EPS

根据我们 08 年 12 月 30 日《建发股份：重在房地产》公司调研报告的测算，09 年会展业务贡献 6800 万元净利润、0.05 元 EPS（受益于约 5000 万元的财政补贴）。

同时还有与建发房地产两个合作项目的利润分成，即拥有 60%收益权的厦门时尚国际尾盘贡献 3600 万净利润和 0.03 元 EPS；拥有 51%收益权的上海尚城国际贡献 7000 万元净利润和 0.06 元 EPS；即建发股份从建发房地产合作项目中获得 0.09 元 EPS。

我们假定 09 年开始厦门时尚国际和上海尚城国际两个项目合并到建发房地产报表。

根据项目进度和有关资料，09 年建发房地产将有厦门、漳州、长沙、上海等 7 个项目结算，结算面积 26 万平米，实现销售 21.2 个亿（表 4），大约贡献 5.52 亿净利润，扣除建发集团 45%权益后，归属建发股份的净利润为 3.04 亿元，按 12.43 亿总股本，为 0.24 元 EPS。

扣除 0.05 元会展业务 EPS 和 0.09 元合作项目利润分成后，09 年建发房地产给建发股份新增 1.4 个亿净利润，即净增厚 0.11 元 EPS。

表 4：建发房地产 09 年结算项目收入和盈利预测 （单位：万平米，百万元）

结算项目名称	结算面积	预计售价	预计收入	毛利率	08 年完成销售情况
厦门时尚国际	1.8	12500	225	65%	已售大部分
厦门书香佳缘	2.5	13000	325.00	67%	已售大部分
漳州圣地亚哥	6.5	4962	322.5	54%	在售
福州风景蓝水岸	3.5	12000	420.00	67%	在售
长沙西山汇景	4	4600	184.00	30%	在售
长沙湘江北尚	5	3900	195.00	31%	在售
上海尚城国际	3	15000	450.00	70%	在售
Total	26.3	---	2121.5	59%	---

数据来源：国泰君安证券研究所预测。

5. 业绩预测：09 年和 10 年 EPS 分别修正为 0.69 元和 0.84 元

5.1. 08 年业绩预测：维持 08 年 0.54 元 EPS 预测不变

贸易物流业务：1-6 月已经完成贸易收入 161 亿元，同比增长 4%；我们预计全年完成 290 亿元贸易收入，同比增长 8%。中报毛利率从往年的 3.5%左右上升到 6.7%；过去 5 年贸易业务净利率稳定在 1-1.6%之间，鉴于中报已实现的毛利率表现，我们预计 08 年净利润率有望达到 1.4%，即贸易业务贡献 4.13 亿元净利润（表 6），按 12.43 亿现有股本 EPS 为 0.33 元。

公司物流业务承接国内外贸易业务，发展迅速。07 年物流收入达到 2.87 亿元，净利润一举突破 4000 万，达到 4100 万，贡献 0.06 元 EPS。08 年中报已实现 2800 万毛利润。预计 08 年完成 3.1 亿元收入，净利润为 4456 万元，贡献 0.04 元 EPS。

房地产业务：根据公司项目开发和销售进度，预计 08 年结算的房地产项目将是厦门联发欣悦园、南昌江岸汇景、桂林联达雅居和南宁联发尚品（后三个异地项目已是三季报结算主力）。预计结算面积 19 万平米，均价约 4300 元，预计结算收入 8.3 亿元，但因南昌、桂林和南宁整体房价低，所以毛利率只有 33%（表 5）。考虑有关税费，公司房地产业务 08 年贡献 1 个多亿净利润，贡献 0.08 元 EPS。

表 5：公司 08 年和 09 年房地产结算项目收入和盈利预测

（单位：万平米）

年份	2008E				2009E				08 年完成销售情况
结算项目名称	结算面积	预计售价	预计收入	毛利率	结算面积	预计售价	预计收入	毛利率	
厦门联发欣悦园	1.5	11500	172.5	59.1%	1.2	11000	132.00	57.3%	预售一部分
厦门五缘湾 1 号					3	13500	405.00	46.7%	2.5 万平米/均价 1.3 万
南昌联发江岸汇景	7	4200	294.00	33.3%	9	3990	359.10	29.8%	预售了 66%
南昌联发广场					5	4150	207.50	37.3%	尚未销售
桂林联达雅居	5	3200	160.00	25.0%	3	3040	91.20	24.3%	基本完成
南宁联发尚品	5.8	3500	203.00	20.0%	6.5	3500	227.50	22.9%	预售一部分
重庆南山别墅					2	9000	180.00	52.2%	尚未销售
Total	19.3	4298	829.50	34%	29.7	5395	1602.3	39%	---

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究所。

综上，预计 08 年公司实现净利润 6.69 亿元，EPS 为 0.54 元。其中，73%来自于贸易物流，仅有 16%来自于联发集团的房地产。

5.2. 09 年业绩预测：EPS 修正到 0.69 元

贸易物流业务：虽然公司管理层表示，对于贸易类业务，只要存在价格波动，无须管价格高低，就会有贸易利润；并且正受益于中小贸易公司倒闭让出来的市场份额（参见上文分析），但考虑宏观经济景气前景，从谨慎预测角度出发，我们假设 09 年公司贸易收入负增长 12%，即贸易收入规模下降到 255 亿元，回落到 06 年水平。同时，假设国内和国际贸易进货价增长快于出货价，即贸易毛利率从 08 年的 4%下降到 3.1%，净利率下降到 1.1%，相当于 05-07 年平均水平，但低于 00 年以来平均水平。以上指标历史表现的推测数参见下表 10。因此，预测 09 年贸易收入贡献 2.87 亿元净利润，同比下降 31%，等于 0.23 元 EPS。

表 6：公司贸易业务历史表现以及 08-09 年贸易业务盈利预测

年份	2000A	2001A	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	05-07 平均	2008E	2009E	2010E
贸易收入	33.04	57.8	70.85	98.3	155.13	170.03	225.86	268	221.3	290	255.2	275.62
增长率	--	75%	23%	39%	58%	10%	33%	19%	53%	8%	-12%	8%
毛利率	3.9%	--	--	2.8%	2.7%	2.2%	2.7%	3.3%	2.8%	4.00%	3.10%	3.20%
净利率	1.1%	1.4%	1.4%	1.6%	1.4%	1.01%	1.03%	1.1%	1.1%	1.4%	1.1%	1.2%

注：单位为亿元；00-03 年用港口贸易数据代替；净利率为推测数。数据来源：公司资料，国泰君安证券研究所。

预计 09 年公司物流收入下降 10%，为 2.81 亿元，净利润 4000 万，贡献 0.03 元 EPS。

房地产业务：根据最新了解信息，我们把联发集团原有项目销售做了调整，即厦门联发欣悦园 09 年结算面积从 2 万平方米下调到 1.2 万平方米，厦门五缘湾 1 号结算面积从 5 万平方米下调到 3 万平方米，销售均价均不变（表 5）。联发集团 09 年总计完成 29.7 万平方米，房地产主业实现 16 亿元主营收入，贡献净利润 2.24 亿元，EPS 贡献提高到 0.18 元。其中，厦门五缘湾 1 号是主要贡献，占 1/3。

加上上文所预测的建发房地产 0.24 元 EPS 预测，房地产主业 09 年有望贡献 0.42 元 EPS。

加总，09 年建发股份净利润同比增 28%，达到 8.55 亿元，EPS 预测调高到 0.69 元，其中，联发集团和建发房地产的房地产主业贡献 62%，主要受益于本次资产置换后公司结算项目个数增加而带来的净利润增加，建发房地产净增厚 0.11 元 EPS。

5.3. 10 年预测：EPS 修正到 0.84 元

贸易物流业务：假设贸易收入、毛利率和净利率均有一定回升。276 亿元贸易收入相比 08 年还是下降 5%，贡献净利润 3.3 亿元，相当于 0.27 元 EPS。

预计 10 年公司物流收入恢复到 3.06 亿元，略低于 08 年；净利润 4372 万元，贡献 0.04 元 EPS。

房地产业务：对于联发集团，除了表 5 中 09 年结算老项目外，10 年五缘湾 1 号项目结算面积有望增加到 6.5 万平米；同时新增预计售价达到 18000 元的厦门圆山南路的商业/写字楼项目。对于建发房地产，除了表 4 中结算老项目外，有望新增成都建发鹭洲项目 4 万平米结算，均价 6500 元。预计 10 年房地产共结算面积约 50 万平米，收入约 40 亿元，净利润增加到 6.7 亿元（扣除了建发集团 45% 的建发房地产权益），EPS 贡献提高到 0.54 元。

加总，10 年建发股份净利润同比增加 23%，达到 10.5 亿元，EPS 预测调高到 0.84 元。其中，联发集团和建发房地产的房地产主业贡献 64%，依然受益于本次资产置换，即结算项目个数增加而带来的净利润增加。

6. 维持增持投资评级，略微提高目标价到 9.5 元

分类 PE 法估值：公司业务大类分为贸易物流和房地产，根据同类公司估值和我们认可的 PE 合理倍数，公司贸易业务 10 倍、房地产业务 15 倍动态 PE 为合理估值，则对应 09 年目标价 9 元（表 14）。

表 7：分类 PE 估值下公司目标价

业务大类	EPS	目标 PE	目标价
贸易物流	0.26	10	2.63
房地产	0.42	15	6.37
Total	0.69	13	9.00

注：（1）贸易物流 PE 估值合理倍数从 08 年 12 月 30 日《建发股份：重在房地产》调研报告中的 12 倍下调。（2）EPS 加总数据差异是四舍五入的结果。

数据来源：国泰君安证券研究所预测。

房地产资产 RNAV 估值：贸易业务净资产按照 PB=1 估值，不考虑任何增值。本次资

产置换后，厦门国际会展中心置换出去，建发房地产 250 万平米建筑面积的房地产项目置换进来，即 138 万平米权益建筑面积房地产项目新增约 1.82 元 RNAV。最后得到 11.06 元 RNAV 为(表 8)。按照成熟市场和 A 股市场对“出租+开发”类公司 85%RNAV 估值，得到的目标价是 9.4 元。

表 8: 公司 RNAV 测算 (单位: 百万元)

资产类别	权益建面	资产净值	每股价值
联发集团开发类项目	184	2658.78	2.14
出租类项目	130	3797.66	3.05
建发房地产开发类项目	138	2262.8	1.82
资产置换完成后每股净资产			4.05
Total	452	8719.2286	11.06

注: (1) 开发类贴现率为 9%，出租类贴现率为 8%; (2) 建发房地产净负债假设为 20 亿，略高于建发股份的 18.5 亿元。(3) 贸易业务净资产按照 PB=1 计算。

数据来源: 国泰君安证券研究所。

PB 估值: 两种估值方法综合，公司目标价为 9.5 元左右，建发股份 08 年三季报 4.05 元每股净资产，9.5 元目标价对应的 PB 为 2.35 倍，与房地产行业平均 PB 相当。

目前股价 6.8 元，相对于目标价股价还有 40% 空间，维持增持投资评级。

附表：公司损益表及其预测

(单位：百万元，百万股)

年份	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	15,782.19	21,011.08	29,588.45	30,147.00	29,524.60	31,840.53
营业收入	15,782.19	21,011.08	29,588.45	30,147.00	29,524.60	31,840.53
二、营业总成本	15,605.57	20,548.39	28,957.53	29,408.28	28,044.85	30,154.31
营业成本	15,140.29	19,942.69	27,729.03	28,641.49	26,811.06	28,829.06
营业税金及附加	34.16	76.54	280.22	314.64	617.93	664.52
销售费用	368.1	428.21	724.3	228.05	239.31	256.99
管理费用	70.09	77.97	106.41	203.23	283.45	304.42
财务费用	-7.07	6.91	32.88	20.88	93.10	99.32
资产减值损失		16.06	84.68			
三、其他经营收益	30.47	54.09	257.77	52.87	0.00	0.00
公允价值变动净收益		0.76	15.99			
投资净收益	30.47	53.33	241.78	52.87	0.00	0.00
其中：对联营和合营企业投资收益						
汇兑净收益						
四、营业利润	217.64	516.79	888.69	791.59	1,479.75	1,686.22
加：营业外收入	11.9	57.61	46.69	94.67	0.00	0.00
减：营业外支出	0.59	1.6	1.63			
五、利润总额	288.95	572.8	933.75	886.25	1,479.75	1,686.22
减：所得税	41.19	90.04	162.75	212.14	361.46	412.31
六、净利润	482.76	771	674.11	812.85	1,118.29	1,273.91
减：少数股东损益	26.79	59.86	5.12	18.26	263.17	224.74
归属于母公司所有者的净利润	455.98	711.13	668.99	794.59	855.12	1,049.17
七、每股收益：						
总股本	617.6	617.6	690.66	1243.19	1243.19	1243.19
基本每股收益	0.34	0.74	1.03	0.54	0.69	0.84

注：09年前会展中心的财政补贴在营业外收入中反映，建发股份与建发房地产合作项目收益在投资收益中反映。

数据来源：wind 资讯，国泰君安证券研究所预测。

作者简介:

孙建平: 经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

免责声明

本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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com