

“贸易+房地产”双主业，投资价值有保障

建发股份（600153）

评级：增持（首次）

股价：11.98 元

目标价位：14.00 元

深度报告

2009 年 5 月 26 日 星期二

桂长元
021-50586660-8623
gcy@longone.com.cn
房地产行业

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 14.00 元
升值潜力 (%) 17
目标价确定日期：2009-5-26

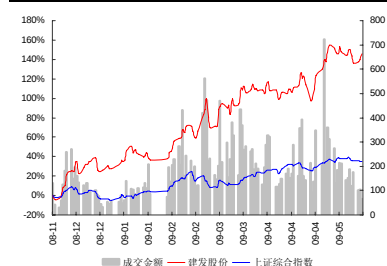
重要数据

总股本(亿股) 12.43
流通股本(亿股) 12.43
总市值(亿元) 152.66
流通市值(亿元) 152.66

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	12.3	6.6
3 个月	33.3	11.2
6 个月	144.5	108.1

最近 6 个月相对沪深 300 走势



公司主要财务数据预测

年份	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入（百万元）	21,011.1	29,588.5	33,886.9	34,905.0	39,245.0	44,391.0
增长率		40.8%	14.5%	3.0%	12.4%	13.1%
净利润（百万元）	482.8	771.0	690.2	797.5	1,011.0	1,197.0
增长率		59.7%	-10.5%	15.6%	26.8%	18.4%
每股收益（元）	0.74	1.12	0.5	0.64	0.81	0.96

投资要点

- “贸易+房地产”双主业经营格局可攻守自如。公司控股股东为厦门建发集团，隶属于厦门市国资委，连续多年居福建省企业集团 100 强首位。公司上市十年来，贸易、房地产等业务取得了长足进展，主营业务收入年均增长 35%，税后净利润年均增长 32%。继今年 1 月进行资产置换暨股权转让之后，公司“贸易+房地产”双主业模式正式得以确立。
- 产业环境将受益于海西区建设，公司将是闽南受益最大的上市公司。2009 年 5 月 4 日，国务院召开常务会议，讨论并原则通过《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》。我们认为，随着海西区具体政策的逐渐公布，两岸经济往来日渐紧密，公司贸易、房地产、港口、物流等业务将全面受益，公司将是闽南地区受益最大的上市公司。
- 贸易主业依托于国内/外两个市场，公司有很强的经营能力，具备同类企业难以达到的规模效应。贸易主业类公司经营风险主要来自于应收账款管理、库存管理和价格波动，建发股份采取有效措施成功规避了贸易风险。在考虑由贸易、物流向供应链的上下游转型时，公司选择性借鉴了日本“综合商社”的经营模式，其基本特点是：投资比例较低，投资金额较小，所投资对象或者是知名企业、或者是所熟悉的厦门本土企业、或者是上下游产业链客户。
- 土地储备权益总建面 298 万平米，可供 2-3 年开发所需，且具有成本领先优势。公司现拥有 525 万平米总建面的开发类项目储备，其中权益总建面 298 万平米，可供未来 2-3 年开发之所需。公司项目取得时间普遍较早，楼面地价较周边土地行情普遍偏低，在同类公司和项目中具有很好的成本领先优势。以厦门滨海新城为例，项目楼面地价 938 元/平米，而周边土地行情单价 4786 元/平米，相对于预期售价 14000 元/平米，该项目毛利率预计可超过 60%。
- 公司目标价 14.00 元，相对目前股价还有 17%涨幅空间，首次评级为“增持”。我们预计，公司 09/10/11 年的主营业务收入分别可以达到 349.05 亿元、392.45 亿元、443.91 亿元，对应 EPS 0.64 元、0.81 元和 0.96 元。若采取分类 PE 估值法：贸易物流、房地产对应平均动态 PE 为 21 倍、23 倍，公司对应目标价 14.12 元。若运用 RNAV 估值，公司每股价值 10.36 元。综上，我们设定公司目标价 14.00 元，相对目前股价还有 17%的涨幅，首次给予公司“增持”的投资评级。

目录

1. “贸易+房地产”双主业经营格局	1
1.1 控股股东拥有雄厚的地方国资背景	1
1.2 公司年复合增长率超过 30%	1
2. 产业环境将受益于海西区建设	2
2.1 海西区建设掀开新篇章	2
2.2 公司贸易、房地产、港口、物流等业务将深受其惠	2
3. 贸易业务	3
3.1 地域优势	3
3.2 风险管理到位	4
3.3 “综合商社”式的供应链运营	5
3.4 贸易业务盈利预测	5
4. 房地产业务	6
4.1 土地储备规模适中，可供未来 2-3 年开发所需	6
4.2 项目土地成本较低、盈利前景看好	8
4.3 开发类项目结算与盈利预测	9
5. 盈利预测与投资建议	9

图表目录

图 1: 公司主营业务收入年均增长 35% (单位: 百万元)	1
图 2: 公司税后净利润年均增长 32% (单位: 百万元)	1
图 3: 海西经济区	3
图 4: 厦门国内贸易近年增长率超过 15% (单位: 亿元)	4
图 5: 厦门外贸进出口持续增长 (单位: 亿美元)	4
图 6: 厦门对台贸易增幅维持在 8% 左右	4
图 7: 厦门外贸进出口占全省的 53%	4
图 8: 公司土地储备主要分布在厦门、长沙、成都和南宁等城市	6
表 1: 上市以来公司净利润的 56% 通过现金派息分配给股东 (单位: 元)	1
表 2: 公司所投资上下游产业链部分企业情况 (单位: 百万元)	5
表 3: 09-11 年公司贸易主业盈利预测 (单位: 亿元)	6
表 4: 公司现有房地产项目储备规模适中	7
表 5: 公司项目储备地价成本普遍较低	8
表 6: 09/10/11 年公司房地产结算项目盈利预测	9
表 7: 公司分类 PE 估值	9
表 8: 公司 RNAV 估值	10
表 9: 公司财务预测	11

1. “贸易+房地产”双主业经营格局

1.1 控股股东拥有雄厚的地方国资背景

公司控股股东为厦门建发集团，隶属于厦门市国资委。集团创立于1980年12月，迄今为止已发展成为注册资本30亿元，资产总额超过260亿元，年营业收入超过340亿元的大型国有投资型企业集团，主要业务涵盖供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展、信托等多个领域，2008年列中国企业500强第147名、中国服务业500强第48名，并连续多年居福建省企业集团100强首位。

1.2 公司年复合增长率超过30%

自1998年上市以来，公司主要从事贸易、物流、房地产开发、会展、实业投资等业务。上市十年来，随着经营管理水平不断提高，公司贸易等业务取得了高速增长，2008年营业额达到338.87亿元，主营业务收入年均增长35%，税后净利润年均增长32%。公司高比例的现金分红为投资者带来了丰厚的回报，自上市以来累计现金分红17.385亿，分红比例达55.93%，2005年起公司持续入选“上证红利指数样本股”。

表 1：上市以来公司净利润的 56%通过现金派息分配给股东（单位：元）

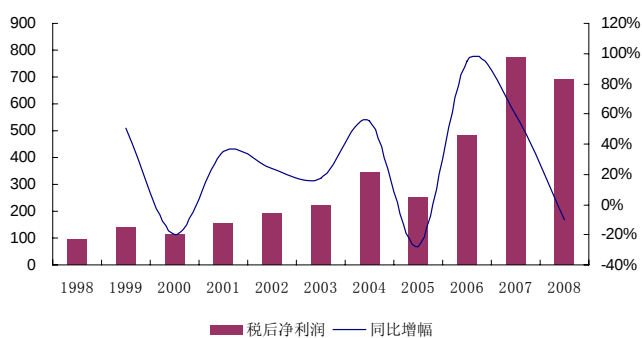
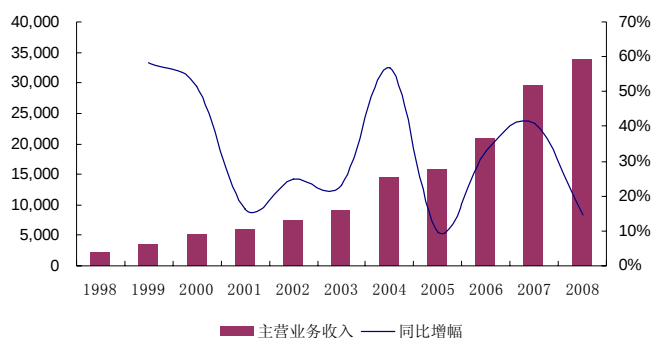
年份	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
每股派息（税前）	0.25	0.3	0.5	0.4	0.35	0.5	0.5	0.05	0.3	0	0.02
每股收益	0.5	1.12	0.74	0.345	0.5	0.51	0.56	0.49	0.35	0.51	0.5
股利支付率	50%	27%	68%	116%	70%	98%	89%	10%	86%	0%	4%

数据来源：公司公告、东海证券研究所

2009年1月22日，公司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，作价16.82亿元。与此同时，公司以3.77亿元现金购买建发集团所持有的建发房产10%股权。该项资产置换暨股权转让完成后，公司持有建发房产54.654%股权（获得控股地位），同时，不再持有会展集团的股权。至此，公司“贸易+房地产”双主业运营模式正式确立。

图 1：公司主营业务收入年均增长 35%（单位：百万元）

图 2：公司税后净利润年均增长 32%（单位：百万元）



数据来源：公司资料、东海证券研究所

2. 产业环境将受益于海西区建设

2.1 海西区建设掀开新篇章

2009年5月4日，国务院召开常务会议，讨论并原则通过《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》（下称《意见》）。

《意见》指出，海西区东与台湾地区一水相隔，北承长江三角洲，南接珠江三角洲，是我国沿海经济带的重要组成部分，在全国区域经济发展布局中处于重要位置。福建省在海西区中居主体地位，具有对台交往的独特优势。

《意见》还称，在当前两岸关系出现重大积极变化的新形势下，应采取更加有力的措施，进一步发挥福建省比较优势，赋予先行先试的政策，加快建设海西区，促进福建省经济社会又好又快发展。

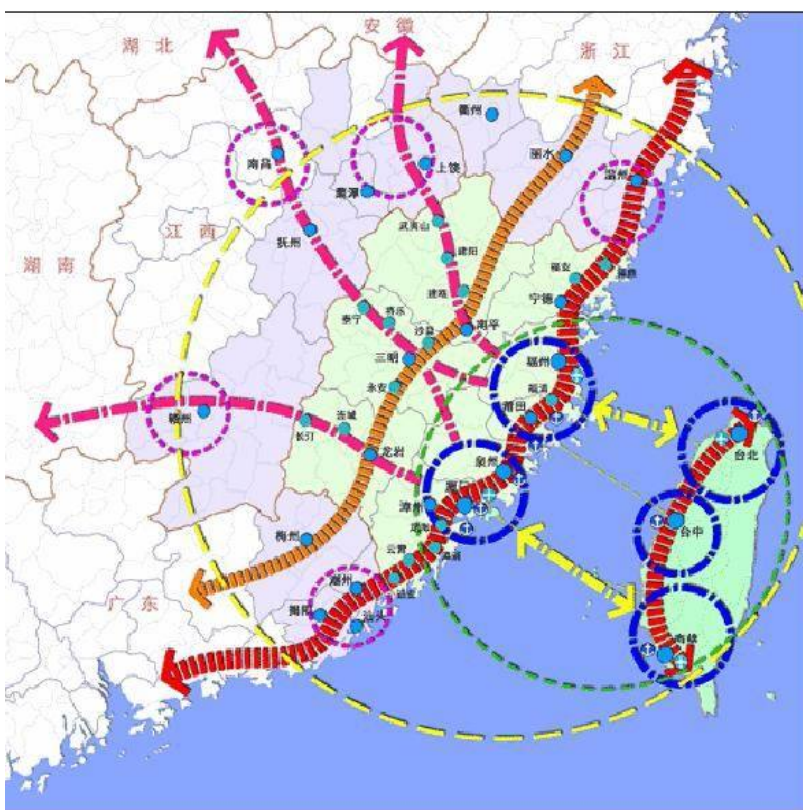
《意见》指出，为加快建设海西区，要求重点做好七方面工作：一是加强两岸产业合作和文化交流；二是加快现代化基础设施建设；三是高起点发展特色产业；四是推动跨省区域合作；五是先行试验一些重大改革措施，继续发挥海西区对外开放的先行作用；六是加快社会事业发展；七是加快生态文明建设。

2.2 公司贸易、房地产、港口、物流等业务将深受其惠

海西区概念最初由时任福建省省长、现福建省委书记卢展工于2004年初在福建省人代会上提出，迄今已满5年。此次国务院常务会议原则通过《意见》，是在中央政府层面首次承认这一提法并给予支持。

我们认为，海西区将成为继长三角、珠三角、环渤海经济区之后，中国又一大经济区域和中国经济增长新引擎。随着海西区具体政策的逐渐公布，两岸经济往来日渐紧密，我们预计公司贸易、房地产、港口、物流等业务将全面受益，公司将是闽南地区受益最大的上市公司。

图 3: 海西经济区



资料来源：中国台湾网

3. 贸易业务

目前，公司已形成了以浆纸、钢材、医疗器械、汽车、矿产、轻工、纺织服装和机电等产品为主，兼有其他类型产品多元化进出口贸易产品结构，已在全国主要城市建立了贸易分销机构，并与 70 多个国家和地区建立了贸易往来关系。

3.1 地域优势

厦门市地处中国东南沿海—福建省东南部、九龙江入海处，背靠漳州、泉州平原，濒临台湾海峡，整个海岸线蜿蜒曲折，全长 234 公里，港阔水深，终年不冻，是条件优越海峡性的天然良港，有史以来就是中国东南沿海对外贸易的重要口岸。厦门港拥有东渡、海沧、鹭江、杏林等 7 个港区、77 个生产性泊位，其中：万吨级以上泊位 18 个，集装箱专用泊位 7 个，已跻身国内大型一类港、世界集装箱大港 20 强之列。

近年来，厦门国内/国外贸易均取得了长足的进展。自 2005 年来，国内贸易年增长率均超过 15%，2008 年社会消费品零售总额达到 418.92 亿元。对外贸易持续增长，尽管增幅减缓，但 2008 年外贸进出口总额 453.89 亿美元，占全省比例已经上升到 53.5%。厦门贸易业务的高度发达为公司的发展提供了良好的商业环境。

图 4: 厦门国内贸易近年增长率超过 15% (单位: 亿元)

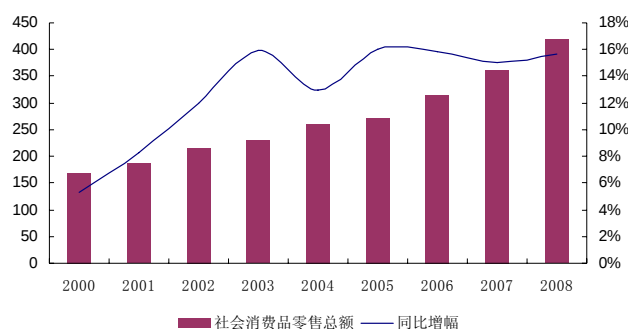
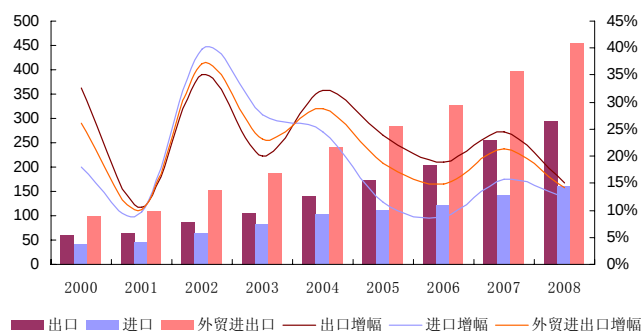


图 5: 厦门外贸进出口持续增长 (单位: 亿美元)



数据来源: 厦门市统计信息网、东海证券研究所

图 6: 厦门对台贸易增幅维持在 8% 左右

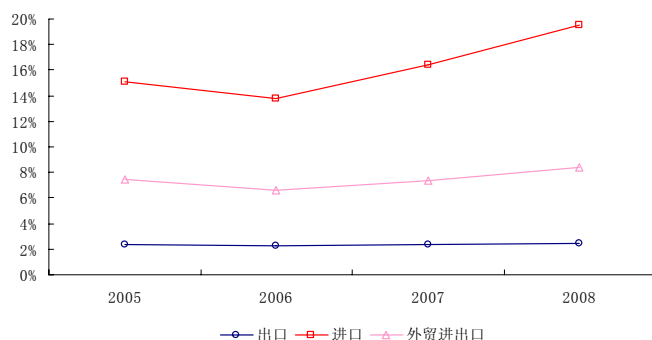
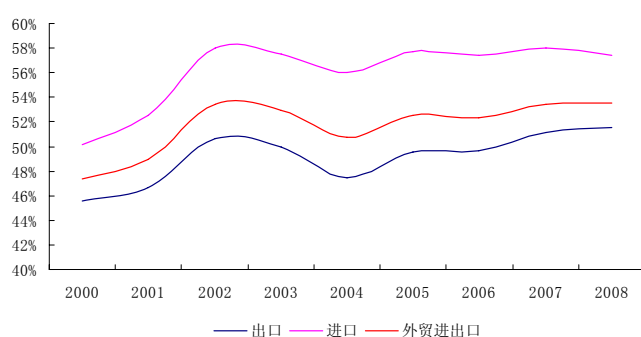


图 7: 厦门外贸进出口占全省的 53%



数据来源: 厦门市统计信息网、东海证券研究所

3.2 风险管理到位

贸易主业类公司的经营风险主要来自于应收账款管理、库存管理和价格波动。建发股份贸易主业在做强做大的过程中, 并没有出现风险失控的不良记录。经观察, 我们认为, 建发股份主要从以下三个方面入手规避风险:

(1) 事前、事中和事后三层风险监控。公司设立了 ERP 全方位风险管理系统, 有专人、专门的部门对各类风险进行事前、事中和事后的监控, 每笔业务的风险结果和业务人员的考核挂钩。

(2) 针对不同商品采取自营或代理的贸易方式。不同的商品因其交易量大小、销售渠道是否顺畅、价格波动大小而呈现不同的贸易特征, 公司针对不同的商品采取不同的贸易方式。例如, 纸浆是公司传统的贸易业务, 业务量全国第一, 公司不仅拥有顺畅的下游销售渠道, 同时也参与了上游企业投资, 所以该类业务的 80-90% 是自营为主。但是, 对于钢材制品, 尽管公司业务量也很大, 但因为其价格波动较大, 同时对上下游没有纸浆那么好的控制力, 所以该类业务的 80-90% 采取代理为主。

(3) 立足国内和国外两个市场, 分散风险。2008 年公司贸易业务总额达到 317.53 亿元, 其中国内贸易、进出口贸易收入分别为 157.86 亿元、159.67 亿元, 规模已经

相当庞大。2008 年国内贸易和进出口贸易比例接近 1:1，改变了过去高度依赖国际市场的格局（2004 年比重为 3:7），这意味着可以分散贸易风险。

3.3 “综合商社”式的供应链运营

2006 年，公司确定了向“供应链运营商”转型的战略目标，并逐渐加大了对贸易供应链中实体企业的投资，与此同时也考虑包括租赁、保险等服务内容。

在考虑由贸易、物流向供应链的上下游转型时，公司选择性借鉴了日本“综合商社”的经营模式。总体而言，其基本特点是：投资比例较低，投资金额较小，所投资对象或者是知名企业、或者是所熟悉的厦门本土企业、或者是上下游产业链客户。

表 2：公司所投资上下游产业链部分企业情况（单位：百万元）

投资标的	注册地	主业	公司持股比例	期末余额	目前状况
四川永丰浆纸股份公司	四川乐山	造纸	40%	83.52	即将投产
厦门紫金铜冠投资公司	厦门	有色金属	20%	255.05	前期准备
厦门船舶重工股份公司	厦门	船舶制造	20%	50	经营中
厦门现代码头有限公司	厦门	码头物流	50%	106.74	暂停建设
厦门星辰物流公司	厦门	物流	50%	6.5	经营中
君龙人寿保险有限公司	厦门	保险业	50%	120	2008年底开业
厦门星鲨药业集团有限公司	厦门	医药生产、销售	30%	43.5	经营中
厦门华联电子有限公司	厦门	LED、遥控器生产	36.55%	62.5	经营中
大连龙源鱼粉股份公司	大连	鱼粉饲料	40%	20	经营中
福建金山投资公司	龙岩	海外金铜矿开发	20%	2	尚未产生效益

资料来源：公司公告、东海证券研究所

3.4 贸易业务盈利预测

公司在贸易上具备很强的经营能力，我们预计 2009 年、2010 年、2011 年贸易收入仍将是公司主要收入来源。

预计 2009 年可贡献 0.28 元 EPS：受世界金融危机的影响，公司出口业务出现了大幅下滑，但由于进口增长迅猛，外贸进出口总额仍然保持增长态势。公司进出口贸易方面，09 年一季度出口金额 1.97 亿美元，同比下降 33.6%；进口金额 2.29 亿美元，同比增长 46.92%；外贸进出口总额 4.26 亿美元，同比增长 7.06%。公司国内贸易方面，09 年一季度金额约 28 亿元，同比降幅 19%。考虑到受益于中小贸易公司倒闭让出来的市场份额，以及宏观经济景气前景，我们假设 2009 年公司贸易收入零增长，即贸易收入规模约 320 亿元。同时，假设贸易毛利率较 08 年下降 1.2 个百分点，为 3.0%，净利率下降到 1.1%。预计 2009 年贸易收入可贡献 3.52 亿元净利润，同比下降 23.9%，按 12.43 亿现有股本计算等于 0.28 元 EPS。

预计 2010 年可贡献 0.34 元 EPS：假设 2010 年公司贸易收入总额增长 10%，毛利率回升到 3.1%，净利率回升到 1.2%，可贡献净利润 4.22 亿元，折合 EPS0.34 元。

预计 2011 年可贡献 0.38 元 EPS: 假设 2010 年公司贸易收入总额增长 12%，毛利率维持在 3.1%，净利率维持在 1.2%，可贡献净利润 4.73 亿元，折合 EPS0.38 元。

表 3: 09-11 年公司贸易主业盈利预测 (单位: 亿元)

年份	2001A	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	06-08平均	2009E	2010E	2011E
贸易收入	57.8	70.9	98.3	155.1	170.0	225.9	268.0	317.5	270.5	320.0	352.0	394.2
增幅	75%	23%	39%	58%	10%	33%	19%	18%	23%	0%	10%	12%
毛利率	2.9%	3.4%	2.8%	2.7%	2.2%	2.7%	3.3%	4.2%	3.4%	3.0%	3.1%	3.1%
净利率	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	1.0%	1.4%	0.9%	1.5%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%

资料来源: 公司公告、东海证券研究所

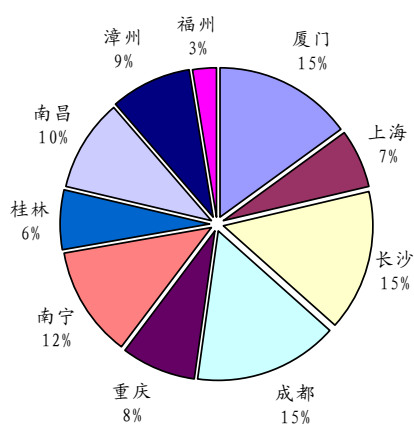
4. 房地产业务

公司房地产业务主要由控股 95% 的联发集团有限公司和控股 54.654% 的建发房地产集团有限公司进行开发和经营, 其中联发集团有限公司是公司原有的房地产开发公司。

4.1 土地储备规模适中, 可供未来 2-3 年开发所需

公开资料显示, 公司现拥有 525 万平米总建面的开发类项目储备, 其中权益总建面 298 万平米, 可供未来 2-3 年开发之所需。公司开发类项目储备主要分布在厦门、长沙、成都、重庆、南宁、桂林、南昌等二、三线城市, 其中厦门、长沙、成都、南宁 4 个城市占比均超过 10%。(土地储备: 指公司拟建、在建项目中尚未结算的部分。)

图 8: 公司土地储备主要分布在厦门、长沙、成都和南宁等城市



数据来源: 公司资料、东海证券研究所

表 4：公司现有房地产项目储备规模适中

项目名称	位置	物业类型	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	已结算面积 (万平方米)	权益比例	权益建面 (万平方米)
爱琴海	厦门环岛路会展中心南侧	别墅、公寓	4.42	9.49	7.06	55%	1.33
时尚国际	厦门思明区东浦路	住宅	0.88	4.82	4.03	82%	0.65
上东美地	厦门思明区吕岭路	住宅	4.56	2.91	2.01	55%	0.49
南山丽苑	厦门湖里区枋湖东路	住宅	—	12.87	9.62	55%	1.78
南山美苑	厦门枋湖片区金湖路	住宅	6.22	10.32	0.00	55%	5.64
滨海新城	厦门会展中心附近	住宅	2.91	7.32	0.00	95%	6.96
联发欣悦园	厦门湖里区枋湖金湖路	住宅	5.28	9.52	5.98	95%	3.36
联发五缘湾1号	厦门湖里区五缘湾	住宅	11.23	30.00	4.44	95%	24.28
圣地亚哥	漳州市龙池开发区	住宅	42.67	63.34	16.16	55%	25.79
建发领域	福州闽侯县荆溪镇	住宅	2.64	16.69	2.32	55%	7.86
西山汇景	长沙岳麓区咸嘉湖路	住宅	8.06	19.65	0.00	55%	10.74
湘江北尚	长沙开福区五家岭路	住宅	4.02	12.48	5.01	55%	4.08
汇金国际	长沙天心区黄土岭正街	住宅	4.51	26.69	0.00	55%	14.59
建发美地	长沙市雨花区雨花路	住宅	5.35	28.55	0.00	55%	15.60
中悦06号地	上海市杨浦区新江湾城418街坊	住宅	—	6.58	0.00	55%	3.59
中悦5236A地	上海市原空军江湾机场内	住宅	—	2.49	0.00	55%	1.36
中悦21号地	上海市杨浦区江湾机场留用土地	住宅	—	5.01	0.00	55%	2.74
建发22#地	上海市杨浦区江湾机场留用土地	住宅	—	4.52	0.00	55%	2.47
山溪地04地	上海市杨浦区新江湾城	住宅	—	4.13	0.00	55%	2.26
山溪地20地	上海市杨浦区江湾机场留用土地	住宅	—	7.44	0.00	55%	4.06
普陀三村	上海市普陀区长风新村街道	住宅	—	4.66	0.00	55%	2.55
尚诚国际	上海普陀区曹杨路	住宅	—	5.17	4.52	82%	0.53
建发·丽水金沙	成都市青羊区龙嘴村	住宅	—	10.98	0.00	55%	6.00
建发·千岛国际	成都市双流县正兴镇	别墅	120.00	46.92	0.00	55%	25.65
建发·鹭洲	成都市高新区铜牌村	住宅	8.94	27.16	0.00	55%	14.84
重庆南山别墅项目	重庆南山风景区	别墅	14.59	12.32	0.00	80%	9.85
重庆中医学院项目	重庆九龙坡区	商住	2.41	14.48	0.00	100%	14.48
联发·尚品	南宁市仙葫开发区	住宅	13.87	37.90	13.81	100%	24.09
联发·臻品	南宁东葛路七号预备	住宅	2.32	12.32	0.00	95%	11.70
桂林万福项目	桂林万福路	住宅	8.45	16.23	0.00	100%	16.23
联达·雅居	桂林象山区环城西一路	住宅	4.69	7.10	4.94	100%	2.16
江岸汇景二期	南昌红谷滩红角洲	住宅	14.00	24.03	14.25	95%	9.29
联发大厦	南昌红谷滩CBD	商住	3.13	21.12	0.00	100%	21.12
合计				525.19	94.14		298.11

数据来源：公司资料、搜房网、东海证券研究所

此外，公司在厦门湖里区，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，这些出租物业收入稳定，每年收入约 8000 万元，贡献净利润约 2400 万元，折合 EPS0.02 元。

4.2 项目土地成本较低、盈利前景看好

公司项目取得时间普遍较早，楼面地价较周边土地行情普遍偏低，在同类公司和项目中具有很好的成本领先优势。以厦门滨海新城为例，项目楼面地价 938 元/平米，而周边土地行情单价 4786 元/平米，相对于预期售价 14000 元/平米，该项目毛利率预计可超过 60%。

表 5：公司项目储备地价成本普遍较低

项目名称	物业类型	权益建面 (万平米)	楼面地价 (元/平米)	评估价(周边土 地行情单价)	预期售价 (元/平米)
爱琴海	别墅、公寓	1.33	3673	-	18000
时尚国际	住宅	0.65	3258	-	11500
上东美地	住宅	0.49	4250	-	11500
南山丽苑	住宅	1.78	2776	-	12000
南山美苑	住宅	5.64	3075	-	12000
滨海新城	住宅	6.96	938	4786	14000
联发欣悦园	住宅	3.36	1310	-	11500
联发五缘湾1号	住宅	24.28	4300	-	13500
圣地亚哥	住宅	25.79	855	-	4100
建发领域	住宅	7.86	917	-	14000
西山汇景	住宅	10.74	602	-	4680
湘江北尚	住宅	4.08	429	-	4500
汇金国际	住宅	14.59	2096	-	5500
建发美地	住宅	15.60	1711	-	4500
中悦06号地	住宅	3.59	3478	-	14000
中悦5236A地	住宅	1.36	3813	-	13000
中悦21号地	住宅	2.74	5083	-	14000
建发22#地	住宅	2.47	3644	-	14000
山溪地04地	住宅	2.26	3836	-	14000
山溪地20地	住宅	4.06	3101	-	14000
普陀三村	住宅	2.55	4374	-	19000
尚诚国际	住宅	0.53	4560	-	16500
建发·丽水金沙	住宅	6.00	3369	-	8500
建发·千岛国际	别墅	25.65	2123	-	9000
建发·鹭洲	住宅	14.84	2985	-	8000
重庆南山别墅项目	别墅	9.85	2354	4350	10000
重庆中医学院项目	商住	14.48	1399	-	11000
联发·尚品	住宅	24.09	284	600	3500
联发·臻品	住宅	11.70	1932	2400	6000
桂林万福项目	住宅	16.23	1082	1100	4500

数据来源：公司资料、东海证券研究所

4.3 开发类项目结算与盈利预测

09 年业绩预测：根据公司 08 年房地产项目销售和 09 年交付进度预测，预计 09 年结算面积总计 40.63 万平方米，结算收入 26.25 亿元，贡献净利润 3.94 亿元，折合 EPS0.32 元。

10 年业绩预测：预计 10 年公司房地产项目结算面积总计 57.11 万平方米，结算收入 37.65 亿元，贡献净利润 5.65 亿元，折合 EPS0.45 元。

11 年业绩预测：预计 11 年公司房地产项目结算面积总计 64.32 万平方米，结算收入 46.87 亿元，贡献净利润 7.0 亿元，折合 EPS0.56 元。

表 6：09/10/11 年公司房地产结算项目盈利预测

项目名称	09年结算面积 (万平方米)	预期售价 (元/平米)	预计收入 (万元)	10年结算面积 (万平方米)	预期售价 (元/平米)	预计收入 (万元)	11年结算面积 (万平方米)	预期售价 (元/平米)	预计收入 (万元)
爱琴海	1.03	18000	18540	0.3	18000	5400		18000	
时尚国际	0.65	11500	7475		11500	0		11500	
上东美地	0.25	11500	2875	0.25	11500	2875		11500	
南山丽苑	0.5	10000	5000	1.28	10000	12800		10000	
南山美苑		12000			12000	0	3.5	12000	42000
联发欣悦园	1.2	11000	13200	0.8	11000	8800	1.36	11000	10560
联发五缘湾1号	5	13500	67500	8	13500	108000	11.28	13500	111780
圣地亚哥	13	4100	53300	6	4100	24600	6.29	4100	21689
建发领域	1.5	14000	21000	3.5	14000	49000	2.86	14000	12040
西山汇景		4680		5	4680	23400	5.74	4680	26863
湘江北尚	1.5	4500	6750	2.5	4500	11250	0.08	4500	360
普陀三村		19000			19000	0	1.5	19000	28500
尚诚国际	0.3	30000	9000	0.23	30000	6900		30000	
联发·千岛国际		9000			9000	0	10.5	9000	94500
建发·鹭洲		8000			8000	0	4	8000	32000
联发·尚品	10	3500	35000	12	3500	42000	2.09	3500	7315
联发·臻品		6000			6000	0	5.5	6000	33000
联达·雅居	1.5	3200	4800	0.66	3200	2112		3200	
江岸汇景二期	4.2	4300	18060	5.09	4300	21887		4300	
联发大厦		5000		11.5	5000	57500	9.62	5000	48100
	40.63		262500	57.11		376524	64.32		468707.2

数据来源：公司资料、搜房网、东海证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们预计，公司 2009 年、2010 年、2011 年的主营业务收入分别可以达到 349.05 亿元、392.45 亿元、443.91 亿元，同比增幅为 3.0%、12.4%、13.1%；净利润分别为 7.97 亿元、10.11 亿元、11.97 亿元，同比增幅为 15.6%、26.8%、18.4%；以目前 12.43 亿总股本计算，对应 EPS 分别为 0.64 元、0.81 元和 0.96 元。

相对估值：公司业务大致可分为贸易物流和房地产两大类，目前对应的行业平均动态市盈率分别为 21 倍、23 倍，据此计算，公司对应目标价 14.12 元。

表 7：公司分类 PE 估值

业务类别	EPS	行业平均动态PE	目标价
贸易物流	0.30	21	6.3
房地产	0.34	23	7.82
合计	0.64	22	14.12

数据来源：WIND、东海证券研究所

绝对估值：贸易物流业务净资产按照 PB=1 估值，房地产土地储备项目资产 RNAV 估值，得到公司每股价值 10.36 元。

表 8：公司 RNAV 估值

资产类别	权益建面（万平米）	权益净现值（亿元）	每股价值（元）
开发类项目	298	46.06	3.71
出租类项目	130	31.45	2.53
08年每股净资产			4.12
合计	428	77.51	10.36

数据来源：东海证券研究所

综合以上两种估值方法，我们设定公司目标价 14.00 元，相对于 2008 年每股净资产 PB 为 3.4 倍，略低于房地产行业平均 3.6 倍 PB 估值水平。公司目标价相对目前股价还有 17% 的涨幅，我们首次给予公司股票“增持”的投资评级。

表 9：公司财务预测

年份	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	21,011.1	29,588.5	33,886.9	34,905.0	39,245.0	44,391.0
二、营业总成本	20,548.4	28,957.5	33,235.6	34,157.6	38,260.2	43,194.9
营业成本	19,942.7	27,729.0	31,833.6	32,846.7	36,886.4	41,705.3
营业税金及附加	76.5	280.2	265.4	178.0	200.1	226.4
销售费用	428.2	724.3	885.1	827.2	930.1	1,052.1
管理费用	78.0	106.4	75.8	111.7	125.6	142.1
财务费用	6.9	32.9	33.0	34.0	36.0	37.0
资产减值损失	16.1	84.7	142.7	160.0	82.0	32.0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.8	16.0	(46.6)	(55.0)	0.0	22.0
投资净收益	53.3	241.8	160.3	180.0	190.0	200.0
其中：对联营企业和合营企业投资收益	(14.4)	2.3	35.2	10.0	20.0	30.0
四、营业利润	516.8	888.7	765.0	872.4	1,174.8	1,418.1
加：营业外收入	57.6	46.7	59.0	81.4	49.0	50.0
减：营业外支出	1.6	1.6	7.0	3.2	3.2	8.0
其中：非流动资产处置净损失	0.9	0.2	4.3	0.8	0.7	3.0
五、利润总额	572.8	933.8	817.0	950.6	1,220.6	1,460.1
减：所得税	90.0	162.8	126.9	154.2	207.5	262.8
六、净利润	482.8	771.0	690.2	797.5	1,011.0	1,197.0
减：少数股东损益	26.8	59.9	67.1	75.8	101.1	131.7
归属于母公司所有者的净利润	456.0	711.1	623.1	721.7	909.9	1,065.3
七、每股收益：						
总股本	617.6	690.7	1,243.2	1,243.2	1,243.2	1,243.2
基本每股收益	0.74	1.12	0.5	0.64	0.81	0.96

附注:

分析师简介及跟踪范围:

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 3 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、栖霞建设等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122