

2009 年 06 月 07 日

市场数据(人民币)

市价(元)	12.20
已上市流通A股(百万股)	1,243.19
总市值(百万元)	15,166.98
年内股价最高最低(元)	13.04/4.13
沪深 300 指数	2939.31
上证指数	2753.89
2007 年股息率	1.81%



建发股份 (600153.SH)

——海西未来经济的代表

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.703	1.030	0.501	0.708	0.802	1.132
净利润增长率	103.85%	63.88%	-12.38%	41.28%	13.30%	41.07%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.697	N/A	N/A
市盈率(倍)	11.66	25.18	12.73	17.58	15.52	11.00
行业优化市盈率(倍)	23.53	42.93	19.27	19.27	19.27	19.27
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	0.11	0.39	-1.03	0.43	1.17	0.27
已上市流通A股(百万股)	299.20	299.20	781.24	781.24	781.24	781.24
总股本(百万股)	617.60	690.66	1,243.19	1,243.19	1,243.19	1,243.19

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **建发股份是海西经济提振背景下最受益的公司之一，是海西未来经济发展的代表，投资建发股份即是投资海西经济的未来。**因为公司的业务结构是贸易和地产双主业并重，其中贸易本身即是区域间经济活动联系的纽带，区域经济的发展必然伴随贸易活动的频繁；而厦门是公司地产业务发展的大本营，海西经济振兴规划出台后对厦门带来的影响将最为实质。
- **地产经营具有可持续性。**公司负责厦门枋湖片区的一级土地开发业务，该区域的建筑面积约为 200 万平米，根据协议，公司能够享有该项目土地出让金 85% 的利润分成，该一级开发业务不但增加公司收入，也能够通过前期土地整理的先天优势帮助公司竞得后期土地使用权，保证公司在厦门地产业务发展的持续性。
- **土地成本低。**公司目前土地储备的权益建筑面积为 345 万平米，由于没有在土地市场的非理性期盲目扩张，所以公司目前储备中并没有高成本用地，按目前房价计算，未来两年的毛利率可以维持在 40% 以上。
- **只有夕阳企业没有夕阳行业。**建发股份的贸易业务超出我们预期，印证了只有夕阳企业没有夕阳行业的观点。因为虽然贸易行业竞争激烈，但公司凭借良好的激励机制和风险控制，使贸易业务自 98 年保持了 23% 的年均增速。公司的贸易业务本身不但是盈利源泉，还为其开创了一种新的盈利模式，即在经营活动中发现供应链条上相关业务的投资机会，这部份股权投资有望在未来为公司的业绩增长带来惊喜。
- **预计公司 09-11 年每股收益为 0.71、0.8 和 1.13 元，动态市盈率为 17.6、15.5 和 11 倍。**由于公司对海西经济提振所受影响最为实质，并且其土地一级开发业务有望在未来为公司新增大量可供开发资源，赋予公司 09 年 20 倍市盈率比较合理，目标价格 14.2 元，建议买入。

曹旭特

 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

海西未来经济的代表

- 建发股份是海西经济提振背景下最受益的公司之一，是未来海西经济的代表，投资建发股份即是投资海西经济的未来。
- 因为公司的业务结构是贸易和地产双主业并重，其中贸易本身即是区域间经济活动联系的纽带，区域经济的发展必然伴随贸易活动的频繁；而厦门是公司地产业务发展的大本营，海西经济振兴规划出台后对厦门带来的影响将最为实质，例如政府会改变在厦门基础设施投入方面较为保守的做法，而基础设施的改善不但会延长房地产的需求半径，也会通过外部性的提高推升房产价值，公司地产业务将得到更广阔的发展空间。
- 从业务规模分析，建发股份也是最代表海西经济的上市公司。因为建发股份的大股东建发集团历年来位居福建省百强企业首位，而集团 70%以上的利润来源上市公司，建发股份无疑是海西经济主题投资的首选标的。

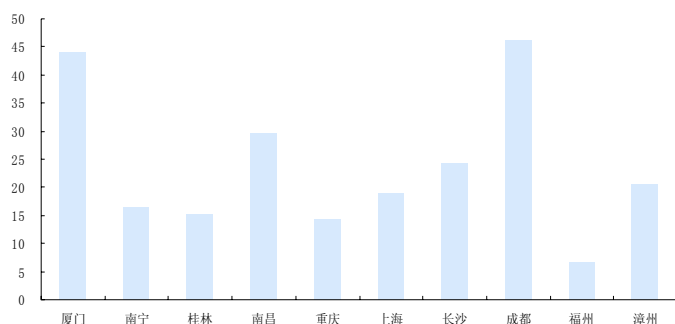
背靠大树好乘凉

- 建发股份的大股东建发集团是福建省国有独资的投资管理集团，业务涵盖贸易、物流、房地产开发、旅游酒店等领域，在厦门可随处感受到建发集团的影响力。
- 建发集团在 09 年 3 月份与上市公司完成资产置换，置出公司原有的厦门会展中心，置入建发房地产公司 55% 股权，进一步优化了公司的业务结构。因为会展中心不但积压资金，而且需要政府补贴才能够维持盈利。而通过置入建发房地产 55% 的股权，增加了公司储备项目 183 万平米，由于资产注入是通过现金收购方式完成，并没有增加公司股本，所以公司在可销售资源增长的同时并没有每股收益被摊薄的压力。
- 此外，本次收购还对公司在厦门的地产业务经营产生重要影响。因为被收购的建发房地产负责厦门枋湖片区的一级土地开发业务，该区域的建筑面积约为 200 万平米，根据协议，公司能够享有该项目土地出让金 85% 的利润分成，该一级开发业务不但增加公司收入，也能够通过前期土地整理的先天优势帮助公司竞得后期土地使用权，保证公司在厦门地产业务发展的持续性。

土地成本低

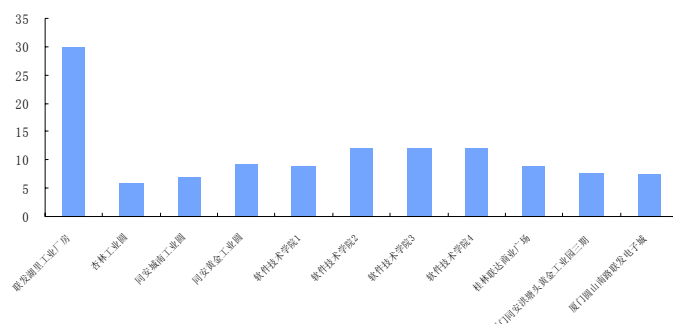
- 公司目前土地储备的权益建筑面积为 345 万平米，其中开发类物业 237 万平米，分布在全国 10 个城市，已经具备一定分散系统性风险的能力。
- 公司没有在土地市场的非理性期盲目扩张，所以公司目前储备中并没有高成本用地，按目前房价计算，公司未来两年的毛利率可以维持在 40% 以上。

图表1：开发类项目储备 单位：万平方米

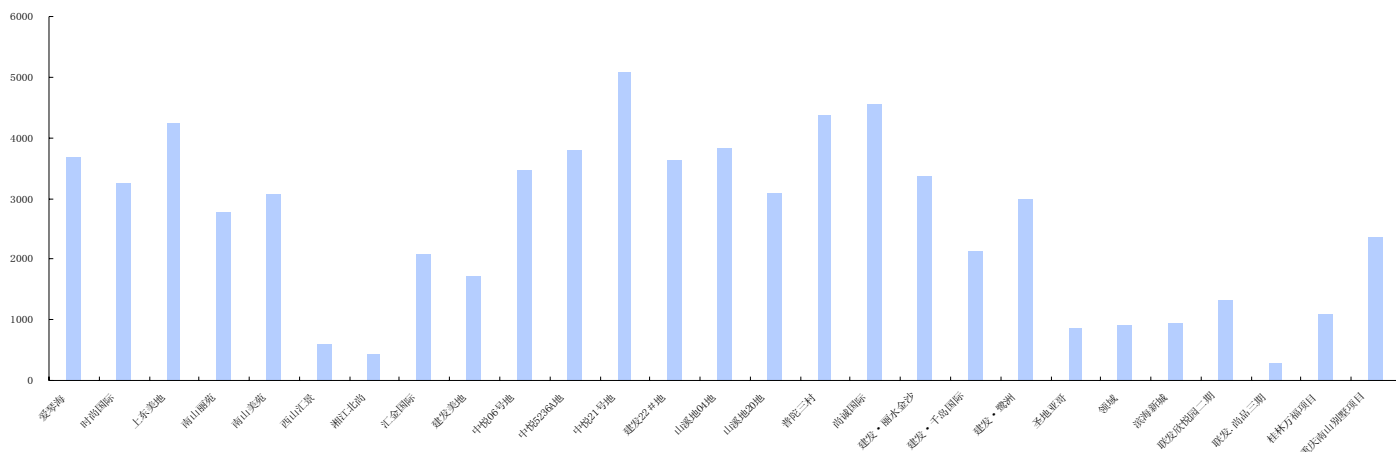


来源：国金证券研究所

图表2：出租类物业储备 单位：万平方米



图表3：各项目楼面地价单位：元/平方米

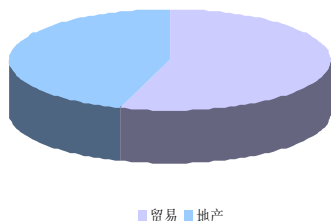


来源：国金证券研究所

只有夕阳企业没有夕阳行业

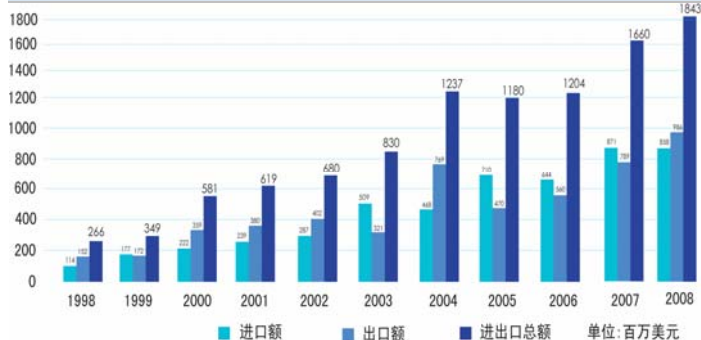
- 建发股份的贸易业务超出我们预期，印证了只有夕阳企业没有夕阳行业的观点。因为虽然贸易行业竞争激烈，但公司凭借良好的激励机制和风险控制，使贸易业务自 98 年保持了 23% 的年均增速。
- 由于部份产品已经占有一定市场份额，公司在相关产品的定价和风险补偿方面具备较强话语权，如在价格发生波动时，供货商将给予公司一定补偿，这就化解了贸易中最大的不确定性，即价格波动风险，为公司业务的进一步做大扫清障碍。
- 公司的贸易业务本身不但是盈利源泉，还为其开创了一种新的盈利模式，即在经营活动中发现供应链条上相关业务的投资机会。目前公司投资的永丰纸浆、龙源海洋生物公司、厦门港口公司、厦门船迫重工等企业都属于在贸易往来中发现的投资机会，这部份股权投资有望在将来为公司的业绩增长带来惊喜。

图表4：08 年各业务利润贡献比例



来源：国金证券研究所 公司公告

图表5：公司历年进出口贸易额



盈利预测及投资建议

- 预计公司 09 - 11 年每股收益为 0.71、0.8 和 1.13 元，动态市盈率为 17.6、15.5 和 11 倍。由于公司对海西经济提振所受影响最为实质，并且其土地一级开发业务有望在将来为公司新增大量可供开发资源，赋予公司 09 年 20 倍市盈率比较合理，目标价格 14.2 元，建议买入。

图表6：项目盈利预测

开发类	结算面积			结算均价			毛利率			公司权益
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
项目										
厦门滨海新城			4	11500	11500	11500	66%	66%	66%	95%
厦门欣悦园一期	0.5			10312	10312	10312		58%	58%	95%
厦门欣悦园二期			2.6	10000	10000	10000		57%	57%	95%
厦门五缘湾1号一期	10.5	3.5		12000	12000	12000	40%	40%	40%	95%
厦门五缘湾1号二期			5	12000	12000	12000	47%	47%	47%	95%
厦门爱琴海	1.5			20000	20000	20000	65%	65%	65%	55%
厦门上东美地	0.8			10464	10464	10464	33%	33%	33%	55%
厦门南山丽苑	5.5	0.00001		10500	10500	10500	47%	47%	47%	55%
厦门南山美苑			3	10500	10500	10500	44%	44%	44%	55%
厦门集美软件园						4500			33%	95%
厦门同安洪塘头黄金工业园三期						6500			10%	95%
厦门圆山南路联发电子城						6500			10%	95%
南宁联发商品二期		7	0	3200	3200	3200	35%	35%	35%	95%
南宁联发商品三期				3200	3200	3200	35%	35%	35%	95%
桂林联达雅居	2.9			3094	3094	3094	56%	56%	56%	95%
桂林万福路			4			4000			30%	95%
南昌江岸汇景二期(一)A标段	0	10	0	5300	5300	5300	30%	30%	30%	95%
南昌江岸汇景二期(二)B、C标段			6	5300	5300	5300	29%	29%	29%	95%
南昌联发广场写字楼				14000	14000	14000	68%	68%	68%	95%
南昌联发广场公寓			3	7500	7500	7500	40%	40%	40%	95%
南昌联发广场商业				18000	18000	18000	75%	75%	75%	95%
重庆南山别墅			0		8000	8000		29%	29%	95%
重庆中医学院项目					4000	4400		20%	27%	95%
上海中悦06号地			4		15000	16200		55%	59%	55%
上海中悦5236A地		2.5			15000	16200		53%	57%	55%
上海中悦21号地					15000	16200		45%	49%	55%
上海建发22#地					15000	16200		54%	58%	55%
上海山溪地04地					15000	16200		53%	57%	55%
上海山溪地20地			4		15000	16200		58%	61%	55%
上海普陀三村					17000	18360		55%	59%	55%
上海尚城国际					18000	19440		57%	60%	55%
长沙西山汇景				3800	3800	3800	40%	40%	40%	55%
长沙湘江北岸	4			4800	4800	4800	38%	38%	38%	55%
长沙汇金国际		7	5	4500	5000	5000	16%	24%	24%	55%
长沙建发美地				4500	4500	4500	24%	24%	24%	55%
成都建发丽水金沙		3	3	8000	8000	8000	30%	30%	30%	55%
成都建发半岛国际			3	5500	5800	6000	21%	26%	28%	55%
成都建发鹭洲			3	7500	7500	7500	31%	31%	31%	55%
福州领域	1	5	2	12000	12000	12000	66%	66%	66%	55%
漳州圣地亚哥	1	6	4	4200	4500	4500	37%	41%	41%	55%
合计1	27.7	44.00001	55.6	9807	6839	8901	42%	40%	46%	

来源：国金证券研究所

图表7：其他业务盈利预测 单位：百万元

	毛利率			收入			成本		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
租金	69%	69%	69%	99	109	120	31	34	37
贸易	4%	4%	4%	31600	31600	31600	30336	30336	30336
装修	9%	9%	9%	389	389	389	356	356	356
物流	17%	17%	17%	371	371	371	308	308	308
合计				32459	32469	32480	31031	31034	31037

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	20,979	29,588	33,887	35,175	35,478	37,429
增长率		41.0%	14.5%	3.8%	0.9%	5.5%
主营业务成本	-19,938	-27,729	-31,834	-32,608	-32,843	-33,705
% 销售收入	95.0%	93.7%	93.9%	92.7%	92.6%	90.1%
毛利	1,041	1,859	2,053	2,568	2,634	3,724
% 销售收入	5.0%	6.3%	6.1%	7.3%	7.4%	9.9%
营业税金及附加	-74	-280	-265	-273	-261	-528
% 销售收入	0.4%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	1.4%
营业费用	-428	-724	-885	-915	-922	-973
% 销售收入	2.0%	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-75	-106	-76	-98	-99	-105
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	464	748	827	1,281	1,352	2,118
% 销售收入	2.2%	2.5%	2.4%	3.6%	3.8%	5.7%
财务费用	-4	-33	-33	-6	12	3
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-85	-143	0	0	0
公允价值变动收益	0	16	-47	0	0	0
投资收益	20	242	160	0	0	0
% 税前利润	3.7%	25.9%	19.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	480	889	765	1,275	1,364	2,121
营业利润率	2.3%	3.0%	2.3%	3.6%	3.8%	5.7%
营业外收支	76	45	52	0	0	0
税前利润	556	934	817	1,275	1,364	2,121
利润率	2.7%	3.2%	2.4%	3.6%	3.8%	5.7%
所得税	-97	-163	-127	-255	-245	-424
所得税率	17.4%	17.4%	15.5%	20.0%	18.0%	20.0%
净利润	459	771	690	1,020	1,118	1,697
少数股东损益	25	60	67	140	121	290
归属于母公司的净利	434	711	623	880	997	1,407
净利率	2.1%	2.4%	1.8%	2.5%	2.8%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	434	771	690	1,020	1,118	1,697
少数股东损益	25	0	0	0	0	0
非现金支出	95	203	266	66	67	68
非经营收益	0	-259	-109	64	-12	-3
营运资金变动	-617	-1,241	-113	-468	-96	9
经营活动现金净流	-63	-526	733	682	1,078	1,771
资本开支	-316	-1,165	-821	136	-49	-50
投资	-267	-357	-244	-1	0	0
其他	40	216	125	0	0	0
投资活动现金净流	-544	-1,306	-940	135	-49	-50
股权募资	2	1,500	21	0	88	0
债权募资	655	2,246	-452	-1,594	-735	200
其他	-340	-392	-296	-24	-14	-13
筹资活动现金净流	318	3,355	-727	-1,618	-661	187
现金净流量	-289	1,522	-934	-800	368	1,908

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	750	2,357	1,500	700	1,068	2,976
应收款项	779	1,481	1,090	1,060	1,069	1,128
存货	3,258	4,645	5,661	5,944	6,063	6,184
其他流动资产	1,420	2,418	2,333	3,299	3,323	3,409
流动资产	6,207	10,901	10,585	11,003	11,523	13,697
% 总资产	68.7%	71.1%	67.0%	69.0%	70.0%	73.6%
长期投资	787	1,825	2,370	2,371	2,370	2,370
固定资产	1,992	1,765	2,083	2,068	2,051	2,033
% 总资产	22.0%	11.5%	13.2%	13.0%	12.5%	10.9%
无形资产	48	801	704	514	514	513
非流动资产	2,828	4,429	5,223	4,954	4,936	4,918
% 总资产	31.3%	28.9%	33.0%	31.0%	30.0%	26.4%
资产总计	9,035	15,331	15,808	15,958	16,459	18,615
短期借款	1,498	1,749	2,726	935	0	0
应付款项	3,886	5,270	6,182	6,904	6,957	7,222
其他流动负债	186	1,411	244	334	336	347
流动负债	5,570	8,431	9,152	8,173	7,294	7,569
长期贷款	499	1,684	1,255	1,455	1,655	1,855
其他长期负债	3	59	11	0	0	0
负债	6,071	10,174	10,419	9,629	8,949	9,424
普通股股东权益	2,801	4,889	5,124	5,935	6,959	8,303
少数股东权益	162	268	266	405	526	816
负债股东权益合计	9,035	15,331	15,808	15,969	16,434	18,544

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.703	1.030	0.501	0.708	0.802	1.132
每股净资产	4.536	7.078	4.121	4.774	5.597	6.679
每股经营现金净流	-0.102	-0.758	0.596	0.549	0.867	1.425
每股股利	0.500	0.300	0.000	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	15.49%	14.55%	12.16%	14.83%	14.33%	16.94%
总资产收益率	4.80%	4.64%	3.94%	5.51%	6.07%	7.59%
投入资本收益率	8.09%	7.15%	7.45%	11.74%	12.13%	15.44%
增长率						
主营业务收入增长率	32.93%	41.04%	14.53%	3.80%	0.86%	5.50%
EBIT增长率	169.96%	53.94%	10.50%	54.90%	5.54%	56.66%
净利润增长率	103.85%	63.88%	-12.38%	41.28%	13.30%	41.07%
总资产增长率	22.70%	69.69%	3.11%	0.95%	3.14%	13.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.0	6.3	6.6	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	48.9	52.0	59.1	2,300.0	1,700.0	1,700.0
应付账款周转天数	17.0	15.7	17.2	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	31.0	13.9	11.9	11.1	10.7	9.7
偿债能力						
净负债/股东权益	40.81%	19.22%	45.36%	26.09%	7.36%	-12.69%
EBIT利息保障倍数	110.8	22.8	25.0	207.7	-115.5	-799.3
资产负债率	67.20%	66.36%	65.91%	60.29%	54.46%	50.82%

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	1	1	6	6	12
买入	1	2	3	3	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.60	1.43	1.39	1.33

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

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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我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。我公司的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。