



分析师

杨国华

电话: 010-62294631

Email: yangguohua@hysec.com

建发股份 (600153) 买入(首次)

房地产业/深度研究



鲜有的, 具备相对及绝对估值优势的地产股
—目标价位 21.13 元, 升值空间 49%

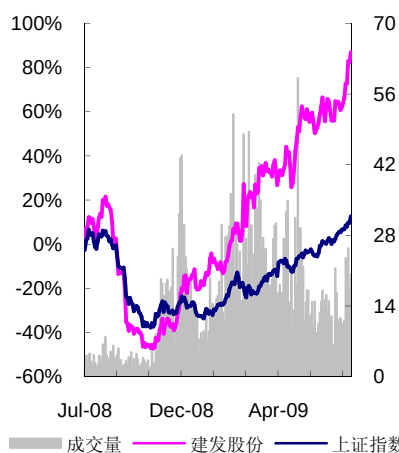
公司数据

总股本(万股)	124319
流通股(万股)	124319
每股净资产	3.25
主要股东	厦门建发集团有限公司
主要股东持股比例	46.1%

交易数据

一年价格波动区间	4.13~17.43
半年绝对表现	129.62%
半年相对表现	64.42%
半年换手率	2.19%
2009-7-10 股价	14.17

市场表现



相关研究:

《房地产 09 年下半年策略报告: 第二个时间窗口即将开启》
2009 年 6 月 20 日

推荐理由:

- 低 PE, 低 RNAV 溢价率, 公司属于少有的同时具备相对和绝对估值优势的资源地产股。估值优势的背后原因是 09 年初资产置换后公司获得大量高质量的房地产项目资源。
- 若考虑土地一级开发带来的高额利润, 还将提升公司盈利并降低 PE。
- 具有资产注入预期: 若大股东把建发地产剩余的 44% 股权 (权益可结算面积 100 多万平米) 置入上市公司, 公司相对及绝对估值优势还将得到提高。

报告要点:

- 资产置换造就新的资源地产龙头。2009 年 1 月, 资产置换前, 公司房地产权益结算面积 159 万 m², 资产置换后, 权益结算面积变为 311 万 m², 并增加一块建面约 200 万 m² 的土地一级开发项目。现有开发项目多数具有低地价高售价特点, 新的资源型地产龙头显现。
- “地产+贸易”双主业优势互补。贸易周转快但利润率低, 地产周转慢但利润率高。公司贸易经营能力很强, 年营业额高达约 300 亿, 可为地产提供较强的流动资金支持。较多的高售价高毛利的地产资源, 将维持 2009-2011 年地产业务毛利率在 40% 左右的高水平。
- 低 PE。不考虑土地一级开发收益, 2009-2011 年 EPS 为 0.68 元、0.88 元、1.12 元, 对应动态 PE 为 21、16、13; 若假设 2010-2011 年一级土地分别出让 10 万 m² 和 20 万 m², 2009-2011 年 EPS 为 0.68 元、0.95 元、1.25 元, 相对地产行业主流公司平均 PE 为 31、23、19 的水平, 具备较大相对估值优势。即使采用地产和贸易分类 PE 法, 合理价值也在 19.08~21.13 元/股。
- 低 RNAV 溢价率。公司 RNAV 为 11.29 元/股, 目前股价溢价仅 26%, 远低于地产行业平均溢价 76% 的水平, 公司属于少有的同时具备相对及绝对估值优势的地产股, 给予“买入”评级。
- 股价催化剂: 一二级联动增加储备; 收购大股东持有的建发地产 44% 股权; 再融资获得资金支持; 海西经济区的快速发展有利于提升公司长期价值。

主要经营指标: 亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	295.88	338.87	340.87	374.04	413.74
同比增长率	40.82%	14.53%	0.59%	9.73%	10.61%
净利润	7.11	6.23	8.42	10.90	13.89
同比增长率	55.96%	-12.38%	35.14%	29.45%	27.40%
每股收益(元)	1.12	0.50	0.68	0.88	1.12

目录

推荐理由	4
估值及投资建议	5
绝对估值：11.29 元/股，股价溢价 26%.....	5
PE 相对估值：合理价值 19.08~21.13 元/股，目前股价上升空间 35%-49%.....	6
投资建议：鲜有的具备相对及绝对估值优势的地产股，建议买入。	7
公司简介：资产置换造就资源地产龙头.....	8
控股股东具有国资背景且实力雄厚	8
资产置换造就资源型地产龙头	8
公司业务分析：“地产+贸易”双轮驱动.....	9
地产业务：资源丰富，二级开发、一级开发、租赁物业，应有尽有.....	9
二级开发量多质高	9
一级开发可攻可守	11
持有物业稳定增长	12
贸易物流：规模大，收益稳	12
盈利预测	13

图表目录

表 1：一级开发预测	5
表 2：绝对估值表	5
表 3：分类 PE 估值	6
表 4：地产行业重点公司估值	6
表 5：贸易类公司 PE 估值	7
表 6：公司前十大股东持股情况（2008/12/31）	8
表 7：公司项目储备情况	9
表 8：近期厦门本岛土地拍卖价格	11
表 9：公司租赁物业情况	12
表 10：公司贸易业务盈利预测	12
表 11：公司房地产项目结算情况预测	13
表 12：2009-2011 年公司盈利预测表	14
表 13：公司净利润分解	15
 图 1：公司股权结构	 8

推荐理由

资源类地产股将是未来重点关注对象

在 2009 年下半年投资策略中，我们提出的选股策略是业绩释放能力强的公司，并给出两个选择，其中的一个选择是：具有较多低地价高售价的资源类区域地产龙头公司。

公司俨然成为资源类地产股

2009 年 1 月，公司通过与大股东资产置换，在不增加股本的情况下，增加了近一倍的地产项目资源，且不乏高售价高毛利的高盈利项目。目前公司地产二级开发项目可结算面积 457 万平米，权益可结算面积 311 万平米，地产一级开发项目建筑面积 203 万平米，权益建筑面积 112 万平米，地产出租物业建筑面积约 123 万平米，权益建筑面积 117 万平米。地产项目主要分布在厦门、福州、上海、长沙、成都、重庆、桂林、南昌等一二三线城市。俨然，公司已经成为具有资源性、项目布局链条非常完善的多区域地产公司。

低 PE，低 RNAV 溢价率，估值优势明显

多数地产股处于这么一种估值水平：要么是低 PE，高 RNAV 溢价；要么是高 PE，低 RNAV 溢价。而公司的低 PE，低 RNAV 溢价率，成为少有的同时具备相对和绝对估值优势的资源地产股。而估值优势的背后原因是 09 年初资产置换后公司获得大量高质量的房地产项目资源。

不考虑土地一级开发收益，2009-2011 年 EPS 为 0.68 元、0.88 元、1.12 元，对应动态 PE 为 21、16、13；若假设 2010-2011 年一级土地分别出让 10 万 m² 和 20 万 m²，2009-2011 年 EPS 为 0.68 元、0.95 元、1.25 元，相对地产行业主流公司平均 PE 为 31、23、19 的水平，具备较大相对估值优势。即使采用地产和贸易分类 PE 法，合理价值也在 19.08~21.13 元/股。公司 RNAV 为 11.29 元/股，目前股价溢价仅 26%，远低于地产行业平均溢价 76% 的水平，绝对估值也具有优势。

隐含价值高

公司可以通过土地一二级联动，增加高质量的项目储备；

若大股东把剩余的建发地产约 44% 股权（权益可结算面积 100 多万平米）置入上市公司，公司相对及绝对估值优势还将得到提高。

综合考虑：目前的估值优势，未来土地一级开发及资产注入的想象空间，海西经济概念股等因素，首次给予公司“买入”评级。

估值及投资建议

公司主营业务是贸易和房地产业。对公司资产进行绝对估值和相对估值，其中，绝对估值：房地产采用 RNAV 法，贸易资产不考虑增值；相对估值：采用 PE 法。

绝对估值：11.29 元/股，股价溢价 26%

公司通过两个地产集团公司（建发地产和联发地产）控制着 39 个房地产二级开发项目、1 个房地产一级开发项目和 8 个房地产租赁物业。

二级开发项目可供结算面积 457.12 万平米，权益可供结算面积 311.28 万平米。采用假设开发法计算。

一级开发项目可供出让建筑面积 203.6 万平米，权益可供出让建筑面积 112 万平米。土地出让价格假设从 2010 年的 7500 元/平米增加到 2015 年的 10200 元/平米，出让金的 85% 归公司控股的建发地产集团所有，土地出让成本假设从 2010 年的 4000 元/平米增加到 2015 年的 4860 元/平米，营业税为 5.5%，按 25% 缴纳所得税，假设收益贡献期共 6 年，从 2010 年到 2015 年，出让面积从 10 万 m²–45 万 m²。（若公司一二级联动进行二级开发，则还可提高 RNAV 值。）

出租类物业约 123 万 m²。

公司贸易物流等资产不考虑增值，按净资产计算。

公司 RNAV 为 11.3 元/股，相对于 2009-7-10 股价 14.17 元，溢价率为 26%，若按行业平均溢价为 76% 的水平计算，公司合理股价为 19.9 元。

表 1：一级开发盈利假设

一级开发土地	2010	2011	2012	2013	2014	2015
出让面积（万平米）	10	20	40	43.6	45	45
一级开发收益分成	85%*54.65%	85%*54.65%	85%*54.65%	85%*54.65%	85%*54.65%	85%*54.65%
出让价格（元/平米）	7500	7500	8100	8748	9448	10204
开发成本（元/平米）	4000	4000	4200	4410	4631	4862

资料来源：宏源证券

表 2：绝对估值表

联发地产二级开发项目净现值（万元）	216747
建发地产二级开发项目净现值（万元）	175720
建发地产一级开发项目净现值（万元）	153111
出租类物业净现值（万元）	318551
2008 年账面净资产（万元）	538927
重估净资产合计	1403056
总股本（万股）	124319
每股净资产值(元/股)RNAV	11.29

资料来源：宏源证券；注：开发类 WACC=9%；出租类 WACC=8%

PE 相对估值：合理价值 19.08~21.13 元/股，目前股价上升空间 35%-49%

公司主业为地产+贸易物流，进行分类 PE 法估值。

整体而言，公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.68 元、0.88 元、1.12 元，其中地产类资产贡献 EPS 分别为 0.43 元、0.59 元、0.81 元，贸易物流类贡献 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元、0.31 元。

选取较有代表性的全国性和区域性地产公司 22 家，2009-2010 年平均动态 PE 分别达到 31 倍和 23 倍，若按 2010 年动态 PE 为 23-25 倍计算，公司地产类资产合理价值 13.57 元-14.75 元。

选取贸易类公司 5 家，2009-2010 年平均动态 PE 分别达到 27 倍和 19 倍，若按 2010 年动态 PE 为 19-22 倍计算，公司贸易类资产合理价值 5.51 元-6.38 元。

二者合计 2010 年合理价值在 19.08 元-21.13 元。

表 3：分类 PE 估值

业务类别	2010 年 EPS	2010 年 PE	合理价格区间
地产类	0.59	23-25	13.57~14.75
贸易类	0.29	19-22	5.51~6.38
合计	0.87		19.08~21.13

资料来源：宏源证券

表 4：地产行业重点公司估值

公司	股价 2009-7-10	EPS			PE			RNAV	溢价率
		09E	10E	11E	09E	10E	11E		
全国性龙头公司									
万科 A	14.27	0.46	0.62	0.75	31	23	19	7.13	100%

招商地产	36.9	1.39	1.71	1.81	27	22	20	18.21	103%
保利地产	30.3	0.95	1.36	1.75	32	22	17	14.50	109%
金地集团	17.85	0.63	0.77	1.00	28	23	18	8.42	112%
区域性地产公司									
泛海建设	19.96	0.36	0.58	0.75	50	31	24	14.5	38%
华发股份	23.5	0.87	1.01	1.60	27	23	15	13.1	79%
滨江集团	17.9	0.52	0.70	0.93	34	26	19	9.3	92%
苏宁环球	15.23	0.59	0.72	0.95	26	21	16	7.4	106%
荣盛发展	18.05	0.65	0.82	0.98	28	22	18	8.5	112%
北京城建	19.13	0.54	0.70	0.87	35	27	22	12.8	49%
首开股份	25.54	0.85	1.06	1.11	30	24	23	13.8	85%
深振业 A	14.29	0.68	0.80	0.83	21	18	17	7.9	81%
中华企业	19.39	0.53	0.83	1.03	37	23	19	11.3	72%
阳光股份	11.95	0.32	0.49	0.59	37	24	20	8.1	48%
合肥城建	15.94	0.71	0.84	1.01	22	19	16	8.2	94%
栖霞建设	8.41	0.27	0.54	0.65	31	16	13	5.9	43%
天房发展	6.99	0.15	0.25	0.34	47	28	21	5.5	27%
万通地产	12.34	0.36	0.59	0.71	34	21	17	6.0	106%
亿城股份	7.92	0.35	0.39	0.45	23	20	18	5.4	47%
广宇集团	11.06	0.34	0.35	0.39	33	32	28	6.2	78%
中天城投	18.43	0.56	0.90	1.13	33	21	16	15.4	20%
莱茵置业	8.88	0.37	0.49	0.66	24	18	13	5.1	74%
PE 平均值					31	23	19		76%
建发股份	14.17	0.68	0.88	1.12	21	16	13	11.29	26%

资料来源：宏源证券 wind 资讯

表 5：贸易类公司 PE 估值

公司	股价	EPS			PE		
	2009-7-10	09E	10E	11E	09E	10E	11E
江苏国泰	17.63	0.62	0.79	0.97	28	22	18
五矿发展	18.89	0.8	1.44	1.63	24	13	12
中化国际	12.45	0.5	0.64	0.87	25	19	14
中大股份	15.67	0.45	0.6	0.65	35	26	24
厦门国贸	14.68	0.59	0.93	1.22	25	16	12
PE 平均值					27	19	16

资料来源：wind 资讯

投资建议：鲜有的具备相对及绝对估值优势的地产股，建议买入。

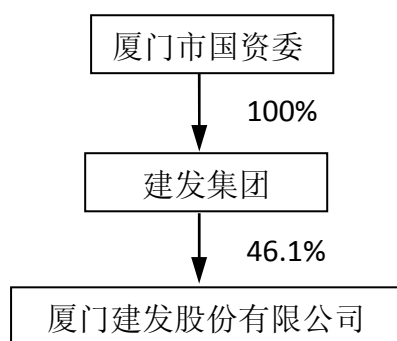
低 PE，低 RNAV 溢价率，公司属于少有的同时具备相对和绝对估值优势的资源地产股。综合考虑：目前的估值优势，未来土地一级开发及资产注入的想象空间，海西经济概念股等因素，首次给予公司“买入”评级，价值区间 **19.08~21.13 元/股**。

公司简介：资产置换造就资源地产龙头

控股股东具有国资背景且实力雄厚

公司控股股东是厦门建发集团，实际控制人是厦门市国资委。厦门建发集团创立于 1980 年 12 月，是资产总额超过 280 亿元，年营业收入超过 360 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 年位列中国企业 500 强第 147 名、中国服务业 500 强第 48 名，并连续多年位居福建省企业集团 100 强首位。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司 08 年报

表 6：前十名无限售条件流通股股东持股情况（2009/3/31）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
厦门建发集团有限公司	111,168,000	8.94
国泰金马稳健回报证券投资基金	45,234,876	3.64
华安宏利股票型证券投资基金	24,290,000	1.95
国泰金鼎价值精选混合型证券投资基金	21,137,700	1.7
高新投资发展有限公司	18,000,000	1.45
广发聚富开放式证券投资基金	12,965,239	1.04
南方高增长股票型开放式证券投资基金	11,009,264	0.89
华夏成长证券投资基金	10,999,794	0.88
南方成分精选股票型证券投资基金	10,654,363	0.86
广发小盘成长股票型证券投资基金	10,000,000	0.8
合计	275,459,236	22.15

资料来源：公司 09 年一季报；注：剩余非流通股已于 09 年 4 月 10 日解禁，目前全流通。

资产置换造就资源型地产龙头

2009 年 1 月，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 44.65%股权进行等价置换。同时，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。最终，公司持有建发房产 54.65%股权。

在不增加公司股本的条件下，公司地产项目数量和质量均得到了大幅提升，一个资源型的地产龙头就此显现。

公司业务分析：“地产+贸易”双轮驱动

地产业务：资源丰富，二级开发、一级开发、租赁物业，应有尽有

二级开发量多质高

公司拥有两个地产运作平台：联发地产（公司持有其 95%股权）和建发地产（公司持有 54.65%）。两个地产公司均有着较强的开发能力，在由中国房地产业协会、国务院发展研究中心企业所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院四家机构共同主办的“2009 中国房地产百强企业研究”评选中，建发房产、联发集团分获“2009 中国房地产百强企业”第 52 位、第 89 位，其中，联发集团蝉联“中国房地产百强之星”。

公司通过联发地产和建发地产控制着 39 个地产项目，总计可结算面积达 457 万平米，权益可结算面积 311 万平米，项目布局在厦门、福州、上海、长沙、重庆、成都、桂林、南宁等一二三线城市，形成多点开花之势。

项目楼面地价普遍较低，高毛利率项目较多。所有项目的综合地价约为 1815 元/平米，综合售价约为 7943 元/平米，地价占售价的比例约为 23%，整体盈利能力很强。

表 7：公司项目储备情况

公司	城市	项目名称	可供结算面积（万平方米）	权益	权益面积	销售价格	楼面地价	预计毛利率
联发地产	厦门	欣悦园一期	0.9	95%	0.86	10000	1000	60.0%
		欣悦园二期	2.6	95%	2.47	12000	1000	66.7%
		五缘湾 1 号一期	15.1	95%	14.30	11500	4000	39.1%
		五缘湾 1 号二期	11.5	95%	10.92	13000	4000	46.2%
		联发电子商城写字楼部分	2.5	67%	1.66	11000	4012	31.7%

建发地产	滨海新城	15	50%	7.50	15000	950	72.3%
	联发尚品一期	0.97	95%	0.92	3500	280	29.1%
	联发尚品二期	6.96	95%	6.61	3500	600	31.4%
	联发尚品三期	17.6	95%	16.72	3800	600	36.8%
	联发臻品	16	95%	15.20	7000	1900	37.1%
	联达雅居二期	4.9	76%	3.72	3300	600	30.3%
	桂林万福项目	16.2	95%	15.39	3500	1082	20.5%
	江岸汇景二期 A 标段	10.4	95%	9.88	4800	700	33.3%
	江岸汇景二期 BC 标段	12	95%	11.40	4800	700	33.3%
	联发大厦	20	95%	19.00	5500	300	49.1%
	南山别墅	12.31	76%	9.36	11000	2354	55.9%
	中医学院项目	14.48	95%	13.76	8000	1399	51.3%
	小计	179.36		159.66			
	爱琴海	2.25	55%	1.24	17000	3673	54.9%
	时尚国际	0.78	55%	0.43	11000	3250	43.2%
	上东美地	1.29	55%	0.71	11000	4215	34.4%
	南山丽苑	5.15	55%	2.83	12000	2776	51.9%
	南山美苑	10.3	55%	5.67	12000	3075	49.4%
	中悦 06 号地	6.58	50%	3.26	20000	3477	62.6%
	中悦 5236A 地	2.49	50%	1.23	20000	3780	61.1%
	中悦 21 号地	5.01	50%	2.48	20000	5083	54.6%
	建发 22# 地	4.52	55%	2.49	20000	3648	61.8%
上海	山溪地 04 地	4.13	55%	2.27	20000	3808	61.0%
	山溪地 20 地	7.44	55%	4.09	20000	3101	64.5%
	普陀三村	4.66	78%	3.63	20000	4374	58.1%
	尚诚国际	0.3	78%	0.23	16000	4560	46.5%
	西山汇景	18.61	55%	10.24	4600	592	32.8%
	湘江北尚	7.22	55%	3.97	4500	429	34.9%
	汇金国际	26.69	55%	14.68	7000	2095	34.4%
	建发美地	28.55	55%	15.70	5500	1710	23.5%
	建发·丽水金沙	10.98	55%	6.04	7500	3369	21.8%
	建发·千岛国际	46.92	39%	18.06	7500	2121	38.4%
成都	建发·鹭洲	27.16	78%	21.17	7500	2985	26.9%
	圣地亚哥	46.64	55%	25.65	4500	855	34.3%
	领域	10.09	55%	5.55	14000	739	66.1%
	小计	277.76		151.62			
总计		457.12		311.28			

资料来源：公司资料 宏源证券

一级开发可攻可守

公司控股的建发地产旗下拥有建筑面积约 203 万平米的土地一级开发项目。该项目位于厦门岛内的枋湖片区，由建发地产的全资子公司——厦门禾山建设发展有限公司作为主体实施单位。

枋湖片区，现在已是厦门岛内未来重点发展的集中居住区和商贸活动区。2006 年，厦门双十中学枋湖新校区落成；2007 年湖里区政府迁入，更是快速带动这一区域，使得各项配套更加完善，这一切都让枋湖片区的居住价值得到体现。

厦门本岛较小，岛内土地资源稀缺，近期岛内土地受到追捧就可以看出。

土地出让金额的 85% 属于建发地产。公司既可以考虑一二级联动，又可以直接从土地出让中获得巨大投资收益，可谓“可攻可守”。

假设 203 万平米土地均用于出让，按土地成交价 7500 元/平米，土地一级开发成本 4000 元/平米计算，考虑营业税和所得税后，粗略估算归属于上市公司股东的净利润将达到 16.89 亿元，**相对于每股 EPS 为 1.36 元。**

目前具备出让条件的土地约有 10 万平米，预计将会尽快推向市场。

表 8：近期厦门本岛土地成交价格

土地成交 时间	土地用 途	土地位置	面积 (m²)	建筑面积 (m²)	起拍价 (万元)	成交价 (万元)	单价(元 /平米)	受让人
2009-6-8	居住/商 业	湖边水库片区观日西路南 侧，金边路以东，金湫路 西侧，金碧路以北	137170	452740	199036	303000	6693	福州世贸新城 房地产开发有 限公司
2009-6-8	居住/商 业	湖边水库片区，湖心岛北 部	95098	199710	109175	183000	9163	厦门市万科房 地产有限公司
2009-6-8	居住/商 业	五缘湾片区内湖东岸，五 石路以北	75037	150000	100025	140100	9340	恒禾置地（厦 门）股份有限公 司
2009-6-8	居住/商 业	思明区七星路与体育路交 叉口西北侧	37018	100060	59880	101500	10144	厦门新景帝集 团有限公司
2009-6-8	居住/商 业	思明区仙岳路北侧	20430	64410	38500	58700	9113	宝嘉（厦门）贸 易有限公司
2009-4-8	居住/商 业	湖边水库片区仙岳路南 侧，云顶中路东侧，候卿 路北侧	4305	15000		10300	6867	厦门南中投资 有限公司

资料来源：厦门国土资源局 宏源证券

租赁物业稳定增长

目前，公司控股的联发地产旗下拥有租赁物业约 78 万平米，未来储备约 46 万平米，总量达到 123 万平米。

2008 年公司租赁物业收入 9959 万元，贡献净利润约 3000 万元。保守估计 2009-2011 年，公司租赁物业贡献净利润分别为 3000 万、3500 万和 4000 万。

表 9：公司租赁物业情况

项目	目前拥有建筑面积	储备建筑面积	合计
工业地产			
厦门联发湖里工业厂房	30	0	30
厦门杏林工业园	6	0	6
厦门同安城南工业园	7	0	7
厦门同安黄金工业园	9	7.7	16.7
小计	52	7.7	59.7
商业地产			
厦门集美文教区软件技术学院	9	33	42
桂林联达商业广场	9	0	9
厦门联发电子商城商场	0	4.9	4.9
厦门海富中心	7.7	0	7.7
小计	25.7	37.9	63.6
总计	77.7	45.6	123.3

资料来源：公司资料 宏源证券

贸易物流：规模大，收益稳

公司在贸易物流领域的年营业额逾 300 亿人民币，主营的进出口产品已具有较大的规模并占有一定的市场份额。公司进出口贸易额连续多年位居中国外贸 500 强前列和福建省第三产业 300 大进出口业排行首位。公司物流集团公司在 2008 年评选中位于中国物流百强企业第 35 位。

考虑到公司在物流贸易领域具有较强的经验和风险管理能力，我们假设其收益基本维持稳定，不出现大的波动，具体见下表。

表 10：公司贸易业务盈利预测

单位：亿元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
贸易收入	225.86	268.00	317.53	300	315	330.75
增长率	32.9%	18.7%	18.5%	-5.5%	5.0%	5.0%

贸易毛利	6.13	8.82	12.90	9.0	9.5	9.9
毛利率	2.7%	3.3%	4.1%	3.1%	3.2%	3.2%
贸易净利率	-	-	-	1.0%	1.1%	1.1%
贸易净利润				3.0	3.47	3.64
物流净利润				0.15	0.15	0.15
贸易物流合计贡献 EPS				0.25	0.29	0.31

资料来源：wind 资讯 宏源证券

盈利预测

假设条件：

- 二级开发项目结算情况如表 11；
- 各项业务对公司净利润贡献如表 13；
- 所得税率为 25%；

表 11：公司房地产项目结算情况预测

项目	结算面积（万平方米）			结算均价（元/平米）			结算金额（万元）		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
厦门欣悦园一期	0.9			10000			9000		
厦门欣悦园二期			2.6			12000			31200
厦门五缘湾 1 号一期	10.0	5.1		11500	12000		115000	60600	
厦门五缘湾 1 号二期		8.0	3.5		13000	13000		104000	45500
厦门联发电子商城写字楼			2.5			11000			27500
厦门滨海新城									0
南宁联发尚品一期	0.97			3500			3395		
南宁联发尚品二期	7.0			3500			24360		
南宁联发尚品三期		5.0	8		3800	4200		19000	33600
南宁联发臻品			6			7000			42000
桂林联达雅居二期	4.9			3300			16170		
桂林万福项目		3.0	6		3500	3900		10500	23400
南昌江岸汇景二期 A	8.0	2.0		4500	4500		36000	9000	
南昌江岸汇景二期 BC		8.0	4		4500	4800		36000	19200
南昌联发大厦			7			5500			38500
重庆南山别墅			6			11000			66000
重庆中医学院项目									
厦门爱琴海	2.4			17000			41310		
厦门时尚国际	0.8			11000			8690		
厦门上东美地	0.9			11000			9900		
厦门南山丽苑	3.3			12000			39000		
厦门南山美苑		3.0	7		12500	12500		37500	87500

联发地产

建发地产

上海中悦 06 号地	3.0	3.6	20000	20000	60000	72000
上海中悦 5236A 地		2.5		20000		50000
上海中悦 21 号地						
上海建发 22# 地						
上海山溪地 04 地						
上海山溪地 20 地						
上海普陀三村	4.7		16000		74560	
上海尚诚国际	0.7		16000		10400	
长沙西山汇景	10.0	9.6	4600	5000	46000	48000
长沙湘江北尚	5.0	2.5	4500	4500	22500	11250
长沙汇金国际	2.0	10	7000	7000	14000	70000
长沙建发美地		5		5500		27500
成都建发·丽水金沙		4		7500		30000
成都建发·千岛国际		4		7500		30000
成都建发·鹭洲		4		7500		30000
漳州圣地亚哥	6.0	8.0	4500	4500	5000	27000 36000 50000
福州领域	5.0	4	14000	14000	70000	56000
合计	60.8	68.8	99.7		408725	590410 829900

资料来源：宏源证券

表 12：2009-2011 年公司盈利预测表

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	2,958,844.62	3,388,689.27	3,408,725.00	3,740,410.00	4,137,400.00
二、营业总成本	2,895,752.52	3,323,558.92	3,279,473.63	3,565,399.41	3,915,666.79
营业成本	2,772,903.05	3,183,362.41	3,149,263.21	3,382,532.77	3,681,790.06
营业税金及附加	28,022.47	26,536.71	39,337.92	75,525.63	100,171.73
销售费用	72,430.12	88,509.59	81,121.73	93,289.99	111,947.99
管理费用	10,641.05	7,574.79	7,953.53	8,351.21	9,186.33
财务费用	3,288.06	3,303.72	1,797.24	5,699.80	12,570.68
资产减值损失	8,467.78	14,271.69	—	—	—
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	1,599.02	-4,658.19	—	—	—
投资净收益	24,177.55	16,028.79	—	—	—
四、营业利润	88,868.67	76,500.95	129,251.37	175,010.59	221,733.21
加：营业外收入	4,669.31	5,896.66	—	—	—
减：营业外支出	163.35	695.92	—	—	—
五、利润总额	93,374.62	81,701.69	129,251.37	175,010.59	221,733.21
减：所得税	16,274.66	12,685.14	27,812.84	38,752.65	49,933.30
六、净利润	77,099.96	69,016.55	101,438.53	136,257.94	171,799.91

减：少数股东损益	5,986.49	6,705.43	17,232.73	27,253.18	32,930.46
归属于母公司所有者的净利润	71,113.47	62,311.11	84,205.79	109,004.76	138,869.45
七、每股收益：					
期末股本（万股）	69,066.38	124,319.00	124,319.00	124,319.00	124,319.00
基本每股收益(元)	1.12	0.5	0.68	0.88	1.12

资料来源：wind 资讯 宏源证券

注：08 年资产减值损失的原因是贸易存货发生减值引起；

08 年公允价值变动损益大幅减少的原因是公司基金投资的公允价值大幅下降所致；

08 年投资收益大幅减少的原因是本年新股申购、基金投资收益大幅减少所致；

表 13：公司净利润分解

净利润分解项	2009E	2010E	2011E
二级开发贡献净利润	49,705.79	69,354.76	96,986.95
租赁物业贡献净利润	3,000.00	3,500.00	4,000.00
贸易贡献净利润	30,000.00	34,650.00	36,382.50
物流贡献净利润	1,500.00	1,500.00	1,500.00
合计	84,205.79	109,004.76	138,869.45

资料来源：宏源证券

销售经理：万玮
联系电话：010-62294633
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上