

# 建发股份(600153.sh)

## 海西贸易龙头、被忽视的全国性二三线城市开发商

沈爱卿 房地产 研究员 李音临 造纸业 研究助理  
电话: 020-87555888-637 020-87555888-690  
eMail: saq@gf.com.cn ly19@gf.com.cn

### 被忽视的全国性二三线城市开发商

公司旗下房地产开发业务由控股 95% 的联发集团和控股 55% 的建发房产来运作, 均为中国房地产企业百强, 目前已进驻 12 个城市进行房地产开发。除上海外, 其它城市均为二三线, 以海西和中西部省会城市为主, 是名副其实的全国性二三线城市开发商。09 年底, 公司总可结算面积为 554 万平米, 权益可结算面积为 388 万平米。

### 海西贸易龙头

公司 2009 年贸易业务的营业额 345 亿元, 净利润约 5 亿, 在整个海西地区独占鳌头; 其中建发纸业更是全国纸类经销商龙头老大。建发特有的风控机制和灵活的渠道服务, 是竞争对手难以复制的核心竞争力, 也是未来公司业绩稳健增长的保证。

### 房地产 VS 贸易物流: 并无抵触、反而互补

公司的主业是房地产和贸易物流的供应链运营。在我们看来, 两个主业之间不但没有抵触, 而且还有互补的地方。相对于房地产行业的低周转率和高毛利率, 贸易物流是高周转和低毛利, 因此, 贸易物流资金相对充裕, 银行授信也相对充裕, 且银行贷款少有管制。因此, 两者存在一定程度上的互补, 分别体现在资金和赢利性上。

**经营特色: 稳健经营、财务护航→贸易无坏账、地产毛利高**  
贸易业务风险控制的需要以及主要负责人的财务会计背景决定了公司的经营特色: 稳健经营、财务护航。双主业的良好反馈是: 贸易业务十年翻十倍, 坏账逐年下降; 拿地谨慎、开发项目毛利率高。

### 潜在看点分析

- 1、**建发房产剩余 45% 股权有望注入:** 建发房产资源丰富, 权益外有 120 万平米可结算资源, 另有约 200 万平米城中村土地一级开发权。
- 2、**工业厂房改造以及未来可能的搬迁。**
- 3、**供应链上下游企业投资。**

### 待改进因素

旗下两大房地产公司: 建发房产与联发集团各自为战、未形成合力。

### 投资评级

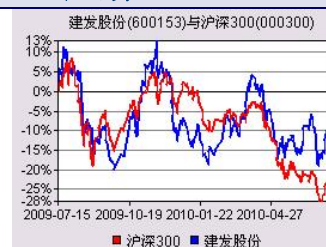
我们看好海西发展前景、公司的稳健发展模式及成长前景, 公司是比较好的中长期投资标的, 给予公司“买入”评级。

### 公司评级

**买入**

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 12.23 |
| 目标价格(元) | 15.40 |
| 前次评级    | 无评级   |

### 股价走势



| 市场表现   | 1 个月   | 3 个月    | 12 个月   |
|--------|--------|---------|---------|
| 股价涨幅   | -3.62% | -12.64% | -12.02% |
| 沪深 300 | -5.45% | -23.16% | -25.33% |

### 股票数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 总股本(万股)    | 223,775.0 |
|            | 7         |
| 流通 A 股(万股) | 223,775.0 |
|            | 7         |

主要股东:

|            |         |
|------------|---------|
| 厦门建发集团有限公司 |         |
| 主要股东持股比例   | 25.67%  |
| 流通 A 股比例   | 100.00% |

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 22.89% |
| ROA      | 8.09%  |
| 资产负债率    | 78.67% |
| 每股净资产(元) | 3.74   |

2009 年报数据。

## 被忽视的全国性二三线城市开发商

公司旗下房地产公司已进驻全国12个城市进行房地产开发。除上海外，其它进驻城市均为二三线城市，以海西和中西部的省会城市为主，是名副其实的全国性二三线城市开发商。截止09年底，公司房地产开发项目总可结算面积为554万平米，权益可结算面积为388万平米。

图 1：公司项目分布



数据来源: nptc.com/

| 城市 | 厦门  | 重庆  | 长沙  | 南宁 | 成都 | 天津 | 福州 | 南昌 | 桂林 | 上海 | 漳州 | 武汉 | 合计   |
|----|-----|-----|-----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|------|
| 面积 | 81  | 64  | 37  | 35 | 34 | 30 | 26 | 25 | 18 | 14 | 12 | 11 | 388  |
| 份额 | 21% | 16% | 10% | 9% | 9% | 8% | 7% | 7% | 5% | 4% | 3% | 3% | 100% |

注：图表中为权益可结算面积，单位为万平米。

数据来源：广发证券发展研究中心

公司旗下房地产开发业务由控股95%的联发集团和控股55%的建发房产来运作，建发房产和联发集团均为2010年中国房地产企业百强上榜企业，分列第52位和81位。2009年建发房产和联发集团合计签约销售面积为66.1万平米，签约销售金额为43.8亿元，同比增长率分别为183%和173%。其中厦门地区销售的面积占比和销售金额占比分别为28%和46.5%，均排第一位。

## 海西贸易龙头

公司2009年贸易业务的营业额345亿元，净利润约5亿，在整个海西地区独占鳌头；其中建发纸业更是全国纸类经销商龙头老大。建发特有的风控机制和灵活的渠道服务，是竞争对手难以复制的核心竞争力，也是未来公司业绩稳健增长的保证。资信好、周转快的贸易经营模式，让建发股份得到了银行宽松的授信支持，而宽裕的资金又成为建发进一步拓展业务的有力支撑。我们预计，随着中央对海西区域扶持政策的深入贯彻，建发股份将持续进入资金和业务量良性双循环的轨道；未来三年内外贸收入和利润将持续提升，年均增长率15%~20%。

### 风控机制确保增长，渠道服务提升利润

2006年前公司以进出口贸易为主，但近年来国内贸易营业额和毛利率后来居上。建发所涉及的各类贸易业务中，以纸业、钢铁和汽车三大类最为突出。其中在纸业领域建发已是国内最大的木浆和纸品经销商，2009年公司345亿元的总贸易额中，纸业贡献了约80亿元的营业收入。2009年钢铁方面的营业额也将近77亿元，而汽车业务贡献了13亿元的营业收入。

整体来说，公司贸易业务可谓稳健，即使在金融危机爆发的2008和2009两年，公司的内外贸易营业额仍旧保持增长。我们注意到，公司外贸业务的毛利率基本稳定在3%~4%之间，而2007年后公司内贸业务的毛利率却一路高歌，从3%上扬到2009年的6%。

图 2 建发贸易业务营业额构成

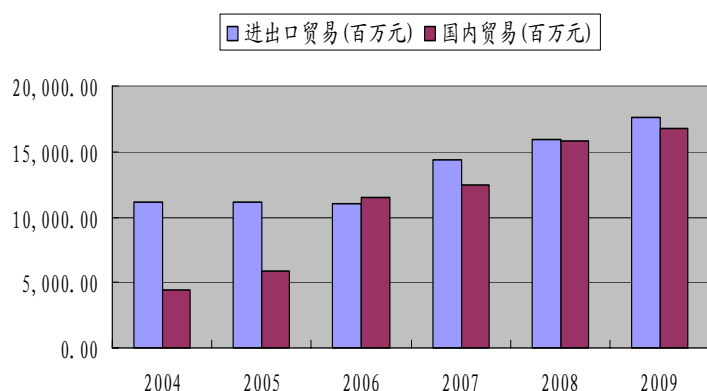
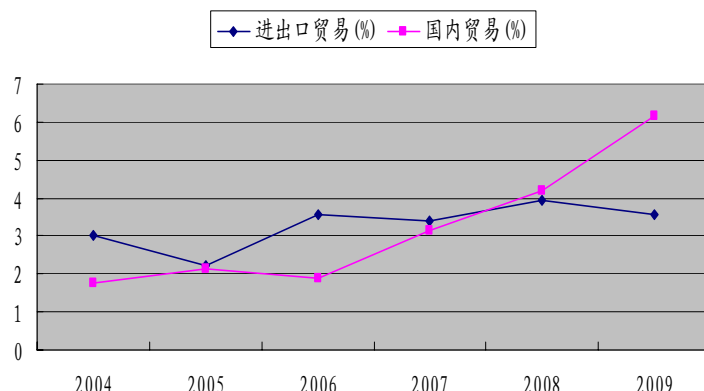


图 3 建发贸易业务毛利率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

我们发现，两大因素促成了建发股份在国内贸易业务上的稳健表现：有效的风险控制，以及灵活广泛的渠道服务。

### 专业经验+严密管理+全程财务跟踪=有效的风控机制

贸易是一个毛利低、杠杆高、周转快的业务。有时一次的经营失误，就有可能导致全年的亏损。因此对于贸易商来说，控制风险与利润最大化同样重要。

建发股份各类贸易业务均由相关子公司进行专业化运营，比如建发纸

业专精于纸业供应链业务，建发汽车则负责汽车相关业务。总部要求各个子公司在各自领域具备精深的专业经验与经营能力。针对各子公司的过往表现和专业程度，总部给予其不同额度和不同类型的运营许可，以实现风险和收益的优化调度。比如，建发纸业是全国最大的纸品经销商，行业经验丰富，因此建发总部允许建发纸业采用“自营”（择时买断或卖出纸品，自负盈亏，风险较大收益也较大）的方式，从事大额度的贸易活动。而建发金属在钢铁业务方面，并没有做到全国前列，因此总部要求建发金属主要采用“代理”（按照钢铁厂家的委托，销售钢铁产品，赚取稳定的代理费，风险小）方式，允许的贸易额度也相对较少。

在鼓励子公司专业化发展的同时，建发总部对于各类业务的每个环节，都设立了专门部门进行评估督导。比如，应收账款由信用审核部负责审查，库存由物流管理部门控制。除此之外，建发股份另一个风控特点就在于财务人员各项业务的全程跟踪。公司要求财务人员不仅熟练掌握会计知识，还必须参与熟悉各类业务的各项环节，包括从立项签约到最终入账的整个业务流程。可以说，建发的体制已经把他们的财务人员培养成“管理会计”而不是传统会计。由于兼具财会和业务知识，建发的财务人员在贸易经营的各个环节中都能敏锐地发现其中蕴含的财务风险，保障了建发贸易业务的稳健增长。

### 渠道优势+灵活服务=利润率的提升

从上图中我们看出，建发股份国内贸易的营业额和毛利率从2007年起就不断上扬，而同期外贸业务的毛利率却保持稳定。内贸表现超群的原因，是建发股份充分发挥了自己的渠道优势，并在此基础上为上下游提供灵活的服务。

我们以建发各类贸易中最为出色的纸业贸易为例，来分析公司在贸易方面的核心竞争力。具体分析附后。

综合来说，建发股份在国内贸易领域的核心竞争力是“有效风控+专业经验+渠道优势+附加服务”。

## 房地产VS贸易物流：并无抵触、反而互补

公司的主业是房地产和贸易物流的供应链运营。在我们看来，两个主业之间不但没有抵触，而且还有互补的地方。相对于房地产行业的低周转率和高毛利率，贸易物流是高周转和低毛利，因此，贸易物流资金相对充裕，银行授信也相对充裕，且银行贷款少有管制。因此，两者存在一定程度上的互补，分别体现在资金和赢利性上。

表 1：房地产与贸易公司周转率和毛利率差别

|              | 营业周期（天） | 毛利率   |
|--------------|---------|-------|
| <b>房地产公司</b> |         |       |
| 万科 A         | 924     | 29.4% |
| 保利地产         | 1248    | 36.8% |
| 金地集团         | 1622    | 36.7% |

|      |      |       |
|------|------|-------|
| 均值   | 1265 | 34.3% |
| 贸易公司 |      |       |
| 五矿发展 | 59   | 2.3%  |
| 建发股份 | 100  | 8.9%  |
| 中化国际 | 51   | 7.8%  |
| 均值   | 70   | 6.3%  |

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 经营特色：稳健经营、财务护航→贸易无坏账、地产毛利高

稳健经营、财务护航是公司最大经营特色。公司是做贸易出身，贸易业务的高风险性决定了公司注重控制风险、稳健经营。而财务管理的全面参与则为公司的稳健经营保驾护航。公司的灵魂人物王宪榕女士以及董事长黄文洲先生均为会计师，具有财务或会计工作经历，公司的许多高管也都有财务部门相关工作背景。公司的贸易业务风险控制的需要以及主要负责人的财务会计背景决定了公司的经营特色：稳健经营、财务护航。

公司要求业务员也需要懂财务，懂财务的业务员才能更好的识别风险。财务管理已经渗透到公司业务全过程。稳健经营、财务护航，带来的好处也是显而易见的。

### 贸易业务十年翻十倍，坏账逐年下降，目前基本无坏账

理论上讲，贸易都是赚钱的，毕竟亏本的生意没人做，因此主要在于风险控制。公司98年上市之初，贸易规模才30亿不到，坏账高达1亿元，而现在公司贸易规模已经做到340亿元的规模，但是基本没有坏账。公司的贸易额翻了10倍，而坏账不但没有增长，反而有所下降。这充分体现了公司风险控制能力。

### 拿地谨慎、房地产项目毛利率高

公司稳健的经营原则，全程的财务控制，使得公司的拿地策略非常谨慎。这使得公司几乎拿不到高价地。尽管很多时候公司拿不到地，但一般竞争激烈的时候也是风险开始聚集的时候，因此公司能够拿下来的也一般都是赢利能力相对较高的地块。目前公司开发的项目中大部分具备较高的毛利率。

表 2：房地产项目毛利高

| 典型项目     | 楼面地价(元/平米) | 预计售价(元/平米) | 楼面地价/售价 | 毛利率   |
|----------|------------|------------|---------|-------|
| 建发厦门爱琴海  | 3777       | 12000      | 31.5%   | 47.7% |
| 建发厦门中央美地 | 3075       | 13500      | 22.8%   | 54.6% |
| 建发长沙西山汇景 | 608        | 8500       | 7.2%    | 57.6% |
| 建发上海新江湾城 | 3455       | 16000      | 21.6%   | 47.2% |
| 建发上海汇融大厦 | 4374       | 22000      | 19.9%   | 57.4% |
| 建发上海尚诚国际 | 4514       | 16000      | 28.2%   | 43.7% |
| 建发成都金沙里  | 2829       | 9000       | 31.4%   | 40.8% |
| 建发漳州圣地亚哥 | 696        | 6500       | 10.7%   | 50.8% |

|             |      |       |       |       |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 建发福州领域      | 856  | 14000 | 6.1%  | 61.4% |
| 联发厦门五缘湾1号二期 | 4390 | 16000 | 27.4% | 49.7% |
| 联发厦门欣悦园二期   | 1310 | 13000 | 10.1% | 66.3% |
| 联发厦门电子广场    | 2913 | 14000 | 20.8% | 50.6% |
| 联发南昌广场      | 246  | 8000  | 3.1%  | 49.7% |
| 联发重庆嘉园      | 1224 | 7300  | 16.8% | 52.9% |
| 联发桂林山与城     | 1037 | 5000  | 20.7% | 42.7% |
| 联发南宁尚品      | 363  | 4500  | 8.1%  | 47.1% |
| 联发南宁臻品      | 1596 | 9000  | 17.7% | 42.1% |

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 潜在看点分析

### 建发房产剩余45%股权有望注入

2009年初,公司通过资产置换和现金收购了大股东全资子公司建发房产54.7%的股权。加上公司持股95%的从事房地产业务的联发集团,公司房地产板块对09年公司净利润的贡献占比50%,与贸易物流的供应链运营各占半壁江山,从此奠定了公司“供应链运营+房地产”双主业格局。

**建发房产资源丰富: 120万平米可结算资源, 约200万平米城中村土地一级开发权**

截止2009年底,建发房产剩余45%股权的可结算面积超过120万平米。更重要的是,建发房产还拥有厦门后埔—枋湖片区72万平米土地一级开发权。接下来我们对此进行重点分析。

建发房产拥有厦门后埔—枋湖旧村改造项目一级开发权,公司与政府的分成比例为“85:15”。该旧改项目由全资子公司厦门禾山建设发展有限公司进行一级开发,公司将获得一级土地开发利润85%的分成。后埔—枋湖片区位于厦门岛中东部,处于湖里区几何中心,北至湖里大道,南至吕岭路,东至金尚路,西至机场快速路;跨江头、禾山两个街道。该项目包含枋湖、薛岭、后埔三个自然村的改造,总改造用地74.3万平方米,涉迁2200户、4500人,房屋拆迁总建筑面积约193万平方米。改造后的后埔—枋湖片区将成为湖里行政、经济和文化中心,厦门东部核心的亮丽人居新城。

该旧村改造项目的首期项目为枋湖片区改造项目,总用地面积25万平米,可出让建筑面积约47.7万平米。2009年12月,该项目成功拍出第一块土地,该地占地1.35万平米,总建筑面积为5.8万平米,拍得楼面地价高达9933元/平米。该地块的成本约4000元/平米,赢利能力非常好。

根据我们的测算,后埔—枋湖片区改造项目将为建发房产提供37.8亿元净利润,持股55%建发房产的建发股份将获得21.2亿元净利润。

表 3: 后埔—枋湖片区改造项目利润估算表

单位: 万平米、元/平米、百万元

|            | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 出让建筑面积     | 8     | 10    | 13    | 17    | 22     | 28     | 36     | 22     |
| 出让单价（楼面地价） | 7,946 | 7,946 | 8,741 | 9,615 | 10,577 | 11,634 | 12,798 | 14,078 |
| 出让总收入      | 599   | 779   | 1,114 | 1,593 | 2,278  | 3,257  | 4,658  | 3,044  |
| 建发房产净利润    | 145   | 165   | 236   | 337   | 482    | 690    | 986    | 644    |
| 建发股份净利润    | 79    | 90    | 129   | 184   | 264    | 377    | 539    | 352    |

数据来源：广发证券发展研究中心

公司计划在配股之后完成建发房产剩余45%股权的注入，但是由于证监会对房地产公司融资的严格控制，公司的配股进程也近乎停滞。但是，大股东对建发房产剩余股权注入的意愿是比较明确的，需要的只是时间。

### 工业厂房改造以及未来可能的搬迁

公司持股95%的联发集团在厦门拥有超过70万平米的可租赁物业，其中工业厂房可出租面积47万平米，包含位于厦门岛内拥有26万平米可出租面积的湖里工业园。湖里工业园位于厦门岛内湖里区湖里大道两侧，目前已全部出租给厦华电子等各类企业。在湖里区政府“腾巢换凤”的战略思路指导下，公司先后将8号厂房和2号厂房分别改造成“联泰大厦（2006）”和“联盛大厦（2010）”商务综合写字楼。改造后，租金水平将提升1-2倍。目前联发湖里工业区的租金收入在6000-7000万左右。如果湖里工业区厂房全部改造成写字楼，则对公司的收入贡献有望过亿。

此外，该工业厂房未来存在搬迁的可能。随着城市的发展，厦门岛内土地已经越来越稀缺，今年来厦门岛内土地拍卖的楼面地价大多都在4000元/平米以上（6月厦门岛内新房销售均价已经达到1.6万元），厦门市对岛内的工业布局是“主要发展高新技术产业及研发中心，而不再布局一般工业”，一般工业企业也将逐步迁出岛内，未来湖里工业厂房的土地重估价值将不断提升。如果以湖里工业区26万平米面积计算，即使不提高容积率，以4000元/平米的楼面地价重估，市值也在10亿左右。而经过多年的折旧摊销，这些工业厂房的成本价格几乎可以忽略不计。由于暂时没有拆迁时间表，我们在估值分析中暂不考虑此重估价值。

### 供应链上下游企业投资：贸易商最佳盈利模式

对于综合商社，在毛利率上的差距并不是很大，规模和风险控制决定了利润水平。而在此之外，还有一种最佳盈利方式，就是通过做贸易发现相关行业和企业的投资机会。公司也一直在做这样的尝试，对相关的企业进行投资。目前公司主要有以下供应链上下游投资。而这些实业投资也有望为公司带来惊喜。

#### 四川永丰浆纸股份有限公司（建发股份持股40%）

该公司是国家级农业产业化重点龙头企业，其16万吨制浆项目用地620多亩，已被列入国家重点技术改造项目。项目将采用具有世界水平的无元素氯漂白工艺和DCS信息化自动控制系统，制浆工艺可达国际先进水平。该公司竹浆项目于去年下半年顺利竣工并成功试产，年底已经实现660万净利润，预计今年净利润将大幅增长。

#### 厦门紫金铜冠投资发展公司（建发股份持股20%）

所控股企业蒙特瑞科公司的主要资产为秘鲁白河特大型铜钼矿床，其铜蕴藏量接近700万吨。未来有望给公司带来惊喜。

#### 厦门船舶重工股份有限公司（建发股份持股20%）

该公司是国内生产条件最好的大中型造船企业之一，其建造的30000吨多用途集装箱重吊船被评定为“世界十佳船型”。09年厦门船舶重工的净利润达2.4亿元，较08年增长60%。未来计划上市。

#### 龙源海洋生物股份有限公司（建发股份持股40%）

该公司从事海洋渔业资源精深加工及国内、国际贸易为主的高科技企业。目前拥有亚洲单厂最大的、无环境污染的环保鱼粉生产工厂，每年可加工低质小杂鱼20万吨，生产高品质鱼蛋白粉4.5万吨。未来计划上市。

表4：公司对供应链上下游企业投资

| 被投资企业  | 持股比例 | 09年净利润<br>(万元) | 净利润增长率  | 备注             |
|--------|------|----------------|---------|----------------|
| 四川永丰浆纸 | 40%  | 661            | 扭亏      | 预计今年净利润将大幅增长   |
| 厦门紫金铜冠 | 20%  | 2155           | 扭亏      | 旗下子公司拥有700万吨铜矿 |
| 厦门船舶重工 | 20%  | 23987          | 56.8%   | 拟上市            |
| 龙源海洋生物 | 40%  | 1546           | 8488.9% | 拟上市            |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 待改进因素：两大房地产子公司未成合力

“公司旗下两大从事房地产业务的”建发房产和联发集团的业务及编制相互独立，两公司仅对建发股份董事会负责。两者的分工仅是互不进驻对方已进驻或拟进驻城市（厦门除外）。目前仅处于不互相竞争、不相互掣肘的局面，而基本上没有形成合力。

目前建发房产已经进驻全国6个二三线城市，联发集团已进驻全国7个二三线城市。全国性二三线城市布局已经完成。这亟需公司在品牌、产品线定位、资源共享等方面做出统一规划形成合力。我们认为，建发房产剩余45%股权注入后，公司有望对旗下房地产业务进行统一梳理和规划。届时，公司作为全国性二三线城市开发商将更具竞争力。

## 盈利预测、估值与评级

### 赢利预测

#### 房地产业务

2010年房地产项目竣工项目较少，预计竣工面积为34万平米，比09年下降37.5%。竣工项目的减少直接导致了公司09年房地产业务收入的下滑，但是由于毛利水平的提升，使得净利润略有增长。具体结算项目见下表。预计10年-12年，公司的房地产营业收入分别为39.6亿元、58.7亿元

和114.1，增长率分别为-18.5%、48.3%、94.3%；净利润分别为5.6亿元、6.7亿元和10.5亿元，增长率分别为5.8%、19.1%和56.8%。

表 5：主要房地产项目赢利预测表

| 项目名称        | 权益    | 结算面积（万平方米） |      |      | 结算价格（元/平方米） | 结算收入（百万元） |      |       |
|-------------|-------|------------|------|------|-------------|-----------|------|-------|
|             |       | 2010       | 2011 | 2012 |             | 2010      | 2011 | 2012  |
| 建发长沙西山汇景    | 54.7% | 2          | 9    | 0    | 8500        | 188       | 753  | 0     |
| 建发长沙汇金国际    | 54.7% | 0          | 0    | 13   | 8500        | 0         | 0    | 1142  |
| 建发上海新江湾城    | 54.7% | 0          | 4    | 4    | 16000       | 0         | 567  | 703   |
| 建发上海汇融大厦    | 26.8% | 0          | 4    | 1    | 22000       | 0         | 820  | 205   |
| 建发成都金沙里     | 54.7% | 0          | 0    | 11   | 9000        | 0         | 0    | 1011  |
| 建发成都天府鹭洲    | 26.8% | 0          | 0    | 19   | 8000        | 0         | 0    | 1521  |
| 建发漳州圣地亚哥    | 54.7% | 7          | 15   | 1    | 6500        | 440       | 954  | 73    |
| 建发福州领域      | 54.7% | 3          | 8    | 1    | 14000       | 489       | 1059 | 81    |
| 建发福州皇庭丹郡    | 54.7% | 0          | 0    | 13   | 9000        | 0         | 0    | 1132  |
| 建发福州皇庭美域    | 54.7% | 0          | 0    | 9    | 9500        | 0         | 0    | 871   |
| 联发厦门五缘湾 1 号 | 95.0% | 16         | 4    | 0    | 14800       | 2306      | 577  | 0     |
| 联发厦门欣悦园     | 95.0% | 0          | 0    | 4    | 13000       | 0         | 0    | 469   |
| 联发厦门电子广场    | 66.5% | 2          | 0    | 0    | 14000       | 224       | 56   | 0     |
| 联发厦门杏林湾一号   | 95.0% | 0          | 0    | 2    | 13000       | 0         | 0    | 230   |
| 联发重庆嘉园      | 95.0% | 0          | 0    | 9    | 7300        | 0         | 0    | 687   |
| 联发南昌江岸汇景    | 95.0% | 0          | 0    | 13   | 5000        | 0         | 0    | 651   |
| 联发南昌广场      | 95.0% | 0          | 0    | 3    | 8000        | 0         | 0    | 244   |
| 联发桂林联达雅居    | 85.5% | 4          | 0    | 0    | 3400        | 120       | 0    | 0     |
| 联发南宁尚品      | 95.0% | 0          | 21   | 2    | 4500        | 0         | 934  | 104   |
| 联发南宁臻品      | 95.0% | 0          | 0    | 7    | 9000        | 0         | 0    | 605   |
| 联发天津滨海北塘    | 95.0% | 0          | 0    | 6    | 11000       | 0         | 0    | 701   |
| 合计          |       | 35         | 64   | 126  | 0           | 3957      | 5870 | 11406 |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 贸易业务

分析贸易业务的增长，既要考察宏观经济相关，也要分析细分行业的成长。建发股份的贸易业务种类繁多，但最重要的三大类，就是纸业，钢铁和汽车。

纸业方面，建发纸业主要从事高端双胶纸、铜版纸、白板纸的贸易物流。双胶纸和铜版纸属于文化纸，下游需求向来稳定增长，多年保持8%~9%的增速，高端产品增速大约10%左右；而文化纸产量却始终远大于供给，今年预计新增产能25%左右。综合考虑，我们预计今年文化纸贸易量将比去年增加17%左右。白板纸方面，下游需求和上游产能增量平衡发展，增速均在20%左右。预计今年建发纸业的贸易量将比去年增加约18%，考虑到今年纸价比去年上升了25%以上。我们预测今年建发纸业营业收入增长23%，营业利润增长22%。

今年钢铁价格受到铁矿石上涨推动而继续上涨，下游需求也保持约8%

的稳定增速。而各大钢厂由于成本上升严重，产能增速也小于去年。预计今年建发在钢铁业务上，营业收入增长13%，营业利润增长10%

汽车贸易主要依靠已售车存量的维修，以及新车销售提成。考虑到去年汽车市场的火爆，我们预计今年的增速将低于去年，但由于新建4S店陆续实现盈利，利润率将有所上升。预计建发汽车业务营业收入增长25%，营业利润增长30%

其他贸易业务，我们参考宏观经济发展和通胀速度，也给予13%的增长。

综合统计，今年建发在贸易方面的营业收入，将增长15%~18%左右，营业利润将增长15%~20%左右。未来三年增长保持类似速度。

表 6：建发股份贸易业务收入利润预测

|             | 2009A | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 纸业营业收入(亿)   | 80    | 98.40  | 121.03 | 148.87 |
| 纸业利润贡献(亿)   |       | 1.71   | 2.08   | 2.54   |
| 钢铁营业收入(亿)   | 77    | 87.01  | 98.32  | 111.10 |
| 钢铁利润贡献(亿)   |       | 1.32   | 1.45   | 1.60   |
| 汽车营业收入(亿)   | 13    | 16.25  | 20.31  | 25.39  |
| 汽车利润贡献(亿)   |       | 0.59   | 0.76   | 0.99   |
| 其他贸易业务收入(亿) | 174   | 196.62 | 222.18 | 251.06 |
| 其他贸易业务利润(亿) |       | 2.32   | 2.62   | 2.96   |

数据来源：广发证券发展研究中心

### 小结

2010年-2012年，我们预计公司的营业收入分别为452.7亿元、536.4亿元和667.5亿元，增长率分别为11.6%、18.5%和24.4%；净利润分别为13.4亿元、15.7亿元和20.2亿元，增长率分别为26.3%、17.0%和28.5%。每股收益分别为1.08元、1.27元和1.63元。

### 估值与评级

**相对估值：**参考房地产行业可比上市公司及贸易类可比上市公司估值，给予房地产业务2010年12倍的动态PE，贸易业务2010年18倍的动态PE。公司的相对价值为16.7元，对应2010年的动态PE为15.5倍。

**绝对估值：**通过对公司资产进行重估，我们认为公司2010年的重估净资产值为14.1元/股，房价下降20%后对应的重估价值为11.5元/股。

我们看好海西发展前景、公司的稳健发展模式及成长前景，公司是比较好的中长期投资标的，给予公司“买入”评级。

表 7：房地产业务与贸易业务可比公司估值

|       | PE    |       |       |       | PB2009 |
|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
|       | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |        |
| 贸易公司  |       |       |       |       |        |
| 中化国际  | 21.31 | 16.65 | 13.83 | 12.57 | 2.17   |
| 厦门国贸  | 23.24 | 16.31 | 12.57 | 10.40 | 1.93   |
| 五矿发展  | 60.17 | 27.45 | 20.20 | 16.99 | 1.86   |
| 中储股份  | 31.94 | 16.72 | 13.57 | 11.09 | 1.41   |
| 江苏国泰  | 46.36 | 36.84 | 28.55 | 23.05 | 8.43   |
| 均值    | 36.60 | 22.79 | 17.74 | 14.82 | 3.16   |
| 行业均值  | 34.35 | 19.52 | 15.33 | 12.13 | 2.47   |
| ----- |       |       |       |       |        |
| 房地产公司 |       |       |       |       |        |
| 万科    | 14.94 | 11.45 | 9.35  | 8.06  | 2.04   |
| 保利地产  | 14.85 | 10.75 | 8.58  | 6.74  | 2.07   |
| 新湖中宝  | 22.47 | 13.15 | 9.54  | 7.94  | 4.11   |
| 荣盛发展  | 24.41 | 15.91 | 11.37 | 7.58  | 3.80   |
| 华发股份  | 13.57 | 10.91 | 8.27  | 6.13  | 1.76   |
| 均值    | 18.05 | 12.43 | 9.42  | 7.29  | 2.76   |
| 行业均值  | 29.49 | 14.52 | 11.03 | 8.54  | 2.47   |

数据来源：广发证券发展研究中心

表 8：公司 NAV 重估表

单位：万平方米、百万元

| 典型房地产项目     | 权益  | 权益未结算<br>面积（2010） | 目前房价    |                  | 房价下降 10% |                  | 房价下降 20% |                  |
|-------------|-----|-------------------|---------|------------------|----------|------------------|----------|------------------|
|             |     |                   | NAV2010 | 占 NAV 增加<br>值的比重 | NAV2010  | 占 NAV 增加<br>值的比重 | NAV2010  | 占 NAV 增加<br>值的比重 |
| 建发厦门中央美地    | 55% | 6                 | 152     | 1.2%             | 121      | 1.1%             | 89       | 1.0%             |
| 建发厦门半山御景    | 55% | 9                 | 194     | 1.6%             | 128      | 1.2%             | 31       | 0.3%             |
| 建发长沙汇金国际    | 55% | 15                | 131     | 1.1%             | 67       | 0.6%             | -11      | -0.1%            |
| 建发长沙建发美地    | 55% | 16                | 128     | 1.0%             | 84       | 0.8%             | 22       | 0.2%             |
| 建发上海新江湾城    | 55% | 13                | 365     | 2.9%             | 269      | 2.5%             | 165      | 1.8%             |
| 建发成都千岛国际    | 38% | 17                | 199     | 1.6%             | 140      | 1.3%             | 71       | 0.8%             |
| 建发漳州圣地亚哥    | 55% | 12                | 142     | 1.1%             | 120      | 1.1%             | 99       | 1.1%             |
| 建发福州领域      | 55% | 6                 | 191     | 1.5%             | 171      | 1.6%             | 148      | 1.6%             |
| 建发福州皇庭丹郡    | 55% | 11                | 130     | 1.0%             | 87       | 0.8%             | 26       | 0.3%             |
| 联发厦门五缘湾 1 号 | 95% | 19                | 462     | 3.7%             | 441      | 4.0%             | 417      | 4.5%             |
| 联发厦门欣悦园     | 95% | 6                 | 177     | 1.4%             | 152      | 1.4%             | 126      | 1.4%             |
| 联发厦门滨海名居    | 95% | 5                 | 140     | 1.1%             | 103      | 0.9%             | 67       | 0.7%             |
| 联发厦门杏林湾一号   | 95% | 34                | 592     | 4.8%             | 421      | 3.8%             | 224      | 2.4%             |
| 联发重庆南山项目    | 76% | 8                 | 160     | 1.3%             | 123      | 1.1%             | 86       | 0.9%             |
| 联发重庆山水瑶     | 95% | 40                | 434     | 3.5%             | 297      | 2.7%             | 116      | 1.3%             |
| 联发重庆嘉园      | 95% | 15                | 209     | 1.7%             | 164      | 1.5%             | 119      | 1.3%             |
| 联发南昌江岸汇景    | 95% | 21                | 132     | 1.1%             | 89       | 0.8%             | 30       | 0.3%             |
| 联发桂林山与城     | 95% | 15                | 119     | 1.0%             | 86       | 0.8%             | 52       | 0.6%             |
| 联发南宁尚品      | 95% | 22                | 165     | 1.3%             | 124      | 1.1%             | 83       | 0.9%             |
| 联发南宁臻品      | 95% | 13                | 162     | 1.3%             | 115      | 1.0%             | 59       | 0.6%             |

|               |     |    |       |        |       |        |       |        |
|---------------|-----|----|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 联发天津滨海北塘      | 95% | 30 | 401   | 3.2%   | 263   | 2.4%   | 67    | 0.7%   |
| 房地产项目 NAV 增加值 |     |    | 5450  | 43.9%  | 4012  | 36.6%  | 2295  | 24.8%  |
| 一级土地开发业务      |     |    | 1358  | 11.0%  | 1358  | 12.4%  | 1358  | 14.7%  |
| 租赁业务          |     |    | 1418  | 11.4%  | 1418  | 12.9%  | 1418  | 15.3%  |
| 其它业务增加值       |     |    | 4177  | 33.7%  | 4177  | 38.1%  | 4177  | 45.2%  |
| NAV 增加值合计     |     |    | 12403 | 100.0% | 10965 | 100.0% | 9248  | 100.0% |
| 公司净资产值        |     |    | 5065  |        | 5065  |        | 5065  |        |
| 重估净资产         |     |    | 17468 |        | 16030 |        | 14313 |        |
| 总股本           |     |    | 1243  |        | 1243  |        | 1243  |        |
| NAVPS (元/股)   |     |    | 14.1  |        | 12.9  |        | 11.5  |        |

注：其它业务增值指贸易等其它非房地产业务的增值，给予2倍PB计算。

数据来源：广发证券发展研究中心

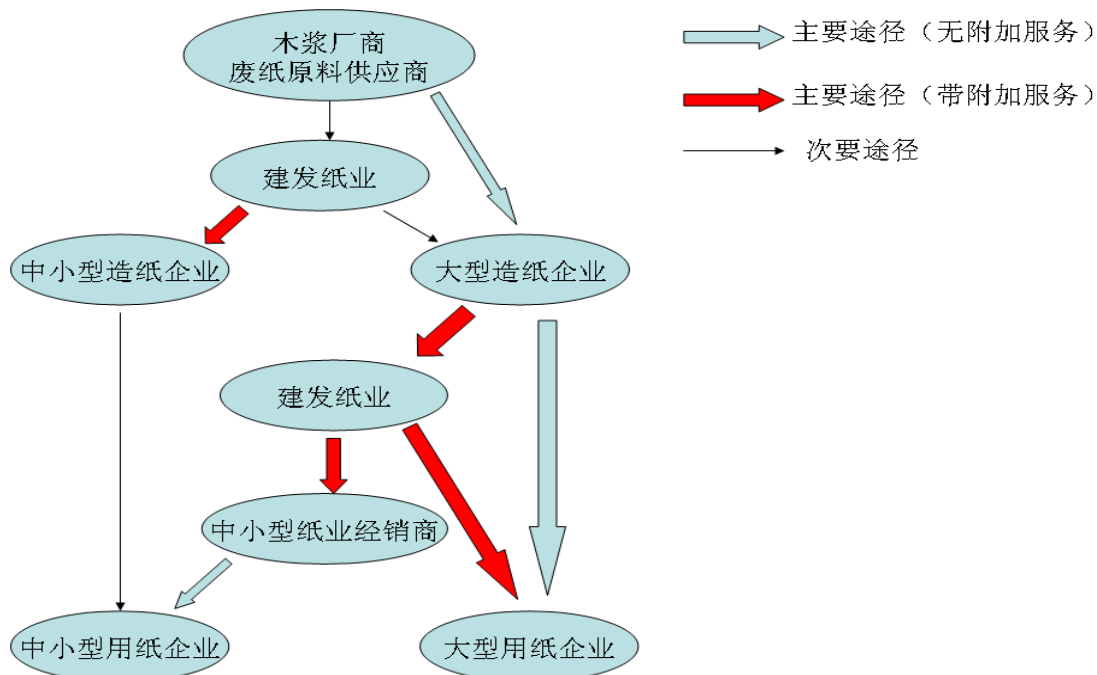
## 风险提示

公司面临的主要风险是贸易业务的经营风险、以及房地产市场风险及政策风险。

## 附：从纸业贸易看公司贸易的核心竞争力

建发纸业是全国最大的纸品/木浆经销商，其在纸品产业链中的地位与作用如下所示：

图 4： 建发纸业在产业链中的地位与作用 1



数据来源：广发证券发展研究中心

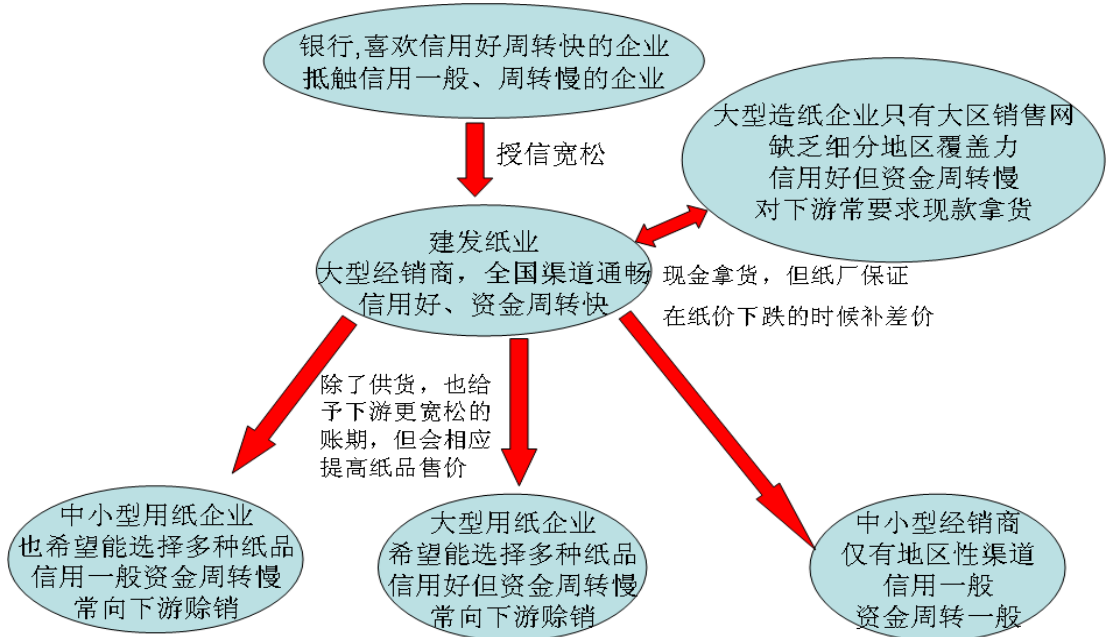
首先，建发纸业的优势在于渠道。建发拥有遍布全国的经销网点和巨大的采购量。对于上游的造纸企业来说，与建发合作有利于通过其广阔的网络快速销售自己的产品；对于下游用纸企业而言，建发可以提供多样化地区化的各类纸品供自己选择；对于建发自己而言，巨大的采购量保证了从纸厂拿到最优惠的价格，庞大的销售网络也能确保库存的及时消化，多年积累的经验。

然而很多其他贸易商也同样拥有良好的渠道，建发纸业能在众多经销商中脱颖而出成为当前的龙头，更重要的原因在于其利用自身的特殊资源，为上下游客户提供了灵活的服务。作为信誉良好的贸易商，建发经常需要快速周转大额资金，在银行眼中属于极受欢迎的客户。因此银行对建发的授信条件相当宽松，也为建发纸业营造了“不差钱”的有利局面。而纸业经销商的上下游，恰恰都面临现金流紧张的问题。一方面造纸企业资产重周转慢，不仅希望与采购量大的客户打交道，通常还要求以现款方式拿货（客户先交纳一笔保证金，发货后就立刻要求客户付清余款）。另一方面，用纸企业（印刷厂/纸箱厂）往往给予下游客户数月的账期，自身的现金也非常紧张。在这样的情况下，如果纸厂与用纸企业直接交易，账款支付方式就成了两难。

建发纸业正是看到了这一问题，所以凭借自己资金充裕以及大规模现款采购的优势，不仅向上游纸厂要到了最优惠价，还让纸厂保证在纸价下跌的时候弥补差价。这样建发的成本和风险都控制在最小。

面对下游的中小经销商和用纸企业，建发同样发挥自己的资金优势，在审核客户的信用状况之后，给予其不同的账期期限，缓解了客户资金紧张的问题。当然天下没有免费的午餐，建发也相应提高了纸品售价，这就是毛利率提升的来源。综合来说，建发股份在国内贸易领域的核心竞争力：有效风控+专业经验+渠道优势+附加服务。

图 5: 建发纸业在产业链中的地位与作用 2



数据来源: 广发证券发展研究中心

| 资产负债表           |               | 单位：百万元        |               |               |  |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 报表项目            | 2009          | 2010E         | 2011E         | 2012E         |  |
| 货币资金            | 1,899         | 1,049         | 896           | 991           |  |
| 应收账款            | 6,451         | 5,764         | 6,897         | 8,695         |  |
| 预付款项            | 13,501        | 13,751        | 14,871        | 18,732        |  |
| 应收利息            | 223           | 114           | 114           | 114           |  |
| 应收股利            | 22,073        | 20,678        | 22,778        | 28,533        |  |
| 其他应收款           | 1,045         | 1,045         | 1,045         | 1,045         |  |
| 存货              | 397           | 350           | 302           | 255           |  |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>653</b>    | <b>653</b>    | <b>653</b>    | <b>653</b>    |  |
| 长期股权投资          | 296           | 212           | 212           | 212           |  |
| 固定资产            | 2,422         | 2,334         | 2,334         | 2,334         |  |
| 在建工程            | 4,813         | 4,595         | 4,547         | 4,500         |  |
| 无形资产            | 26,886        | 25,274        | 27,326        | 33,033        |  |
| 长期待摊费用          | 3,582         | 2,278         | 232           | 229           |  |
| 递延所得税资产         | 11,915        | 9,867         | 11,986        | 15,012        |  |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>1,206</b>  | <b>1,100</b>  | <b>1,010</b>  | <b>1,100</b>  |  |
| <b>资产总计</b>     | <b>16,703</b> | <b>13,245</b> | <b>13,228</b> | <b>16,241</b> |  |
| 短期借款            | 3,806         | 4,406         | 4,406         | 4,406         |  |
| 应付票据            | 620           | 620           | 620           | 620           |  |
| 应付账款            | 23            | 0             | 0             | 0             |  |
| 预收款项            | 4,449         | 5,026         | 5,026         | 5,026         |  |
| 应付职工薪酬          | 21,152        | 18,271        | 18,254        | 21,267        |  |
| 应交税费            | 1,243         | 1,243         | 1,243         | 1,243         |  |
| 应付利息            | 1,117         | 1,117         | 1,117         | 1,117         |  |
| 应付股利            | 2,285         | 3,318         | 4,890         | 6,911         |  |
| 其他应付款           | 4,647         | 5,678         | 7,250         | 9,271         |  |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>1,087</b>  | <b>1,325</b>  | <b>1,821</b>  | <b>2,495</b>  |  |
| 长期借款            | 26,886        | 25,274        | 27,326        | 33,033        |  |
| 应付债券            | 3.74          | 4.57          | 5.83          | 7.46          |  |
| 长期应付款           | 2009          | 2010E         | 2011E         | 2012E         |  |
| 预计负债            | 1,899         | 1,049         | 896           | 991           |  |
| 递延所得税负债         | 6,451         | 5,764         | 6,897         | 8,695         |  |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>13,501</b> | <b>13,751</b> | <b>14,871</b> | <b>18,732</b> |  |
| <b>负债合计</b>     | <b>223</b>    | <b>114</b>    | <b>114</b>    | <b>114</b>    |  |
| 股本              | 22,073        | 20,678        | 22,778        | 28,533        |  |
| 资本公积            | 1,045         | 1,045         | 1,045         | 1,045         |  |
| 盈余公积            | 397           | 350           | 302           | 255           |  |
| 未分配利润           | 653           | 653           | 653           | 653           |  |
| 少数股东权益          | 296           | 212           | 212           | 212           |  |
| <b>负债股东权益总计</b> | <b>2,422</b>  | <b>2,334</b>  | <b>2,334</b>  | <b>2,334</b>  |  |
| 每股净资产(元)        | 4,813         | 4,595         | 4,547         | 4,500         |  |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

| 利润简表        |              | 单位：百万元       |              |              |  |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 报表项目        | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        |  |
| 营业收入        | 40551        | 45272        | 53642        | 66748        |  |
| 营业成本        | 36942        | 41104        | 48034        | 59359        |  |
| 营业税金及附加     | 521          | 589          | 912          | 1335         |  |
| 销售费用        | 1311         | 1471         | 1877         | 2336         |  |
| 管理费用        | 135          | 136          | 161          | 200          |  |
| 财务费用        | 71           | 91           | 108          | 132          |  |
| 资产减值损失      | 88           | 120          | 138          | 159          |  |
| 公允价值变动收益    | 1641         | 2001         | 2687         | 3545         |  |
| 投资收益        | 1657         | 2001         | 2687         | 3545         |  |
| <b>营业利润</b> | <b>331</b>   | <b>420</b>   | <b>618</b>   | <b>851</b>   |  |
| 营业外收入       | 1326         | 1581         | 2069         | 2694         |  |
| 营业外支出       | 1064         | 1344         | 1573         | 2021         |  |
| <b>利润总额</b> | <b>0.86</b>  | <b>1.08</b>  | <b>1.27</b>  | <b>1.63</b>  |  |
| 所得税费用       | 40551        | 45272        | 53642        | 66748        |  |
| <b>净利润</b>  | <b>36942</b> | <b>41104</b> | <b>48034</b> | <b>59359</b> |  |
| 归属于母公司净利润   | 521          | 589          | 912          | 1335         |  |
| 少数股东损益      | 1311         | 1471         | 1877         | 2336         |  |
| EPS(元)      | 135          | 136          | 161          | 200          |  |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

| 现金流量简表       |        | 单位：百万元 |        |       |  |
|--------------|--------|--------|--------|-------|--|
| 报表项目         | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E |  |
| 经营活动现金流量     | -282   | 940    | 2,198  | 94    |  |
| 投资活动现金流量     | -1,208 | 204    | 138    | 159   |  |
| 筹资活动现金流量     | 1,306  | -1,994 | -2,489 | -158  |  |
| 现金及现金等价物净增加额 | 1,315  | 1,049  | 896    | 991   |  |
| 期末现金余额       | -0.23  | 0.76   | 1.77   | 0.08  |  |
| 每股经营活动现金流(元) | -282   | 940    | 2,198  | 94    |  |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

| 主要财务指标  |       |        |       |       |  |
|---------|-------|--------|-------|-------|--|
| 指标项目    | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E |  |
| 营业收入增长率 | 19.7% | 11.6%  | 18.5% | 24.4% |  |
| 营业利润增长率 | 70.7% | 26.3%  | 17.0% | 28.5% |  |
| 毛利率     | 8.9%  | 9.2%   | 10.5% | 11.1% |  |
| 营业利润率   | 3.30% | 3.50%  | 3.90% | 4.0%  |  |
| 净利率     | 22.9% | 23.7%  | 21.7% | 21.8% |  |
| 净资产收益率  | 13.8% | 16.00% | 20.6% | 21.3% |  |
| 总资产收益率  | 19.7% | 11.6%  | 18.5% | 24.4% |  |
| 流动比率    | 70.7% | 26.3%  | 17.0% | 28.5% |  |
| 资产负债率   | 8.9%  | 9.2%   | 10.5% | 11.1% |  |
| 所得税税率   | 3.30% | 3.50%  | 3.90% | 4.0%  |  |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

## 广发证券—公司投资评级说明

|           |                                       |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

建发股份(600153)行情走势



▲ 推荐买入 ▼ 推荐卖出 ● 推荐持有 ■ 相关报告

## 相关研究报告

|                      |     |            |
|----------------------|-----|------------|
| 晨鸣纸业(000488.sz)      | 李音临 | 2010-07-15 |
| 齐心文具调研底稿             | 李音临 | 2010-07-14 |
| 建发股份调研               | 李音临 | 2010-06-22 |
| 造纸及纸制品业 2010 年中期投资策略 | 李音临 | 2010-06-21 |
| 美盈森(002303.sz)       | 李音临 | 2010-06-08 |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                          |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛<br>大厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528<br>号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                      |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                             |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                             |

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、

复印或印刷本报告。