

目 录

公司发展历程	4
海西地产龙头，主要布局二、三线城市	4
项目主要分布长江以南的二、三线城市	4
土地储备丰富，拿地能力较强	5
海西的战略地位的不断提升有利福建地区的房地产市场	6
供应链专业化管理有利提高贸易业务核心竞争力	7
海西贸易龙头，内贸比重上升	7
供应链专业化管理提高核心竞争力	7
形成“贸易+地产”互补业务格局	8
地产业务收入及利润比重不断增加	8
不同业务特征形成互补格局	9
地产业务进入全面、快速成长期	10
11 年起逐步进入结算高峰期	10
厦门岛内外工业厂房资源存在未来升值潜力	11
长期来看，建发房产剩余 45% 股权存在注入可能性	11
土地一级开发将给建发股份累计带来 20 亿元的净利润	11
供应链上下游企业股权投资存在升值潜力	12
持续盈利及注重回报体现公司出色治理能力	13
盈利预测及估值	14
风险提示	14
附：公司主要项目	15
厦门五缘湾 1 号	15
厦门中央美地	15
成都天府鹭洲	16
南宁联发尚品	16

图表目录

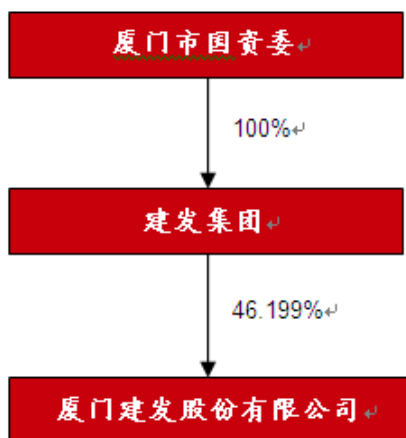
图 1 建发股份股权结构	4
图 2 建发股份房地产业务版图	5
图 3 建发股份土地储备城市分布情况	6
图 4 海峡西岸经济区战略地位不断提升	6
图 5 公司内外贸易比例	8
图 6 内外贸易毛利率变化	8
图 7 建发股份主营业务收入构成	9
图 8 建发股份主营业务毛利构成	9
图 9 建发股份历年净利润	14
图 10 门五缘湾 1 号实景图	15
图 11 门五缘湾 1 号沙盘	15
图 12 厦门中央美地实景图	15
图 13 厦门中央美地沙盘	15
图 14 成都天府鹭洲总平面图	16
图 15 成都天府鹭洲沙盘	16
图 16 南宁联发尚品位置图	16
图 17 南宁联发尚品实景图	16
表 1 海西拥有房地产业务的主要上市公司土地储备情况	5
表 2 项目结算进度表	10
表 3 厦门湖里片区主要土地成交情况	12
表 4 土地一级开发收入测算表	12
表 5 土地一级开发建发股份净利润敏感性分析	12
表 6 参股上下游企业主要情况	13
表 7 NAV 估值表	14

公司发展历程

建发股份是由厦门建发集团（隶属于厦门市国资委）独家发起，于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司，1998年6月在上海证券交易所上市。目前，建发股份已形成了以轻工、纺织服装、机电、包装材料、化工和五矿等产品为主，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。

2009年2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44.654%股权进行等价置换，并同时以现金购买建发集团所持建发房产的10%股权。此次资产置换加股权被转让使建发股份房地产业务规模上了新台阶，建发股份旗下形成两大房地产业务公司建发房产和联发集团。

图1 建发股份股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

海西地产龙头，主要布局二、三线城市

项目主要分布长江以南的二、三线城市

建发股份旗下两家地产公司联发集团和建发房产，在2010中国房地产百强企业排行榜中，建发房产和联发集团分别为第52名和第81名。目前建发股份的地产业务版图已扩张至12个城市，主要为长江以南的二、三线城市。

建发股份对联发集团和建发房产的权益分别为95%和54.654%。其中建发房产54.654%的权益是09年2月建发股份向建发集团资产置换及现金购买所得。目前两家房地产公司不存在整合的可能性，为了避免竞争，两家公司约定项目区域分布上除在厦门有重叠外，其余地区一家进入则另一家不再进入。目前建发房地产项目主要分布在上海、福州、厦门、漳州、成都、长沙，主要以一线城市和二线城市为主。联发集团房地产项目主要分布在厦门、武汉、南昌、重庆、桂林、南宁和天津，主要以二线城市及三线城市为主。

图 2 建发股份地产业务版图



资料来源：华泰联合证券研究所

土地储备丰富，拿地能力较强

截止 10 年 9 月末，建发股份拥有未结土地储备建筑面积为 617 万平方米，未结权益建筑面积为 420 万平方米。在海西几家拥有地产业务的主要上市公司土地储备量中排名第一。在土地储备的城市分布中，厦门作为大本营土地储备量第一，占据全部土地储备量的 23%，接下来是重庆和桂林，分别为 13% 和 12%。

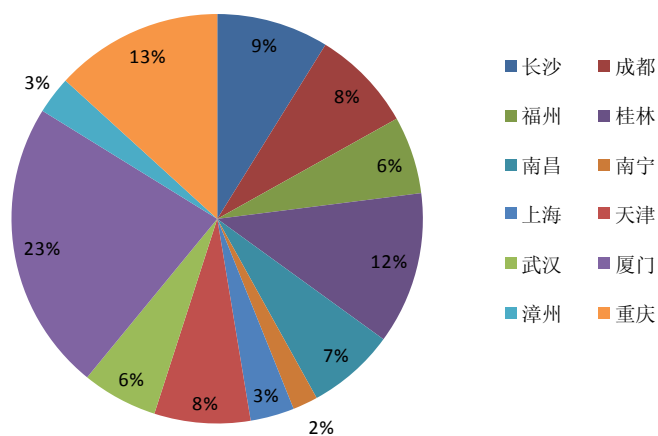
由于联发集团早在 80 年代初以开发湖里片区、修建特区工业厂房为主，房地产业务起步早，公司在厦门湖里片区获取土地资源能力较强，厦门区域内现有储备质地优异。公司在外地项目的区域选择上主要在长江以南，集中在原有进入城市，截止 10 年 9 月底，公司先后在天津、厦门、桂林、福州和武汉获取土地，其中 9 月份连续获取桂林、福州和武汉的三幅地块。公司拿地相对较为稳健，原则上通过对周边房价合理的估测，净利润率要在 10% 以上才考虑拿地。

表 1 海西拥有地产业务的主要上市公司土地储备情况

公司	未结权益建面（万平方米）
建发股份	420
阳光城	300
冠城大通	186
厦门国贸	100
三木集团	53

数据来源：根据调研信息整理，华泰联合证券研究所

图 3 建发股份土地储备城市分布情况



数据来源：根据调研信息整理，华泰联合证券研究所

海西的战略地位的不断提升有利福建地区的房地产市场

随着两岸关系的渐入佳境和海西经济增速开始领跑东部地区，海西有望成为中国经济增长又一极，海西经济区以福建为主体涵盖浙江、广东、江西 3 省的部分地区，人口约为 6000~8000 万人，年经济规模在 17000 亿元以上，包括福建福州、厦门、泉州、漳州、龙岩、莆田、三明、南平、宁德以及福建周边的浙江温州、丽水、衢州；江西上饶、鹰潭、抚州、赣州；广东梅州、潮州、汕头、揭阳共计 20 市。

图 4 海峡西岸经济区战略地位不断提升



资料来源：华泰联合证券研究所

从两岸三通，到特区扩容、ECFA 落地，海峡西岸经济区的战略地位日益突出，中央将会出台更多实质性的政策支持海西经济区的发展，同时也将加大对福州、厦门、漳州、泉州等地的基础设施建设力度。在此大背景下，海西地区的房地产市场是最为受益的，建发股份作为海西的地产业龙头，1/3 的土地储备集中在福建省的厦门、福州和漳州，其中厦门占到近 1/4，厦门特区的扩容，岛内岛外的经济融合以及厦漳海底隧道等一系列基础设施的修建，将使厦门、漳州的房地产市场进入新的发展阶段。

供应链专业化管理有利提高贸易业务核心竞争力

海西贸易龙头，内贸比重上升

建发股份同样是海西的贸易龙头企业，2009 年入选“福建企业 100 强”第 3 位，连续十年蝉联“福建省第三产业 300 强企业（进出口业）”榜首。贸易主要种类为浆纸行业、钢材行业和汽车行业，此外还有矿产品、农产品和化工类产品的贸易。

公司内外贸易比重基本各占 50%，公司国内贸易业务毛利率呈逐年上升态势，与进出口贸易的毛利率水平逐渐拉开差距，2009 年国内贸易毛利率水平超过 6%，进出口贸易毛利率水平基本在接近 4% 的水平。10 年上半年公司国内贸易实现收入 146 亿元，同比增长 106%，进出口贸易实现收入 118 亿元，同比增长 60%，贸易结构中国内贸易比重进一步增加，国内贸易较高的毛利率水平，使公司总体利润水平也得到提升。

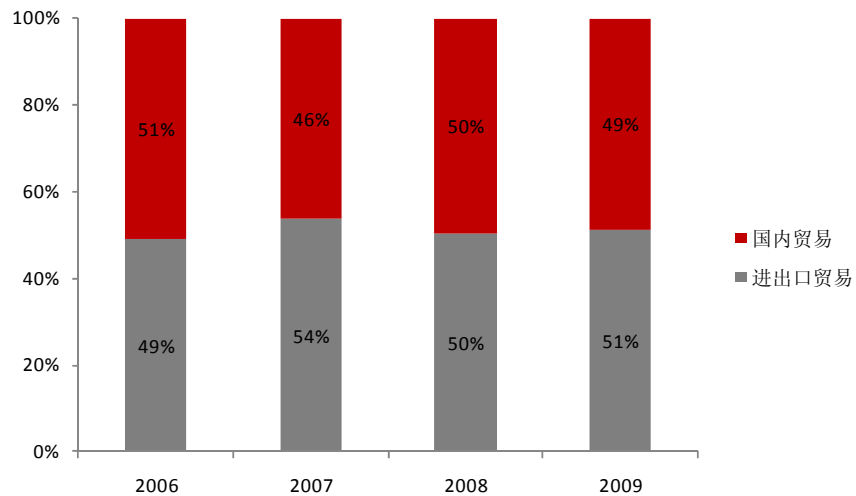
供应链专业化管理提高核心竞争力

建发股份在供应链运营领域具有多年的经验，拥有健全的业务网络、物流设施和良好的企业信誉。公司投入巨资开发并启用了企业资源计划系统（ERP），搭建了物流、资金流和信息流“三流合一”的管控平台，可为客户提供从原材料及零部件采购、运输、储存、成品分销直至送达最终客户的“一站式”供应链服务。

建发股份在贸易领域的核心竞争力就在于风险控制能力强，风险控制能力主要体现在以下几个方面：由信用管理部控制应收账款风险；由物流管理部控制货权控制风险，防止货品失窃、滞销等风险；由风险管理委员会控制价格波动风险，价格波动风险的控制更重要的体现在专业化和风险锁定上。

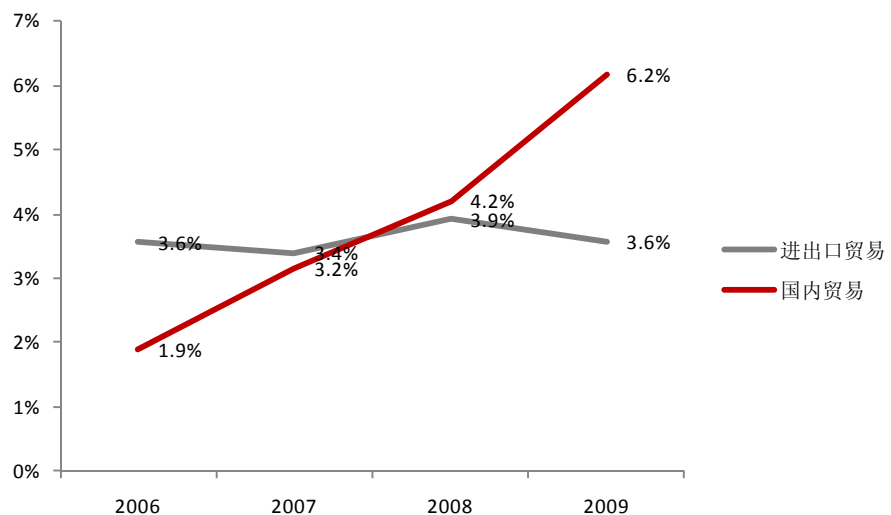
对于公司讨价能力强的行业，采用自营方式，如浆纸行业，公司积极投资上下游企业，如四川永丰浆纸，公司具有一定的定价权，如同纸业界的国美和苏宁。对于其他年交易量较小的行业则通过锁定 80-90% 下家的方法规避风险，仅赚取代理费用，对于橡胶、鱼粉等产品则通过套期保值锁定风险。

图 5 公司内外贸易比例



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 6 内外贸易毛利率变化



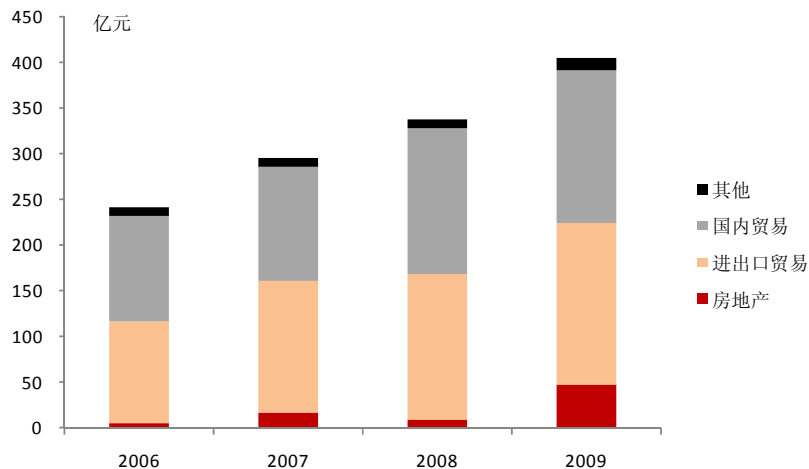
数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

形成“贸易+地产”互补业务格局

地产业务收入及利润比重不断增加

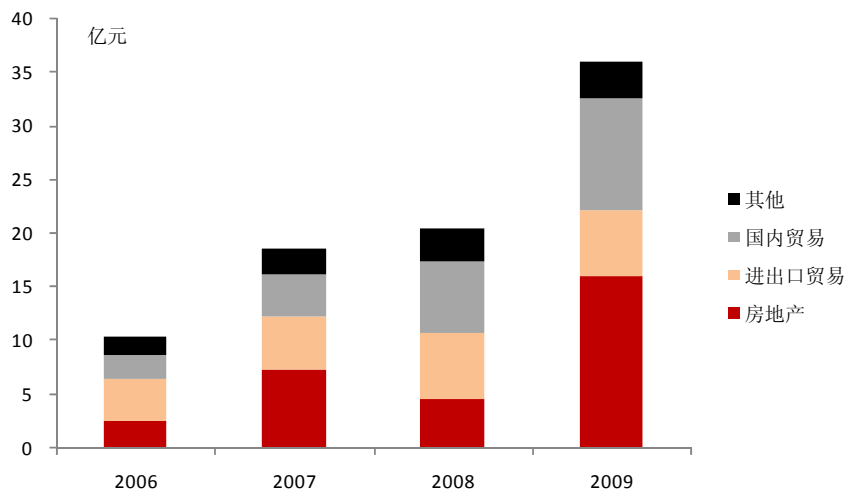
从公司历年主营业务收入构成比例可以看出，近两年公司房地产业务收入比重不断上升，由 06 年的 3% 上升到 09 年的 12%；而房地产业务的毛利贡献比重更是由 06 年的 25% 上升到 09 年的 44%，这一趋势在公司未来几年的业务结构中将继续，房地产业务在公司发展战略中的重要性不言而喻。

图 7 建发股份主营业务收入构成



数据来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 8 建发股份主营业务毛利构成



数据来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

不同业务特征形成互补格局

公司形成“贸易+地产”的业务模式，两类业务不仅不相互冲突，反而形成互补的格局。贸易业务的特征是：毛利低但周转率高、资金占用不高，银行贷款获取容易；地产业务的特征是：毛利高但周转慢，资金占用高，容易受宏观调控，融资受政策的影响较大。在这种情况下，贸易业务的贷款及回笼资金可以用于地产业务，而地产业务的高毛利和高成长性利于提升公司价值，形成互补格局。建发股份目前 400 亿的贸易规模潜在可提供的融资能力可以为地产业务提供资金上的保障，从这方面看公司地产业务遭遇资金链断裂的危险性可大大降低。

地产业务进入全面、快速成长期

11年起逐步进入结算高峰期

建发房产和联发集团大量项目将于 11 年逐步进入结算高峰期。我们预计 11 年结算收入将达到 44 亿元，比 10 年翻一番。

10 年联发集团主要销售项目为厦门联发五缘湾 1 号 2 期和南宁联发尚品项目，上述项目将于 10 年进行结转，联发集团 10 年利润将保持 20-30% 的增长，11 年厦门联发五缘湾 1 号、南宁联发尚品、南昌江岸汇景项目将大量结转。

表 2 项目结算进度表

项目	权益	建面 (万 m ²)	权益建面 (万 m ²)	09 年末未结 算权益建面 (万 m ²)	结算均价 (元/ m ²)	结算收入			毛利率
						2010E	2011E	2012E	
厦门爱琴海	55%	9.49	5.19	0.57	17574	1.00	0.83	0.00	55%
厦门时尚国际	55%	4.82	2.63	0.34	11300	0.71	0.00	0.00	39%
厦门上东美地	55%	2.96	1.62	0.18	11500	0.20	0.17	0.00	32%
厦门书香佳缘	55%	12.87	7.03	0.49	11500	1.04	0.00	0.00	44%
厦门中央美地	55%	10.32	5.64	5.64	12000	0.00	6.19	6.19	44%
厦门半山御景	55%	13.92	7.61	7.61	12000	0.00	0.00	3.34	15%
长沙西山汇景	55%	19.25	10.52	6.10	5800	1.12	3.13	2.23	45%
长沙湘江北尚	55%	12.53	6.85	0.82	4650	0.35	0.35	0.00	36%
长沙汇金国际	55%	26.87	14.69	14.69	6000	0.00	0.00	4.84	22%
长沙建发美地	55%	28.55	15.60	15.60	6000	0.00	0.00	3.43	28%
上海中悦 06、5236A、 21 号地	49%	11.08	5.45	5.45	28000	0.00	0.00	6.20	66%
上海建发 22#地	55%	4.52	2.47	2.47	25000	0.00	0.00	0.00	68%
上海山溪地 04、20 地	44%	11.87	5.19	5.19	25000	0.00	0.00	4.45	64%
上海普陀三村	28%	4.66	1.30	1.30	25000	0.00	0.00	0.00	57%
上海尚诚国际	28%	5.22	1.45	0.15	16500	0.34	0.52	0.00	35%
成都丽水金沙	55%	16.05	8.77	8.77	7000	0.00	0.00	0.00	22%
成都千岛国际	38%	45.69	17.48	17.48	6000	0.00	0.00	0.00	20%
成都天府鹭洲	28%	27.16	7.57	7.57	9000	0.00	0.00	7.33	32%
漳州圣地亚哥	55%	62.84	34.34	12.36	4500	4.24	5.94	0.00	28%
福州领域	55%	14.8	8.09	6.79	13800	1.23	2.45	2.04	67%
厦门 (2010P13)	55%	49.46	27.03	27.03	15000	0.00	0.00	0.00	33%
厦门五缘湾 1 号	52%	30.67	16.03	11.06	13000	3.99	9.97	13.56	38%
厦门欣悦园	95%	6.89	6.55	6.09	6400	0.22	0.35	1.76	24%
厦门电子广场	67%	2.56	1.70	1.70	14000	2.87	0.72	0.00	46%
南宁联发尚品	95%	15.93	15.13	8.32	4500	1.79	2.15	0.00	35%
桂林联达雅居	86%	32.27	27.59	24.00	3700	0.60	3.58	4.78	30%
桂林联达山与城	95%	5.02	4.77	4.77	3700	0.00	0.00	0.00	16%
南昌江岸汇景	95%	31.79	30.20	21.74	5600	3.92	4.45	4.45	32%
南昌联发广场	95%	7.87	7.48	7.48	5000	0.00	0.00	0.00	34%
重庆联发嘉园	95%	13.96	13.26	13.26	7300	0.00	3.06	4.08	39%
厦门杏林湾一号	95%	37.32	35.45	35.45	13000	0.00	0.00	0.00	36%
武汉九都府	95%	12.47	11.85	9.48	8500	0.00	0.00	3.18	14%
重庆 D12-D16 号	95%	44.63	42.40	42.40	6500	0.00	0.00	0.00	23%
天津津塘 (挂) 2010 号	95%	33.56	31.88	31.88	9000	0.00	0.00	0.00	19%
桂林 P054 地块	95%	22.72	21.58	21.58	5000	0.00	0.00	0.00	14%
福州 2010-37 号	55%	34.47	18.84	18.84	12000	0.00	0.00	0.00	20%
武汉 P (2010) 09	95%	16.42	15.60	15.60	10000	0.00	0.00	0.00	18%
合计		743.48	496.84	420.27		23.61	43.86	71.86	

数据来源：公司公告，调研信息整理，华泰联合证券研究所

10 年建发房产的可结算资源较少，主要原因在于 10 年上半年公司推盘量较少，基本均为尾盘在售，下半年加大推盘量，如厦门中央美地项目、成都天府鹭洲项目，销售良好。而上述项目将于 11、12 年结转，因此 10 年建发房产的结算收入较 09 年将有所下降，但由于建发房产 09 年出让的土地一级开发项目将于 10 年结转，因此建发房产的利润较 09 年仍将保持 20% 左右的增长，而 11 年开始建发房产可结算资源将大大增加。

厦门岛内外工业厂房资源存在未来升值潜力

80 年代初，联发集团以进行湖里片区开发、特区工业厂房为主，目前联发工业厂房约有 100 万平方米，其中 30 几万在湖里区，60 几万在岛外。由于厦门的海岛性质，也属于土地资源稀缺类型的城市，未来随着城市建设的开展，土地开发强度的提高，土地的瓶颈将逐渐体现，城市的再更新，工业用地转性会逐渐成为趋势，公司拥有的大量工业厂房用地未来有可能随着城市更新的进行成为黄金般的储备。

长期来看，建发房产剩余 45% 股权存在注入可能性

2009 年 2 月，建发股份通过资产置换及现金购买方式获取建发房产约 55% 的股权，至此奠定了公司“贸易+地产”的业务格局，房地产业务也上升到新台阶。剩余 45% 的股权仍在大股东建发集团手中，我们认为大股东出于对上市公司整体房地产业务战略的考虑，存在剩余股权注入的可能性，但短期内预计难以实现。原本预计在配股完成后公司会逐步实施该项计划，但受房地产调控的影响，配股方案难以实施，公司已于配股方案到期后撤销，而目前用现金去收购也不现实，所以剩余股权注入短期内难以实现，但从公司长远规划来看，剩余股权的注入的还是存在可能性的。

土地一级开发将给建发股份累计带来 20 亿元的净利润

建发股份在厦门机场附近后埔-枋湖片区有 3 个城中村改造项目，占地面积 30 万平方米，建面约 200 万平方米，其中 3-40 万平方米用于公建，150-160 万平方米用于招拍挂，土地出让收入 85% 归公司，土地于 2009 年起陆续出让。

2009 年 12 月 8 日，一级开发项目中 2009G45 地块进行招拍挂，地块位于湖里后埔片区，总建筑面积 5.84 万平方米，住宅商业用地，成交总价 5.8 亿元，楼面地价为 9933 元/平方米。该部分一级土地开发收益将于 10 年结算，由于 10 年建发房产可结算资源较少，该部分收益将成为建发房产重要的利润来源。若按照土地一级开发成本 4500 元/平方米计算，该地块 10 年将能给建发股份贡献约 7500 万元的净利润。

根据厦门湖里片区已成交土地信息来看，目前地价平均水平约 9000 元/平方米，而且相信随着岛内土地资源的稀缺以及海西规划的实施，厦门土地价格仍处于上升通道。我们暂定以平均地价 10000 元/平方米作为未来几年湖里区出让地价，4500 元/平方米的土地一级开发成本计算，目前建发房产拥有的土地一级开发项目累计将给建发房产带来 37 亿元的净利润，按照 55% 的权益计算，将给建发股份带来 20 亿元的净利润。

表 3 厦门湖里片区主要土地成交情况

地块名称	区域	土地性质	占地面积 (万 m ²)	建筑面积 (万 m ²)	总地价 (亿元)	楼面地价 (元/ m ²)	成交日期
2010P14 地块	湖里区	住宅、商业	2.63	9.55	9.34	9784	2010-9-8
2010P13 地块	湖里区	住宅、办公、商业	19.95	49.46	31.02	6271	2010-8-8
2010P08 项目	湖里区	住宅、商业	0.87	1.62	1.57	9648	2010-4-8
2010P02 地块	湖里区	公建配套	3.34	3.02	3.05	10093	2010-4-8
2009P04 地块	湖里区	住宅、商业	2.64	7.38	4.50	6094	2009-12-23
2009G45 地块	湖里区	住宅、商业	1.35	5.84	5.80	9933	2009-12-8
2009G41 地块	湖里区	住宅	4.03	7.14	6.46	9048	2009-10-8
2009G21 地块	湖里区	住宅、商业	3.24	11.37	7.44	6544	2009-8-8
2009G05 地块	湖里区	住宅、商业	13.72	45.27	30.20	6671	2009-6-8
2009G12 地块	湖里区	住宅、商业	7.50	15.00	14.01	9340	2009-6-8
2009G07 地块	湖里区	住宅、商业	9.51	19.97	18.30	9163	2009-6-8
2009G08 地块	湖里区	住宅	0.43	1.50	1.03	6867	2009-4-8
2010P14 地块	湖里区	住宅、商业	2.63	9.55	9.34	9784	2010-9-8
2010P13 地块	湖里区	住宅、办公、商业	19.95	49.46	31.02	6271	2010-8-8

数据来源：厦门国土资源局，CRIC，华泰联合证券研究所

表 4 土地一级开发收入测算表

项目	合计	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
建筑面积 (万 m ²)	160	6	10	15	20	24	25	30	30
出让单价 (元/ m ²)		9933	10000	10000	10000	10000	10000	10000	10000
出让收入 (亿元)	135.97	5.07	8.50	12.75	17.00	20.40	21.25	25.50	25.50
开发成本 (元/ m ²)		4500	4500	4500	4500	4500	4500	4500	4500
开发费用 (亿元)	72.00	2.70	4.50	6.75	9.00	10.80	11.25	13.50	13.50
建发房产净利润 (亿元)	37.27	1.38	2.33	3.50	4.66	5.59	5.83	6.99	6.99
建发股份净利润 (亿元)	20.37	0.75	1.27	1.91	2.55	3.06	3.19	3.82	3.82

数据来源：华泰联合证券研究所预测估算

注：10 年结算的为 09 年出让的厦门 2009G45 地块

表 5 土地一级开发建发股份净利润敏感性分析

出让单价 (元/ m ²)	一级开发成本 (元/ m ²)							
		3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000
	7000	15.43	12.28	9.12	5.96	2.81	-0.35	-3.51
	8000	20.24	17.08	13.92	10.77	7.61	4.45	1.30
	9000	25.04	21.88	18.73	15.57	12.41	9.26	6.10
	10000	29.85	26.69	23.53	20.37	17.22	14.06	10.90
	11000	34.65	31.49	28.33	25.18	22.02	18.86	15.71
	12000	39.45	36.30	33.14	29.98	26.82	23.67	20.51
	13000	44.26	41.10	37.94	34.78	31.63	28.47	25.31

数据来源：华泰联合证券研究所预测估算

供应链上下游企业股权投资存在升值潜力

公司在打造贸易业务核心竞争力的同时注重供应链上下游企业的投资机会，在提供纸业、矿业、农产品贸易的同时，参股该类行业上下游企业，除了分享投资收益外，增加贸易话语权，并可享受潜在的上市增值收益，可谓一举三得。公司目前主要参股企业有四川永丰浆纸股份有限公司、龙源海洋生物股份有限公司、厦门紫金铜冠投资发展有限公司、厦门船舶重工股份有限公司。其中厦门紫金铜冠投资发展有限公司是由紫金矿业集团有限公司、铜陵有色金属（集团）有限公司和建发股份于 2006 年 8 月共同投资设立的一家公司，其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。随着国际国内铜价的持续上涨，参股公司价值也不断增加，升值潜力巨大。

四川永丰浆纸股份有限公司

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，总投资约 10 亿元，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。10 年上半年净利润为 2648 万元，09 年全年则为 661 万元，业绩增长显著。

龙源海洋生物股份有限公司

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，厂区占地面积 100 亩，建筑面积 37000 平方米，总投资约 2 亿元人民币，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。

厦门紫金铜冠投资发展公司

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。

厦门船舶重工股份有限公司

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”，4900PCTC 是国内迄今建造过的同类型船中载车量最多、技术难度最大的船型。

表 6 参股上下游企业主要情况

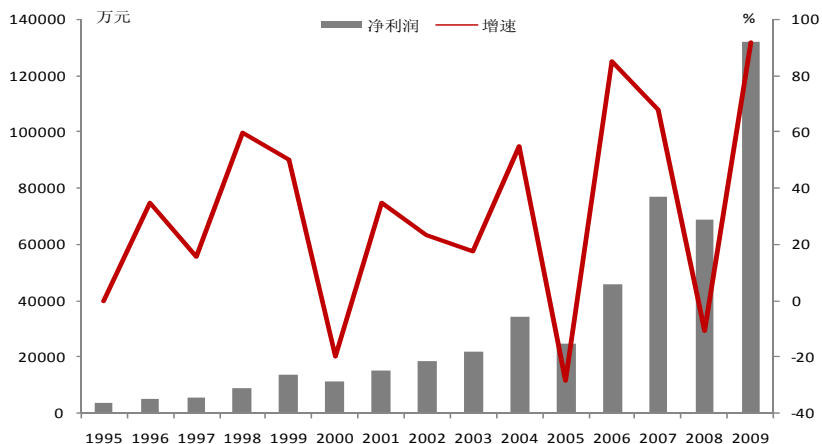
公司	股权比例	初始投资成本 (万元)	09 年末账面余额 (万元)	09 年净利润 (万元)	10 年上半年净利润 (万元)
四川永丰浆纸股份有限公司	40%	1680	13871	661	2648
龙源海洋生物股份有限公司	40%	2000	2630	1546	373
厦门紫金铜冠投资发展有限公司	20%	200	24339	2156	-2476
厦门船舶重工股份有限公司	20%	5000	13591	23987	9181

数据来源：公司年报、中报，华泰联合证券研究所

持续盈利及注重回报体现公司出色治理能力

建发股份自 1998 年 IPO 上市以来，一直保持盈利状态，即使在国际经济环境较为恶劣的 2008 年，公司依然保持盈利，体现公司较强的风险控制能力。同时，公司较为注重股东回报，一直保持较高的分红派息，自上市以来，公司累计从资本市场融资 23 亿元，累计分红派息 20.5 亿元，两者基本持平，股东回报较丰厚。

图9 建发股份历年净利润



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

盈利预测及估值

预计公司 10、11 年基本每股收益为 0.61、0.78 元，对应动态 PE 为 11.0X 和 8.6X。公司 09 年末 NAV 为 7.66 元，P/NAV 为 0.87，NAV 折价 13%。考虑公司 10、11 年 PE 估值水平较低，未来房地产业务将进入快速成长期，且公司贸易业务与房地产业务的互补性，首次评级给予买入评级。

表7 NAV 估值表

项目	金额
09 年末净资产 (百万元)	4647
房地产开发业务净利润现值 (百万元)	8381
土地一级开发净利润现值 (百万元)	1535
其他业务净利润现值 (百万元)	2572
总股本 (百万股)	2238
NAV (元/股)	7.66

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

国内外经济环境变化导致的国内贸易和进出口贸易业务的经营风险。

国家对房地产二次调控带来的对房地产业务的政策风险。

附：公司主要项目

厦门五缘湾 1 号

联发五缘湾 1 号位于厦门五缘湾环岛路五缘大桥旁，总建筑面积超 30 万 m^2 ，共 15 栋 16 层纯板式小高层，容积率 2.028，主力户型为 160 m^2 -220 m^2 。一期 9 栋已于 2008 年底交房。二期“熙岸”于 2009 年 11 月开盘，共 6 栋 482 套，其中 4 栋已基本销售完毕，剩余 2 栋分别是“品海阁”和“御海阁”10 年 4 月开盘，均价 1.6-1.7 万，7、8 月以来有 10% 左右的价格涨幅，其中海景房单价达 3-4 万，总价达 600-800 万。购买客户主要为福建省内私营企业主，多为多次置业者，首次置业比例不足 10%。

图 10 门五缘湾 1 号实景图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 11 门五缘湾 1 号沙盘



资料来源：华泰联合证券研究所

厦门中央美地

建发中央美地位于厦门市枋湖西路与金湖路交叉口，项目总建筑面积 13 万 m^2 ，共 9 栋高层和 4 栋小高层组成，户型有 40 m^2 的单身公寓、80-90 m^2 的两房、94-130 m^2 的三房，以及楼中楼 4 房以上。项目 10 年 8 月推售，一期 600 套基本当天售罄，均价 1.2 万元/平方米，回笼资金 10 亿，9 月底 10 月初将推二期近 400 套，根据现场调研来看，预定良好，每周接待近千组客户，售价未定。

图 12 厦门中央美地实景图



资料来源：新浪乐居，华泰联合证券研究所

图 13 厦门中央美地沙盘



资料来源：华泰联合证券研究所

成都天府鹭洲

建发天府鹭洲地处成都天府新城，高新区大源组团。项目位于成都市城市发展中轴-天府大道中端，城市交通功能的大动脉。项目总建筑面积 27.16 万 m²。10 年 8 月开盘，销售良好，均价 9000 元/m²，户型面积区间 66-130 m²。10 月房交会拟推出 420 套 68-130 m² 房源。

图 14 成都天府鹭洲总平面图



资料来源：建发房产网站，华泰联合证券研究所

图 15 成都天府鹭洲沙盘



资料来源：搜房网，华泰联合证券研究所

南宁联发尚品

联发尚品位于南宁市青秀区仙葫开发区，东临宏达路、西临开泰路，与东方外国语学校比邻。该区域是仙葫开发区商业、教育相对集中的板块中心，距南宁市中心仅 10 分钟车程。项目占地面积达约 208 亩，总建筑面积 32 万 m²。

联发尚品 3 期韵动组团建筑面积 17.99 万 m²，地上建筑面积 15.94 万 m²，地下建筑面积 2.05 万 m²，住宅建筑面积 15.67 万 m²，商业面积 0.14 万 m²。联发尚品三期共 16 栋楼，为 11 层小高层、17-18 层高层，总共 1472 户，户型为 80-90 多 m² 两房、100-130 m² 三房、150-200 m² 楼中楼，目前销售均价 5000 元/m²。

图 16 南宁联发尚品位置图



资料来源：搜房网，华泰联合证券研究所

图 17 南宁联发尚品实景图



资料来源：搜房网，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	22073	35540	44828	55806	营业收入	40551	44186	54576	67415
现金	1899	26540	37259	51429	营业成本	36942	40823	49936	61124
应收账款	808	866	1066	1322	营业税金及附加	521	552	682	843
其他应收款	820	649	706	687	营业费用	1311	494	655	863
预付账款	4665	4665	4665	4665	管理费用	135	147	181	224
存货	13501	2716	1027	-2402	财务费用	71	322	397	530
其他流动资产	381	105	105	105	资产减值损失	11	0	0	0
非流动资产	4813	4631	4572	4504	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	1045	1045	1045	1045	投资净收益	88	300	80	0
固定资产	397	682	786	800	营业利润	1641	2148	2804	3831
无形资产	212	212	212	212	营业外收入	20	37	35	33
其他非流动资产	3159	2692	2528	2447	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	26886	40172	49400	60311	利润总额	1657	2180	2834	3859
流动负债	16703	25839	30075	35284	所得税	331	545	709	965
短期借款	3582	2750	2750	2750	净利润	1326	1635	2126	2895
应付账款	1933	1933	1933	1933	少数股东损益	262	270	378	582
其他流动负债	11188	21156	25392	30600	归属母公司净利润	1064	1365	1748	2313
非流动负债	4449	7027	10228	13427	EBITDA	1828	2510	3261	4429
长期借款	3806	7006	10206	13406	EPS (元)	0.86	0.61	0.78	1.03
其他非流动负债	643	21	22	21					
负债合计	21152	32866	40302	48711	主要财务比率				
少数股东权益	1087	1357	1735	2317	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1243	2238	2238	2238	成长能力				
资本公积	1117	122	122	122	营业收入	19.7%	9.0%	23.5%	23.5%
留存收益	2285	3588	5003	6923	营业利润	114.6%	30.8%	30.6%	36.6%
归属母公司股东权益	4647	5948	7362	9283	归属于母公司净利润	70.7%	28.4%	28.0%	32.3%
负债和股东权益	26886	40172	49400	60311	获利能力				
					毛利率 (%)	8.9%	7.6%	8.5%	9.3%
					净利率 (%)	2.6%	3.1%	3.2%	3.4%
					ROE (%)	22.9%	23.0%	23.7%	24.9%
					ROIC (%)	13.4%	-17.1%	-14.5%	-13.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	78.7%	81.8%	81.6%	80.8%
					净负债比率 (%)	115.54%	-214.19%	-254.64%	-294.29%
					流动比率	1.32	1.38	1.49	1.58
					速动比率	0.51	1.27	1.46	1.65
					营运能力				
					总资产周转率	1.90	1.32	1.22	1.23
					应收账款周转率	54	50	54	54
					应付账款周转率	20.60	21.12	25.83	31.62
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.48	0.61	0.78	1.03
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.13	10.16	3.65	5.31
					每股净资产 (最新摊薄)	2.08	2.66	3.29	4.15
					估值比率				
					P/E	13.78	10.73	8.39	6.34
					P/B	3.15	2.46	1.99	1.58
					EV/EBITDA	11	8	6	5

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com