

2011年8月25日

建发股份

上半年销售靓丽，业绩超预期

上半年，公司实现营业收入 381.05 亿元，同比增长 29.72%；净利润 12.08 亿元，同比增长 53.49%；合每股收益 0.54 元，高于我们的预期，主要由于地产结算超预期及投资收益大幅增加。供应链业务在爆发式增长后稳定增长仍然可期，地产未来几年的可售可结资源也较为丰富，预售锁定性强，海西区域振兴规划的政策落实也值得期待。我们重申买入评级，维持目标价格 10.21 元不变。

支撑评级的要点

- 上半年，房地产业务实现销售额 47.7 亿元，同比增加 76%，完成我们预计全年销售额 70 亿元的 68%，销售业绩表现靓丽。
- 期末，房地产业务预收帐款 51.1 亿元，较年初增加 19%，预售锁定了 2011 年房地产开发业务预测收入的 100% 和 2012 年的 46%，预售锁定表现良好。
- 报告期内供应链运营业务保持较快增长，实现营业收入 345.05 亿元，同比增加 28%；实现净利润 5.71 亿元，同比增加 34.07%。
- 期末，资产负债率为 81.3%，净负债率为 162.4%，负债仍位于行业偏高水平，且短期偿债压力较大，11 年拿地转为适度谨慎。

评级面临的主要风险

- 贸易业务受国内外宏观经济影响波动；大宗商品价格波动。

估值

- 我们提升 2011 年项目结算进度，同时由于上半年取得投资收益 3.75 亿元，上调 2011 年的每股盈利预测 11.3% 至 0.98 元。重申买入评级，保持目标价格 10.21 元不变，相当于 10.4 倍 2011 年市盈率和 2011 年末 NAV15% 的折让。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	40,5	51	66,096	79,9	11
变动(%)		63	21	16	15
净利润(人民币 百万)	1,13	5	1,755	2,19	8
全面摊薄每股收益(人民币)	0.507	0.784	0.98	2.13	7
变动(%)		54.6	25.3	15.7	19.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.88	3.109	5
调整幅度(%)	-	-	11.3	3.8	2.5
市盈率(倍)	16.2	10.5	8.4	7.2	6.1
每股现金流量(人民币)	(0.23)	0.00	(0.14)	0.24	0.85
价格/每股现金流量(倍)	(36.3)		(58.7)	34.8	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.1	10.3	9.7	7.5	6.3
每股股息(人民币)	0.25	0	0.100	0.07	9
股息率(%)	3.0	1.2	1.0	1.1	1.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A

600153.SS - 人民币 8.24

目标价格：人民币 10.21

田世欣*

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300206110230

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	26	(2)	(4)	16
相对新华富时A50指数(%)	35	6	5	25

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	2,238
流通股(%)	53.9
流通股市值(人民币 百万)	9,940
3个月日均交易额(人民币 百万)	117
11年末净负债比率(%)	142
11年末每股重估净资产值(人民币)	12.01
主要股东(%)	
厦门建发集团有限公司	46.1

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*程冬为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

上半年业绩同比增长 53%，高于我们的预期

报告期内公司继续坚持“供应链运营和房地产开发”双主业的经营格局，各项业务继续保持良好发展态势，公司再次取得较好的经营业绩。上半年，公司实现营业收入共计 381.05 亿元，较上年同期增长 29.72%；归属于母公司所有者的净利润 12.08 亿元，较上年同期增长 53.49%；合每股收益 0.54 元，超出我们预期 4%。

公司本期净利润大幅增长主要有以下两方面原因：1、供应链运营业务较上年同期继续保持较快增长，房地产结算进度超出我们原先预期；2 由于报告期内转让上海长进置业 100% 股权及君龙人寿 50% 股权，本期投资收益大幅同比增加 1,712.25%至 3.75 亿元，合每股收益 0.13 元。

分业务来看：上半年，房地产业务结算收入 33.89 亿元，同比增长 64.03%，房地产业务毛利率为 37.74%，比上年同期减少 9.09 个百分点。房地产业务毛利率大幅下降主要由于去年同期房地产利润构成中含有一级土地开发拍卖项目，毛利较高，今年上半年则没有类似业务。

供应链运营业务：上半年，能源、农产品等大宗商品价格不断上涨，全球通胀压力并开始从新兴经济体向发达经济体蔓延。公司管理层密切关注宏观经济形势，准确把握经营节奏，积极采取有效措施，不断创新经营模式，主要经营指标再创历史最高水平。报告期内供应链运营业务实现营业收入 345.05 亿元，同比增加 28%；实现净利润 5.71 亿元，同比增加 34.07%。

上半年销售靓丽，完成全年预期的 68%

上半年，以签约数据计，公司房地产销售额 47.7 亿元，同比增加 76%，销售面积 43.45 万平，同比增加 47%。上半年销售额完成年初我们预计 70 亿元的 68%，销售业绩表现靓丽。下半年，随着公司可售资源的增加，以及通过新开盘项目可以更加灵活地调整销售策略以加快销售回款，我们预计公司有望提前完成我们原先预测的全年销售额。

图表 2. 房地产开发类业务 2011 年上半年销售和结算情况

开发主体	签约销售面积 (万平方米)		签约销售金额 (亿元)		账面确认销售面 积 (万平方米)		账面确认销售收 入 (亿元)	
	面积	同比(%)	金额	同比(%)	面积	同比(%)	金额	同比(%)
联发集团	26.00	18	21.00	0	23.56	81	16.02	51
建发集团	17.45	133	26.7	0	345	12.4	7	62
总计	43.45	47	47.70	76	36.03	74	33.17	99

资料来源：公司数据，中银国际研究

期末，房地产业务预收帐款 51.1 亿元，较年初增加 19%，预售锁定了 2011 年房地产开发业务预测收入的 100% 和 2012 年的 46%，预售锁定表现良好。

负债率较高，拿地将转为适度谨慎

本期末，资产负债率为 81.3%，净负债率为 162.4%，虽分别较 2010 年末分别下降 0.4 个百分点和 12.7 个百分点，负债仍位于行业偏高水平。期末，公司短期负债 78 亿元，手持货币资金 41 亿元，短期偿债压力较大。虽然负债高企，且面临较大的短期偿债压力，不过公司作为地方实力国企，融资渠道较为通畅，实际财务风险可控。

上半年，公司成功获取了扬州 659 号地块及厦门 2011XP01 地块 2 个项目，新增土地储备合建筑面积 35 万平米，新购置土地总价款 16.4 亿元。由于目前负债高企，公司后续再通过扩大财务杠杆进行扩张的空间已经非常有限，同时由于公司 2010 年拿地积极，购置土地总价款高达 84 亿元，我们预计 11 年公司在土地市场投资方面将从积极转为适度谨慎。

上调盈利预测

我们提升 2011 年项目结算进度，同时由于上半年出让股权取得投资收益 3.75 亿元，上调 2011 年的每股盈利预测 11.3% 至 0.98 元。2011 年末 NAV 为 12.01 元，目前股价较 11 年末 NAV 折价率为 31%。

公司“供应链运营+房地产开发”双主业发展相得益彰的业务模式较为独特。供应链业务在 10 年收获爆发式增长后未来稳定增长仍值得期待，地产未来几年的可售可结资源也较为丰富，预售锁定良好。我们重申**买入**评级，保持目标价格 10.21 元不变，相当于 10.4 倍 2011 年市盈率和 2011 年末 NAV15% 的折让。

图表 3.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动(%)
营业收入	29,375	38,105	30
营业成本 26,9	17	34,919	30
营业税	272	428	57
毛利润	2,186	2,758	26
其他收入	(35)	(37)	6
销售费用 778		1054	35
管理费用	63	76	22
营业利润	1,310	1,591	21
投资收益	47	450	867
财务费用 102		154	50
营业外收支	2	8	326
税前利润	1,256	1,895	51
所得税	292	463	58
少数股东权益 177		224	27
归属上市公司股东净利润	787	1,208	53
主要比率(%)			
毛利率	7	7	
经营利润率 4		4	
净利率	3	3	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	40,551	66,096	79,911	92,808	106,879
销售成本	(37,462)	(60,934)	(74,048)	(85,523)	(98,439)
经营费用	(1,330)	(2,187)	(2,555)	(2,887)	(3,331)
息税折旧前利润	1,758	2,975	3,309	4,397	5,109
折旧及摊销	(116)	0	(42)	(36)	(36)
经营利润(息税前利润)	1,643	2,975	3,267	4,361	5,073
净利息收入/(费用) 0		(111)	(173)	(200)	(167)
其他收益/(损失) 85		(27)	457	189	191
税前利润	1,728	2,836	3,551	4,350	5,097
所得税	(331)	(694)	(888)	(1,088)	(1,274)
少数股东权益	(262)	(388)	(465)	(719)	(784)
净利润	1,135	1,755	2,198	2,544	3,038
核心净利润	1,149	1,839	1,968	2,562	3,066
每股收益(人民币) 0.50	7	0.784	0.982	1.137	1.358
核心每股收益(人民币) 0.51	4	0.822	0.880	1.145	1.370
每股股息(人民币) 0.25	0	0.100	0.079	0.091	0.109
收入增长(%) n.a.		63	21	16	15
息税前利润增长(%) n.a.		81	10	33	16
息税折旧前利润增长(%) n.a.		69	11	33	16
每股收益增长(%) n.a.		55	25	16	19
核心每股收益增长(%) n.a.		60	7	30	20

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物* 1,89	9	2,654	3,996	4,640	6,363
应收帐款 1,79	0	3,458	3,996	4,640	5,344
库存 13,5	01	24,307	30,366	35,267	39,545
其他流动资产 4,77	0	4,955	5,958	6,862	7,880
流动资产总计	21,959	35,375	44,315	51,410	59,133
固定资产 1,05	0	1,511	1,480	1,454	1,429
无形资产 239		270	259	248	238
其他长期资产 3,60	2	4,012	4,220	4,415	4,635
长期资产总计	4,891	5,793	5,958	6,118	6,302
总资产	26,850	41,168	50,274	57,527	65,434
应付帐款 8,16	2	9,643	13,170	15,210	17,507
短期债务 4,73	3	6,651	7,557	8,329	8,849
其他流动负债 3,80	8	8,172	8,974	10,416	11,992
流动负债总计	16,703	24,465	29,702	33,955	38,348
长期借款 4,42	6	9,237	10,668	10,668	10,668
其他长期负债	(14)	(92)	(112)	(124)	(138)
股本 1,24	3	2,238	2,238	2,238	2,238
储备 3,40	4	3,821	5,852	8,203	11,009
股东权益	4,647	6,059	8,090	10,441	13,247
少数股东权益 1,08	7	1,499	1,926	2,588	3,309
总负债及权益	26,850	41,168	50,274	57,527	65,434
每股帐面价值(人民币) 3.74		2.71	3.62	4.67	5.92
每股有形资产(人民币) 3.55		2.59	3.50	4.55	5.81
每股净负债/(现金)(人民币) 5.84		5.91	6.36	6.42	5.88

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

*出于现金流量表和资产负债表匹配考虑, 这些指标均未含限制性存款

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 1,72	8	2,836	3,551	4,350	5,097
折旧与摊销 116		0	42	36	36
净利息费用	0	111	173	200	167
运营资本变动	(1,821)	0	(2,891)	(2,993)	(2,158)
税金	(331)	(694)	(888)	(1,088)	(1,274)
其他经营现金流 26		(2,254)	(301)	24	37
经营活动产生的现金流	(282)	0	(314)	529	1,904
购买固定资产净值	(581)	(694)	10	12	16
投资减少/增加 58		32	0	0	0
其他投资现金流	(685)	1	610	(310)	(316)
投资活动产生的现金流	(1,208)	(661)	620	(298)	(300)
净增权益 302		68	0	0	0
净增债务 2,04	1	6,736	906	772	520
支付股息	(1,027)	(975)	(176)	(204)	(243)
其他融资现金流 272		577	305	(155)	(158)
融资活动产生的现金流	1,588	6,405	1,035	413	119
现金变动 97		5,744	1,341	645	1,723
期初现金* 1,50	0	1,899	2,654	3,996	4,640
公司自由现金流	(1,491)	(661)	306	231	1,604
权益自由现金流 550		6,074	1,212	1,003	2,124

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.3	4.5	4.1	4.7	4.8
息税前利润率(%) 4.1		4.5	4.1	4.7	4.7
税前利润率(%) 4	.3	4.3	4.4	4.7	4.8
净利率(%) 2	.8	2.7	2.8	2.7	2.8
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍) n.a.		26.7	17.9	20.6	27.7
净权益负债率(%)* 126.	6	175.1	142.1	110.	2
速动比率(倍) 0.5		0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍) 16.2		10.5	8.4	7.2	6.1
核心业务市盈率(倍) 16.0		10.0	9.4	7.2	6.0
目标价对应市盈率(倍)	19.9	12.4	11.6	8.9	7.5
市净率(倍) 2.2		3.0	2.3	1.8	1.4
价格/现金流(倍)	(36.3)	n.a.	(58.7)	34.8	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.1	10.3	9.7	7.5	6.3
周转率					
存货周转天数 131.	5	113.2	134.8	140.	1
应收帐款周转天数 16.1		14.5	17.0	17.0	17.0
应付帐款周转天数 73.5		49.2	52.1	55.8	55.9
回报率					
股息支付率(%) 2	7.4	12.8	8.0	8.0	8.0
净资产收益率(%)	24.4	32.8	31.1	27.5	25.7
资产收益率(%)	4.9	6.6	5.4	6.1	6.2
已运用资本收益率(%) 11.0		15.5	12.7	14.5	14.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371