



供应链厚积薄发 房地产运营稳健 ——建发股份（600153）调研快报

2012年4月13日

强烈推荐/维持

建发股份

调研快报

郑闵钢	房地产行业分析师	电话: 66554031	执业证书编号: S1480510120012
联系人: 苏魁	电话: 010-66554014		msn: sk_on_line@hotmail.com

事件:

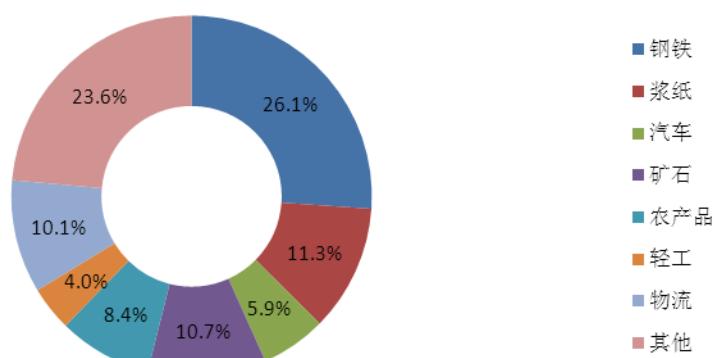
近日我们对建发股份进行了走访，就公司 2011 年业绩、各板块供应链业务、房地产业务等情况进行了交流沟通。

观点:

1. 品牌积淀、低资金成本与风控得力是公司供应链业务的核心优势

公司最大的优势在于其长期积累的品牌效应，公司大股东建发集团排名全国企业 500 强的 147 位，是厦门最大的国有企业，在对外贸易中，良好的品牌有助于取得客户的信任，迅速建立合作；低资金成本是公司的又一重要优势，基于母公司在厦门的国资地位，公司一直是各大银行的优势客户，授信额度充足，且贷款一直执行基准利率，及时在当前银根较紧的情况下，公司依然可以保证低成本现金的使用，对公司两大重要的依赖现金的业务地产和供应链提供了有力的支撑；公司在供应链业务发展上一直关注风险控制，无论在扩张的速度、应收账款及货权的管理等方面，都牢牢树立风险意识，这保证了公司即使在经济大势有波动的情况下盈利仍可保持稳定增长。

图 1: 2011 年供应链业务各版块收入占比情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 浆纸供应链业务涉足产业各个环节，充分享受全产业链利润

公司纸类业务以品牌纸代理开始，目前已经逐渐成为国内最大的浆纸和纸制品供应链服务商，2011 年实现纸类业务营业收入 85 亿元，其中，浆纸类占全国市场份额约 7%，文化纸品市场份额约 4%。公司扩张模式

包括逐步涉及多品牌业务、在全国各地搭建网点平台以及逐渐向上下游延伸。除从事供应链业务外，在产业链的核心环节，公司还采取直接投资的方式进行介入，比如公司直接持有四川永丰纸浆 40%的股份。

3. 钢材与铁矿石供应链服务有序扩张，未来或可逆市做大

公司近年来钢材业务拓展迅猛，与唐钢、本钢等大中型钢铁厂保持良好的战略关系。公司坚持代理业务模式，这种模式下尽管在钢材上涨周期中毛利偏低，但是在下跌行情中可以保证公司牢牢锁定利润。尤其在 2011 年四季度钢价急速下跌情况下，公司钢材板块业务仅在量上略有影响，仍然保持较好的盈利，而以价差为主的钢材贸易企业则大部分损失惨重。

公司铁矿石业务最近几年刚刚起步，初始阶段由于规模所限无力参与三大矿山的招标，故选取了乌克兰、伊朗等非主流矿石供应商作为突破口。2011 年公司矿石业务收入约为 80 亿元，净利润约 0.8 亿元。随着公司矿石规模业务的扩大，已经开始逐渐涉足三大矿山的业务，预计未来该板块业务会取得较大增幅。

4. 高端汽车业务高增速高毛利，是公司近年重要盈利增长点

公司多年从事进口汽车经营，目前重点经营模式为高端进口汽车 4S 店。目前经营的品牌包括保时捷、宾利、路虎等国际一线品牌。公司 4S 店管理水平较为突出，在保时捷对全国各地代理商的评比中，建发旗下的多家 4S 店位居前列。卓越的管理能力在业内取得了良好的口碑，有助于公司实现该业务的多品牌复制，2011 年公司分别在泉州和福州新开设两家路虎 4S 店，预计可增厚公司该板块利润 10%以上。

5. 多重因素助地产业务抵御调控风险

公司一直有较为丰富的土地储备，且近年来在拿地策略上一直以求稳为主，在 2010 年前后地价处于顶峰时并没有大量买进土地，在成本端压力较小。而产品方面，公司以中高端住宅为主，定位在改善性住房，地段普遍稀缺，受调控影响较一般性住房偏小。更为主要的是，公司系多家银行优质客户，在当前资金面紧张情况下仍然可以保证较低的融资成本，此为地产业过冬的最大保障。公司目前主要对现有土地进行开发，11 年房屋销售情况较 10 年仍有一定幅度的增长。由于公司产品定位中高端，近两年的地产销售依然保持较为稳定的态势。

结论：

预计 12-14 年 EPS 分别为 1.15 元、1.27 元和 1.44 元，对应 PE6.6 倍、6.0 倍 5.3 倍。公司供应链业务保持高速发展，房地产业务风险较为可控。我们给予公司 2012 年 9 倍 PE 估值，对应目标价 10.00 元。维持对公司的“强烈推荐”投资评级。

表 1：建发股份盈利预测

万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,025,414	9,229,226	10,336,733	11,370,406
(+/-)%	21.42%	15.00%	12.00%	10.00%
经营利润（EBIT）	384,883	443,003	506,500	545,779
(+/-)%	27.73%	15.10%	14.33%	7.76%
净利润	278,850	318,408	351,449	397,964
(+/-)%	30.16%	14.19%	10.38%	13.24%
每股净收益（元）	1.01	1.15	1.27	1.44

资料来源：东兴证券研究所

风险提示

整体经济形势持续低迷可能会影响公司供应链业务；如调控长期持续，可能会影响公司的地产销售。

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业高级研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究至今。

联系人简介

苏魁

同济大学工学硕士，清华大学工商管理硕士，3 年公路设计院工作经验，2011 年加盟东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相關服務。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。