东兴证券
DONGXING SECURITIES

供应链走出低谷，房地产锦上添花

——建发股份（600153）调研快报

2013 年 1 月 22 日

强烈推荐/维持

建发股份 | 调研快报

房地产行业分析师

郑闵钢	电话：010-66554031	zhengmg@dxzq.net.cn	执业资格证号：S1480510120012
张鹏	电话：010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn	执业资格证号：S1480512060003

事件：

近期我们与建发股份的高管进行了会面，交流了公司的经营情况。

关注 1：12 年受经济环境影响，供应链业务增收不增利

受 2012 年经济不振的不利影响，公司供应链的各项业务均出现一定程度下滑。其中最主要的因素包括几个部分：1、钢材由于下游需求疲软，较多的小型钢贸企业倒闭，使得公司钢贸业务呈现增收不增利的态势；2、浆纸业务则由于市场价格下降导致存货价值下跌较大，得公司此项业务盈利下降；3、酒类则是因为酒类市场发生变化，存货价值下跌较大；4、汇兑损益方面则是因为人民币升值的因素，短期使本来的优势因素变成了劣势因素。我们认为，由于 2012 年经济形势较差，公司的业绩出现下滑是正常现象；2013 年经济形势逐渐转好是大概率事件，公司有望在新的一年中从中受益。

关注 2：房地产业务颇具特色

受益于三线城市的需求爆发，公司的两家房地产子公司（建发房地产和联发房地产）均销售较好，预计全年整体签约销售金额较 2011 年增幅可观。其中，建发地产布局的龙岩、建阳等地区，项目地价较低而销售单价较高，获利能力较强，例如当地住宅售价 5000-6000 元/平方米、商铺售价 20000 元/平方米的项目土地单价不超千元，项目净利率可能达到 15%左右。建发地产未来将在深耕已进入地区的基础上，更加细化福建房地产市场。我们认为，公司勇于开拓县级市场，挖掘县级区域的需求，将能够快速、稳健的开拓有效市场；公司在福建地区根基深厚，了解当地区域市场，竞争对手较少，具备快速发展的要素。

关注 3：房地产爆发在即

公司之前比较注重品质但忽略了效率，随着公司规模越来越大，公司也越来越注重效率的提升。公司现在在设计、施工、营销等各方面设立考核节点，同时将考核与绩效挂钩，起到有效调动了员工的积极性作用。同时，集团对子公司的权利进一步下放。以前事无巨细都要经过集团处理，浪费了宝贵的时间。现在集团仅负责监督和帮助，流程开始由审批转为备案，极大地提高了子公司的开发运营效率。未来公司还将在管理上有所突破。一般而言，地产公司 100 亿元是一个新的平台，超过 100 亿元之后将进入新的快速发展期。目前公司的两个地产平台建发房地产和联发房地产，均已接近这一规模水平。随着公司在管理、人员、组织方面的持续提升，两家地产公司的地产业务爆发在即。

结论:

公司是福建省房地产开发企业龙头，由供应链和房地产双轮驱动。公司 2009 年确定了“供应链+房地产”的双主业格局后，两大业务齐头并进。虽然短期内公司受制于国内外经济形势疲弱的影响，供应链业务表现不如房地产，但未来随着经济形势的好转，供应链业务的业绩弹性较强。公司房地产方面已经完成了全国性布局，尤其在福建区域，其实力无人能出其右。公司稳健经营，未来将逐步细化福建市场，深耕已进入市场。我们预计 12-14 年 EPS 分别为 8.803 元、1.082 元和 1.352 元，对应 PE8.9 倍、6.6 倍 5.28 倍。公司供应链业务有潜质，房地产业务增长明显，维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

资产负债表			单位:百万元		利润表			单位:百万元	
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	45953	48444	48588	57101	**营业收入**	80254	85355	100857	120886
货币资金	3813	4268	19283	16302	**营业成本**	73061	77740	91926	110201
应收账款	1825	2105	2487	2981	营业税金及附加	1126	1198	1416	1697
其他应收款	1452	1545	1825	2188	营业费用	2435	2646	3127	3935
预付款项	5584	6361	7280	8382	管理费用	258	307	363	435
存货	31068	31948	15111	24154	财务费用	232	306	45	-160
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	185.72	190.00	190.00	190.00
非流动资产合计	6301	4686	4559	4432	公允价值变动收益	47.52	45.00	45.00	45.00
长期股权投资	1098	1098	1098	1098	投资净收益	613.83	88.00	96.80	106.48
固定资产	478.86	705.69	610.14	514.59	**营业利润**	3617	3100	3933	4739
无形资产	314	283	252	220	营业外收入	36.95	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	6.79	8.00	8.00	8.00
资产总计	52254	53131	53147	61533	**利润总额**	3647	3112	3945	4751
流动负债合计	31954	31400	29110	35748	所得税	859	778	986	1188
短期借款	9861	7298	0	0	**净利润**	2788	2334	2959	3563
应付账款	3241	3834	4533	5435	少数股东损益	538	538	538	538
预收款项	10460	13874	17908	22743	归属母公司净利润	2250	1796	2421	3025
一年内到期的非流动负债	2139	600	600	600	EBITDA	4280	3533	4105	4706
非流动负债合计	10203	10366	11166	11166	**EPS（元）**	1.01	0.80	1.08	1.35
长期借款	9541	10341	11141	11141	**主要财务比率**				
应付债券	623	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	42157	41767	40276	46914	**成长能力**				
少数股东权益	2030	2569	3107	3645	营业收入增长	21.4%	6.36%	18.16%	19.86%
实收资本（或股本）	2238	2238	2238	2238	营业利润增长	385.7%	-14.28%	26.87%	20.49%
资本公积	82	82	82	82	归属于母公司净利润增长	244.7%	-20.19%	34.78%	24.97%
未分配利润	5235	5505	5868	6322	**获利能力**				
归属母公司股东权益合计	8067	8795	9764	10974	毛利率(%)	0%	0%	0%	0%
负债和所有者权益	52254	53131	53147	61533	净利率(%)	3%	3%	3%	3%
现金流量表			单位:百万元		总资产净利润（%）	4%	3%	5%	5%
	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	28%	20%	25%	28%
经营活动现金流	-4959	4598	23059	-1288	**偿债能力**				
净利润	2788	2334	2959	3563	资产负债率(%)	81%	79%	76%	76%
折旧摊销	430.76	0.00	127.00	127.00	流动比率	1.44	1.54	1.67	1.60
财务费用	232	306	45	-160	速动比率	0.47	0.53	1.15	0.92
应付帐款的变化	0	592	700	901	**营运能力**				
预收帐款的变化	0	3414	4034	4835	总资产周转率	1.72	1.62	1.90	2.11
投资活动现金流	0	1279	-48	-39	应收账款周转率	47	43	44	44
公允价值变动收益	0	45	45	45	应付账款周转率	22.49	24.13	24.11	24.26
长期投资	1098	1098	1098	1098	**每股指标（元）**				
投资收益	614	88	97	106	每股收益(最新摊薄)	1.01	0.80	1.08	1.35
筹资活动现金流	0	-5421	-7995	-1655	每股净现金流(最新摊薄)	0.38	0.20	6.71	-1.33
短期借款	9861	7298	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.61	3.93	4.36	4.90
长期借款	9541	10341	11141	11141	**估值比率**				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	7.07	8.90	6.60	5.28
资本公积增加	-9	0	0	0	P/B	1.98	1.82	1.64	1.46
现金净增加额	-4959	455	15016	-2982	EV/EBITDA	8.02	8.48	2.05	2.43

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，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、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。

张　鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

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关服务。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。