

供应链逆势增长 房地产高歌猛进

——建发股份（600153）2012 年年报点评

2013 年 04 月 09 日

强烈推荐/维持

建发股份

财报点评

郑闵钢	房地产行业分析师	Zhengmgdxs@hotmail.com	执业资格证号: S1480510120012
	电话: 010-66554031		
张 鹏	房地产行业分析师	电话: 010-66554029	执业资格证号: S1480512060003

事件:

公司日前发布年报。报告期内, 报告期内公司实现营业收入 911.67 亿元人民币, 比上年增长 13.6%; 税后净利润 26.7 亿元人民币, 其中归属于母公司的净利润 21.56 亿元人民币, 比上年下降 4.18%; 基本每股收益 0.96 元, 同比降低 4.95%; 扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.97 元, 同比增长 15.48%。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入 (百万元)	16985.45	21119.24	19047.22	23102.22	18628.91	21900.33	21951.22	28686.51
增长率 (%)	34.16%	26.36%	16.35%	13.52%	9.68%	3.70%	15.25%	24.17%
毛利率 (%)	8.80%	8.01%	6.31%	12.15%	7.82%	8.65%	5.88%	11.64%
期间费用率 (%)	3.55%	3.23%	3.69%	4.06%	3.30%	3.55%	3.72%	2.89%
营业利润率 (%)	4.65%	5.19%	2.11%	5.75%	3.47%	4.20%	1.49%	5.79%
净利润 (百万元)	601.56	830.57	309.18	1047.18	470.12	660.97	241.43	1297.41
增长率 (%)	8.03%	104.09%	-1.36%	21.04%	-21.85%	-20.42%	-21.91%	23.90%
每股盈利 (季度, 元)	0.231	0.309	0.126	0.340	0.170	0.232	0.097	0.465
资产负债率 (%)	83.05%	81.26%	82.46%	80.68%	81.35%	80.90%	81.43%	78.79%
净资产收益率 (%)	7.38%	9.26%	3.42%	10.37%	4.37%	5.77%	2.08%	10.01%
总资产收益率 (%)	1.25%	1.74%	0.60%	2.00%	0.82%	1.10%	0.39%	2.12%

评论:

积极因素:

- **供应链业务逆势增长。**2012年供应链运营业务营业额794.72亿元人民币, 比上年增长10.17%, 其中国际贸易额55.7亿美元, 比上年增长8%; 实现税后净利润7.78亿元人民币, 比上年下降31.33%。公司总体经营规模继续保持增长趋势, 但税后净利润下降幅度较大, 其中浆纸、钢材和酒业等子公司的经营业绩较往年下降较为明显, 其中酒业集团有限公司从2011年盈利0.36亿元, 下降至2012年亏损1.5亿元, 很大程度上影响了公司的总体经营业绩。
- **房地产业务高歌猛进。**2012年公司旗下地产业务两大平台: 建发房产和联发集团, 均取得了良好成绩。房屋销售方面: 建发房产签约销售收入86.06亿元, 同比增长67.5%; 联发集团签约销售收入58.97亿元, 同比增长33%。结算方面: 建发房产结算收入61.95亿元, 同比增长69.03%; 联发集团结算收入45.01亿元。

元，同比增长28%。地产业务良好的销售业绩为公司2013年的结算奠定了良好的销售基础。

- **土地储备稳定增长。**2012年，二家公司坚持深耕现有区域为主、自我平衡、滚动发展的土地储备策略，在销售改善、资金回笼迅速的情况下，分别于厦门及周边地区、桂林、南昌、南宁、上海、成都等地区，获得土地储备总计近200万平方米，确保了房地产主业的可持续健康发展，截至2012年底，二家公司共拥有土地储备超过700万平方米。
- **期末公司财务稳健，业绩锁定性强。**期末公司资产负债率为78.79%，较上年下降1.89个百分点；扣掉预收款项的真实资产负债率为58.51%，较上年下降2.15个百分点。

表1：公司营业收入情况

分行业	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	毛利率(%)	营业收入比 上年增减(%)	营业成本比 上年增减(%)	毛利率比上 年增减(%)
供应链运营业务	79472.63	76006.14	4.36	10.17	10.87	减少 0.60 个百分点
房地产开发业务	11257.16	7051.79	37.36	43.75	59.93	减少 6.34 个百分点

资料来源：公司公告、东兴证券

公司展望：

- **积极进取，快速发展。**2013年公司将继续坚持实施“供应链运营+房地产”的双主业战略。公司拥有规模、渠道、品牌和管理等诸多优势，将坚持按照公司之前确定的《2011-2015年五年发展规划》的指引，进行各项工作的调整和改革，力争在供应链运营和房地产两个领域不断做精、做大、做强。2013年经营目标：力争实现营业收入950亿元，预计成本费用共计915亿元。

投资建议：

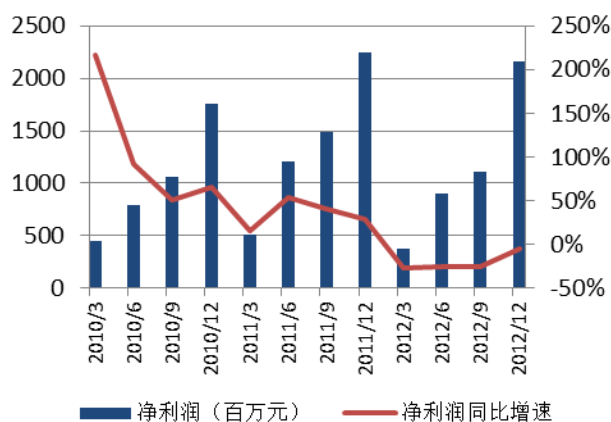
公司是福建省房地产开发企业龙头，由供应链和房地产双轮驱动。公司2009年确定了“供应链+房地产”的双主业格局后，两大业务齐头并进。虽然短期内公司受制于国内外经济形势疲弱的影响，供应链业务增长表现不如房地产业务那样快速，但未来随着经济形势的好转，供应链业务的业绩弹性较强。公司在2011年市场低迷时开始积极拿地，房地产销售和开发项目储备充足，并已经完成了全国性布局，尤其在福建区域，其实力无人能出其右。公司未来将进一步细化福建市场，深耕已进入城市的市场。我们预计公司2013-2015年EPS分别为1.09元、1.35元和1.69元，对应PE6.69倍、5.4倍和4.32倍。公司供应链业务有潜质，房地产业务增长明显，维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

图 1：公司营业收入及增速（季度累计）



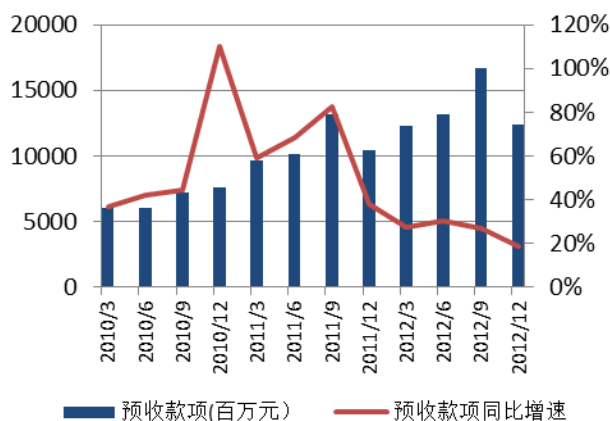
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司净利润及增速（季度累计）



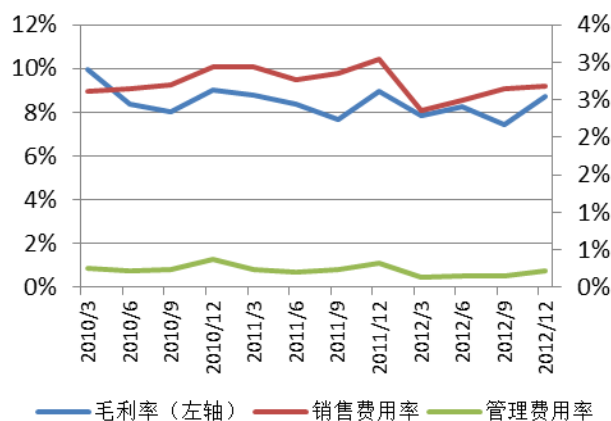
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：公司期末预收款项及同比增速



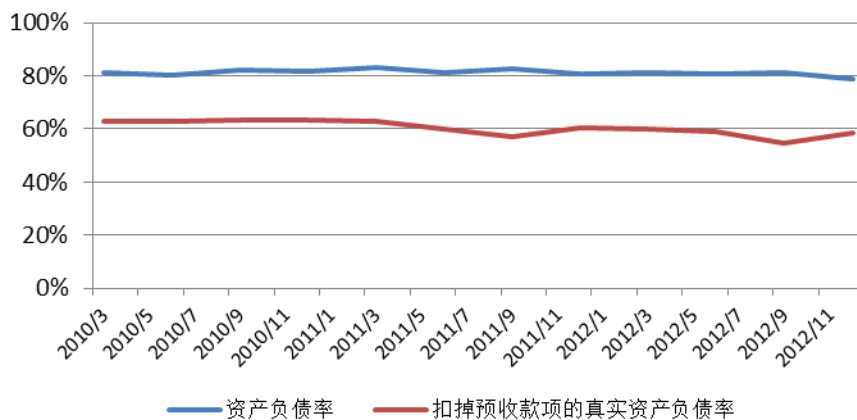
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：公司毛利率及费用率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：资产负债率及真实资产负债率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

资产负债表			单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2012A	2013E	2014E	2015E			2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	53475	61592	58212	68885	营业收入		91167	108868	128592	154154
货币资金	6271	5443	21130	16983	营业成本		83186	99886	118246	141775
应收账款	1780	2684	3171	3801	营业税金及附加		1393	1633	1929	2312
其他应收款	1802	2152	2541	3047	营业费用		2451	2722	3215	4047
预付款项	6466	7465	8648	10066	管理费用		196	327	386	462
存货	35375	41049	19438	31074	财务费用		391	322	71	-183
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失		36.36	190.00	190.00	190.00
非流动资产合计	7607	5183	5019	4856	公允价值变动收益		-24.44	45.00	45.00	45.00
长期股权投资	1169	1169	1169	1169	投资净收益		64.69	88.00	96.80	106.48
固定资产	689.36	976.41	844.24	712.08	营业利润		3554	3922	4697	5702
无形资产	312	280	249	218	营业外收入		55.28	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出		11.06	8.00	8.00	8.00
资产总计	61081	66775	63231	73741	利润总额		3599	3934	4709	5714
流动负债合计	36981	41698	35633	44120	所得税		929	983	1177	1429
短期借款	9497	12472	0	0	净利润		2670	2950	3532	4286
应付账款	4687	4926	5831	6992	少数股东损益		514	514	514	514
预收款项	12386	16741	21885	28051	归属母公司净利润		2156	2436	3018	3772
一年内到期的非流动负债	1420	600	600	600	EBITDA		4388	4407	4932	5683
非流动负债合计	11144	10626	11426	11426	BPS (元)		0.96	1.09	1.35	1.69
长期借款	9796	10596	11396	11396	主要财务比率					
应付债券	1319	0	0	0		2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	48125	52323	47058	55545	成长能力					
少数股东权益	2934	3448	3962	4476	营业收入增长		13.6%	19.42%	18.12%	19.88%
实收资本 (或股本)	2238	2238	2238	2238	营业利润增长		385.7%	10.33%	19.79%	21.39%
资本公积	108	108	108	108	归属于母公司净利润增长		244.7%	13.00%	23.89%	24.97%
未分配利润	7089	7455	7907	8473	获利能力					
归属母公司股东权益合计	10021	10991	12198	13707	毛利率 (%)		0%	0%	0%	0%
负债和所有者权益	61081	66763	63219	73729	净利率 (%)		3%	3%	3%	3%
现金流量表			单位:百万元		总资产净利润 (%)		4%	4%	5%	5%
	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE (%)		22%	22%	25%	28%
经营活动现金流	4754	-2518	29288	-2028	偿债能力					
净利润	2670	2950	3532	4286	资产负债率 (%)		79%	78%	74%	75%
折旧摊销	442.43	0.00	163.33	163.33	流动比率		1.45	1.48	1.63	1.56
财务费用	391	322	71	-183	速动比率		0.49	0.49	1.09	0.86
应付帐款的变化	0	239	905	1160	营运能力					
预收帐款的变化	0	4355	5144	6166	总资产周转率		1.61	1.70	1.98	2.25
投资活动现金流	0	1996	-48	-39	应收账款周转率		51	49	44	44
公允价值变动收益	0	45	45	45	应付账款周转率		23.00	22.65	23.91	24.04
长期投资	1169	1169	1169	1169	每股指标 (元)					
投资收益	65	88	97	106	每股收益 (最新摊薄)		0.96	1.09	1.35	1.69
筹资活动现金流	0	-306	-13554	-2080	每股净现金流 (最新摊薄)		0.89	-0.37	7.01	-1.85
短期借款	9497	12472	0	0	每股净资产 (最新摊薄)		4.48	4.91	5.45	6.13
长期借款	9796	10596	11396	11396	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	P/E		7.58	6.69	5.40	4.32
资本公积增加	26	0	0	0	P/B		1.63	1.48	1.34	1.19
现金净增加额	4754	-828	15686	-4147	EV/EBITDA		7.30	7.83	1.45	1.99

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 年起在证券业从事房地产、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。