



业绩增长超预期，低估值有待修复

——建发股份（600153）事件点评

2014年03月27日

强烈推荐/维持

建发股份

事件点评

事件：

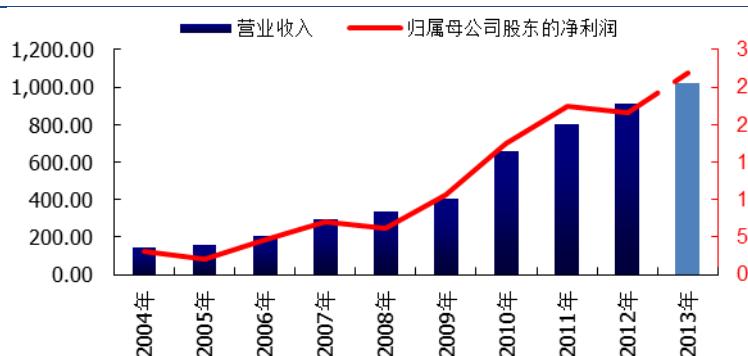
2014年3月27日晚公司发布业绩快报，公司2013年未经会计师事务所审计的营业收入1020.67亿元，同比增长11.96%；营业利润45.23亿元，同比增长27.25%；利润总额45.83亿元，同比增长27.34%；归属于上市公司股东的净利润26.93亿元，同比增长24.90%；每股收益1.20元。同比增长25.00%。

主要观点：

1. 公司营业收入突破1000亿元大关

2014年公司的营业收入首次突破1000亿元大关，创造公司发展历史上前所未有的成绩，归属于上市公司股东的净利润26.93亿元。2004年以来的十年，公司在市场风风雨雨中保持了强劲动力和快速的发展，2013年的公司营业收入已是2004年的6.1倍；2014年归属于上市公司股东的净利润已是2004年的7.72倍。虽然宏观经济增速出现下降，但公司逆势发展，营业收入不断增长，市场中的地位不断上升，尤其是近四年表现更为突出。我们认为公司进入千亿级后又将迎来一个大的发展，经济越是低迷，公司规模化的优势将越发能发挥出优势。

图1：公司营业收入与利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2、2013年公司业绩超市场预期

据公司业绩快报，2013年公司的每股收益1.2元。同比增长25.00%，

郑岗钢

010-66554031

zhengmg@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120012

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

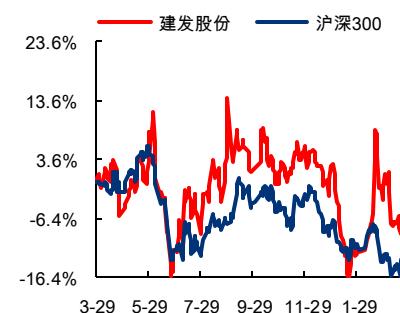
执业证书编号:

S1480512060003

交易数据

52周股价区间(元)	6.37-6.76
总市值(亿元)	142.54
流通市值(亿元)	142.54
总股本/流通A股(万股)	223775/223775
流通B股H股(万股)	/
52周日均换手率	0.72

52周股价走势图



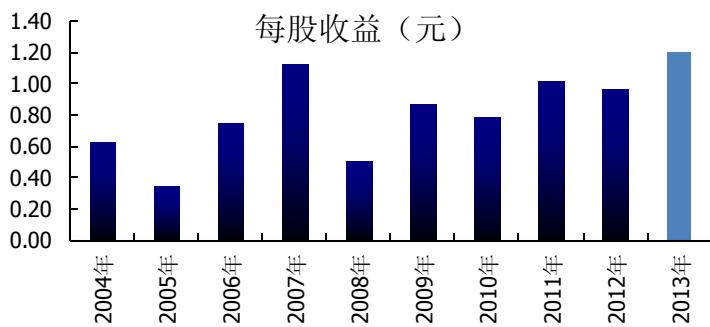
资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《建发股份（600153）：业绩增长明显，双引擎独行于市场》2013-11-01
- 《建发股份（600153）：风险控制到位，地产业绩大幅增长》2013-08-28
- 《建发股份（600153）12年年报点评：供应链逆势增长 房地产高歌猛进》2013-04-10
- 《建发股份调研快报：供应链走出低谷，房地产锦上添花》2013-01-22

业绩是高于市场的普遍预期的, 将提升市场的信心。2013 年公司供应链业务运营良好, 总体上已经摆脱了 2012 年较为低迷的状态, 公司供应链经营保持较好增长。公司目前房地产业务布局完善, 已经进入全国 14 个城市, 拥有项目储备超过 600 万平方米。我们认为, 福建省经济发展仍处较快发展过程中, 海西发展以及厦门自贸区的推进有利因素等将给公司带来新的发展机遇。公司(联发地产和建发地产)在福建地区具有很高的知名度, 发展的空间仍很大。公司房地产业务的项目储备也较充分, 2013 年前三季公司房地产业务稳健发展, 已在全国主要经济发达城市布局。三季度公司又取得多个项目, 9 月份以 4.05 亿元竞得三明市地块, 27 亿获得成都两地块, 10.62 亿竞得上海地块。在向全国拓展的同时, 公司在福建地区也加大了项目储备。我们看好公司供应链与房地产双引擎的模式, 并强烈看好公司今后的持续发展空间。

图 2: 公司每股收益情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司去年商品房的销售公司增长较高, 预收款充足, 这样公司 2014 年结算有较强能力。据公司数据, 前三季报预收款达 209.15 亿元, 相比年初的 123.86 亿元增加了 85.29 亿元, 增长 68.86%。预收款项期末数比年初数增加 68.86%。

3、公司高管增持股票彰显对公司的信心

另据公司前期公告, 公司高管王宪榕女士、张勇峰先生等 3 名董事、高级管理人员于 2014 年 1 月 16 日至 1 月 17 日以个人自有资金, 通过上海证券交易所证券交易系统买入本公司股票, 成交价格在 5.77 元至 6.12 元之间。公司高管增持股票彰显管理层对公司的信心, 公司业绩快报也表明公司保持了快速的增长。

结论:

在经济增长疲软的情况下, 公司业绩超预期增长, 并且公司 2013 年的营业收入创历史地突破千亿大关。我们认为公司供应链业务和房地产业务双主业发展仍具有非常好的优势和空间, 公司在厦门拥有优良的市场化环境和发达的贸易基础。另外公司以供应链运营和房地产开发为主业的双引擎, 加上公司很好的风险控制能力和优良的产品信誉将使得公司能在经济不利的情况下独行于市场中。近期公司高管增持公司股票彰显管理层对公司的信心和看好公司的发展前景。我们认为目前公司股价严重低估, 有较大的修复空间。我们预计公司营业收入分别为 1080.56 亿元、1304.13 亿元和 1588.60 亿元, 归属于母公司的净利润分别为 25.79 亿元、30.48 亿元和 43.31 亿元, 每股收益分别为 1.15 元、1.36 元和 1.94 元, 对应 PE 分别为 5.50、4.65 和 3.26, 维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元								
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	营业收入	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	营业成本	营业税金及附加	营业费用	管理费用				
流动资产合计	45953	53475	60895	73226	88361	80254	91167	108056	130413	158860	货币资金	73061	83186	98730				
货币资金	3813	6271	5403	6521	7943	73061	83186	98730	119354	144425	应收账款	3917	3140	1513	1826			
应收账款	1825	1780	2664	3216	3917	1126	1393	1513	1826	2224	其他应收款	2577	2451	2809	3391			
其他应收款	1452	1802	2136	2577	3140	2435	2451	2809	3391	4337	预付款项	3140	2451	2809	3391			
预付款项	5584	6466	7454	8647	10092	258	196	216	261	318	存货	59353	232	391	726			
存货	31068	35375	40574	49049	59353	232	391	726	829	1026	其他流动资产	0	0	726	829			
其他流动资产	0	0	0	0	0	185.72	36.36	5.00	5.00	5.00	非流动资产合计	0	0	0	0			
非流动资产合计	6301	7607	7376	7212	7049	47.52	-24.44	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	1169	1169	60.00	60.00			
长期股权投资	1098	1169	1169	1169	1169	613.83	64.69	60.00	60.00	60.00	固定资产	976.41	844.24	712.08	6585			
固定资产	478.86	689.36	976.41	844.24	712.08	3617	3554	4115	4808	6585	无形资产	280	218	36.95	55.28			
无形资产	314	312	280	249	218	36.95	55.28	40.00	40.00	40.00	其他非流动资产	0	0	0	0			
其他非流动资产	0	0	0	0	0	6.79	11.06	50.00	50.00	50.00	资产总计	68271	80438	95410	6575			
资产总计	52254	61081	68271	80438	95410	3647	3599	4105	4798	6575	流动负债合计	42289	51888	64527	1644			
流动负债合计	31954	36981	42289	51888	64527	859	929	1026	1199	1644	短期借款	9524	12413	16225	4931			
短期借款	9861	9497	9524	12413	16225	2788	2670	3079	3598	4931	应付账款	4869	5886	7122	600			
应付账款	3241	4687	4869	5886	7122	538	514	500	550	600	预收款项	21925	28279	归属母公司净利润	4331			
预收款项	10460	12386	16708	21925	28279	2250	2156	2579	3048	4331	一年内到期的非流	2139	1420	1420	7774			
一年内到期的非流	2139	1420	1420	1420	1420	4280	4388	5005	5801	7774	非流动负债合计	11144	10611	11411	1.94			
非流动负债合计	10203	11144	10611	11411	11411	1.01	0.96	1.15	1.36	1.94	长期借款	9541	9796	10596	11396			
长期借款	9541	9796	10596	11396	11396	主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	应付债券	0	0	0	0		
应付债券	623	1319	0	0	0	负债合计	42157	48125	52900	63298	75937	成长能力	42157	48125	52900	63298		
负债合计	42157	48125	52900	63298	75937	少数股东权益	2030	2934	3434	3984	4584	营业收入增长	21.4%	13.6%	18.52%	20.69%		
少数股东权益	2030	2934	3434	3984	4584	实收资本(或股本)	2238	2238	2238	2238	2238	营业利润增长	385.7%	385.7%	15.78%	16.83%		
实收资本(或股本)	2238	2238	2238	2238	2238	资本公积	82	108	986	986	986	归属于母公司净利润	244.7%	244.7%	19.62%	18.20%		
资本公积	82	108	986	986	986	未分配利润	5235	7089	7476	7933	8583	毛利率(%)	9%	9%	9%	9%		
未分配利润	5235	7089	7476	7933	8583	归属母公司股东权	8067	10021	11924	13143	14876	净利率(%)	3%	3%	3%	3%		
归属母公司股东权	8067	10021	11924	13143	14876	负债和所有者权	52254	61081	68258	80426	95398	总资产净利润(%)	4%	4%	4%	5%		
负债和所有者权	52254	61081	68258	80426	95398	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	28%	22%	22%	29%		
现金流量表	42157	48125	52900	63298	75937	经营活动现金流	-4959	4754	717	33	1180	偿债能力	经营活	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-4959	4754	717	33	1180	净利润	2788	2670	3079	3598	4931	资产负债率(%)	81%	79%	77%	79%	80%	
净利润	2788	2670	3079	3598	4931	折旧摊销	430.76	442.43	0.00	163.33	163.33	流动比率	1.44	1.45	1.44	1.41	1.37	
折旧摊销	430.76	442.43	0.00	163.33	163.33	财务费用	232	391	726	829	1026	速动比率	0.47	0.49	0.48	0.47	0.45	
财务费用	232	391	726	829	1026	应付帐款的变化	0	0	182	1017	1236	营运能力	0	0	182	1017	1236	
应付帐款的变化	0	0	182	1017	1236	预收帐款的变化	0	0	4322	5217	6354	总资产周转率	1.72	1.61	1.67	1.75	1.81	
预收帐款的变化	0	0	4322	5217	6354	投资活动现金流	0	0	468	55	55	应收帐款周转率	47	51	49	44	45	
投资活动现金流	0	0	468	55	55	公允价值变动收益	48	-24	0	0	0	应付帐款周转率	22.49	23.00	22.62	24.25	24.42	
公允价值变动收益	48	-24	0	0	0	长期投资	1098	1169	1169	1169	1169	每股指标(元)	1.01	0.96	1.15	1.36	1.94	
长期投资	1098	1169	1169	1169	1169	投资收益	614	65	60	60	60	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.89	-0.39	0.50	0.64	
投资收益	614	65	60	60	60	筹资活动现金流	0	0	-2054	1030	187	每股净现金流(最新摊	3.61	4.48	5.33	5.87	6.65	
筹资活动现金流	0	0	-2054	1030	187	短期借款	9861	9497	9524	12413	16225	每股市产(最新摊	3.61	4.48	5.33	5.87	6.65	
短期借款	9861	9497	9524	12413	16225	长期借款	9541	9796	10596	11396	11396	估值比率	0	0	0	0	P/E	
长期借款	9541	9796	10596	11396	11396	普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	7.77	8.18	6.81	5.76	4.06	
普通股增加	0	0	0	0	0	资本公积增加	-9	26	878	0	0	EV/EBITDA	2.18	1.75	1.47	1.34	1.18	
资本公积增加	-9	26	878	0	0	现金净增加额	-4959	4754	-868	1118	1422	EV/EBITDA	8.39	7.60	6.73	6.25	4.97	

资料来源：东兴证券研究所

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）。2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

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。获得 2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

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：

看涨：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。