



买入

29% ↑

目标价格：人民币 7.64

600153.CH

价格：人民币 5.91

目标价格基础：净资产折价 50%

板块评级：中立

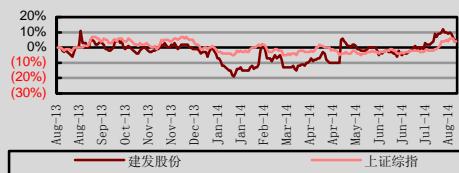
我们的观点有何不同？

- 建发在海西拥有 552 万方土地及近 900 亿的贸易体量，势必是海西自贸区推进的最重要受益标的。
- 建发是厦门国企龙头，国企改革推进混合所有制和股权激励等方面进展有助于提高公司市值管理动力。
- 作为上证 380 成份股，低估值绩优股有望受益于沪港通的推进。

主要催化剂/事件

- 海西自贸区申报获得批准。
- 福建省推进国企改革。
- 沪港通正式开通。

股价表现



	今年 (%)	1 月 (%)	3 月 (%)	12 月 (%)
	至今 (%)	个月	个月	个月
绝对	(16.1)	4.8	4.1	(11.9)
相对上证指数	(20.1)	(1.5)	(4.8)	(19.3)
发行股数(百万)	2,835			
流通股(%)	100			
流通股市值(人民币 百万)	16,756			
14 年末每股评估净资产值(人民币)	15.27			
3 个月日均交易额(人民币 百万)	104			
净负债比率(%) (2014E)	112			
主要股东(%)				
厦门建发集团有限公司	47			

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2014 年 8 月 14 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产：开发商

袁豪

(8621)20328529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090001

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

建发股份

雄踞海西，供应链与房地产两翼齐飞

建发股份是位于规划海西自贸区的供应链服务和房地产开发企业，势必是未来海西自贸区推进的最重要受益标的；公司拥有多重潜在资产可以保持业绩的稳定增长，供应链业务拆分价值显著；同时作为厦门当地国企，随着国企改革、混合所有制和员工持股等方面进展，公司市值管理目标有望提上日程；此外，建发股份属于上证 380 成份股，作为低估值长期经营稳健的绩优公司，公司有望受益于沪港通的推进。我们预计 2014-16 年的每股收益分别为 1.13、1.39 和 1.62 元，目标价定为 7.64 元，相当于 6.8 倍 2014 年市盈率和 50% 的 2014 年净资产值折价，首次评级为买入。

支撑评级的要点

- **海西自贸区、国企改革、沪港通三重受益标的。**近期海西自贸区动作频频，平潭封关和高层福建调研显示海西自贸区推进有望加快，而建发作为当地地产业龙头及贸易业龙头，在海西拥有 552 万方土地及近 900 亿的贸易体量，势必是最重要得受益标的；另外，随着国企改革的推进，公司有望通过引入战略投资者和推进股权激励改善公司预期、加强市值管理；此外，公司属于上证 380 成份股，作为低估值和长期经营稳健的绩优公司，有望受益于沪港通的推进。
- **供应链业务升级，控制风险、业绩稳增、拓展电商。**公司 06 年开始从原先的贸易模式升级至目前的供应链模式，定位由贸易中间商转型为贸易服务商，盈利模式由原先的贸易价差模式转变到目前的贸易过程中按服务收费的模式，规避大宗商品价格波动风险，面向中小企业客户，实现了业务经营连续、业绩稳定增长；此外，公司积极尝试钢铁、浆纸和汽车等主要业务电商化，在上下游资源、中间渠道及金融创新产品的支持下，公司发展电商业务优势显著。
- **房地产业务优质资源丰富，业绩稳定增长有保证。**公司房地产业务两大子公司建发房产和联发房产 13 年末合计未结建筑面积 1,221 万方，其中福建省内未结资源达 552 万方，其中厦门 216 万方，并且厦门 63% 位于本岛内，净利率较高，同时公司拥有 200 亿元未结算的预收账款，锁定 15 年预测地产收入 35%。公司 14 年上半年销售约 63 亿元，下半年销售将随着推盘增长和市场改善而有所回暖。

评级面临的主要风险

- 房地产市场销售低迷及大宗商品价格下降影响公司相应业务业绩。

估值

- 我们预计 2014-16 年的每股收益分别为 1.13、1.39 和 1.62 元，目标价定为 7.64 元，相当于 6.8 倍 2014 年市盈率和 50% 的 2014 年净资产值折价，首次评级为买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	91,167	102,068	114,487	130,879	149,961
变动(%)	13.6	12.0	12.2	14.3	14.6
净利润(人民币 百万)	2,156	2,693	3,228	3,971	4,614
全面摊薄每股收益(人民币)	0.755	0.943	1.130	1.390	1.615
变动(%)	(4.2)	24.9	19.9	23.0	16.2
全面摊薄市盈率(倍)	7.8	6.3	5.2	4.3	3.7
每股现金流量(人民币)	2.1	(0.9)	(1.6)	(0.1)	(0.2)
价格/每股现金流量(倍)	2.8	(6.9)	(3.7)	(52.0)	(36.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.4	15.2	14.3	13.1	12.3
每股股息(人民币)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

目錄

一、公司概要	3
二、供应链业务	4
三、房地产业务	8
四、财务分析	12
五、盈利预测及投资建议	14
附录、海西自贸区介绍及进展	16

一、公司概要

供应链、地产双主业运营

厦门建发股份有限公司（简称：建发股份）由厦门建发集团有限公司独家发起设立，1998年在上海证券交易所上市，是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业。2013年营业收入1,021亿元，首超千亿规模，多次位于位居“中国上市公司500强”、“福建企业100强”、“2014年厦门企业100强榜首”。

供应链运营业务，主要是为客户提供包括采购、深度物流、销售、结算等在内的“一站式”服务，以满足客户更加复杂的业务需求，主要经营包括浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电、汽车、酒类、物流服务十大核心业务。

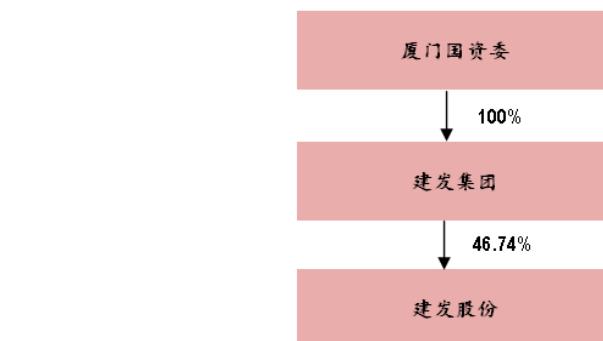
房地产开发方面，公司控股的建发房地产集团有限公司和联发集团有限公司均具有一级房地产开发资质，均位列中国房地产百强行列，目前已经进入全国17个城市，初步形成全国性战略布局，房地产主要业务集中在海西地区。

厦门当地国企，或将受益国企改革

公司第一大股东是厦门市建发集团有限公司，其持股比例为46.7%，后者由厦门国资委全资控股。建发集团创立于1980年12月，目前已发展成为注册资本45亿元，资产总额超过760亿元，年营业收入超过940亿元，年利润总额超过40亿元的福建省大型实业投资企业集团，主要业务涵盖供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展业等多个领域。

近期，各地推行国企改革热潮，而公司大股东建发集团拥有46.7%的股份，持股较高因而仍具有引入战投的空间，未来可能考虑出售部分股权给战略投资者和员工持股会，同时由于前期厦门国资委不允许股权激励，在股权激励方面也有改革的空间。

图表1. 建发股份股权结构



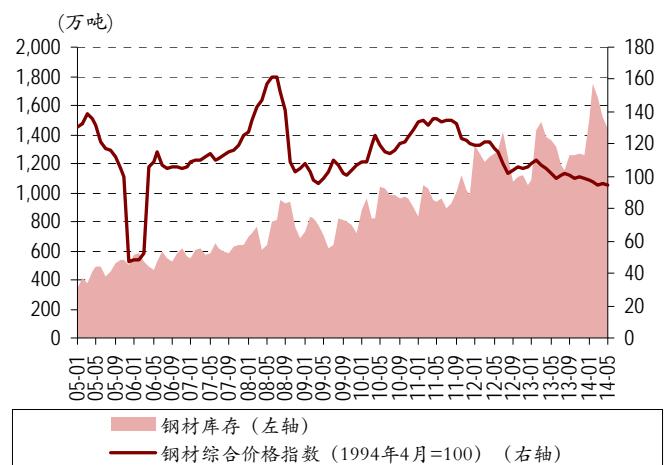
资料来源：公司公告，中银国际研究

二、供应链业务

转型供应链模式，由贸易中间商转型贸易服务商

建发股份原先贸易业务模式中，公司作为中间交易商参与其中，并依靠大宗商品市场价格信息不对称、以及价格上升趋势中的交易时间差，以此赚取上、下家的差价。但2004-05年之后，一方面，市场信息更加透明化，另一方面，商品市场也从过去的供应不足逐步转变为现在供应过剩，多种大宗商品的价格出现了下滑，在这种环境下，贸易差价逐渐收窄的同时，作为中间商还需要承担价格下降风险。因此，从2006年开始公司的贸易业务逐步转型为供应链业务模式。

图表2. 近年我国钢材库存和价格走势



资料来源：万得资讯，中银国际研究

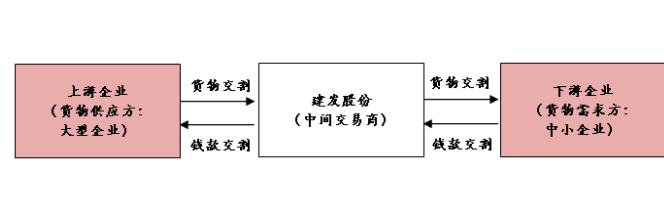
图表3. 近年我国钢浆纸价格走势



资料来源：万得资讯，中银国际研究

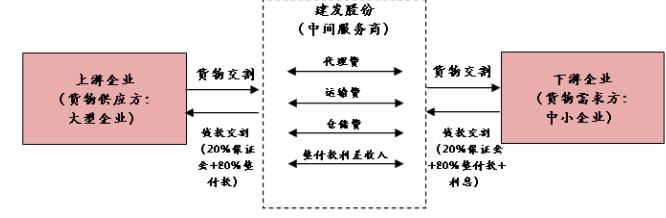
公司供应链业务主要涵盖了从上游原材料出厂到下游产品生产流程中的所有除产品加工以外的供应链上的相关服务，包括代理、运输、仓储、信息服务、方案策划和金融服务等等。而此次转型标志着公司的角色从原先的贸易中间商转变到目前的贸易服务商，盈利模式由原先的贸易价差模式转变到目前的贸易过程中按服务收费的模式。

图表4. 原先建发股份贸易业务经营模式



资料来源：中银国际研究

图表5. 目前建发股份供应链业务经营模式



资料来源：中银国际研究

供应链业务有助降低风险、提升业务稳定性

在实际业务流程中，公司首先集合中小企业的订单直接跟上游厂家订货，而后中小企业提前支付 20% 定金并和公司签订代理协议，随后公司再集中向厂家采购，并以 20% 的定金和 80% 的垫付款支付，之后再集中运输、集中仓储、集中发货，最终，公司从中收取 1% 的代理手续费、若干服务费用以及由 80% 垫付款赚取 1-2% 的利差。因此，总体供应链业务的毛利率为 3-5%。

而对于公司自身而言，供应链模式的优势在于：

- (1) **避免承担价格下跌风险。** 相对于原来贸易差价模式，代理协议的签订以及 20% 的定金提前支付，一定程度上避免了公司承担价格下跌风险，并且如果未来大宗商品价格上涨，公司额外还可以赚取一个交易时间差上价差；
- (2) **依靠集中物流赚取超额利润。** 基于公司集中运输和集中仓储低成本优势，公司在运输和仓储的正常收益外，额外赚取一部分利润；
- (3) **依靠集中采购赚取商家返佣。** 基于公司集中代理采购带来的大交易量，公司有资格向上游厂家收取一定的返佣；
- (4) **有助于提升业务的连续性。** 原来经营贸易很难预测明年的收入，但现在由于中小企业对于公司的依赖性较强，由此公司的业务收入连续性更稳定。

大宗商品行业集中度低，赋予供应链模式广阔空间

从需求上来看，目前公司的供应链业务面对的更多的是中小企业，而中小企业在大宗商品采购过程中，面临着业务体量小导致议价能力弱、运输仓储能力弱导致中间成本高、全款支付导致资金压力大等等问题，因此公司作为贸易中间服务商提供贸易供应链上全程服务的市场需求很大，尤其对中小企业而言。

从空间上来看，由于目前我国大宗商品行业的集中度还很低，未来集中度提升还有很大的空间。正如目前公司每年钢材和浆纸的代理成交量分别达到约 500 万吨和约 400 万吨的水平，并且公司已属于行业内的中大型贸易企业，但其市场占有率为仅分别不到 1% 和不到 4%。随着集中度的上升，未来面向中小企业的供应链业务具有广阔的市场空间，公司集中度在未来有望持续提升。

图表 6. 2013 年建发股份钢材和浆纸的市场占有率

	全国产量（万吨）	公司代理成交量（万吨）	市场占有率（%）
钢材	77,904*	约 500**	<1
浆纸	11,515*	约 400**	<4

资料来源：统计局，中银国际研究

注：*此处钢材产量指粗钢产量，浆纸产量指机制纸及纸板产量；**公司钢材和浆纸代理成交量为中银国际估算值。

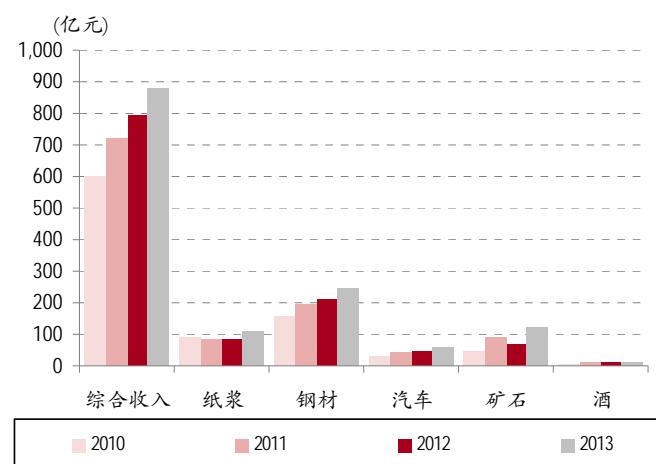
贸易业务涵盖 9 大品类，钢材、汽车贡献主要业绩

公司的供应链业务覆盖品类较广，共涵盖 9 大品牌，包括：7 项工业品业务（浆纸、钢材、矿石、农产品、轻纺、化工和机电）以及 2 项消费品业务（汽车和酒）。从 2013 年收入结构来看，钢材和矿石占比较高，两项合计占比 42%，而从 2013 年净利润结构来看，钢材和汽车则贡献了主要业绩，两项合计占比 41%。

从主要品类来看，(1) 钢材：13年估算收入247亿元，其中近90%为供应链模式，10%为自营模式，利润约2亿元；(2) 浆纸：13年估算收入108亿元，其中50%为供应链模式，50%为自营模式，利润约0.9亿元；(3) 汽车：13年估算收入57亿元，利润1.8亿元，业绩优异，且售后服务、汽车金融和保险经纪等增值服务业绩已有赶超之势；(4) 红酒：前几年采购6亿元5大名庄酒，销售较难，主要亏在利息和仓储费，每年约亏1亿元左右，后续公司将进行一些促销，加快红酒库存的去化。

上半年大宗商品价格环境比较恶劣，公司供应链业务也略受影响。其中钢贸行业影响最大，主要还是由于上半年中银行对钢贸行业的抽贷款现象比较严重，导致了一大批中小型钢贸企业的倒闭。展望下半年，大宗商品价格已经回升，伴以全国经济在近期持续微刺激下略有恢复，贸易业务也将有所回暖，而公司依靠丰富渠道资源也将在弱势中抢占市场份额，提升市占率。因此，预计下半年的供应链收入要好于上半年，全年收入持平于去年。

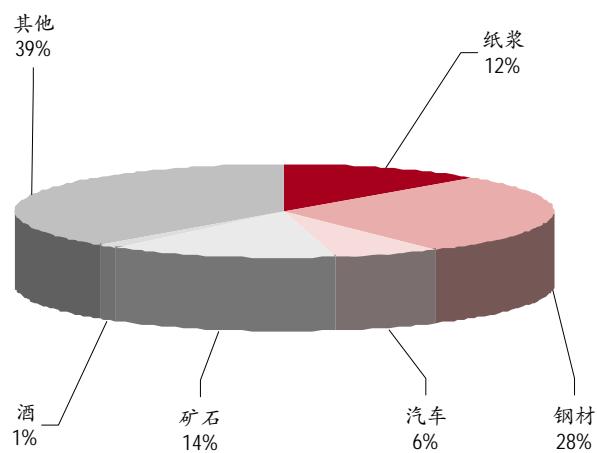
图表7. 公司供应链业务主要贸易品类的收入情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

注：各贸易品类数据为中银国际估算数据。

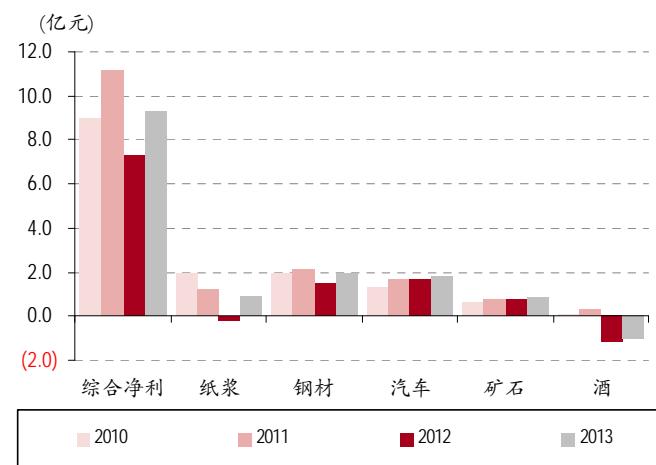
图表8. 公司供应链业务主要贸易品类收入占比 (2013年)



资料来源：公司公告，中银国际研究

注：各贸易品类数据为中银国际估算数据。

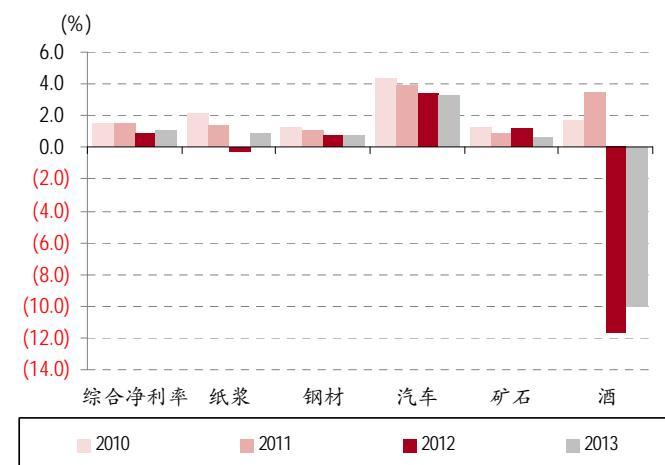
图表9. 公司供应链业务主要贸易品类的净利润情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

注：各贸易品类数据为中银国际估算数据。

图表10. 公司供应链业务主要贸易品类的净利率情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

注：各贸易品类数据为中银国际估算数据。

掌握上、中、下丰富资源，打造电商平台更具优势

公司目前虽然处于国内供应链业务的龙头地位，但仍关注传统经济和互联网思维的合作，并积极尝试旗下各业务的电子商务化，其中包括钢铁（建发物资网和建发金属网）、浆纸（纸源网）、汽车（小鱼汽车论坛）、酒（美酒汇），进口高校实验仪器（搭建中）等等。

目前，上述电商网站基本上是将原有客户转入网上交易，未达到开发新客户的效果，因此电商业务目前仍处于烧钱阶段。这主要是由于大宗交易涉及的线下商务谈判和仓储物流等事项比较复杂，是电子商务化的一大阻碍，目前来看，即使是目前的行业标杆上海钢联的电商平台盈利模式也仍不清晰。但公司仍将积极探索，盯紧这一领域，随时准备深度介入。

不过，鉴于公司优势在于上、下家的资源（上家覆盖主要国内大宗商品供应商，下家累计合作企业已经高达 12 万家），再加上中间丰富的渠道资源，以及逐步成熟的金融等创新产品，公司未来各业务的电商化相对更有优势。

图表 11. 建发股份电子商务平台



资料来源：公司网站，中银国际研究

图表 12. 建发股份电子商务平台



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 13. 建发股份主要合作钢材供应商（上游厂家）



资料来源：公司网站，中银国际研究

图表 14. 建发股份主要合作纸品供应商（上游厂家）



资料来源：公司网站，中银国际研究

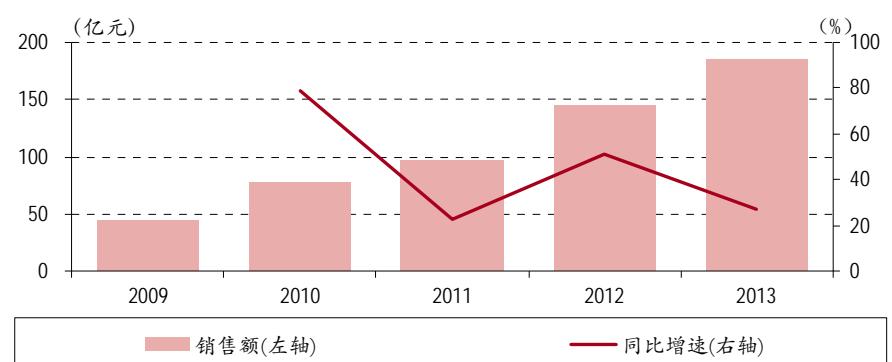
三、房地产业务

深耕福建，销售稳定增长

过去几年中，公司在深耕福建的同时，也逐步向外扩张，进入了长三角和中西部等城市，目前累计进入城市达到 17 个，其中福建省内城市达到 7 个。与此同时，公司的销售业由 09 年的 44 亿元上涨到 13 年的 185 亿元，4 年复合增长 43%。

2014 年上半年，公司销售估算约 63 亿元，相当于 13 年销售的 35%，差于行业的平均水平，销售未达到中期目标，但其中厦门上半年销售表现并不差，销售贡献了约 20 多亿元，并且上半年的推盘去化率高达 70-80%。公司今年全年销售计划 222 亿元，同比增长 20%，下半年的销售压力较大，但随着行业成交的见底回升，同时考虑到厦门以及福建区域市场的弹性较大，下半年销售仍值得期待。

图表 15. 2009-2013 年建发股份房地产业务销售情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

战线回收福建，强化地主优势

最近两年中，随着地价上涨速度快于房价，对于房企的低成本拿地能力以及跨区域经营能力的要求更高，越来越多的中小型房企逐渐回收了战线。同样，公司战线也逐步回收福建区域，包括福州和厦门等，并且在近几年中，福建自身房地产行业发展也较快，省内很多县城的房价都已经上万元，而公司作为当地国资龙头房企回收战线可以更多低成本拿地，并获得不错的利润率水平。

2013 年公司拿地较多，合计总拿地 243 万方，对应地价款 120 亿元，其中厦门共获取 4 个地块，合计建面 31 万方，对应地价款 62 亿元，占比总拿地金额近 50%，显示了公司回收战线的决心。2014 年截至目前，公司仅新获取漳州和泗泾两个项目，合计建面 20 万方，对应地价款 17 亿元，弱市下土地扩张也有所趋缓。

图表 16. 建发股份房地产项目汇总

项目	城市	权益(%)	可售面积(平 米)	截至 13 年累 计未结算面 积(平米)	截至 13 年累 计未结算货 值(亿元)	计入上市公 司-截 算面积(平米)	计入上市公 司-截 算货值(亿元)
建发房产 (54.654%)							
西郭 A09#	厦门	100	9.0	9.0	31.1	4.9	17.0
海西首座 E28 地块	厦门	100	17.6	16.9	19.4	9.2	10.6
海西首座 E30 地块	厦门	100	13.3	13.3	22.5	7.3	12.3
海西首座 E41 地块	厦门	100	4.0	4.0	22.7	2.2	12.4
海西首座 E5557 地块	厦门	100	3.3	3.3	25.7	1.8	14.0
海西首座 E36 地块	厦门	100	52.4	52.4	181.9	28.7	99.4
禾山 B3	厦门	100	19.5	19.5	78.1	10.7	42.7
同安地块	厦门	100	10.1	10.1	18.1	5.5	9.9
钟宅	厦门	100	9.8	9.8	39.2	5.4	21.4
碧湖地块	漳州	100	16.3	16.3	19.6	8.9	10.7
云都项目	漳州	100	11.4	11.2	9.0	6.1	4.9
云霄项目	漳州	75	25.8	25.8	13.9	10.6	5.7
领第	福州	100	41.6	33.1	58.1	18.1	31.8
汇金国际一期	长沙	100	11.9	2.7	2.3	1.5	1.2
汇金国际二期	长沙	100	12.5	6.3	8.2	3.4	4.5
建发美地	长沙	100	28.6	28.6	50.1	15.6	27.4
浅水湾一期	成都	70	11.4	6.1	7.8	2.3	3.0
浅水湾二、三期	成都	70	40.2	40.2	50.6	15.4	19.4
中央鹭洲	成都	100	7.7	7.7	9.6	4.2	5.2
锦城鹭洲	成都	100	17.8	17.8	28.4	9.7	15.5
鹭洲国际	成都	100	30.2	30.2	48.4	16.5	26.4
江湾萃 6#	上海	90	8.0	8.0	46.6	3.9	22.9
新江湾 20#	上海	80	8.8	8.8	34.9	3.8	15.3
新江湾 21#	上海	90	7.6	7.6	30.2	3.7	14.8
新江湾 22#	上海	100	5.2	5.2	20.6	2.8	11.2
建发大厦写字楼	上海	60	5.2	5.2	21.6	1.7	7.1
泗泾地块	上海	100	8.6	8.6	25.9	4.7	14.2
延吉街道 222 地块	上海	100	6.3	6.3	29.4	3.5	16.1
建发龙郡	龙岩	70	44.5	44.5	31.8	17.0	12.2
建发央郡	龙岩	52	8.6	8.6	8.6	2.5	2.5
建阳悦城	南平	100	44.6	44.6	28.4	24.4	15.5
珑璟湾	泉州	55	52.7	52.7	40.6	15.8	12.2
石狮梧园	泉州	52	56.2	56.2	43.3	16.0	12.3
永郡	三明	100	20.8	20.8	10.4	11.4	5.7
燕郡	三明	100	21.5	21.5	10.8	11.8	5.9
建发项目小计			693.2	663.0	1,127.6	311.0	563.3
联发集团 (95%)							
联发五缘湾 1 号	厦门	55	29.7	1.0	1.1	0.5	0.6
杏林湾 1 号一二期	厦门	100	28.7	17.0	15.6	16.1	14.8
杏林湾 1 号三期	厦门	100	17.8	17.8	31.7	16.9	30.1
滨海名居	厦门	100	6.9	0.2	0.3	0.2	0.3
滨海写字楼	厦门	100	7.4	7.4	26.0	7.0	24.7
欣悦园二期	厦门	100	2.4	0.1	0.5	0.1	0.4
欣悦湾	厦门	100	26.3	26.3	39.3	25.0	37.3
欣悦学府	厦门	100	8.5	8.5	14.4	8.1	13.7
联发广场	南昌	100	12.8	0.8	1.2	0.8	1.1
君悦朝阳	南昌	100	16.0	7.7	12.0	7.3	11.4
君悦湖	南昌	100	17.3	17.3	15.7	16.5	14.9
君领朝阳	南昌	100	20.3	20.3	21.7	19.3	20.6
联发·臻品	南宁	100	15.8	5.7	4.7	5.4	4.5
联发·尚筑	南宁	100	21.5	21.5	13.9	20.4	13.2

资料来源：公司公告，中银国际研究

续图表 16. 建发股份房地产项目汇总

项目	城市	权益(%)	可售面积(平 米)	截至 13 年累 计未结算 面积(平米)	截至 13 年累 计未结算货 值(亿元)	计入上市公 司-截 算面积(平米)	计入上市公 司-截 算货值(亿元)
广州军区 5114 号 D 地块	南宁	100	32.7	32.7	27.2	31.1	25.8
联发旭景	桂林	100	27.1	17.4	12.7	16.6	12.1
联发乾景	桂林	100	26.3	26.3	19.9	25.0	18.9
悠山郡	桂林	100	20.2	20.2	13.6	19.2	12.9
君澜天地	桂林	100	7.0	7.0	4.6	6.6	4.4
联发嘉园	重庆	100	16.5	2.1	1.8	2.0	1.7
联发瞰青	重庆	100	44.3	40.1	24.7	38.1	23.5
南山项目	重庆	80	12.1	12.1	10.8	9.2	8.2
滨海琴墅	天津	100	17.8	9.9	12.5	9.4	11.9
滨海琴苑	天津	100	21.5	21.5	25.8	20.4	24.5
酒店项目	天津	100	5.1	5.1	持有项目	4.8	0.0
第五街	天津	100	17.0	17.0	22.4	16.2	21.3
联发九都府	武汉	100	13.9	2.7	2.5	2.6	2.4
联发九都国际	武汉	100	20.4	20.4	23.0	19.4	21.8
红莲半岛项目	鄂州	60	136.8	136.8	54.7	78.0	31.2
君悦华府	扬州	100	39.7	35.1	30.0	33.3	28.5
联发项目小计			689.6	558.0	484.3	475.4	436.8
建发股份所有项目合计			1,382.8	1,221.0	1,612.0	786.4	1,000.1
其中，							
福建省项目合计			610.7	551.9	842.0	292.0	481.0
福建省项目占比 (%)			44.2	45.2	52.2	37.1	48.1
厦门项目合计			266.5	216.4	567.4	149.4	361.7
厦门项目占比 (%)			19.3	17.7	35.2	19.0	36.2
厦门岛内项目合计			175.1	136.8	448.4	77.8	255.8
厦门岛内项目占比 (%)			12.7	11.2	27.8	9.9	25.6

资料来源：公司公告，中银国际研究

海西资源高达 552 万方，受益于海西自贸区的推进

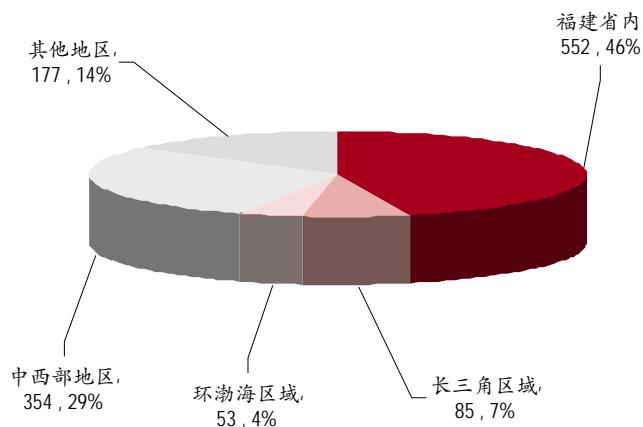
截至 2013 年底，公司未结资源（包括今年新获取的两个项目）高达 1,221 万平米，其中福建省内（海西地区）未结资源高达 552 万平米（市值 842 亿元），占比 45%（市值占比 52%），而厦门未结资源则高达 216 万平米（市值 567 亿元），占比 18%（市值占比 35%），并且此部分未结资源的平均楼面价仅为 9,000 元/平米，考虑到目前公司厦门未售项目均价 30,000 元/平米，地价占比 30%，土地成本优势明显，并且岛内面积合计达 137 万平米（合计市值 448 亿元，权益 257 亿元），保守按 20% 净利率估算可贡献 51 亿元净利润，并且岛内稀缺资源未来仍有较大升值空间，未来业绩贡献可观。

此外，（1）子公司联发集团在厦门岛内还有约 100 万方学校和工业用地，其中湖里工业区约 30 万方工业用地，估算市值 30 亿元，未来有潜在转性可能；

（2）子公司建发房地产在厦门岛内拥有一级开发 120 万方，按每平米赚 1 万元估算，估算权益价值 50-60 亿元（公司和政府分成比例为 85%: 15%，预计地价约 2 万元/平米，成本约 7,000 元/平米）。

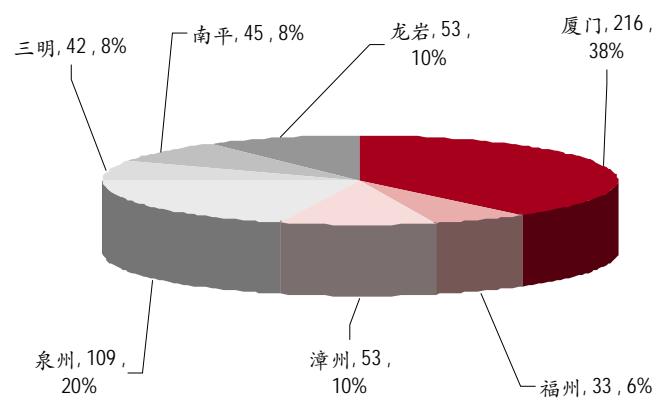
因此，未来如果海西自贸区进一步推进，公司作为海西地区一大地主，尤其在厦门本岛内的最大地主，未来将受益最多。

图表 17. 2013 年末公司未结算面积构成 (单位: 万方)



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 18. 2013 年末公司福建省内未结算面积构成 (单位: 万方)



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 19. 建发股份厦门岛内可售项目及均价



资料来源：公司公告，中银国际研究

四、财务分析

融资成本低，地产业绩锁定率高

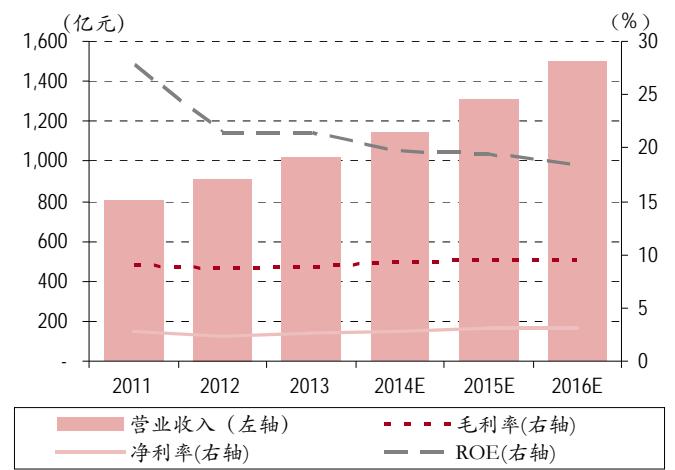
从负债率来看，截至 2013 年末，公司资产负债率为 79.6%，剔除预收款后的资产负债率为 54.6%，净负债率仅为 12.4%，高于行业水平；货币资金为 66 亿元，短债合计 124 亿元，货币资金仅能覆盖短债的 0.53，但由于公司供应链业务主要采用的是流动贷款，导致短债较大，短债占比有息负债高达 50%，但供应链业务流动贷款的融资畅通，短期还债压力虽大，但不构成问题。

从融资成本来看，从 13 年年报披露的前五大有息负债数据来看，平均融资成本仅为 6.8%，低于行业平均水平，另外，公司巨大的贸易流动负债存量融资成本较低，公司较一般地产公司享有融资成本优势。

从三项费用率来看，过去几年中，公司三项费用率呈现出一个逐步略微改善的过程，三项费用率由 2011 年的 3.65% 下降至 2013 年的 3.06%，其中，管理费用率、销售费用率和财务费用率均有不同程度的改善。

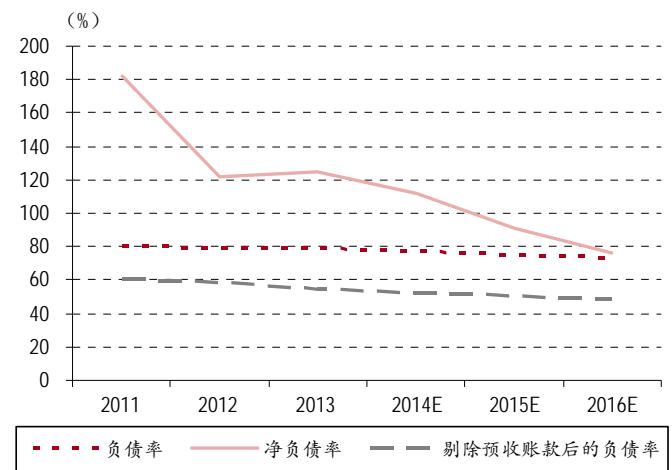
从业绩锁定率来看，过去几年中，公司的预收款项占比营业收入的比值呈现出逐步提升的过程，由 2009 年的 0.7 增长至 2013 年的 1.6，公司业绩的锁定表现正在逐步提升。截至 2013 年底，公司的预收款项为 200 亿元，锁定了我们对公司 2014-15 年房地产业务预测收入的 100% 与 35%，如果考虑到厦门岛内 111 万平米的高去化高毛利资源的话，公司业绩锁定率将进一步提高。

图表 20. 建发股份营业收入、毛利率、净利率及 ROE 情况



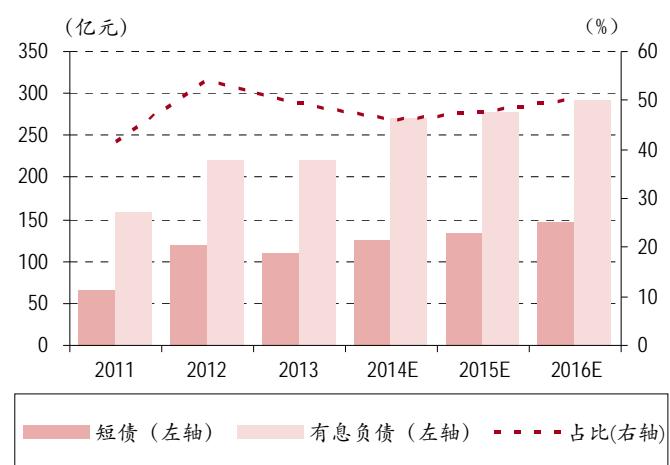
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 21. 建发股份资产负债率及净负债率情况



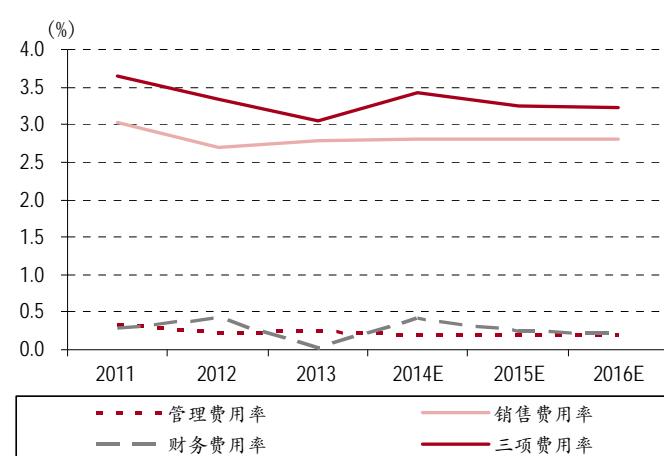
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 22. 建发股份短债占比有息负债情况



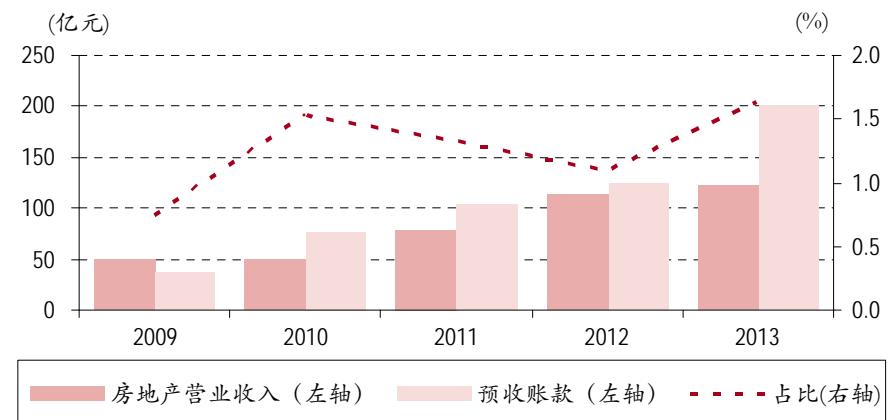
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 23. 建发股份三项费用率情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 24. 建发股份预收款项占比房地产营业收入情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 25. 建发股份 2013 年前五大短债、长债和债券融资成本

贷款单位/债券名称	借款起始日	期限 (年)	金额 (亿元)	利率 (%)
一年内非流动负债				
中诚信托有限责任公司	2012/06	2 年	4.9	9.8
扬州光大银行分行	2013/01	2 年	2.8	7.4
中国银行股份有限公司厦门分行	2013/03	2 年	2.0	7.4
中国农业银行股份有限公司厦门分行	2013/10	1 年	2.0	6.8
长期借款				
中国进出口银行厦门分行	2012/10	2 年	1.8	4.9
中国农业银行南昌中山支行	2012/08	3 年	6.1	7.0
中国建设银行股份有限公司厦门分行	2013/03	2 年	4.5	7.3
华润深国投信托有限公司	2013/02	2 年	4.0	7.2
厦门国际银行思明支行	2012/10	10 年	3.5	7.9
中国建设银行股份有限公司厦门思明支行	2012/07	3 年	3.2	6.8
债券				
12 建发 MTN1	2012/09	3 年	7.0	5.1
2009 年建发房地集团有限公司债券	2009/03	7 年	6.3	6.0
2013 年建发房地集团有限公司债券	2013/04	7 年	5.0	6.2
短债平均成本				
				7.8
长债平均成本				
				7.2
债券平均成本				
				5.7
短债+长债+债券平均成本				
				6.8

资料来源：公司公告，中银国际研究

五、盈利预测及投资建议

盈利预测

供应链业务方面，预计公司未来几年仍将由钢材、浆纸和汽车三大品类贡献收入和业绩，同时考虑到海西自贸区的推进也将有助于公司贸易业务收入的增长，我们分别给予以上三大品类业务收入 2014-16 年 15%、20% 和 20% 的增速假设，其余品类保持个位数稳定增长，由此，预测 2014-16 年供应链综合收入增速 12%、14% 和 14%。

房地产业务方面，考虑到 13 年底预收款项 109 亿元为当年房地产业务收入 160%，保证 14 年房地产结算收入的稳定增长，但预计 14 年销售收入或将略低预期将影响 15 年房地产结算收入的增长。因此，我们分别给予 2014-16 年结算面积 17%、10% 和 10% 的增速假设，同时考虑厦门地区房价上涨，由此，预测 2014-16 年房地产收入增速 17%、16% 和 16%。

此外，子公司联发作为宏发股份第二大股东，持股 18.5%，对应估算市值约 10 亿元，这部分资产的变现也或将以投资性收益的形式贡献一部分业绩。

图表 26. 建发股份供应链业务收入预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入(亿元)						
综合收入	721	794	878	979	1,117	1,279
浆纸	85	85	108	124	149	179
钢材	196	210	247	284	341	409
汽车	44	50	57	65	78	94
矿石	90	66	123	129	136	142
红酒	10	10	10	10	10	11
其他	296	373	333	366	403	443
同比(%)						
综合收入	20.4	10.2	10.5	11.5	14.1	14.4
浆纸	(7.6)	0.0	27.2	15.0	20.0	20.0
钢材	22.5	7.1	17.6	15.0	20.0	20.0
汽车	46.7	13.6	13.4	15.0	20.0	20.0
矿石	80.0	(26.7)	86.4	5.0	5.0	5.0
红酒	42.9	3.0	(2.9)	(3.0)	5.0	5.0
其他	13.8	26.0	(10.7)	10.0	10.0	10.0

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 27. 建发股份房地产业务收入预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
结算面积(万平米)	79	95	109	127	140	154
同比(%)	103	21	15	17	10	10
平均销价(元/平米)	9,953	11,852	11,198	11,198	11,758	12,346
同比(%)	(22)	19	(6)	0	5	5
房地产收入(亿元)	78.3	112.6	122.3	142.5	164.6	190.1
同比(%)	59	44	9	17	16	16

资料来源：公司公告，中银国际研究

海西自贸区、国企改革、沪港通三重标的，首次评级为买入

建发股份是位于规划海西自贸区的供应链服务和房地产开发企业，势必是未来海西自贸区推进的最重要受益标的；公司拥有多重潜在资产可以保持业绩的稳定增长，供应链业务拆分价值显著；同时作为厦门当地国企，随着国企改革、混合所有制和员工持股等方面的进展，公司市值管理目标有望提上日程；此外，建发股份属于上证 380 成份股，作为低估值长期经营稳健的绩优公司，公司有望在沪港通推进，市场引入成熟投资者后获得估值的恢复。

我们预计 2014-16 年的每股收益分别为 1.13、1.39 和 1.62 元，目标价定为 7.64 元，相当于 6.8 倍 2014 年市盈率和 50% 的 2014 年净资产值折价，首次评级为买入。

附录、海西自贸区介绍及进展

预计海西自贸区推进加快，建发为重要受益标的

借鉴了粤港澳自贸区的概念，福建整合福州、厦门及平潭联合申报海西自贸区，形成地区强强联合、优势互补。其中，目前平潭综合实验区以建设自由港为目标，从打造“境内关外”自由贸易园区，到实现贸易自由、运输自由、投资自由和金融自由两步走。而厦门，作为全国首批实行对外开放的经济特区之一，提出了“立足综改、借鉴上海、对接台湾、先行先试”的改革思路，成立海关特殊监管区域整合和自贸区建设工作组，也全面启动了自贸区申报工作。

2014年4月14日，福建整合福州、厦门及平潭联合申报“海西自贸区”引发业界关注。7月15日，平潭综合试验区正式封关，成为全国面积最大、政策最优的特殊监管区域。7月17日至7月19日副总理张高丽去福建调研（赴平潭、福州、厦门、泉州等地调研），强调推进“海上丝绸之路”建设。2014年7月17日，福建省出台《中共福建省委福建省人民政府关于深化对台交流合作推动平潭科学发展跨越发展的意见》，对平潭经济发展提出了高要求，要求今后五年平潭综合实验区GDP年均增长20%左右，全社会固定资产投资年均增长20%以上，财政总收入年均增长30%以上。近期海西自贸区动作频繁，预计推进有所加快。

如若海西自贸区获批，建发股份作为当地地产业龙头及贸易业龙头，从持有土地量方面以及贸易业务量来看，势必是未来海西自贸区推进的最重要受益标的。

图表 28. 海西自贸区规划图



资料来源：中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	91,167	102,068	114,487	130,879	149,961
销售成本	(84,578)	(94,537)	(105,544)	(120,427)	(137,929)
经营费用	(2,647)	(3,094)	(3,435)	(3,926)	(4,499)
息税折旧前利润	4,115	4,618	5,670	6,687	7,694
折旧及摊销	(173)	(181)	(162)	(161)	(160)
经营利润(息税前利润)	3,941	4,437	5,509	6,525	7,533
净利润收入/(费用)	(376)	(182)	(351)	(299)	(308)
其他收益/(损失)	33	328	290	476	561
税前利润	3,599	4,583	5,447	6,702	7,786
所得税	(929)	(1,191)	(1,362)	(1,675)	(1,947)
少数股东权益	(514)	(699)	(858)	(1,056)	(1,226)
净利润	2,156	2,693	3,228	3,971	4,614
核心净利润	2,156	2,693	3,228	3,971	4,614
每股收益(人民币)	0.755	0.943	1.130	1.390	1.615
核心每股收益(人民币)	0.755	0.943	1.130	1.390	1.615
每股股息(人民币)	0.117	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	14	12	12	14	15
息税前利润增长(%)	17	13	24	18	15
息税折旧前利润增长(%)	16	12	23	18	15
每股收益增长(%)	(4)	25	20	23	16
核心每股收益增长(%)	(4)	25	20	23	16

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	3,599	4,583	5,447	6,702	7,786
折旧与摊销	173	181	162	161	160
净利息费用	376	182	351	299	308
运营资本变动	1,632	(5,224)	(8,981)	(5,386)	(6,256)
税金	(929)	(1,191)	(1,362)	(1,675)	(1,947)
其他经营现金流	(96)	(452)	(240)	(426)	(511)
经营活动产生的现金流	4,754	(1,921)	(4,622)	(325)	(459)
购买固定资产净值	(633)	(546)	0	0	0
投资减少/增加	(22)	(172)	40	46	52
其他投资现金流	(4)	(121)	887	(0)	17
投资活动产生的现金流	(658)	(839)	927	46	70
净增权益	420	1,096	0	0	0
净增债务	(684)	5,433	4,663	1,426	1,708
支付股息	(1,822)	(2,807)	0	0	0
其他融资现金流	9	(4)	887	0	17
融资活动产生的现金流	(2,076)	3,718	5,550	1,426	1,725
现金变动	2,019	959	1,854	1,147	1,336
期初现金	3,078	5,130	6,160	8,014	9,162
公司自由现金流	4,099	(2,760)	(3,696)	(279)	(389)
权益自由现金流	3,415	2,673	967	1,147	1,319

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	6,271	6,648	8,014	9,162	10,497
应收账款	5,020	10,098	11,449	13,088	14,996
库存	35,375	45,553	57,243	65,439	74,981
其他流动资产	6,808	9,448	8,449	9,620	10,998
流动资产总计	53,475	71,747	85,156	97,309	111,472
固定资产	1,109	875	729	583	437
无形资产	357	363	347	332	318
其他长期资产	6,141	7,059	7,235	7,498	7,829
长期资产总计	7,607	8,298	8,311	8,413	8,584
总资产	61,081	80,045	93,467	105,722	120,056
应付帐款	13,125	14,678	16,612	18,954	21,709
短期债务	10,916	12,443	17,106	18,532	20,239
其他流动负债	12,940	21,951	24,042	27,485	31,492
流动负债总计	36,981	49,072	57,760	64,971	73,440
长期借款	11,115	14,529	14,529	14,529	14,529
其他长期负债	29	90	112	127	144
股本	2,238	2,238	2,857	2,857	2,857
储备	7,783	10,314	13,548	17,523	22,143
股东权益	10,021	12,552	16,405	20,380	25,000
少数股东权益	2,934	3,802	4,660	5,716	6,942
总负债及权益	61,081	80,045	93,467	105,722	120,056
每股帐面价值(人民币)	4.48	5.61	5.74	7.13	8.75
每股有形资产(人民币)	0.50	0.39	0.26	0.20	0.15
每股净负债/(现金)(人民币)	7.04	9.08	8.27	8.36	8.49

主要比率

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.5	4.5	5.0	5.1	5.1
息税前利润率(%)	4.3	4.3	4.8	5.0	5.0
税前利润率(%)	3.9	4.5	4.8	5.1	5.2
净利率(%)	2.4	2.6	2.8	3.0	3.1
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	10.5	24.3	15.7	21.8	24.4
净权益负债率(%)	121.6	124.3	112.1	91.6	76.0
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	7.8	6.3	5.2	4.3	3.7
核心业务市盈率(倍)	7.8	6.3	5.2	4.3	3.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.1	8.1	6.8	5.5	4.7
市净率(倍)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	2.8	(6.9)	(3.7)	(52.0)	(36.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.4	15.2	14.3	13.1	12.3
周转率					
存货周转天数	152.7	156.2	177.8	185.9	185.8
应收帐款周转天数	20.1	27.0	34.3	34.2	34.2
应付帐款周转天数	52.5	49.7	49.9	49.6	49.5
回报率					
股息支付率(%)	15.6	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	21.5	21.5	19.7	19.5	18.5
资产收益率(%)	4.8	4.7	4.8	4.9	5.0
已运用资本收益率(%)	11.4	11.5	11.6	11.7	12.1

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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，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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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