



**买入**

**33% ↑**

目标价格:人民币 7.64

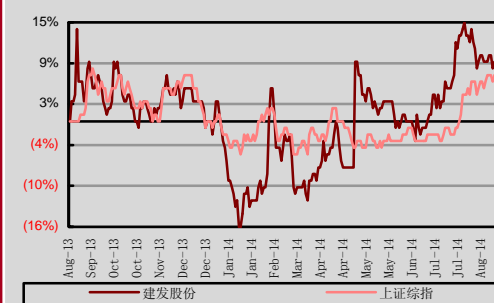
600153.CH

价格:人民币 5.75

目标价格基础:净资产折价

板块评级:中立

#### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.1	(4.9)	4.7	11.1
相对上证指数	0.4	(9.7)	(4.9)	2.8

发行股数(百万)	2,835
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	16,558
3个月日均交易额(人民币 百万)	118
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, 聚源及中银国际研究

以2014年8月26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

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

\*卢晓峰为本报告重要贡献者

## 建发股份

### 宏观面拖累半年度业绩, 全年增长应无忧

建发股份2014年上半年实现营业收入531.78亿元, 同比上升8.48%, 归属母公司净利润10.04亿元, 同比下降5.34%, 每股收益0.41元。供应链业务方面, 公司受到实体经济拖累, 贸易品价格跌幅较大, 上半年营收同比增8.7%, 净利润同比降17.1%; 下半年随着微刺激效用的显现和出口国经济的复苏, 预计增速和盈利将出现改善。而公司在利润率较高的汽车业务中开始切入保险和融资租赁等金融业务, 深化公司作为贸易服务商的优势。房地产业务方面, 上半年受楼市调整影响, 公司销售额同比降24%, 但厦门推盘去化率高达70%-80%。预计公司下半年将继续加大推盘, 鉴于厦门在二线城市中的去化表现相对较好, 以及市场对海西自贸区的预期加强, 叠加政策松绑效应, 销售回暖可期。下半年, 鉴于地产预售款锁定率高, 其他业务含金量高可以弥补供应链业务的利润下滑, 公司全年业绩保持增长无忧, 另外, 国企改革推进有望加快公司推进混合所有制或股权激励的进程。我们维持2014-16年的每股收益预测分别为1.13、1.39和1.62元, 目标价7.64元, 相当于6.8倍2014年市盈率和50%的2014年净资产折价, 维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- 宏观面疲弱拖累供应链业务表现, 切入金融和互联网领域深化转型。上半年国内实体经济继续下滑, 中小企业经营困难, 钢铁等贸易品价格跌幅较大, 利润率进一步下滑: 公司上半年供应链运营业务实现营业收入458亿元, 同比增8.7%; 净利润3.6亿元, 同比降17.1%。下半年随着微刺激效用的显现和出口国经济的复苏, 相关贸易品价格有望止跌企稳, 预计增速和盈利将出现改善。另外, 公司新成立了两家子公司进军汽车保险代理行业和汽车租赁行业, 在利润率较高的汽车业务中拓展金融业务, 深化公司作为贸易服务商的优势。而公司的贸易电商平台也正积极推广中, 有望进一步提升估值空间。
- 上半年房地产销售额同比降24%, 下半年厦门项目销售可期: 公司房地产业务上半年实现销售额64.9亿, 同比降28.3%, 销售面积54.5万平方米, 同比降24%。虽然公司上半年目标完成率仅29%, 但厦门项目推盘去化率达70%-80%, 占比销售额32%。预计公司下半年将继续加大推盘, 鉴于厦门在二线城市中的去化表现相对较好, 以及市场对海西自贸区的预期加强, 叠加限购和信贷政策的松绑效应, 销售回暖可期。上半年房地产业务实现营业收入71.6亿元, 同比上升5.7%, 毛利率32.3%, 同比增2.6个百分点, 主要是建发确认了6月竣工的高毛利项目“海西首座”(占比约1/3)。目前公司已售未结金额约178亿, 年内成都、厦门、漳州等项目有望实现竣工结算, 维持全年营收增速7%-10%的预测。

#### 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

- 公司上半年业绩虽然有所下降, 但全年来看业绩无忧, 一方面, 房地产项目预售款不仅锁定了今年全年预测地产收入, 对15年的锁定率也高达90%, 另一方面, 虽然大宗商品价格仍存压力, 但公司供应链业务模式已经较大幅度减少了价格波动的负面影响, 另外, 公司的股票投资变现和一级土地开发业务结算有望弥补供应链业务的利润下降, 我们维持2014-16年每股收益分别为1.13、1.39和1.62元, 维持买入评级。

#### 投资摘要

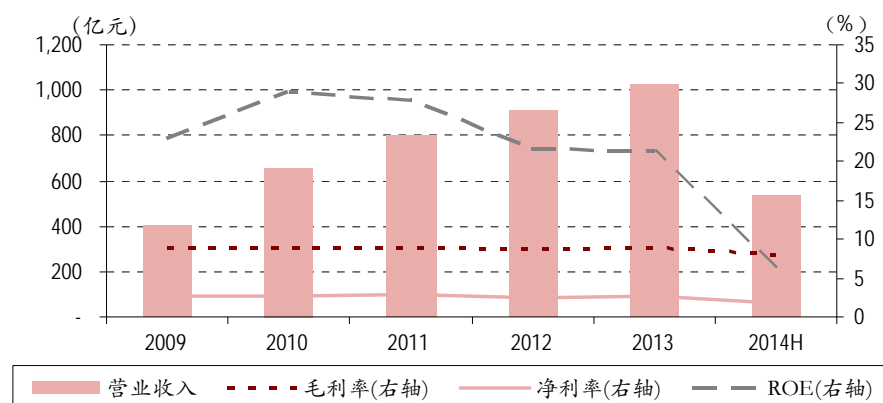
年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	91,167	102,068	114,487	130,879	149,961
变动(%)	n.a.	12	12	14	15
净利润(人民币 百万)	2,156	2,693	3,228	3,971	4,614
全面摊薄每股收益(人民币)	0.755	0.943	1.130	1.390	1.615
变动(%)	n.a.	24.9	19.9	23.0	16.2
全面摊薄市盈率(倍)	7.7	6.2	5.2	4.2	3.6
价格/每股现金流量(倍)	2.7	(6.8)	(2.8)	(51.4)	(36.4)
每股现金流量(人民币)	2.12	(0.86)	(2.07)	(0.11)	(0.16)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.9	8.0	7.1	6.1	5.3
每股股息(人民币)	0.202	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	3.5	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

**图表 1. 建发股份 2014 年上半年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2013 年上半年	2014 年上半年	同比变动(%)
营业收入	49,022	53,178	8.5
营业成本	(45,361)	(48,956)	7.9
营业税	(634)	(860)	35.6
毛利润	3,027	3,362	11.1
其他收入	(66)	(26)	(59.9)
销售费用	(1,273)	(1,324)	4.0
管理费用	(73)	(83)	13.4
营业利润	1,616	1,929	19.4
投资收益	154	58	(62.5)
财务费用	(69)	(256)	271.1
营业外收支	60	19	(68.5)
税前利润	1,760	1,749	(0.6)
所得税	(483)	(461)	(4.5)
少数股东权益	(217)	(284)	30.9
归属上市公司股东净利润	1,060	1,004	(5.3)
主要比率(%)	百分点增减		
毛利率(税后)	6.2	6.3	0.1
经营利润率	3.3	3.6	0.3
净利率	2.2	1.9	(0.3)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 2. 建发股份营业收入和利润率走势**


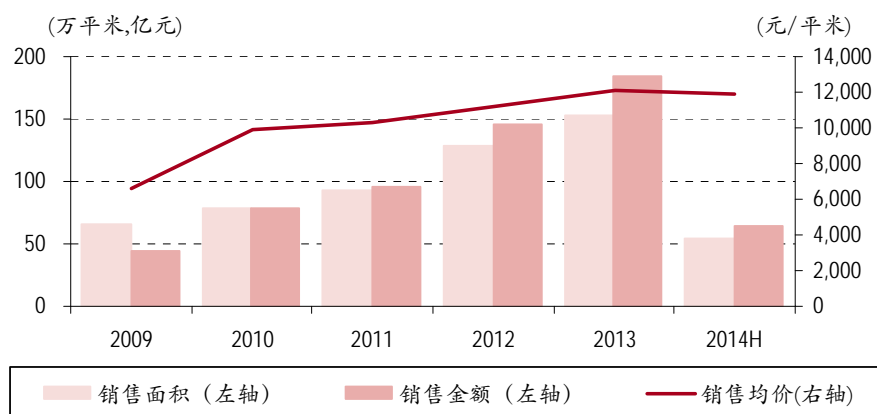
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 3. 建发股份 2014 年上半年分业务业绩情况**

分行业	营业收入(万元)	营业收入比上年增减(%)	毛利率(%)	毛利率比上年增减百分点
供应链运营业务	4,580,567	8.7	3.8	0.1
房地产业	715,580	5.7	32.3	2.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 建发股份 2008 年以来销售情况



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 5. 建发股份 2014 年拿地项目汇总

月份	项目	城市	拿地公司	占地面积 (万方)	建筑面积 (万方)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/方)
2014-1	同安杜桥地块(T2011P03)	厦门	建发	2.8	8.0	7.9	9,950
2014-4	泗凤路 1 号 B 地块	上海	建发	3.4	6.9	10.2	14,736
2014-6	漳州市 2014P03 地块	漳州	建发	5.1	15.58	7.0	5,310
2014 年合计				11.3	30.48	25.1	8,222

资料来源: 公司公告, 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)	(105,54)	(120,42)	(137,92)
经营费用	(2,474)	(2,913)	(3,273)	(3,765)	(4,339)
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
净利息收入/(费用)	(316)	(126)	(311)	(253)	(256)
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)	0.202	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	12	12	14	15
息税前利润增长(%)	n.a.	13	24	18	15
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	12	23	18	15
每股收益增长(%)	n.a.	25	20	23	16
核心每股收益增长(%)	n.a.	25	20	23	16

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
应收帐款	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	689	730	876	1,022	1,168
无形资产	357	363	347	332	318
其他长期资产	6,068	6,412	7,088	7,060	7,099
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	7.33	7.13	8.75
每股有形资产(人民币)	4.32	5.45	7.18	7.02	8.64
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**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	(697)	(649)	0	0	0
投资减少/增加	52	(69)	40	46	52
其他投资现金流	(10)	(121)	887	(0)	17
投资活动产生的现金流	(656)	(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	6	(4)	887	(0)	17
融资活动产生的现金流	(2,079)	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	3,813	6,271	6,648	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

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
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
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	9.0	18.6	14.1	18.9	20.9
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
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	7.7	6.2	5.2	4.2	3.6
核心业务市盈率(倍)	7.7	6.2	5.2	4.2	3.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.2	8.2	6.8	5.5	4.8
市净率(倍)	1.3	1.0	0.8	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	2.7	(6.8)	(2.8)	(51.4)	(36.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.9	8.0	7.1	6.1	5.3
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	21.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	21.5	23.9	22.3	21.6	20.3
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 个月内在上下 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士，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。所有本报告期内使用的商标、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