



东兴证券
DONGXING SECURITIES

建发股份： 业绩再创新高，维持强烈推荐

2010年3月30日

推荐/维持

建发股份

年报点评

郑闵钢 房地产行业分析师 从业资格证书编号:S1480208060050
Zhengmg@dxzq.net.cn 010-66507310

事件：

公司发布2009年年度报告，公司09年营业总收入405.50亿元，增加8.96%；净利润10.63亿元，增加1.32%；每股收益0.86元，增加2.38%。公司拟每10股转增8股，派2.5元（含税）。

公司分季度财务指标

| 指标 | 08Q2 | 08Q3 | 08Q4 | 09Q1 | 09Q2 | 09Q3 | 09Q4 |
|------------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 10282.01 | 9379.72 | 7160.52 | 7108.94 | 10382.44 | 10483.29 | 12576.30 |
| 增长率（%） | 32.41% | 15.07% | -13.84% | 0.63% | 0.98% | 11.77% | 75.63% |
| 毛利率（%） | 6.92% | 5.19% | 5.75% | 8.67% | 8.51% | 8.25% | 9.89% |
| 期间费用率（%） | 2.26% | 2.87% | 3.88% | 3.54% | 3.26% | 3.54% | 4.42% |
| 营业利润率（%） | 3.87% | 1.43% | 0.78% | 3.75% | 4.23% | 4.13% | 4.00% |
| 净利润（百万元） | 306.74 | 128.45 | 94.31 | 192.54 | 333.47 | 343.51 | 456.06 |
| 增长率（%） | 43.35% | -7.49% | -68.89% | 19.84% | 8.71% | 167.42% | 383.59% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.388 | 0.101 | 0.062 | 0.114 | 0.215 | 0.234 | 0.292 |
| 资产负债率（%） | 72.65% | 70.98% | 65.91% | 80.02% | 79.14% | 79.74% | 78.67% |
| 净资产收益率（%） | 5.68% | 2.44% | 1.75% | 3.89% | 6.35% | 6.57% | 7.95% |
| 总资产收益率（%） | 1.55% | 0.71% | 0.60% | 0.78% | 1.32% | 1.33% | 1.70% |

积极因素：

- 经营规模和经营业绩均再创造历史新高。公司在2009年中全年实现营业收入405.51亿元人民币，2008年为338.87亿元；税后净利润13.25亿元人民币，其中归属于母公司所有者的净利润10.64亿元人民币。每股收益为0.86元，与2008年的0.50元相比增长了72%（由于2009年内公司与控股股东进行了资产置换暨股权转让的重大关联交易，公司公布的增长是根据企业会计准则的相关规定对合并资产负债表的年初数、合并利润表和合并现金流量表的上年同期数进行了调整）。
- 贸易在不景气的环境下保持增长。在2009年贸易市场压力较大的情况下，公司贸易收入仍保持增长。贸易物流业务实现营业收入345亿元，比上年增长8%；其中，进出口总额23.9亿美元，与上年同比增加5.29%。税后净利润超5亿元，创历史最好水平。这表时公司在贸易上具备很强的经营能力，公司把控制风险作为业务运营和发展关键性工作，从各环节进一步加强风险控制体系建设，保证了公司贸易业务的稳健发展。
- 房地产快速增长。报告期内，联发集团全年新开工面积27万平方米，竣工面积21万平方米。公司完成营业收入共计人民币28.71亿元，较上年增长90.1%，报告期实现净利润人民币2.59亿元，比上年增长40.76%；2009年签约销售总面积31.19万平方米，比增218%；签约销售总收入20.60亿元，比增248%。账面确认销售面积30.62万平方米，比增148%；账面

确认销售收入18.80亿元，比增163%。2009年，联发集团新增项目四个，按权益计算的项目建筑面积107万平方米，新增项目的土地价款33.14亿元。报告期内，建发房产全年新开工面积14.89万平方米，竣工面积为33.56万平方米。实现营业收入29.91亿元，比上年同期减少10.22%；净利润5.23亿元，比上年同期减少41.5%，2009年签约销售总面积34.86万平方米，比增158.26%；签约销售总收入23.16亿元，比增129.62%。2009年账面确认销售面积48.76万平方米，比上年同期增加65.73%；账面确认销售收入29.21亿元，比上年同期减少10.77%。截至报告期末，公司尚有5.44万平方米已销售但未竣工结算，合同金额总计7.28亿元。报告期内，建发房产新增土地储备项目按权益计算的项目建筑面积38.38万平方米，新增项目的土地价款合计16.67亿元。

消极因素：

- 2010年对中国而言是最复杂的一年，全球经济形势仍然面临诸多变数，对外贸易面临的形势更加复杂，外需将难以恢复到国际金融危机前的水平。公司在2010年中，仍需要增强公司贸易物流各环节的抗风险能力。在风险可控的前提下，促进各经营单位加快主业发展，为公司新一轮发展打好基础。

业务展望：

- 2010年，公司仍将保持增长。随着公司贸易的做大，做大的商品公司已有了很好的议价优势。目前公司的贸易能力已有新的提高，通过风险控制流程建设，公司已具备将贸易规模扩大到500亿元的风险控制能力。根据公司计划，2010年将完成营业收入400亿元的经营目标（其中贸易物流350亿），我们认为这个计划是保守，预计2010年公司仍将增长。
- 房地产新生开工面积加大。2009年公司联发集团和建发房产二个房地产开发子公司新开工面积分别为27万平方米和14.89万平方米。2010年公司加大房地产开发力度，二公司新开工面积分别达预计达约69万平方米和约63.56万平方米，将同比增长216.45%。竣工面积分别计划为28万平方米和6.12万平方米。公司未来的发展战略公司是短、中、长相结合。短就是继续做好以供应链为主的贸易业务；中就是做好房地产的开发发展；长就是进行实业投资，其中包括供应投资链运营中所需要投资的项目以及具有较好盈利性的投资项目。在实业投资中，公司目前主要投资的项目有占股40%的四川永丰纸业公司、占股20%的紫金铜冠、占股20%的船舶重工、占股37.5%的厦门码头和占股40%的龙源海洋等，其中船舶重工和龙源海洋拟通过IPO进行上市，今后上市后将一定程度上提升公司的价值。
- 加大对房地产项目的投资。2009年7月29日，公司审议通过了有关配股发行方案的议案，拟通过向原股东配售（配股）方式（以公司截至2009年6月30日的总股本12.43亿股为基数，按每10股配售不超过3股的比例向全体股东配售），预计募集资金净额30亿元，所募资金主要投向房地产。拟投向建设的项目主要是商品住宅，有厦门五缘湾1号二期、南昌联发江岸汇景二期、重庆联发嘉园、桂林万福花苑（推广名：悠然家园）、南宁绿城国际村三期（推广名：联发尚品三期）、南宁联发臻品以及住宅和商业项目南昌联发广场，共计投入24亿元。此次配售如取得成功，公司的房地产开发规模又上一台阶，将为公司今明二年收益的大幅提高创造一个很好的基础。

投资建议：

- 经过几十年的努力和积累，公司贸易和房地产这二大业务专业化水平已得到很大程度地提高。专业化使得公司具备了很强的竞争优势和盈利能力。目前公司的风险控制管理能力已具备将贸易业务从300多亿元扩展到500亿元的规模水平。公司的房地产业务项目储备可满足公司三年的开发需要，公司仍将适时拿地扩大开发规模。贸易与房地产是公司的二大动力，2010年公司贸易+地产二大业务双引擎齐推业绩增长的时节已到，公司总体收益有望上到一个新的台阶，总营业收入将冲向400亿元。我们预计公司2009年至2011年每股收益分别为1.10元/股、1.21元/股和1.42元/股，相对应的PE为12.91、11.73和10.04，维持“强烈推荐”的投资评级。

| 利润表（百万元） | 2008A | 2009A | 2010E | 增长率% | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% |
|-----------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 营业收入 | 33,887 | 40,551 | 42,573 | 4.99% | 50,048 | 17.56% | 58,998 | 17.88% |
| 营业成本 | 31,834 | 36,942 | 38,430 | 4.03% | 45,581 | 18.61% | 53,947 | 18.36% |
| 营业费用 | 885 | 1,311 | 1,107 | -15.59% | 1,301 | 17.56% | 1,534 | 17.88% |
| 管理费用 | 76 | 135 | 128 | -5.09% | 150 | 17.56% | 177 | 17.88% |
| 财务费用 | 33 | 71 | 595 | 735.98% | 524 | -11.83% | 331 | -36.89% |
| 投资收益 | 160 | 88 | 240 | 173.07% | 350 | 45.83% | 300 | -14.29% |
| 营业利润 | 765 | 1,641 | 1,948 | 18.65% | 2,169 | 11.38% | 2,551 | 17.62% |
| 利润总额 | 817 | 1,657 | 1,990 | 20.09% | 2,211 | 11.14% | 2,593 | 17.29% |
| 所得税 | 127 | 331 | 358 | 8.16% | 442 | 23.48% | 571 | 29.02% |
| 净利润 | 690 | 1,326 | 1,631 | 23.07% | 1,769 | 8.42% | 2,023 | 14.36% |
| 归属母公司的净利润 | 623 | 1,064 | 1,370 | 28.75% | 1,507 | 10.04% | 1,761 | 16.85% |
| NOPLAT | 674 | 1,370 | 2,085 | 52.13% | 2,155 | 3.36% | 2,248 | 4.33% |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业研究员，2007年加盟东兴证券股份有限公司研究所。之前在中国东方资产管理公司负责股权资产的管理和处置工作。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

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%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

回避：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。