

2010年8月27日

# 建发股份

## 贸易业务超预期大幅增长

建发股份中报显示，公司上半年实现营业收入 293.75 亿元，同比增长 67.94%，净利润同比增长 92.35% 至 7.87 亿元，合除权后每股收益 0.35 元。上半年房地产业务销售完成比例达到我们原预期的 47%，国内及进出口贸易业务均获得超预期增长，由此我们上调了 2010-11 年业绩预测，维持除权后的 9.62 元目标价不变，重申买入投资评级。

### 支撑评级的要点

- 上半年，房地产业务结算收入 20.67 亿元，同比下降 20.49%，房地产业务毛利率为 46.83%，比上年同期增加 18 个百分点。
- 上半年，以签约数据计，公司房地产销售额 27.17 亿元，完成年初我们预计 58 亿元的 47%。预计全年销售额将达到 60 亿元左右。
- 报告期内，供应链运营业务实现较大增长，国内和进出口贸易营业收入分别同比大幅增加 106.01% 和 60.31%。
- 上半年，公司新增开发类土地储备 83 万平方米。截至目前，公司开发类项目的土地储备已经达到 637 万平方米，足够未来 5 年以上的开发所用。
- 本期末，资产负债率为 80.4%，净负债率为 110.2%，考虑到公司作为地方实力国企，融资渠道较为通畅，实际财务风险并不高。

### 评级面临的风险因素

- 下半年新调控政策的出台；出口受制于外需不振、贸易保护壁垒和汇率争端；以及大宗商品价格波动。

### 估值

- 我们基本维持 2010-11 年房地产项目的结算进度，但考虑到公司贸易业务增幅较大，将使得 2010 年业绩表现好于我们原先预期，我们将 2010 年盈利预测上调 8% 至 0.64 元，2010 年末每股 NAV 为 10.09 元，重申买入评级，目标价格保持除权后的 9.62 元不变，相当于 15 倍 2010 年市盈率和 2010 年末 NAV5% 的折让。

### 图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	33,887	40,551	52,053	58,185	65,185
变动 (%)	-	20	28	12	12
净利润 (人民币 百万)	209	1,135	1,425	1,672	2,104
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.094	0.507	0.637	0.747	0.940
变动 (%)	442.1	25.6	17.3	25.9	442.1
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.591	0.689	0.804
调整幅度 (%)	-	-	8	9	17
市盈率 (倍)	66.7	19.7	16.0	13.6	10.7
每股现金流量 (人民币)	0.60	(0.23)	(0.39)	0.06	0.71
价格/每股现金流量 (倍)	17.0	(44.4)	(25.7)	163.6	14.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	10.4	11.1	9.5	7.3
每股股息 (人民币)	0.250	0.250	0.051	0.060	0.075
股息率 (%)	2.5	2.5	0.5	0.6	0.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**买入**
**A**

600153.SS - 人民币 7.09

目标价格: 人民币 9.62

田世欣\*

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300206110230

### 股价相对指数表现 (A 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现 (A 股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对 (%)	(2)	(1)	4	(0)
相对新华富时 A50 指数 (%)	24	0	5	16

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据 (A 股)

发行股数 (百万)	2,238
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	15,866
3个月日均交易额 (人民币 百万)	159
10年末净负债比率 (%)	112
10年末每股重估净资产值 (人民币)	10.09
主要股东 (%)	
厦门建发集团有限公司	46.1

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

\*程冬为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

## 2010 年上半年净利润同比增长 92.35%

报告期内，公司继续坚持“供应链运营和房地产开发”双主业的经营格局。上半年累计实现营业收入 293.75 亿元，较上年同期增长 67.94%；归属于母公司所有者的净利润 7.87 亿元，较上年同期增长 92.35%，合除权后每股收益 0.35 元。

分业务来看：上半年，房地产业务结算收入 20.67 亿元，同比下降 20.49%，房地产业务毛利率为 46.83%，比上年同期增加 18 个百分点。房地产业务毛利率大幅提升主要由于上半年结算项目的价格较去年同期出现上涨所致。全年来看，毛利率预计也将保持在 40%以上。

报告期内，供应链运营业务实现营业收入 268.67 亿元，实现净利润 4.26 亿元；其中国内贸易营业收入 146.10 亿元，同比大幅增加 106.01%，进出口贸易完成营业收入 118.34 亿元，同比大幅增加 60.31%，装饰、物流等其他业务也均取得较大幅度增长。

## 上半年销售表现较好，完成全年预期的 47%

上半年，以签约数据计，公司房地产销售额 27.17 亿元，同比增加 13%，销售面积 29.49 万平，同比下降 27%。上半年销售额完成年初我们预计 58 亿元的 47%，销售完成比例情况较好。下半年，随着公司可售资源的增加，以及新开盘项目可以更加灵活地调整销售策略以加快销售回款，我们预计全年完成销售额将达到 60 亿元左右。

**图表 2. 房地产开发类业务 2010 年上半年销售和结算情况**

开发主体	签约销售面积(万平方米)		签约销售金额(亿元)		账面确认销售面积(万平方米)		账面确认销售收入(亿元)	
	面积	同比(%)	金额	同比(%)	面积	同比(%)	金额	同比(%)
联发集团	22.00	19	21.18	86	13.02	(36)	10.60	(9)
建发集团	7.49	(66)	5.99	(53)	7.69	(67)	6.05	(58)
<b>总计</b>	<b>29.49</b>	<b>(27)</b>	<b>27.17</b>	<b>13</b>	<b>20.71</b>	<b>53</b>	<b>16.65</b>	<b>36</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究

2010 年房地产计划新开工面积 69 万平方米，上半年公司减缓了新开工节奏，公司目前尚未调整全年新开工量，下半年将加快项目的开发进度。

6 月末房地产业务预收帐款 19.5 亿元，锁定了 2010 年房地产开发业务预测收入的 77%，预售锁定率较低。

## 负债率较高，土地储备丰富

2010年上半年公司每股经营性净现金流为-0.11元，考虑到公司上半年43亿的新增拿地和今年上半年同比有所增加的开工建设，现金流表现尚可。

公司在2009年申请了不超过24亿元的再融资计划，当前正值行业严厉调控时期，再融资方案年内没有审批通过可能。但建发是证监会放缓地产行业再融资审批后首批报送材料的上市公司之一，融资申请有望在再融资开闸后较早获得批复。公司目前短期负债约27.6亿元，6月末手持货币资金24.4亿元，短期偿债压力不大。公司2009年银行借款的上升及通过旗下的建发房产发行总额6.3亿元明显提升了公司资产负债率水平。本期末，资产负债率为80.4%，较一季度末下降0.9个百分点，较高的资产负债率因本期末61亿元的预售账款所致；净负债率为110.2%，较一季度末下降10.7个百分点。不过公司作为地方实力国企，融资渠道较为通畅，实际财务风险并不高。

上半年，公司积极寻求增加土地储备，成功获取了厦门湖里区五缘湾及天津津塘项目，新增土地储备83万平。截至目前，公司开发类项目的土地储备已经达到637万平方米，足够未来5年以上的开发所用。随着下半年土地供应增多，土地市场可能出现调整，公司将继续适度补充项目资源。

## 调整盈利预测

我们基本维持2010-11年房地产项目的结算进度，但考虑到公司贸易业务增幅较大，将使得2010年业绩表现好于我们原先预期，我们将2010年盈利预测上调8%至0.64元，并上调2011年盈利预测9%至0.75元。2010年末每股NAV为10.09元，重申买入评级，目标价格保持除权后的9.62元不变，相当于15倍2010年市盈率和2010年末NAV5%的折让。

**图表 3.建发股份 2010 年半年报业绩摘要**

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比增长(%)
<b>销售收入</b>	17,491.38	29,374.69	68
销售成本	15,991.33	26,917.26	68
销售税金	251.07	271.73	8
<b>毛利</b>	1,248.97	2,185.70	75
其他业务收入	(12.70)	(34.97)	175
销售费用	477.00	777.90	63
管理费用	47.61	62.65	32
<b>经营利润</b>	711.67	1,310.18	84
投资收益	59.33	46.55	(22)
财务成本	65.42	102.35	56
其他	8.34	1.93	(77)
<b>税前利润</b>	713.92	1,256.31	76
税金	187.91	292.49	56
少数股东权益	116.84	176.77	51
<b>净利</b>	409.17	787.05	92
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	7.14	7.44	
经营利润率	4.07	4.46	
净利率	2.34	2.68	

资料来源：公司数据，中银国际研究

### 损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	33,887	40,551	52,053	58,185	65,185
销售成本	(32,099)	(37,462)	(47,699)	(53,114)	(58,919)
经营费用	(838)	(1,330)	(1,646)	(1,840)	(2,068)
息税折旧前利润	950	1,758	2,709	3,231	4,198
折旧及摊销	(123)	(116)	(46)	(51)	(51)
经营利润 (息税前利润)	827	1,643	2,663	3,180	4,147
净利息收入/(费用)	(240)	0	(205)	(264)	(315)
其他收益/(损失)	(184)	85	13	8	2
税前利润	403	1,728	2,471	2,924	3,835
所得税	(127)	(331)	(618)	(731)	(959)
少数股东权益	(67)	(262)	(428)	(521)	(772)
净利润	209	1,135	1,425	1,672	2,104
核心净利润	339	1,149	1,416	1,666	2,102
每股收益(人民币)	0.094	0.507	0.637	0.747	0.940
核心每股收益(人民币)	0.152	0.514	0.633	0.744	0.940
每股股息(人民币)	0.250	0.250	0.051	0.060	0.075
收入增长(%)	n.a.	20	28	12	12
息税前利润增长(%)	n.a.	99	62	19	30
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	85	54	19	30
每股收益增长(%)	n.a.	442	26	17	26
核心每股收益增长(%)	n.a.	239	23	18	26

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,500	1,899	5,205	5,819	6,518
应收帐款	1,101	1,790	3,123	3,491	3,911
库存	5,661	13,501	18,219	20,365	22,815
其他流动资产	2,286	4,770	11,881	13,216	14,645
流动资产总计	10,548	21,959	38,428	42,890	47,890
固定资产	2,083	1,050	1,014	973	932
无形资产	681	239	228	218	209
其他长期资产	2,459	3,525	3,522	3,590	3,676
长期资产总计	5,223	4,813	4,764	4,781	4,817
总资产	15,772	26,772	43,192	47,671	52,706
应付帐款	3,954	8,162	16,965	17,841	19,789
短期债务	2,726	4,733	6,818	7,774	7,502
其他流动负债	2,472	3,808	5,325	5,953	6,667
流动负债总计	9,152	16,703	29,108	31,568	33,957
长期借款	1,255	4,426	6,745	6,745	6,745
其他长期负债	(25)	(91)	(113)	(125)	(139)
股本	1,243	1,243	2,238	2,238	2,238
储备	3,880	3,404	3,732	5,284	7,234
股东权益	5,124	4,647	5,970	7,522	9,472
少数股东权益	266	1,087	1,481	1,961	2,671
总负债及权益	15,772	26,772	43,192	47,671	52,706
每股帐面价值(人民币)	4.12	3.74	2.67	3.36	4.23
每股有形资产(人民币)	3.57	3.55	2.57	3.26	4.14
每股净负债/(现金) (人民币)	2.00	5.84	3.74	3.89	3.45

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	403	1,728	2,471	2,924	3,835
折旧与摊销	123	116	46	51	51
净利息费用	240	0	205	264	315
运营资本变动	(113)	(1,821)	(2,773)	(2,362)	(1,654)
税金	(127)	(331)	(618)	(731)	(959)
其他经营现金流	214	26	(14)	(8)	(2)
经营活动产生的现金流	740	(282)	(683)	138	1,585
购买固定资产净值	(1,036)	(581)	13	15	16
投资减少/增加	125	58	0	0	0
其他投资现金流	(29)	(685)	1,337	(241)	(307)
投资活动产生的现金流	(940)	(1,208)	1,350	(226)	(291)
净增权益	21	302	0	0	0
净增债务	(452)	2,041	2,085	956	(272)
支付股息	(501)	(1,027)	(114)	(134)	(168)
其他融资现金流	275	574	668	(121)	(153)
融资活动产生的现金流	(657)	1,890	2,640	702	(594)
现金变动	(857)	399	3,306	613	700
期初现金	2,357	1,500	1,899	5,205	5,819
公司自由现金流	(200)	(1,491)	667	(88)	1,294
权益自由现金流	(653)	550	2,752	867	1,022

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	2.8	4.3	5.2	5.6	6.4
息税前利润率	2.4	4.1	5.1	5.5	6.4
税前利润率	1.2	4.3	4.7	5.0	5.9
净利率(%)	0.6	2.8	2.7	2.9	3.2
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
利息覆盖倍数	3.0	n.a.	12.2	11.4	12.5
净权益负债率(%)	46.0	126.6	112.2	91.8	63.6
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
估值(倍)					
市盈率	108.0	19.9	15.9	13.5	10.7
核心业务市盈率	66.7	19.7	16.0	13.6	10.7
目标价对应核心业务市盈率	38.7	11.4	9.3	7.9	6.2
市净率	2.5	2.7	3.8	3.0	2.4
价格/现金流	17.0	(44.4)	(25.7)	163.6	14.3
企业价值/息税折旧前利润	13.7	10.4	11.1	9.5	7.3
周转率					
存货周转天数	64.4	93.3	121.4	132.6	133.7
应收帐款周转天数	11.9	13.0	17.2	20.7	20.7
应付帐款周转天数	42.6	54.5	88.1	109.2	105.4
回报率(%)					
股息支付率	148.5	27.4	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	4.1	23.2	26.9	24.8	24.8
资产收益率(%)	3.6	6.2	5.7	5.2	6.2
已运用资本收益率	9.2	13.5	14.9	14.2	16.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 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