

2010年12月6日

建发股份

供应链业务超预期增长



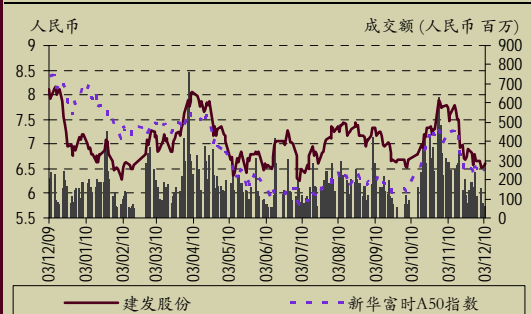
田世欣*

(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 (%)	(8)	(12)	(8)	(19)
相对新华富时 A50 指数 (%)	13	(2)	(11)	2

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 (%)	53.9
流通股市值 (人民币 百万)	7,962
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	213
10 年末净负债比率 (%)	122
10 年末每股重估净资产值 (人民币)	9.70
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

近日我们调研了建发股份, 与公司就近期业务运营及未来发展进行了交流。调研了解到公司供应链运营业务在 2010 年取得了超预期增长, 我们预计全年营业收入将达到 500 亿元, 未来几年高速增长仍可期。地产项目今年竣工量有所减少, 结算收入同比下滑, 一级开发项目收益将在一定程度上弥补下滑缺口。我们将目标价格从 9.62 元下调至 8.24 元, 重申买入投资评级。

支撑评级的要点

- 公司供应链运营业务在 2010 年取得了超预期增长, 全年营业收入有望达到 500 亿元。公司对供应链业务未来几年的增速信心充足。
- 供应链业务实现规模扩张同时, 公司通过运用以下策略保持盈利水平稳定: 提供增值服务, 实现产品高溢价; 实施纵向一体化, 积极拓展产业链上下游, 提高投资收益比重; 并牢把关键管控点, 降低运营风险。
- 公司前 9 个月房地产预售额 48.7 亿元, 同比增加 49%, 预计全年完成销售额将略高于年初预期, 达到 60 亿元左右。
- 三季度末资产负债率达到 82.3%, 财务运营风险增加, 公司后续再通过增加财务杠杆进行扩张的空间已经非常有限。旗下两家地产公司剩余股权收购事宜短期希望不大。
- 地产项目今年竣工量会有所减少, 预计结算收入将同比下滑。厦门一级开发项目 9 月份推出地块 10 几万方, 拍卖成交价超过了 9,000 元/平米, 今年可贡献 1.4 亿净利润。

评级的风险因素:

- 负债率过高, 贸易业务受内外宏观经济影响波动, 房地产业务受到政策及市场波动影响。

盈利预测及估值:

- 根据调研情况, 我们微调盈利预测, 由于板块估值下行, 我们将目标价格从 9.62 元下调至 8.24 元, 重申买入投资评级。

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	54,648	65,794	79,649
变动 (%)	-	20	35	20	21
净利润 (人民币 百万)	209	1,135	1,396	1,681	2,139
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.094	0.507	0.624	0.751	0.956
变动 (%)	-	442.1	23.0	20.4	27.3
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.637	0.747	0.94
调整幅度 (%)	-	-	(2)	1	2
市盈率 (倍)	69.8	12.9	10.5	8.7	6.8
每股现金流量 (人民币)	0.60	(0.23)	(0.73)	0.04	0.09
价格/每股现金流量 (倍)	11.0	(28.8)	(9.0)	167.2	69.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.1	7.9	9.4	7.9	6.4
每股股息 (人民币)	0.250	0.250	0.050	0.060	0.076
股息率 (%)	3.8	3.8	0.8	0.9	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.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

供应链业务：获超预期增长，未来仍可期

我们从调研中了解到公司供应链运营业务在今年取得了超预期增长，尤以纸浆、钢材、服装等内贸业务增速最快。我们预计全年供应链业务营业收入有望达到 500 亿元左右。受益于贸易产品价格不断上涨，公司存货的增值有助于供应链业务在规模扩张的同时获得较为稳定的收益率，预计全年此项业务可贡献净利润约 7 亿元，净利率约为 1.4%，接近去年的盈利水平。

公司高管层对供应链业务未来几年的增速抱有强大信心，纸浆、钢材等贸易业务仍将保持较快增长。关于供应链业务实现规模快速扩张的同时利润率是否会下滑的疑问，高管层给予了释疑，称公司将通过以下策略保持盈利水平相对稳定：提供增值服务，进而实现产品高溢价；实施纵向一体化，积极拓展产业链上下游，提高投资收益比重；并牢把关键管控点，降低运营风险。我们认为，供应链业务未来几年在规模实现快速增长的同时，净利率有望稳定在 1.5% 左右。

提供增值环节，提高产品溢价能力

公司在供应链运营领域已建成全方位的业务渠道，并通过为客户提供担保、融资和进出口服务等增值环节寻求更高的产品溢价空间，以保证贸易规模在快速增长的同时能保持稳定的盈利水平。

实施纵向一体化，拓展产业链上下游

公司积极将供应链运营业务拓展到相关上下游产业，具体操作方式为控制或者参股上游或者下游企业。供应链上下游产业延伸除了可以保证公司货源的长期稳定，另外还可以提高公司整个产业链环节的定价能力。在公司的长远规划中，贸易利润仅占供应链业务总利润的 30%，而参股上下游企业在未来将贡献供应链业务总利润的 70%。

以公司纸业产业链拓展为例。建发投资的永丰浆纸生产规模占到了公司纸浆贸易量的 20% 左右，有力巩固了公司在纸业销售方面的龙头地位。调研得知，纸浆业务今年实现历史性突破，全年有望将实现 80 亿元营业额，贡献 2 亿元左右净利润。目前公司纸浆销售业务虽为市场龙头，但占市场总份额比重仅为 3-4%，未来尚具有较大的成长空间。永丰纸业拟在香港上市，未来如成功上市也将进一步增厚公司估值。

牢把关键管控点，降低运营风险

贸易业务本身盈利空间不大，公司专门设立了风险控制委员会，牢把应收账款管理、存货管理等关键管控点，降低了运营风险。公司对大宗商品如橡胶等实施了套期保值，有效降低了市价波动风险；对于销售量较大的钢材，公司自营比例根据市场情况作动态调整，定位主要是赚取代理费，降低浮动空间，实现薄利多销。

地产：预售同比大幅增加，全年预计略超预期

调研得到的数据显示，前9个月公司房地产业务实现预售额48.7亿元，同比增加49%，预售面积54.2万平，同比上升3%。前9个月预售额已完成年初我们预计58亿元的84%，销售完成比例情况较好。从调研中得知的区域销售数据来看，厦门和其他区域分别占了48%和52%，可见公司已逐渐从一个厦门本土企业发展成为跨区域经营的地产开发商，受区域市场调整波动风险进一步降低。近期上海中悦5236A地即将开盘，预计售价将达到30,000元/平方米以上。我们预计公司全年预售额将略高于年初预期58亿元，达到60亿元左右。

图表2. 建发股份前9个月销售情况

2010年前三季度	签约销售面积 (万平方米)		签约销售额 (亿元)		账面确认面积 (万平方米)		账面确认销售额 (亿元)		预收账款 (亿元)
	数据	同比(%)	数据	同比(%)	数据	同比(%)	数据	同比(%)	
建发房产	16.3	(41)	16.7	(4)	11.0	(66)	10.6	(50)	12.9
联发集团	37.9	52	32.0	109	17.7	(23)	17.1	26	17.9
合计	54.2	3	48.7	49	28.7	4	27.7	(20)	30.8

资料来源：公司数据，中银国际研究

负债率高企，后续扩张空间受限

建发今年拿地积极，土地市场投资已达84亿元，这也导致了公司负债率明显上升。三季度末公司资产负债率82.3%，净负债率155.4%，达到历史最高水平，使得公司业务运营伴随着较高的财务风险。预售账款较大也是致使资产负债率过高的原因之一。目前资产负债率高企，公司后续再通过扩大财务杠杆进行扩张的空间已经非常有限，短期来看上市公司收购建发房产和联发集团余下股权的可能性也极小，但不排除在未来选择适当的时机大股东再次将建发房产和联发集团的股权注入上市公司。

盈利预测与估值

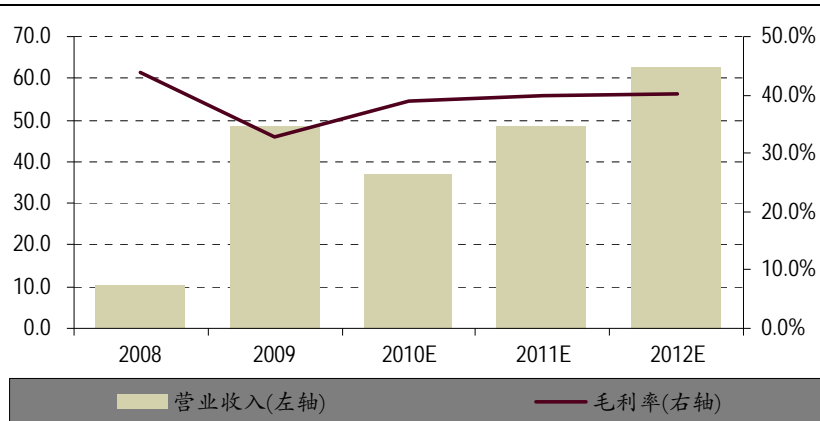
供应链业务净利润将达 7 亿元

在内贸业务高速增长的带动下供应链运营业务取得了超预期增长，我们预计公司供应链运营业务全年营业收入将达到 500 亿元，净利润将达到 7 亿元左右，合每股收益 0.31 元，其中纸业和钢铁将分别贡献净利润 2 亿元。由于纸业、钢铁等业务还有较大增长空间，我们认为未来几年供应链业务快速增长仍可期。

2010 年地产结算同比下降 24%

从公司了解到地产项目今年竣工量有所减少，我们预计公司 2010 年开发类业务结算收入将较 09 年下降 24%，9 月末预收帐款 30.8 亿元锁定了 2010 年预测收入的 100% 和 2011 年预测收入的 45%，预售锁定表现较好。随着上海、长沙、成都等地项目明年起逐渐进入结算期，我们预计公司 2011-12 年结算收入将较今年实现较大幅度增长，未来三年的毛利率将提高至 40% 左右的水平。

图表 3. 建发未来三年开发类业务预测收入和毛利率



资料来源：万得资讯及中银国际研究

一级开发利润可观

公司目前拥有厦门机场附近土地一级开发项目 46% 的权益。9 月份该地块推出了 10 几万方，拍卖成交价超过了 9,000 元/平米，与公司最新核实的拆迁成本在 4,500 元/平米左右。我们预计该土地一级开发项目今年可贡献 1.4 亿净利润，折合每股收益 0.06 元，加上二级开发利润，和去年地产业务贡献利润将大致相当。未来几年该一级开发项目结算进度主要取决于拆迁进展情况。

出租类业务提供稳定现金流

公司目前出租类物业总量达到了 100 万平米。我们预计 2010 年出租类物业营业收入将达到 1.7 亿元，贡献利润约 3,400 万元。未来随着出租类物业体量不断积累及可租面积逐渐增加，租金收入有望获得持续性增长并提供稳定现金流。

调整盈利预测和目标价

我们推迟了 2010-11 年房地产开发类项目的结算进度，而未来几年公司供应链业务增长和业绩表现将好于原先预期。我们将 2010 年盈利预测从 0.64 元略微下调 2%至 0.62 元，保持 2011 年盈利预测 0.75 元基本不变，重申**买入**评级，由于板块估值下行，将目标价格下调至 8.24 元，相当于 13 倍 2010 年市盈率和 2010 年末 NAV15%的折让。

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	54,648	65,794	79,649
销售成本	(32,099)	(37,462)	(50,697)	(60,925)	(73,497)
经营费用	(838)	(1,330)	(1,566)	(1,890)	(2,299)
息税折旧前利润	950	1,758	2,385	2,980	3,854
折旧及摊销	(123)	(116)	(46)	(51)	(51)
经营利润(息税前利润)	827	1,643	2,339	2,928	3,803
净利息收入(费用)	(240)	0	(164)	(262)	(274)
其他收益/(损失)	(184)	85	148	144	189
税前利润	403	1,728	2,323	2,810	3,718
所得税	(127)	(331)	(581)	(703)	(929)
少数股东权益	(67)	(262)	(346)	(427)	(650)
净利润	209	1,135	1,396	1,681	2,139
核心净利润	339	1,149	1,388	1,680	2,148
每股收益(人民币)	0.094	0.507	0.624	0.751	0.956
核心每股收益(人民币)	0.152	0.514	0.620	0.751	0.960
每股股息(人民币)	0.250	0.250	0.050	0.060	0.076
收入增长(%)	NA	20	35	20	21
息税前利润增长(%)	NA	99	42	25	30
息税折旧前利润增长(%)	NA	85	36	25	29
每股收益增长(%)	NA	442	23	20	27
核心每股收益增长(%)	NA	239	21	21	28

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	5,178	5,507	6,008
应收帐款	1,101	1,790	3,279	3,948	4,779
库存	5,661	13,501	19,127	23,028	27,877
其他流动资产	2,286	4,770	7,614	9,127	10,988
流动资产总计	10,548	21,959	35,197	41,610	49,652
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	3,574	3,742	3,965
长期资产总计	5,223	4,813	4,816	4,933	5,106
总资产	15,772	26,772	40,014	46,543	54,759
应付帐款	3,954	8,162	12,524	15,050	18,155
短期债务	2,726	4,733	4,928	5,737	6,730
其他流动负债	2,472	3,808	6,134	7,386	8,938
流动负债总计	9,152	16,703	23,587	28,173	33,824
长期借款	1,255	4,426	9,199	9,199	9,199
其他长期负债	(25)	(91)	(118)	(130)	(144)
股本	1,243	1,243	2,238	2,238	2,238
储备	3,880	3,404	3,703	5,265	7,246
股东权益	5,124	4,647	5,940	7,502	9,484
少数股东权益	266	1,087	1,406	1,799	2,397
总负债及权益	15,772	26,772	40,013	46,543	54,759
每股帐面价值(人民币)	4.12	3.74	2.65	3.35	4.24
每股有形资产(人民币)	3.57	3.55	2.55	3.26	4.15
每股净负债/(现金)(人民币)	2.00	5.84	4.00	4.21	4.43

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	2,323	2,810	3,718
折旧与摊销	123	116	46	51	51
净利息费用	240	0	164	262	274
运营资本变动	(113)	(1,821)	(3,205)	(2,333)	(2,915)
税金	(127)	(331)	(581)	(703)	(929)
其他经营现金流	214	26	(18)	0	12
经营活动产生的现金流	740	(282)	(1,271)	88	211
购买固定资产净值	(1,036)	(581)	13	14	15
投资减少/增加	125	58	0	0	0
其他投资现金流	(29)	(685)	2,969	(298)	(364)
投资活动产生的现金流	(940)	(1,208)	2,982	(284)	(349)
净增权益	21	302	0	0	0
净增债务	(452)	2,041	195	808	994
支付股息	(501)	(1,027)	(112)	(134)	(171)
其他融资现金流	275	574	1,484	(149)	(182)
融资活动产生的现金流	(657)	1,890	1,568	525	640
现金变动	(857)	399	3,279	329	501
期初现金	2,357	1,500	1,899	5,178	5,507
公司自由现金流	(200)	(1,491)	1,711	(196)	(139)
权益自由现金流	(653)	550	1,907	612	855

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	4.4	4.5	4.8
息税前利润率	2.4	4.1	4.3	4.5	4.8
税前利润率	1.2	4.3	4.3	4.3	4.7
净利率(%)	0.6	2.8	2.6	2.6	2.7
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
利息覆盖倍数	3.0	NA	13.2	10.6	13.2
净权益负债率(%)	46.0	126.6	121.8	101.4	83.5
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6
估值(倍)					
市盈率	70.6	13.0	10.6	8.8	6.9
核心业务市盈率	43.6	12.8	10.6	8.8	6.9
目标价对应核心业务市盈率	54.4	16.0	13.3	11.0	8.6
市净率	1.6	1.8	2.5	2.0	1.6
价格/现金流	11.1	(29.0)	(9.0)	168.5	70.2
企业价值/息税折旧前利润	9.1	8.0	9.5	7.9	6.4
周转率					
存货周转天数	64.4	93.3	117.5	126.3	126.4
应收帐款周转天数	11.9	13.0	16.9	20.0	20.0
应付帐款周转天数	42.6	54.5	69.1	76.5	76.1
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	26.4	25.0	25.2
资产收益率(3.6	6.2	5.3	5.1	5.6
已运用资本收益率	9.2	13.5	12.9	12.9	14.7

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