

海西之贸易、地产

■ 撰文：千树 视觉设计：Rosa 策划：瑞象基金研究团队 teicapital.com

从 5 月 4 日福建加快建设海峡西岸经济区获国务院原则通过，到 5 月 8 日至 10 日，国务院总理温家宝在福建考察，强调建海峡西岸经济区要高起点，再到 5 月 14 日《国务院关于支持福建省加快建设海西的若干意见》全文发布，再到 5 月 17 日海峡论坛上国务院台办主任王毅宣布八项惠台新政策等一系列中央关于加快海西经济区建设的政策、措施紧锣密鼓铺开。鉴于海西经济区的建设不仅是一项经济战略，更是新形势下一项重大的政治战略。预期中央将对海西经济区的建设在财政体制、税收减免和产业政策倾斜等方面给予全力支持，未来几年将是海西发展的黄金时期。《若干意见》的通过将会对福建省经济、文化建设产生重大影响，海西经济区有望成为继珠三角、长三角、环渤海地区之后的又一新的经济增长极。而金融危机使得台湾经济陷入困境，相信中央能像 97 年那样救香港那样来救台湾，所以台湾经济未来预计会超出大家预期。近期台湾股市表现如此强劲就是佐证。

海峡西岸经济区概述

海峡西岸经济区是以福建为主体，面对台湾，邻近港澳，范围涵盖台湾海峡西岸、

- 包括浙江南部、广东北部和江西部分地区，与珠江三角洲和长江三角洲两个经济区衔接，依托沿海核心区福州、厦门、泉州、温州、汕头五大中心城市及以五大中心城市为中心所形成的经济圈。它是一个涵盖经济、政治、文化、社会等各个领域的综合性概念，总的目标任务是“对外开放、协调发展、全面繁荣”，基本要求是经济一体化、投资贸易自由化、宏观政策统一化、产业高级化、区域城镇化、社会文明化。海峡西岸经济区涉及和辐射的城市众多，包括福建周边的浙江温州、丽水、衢州、金华、台州；江西上饶、鹰潭、抚州、赣州；广东梅州、潮州、汕头、汕尾、揭阳以及福建福州、厦门、泉州、漳州、龙岩、莆田、三明、南平、宁德等 23 个大中城市，人口约为 6000 ~ 8000 万人，预计建成后的经济区年经济规模在 17000 亿元以上。

受益行业：

福建“八山一水一分田”的地貌以及建国以来由于两岸的对峙局面影响了福建的基础设施建设，这决定海西升级国策之后最直接、最先受益的，应该是基础设施、建筑建材、钢铁、房地产行业。海西经济区将通过基建、房地产等行业投资的加快来带动增长。而随着两岸的三通，两岸经济文化交流的日益频繁，经贸活跃度提升，贸易、物流、航空、港口等相关产业都有望迎来景气的提升；另外，海西经济区的发展将促进闽台之间电子信息等高科技产业、物流、石化、机械、汽车、金融等产业的合作。



从估值看，以 2008 年业绩计算的市盈率比较，海西板块平均市盈率 25.7 倍，而全部 A 股的平均市盈率是 26.3 倍。

整体估值不高

以 2009 年一季度净资产计算的市盈率比较，海西板块平均市净率 3.95 倍，而全部 A 股的平均市净率 3.03 倍。海西板块市净率略高，其原因在于海西板块上市公司的 ROE% 也高于全部 A 股的平均水平。

可见股票市场投资者并未给予海西板块股票更高的溢价。因此，随着海峡西岸经济区建设的推进，上市公司经营情况和盈利能力提升将推升 A 股市场估值。

政策的出台明确了海西经济区发展的大方向和受益的行业，压抑已久的能量一旦爆发，势必推动海峡西岸经济区的主题投资从题材炒作走向实质性的价值判断。不过市场短期可能出现政策红利的“审美疲劳”，而从短期来看，并不会给这些公司的业绩带来爆发性的增长，更多的只是对未来美好的预期。因此，选择投资机会时应关注成长性的确定性和估值。具有一定安全边际的公司。而建发股份和厦门国贸作为作为厦门最具实力和影响力的公司之一，它们在贸易、地产经营上都具有较强的实力，也涉足港口和物流业务，因此看好其在海峡经济圈建设进程中所扮演的角色和分享的利益。

海西板块整体估值

	平均 PE	平均 PB	平均 ROE
海西板块	25.75	3.95	15.35%
沪深 300	22.54	2.79	12.79%
全部 A 股	26.28	3.03	11.51%

来源：兴业证券

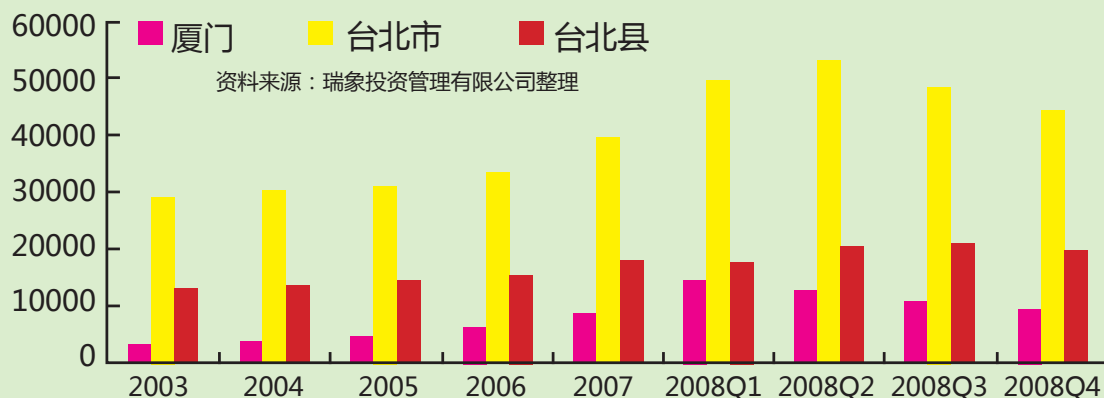


海西经济区建设有望繁荣海西的贸易和地产行业：由于交通和政治原因，目前台湾人在厦门购房人的比例仅在5%左右，明显低于香港人在深圳和澳门人在珠海房地产市场中的地位。伴随“海峡经济”成为两岸政商界的共识，两岸经济整合的步伐和层级都有望提升，经济往来的密切必将使房地产主业因为人口和资本流动的大幅增加而扩大市场容量。一方面产业、资本的转移将带来新增的房地产需求，另一方面由于厦门的语言、文化、气候与台湾接近，厦门的房价比台湾便宜，因此厦门的商品房对台湾人吸引力颇大，而人口更多流动将增加厦门房价的吸引力，尤其是高档住宅。

福建地处我国东南沿海地区，处在我国两大经济圈的断裂地带，与长江三角洲、珠江三角洲毗邻相连，承接台湾海峡两岸，与东南亚各国距离适中，距离港澳较近，具备优越的地理位置、较强的经济实力和良好的交通运输条件。和上海、北京、广州等大城市相比，厦门只是一个中等城市，但是厦门的贸易额稳定地占据全国贸易额2%左右，国务院《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》明确要求

“实行更加开放的对台贸易政策，扩大对台贸易。”而福建省对台经贸近年来快速发展。去年，按可比口径福建实际利用台资22.7亿美元，增长25.1%；对台贸易额75亿美元，增长8.7%，成为去年福建省经济发展的最大亮点之一。目前，台湾已成为福建的第二大吸收境外资金来源地、第一大进口来源地、第三大贸易伙伴。《意见》的出台，有望加速把福建建设成为海峡西岸经济区商贸流通服务中心的步伐。

厦门房价与台湾台北市、台北县房价对比（单位：元/平米）

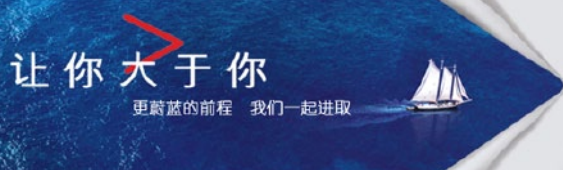




建发股份 (600153)

主要从事进出口贸易、国内贸易、房地产开发、工业物业出租、会展、物流等业务领域。

公司的大股东为厦门建发集团，为福建省头号企业，2008 年列中国企业 500 强第 147 名、中国服务业 500 强第 48 名，并连续多年居福建省企业集团 100 强首位。



08 年公司主营业务及其经营状况

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	同比增减 (%)
国内贸易	15,786,317,566.57	15,122,151,032.50	4.21	+1.04
进出口贸易	15,967,060,848.55	15,341,254,345.88	3.92	+0.52
房地产业	1,040,650,327.65	584,686,079.24	43.82	+2.58
装修工程	389,315,631.97	356,086,656.64	8.54	+0.84
物流服务	371,315,924.53	308,192,217.36	17.00	-0.58
会展业务	135,698,613.35	67,872,999.79	49.98	+0.65
物业租赁及管理	99,592,957.71	30,668,895.74	69.21	+1.60
其他业务	96,940,798.97	22,711,898.54	76.57	+41.47
合计	33,886,892,669.3	31,833,624,125.69	6.06	-0.23

主营业务

房地产业务：

今年初公司将把厦门国际会展中心 95% 的股权与大股东建发集团持有的建发房地产 45% 股权置换，作价 16.82 亿元；同时以 3.77 亿元现金收购建发房地产 10% 股权。通过此次资产置换，建发股份获得了建发房产的控股权，同时换出了政府补体逐年减少，盈利能力不佳的会展业务，实现双主业发展的格局。

资产置换完成之后，公司将拥有 452 万平方米开发类土地储备，待结算权益面积大约 300 万平方米，还拥有 130 万平方米出租类物业。另外在厦门岛内拥有约 200 万平方米一级土地开发。随着海西建设的推进，这些土地必将升值。此外公司在上海、成都、福州、长沙等一二线城市也有项目。

作为地方国企，公司相比同类公司在盈利能力、资金压力和业绩保障性方面表现良好。在同类公司和项目中具有很好的成本领先优势，仅五缘湾就周边现有开发项目的地价成本而言，公司该项目地价要低 12-75%。

09 年以来，房地产销售迅速回暖，从目前的销售形势看，房地产业务很可能超此前预期，09 年以来建发房产销售也已经超过 4 亿，联发房产销售额接近 2 亿，其中五缘湾 1 号销售超过 1 亿，而 08 年全年也仅销售 2 亿左右。预计 09 年建发房产全年结算额在 20 亿左右，利润 3 亿左右，联发房产收入约 15 亿，利润约 1.8 亿。

另外，建发房产剩余的 45% 的权益也将在适合的时机注入上市公司，可能的方案是向大股东定向增发或者向特定股东增发融资再收购此部分权益。

贸易业务：

在贸易业务中，公司不但拥有一套有效的管理制度和一支专业的贸易队伍，而且拥有仓储、国内外货物运输、配送和集装箱堆场等专业的配套设施。公司贸易收入四年来翻了一番。贸易主业立足国内外两个市场，国内和国外贸易旗鼓相当，具有同类公司难以达到的规模效应；周转快，资金占压很小；拥有良好的风险控制机制和历史记录。

08 年公司国内贸易业务和进出口业务收入分别增长了 27% 和 11%，均达到接近 160 亿的规模，且营业利润率均比 07 年有所增长，幅度在 0.5-1 个百分点左右。

从主要贸易品种看，08 年纸浆贸易额达到 80 亿左右，钢材贸易额约 70 亿，矿石、金属贸易量 40 约亿，汽车销售额约 30 亿。其中利润贡献主要来自于钢材和纸浆业务。出口主要是服装、鞋子、箱包等福建优势产业。

另外，这次国际金融海啸及其全球经济衰退虽然对厦门的国际贸易业务产生了负面影响，相当一部分中小贸易公司因此而关门歇业或倒闭。公司在去年 9 月和 10 月也确实遇到了突然而至的困难，但却也带来了行业的洗牌，随着厦门中小贸易公司市场份额缩小，公司从去年 11 月开始业务量有回升。09 年 1 季度建发股份贸易业务回升，超预期。贸易量及贸易毛利率环比均有提升，与 08 年同期相比，贸易量持平，而毛利率下降。



港口物流：

公司加大对仓储等设施投资，并开始涉足码头物流，出资1亿元合资设立厦门现代码头公司，占股50%，目前公司已初步建立了集多种物流技术于一体综合管理信息平台，还积极开拓业务，扩大经营规模和种类。在海西经济区建设的背景下，厦门港的建设将为公司物流业务带来强大促进作用。

公司09年一季度实现营业收入71.1亿元，比上年减少2.5%；利润总额2.73亿，同比增长7.9%；实现归属于母公司所有者的净利润1.42亿元，比上年减少19.33%；基本每股收益0.11元。公司一季度利润基本符合市场预期。之所以利润下降接近20%是由于资产置换之后追述调整了08年的报表，公司1季度真实利润下降幅度不到10%。

如果不考虑建发房产并表，08年1季度公司利润为1.52亿，并表后为1.76亿，可知在08年1季度建发房产的权益利润比会展中心多出约2400万。09年季度建发房产实现利润约1.05亿，贡献的权益利润接近6000万，这已经接近会展中心通常1年的利润。此外，从资金方面看，建发房产在一季度成功发行企



业债6.3亿，贸易业务预售款也有所增加，使得公司货币资金达到36.8亿，比年初增加18.9亿，公司充沛的资金实力也为接下来贸易业务的开展和房地产业务拓展留下了充足的空间。不过公司的资产负债率比去年同期高出8个百分点。

公司09年1季度毛利率8.7%，高于08年1季度的6.3%，由于建发房产1-2月实现的利润算作投资收益，如果全季度并表，公司的毛利率将会更高。公司1季度三项费用与08年同期基本持平，如果考虑到地产业务费用率明显高于贸易业务，则公司1季度贸易业务的费用率是有所下降的。

财务分析

	2006	2007	2008	2009Q1	2008Q1
营业收入(百万元)	21011	29588	33887	7109	7065
每股收益	0.74	1.03	0.50	0.11	0.22
每股净资产	4.54	7.08	4.12	3.25	7.14
ROE(%)	15.49	14.55	12.16	3.50	3.09
净利润率(%)	1.33	3.01	1.80	1.99	2.16
毛利率(%)	5.1	6.3	6.1	8.7	6.3
资产负债率	67.4%	66.4%	65.9%	80.02	71.96
每股经营现金流	-0.32	-0.76	0.60	1.55	0.52

估值分析：

根据公司是以“贸易 + 地产”双主业以及物流和其它业务为辅的业务架构，我这里分类从贸易、房地产、物流及其它三个方面进行估值分析。

贸易业务

从公司一季度贸易业务的表现来看，而且海西经济区所带动起来的经贸活跃度，预计 09 年全年完成的贸易收入有望至少保持 08 年水平，而 08 年公司完成 320 亿的贸易收入。而过去 5 年贸易业务净利率稳定在 1-1.6% 之间，预计 09 年净利率有望达到 1.3%，即贸易业务贡献 4.2 亿元净利润，按 12.43 亿现有股本 EPS 为 0.34 元。

房地产业务

受到房地产市场低迷的影响，08 年房地产业务收入下滑 42% 到 10.4 亿元，但毛利率仍小幅上涨了 2.58 个百分点到 43.82%。随着房地产市场的回暖以及海西经济区建设的刺激，预计 09 年建发房产全年结算额在 25 亿左右，利润 4 亿左右，联发房产收入约 18 亿，利润约 2 亿。则归属上市公司股东的权益约为 4.1 亿元。贡献 EPS 为 0.33 元。而物业租赁仍有望为公司贡献 0.02 元的 EPS。因此房地产业务可为公司带来 0.35 元的 EPS。



分类 PE 估值

业务分类	EPS	PE	目标价
贸易物流	0.44	25	11
房地产	0.35	30	10.5
合计	0.79	27.2	21.5

装修、物流及其它业务

公司物流业务承接国内外贸易业务，发展迅速。08 年物流收入达到 3.71 亿元，实现 7000 万毛利润。粗略估计可贡献 0.05 元 EPS。预计 09 年公司物流收入仍有望保持。而装修业务及其它业务 09 年粗略估计有望贡献 0.05 元 EPS。

下面使用分类 PE 估值方法对其进行估值。公司业务大类可分为贸易物流和房地产，由于目前市场上房地产类股的平均估值为 30 倍，贸易物流类股的 PE 为 25 倍，则公司对应的目标价为 21.5 元。



厦门国贸

主营业务涉及进出口贸易及国内贸易、港口物流、房地产等。

公司在厦门属于综合实力较强的地方支柱企业之一，具有很好的区域优势和竞争优势。随着国家对海峡西岸经济发展的日益重视以及两岸经贸合作的进一步拓展，列入国家发展规划的海峡西岸经济区将迎来崭新的发展格局，以厦门为中心城市的区域优势，亦将为公司带来全新的发展机遇；厦门交通格局的陆续优化和完善以及翔安隧道即将贯通，也有利于公司三大主业的发展。

08 年公司主营业务及其经营状况

产品行业地区	主营收入	主营成本	毛利率	同比增长
进出口贸易	978436.52	942925.26	3.63%	0.50%
国内贸易	806452.36	790610.20	1.96%	0.46%
房地产业	73742.49	32926.20	55.35%	5.44%
码头物流业	31418.45	21474.05	31.65%	20.76%
其它	81687.63	60524.28	25.91%	5.63%
合并抵消	-289732.75	-289700.50	--	--
合计	1682004.69	1558759.49	7.33%	2.14%

房地产

房地产是公司的核心业务之一，为中国房地产的 100 强企业，中国诚信地产品牌 200 强企业。多年来在厦门地区成功开发了一系列以“国贸”冠名的精品房地产项目，正努力成为厦门房地产行业的领跑者。房地产业务主要在厦门，公司的总土地储备权益建筑面积为 53 万平方米，其中 45 万平方米在福建，占 84%。随着海西建设的推进，这些土地必将升值。

尽管 2009 年的房地产市场仍将存有一些不确定因素，但从中长期看，支撑我国房地产需求的基本因素并未改变，人均可支配收入仍保持增长态势。随着城市化进程的加速，住宅产品的性需求和潜在需求依然很大，作为国际性海滨花园城市，厦门无论从自然环境到人文环境均具有较强的吸引力。两岸三通的实现也为厦门房地产市场带来新的发展机遇和潜在客户，特别是随着跨海连接厦门本岛与翔安区的翔安海底隧道即将建成通车以及逐步完善的城市道路格局，有利于公司位于祖国大陆离台湾金门县最近的翔安区大嶝岛系列地产项目的开发。

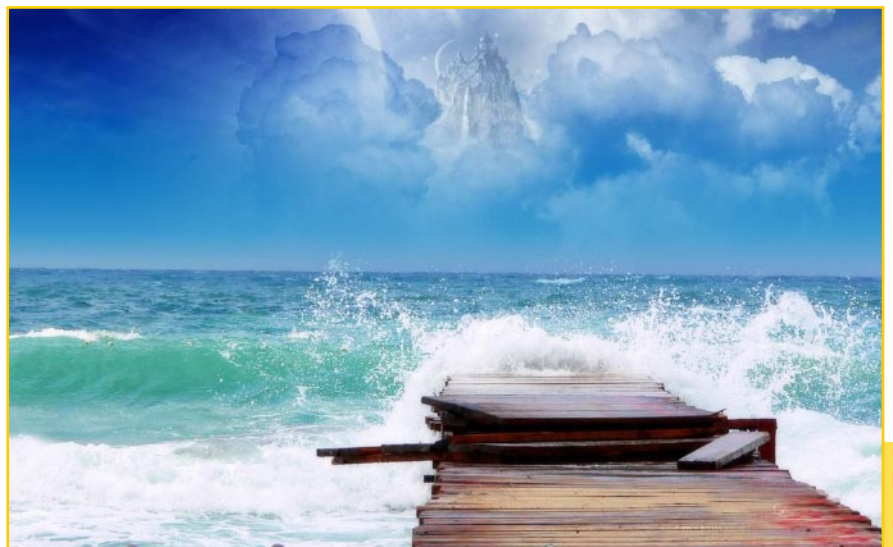
贸易业务

贸易是公司的核心业务之一，1991 年以来连年进入中国进出口额最大的 500 家企业，综合性内外商贸及批发与零售业第 5 位。公司致力于加强对贸易上下游价值链的整合，着力向品牌代理等新型贸易模式发展，使之成为中国贸易服务的行业领先者。主要从事进出口业务、内贸业务和与贸易相关的实业投资与管理。

公司贸易的主营品种有：黑色金属（铁矿砂、钢材）、化工原料、纺织服装、粮油食品、硅镁产品、期货、汽车业务、船舶贸易、浆纸贸易等几大类。2008 年公司实现进出口额 14.12 亿美元，同比增长 5.31%。其中公司是福建唯一拥有铁矿石进出口经营资格的贸易企业。与福建三钢闽光股份有限公司

有着较好商务往来。公司在贸易业务中，不断扩大国内零售贸易，目前主要发展起了汽车贸易、国贸期货、连锁餐饮等其它新兴零售业务。公司不断加强对贸易上、下游价值链的整合，着力向品牌代理等新型贸易模式发展，成为中国贸易服务的行业领先者。

值得一提的是，公司投资 1 亿元持有厦门国贸期货 100% 股份，公司拥有福州、泉州、晋江、三明、龙岩、漳州和上海营业部。雄厚的资金实力将决定厦门国贸期货未来的竞争力。在股指期货将要推出的背景下，公司未来有望因此获得丰厚利润。





港口物流业务

公司拥有厦门东渡港区 20、21 号码头泊位，为东渡港区最深的泊位。与港区配套的货柜堆场、仓储设施和业务网点可提供海陆空货运代理等全方位的专业物流服务。目前已经成为中国物流 100 强、中国国际货运代理 100 强企业。

港口物流业务随着公司全资的国贸码头投入运营，公司已经拥有了较为完整的港口物流业务体系，港口物流业务的整体竞争能力得到了进一步的加强。国贸码头于 2008 年下半年正式投产且开局良好。

厦门和台湾有着密切的贸易联系，随着海西建设的推进，这些港口将为公司带来丰厚的回报。

由于行业经济下滑使得公司一季度的主营收入减少 31.18%，毛利率处于低位，不过由于所得税率的减小以及投资收益的增加，使得净利润率上升，每股收益与去年同期持平。不过随着房地产市场的回暖，商品房量价开始反弹，房地产业务的毛利率将继续上升。另外，受金融危机影响，一些实力较弱贸易商逐步退出市场竞争，有利于贸易市场的集中度的提升，并为有实力、抗风险能力强、贸易经验丰富且具竞争优势的企业提供了开拓优质客户、整合市场的发展机遇。而两岸三通的全面实现也为地处厦门的贸易企业提供了先发优势。相信 09 年公司贸易业务的毛利率与 08 年相比有望实现略微减少。

财务分析

	2006	2007	2008	2009Q1	2008Q1
营业收入（百万元）	10345	17475	16820	2607	3420
每股收益	0.44	0.68	0.54	0.26	0.26
每股净资产	2.54	5.43	5.27	5.95	5.53
ROE（%）	17.35	11.87	10.20	4.41	4.74
净利润率（%）	1.36	1.83	1.59	5.00	3.80
毛利率（%）	5.51	5.19	7.33	5.72	8.79
资产负债率	71.43	70.45	67.03	67.61	73.14
每股经营现金流	0.94	-6.07	1.92	-1.21	-0.97