

最老牌闽企分拆上市：改革激活地产业务？

2015 年 10 月 08 日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/房玲、尹鹏

国企改革方案推动了房企内部整合加速，“重组”和“分拆”是今年房地产行业的关键词。

继招商系整合方案公布之后，9 月末，厦门最大国企建发集团的上市平台建发股份宣布分拆。根据《厦门建发股份有限公司分立上市报告书（草案）》，建发将分拆地产业务于 A 股主板独立上市，新的上市公司名为“建发发展”。

很显然，分拆能为建发的地产业务带来新的发展契机。而根据报告中的数据，我们能够更深入地了解这家低调的老牌闽企地产业务运营现状，以及分拆背后的原因。

地产业务盈利能力强，独立上市更能体现价值

在建发股份的业务构成中，供应链及房地产为两大主要方向，其中供应链为建发股份主营业务中的重点。2012 年以来，建发股份的供应链业务营收占总营收比例均超 84%，在厦门供应链企业中占据龙头地位。

对于建发股份来说，分拆无疑能进一步推动供应链业务做大做强。再考虑到福建政治地位的不断提升和一带一路政策红利的影响，建发股份的供应链业务更像是备受关注的“宠儿”。

但是不可否认的是，建发的地产业务盈利能力远超供应链业务（建发股份供应链业务毛利率常年在 4%左右，地产业务毛利率超过 30%）。此外，建发的地产项目在厦门有着不错的口碑。因此，**分拆或许能为建发的地产业务带来更大的发展空间。**

一、统一品牌输出。建发股份的地产业务主要分两个平台，分别是建发地产和联发集团，均为独立运作的平台，业务上难免会产生重叠，有同业竞争之嫌。分拆后的建发发展将成为集团的地产业务唯一的运作平台，品牌统一，资源集中，有利于地产业务的长远发展。根据克而瑞研究中心发布 2015 年前三季度房企销售排行榜，建发的销售金额在房企中位列第 37 位，证明了建发的地产业务能力不弱，分拆后值得期待。

二、增加企业估值。地产业务作为建发股份的一部分并不能完全体现价值。且建发的地产业务的盈利能力较好，分拆独立上市后，有望提升估值。在 A 股知名的分拆案例中，东北高速分立为龙江交通和吉林高速两公司后，受到市场热捧。但是需要注意的是，建发股份的停牌时间特殊，从停牌至 9 月 30 日，上证指数跌幅超过 28%，而且 2015 年上半年建发股份受地产业务拖累净利润大幅下滑，都给企业短期的估值带来很多不确定因素。

三、独立资本平台有利多元化尝试。分拆之后，建发发展将有更为独立的决策权利，而且有自己的资本运作平台，除了继续发展地产业务之外，企业还能进行更多的有益尝试，例如房地产上下游业务的拓展、互联网社区的尝试等等。

土地成本优势削弱，分拆或能破解发展瓶颈

作为闽系房企，建发的扩张路径和被业内视作“典型”的闽企如阳光城、泰禾等并不相同。

国企身份使得建发的运营更稳健，但业绩增速相对缓慢。在大本营，市场对其地位和综合实力认同感较高，产品也有一定口碑；在其他城市如上海，建发则表现地较为低调。

即将拆分上市的建发发展将继承建发股份的地产业务，吸纳了建发房地产、联发集团、成都建发置业、南宁联泰房地产、天津金晨房地产 5 家公司。

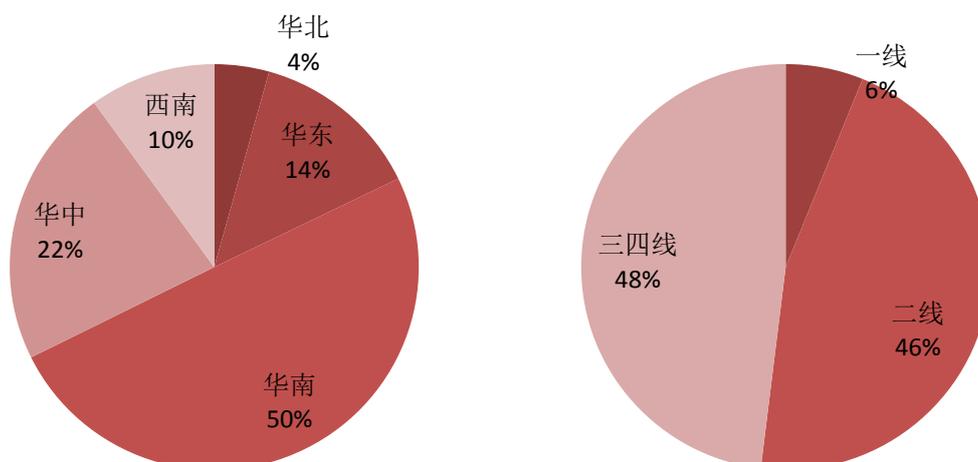
从土地储备和财务指标中，我们或许能窥见建发的成长逻辑和驱动分拆的内因。

土储分布合理，低成本土地获取难度增加

根据草案中的项目清单，截至 2015 年 6 月 30 日，建发发展共有**土地储备 780.6 万平方米**，其中华南占大半，达 50%，华中、华东和西南分别占 22%、14%和 10%，华北占 4%，除大本营外分布均匀；若按城市能级划分，二线和三四线城市土地储备量基本持平，分别为 46%级 48%，一线城市占比为 6%，存货风险可控。

建发的城市布局特点鲜明：**核心为本营厦门；一线城市中仅进入上海并已有一定项目积累；重点布局东南沿海省市如福州、莆田、南宁，中西部二线城市如成都、武汉，和天津。**

图：建发发展土地分布情况



数据来源：企业公告

国企背景曾经一度让建发在土地获取成本上占了很大的“便宜”。根据《厦门建发股份有限公司关于分立上市涉及房地产业务的专项自查报告》，**建发在上海、南宁等地都有与军队协议出让的军用土地；在厦门有多个项目是通过土地置换获得；在重庆，鄂州等地都有旧改目地等等。**

以上海为例，2004—2006 年，**建发在新江湾城共获得了五幅军用土地**（新江湾城 4 号地块、20 号地块、6 号（含南 F）地块、21-1、21-2 号地块和 22-3、4 商办地块），成功进入上海市场。这些土地原本均系空军新江湾机场用地，由空军上海房地产管理分局协议转让，价格不详。这也是新江湾机场首批转让的军用土地。

此后，新江湾城被定位为依托湿地景观的高端住宅区，**房价逐年飙升，为建发带来了较为可观的利润。**CRIC 数据显示，建发获得最后一幅地块的 2006 年、建发首个项目建发江湾萃开盘的 2012 年和 2015 年，新江湾城板块商品房成交均价分别为 10045 元/平方米、38154

元/平方米和 44520 元/平方米，**总共上涨了 343.2%**。目前，建发在新江湾城仍有超过 6 万方住宅和 6 万方商办可售，十年前的土地交易**至今依然能确保建发在上海有稳定的收入**。

不过，随着 2007 年“军队空余土地转让应当严格执行经营性用地招标拍卖挂牌出让制度”新规的下发，建发也不得不加入了上海土地市场的激烈竞争，此后**仅通过招拍挂获取了两幅新地块**。其中，2014 年获得的，位于松江泗泾的泗凤路 1 号 B 地块，楼板价 14736 元/平方米，溢价率达 55.2%，几乎与周边二手房价持平。

事实上，以上海为首的一二线城市房地产行业越来越市场化、透明化，**建发国企背景带来的优势正逐步消失**。建发如果要在厦门外的一二线城市立足，将要更多地依靠自身的战略和**产品力**。

盈利水平中上，杠杆略高但整体可控

分拆后的建发发展财务数据，反映了建发房地产业务的运营现状。

盈利能力：2012 年至 2015 年上半年，建发发展的毛利率水平始终保持在 30%以上，在当下的房地产行业中处于中上游水平，虽有下滑，但符合整个行业趋势；净利率除 15 年上半年受结转项目影响有下降外，历年也都维持在 13%以上，盈利能力良好。

表：2012-1H2015 建发发展毛利率、净利率水平

财务指标	FY12	FY13	FY14	1H15
毛利率	36.15%	37.22%	32.03%	32.63%
净利率	16.57%	17.50%	13.40%	11.36%

数据来源：企业公告

债务结构：2015 年上半年建发发展的现金短债比为 0.76，长短期债务比为 3.83，而且从建发发展历年的情况看，这两项指标都处于较为合理的范围，短期的债务风险较小。企业的净负债率指标常年偏高，2015 年上半年这一数值为 204.43%，但就闽系房企横向比较而言，这一指标尚在合理范围内。

表：2012-1H2015 建发发展现金及偿债能力（单位：亿元）

财务指标	FY12	FY13	FY14	1H15
现金	36.43	50.41	30.12	37.35
短期有息负债	39.66	40.45	50.70	48.99
长期有息负债	103.81	133.56	174.04	187.78
现金短债比	0.92	1.25	0.59	0.76
长短期债务比	2.62	3.30	3.43	3.83
净负债与资本比率	165.85%	159.68%	206.32%	204.43%

数据来源：企业公告

融资成本：建发发展的融资方式主要有质押借款、抵押借款、保证借款、债券这几类，成本大致在 4%-8%之间，融资成本较低。闽系民企常采用信托融资手段，成本高于 8%，部分甚至超过 15%，相较之下，建发国企背景带来的优势明显。

然而，在其他闽系房企强势扩张之时，起步更早、品牌历史更悠久的建发却在规模上止步不前。

2014 年，建发的销售金额 178.24 亿元，同比甚至小幅下滑了 3.51%，12 年则为 145.03 亿元。与此同时，阳光城等房企“黑马”的销售金额却率先突破了 200 亿元，在上海的项目布局范围也已超过建发。

对于建发来说，如果不采取更积极进取的战略，既有可能慢慢失去大本营外城市的市场份额，也无法扭转随着行业趋势下滑的盈利。在外部市场环境和企业内部动力的共同影响下，建发的地产发展似乎遇到了瓶颈。

此次地产业务分拆则给予建发地产业务突破现有格局的可能。如报告前半部分所述，分拆后的建发发展更具想象空间，若能以国企资源为基础，加强市场化运作能力和激励机制，将比相同规模的房企更具看点和竞争力。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

关于克而瑞信息集团 (CRIC)

克而瑞信息集团，隶属于易居（中国）控股有限公司。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞信息集团拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。