

建发股份 (600153.SH)

其它运输行业

评级：买入 维持评级

公司点评

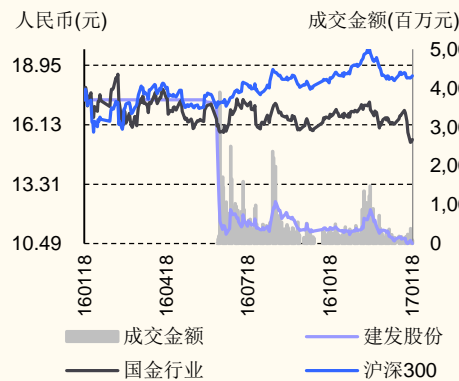
市场价格(人民币): 10.49元

## 双主业稳健发展, 估值优势明显

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,835.20
总市值(百万元)	29,741.25
年内股价最高最低(元)	17.31/10.49
沪深300指数	3339.37
上证指数	3113.01



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.120	0.932	1.053	1.201	1.411
每股净资产(元)	6.02	6.73	7.59	8.69	10.00
每股经营性现金流(元)	-0.68	-0.17	0.23	0.30	0.21
市盈率(倍)	6.38	10.93	9.96	8.74	7.43
行业优化市盈率(倍)	16.52	29.22	45.96	45.96	45.96
净利润增长率(%)	-6.90%	5.35%	13.03%	14.02%	17.54%
净资产收益率(%)	14.69%	13.83%	13.87%	13.81%	14.11%
总股本(百万股)	2,237.75	2,835.20	2,835.20	2,835.20	2,835.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

国金交运团队于2017年1月16日组织对建发股份调研, 与公司证代进行深度沟通, 简要如下:

## 经营分析

■ **供应链业务体现抗周期性, 公司受益市场格局重新划分:** 公司供应链业务由传统的赚差价, 向提供供应链服务转型, 现在主要提供物流、仓储、供应链金融等业务。公司收费模式主要是在对应合同成本上加上相应服务费用, 所以公司收益受对大宗商品价格敏感性在下降。现供应链主要风险在于大宗商品价格波动剧烈而带来的违约风险, 公司风险控制优秀, 会向客户提前收取保证金规避违约损失。前期大宗商品市场行情低迷, 导致部分未达规模效应的小企业倒闭, 导致供应链市场蛋糕重新划分, 公司依托其经营优势在下行周期积累业务量, 待市场回暖, 业绩弹性上升。公司主要优势在于(1) 规模优势可以拿到价格更低的货物。(2) 多年经营及大规模产生的信誉优势;(3) 资金优势, 公司在银行有约 300 亿的银行授信, 财务成本也相对低廉, 公司在 2016 年也加大债券及超短融规模。

■ **房地产业务销售回暖, 估值优势明显:** 公司年末地产结算较多, 2016 年房地产业务全年整体表现与上年度相仿。其中一二线城市销售比较火爆, 上半年签约单价上涨约 6%。2016 年公司拿地也较多, 公司在中报时有土地储备约 322 万方, 根据公司公告, 公司下半年通过公开竞拍方式在上海市宝山区、苏州张家港市、长沙岳麓区等地区获得地块, 公司土地储备充足, 未来新开工速度或将维持在一个较高水平。对公司供应链业务和房地产业务, 分开估值, (1) 按申万物流板块估值 28.9 倍, 公司供应链业务的归母净利润(2015 年下半年与 2016 年上半年之和) 约为 7 亿元, 因此供应链业务对应的市值约为 202 亿元。(2) 我们根据 RNAV 估值方法来估算公司地产部分估值, 公司在建项目用地面积为 322.6 万方, 按项目所处区域不同计算售价, 我们保守假设公司现净负债全部为房地产业务相关, 公司于 2016 年 6 月 30 日净负债为 113 亿元, 所以公司地产部分估值为 204 亿元。预计合理市值为 400 亿元, 公司目前市值约为 297 亿元, 仍有 30% 的上涨空间。

## 投资建议

■ 公司以供应链运营和房地产开发为双主业, 供应链运营毛利率稳定, 房地产业务土地储备/可售面积充足, 积极探索房产+产业多元结合。公司估值优势明

## 相关报告

1. 《供应链+地产稳健发展, 估值优势明显-建发股份公司研究》, 2016.9.18

沙沫

联系人  
(8621)60230253  
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

显，预计合理市值为 400 亿元，还有 30% 上涨空间。预计 2016-2018 年的每股 EPS 为 1.05 元、1.20 元、1.41 元。

### 风险

宏观经济增速放缓，双主业经营持续压制估值，地产政策收紧等。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>主营业务收入</b>	<b>102,068</b>	<b>120,925</b>	<b>128,089</b>	<b>137,781</b>	<b>150,907</b>	<b>166,615</b>	货币资金	6,648	6,643	9,776	10,205	11,551	12,021	
增长率		18.5%	5.9%	7.6%	9.5%	10.4%	应收款项	10,097	7,174	6,297	6,821	7,266	8,023	
<b>主营业务成本</b>	<b>-93,042</b>	<b>-110,779</b>	<b>-115,739</b>	<b>-124,528</b>	<b>-135,859</b>	<b>-149,429</b>	存货	45,553	56,697	59,176	61,411	66,999	73,691	
%销售收入	91.2%	91.6%	90.4%	90.4%	90.0%	89.7%	其他流动资产	9,449	12,171	10,562	12,173	13,079	14,165	
<b>毛利</b>	<b>9,026</b>	<b>10,146</b>	<b>12,350</b>	<b>13,253</b>	<b>15,048</b>	<b>17,185</b>	流动资产	71,747	82,685	85,811	90,610	98,895	107,900	
%销售收入	8.8%	8.4%	9.6%	9.6%	10.0%	10.3%	%总资产	89.6%	88.4%	86.3%	87.3%	88.2%	88.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1,495</b>	<b>-2,405</b>	<b>-3,344</b>	<b>-3,582</b>	<b>-4,074</b>	<b>-4,665</b>	长期投资	6,267	7,956	10,384	10,384	10,384	10,384	
%销售收入	1.5%	2.0%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	固定资产	875	1,197	1,133	1,200	1,110	1,219	
<b>营业费用</b>	<b>-2,842</b>	<b>-3,077</b>	<b>-3,625</b>	<b>-3,858</b>	<b>-4,376</b>	<b>-4,832</b>	%总资产	1.1%	1.3%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	
%销售收入	2.8%	2.5%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	无形资产	472	825	947	957	984	1,010	
<b>管理费用</b>	<b>-252</b>	<b>-278</b>	<b>-317</b>	<b>-344</b>	<b>-377</b>	<b>-417</b>	非流动资产	8,298	10,838	13,622	13,241	13,278	13,512	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	%总资产	10.4%	11.6%	13.7%	12.7%	11.8%	11.1%	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>4,437</b>	<b>4,386</b>	<b>5,064</b>	<b>5,469</b>	<b>6,220</b>	<b>7,272</b>	<b>资产总计</b>	<b>80,045</b>	<b>93,523</b>	<b>99,433</b>	<b>103,850</b>	<b>112,173</b>	<b>121,412</b>	
%销售收入	4.3%	3.6%	4.0%	4.0%	4.1%	4.4%	短期借款	12,443	10,528	5,454	6,857	7,790	8,324	
<b>财务费用</b>	<b>-28</b>	<b>-305</b>	<b>-452</b>	<b>-530</b>	<b>-600</b>	<b>-675</b>	应付款项	33,797	39,900	43,127	46,480	49,326	52,708	
%销售收入	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动负债	2,833	3,027	5,278	2,682	2,879	3,145	
<b>资产减值损失</b>	<b>-253</b>	<b>3</b>	<b>-342</b>	<b>-30</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	流动负债	49,072	53,456	53,859	56,019	59,995	64,178	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>63</b>	<b>-39</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	12,711	15,168	14,137	14,237	14,337	14,437	
<b>投资收益</b>	<b>305</b>	<b>561</b>	<b>613</b>	<b>626</b>	<b>638</b>	<b>651</b>	其他长期负债	1,908	2,719	4,767	3,478	3,488	3,498	
%税前利润	6.6%	12.0%	12.2%	11.1%	10.0%	8.8%	<b>负债</b>	<b>63,690</b>	<b>71,344</b>	<b>72,763</b>	<b>73,734</b>	<b>77,820</b>	<b>82,113</b>	
<b>营业利润</b>	<b>4,523</b>	<b>4,606</b>	<b>4,932</b>	<b>5,534</b>	<b>6,257</b>	<b>7,245</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>12,552</b>	<b>17,073</b>	<b>19,095</b>	<b>21,527</b>	<b>24,648</b>	<b>28,366</b>	
%营业收入	4.4%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.3%	少数股东权益	3,802	5,106	7,575	8,589	9,705	10,933	
<b>营业外收支</b>	<b>60</b>	<b>77</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>110</b>	<b>120</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>80,045</b>	<b>93,523</b>	<b>99,433</b>	<b>103,850</b>	<b>112,173</b>	<b>121,412</b>	
<b>税前利润</b>	<b>4,583</b>	<b>4,684</b>	<b>5,024</b>	<b>5,634</b>	<b>6,367</b>	<b>7,365</b>	<b>比率分析</b>		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利润率	4.5%	3.9%	3.9%	4.1%	4.2%	4.4%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-1,191</b>	<b>-1,309</b>	<b>-1,460</b>	<b>-1,634</b>	<b>-1,846</b>	<b>-2,136</b>	每股收益	1.203	1.120	0.932	1.053	1.201	1.411	
所得税率	26.0%	27.9%	29.1%	29.0%	29.0%	29.0%	每股净资产	5.609	6.022	6.735	7.593	8.694	10.005	
<b>净利润</b>	<b>3,392</b>	<b>3,374</b>	<b>3,564</b>	<b>4,000</b>	<b>4,520</b>	<b>5,229</b>	每股经营现金净流	2.125	-0.678	-0.166	0.229	0.303	0.206	
少数股东损益	699	867	922	1,015	1,116	1,228	每股股利	0.100	0.150	0.200	0.100	0.100	0.100	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,693</b>	<b>2,507</b>	<b>2,641</b>	<b>2,986</b>	<b>3,404</b>	<b>4,001</b>	<b>回报率</b>							
净利率	2.6%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	净资产收益率	21.45%	14.69%	13.83%	13.87%	13.81%	14.11%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.36%	2.68%	2.66%	2.87%	3.03%	3.30%	
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	7.58%	6.41%	7.19%	7.11%	7.38%	7.89%	
<b>净利润</b>	<b>2,670</b>	<b>3,392</b>	<b>3,374</b>	<b>4,000</b>	<b>4,520</b>	<b>5,229</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	11.96%	18.48%	5.92%	7.57%	9.53%	10.41%	
<b>非现金支出</b>	<b>210</b>	<b>435</b>	<b>231</b>	<b>274</b>	<b>293</b>	<b>359</b>	EBIT增长率	12.57%	-1.13%	15.44%	8.00%	13.73%	16.92%	
非经营收益	243	-524	-234	-1	-58	-114	净利润增长率	24.90%	-6.90%	5.35%	13.03%	14.02%	17.54%	
<b>营运资金变动</b>	<b>1,632</b>	<b>-5,224</b>	<b>-3,844</b>	<b>-3,625</b>	<b>-3,897</b>	<b>-4,889</b>	总资产增长率	31.05%	16.84%	6.32%	4.44%	8.01%	8.24%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>4,754</b>	<b>-1,921</b>	<b>-472</b>	<b>648</b>	<b>859</b>	<b>585</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-633</b>	<b>-546</b>	<b>-607</b>	<b>-112</b>	<b>-120</b>	<b>-370</b>	应收账款周转天数	11.9	11.8	8.3	8.0	7.5	7.5	
投资	-93	-460	-413	0	0	0	存货周转天数	158.7	168.5	182.7	180.0	180.0	180.0	
其他	59	167	137	626	638	651	应付账款周转天数	21.8	24.2	24.2	22.0	22.0	22.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-667</b>	<b>-839</b>	<b>-883</b>	<b>514</b>	<b>518</b>	<b>281</b>	固定资产周转天数	2.6	2.8	3.0	2.8	2.6	2.4	
<b>股权募资</b>	<b>420</b>	<b>1,096</b>	<b>3,245</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>-684</b>	<b>5,433</b>	<b>880</b>	<b>242</b>	<b>1,043</b>	<b>645</b>	净负债/股东权益	123.39%	90.41%	48.68%	46.67%	40.00%	35.39%	
其他	-1,790	-2,739	-3,175	-975	-1,074	-1,041	EBIT利息保障倍数	156.0	14.4	11.2	10.3	10.4	10.8	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,053</b>	<b>3,790</b>	<b>950</b>	<b>-733</b>	<b>-31</b>	<b>-396</b>	资产负债率	79.57%	76.28%	73.18%	71.00%	69.37%	67.63%	
<b>现金净流量</b>	<b>2,034</b>	<b>1,030</b>	<b>-405</b>	<b>429</b>	<b>1,346</b>	<b>470</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-04-13	买入	16.93	22.00~25.00
2	2015-04-16	买入	16.23	20.00~22.00
3	2015-08-31	买入	17.31	15.00~20.00
4	2016-09-18	买入	11.11	14.00~15.00

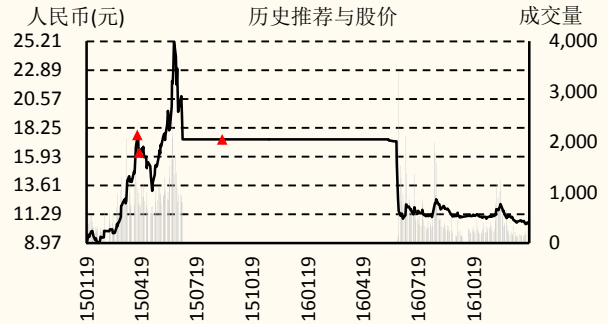
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD