

强烈推荐-A (首次)

建发股份 600153.SH

目标估值: N.A
 当前股价: 11.13 元
 2017年04月06日

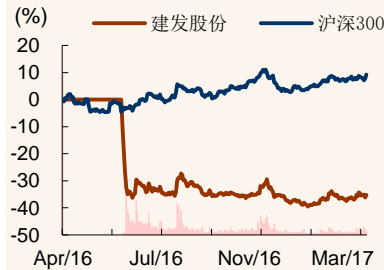
低估值构筑安全边际, 大宗周期和地产周期共振

基础数据

| | |
|------------|------------|
| 上证综指 | 3270 |
| 总股本(万股) | 283520 |
| 已上市流通股(万股) | 283520 |
| 总市值(亿元) | 316 |
| 流通市值(亿元) | 316 |
| 每股净资产(MRQ) | 7.1 |
| ROE(TTM) | 11.7 |
| 资产负债率 | 79.6% |
| 主要股东 | 厦门建发集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 45.89% |

股价表现

| | | | |
|------|----|----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 2 | 1 | -35 |
| 相对表现 | -0 | -7 | -43 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

陈卓

021-68407470
 chenzhuo5@cmschina.com.cn
 S1090513070005

许荣聪

021-68407349
 xurc@cmschina.com.cn
 S1090514090002

研究助理

袁钉
 yuanding@cmschina.com.cn

公司供应链业务受益大宗上行和市占率提升, 而厦门房价上涨支撑公司地产业务盈利, 用分部估值法公司合理估值 441 亿元, 较现价有 40% 以上空间, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

- **建发集团下属国有企业, 供应链+房地产双主业。**公司 1998 年在上交所上市, 是一家以供应链运营和房地产开发为主业的企业, 控股股东为厦门市建发集团, 实际控制人为厦门市国资委。2015 年 9 月, 公司拟将供应链运营业务和房地产业务分立上市, 但由于不确定因素较多, 于 2016 年 6 月终止分立。
- **大宗价格上涨, 供应链业务触底回升。**建发股份原从事贸易业务, 即作为中间商赚取差价, 06 年以后公司逐步向供应链运营商转型, 钢铁、矿产品和浆纸占公司供应链收入的一半。从历史数据分析, 建发股份毛利率和大宗价格正相关。2016 年初起, 由于国内供给侧改革的影响, 钢铁和铁矿石价格持续回升; 纸浆价格也自 2016 年年中恢复, 公司供应链业务毛利率料将改善。目前来看, 公司矿产品、钢铁和浆纸业务市占率不足 4%, 公司市场份额存在较大提升空间。
- **厦门房地产龙头企业, 地产估值大幅折价。**建发股份的房地产业务包括建发地产(持股 54.65%)和联发集团(持股 95%), 16 年分列中国房地产开发企业 500 强 35 位和 51 位。2015 年下半年以来, 厦门房价进入新一轮上涨周期, 建发股份房地产业务将显著受益。利用 NAV 估值法, 建发地产和联发地产分别估值 181/139 亿元, 对应 15 年 9.8X 和 16.1 X PE, 公司所持建发地产 54.64% 股权和联发地产 95% 股权估值 231 亿元。
- **首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”评级。**我们预测公司 16/17/18 年 EPS 为 0.95/1.14/1.27 元, 对应当前股价的 PE 为 11.8/9.8/8.8 X。采用分部估值法, 我们预测供应链业务 2016 年净利润和 2015 年基本持平约 8.4 亿元, 给予供应链业务 25 X 估值, 对应 210 亿市值, 房地产业务 NAV 估值 231 亿元合计估值 441 亿元, 较现价有 40% 以上空间, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 大宗商品价格下滑、房地产市场调整

财务数据与估值

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 120925 | 128089 | 131693 | 157040 | 184849 |
| 同比增长 | 18% | 6% | 3% | 19% | 18% |
| 营业利润(百万元) | 4606 | 4932 | 5164 | 6358 | 7101 |
| 同比增长 | 2% | 7% | 5% | 23% | 12% |
| 净利润(百万元) | 2507 | 2641 | 2680 | 3230 | 3599 |
| 同比增长 | -7% | 5% | 1% | 21% | 11% |
| 每股收益(元) | 0.88 | 0.93 | 0.95 | 1.14 | 1.27 |
| PE | 12.6 | 11.9 | 11.8 | 9.8 | 8.8 |
| PB | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、“供应链+房地产”双主业的厦门最大上市国企 | 5 |
| 1、 高速增长的厦门最大上市国企 | 5 |
| 2、“供应链+房地产”为双主业 | 6 |
| 二、供应链业务：周期底部，预期向上 | 8 |
| 1、从贸易商转型为供应链服务商 | 8 |
| 2、三大核心品类：钢材、矿产品和浆纸 | 9 |
| 3、大宗价格回升，供应链业务显著受益 | 11 |
| 4、具备五大优势，市占率仍有大幅提升空间 | 12 |
| 三、厦门最大房企，价值被显著低估 | 14 |
| 1、两大业务平台：建发地产+联发地产 | 14 |
| 2、厦门房地产市场坚挺，预收款预示收入强劲增长 | 15 |
| 3、地产业务：NAV 估值 231 亿元 | 16 |
| 四、前进中的建发：国改预期和多元化投资 | 19 |
| 1、国企改革提升估值 | 19 |
| 2、实业投资多元化 | 19 |
| 五、投资策略：首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级 | 21 |
| 1、双周期共振，价值被显著低估 | 21 |
| 2、PE-PB Band | 21 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1: 建发、国贸、象屿资产和市值对比 | 6 |
| 图 2: 建发、国贸、象屿收入和利润对比 | 6 |
| 图 3: 建发股份业务结构 | 6 |
| 图 4: 公司历年营业收入及净利润变化 | 7 |
| 图 5: 公司历年毛利率变化 | 7 |
| 图 6: 公司收入构成 | 7 |
| 图 7: 公司毛利构成 | 7 |
| 图 8: 建发股份贸易模式和供应链服务模式 | 8 |
| 图 9: 建发股份钢材供应链服务模式 | 9 |
| 图 10: 建发股份供应链收入及增速 | 10 |
| 图 11: 建发股份供应链毛利和净利 | 10 |
| 图 12: 建发股份供应链收入构成 (2015) | 10 |
| 图 13: 建发股份供应链毛利构成 (2015) | 10 |
| 图 14: 建发股份供应链业务毛利率 | 11 |
| 图 15: 钢材和铁矿石价格指数变化 | 11 |
| 图 16: 纸浆价格变化 | 12 |
| 图 17: 建发股份主要品类市占率仍然较低 | 13 |
| 图 18: 建发股份地产业务布局 | 14 |
| 图 19: 房地产收入构成 | 15 |
| 图 20: 房地产毛利构成 | 15 |
| 图 21: 联发集团销售面积和结算面积 | 15 |
| 图 22: 联发集团收入和净利润 | 15 |
| 图 23: 建发地产销售面积和结算面积 | 15 |
| 图 24: 建发地产收入和净利润 | 15 |
| 图 25: 厦门土地资源稀缺 | 16 |
| 图 26: 厦门房价持续上涨 | 16 |
| 图 27: 预收房款是房地产收入的先导指标 | 16 |
| 图 28: 建发股份历史 PEBand | 21 |
| 图 29: 建发股份历史 PBBand | 21 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 表 1: 建发股份历史沿革..... | 5 |
| 表 2: 2016 厦门企业 100 强前十企业..... | 5 |
| 表 3: 建发股份业务板块..... | 7 |
| 表 4: 公司主要业务模式..... | 10 |
| 表 5: 公司钢材业务前五大供应商和客户 (2016Q3) | 13 |
| 表 6: 建发股份土地储备..... | 16 |
| 表 7: 建发股份在建项目情况 | 17 |
| 表 8: 建发股份房地产业务估值..... | 18 |
| 表 9: 厦门市委市政府《关于深化国有企业改革的实施意见》 | 19 |
| 表 10: 建发股份主要实业投资企业 | 20 |
| 表 11: 建发股份估值对比表 | 21 |
| 附: 财务预测表 | 22 |

一、“供应链+房地产”双主业的厦门最大上市国企

1、高速增长的厦门最大上市国企

厦门建发股份有限公司由厦门建发集团有限公司独家发起设立，1998 年在上海证券交易所上市，是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业。

2015 年，建发股份实现营业收入 1281 亿元，98 年上市以来年均复合增长 27.2%，位居 2016 年“中国上市公司 500 强”第 45 位，2016 福布斯全球企业 2000 强第 919 位，

表 1: 建发股份历史沿革

| 日期 | 事件 |
|-----------|--|
| 1998.5 | 建发集团以募集方式对其部分资产及业务进行改组，独家发起设立厦门建发股份有限公司。 |
| 1998.6.16 | 公司股票在上海证券交易所挂牌上市。 |
| 2000.8 | 公司首次配股 5550 万股，建发集团以其持有的厦门航空 40% 股权作价 5.91 亿元参与配股，并向社会募集现金 1.8 亿元。 |
| 2006.6 | 公司出资 1.5 亿元收购联发集团有限公司 20% 股权，持有其股权增至 95%。 |
| 2007.9 | 公司定向增发 7306.38 万股，增发价 20.53 元/股，募集资金净额 14.74 亿元。 |
| 2009.2 | 公司以所持会展集团 95% 股权与建发集团所持建发房产 44.654% 股权进行等价置换，以现金购买建发集团所持有的建发房产 10% 股权，合计持有建发房产 54.654% 股权，不再持有会展集团的股权。 |
| 2014.5 | 公司以 5.13 元/股配股 5.97 亿，募集资金净额 30.35 亿元，全部用于补充供应链业务营运资金和偿还银行贷款。 |

资料来源：招商证券

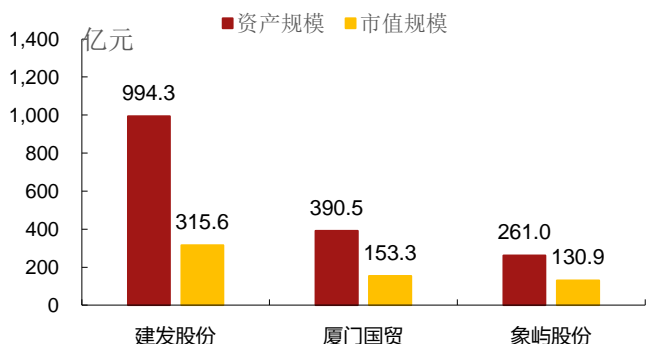
公司连续多年位居厦门企业 100 强榜首，其中前三大企业建发股份、厦门国贸和象屿股份均为供应链企业，建发股份在资产、市值、营收和利润规模上几乎都大于厦门国贸和象屿股份之和。

表 2: 2016 厦门企业 100 强前十企业

| 序号 | 企业名称 |
|----|----------------|
| 1 | 厦门建发股份有限公司 |
| 2 | 厦门国贸控股有限公司 |
| 3 | 厦门象屿集团有限公司 |
| 4 | 戴尔（中国）有限公司 |
| 5 | 均和（厦门）控股有限公司 |
| 6 | 厦门金龙汽车集团股份有限公司 |
| 7 | 厦门航空有限公司 |
| 8 | 厦门海沧投资集团有限公司 |
| 9 | 厦门中骏集团有限公司 |
| 10 | 厦门路桥工程物资有限公司 |

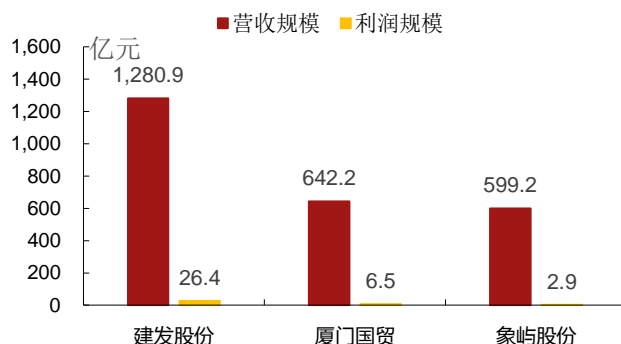
资料来源：招商证券

图 1: 建发、国贸、象屿资产和市值对比



资料来源: 招商证券

图 2: 建发、国贸、象屿收入和利润对比

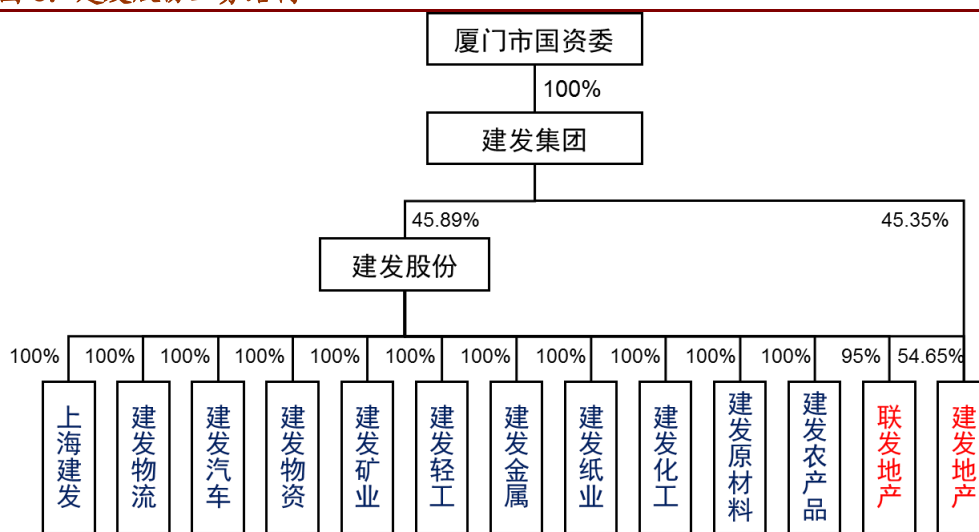


资料来源: 招商证券

2、“供应链+房地产”为双主业

公司第一大股东是厦门建发集团有限公司，其持股比例为 45.89%，实际控制人为厦门市国资委。

图 3: 建发股份业务结构



资料来源: 公司公告

公司所从事的主要业务分为两大板块，即供应链运营和房地产开发业务。2015 年 9 月，公司公告分立预案，拟将原有的供应链运营业务和房地产业务分立为两家公司上市，但由于此次分立上市无先例，不确定因素较多，公司于 2016 年 6 月终止分立。

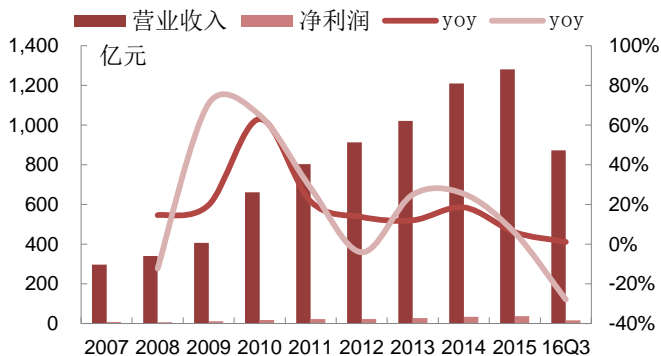
表 3: 建发股份业务板块

| 业务板块 | 内容 | 业务平台 |
|---------|--|--|
| 供应链运营业务 | 为客户提供从原材料及零部件采购、运输、仓储、技术服务、销售、结算甚至送达最终客户的一站式全方位服务。涉及的品类包括：浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电、汽车、酒类 | 建发本部、上海建发、建发物流、建发汽车、建发物资、建发矿业、建发轻工、建发金属、建发纸业、建发化工、建发原材料、建发农产品等 |
| 房地产开发业务 | 以建发房产和联发集团为运营主体，开展住宅地产开发、商业地产开发、一级土地开发、物业租赁和物业管理 | 建发地产、联发地产 |

资料来源：公司公告

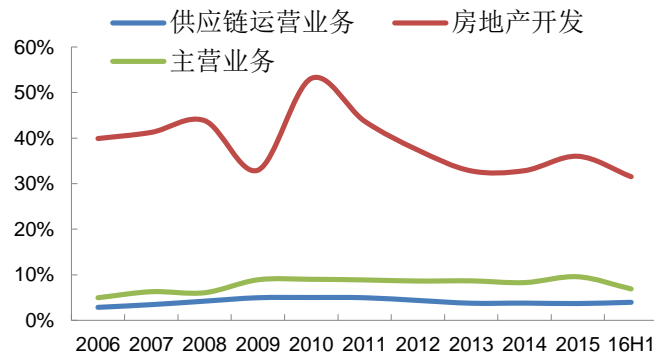
建发股份 2016 年前三季度实现营业收入 872.46 亿元 (+1.03%)，归属母公司净利润 13.15 亿元 (-18.32%)，主要是由于前三季度房地产收入结算偏少所致。

图 4: 公司历年营业收入及净利润变化



资料来源：Wind

图 5: 公司历年毛利率变化



资料来源：Wind

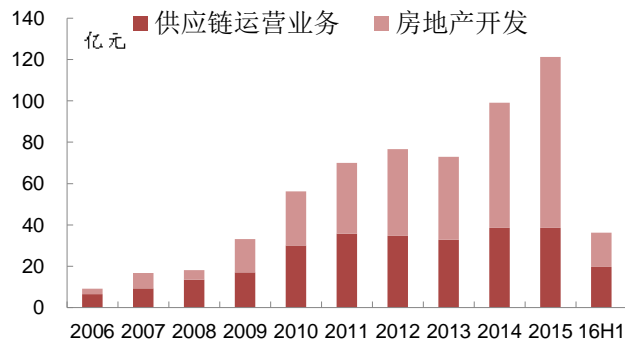
2016H1，供应链运营业务实现收入 495.42 亿元，占比 89.78%；实现毛利 19.61 亿元，占比 51.62%。

图 6: 公司收入构成



资料来源：Wind

图 7: 公司毛利构成



资料来源：Wind

二、供应链业务：周期底部，预期向上

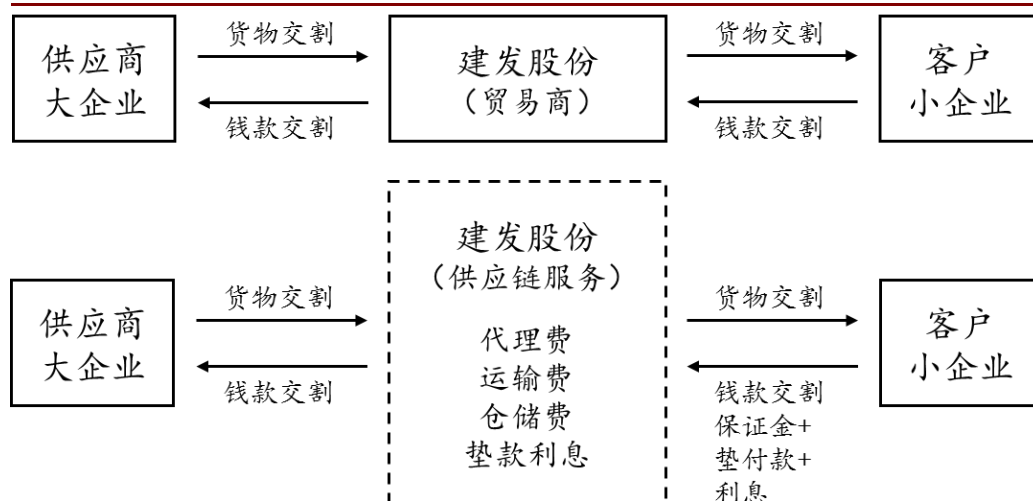
建发股份自成立之初即以贸易为核心业务，目前是福建省最大的贸易类企业。2006 年以来，公司已逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。公司在供应链运营领域的贸易额、贸易产品种类、营销网络覆盖面、经营模式创新能力、风险掌控能力在福建省乃至全国都处行业领先地位。

1、从贸易商转型为供应链服务商

建发股份自成立之初即以贸易为核心业务，公司作为中间商参与商品交易，依靠大宗商品市场价格信息不对称、以及价格上升趋势中的交易时间差，赚取利润。

2006 年以后，大宗商品价格持续下跌，加之市场愈发透明，赚取差价的难度提升，中间商还需要承担库存跌价的风险。在此背景之下，公司逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型，加强对客户和供应链渗透能力、提升规模、严控风险，强化市场竞争力，稳定盈利水平。

图 8：建发股份贸易模式和供应链服务模式



资料来源：公司资料、招商证券

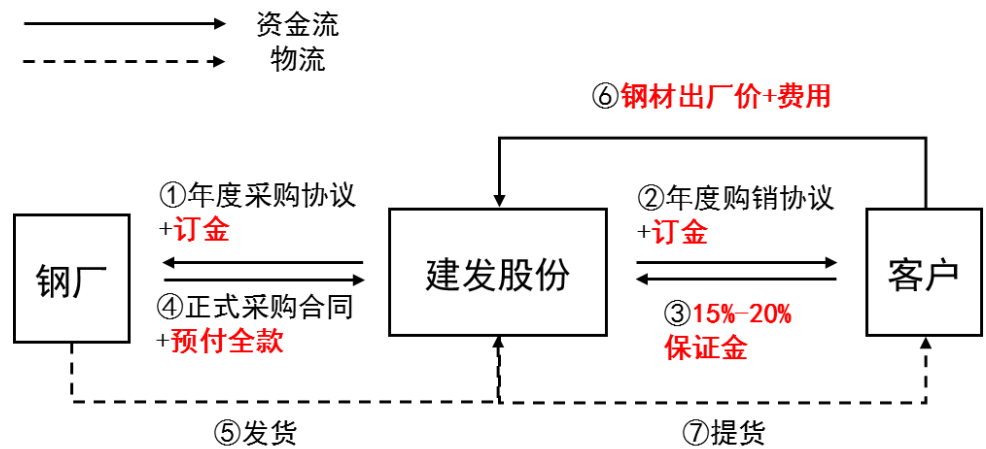
我们以公司最大的品类——钢材分析供应链服务（内贸）盈利模式。公司钢材板块运营以建发金属和建发物资为主，建发股份本部、上海建发为辅。建发金属系首钢、津西钢铁最大战略合作伙伴，建发物资系山东钢铁和本钢集团等多家大型钢厂战略合作伙伴，具体业务模式如下：

1) 采购：公司与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，成为其战略伙伴，然后公司与钢厂**签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量**，公司借此加强对钢铁资源的控货能力，同时提高对货物物流环节的运输物流效率；

2) 销售：公司与下游客户签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金，公司每个月根据下游客户需求收取**15%-20%保证金后向钢厂订货**，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司**付款提货**，结算价格是在钢厂**出厂价格的基础上加上相关费**

用等，公司可以确保稳定的利润来源。

图 9：建发股份钢材供应链服务模式



资料来源：公司资料、招商证券

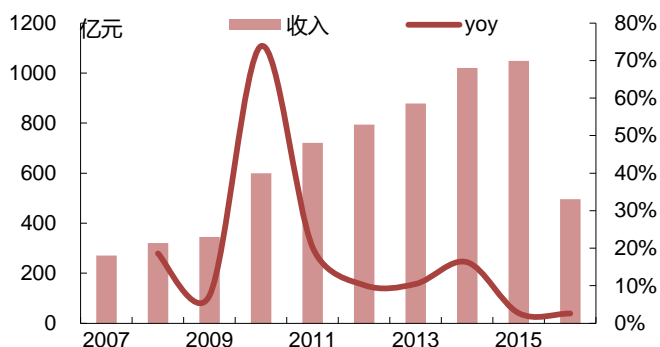
公司下游客户主要分布在华东、华南、华北、山东地区，客户类型主要为中小贸易商和终端用户，其中经销商约占 65%，下游终端客户约占 35%。在公司目前供应链模式下，向广大中小客户提供的是钢厂资源、资金、运输、仓储等一系列的服务，通过服务费实现盈利，降低自身风险。15%-20%的保证金比例、账期，以及对于货权的控制，是公司的主要风控手段。当大宗商品价格下跌，下游客户发生信用违约时，**及时快速的商品变现尤为关键**，控制风险敞口。

2、三大核心品类：钢材、矿产品和浆纸

公司的供应链业务涉及的品类较广，核心业务为“7+2+1”，即七项工业品相关业务（浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电），两项消费品业务（汽车、酒类）以及综合物流服务。

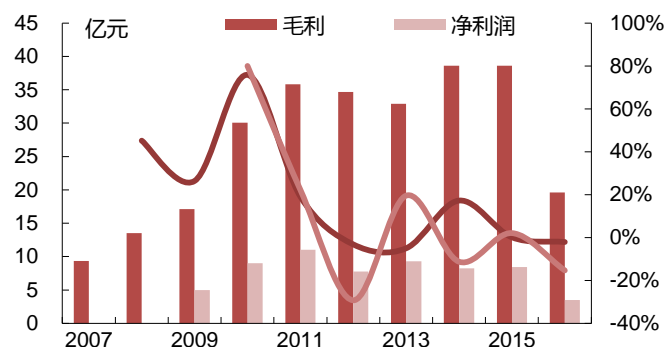
2007 年以来，建发股份供应链收入高速增长，从 2007 年的 271 亿元增加至 1049 亿元，年均复合增长 16.2%。但由于供应链业务毛利率和净利率的下滑，公司供应链业务净利润 2011 年达到最大值 11 亿元，2015 年下滑至 8.42 亿元。

图 10: 建发股份供应链收入及增速



资料来源: Wind、招商证券

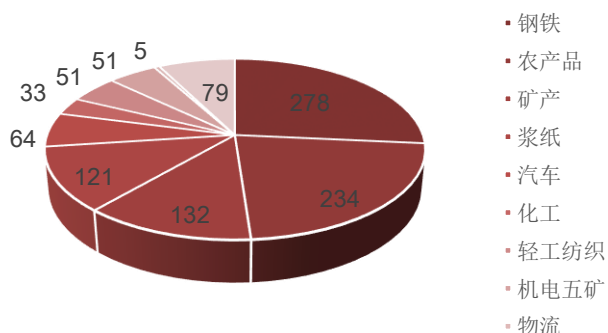
图 11: 建发股份供应链毛利和净利



资料来源: Wind、招商证券

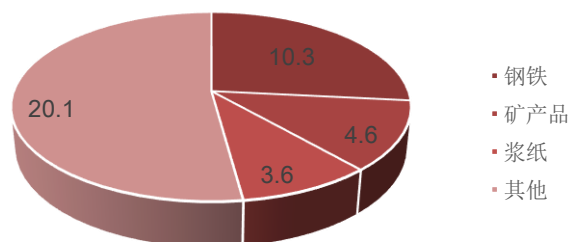
从收入和毛利构成上看, 钢材、矿产品和浆纸合计占比接近一半。其中, 钢材更是公司供应链业务第一大品类, 2015 年实现收入 278 亿元, 毛利 10.3 亿元, 毛利率 3.7%。

图 12: 建发股份供应链收入构成 (2015)



资料来源: 公司资料、招商证券

图 13: 建发股份供应链毛利构成 (2015)



资料来源: 公司资料、招商证券

从贸易模式上看, 国内贸易、进出口贸易均有所涉及, 主要和商品品类相关。

表 4: 公司主要业务模式

| 业务分类 | 品类 | 业务模式 | 区域 |
|------|-----------------|--|-------------------|
| 国际贸易 | 进口 | 代理为主 | 美国、中东、韩国、新加坡、俄罗斯等 |
| | 出口 | | 美国、香港、新加坡、韩国、伊朗等 |
| 国内贸易 | 轻工、五矿、化工、粮油、土畜等 | 自营、代理的比例大致各占一半, 并且逐步向自营调整 | |
| | 轻工、纺织服装、机电和五矿类 | | |
| 物流 | 浆纸、钢材和汽车 | 全程运送及清关服务, 库存管理、保税物流, 展品物流服务、仓单质押、代理采购分销等。 | |

资料来源: 公司资料、招商证券

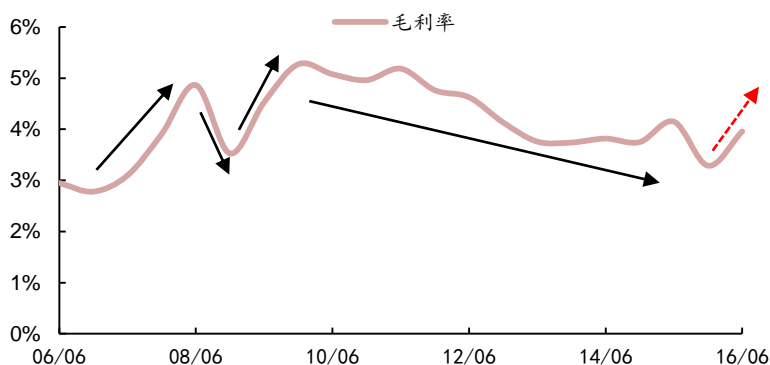
3、大宗价格回升，供应链业务显著受益

从历史数据来看，建发股份供应链业务毛利率具有较强的周期性，尤其是和钢材和矿石指数的波动具有很高的相关性，可能的原因来自两个方面：1) 自营业务的跌价损失和 2) 代理业务的代理费率损失（当商品价格下降时，通常表现为下游需求不足，贸易商和终端客户盈利微薄，要求建发费率折扣以分担损失）。

从 2016 年初起，由于国内供给侧改革的影响，钢铁和铁矿石价格持续回升；纸浆价格也从 2016 年中恢复，料将改善建发供应链业务毛利率。

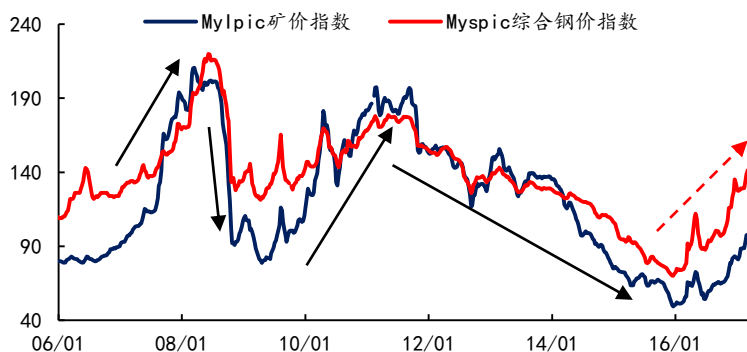
MyIpic 铁矿石价格指数从 2015 年 12 月最低 49.36 点至今，累计上涨 86.2%，MyIpic 钢材价格指数从 2015 年 12 月最低 69.96 点至今，累计上涨 89.7%。

图 14：建发股份供应链业务毛利率



资料来源：Wind、招商证券

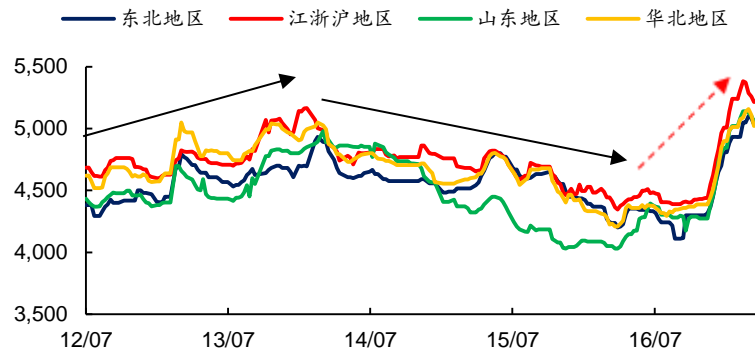
图 15：钢材和铁矿石价格指数变化



资料来源：Wind、招商证券

纸浆价格，从 2016 年 4 月最低到现在，上涨 20% 以上。

图 16: 纸浆价格变化



资料来源: Wind、招商证券

4、具备五大优势，市占率仍有大幅提升空间

公司在供应链业务方面具备五大优势:

1) 精细化管理优势

通过三十多年贸易行业的经营经验，公司逐步建立了适合自身特点的风险防范机制和风险控制体系。随着供应链运营业务的深入发展，公司针对经营过程中存在的资金管理风险、客户信用风险、存货管理风险、大宗商品价格波动等风险，制定了相应的风险控制制度，并通过笔笔审核、时时跟踪、责任到人等手段，对应收帐款、库存、货物滞期、商品价格波动等风险进行全方位的严格把控，经过多年实践和完善，实施效果较好，证明强有力的风险管控能力已成为公司重要的核心竞争力。

2) 通过战略转型赢得先发优势

建发股份从 2006 年就意识到随着信息化程度越来越高以及价格战的开始，原有赚取利差的贸易方式越来越难盈利。因此，公司开始从传统的贸易与物流领域逐渐向供应链运营领域进行战略转型。多年来公司通过上控资源、下布渠道，中间提供多方位服务，有效增强公司对产业链的控制能力，不断提升核心竞争力。作为国内供应链运营行业的龙头企业之一，公司因战略转型较早具备先发优势。

3) 资金规模优势

公司立足为中小企业提供供应链服务，在大宗商品采购方面已形成规模化采购、销售优势。不同于传统贸易业务利用价差获取利润的模式，供应链运营主要赚取的是来源于协调整个链条各个环节的服务费、垫资所带来的利息费以及规模效应所带来的折扣返点等收入。供应链运营业务对营运资金需求量很高，充足的营运资金能够满足对大宗商品的采购要求和向供应商支付采购预付款，有利于供应链运营业务做大做强。

公司目前资金实力雄厚，截至 2016 年 9 月 30 日，货币资金余额 144.43 亿元，此外公司资信情况良好，获得了多家银行的授信额度，具备很强的外部融资能力。

4) 品牌优势

公司从 1984 年开始从事进出口贸易，经过 20 多年的努力公司的贸易已遍布全球，是福建省最大的国有企业。品牌优势不仅是公司利润增长的原动力，而且也是在未来竞争日益激烈的市场环境中继续保持优势的根本所在。

5) 业务协同优势

公司利用其对供应链运营业务上下游较强的渗透能力，充分发挥专业性、规模性特点，对业务信息、产品与服务、客户资源和业务机会进行协同整合。公司业务涉及采购、销售、仓储、配送、运输、加工、货代等多个领域，不仅积累了丰富的客户资源，并且对贸易产品上下游业务的各环节及产品所面临的供需关系、价格变化均有长期跟踪，能够及时获取市场动向，开展研究预测，有效支撑各环节业务的开展，实现客户资源与产品信息的共享进而实现供应链各细分业务的整体协同优势。

从产业链条上看，公司供应链业务供应商主要是大型企业，下游客户主要是中小企业。以钢铁为例，2016 年前三季度，前五大供应商燕钢、河钢、包钢、本钢和首钢采购额 60.45 亿元，占营收总额的 24.84%，前五大客户销售额仅为 18.09 亿元，占营收总额的 7.18%。基于回款风险等因素考虑，大型钢铁企业不愿意直接对接中小客户，通过建发作为中间商，能够及时回款（建发全额预付款），减轻资金压力。对下游客户而言，建发能够提供资金账期，并打包物流等服务，对于中小客户具备明显吸引力。

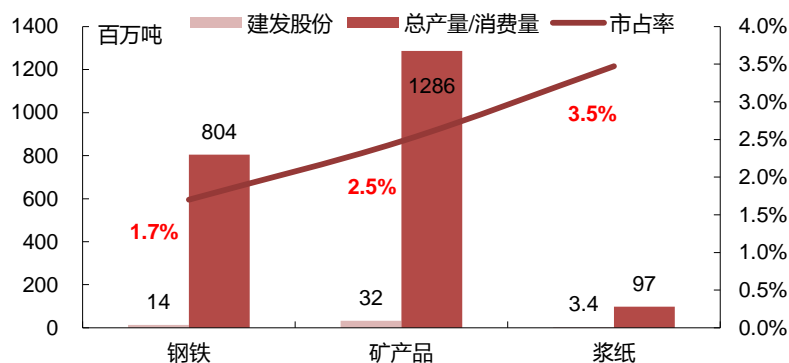
表 5: 公司钢材业务前五大供应商和客户 (2016Q3)

| 序号 | 供应商 | 金额 | 占营收比例 | 客户 | 金额 | 占营收比率 |
|----|-----|-------|--------|-----------------------------------|-------|-------|
| 1 | 燕钢 | 16.09 | 6.61% | 广汉市翼川轧钢厂 | 4.62 | 1.83% |
| 2 | 河钢 | 15.93 | 6.55% | 唐山盛财钢铁有限公司 | 4.19 | 1.66% |
| 3 | 包钢 | 10.61 | 4.36% | Lee Welded Mesh Singapore Pte Ltd | 3.28 | 1.30% |
| 4 | 本钢 | 10.32 | 4.24% | 佛山市南海华友金属制品 | 3.26 | 1.29% |
| 5 | 首钢 | 7.50 | 3.08% | 彭州京华制管 | 2.74 | 1.09% |
| 合计 | | 60.45 | 24.84% | | 18.09 | 7.18% |

资料来源：公司资料、招商证券

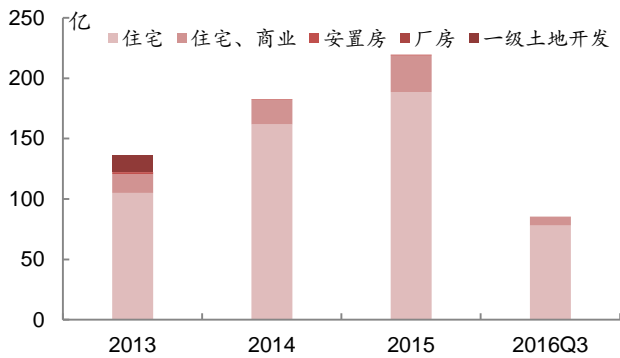
2015 年，公司钢铁、矿产品和浆纸的销售量为 1367 万吨、3186 万吨和 338 万吨，市占率为 1.7%、2.5%和 3.5%。虽然公司已经是福建省最大的贸易类企业，但市占率仍然较低，具备较大提升空间。

图 17: 建发股份主要品类市占率仍然较低



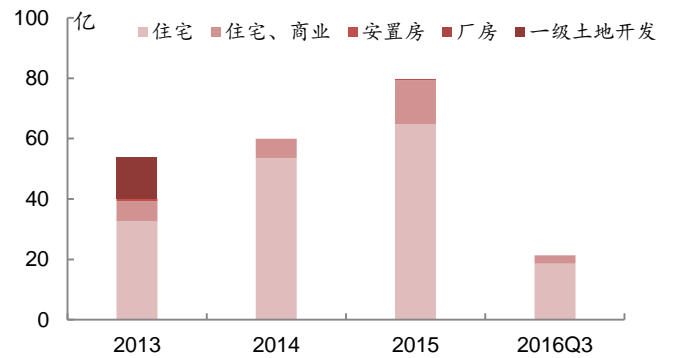
资料来源：Wind、招商证券

图 19: 房地产收入构成



资料来源: 公司资料、招商证券

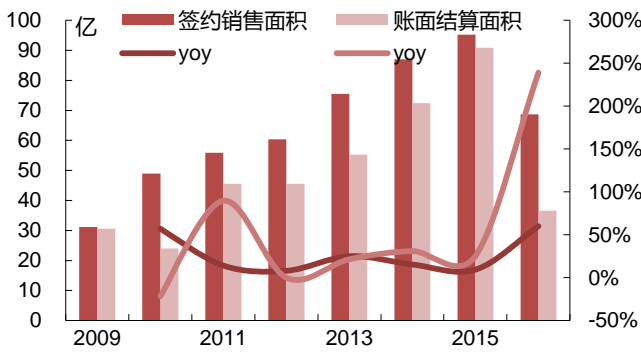
图 20: 房地产毛利构成



资料来源: 公司资料、招商证券

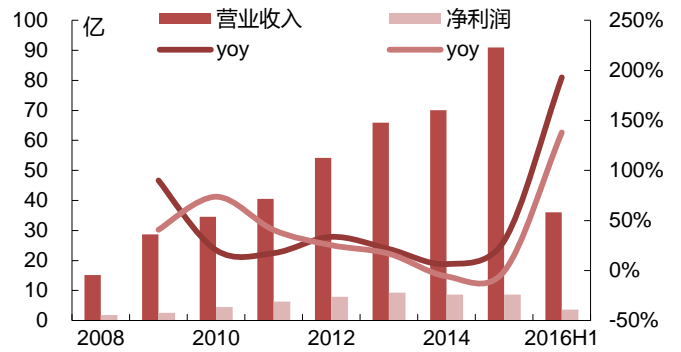
2008-2015年, 联发集团业绩高速增长, 收入从 29.92 亿元增加至 143.06 亿元, 年均复合增长 29.8%; 利润从 5.23 亿元增长至 18.5 亿元, 年均复合增长 24.7%。

图 21: 联发集团销售面积和结算面积



资料来源: 公司资料、招商证券

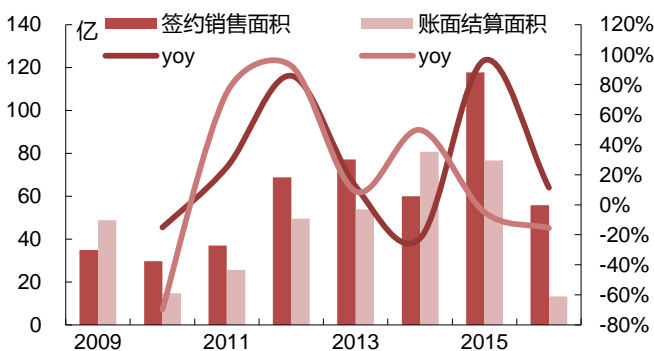
图 22: 联发集团收入和净利润



资料来源: 公司资料、招商证券

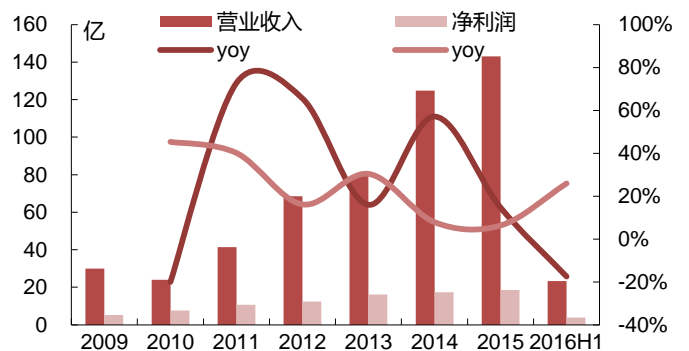
2008-2015年, 建发集团业绩高速增长, 收入从 15.11 亿元增加至 90.94 亿元, 年均复合增长 29.2%; 利润从 1.84 亿元增长至 8.65 亿元, 年均复合增长 23.4%。

图 23: 建发地产销售面积和结算面积



资料来源: 公司资料、招商证券

图 24: 建发地产收入和净利润



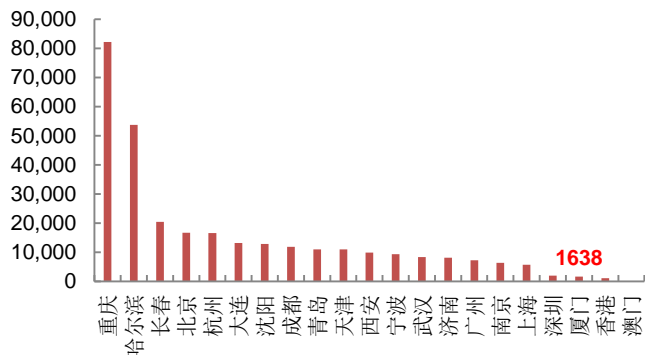
资料来源: 公司资料、招商证券

2、厦门房地产市场坚挺, 预收款预示收入强劲增长

从面积上看, 厦门市总面积为 1638 平方公里, 位列直辖市和副省级城市最后一位。厦

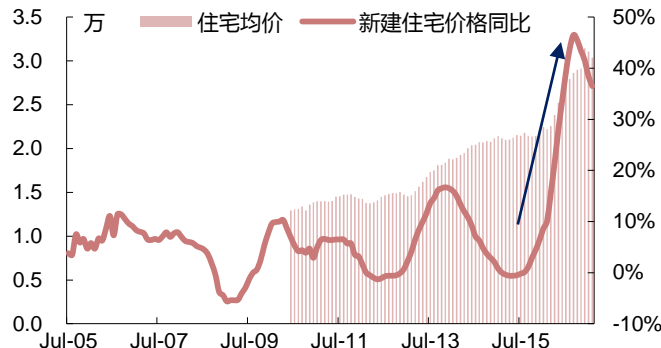
门岛面积约 132.5 平方公里，土地资源稀缺。2015 年下半年以来，厦门房价再度进入一轮上涨周期。2017 年 1/2 月，厦门新建住宅价格同比上涨 38.4%/36.5%，持续上涨。

图 25: 厦门土地资源稀缺



资料来源: 公司资料、招商证券

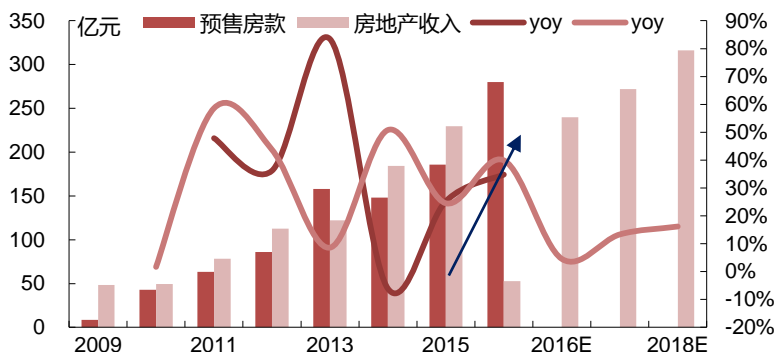
图 26: 厦门房价持续上涨



资料来源: 公司资料、招商证券

截止 2016 年中报，建发股份房地产预收款 280 亿元，同比增长 35%，增速较 2015 年的 25% 进一步提高。从历史数据看，预售房款是房地产收入的先导指标；根据我们调研的情况，公司 16 年房地产收入和 15 年基本持平，2017 年预计可确认收入面积为 195 万平米，预计销售均价 13,076.92 元/平米，收入 272 亿元，2018 年计可确认收入面积为 303 万平米，收入 316 亿元。

图 27: 预收房款是房地产收入的先导指标



资料来源: 公司资料、招商证券

3、地产业务：NAV 估值 231 亿元

截止 2016 年中报，公司一级土地开发业务共整理土地面积 37.25 万平方米，对应的规划计容建筑面积为 117.80 万平方米，已开工但未达到预售条件项目对应的规划计容建筑面积为 264.53 万平方米，报告期末已达到预售条件、尚未出售的项目建筑面积为 239.36 万平方米。

表 6: 建发股份土地储备

| 项目 | 待开发土地 (平米) | 规划计容面积 (平米) | 权益比例 | 楼面价 | 价值 (百万) |
|----------|------------|-------------|------|------|---------|
| 漳州半山御府二期 | 42,455 | 93,400 | 25% | 1077 | 25 |
| 漳州碧湖双玺 | 18,578 | 63,164 | 100% | 1077 | 68 |

| 项目 | 待开发土地 (平米) | 规划计容面积 (平米) | 权益 比例 | 楼面价 | 价值 (百万) |
|-----------------|------------------|------------------|----------|-------|--------------|
| 长沙建发美地二期 | 22,381 | 119,600 | 100% | 4400 | 526 |
| 成都浅水湾二、三期 | 211,912 | 381,442 | 30% | 8950 | 1024 |
| 泉州珑璟湾 3 期 | 27,255 | 97,300 | 45% | 3177 | 139 |
| 泉州珑玥湾 | 63,648 | 174,653 | 45% | 3177 | 250 |
| 泉州中央天成 | 22,174 | 62,087 | 60% | 3177 | 118 |
| 三明燕郡二、三期 | 57,141 | 159,610 | 100% | 1856 | 296 |
| 苏州独墅湾 | 151,164 | 226,746 | 100% | 11893 | 2697 |
| 福州北纬 25 度 | 65,003 | 24,392 | 51% | 16734 | 208 |
| 福州连江.中央天成 | 52,643 | 147,400 | 78% | 3720 | 428 |
| 深圳龙湖山庄 | 26,085 | 26,085 | 55% | 20867 | 299 |
| 苏州 2016-WG-36 号 | 72,106 | 180,265 | 100% | 11391 | 2053 |
| 合肥 S1510 | 47,174 | 84,912 | 100% | 12294 | 1044 |
| 合肥 S1511 | 37,273 | 67,092 | 100% | 12768 | 857 |
| 上海嘉定 E27-1 地块 | 86,623 | 138,597 | 100% | 24139 | 3346 |
| 建发地产 | 1003615 | 2046745 | | | 13378 |
| 漳州长泰发现之旅 | 121,510 | 358,428 | 60% | 3165 | 681 |
| 漳州欣悦华庭 | 17,594 | 61,579 | 55% | 7124 | 241 |
| 漳州长泰海西 | 270,000 | 263,600 | 40% | 3165 | 334 |
| 莆田电商城项目 | 86,228 | 311,702 | 80% | 5304 | 1323 |
| 桂林乾景欣悦 | 52,481 | 115,459 | 100% | 2358 | 272 |
| 南昌君澜天地 | 22,853 | 50,277 | 100% | 5491 | 276 |
| 重庆南山项目 | 145,937 | 123,174 | 80% | 7571 | 746 |
| 重庆联发欣悦 | 39,936 | 125,494 | 80% | 3724 | 374 |
| 南宁君澜天地 | 11,660 | 35,843 | 70% | 2910 | 73 |
| 鄂州红莲湖 | 997,986 | 1,368,420 | 100% | 1778 | 2433 |
| 天津欣悦学府 | 73916 | 110874 | 100% | 5466 | 606 |
| 天津张家窝项目 | 98550 | 105692 | 100% | 5956 | 630 |
| 扬州君悦华府 | 37,286 | 52,200 | 100% | 3919 | 205 |
| 厦门软件学院 | 240,450 | 372,100 | 100% | 6919 | 2575 |
| 联发地产 | 2216387 | 3454842 | | | 10768 |
| 总计 | 3,220,002 | 5,501,587 | | | 24146 |

资料来源：公司资料、招商证券

表 7: 建发股份在建项目情况

| 地区 | 项目 | 计容面积 (平米) | 总建筑面积 (平米) | 在建建筑面积 (平米) | 二手房价 (元/平米) | 待销售额 (百万) |
|----|----------|--------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| 厦门 | 中央湾区 | 494,630 | 708,400 | 53,330 | 78,201 | 2912 |
| 厦门 | 中央天成 | 140,900 | 194,910 | 194,910 | 49,504 | 6975 |
| 厦门 | 央玺 | 77,500 | 125,481 | 125,481 | 68,000 | 5270 |
| 厦门 | 中央天悦 | 80,000 | 103,611 | 103,611 | 24,000 | 1920 |
| 漳州 | 碧湖 1 号 | 132,006 | 166,124 | 166,124 | 16,000 | 2112 |
| 漳州 | 碧湖双玺 | 152,415 | 171,722 | 122,882 | 18,500 | 2018 |
| 福州 | 国宾府 | 141,064 | 222,383 | 111,653 | 20,000 | 1416 |
| 福州 | 北纬 25 度 | 39,480 | 39,480 | 15,088 | 26,143 | 394 |
| 上海 | 新江湾 21 号 | 50,099 | 74,585 | | 52,120 | 0 |
| 上海 | 新江湾 22 号 | 44,980 | 62,886 | 62,886 | 52,120 | 2344 |
| 上海 | 上海建发大厦 | 31,823 | 52,495 | 52,495 | 40,000 | 1273 |
| 上海 | 公园首府 | 36,118 | 60,330 | 60,330 | 65,000 | 2348 |
| 上海 | 玫瑰湾 | 68,877 | 88,276 | 88,276 | 29,037 | 2000 |
| 长沙 | 建发美地 | 214,081 | 286,000 | 176,402 | 15,000 | 1981 |
| 长沙 | 中央悦府 | 100,260 | 123,082 | 123,082 | 13,000 | 1303 |
| 成都 | 翡翠鹭洲 | 123,766 | 177,538 | 177,538 | 11,000 | 1361 |

| | | | | | | |
|----|-----------|------------------|-------------------|---------|--------|--------------|
| 成都 | 鹭洲国际 | 209,101 | 327,203 | 327,203 | 17,205 | 3598 |
| 成都 | 浅水湾二期 | 76,169 | 76,728 | 44,148 | 25,000 | 1096 |
| 龙岩 | 上郡二期 | 189,538 | 220,500 | 97,760 | 7,800 | 655 |
| 龙岩 | 上郡三期 | 76,207 | 111,934 | 111,934 | 7,800 | 594 |
| 龙岩 | 央郡 | 66,130 | 88,486 | 88,486 | 9,700 | 641 |
| 南平 | 悦城二区 | 213,930 | 274,673 | 195,388 | 6,500 | 989 |
| 泉州 | 珑璟湾 2 期 | 49,521 | 63,114 | 63,114 | 8,500 | 421 |
| 泉州 | 珑玥湾一期 | 75,949 | 98,751 | 98,751 | 8,500 | 646 |
| 三明 | 永郡一期 | 169,263 | 113,016 | 113,016 | 6,300 | 563 |
| 三明 | 永郡二期 | | 101,128 | 101,128 | 6,300 | 504 |
| 三明 | 燕郡一期 | 117,777 | 98,607 | 98,607 | 6,500 | 614 |
| 三明 | 燕郡四期 | | 24,268 | 24,268 | 6,500 | 151 |
| 三明 | 燕郡二三期 | 132,945 | 161,392 | 22,703 | 6,500 | 122 |
| 苏州 | 中泱天成 | 144,360 | 174,359 | 174,359 | 16,618 | 2399 |
| 苏州 | 独墅湾 | 336,935 | 474,935 | 163,508 | 22,000 | 2552 |
| | 建发 | 3785824 | 5066397 | | | 51173 |
| 厦门 | 欣悦湾 | 215,702 | 260,295 | 106,733 | 27,000 | 2388 |
| 厦门 | 滨海写字楼 | 59,907 | 81,351 | 81,351 | 30,000 | 1797 |
| 厦门 | 欣悦学府 | 71,059 | 93,684 | 93,684 | 32,075 | 2279 |
| 漳州 | 欣悦华庭 | 187,625 | 219,523 | 148,479 | 20,000 | 2538 |
| 莆田 | 电商未来城 | 372,295 | 469,629 | 178,121 | 7,088 | 1001 |
| 南昌 | 君领朝阳 | 203,390 | 282,687 | 152,287 | 12,436 | 1363 |
| 南昌 | 君悦华庭 | 160,369 | 201,944 | 201,944 | 12,000 | 1924 |
| 赣州 | 君悦滨江 | 23,546 | 28,396 | 28,396 | 7,000 | 165 |
| 南宁 | 尚筑 | 214,775 | 292,749 | 134,165 | 6,700 | 659 |
| 南宁 | 君澜 | 328,431 | 403,988 | 247,598 | 9,800 | 1973 |
| 桂林 | 乾景 | 262,810 | 319,276 | 202,860 | 5,367 | 896 |
| 桂林 | 君澜天地 | 70,083 | 93,917 | 85,886 | 7,500 | 481 |
| 桂林 | 乾景欣悦 | 208,880 | 262,880 | 135,000 | 5,300 | 569 |
| 桂林 | 悠山郡 | 201,902 | 281,528 | 184,393 | 6,000 | 793 |
| 桂林 | 江与城 | 199,880 | 261,642 | 261,642 | 6,500 | 1299 |
| 柳州 | 荣君府 | 71,128 | 99,503 | 99,503 | 7,500 | 533 |
| 重庆 | 瞰青 | 446,265 | 446,265 | 99,767 | 11,631 | 1160 |
| 重庆 | 欣悦 | 189,371 | 253,544 | 83,544 | 15,000 | 936 |
| 武汉 | 九都国际 | 164,156 | 203,859 | 82,929 | 20,800 | 1389 |
| 天津 | 第五街 | 179,732 | 228,564 | 228,564 | 30,000 | 5392 |
| 天津 | 欣悦学府 | 170,868 | 214,868 | 76,535 | 14,791 | 900 |
| 扬州 | 君悦华府 | 288,905 | 378,974 | 82,500 | 13,000 | 818 |
| | 联发 | 5306166 | 6676186 | | | 31254 |
| | 合计 | 8,076,901 | 10,445,463 | | | 82427 |

资料来源：公司资料、招商证券

利用 NAV 估值法,建发地产和联发地产分别估值 181/139 亿元,对应 15 年 9.8X 和 16.1 X PE, 公司所持建发地产 54.64%股权和联发地产 95%股权估值 231 亿元。

表 8: 建发股份房地产业务估值

| | 权益比率 | 土地重估 | 房产销售 | 待投资额 | 其它资产 | 其它负债 | NAV | 15PE | 权益价值 |
|------|--------|------|------|------|------|------|-----|------|------|
| 建发地产 | 54.64% | 201 | 372 | 286 | 199 | 260 | 181 | 9.8 | 99 |
| 联发地产 | 95% | 162 | 216 | 152 | 46 | 98 | 139 | 16.1 | 132 |
| 合计 | | 362 | 589 | 438 | 245 | 358 | 320 | 11.8 | 231 |

资料来源：公司资料、招商证券

四、前进中的建发：国改预期和多元化投资

1、国企改革提升估值

2016年11月，厦门市委市政府印发了《关于深化国有企业改革的实施意见》，成为厦门市国资改革的纲领性文件。

表 9：厦门市委市政府《关于深化国有企业改革的实施意见》

| 关键点 | 主要内容 |
|----------------|---|
| 国资委向“以管资本为主”转变 | 国资委将借鉴国际上成功的国有企业市场化监管运营模式，按照以管资本为主的改革方向，理清出资人权责清单，规范履行职责，通过“三个归位”、充分授权，按照分类监管、一企一策的方法以及事前规范制度、事中加强监控、事后强化问责的思路，提高国有资本配置和运营效率。 |
| 国有企业分类推进改革 | 根据不同领域国有资本的战略定位和发展目标，综合分析国有企业现状和地位作用，按照资产功能、产业特征等制定国有企业分类方法，将厦门国有企业划分为商业类和公益保障类，商业类又分为商业一类和商业二类，并实施动态调整。 |
| 创新监管模式 | 根据现有企业的治理能力和功能定位，由国资监管机构对不同功能的平台公司董事会分类授权并实施差异化的监督管理，积累管理资本的经验有能力。 |
| 坚持创新驱动发展战略 | 鼓励国有企业加大研发投入，加大对新兴产业、高科技企业的股权投资，鼓励国有企业在福建自由贸易试验区厦门片区率先进行体制机制创新，探索建立国有企业创新容错机制。 |
| 员工持股 | 稳妥有序推进混合所有制企业试点员工持股。通过实施员工持股，建立激励约束长效机制，同时及时建立员工持股后股份流转和退出机制。 |
| 职业经理人制度 | 加快建立职业经理人制度。董事会按市场化方式选聘和管理职业经理人；实行内部培养和外部引进相结合，逐步扩大国有企业新增经理层人员市场化选聘比例。 |

资料来源：招商证券

从业务体量上看，大股东建发集团是厦门市最大的国有企业，势必要加速推进国企改革。公司作为供应链企业+房地产双主业，主营业务均为完全市场化的业务，进一步改革提升员工激励，有效提升公司估值水平。另一方面，我们认为建发集团所持建发地产少数股权存在注入的可能。

2、实业投资多元化

建发股份的实业投资是以供应链业务相关投资和盈利性的金融资产投资为主。公司在供应链运营业务中积累的产业信息，为公司向制造领域的适度拓展提供了便利。适度进入上游制造领域，将增强公司对相关行业的市场把握能力，有利于公司贸易业务的长远发展。近年来建发股份在纸浆、有色金属、海洋生物、船舶制造等领域均进行了投资。

表 10: 建发股份主要实业投资企业

| 参股公司名称 | 持股比例 | 主营业务 |
|----------------|--------|---|
| 四川永丰浆纸股份有限公司 | 40.00% | 国家级农业产业化重点龙头企业,其 12 万吨制浆项目用地 620 多亩,总投资约 10 亿元。项目采用具有世界先进水平的氯漂白工艺和 DCS 信息化自动控制系统,制浆工艺达国际先进水平。 |
| 厦门现代码头有限公司 | 37.50% | 厦门现代码头有限公司拥有码头岸线长约 913 米,陆域纵深近 500 米,码头陆域面积 42 万平方米,建设有 3 个散杂货泊位和 1 个汽车滚装泊位及相应的配套设施。 |
| 厦门船舶重工股份有限公司 | 20.00% | 厦门船舶重工股份有限公司占地 50 多万平方米,拥有 1.5 公里深水岸线,拥有 8 万吨级船坞一座、5 万吨级、8 万吨级船台各一座,形成了“一船坞、二船台、三码头”的生产格局。 |
| 厦门紫金铜冠投资发展有限公司 | 20.00% | 厦门紫金铜冠投资发展公司所控股企业蒙特瑞科公司的主要资产为秘鲁白河特大型铜钼矿床,其铜蕴藏量接近 700 万吨。 |

资料来源:公司公告

五、投资策略：首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级

1、双周期共振，价值被显著低估

我们预测公司 16/17/18 年 EPS 为 0.95/1.14/1.27 元,对应当前股价的 PE 为 11.8/9.8/8.8 X。采用分部估值法,我们预测供应链业务 2016 年净利润和 2015 年基本持平约 8.4 亿元,给予供应链业务 25 X 估值对应 210 亿市值,地产业务 NAV 估值 231 亿元合计估值 441 亿元,较现价有 40%以上空间,首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

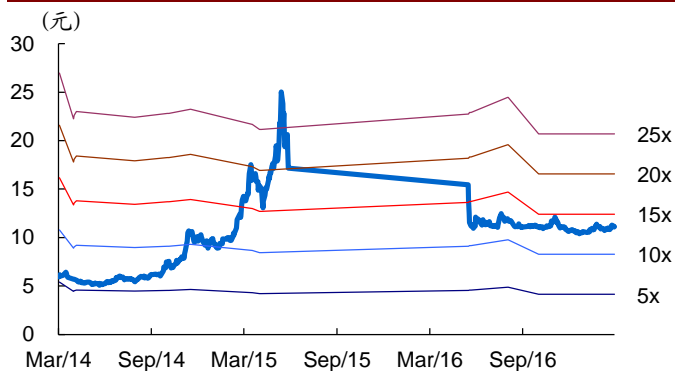
表 11: 建发股份估值对比表

| 公司 | 代码 | EPS | | | 盈利增长率 | | | PE | | | PB (MRQ) | ROE (TTM) | 市值 (亿元) |
|-------------|------------------|-------------|-------------|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-------------|------------|
| | | 15 | 16E | 17E | 15 | 16E | 17E | 15 | 16E | 17E | | | |
| 万科 A | 000002.SZ | 1.64 | 1.91 | 2.21 | 15 | 16 | 16 | 13 | 11 | 9 | 2.0 | 19.1 | 2,252 |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 0.88 | 1.15 | 1.41 | 51 | 88 | 16 | 20 | 16 | 13 | 2.5 | 20.8 | 1,425 |
| 保利地产 | 600048.SH | 1.15 | 1.20 | 1.32 | 1 | 15 | 10 | 8 | 8 | 7 | 1.4 | 21.6 | 1,143 |
| 华夏幸福 | 600340.SH | 1.81 | 2.25 | 2.91 | 36 | 38 | 32 | 17 | 13 | 10 | 3.5 | 43.0 | 886 |
| 绿地控股 | 600606.SH | 0.58 | 0.70 | 0.83 | 24 | 24 | 18 | 14 | 12 | 10 | 1.7 | -18.0 | 984 |
| 中位值 | | | | | 24 | 24 | 16 | 14 | 12 | 10 | 2.2 | 20.8 | 1,143 |
| 欧浦智网 | 002711.SZ | 0.49 | 0.37 | 0.47 | 17 | 51 | 27 | 36 | 48 | 38 | 7.7 | 13.5 | 117 |
| 象屿股份 | 600057.SH | 0.28 | 0.35 | 0.47 | 2 | 42 | 35 | 40 | 32 | 24 | 2.0 | 10.2 | 131 |
| 瑞茂通 | 600180.SH | 0.45 | 0.55 | 0.67 | -15 | 32 | 20 | 31 | 25 | 21 | 3.2 | 25.7 | 142 |
| 中化国际 | 600500.SH | 0.23 | 0.15 | 0.37 | -58 | -34 | 140 | 50 | 75 | 31 | 2.1 | 7.9 | 237 |
| 厦门国贸 | 600755.SH | 0.39 | 0.74 | 0.93 | -23 | 92 | 25 | 24 | 12 | 10 | 1.7 | 13.1 | 153 |
| 中位值 | | | | | -15 | 42 | 27 | 36 | 32 | 24 | 3.4 | 14.1 | 156.3 |
| 建发股份 | 600153.SH | 0.93 | 0.95 | 1.14 | 5 | 2 | 20 | 12 | 12 | 10 | 1.6 | 16.9 | 316 |

资料来源: 公司数据、招商证券

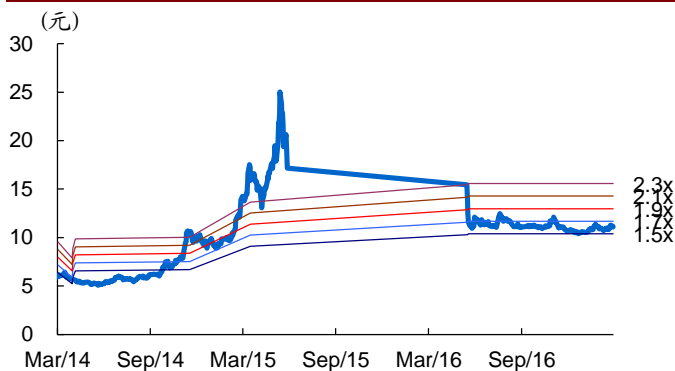
2、PE-PB Band

图 28: 建发股份历史 PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 29: 建发股份历史 PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 82685 | 85811 | 88151 | 104858 | 123572 |
| 现金 | 6643 | 9776 | 10051 | 11985 | 14108 |
| 交易性投资 | 127 | 210 | 210 | 210 | 210 |
| 应收票据 | 1605 | 1158 | 1190 | 1419 | 1671 |
| 应收款项 | 2983 | 2861 | 2922 | 3484 | 4101 |
| 其它应收款 | 2585 | 2278 | 2342 | 2793 | 3287 |
| 存货 | 56697 | 59176 | 60798 | 72307 | 85271 |
| 其他 | 12044 | 10352 | 10638 | 12660 | 14923 |
| 非流动资产 | 10838 | 13622 | 13650 | 13662 | 13664 |
| 长期股权投资 | 1345 | 1426 | 1426 | 1426 | 1426 |
| 固定资产 | 931 | 1070 | 1205 | 1306 | 1384 |
| 无形资产 | 440 | 401 | 361 | 325 | 293 |
| 其他 | 8123 | 10724 | 10658 | 10604 | 10562 |
| 资产总计 | 93523 | 99433 | 101801 | 118520 | 137236 |
| 流动负债 | 53456 | 53859 | 52895 | 65793 | 80299 |
| 短期借款 | 6758 | 1980 | 3419 | 8755 | 14741 |
| 应付账款 | 8272 | 7105 | 7300 | 8682 | 10239 |
| 预收账款 | 22029 | 24330 | 25001 | 29733 | 35065 |
| 其他 | 16398 | 20444 | 17175 | 18623 | 20254 |
| 长期负债 | 17888 | 18904 | 18904 | 18904 | 18904 |
| 长期借款 | 15168 | 14137 | 14137 | 14137 | 14137 |
| 其他 | 2719 | 4767 | 4767 | 4767 | 4767 |
| 负债合计 | 71344 | 72763 | 71799 | 84697 | 99203 |
| 股本 | 2835 | 2835 | 2835 | 2835 | 2835 |
| 资本公积金 | 2702 | 2719 | 2719 | 2719 | 2719 |
| 留存收益 | 11535 | 13541 | 15937 | 18631 | 21584 |
| 少数股东权益 | 5106 | 7575 | 8511 | 9638 | 10895 |
| 归属于母公司所有者权益 | 17073 | 19095 | 21491 | 24185 | 27138 |
| 负债及权益合计 | 93523 | 99433 | 101801 | 118520 | 137236 |

现金流量表

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | (472) | 5778 | 3104 | (2157) | (2386) |
| 净利润 | 2507 | 2641 | 2680 | 3230 | 3599 |
| 折旧摊销 | 234 | 313 | 370 | 386 | 397 |
| 财务费用 | 301 | 275 | 460 | 488 | 617 |
| 投资收益 | (555) | (613) | (350) | (180) | (185) |
| 营运资金变动 | (3800) | 2503 | (995) | (7215) | (8078) |
| 其它 | 840 | 659 | 938 | 1135 | 1264 |
| 投资活动现金流 | (883) | 1123 | (400) | (400) | (400) |
| 资本支出 | (690) | (432) | (400) | (400) | (400) |
| 其他投资 | (193) | 1555 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 933 | (3799) | (2428) | 4492 | 4908 |
| 借款变动 | (2384) | (4894) | (2035) | 5335 | 5986 |
| 普通股增加 | 597 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2426 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (448) | (1134) | (284) | (536) | (646) |
| 其他 | 741 | 2213 | (110) | (308) | (432) |
| 现金净增加额 | (422) | 3102 | 275 | 1934 | 2122 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 120925 | 128089 | 131693 | 157040 | 184849 |
| 营业成本 | 110779 | 115739 | 118927 | 141441 | 166801 |
| 营业税金及附加 | 2405 | 3344 | 3438 | 4099 | 4825 |
| 营业费用 | 3077 | 3625 | 3727 | 4445 | 5232 |
| 管理费用 | 278 | 317 | 326 | 389 | 458 |
| 财务费用 | 305 | 452 | 460 | 488 | 617 |
| 资产减值损失 | (3) | 342 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | (39) | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 投资收益 | 561 | 613 | 300 | 130 | 135 |
| 营业利润 | 4606 | 4932 | 5164 | 6358 | 7101 |
| 营业外收入 | 152 | 148 | 148 | 148 | 148 |
| 营业外支出 | 75 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| 利润总额 | 4683 | 5024 | 5256 | 6450 | 7193 |
| 所得税 | 1309 | 1460 | 1641 | 2092 | 2337 |
| 净利润 | 3374 | 3564 | 3615 | 4358 | 4856 |
| 少数股东损益 | 867 | 922 | 936 | 1128 | 1257 |
| 归属于母公司净利润 | 2507 | 2641 | 2680 | 3230 | 3599 |
| EPS (元) | 0.88 | 0.93 | 0.95 | 1.14 | 1.27 |

主要财务比率

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 18% | 6% | 3% | 19% | 18% |
| 营业利润 | 2% | 7% | 5% | 23% | 12% |
| 净利润 | -7% | 5% | 1% | 21% | 11% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 8.4% | 9.6% | 9.7% | 9.9% | 9.8% |
| 净利率 | 2.1% | 2.1% | 2.0% | 2.1% | 1.9% |
| ROE | 14.7% | 13.8% | 12.5% | 13.4% | 13.3% |
| ROIC | 7.0% | 7.8% | 7.9% | 8.1% | 7.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 76.3% | 73.2% | 70.5% | 71.5% | 72.3% |
| 净负债比率 | 27.5% | 19.7% | 17.2% | 19.3% | 21.0% |
| 流动比率 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 存货周转率 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | 2.1 | 2.1 |
| 应收帐款周转率 | 30.9 | 43.8 | 45.5 | 49.0 | 48.7 |
| 应付帐款周转率 | 15.1 | 15.1 | 16.5 | 17.7 | 17.6 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.88 | 0.93 | 0.95 | 1.14 | 1.27 |
| 每股经营现金 | -0.17 | 2.04 | 1.09 | -0.76 | -0.84 |
| 每股净资产 | 6.02 | 6.73 | 7.58 | 8.53 | 9.57 |
| 每股股利 | 0.40 | 0.10 | 0.19 | 0.23 | 0.25 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 12.6 | 11.9 | 11.8 | 9.8 | 8.8 |
| PB | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 13.1 | 11.9 | 11.2 | 9.2 | 8.2 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

王哲：北京大学信息管理系硕士，中山大学资讯管理学院学士，曾经供职于国航规划发展部，长期从事战略与运营研究、中长期规划编制等工作，2016年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。