

强烈推荐-A (维持)

建发股份 600153.SH

目标估值: N.A  
 当前股价: 11.51 元  
 2017年04月16日

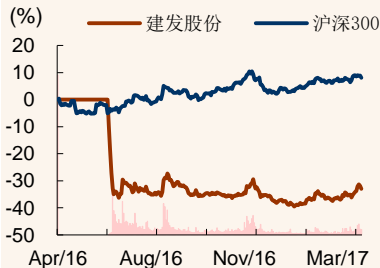
低估值标的再思考，静待金砖峰会

基础数据

上证综指	3246
总股本 (万股)	283520
已上市流通股 (万股)	283520
总市值 (亿元)	326
流通市值 (亿元)	326
每股净资产 (MRQ)	7.6
ROE (TTM)	13.3
资产负债率	74.2%
主要股东	厦门建发集团
主要股东持股比例	45.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	3	-33
相对表现	5	-3	-39



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《建发股份 (600153) — 双周期共振，维持强烈推荐》2017-04-11
- 2、《建发股份 (600153) — 低估值构筑安全边际，大宗周期和地产周期共振》2017-04-06

常涛

010-57601863  
 changt@cmschina.com.cn  
 S1090512030004

陈卓

021-68407470  
 chenzhuo5@cmschina.com.cn  
 S1090513070005

研究助理

袁钉

yuanding@cmschina.com.cn

事件:

我们4月7日发布深度报告以来，非常多的投资者同我们讨论。我们采用自问自答形式，对前述报告做补充，希望能帮助投资者更好地理解建发股份。不足之处，多多指教。欢迎各种形式的讨论!

评论:

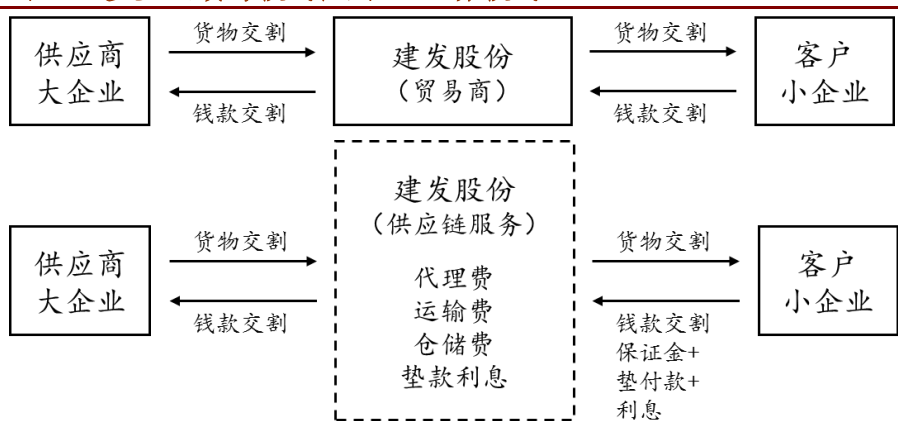
1、供应链业务

1) 建发股份为什么从贸易商转型供应链业务?

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（分销价差）、以及价格上升趋势中的交易时间差（时间价差），获取利润。

2006年以后，大宗商品价格持续下跌（时间价差为负），加之市场愈发透明（分销价差收窄），赚取差价的难度提升，贸易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 1: 建发股份贸易模式和供应链服务模式



资料来源: 公司数据、招商证券

2) 公司供应链业务的主要业务构成? 营业收入和毛利占比?

2016年，建发股份钢材销售量1718万吨，市占率1.51%；建发股份矿产品（铁矿石为主）销售量3191万吨，市占率2.5%；建发股份浆纸（进口纸浆为主）销售量113万吨，进口纸浆市占率6.1%。

2016年,公司供应链收入贡献从高到低是分别是钢铁(占比33%)、农产品(占比20%)、浆纸(占比12%)和矿产品(占比11%),净利润贡献前四名的板块分别是:钢铁(占比17%-18%)、汽车(占比11%)、矿产品(占比10%)、浆纸(占比10%)和轻工出口(占比10%)。

表 1: 建发股份供应链业务概况 (收入单位: 亿元)

	2014	2015	2016		2014	2015	2016
<b>收入</b>				<b>yoj</b>			
供应链	1021	1,049	1149	供应链		2.7%	9.6%
钢铁	289	278	381	钢铁		-4.0%	37.2%
矿产	116	132	128	矿产		14.1%	-2.7%
浆纸	118	121	139	浆纸		2.7%	15.0%
其他	498	518	501	其他		4.0%	-3.3%
<b>毛利率</b>				<b>毛利率</b>			
供应链	39	39	44	供应链	3.8%	3.7%	3.8%
钢铁	9	10	12	钢铁	3.0%	3.7%	3.2%
矿产	4	5	4	矿产	3.1%	3.5%	3.3%
浆纸	6	4	5	浆纸	5.0%	3.0%	3.3%
其他	20	20	23	其他	4.1%	3.9%	4.5%
<b>销售量</b>				<b>yoj</b>			
钢铁	1025	1367	1718	钢铁		33.4%	25.7%
矿产品	1898	3186	3191	矿产品		67.9%	0.1%
浆纸	310	338	402	浆纸		9.0%	18.8%
<b>单价</b>				<b>yoj</b>			
钢铁	2822	2030	2217	钢铁		-28.1%	9.2%
矿产品	610	414	403	矿产品		-32.1%	-2.8%
浆纸	3791	3571	3455	浆纸		-5.8%	-3.3%
<b>单位毛利</b>				<b>yoj</b>			
钢铁	85	75	71	钢铁		-11.3%	-4.9%
矿产品	19	14	13	矿产品		-24.9%	-8.4%
浆纸	188	107	113	浆纸		-43.0%	5.0%

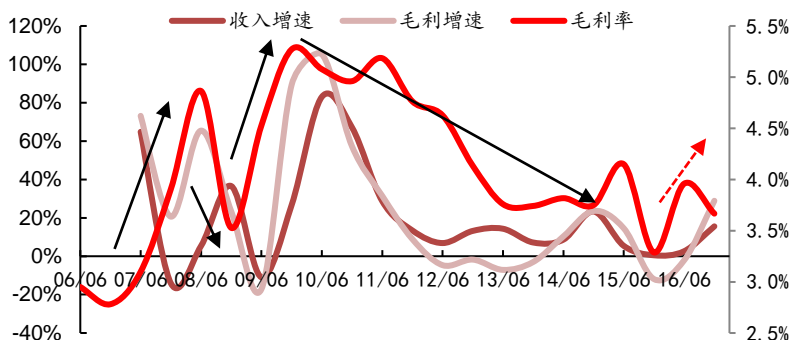
资料来源: 招商证券, 公司资料

### 3) 建发股份供应链业务和大宗商品价格相关性?

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、矿石指数的波动具有很高的相关性。

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。

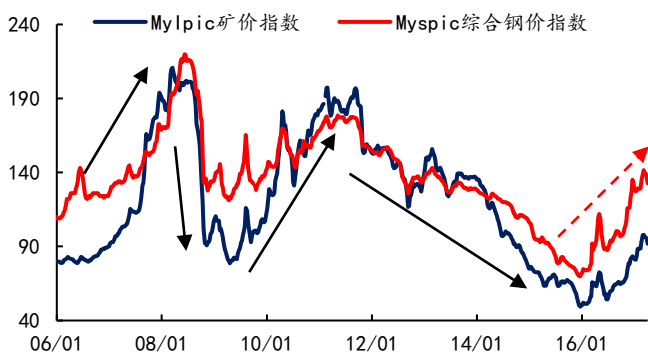
图 2: 建发股份供应链业务毛利率



资料来源: Wind、招商证券

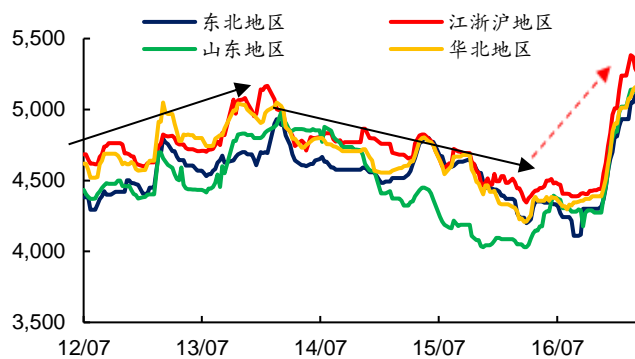
Mypic 铁矿石价格指数从 2015 年 12 月最低 49.36 点至今, 累计上涨 70%。Mypic 钢材价格指数从 2015 年 12 月最低 69.96 点至今, 累计上涨 70%。纸浆价格, 从 2016 年 4 月最低到现在, 上涨 20%以上。

图 3: 钢材和铁矿石价格指数变化



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 纸浆价格变化



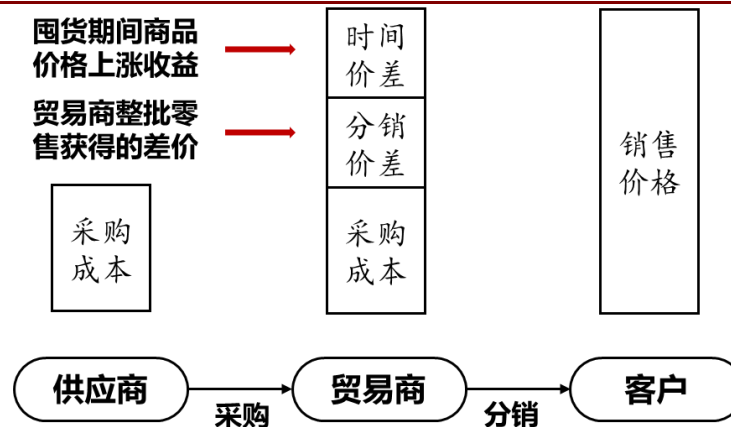
资料来源: Wind、招商证券

#### 4) 建发股份供应链业务与大宗商品价格为什么有相关性?

根据我们调研了解, 建发股份供应链业务以代理业务为主, 自营业务敞口在 10%以内。

(注: 自营业务的盈利主要源于时间价差和分销价差, 时间价差取决于商品价格的变化趋势, 分销价差更多取决于市场结构。当商品价格上行时, 时间价差为正, 分销价差也可能加大(渠道上每一个环节利益扩大), 带来贸易商的业绩改善; 当商品价格下降时, 时间价差为负, 分销价差也可能下降(渠道上每一个环节利益压缩), 带来贸易商业绩下滑, 当商品跌价过快时, 贸易商可能产生亏损。通过在期货市场上进行套保, 贸易商能够降低存货跌价的风险。)

图 5: 贸易商盈利价值链

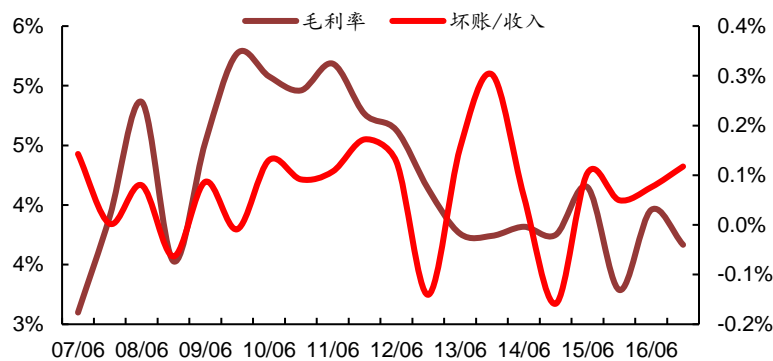


资料来源: 招商证券

公司供应链业务盈利模式主要有三部分构成: (1) 采购价差; (2) 垫付资金和 (3) 物流服务。实际操作中, 公司向客户收取包含资金利息、物流等一揽子服务的打包费用, 通常不承担存货跌价的风险。

当商品价格上涨时, (1) 服务费率存在上行空间和 (2) 应收账款坏账的减少, 都会提升供应链业务盈利能力; 当商品价格下降时, 通常表现为下游需求不足, 贸易商和终端客户要求建发费率折扣以分担损失, 同时应收款坏账增多, 带来盈利下降。

图 6: 建发股份毛利率和坏账比率



资料来源: 招商证券

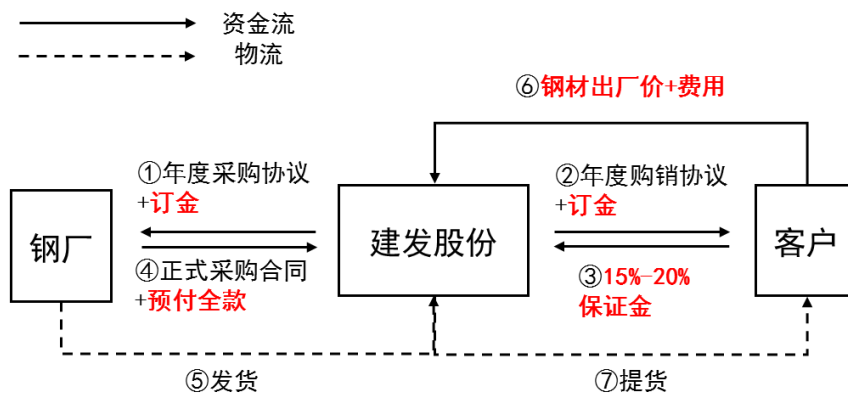
我们的结论是: 大宗商品价格上涨, 建发股份供应链业务总体受益, 反之则受损; 但是由于公司 (1) 大部分业务锁定了上下游价格并做了 (2) 期货套保, 让价格波动的风险对其业务的冲击和影响有限。

### 5) 公司供应链业务的资金占用情况?

以钢材为例, 下游客户先支付保证金 (通常 15%-20%), 但建发需要向上游全额支付货款。待下游收到货物后, 将剩余资金交付给建发。一般情况下, 账期大约一个月左右。截止 2016 年底, 公司库存商品净值 88.2 亿元 (原值 89.6 亿元), 对应存货周转率约一个月 (28.5 天)。

建发通过发行超短融的方式筹集资金（例如 2016 年发行了 65 亿）和该业务的资金需求相匹配。

图 7: 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

6) 公司的供应链业务都做了套期保值?

公司目前涉及的品类较广，除了前面谈到的钢铁、矿产品、浆纸之类，还有轻纺、化工、机电、农产品以及消费品（汽车和酒类）。有些产品并没有衍生金融工具，无法做套期保值，公司主要是在大品类上做套保。

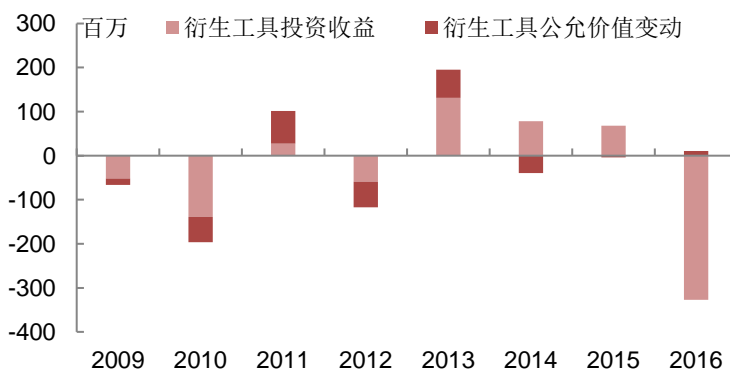
7) 如何评估供应链业务真实盈利状况？是否应包含衍生工具的收益？

公司在定期财报中披露了套期保值的收益，有些年份是亏损的，有些年份是盈利的。这主要是会计准则要求如此处理。

从公司供应链的真实业务角度理解，套期保值是经常性的，所以供应链业务需要将衍生金融工具收益综合起来考虑才能反映企业真实的情况。

由于公司为现货多头期货空头，因此当宗价格趋势性上涨时候，衍生业务出现亏损；反之大宗价格趋势性下跌，衍生业务反而盈利。

图 8: 建发股份衍生工具投资收益和公允价值变动



资料来源：公司资料、招商证券

8) 横向对比看，公司供应链业务 4%的毛利率处于偏高的位置？

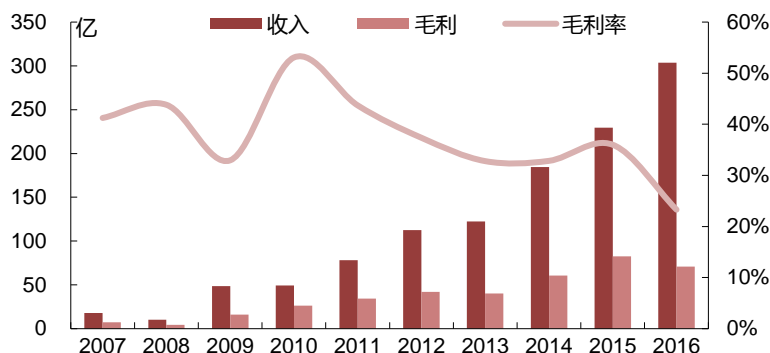
主要原因是：（1）品类更多（建发共有 10 大门类），除了大宗商品还有汽车等消费品，毛利率更高；（2）规模更大，2016 年，建发供应链营收大约 1150 亿元。

## 2、房地产业务

### 1) 2016 年，公司房地产业务营收增长很快，但是毛利下滑的主要原因是？

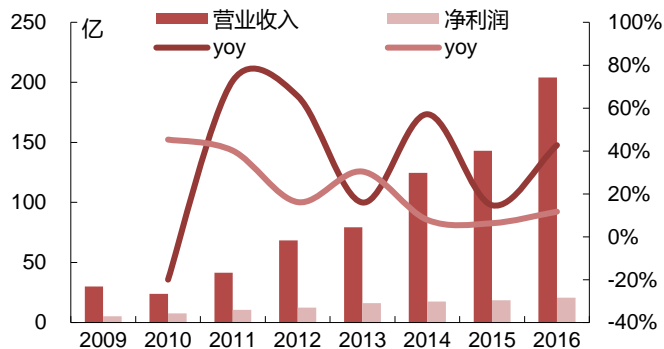
这主要和公司 2016 年结算的房产结构有关，结算项目对应的土地成本更高，所以毛利相对低一些。

图 9：建发股份房地产收入和毛利



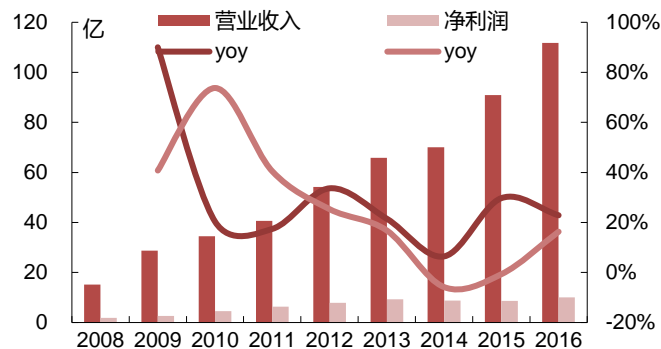
资料来源：公司资料、招商证券

图 10：建发房产收入和净利润



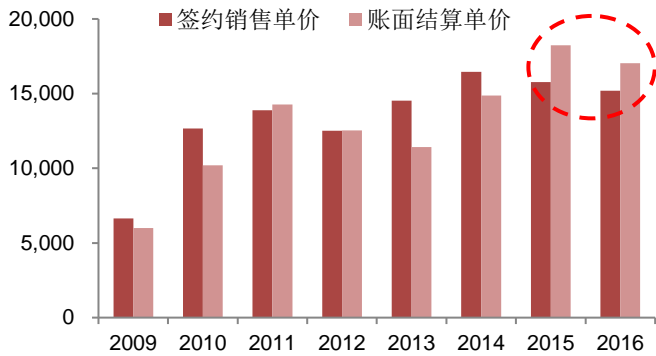
资料来源：公司资料、招商证券

图 11：联发集团收入和净利润



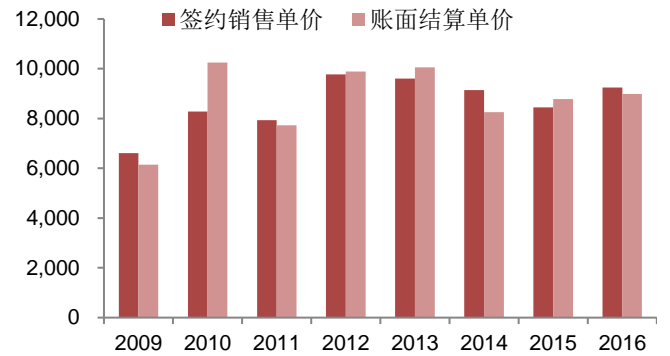
资料来源：公司资料、招商证券

图 12: 建发房产签约销售单价和账面结算单价



资料来源: 公司资料、招商证券

图 13: 联发集团签约销售单价和账面结算单价

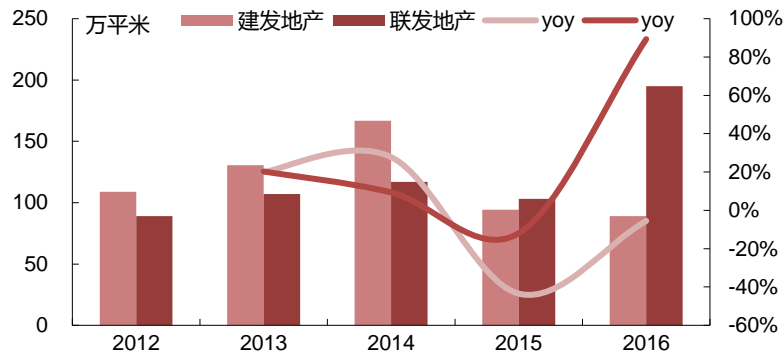


资料来源: 公司资料、招商证券

2) 2016 年, 公司房地产新开工面积没有大幅增长, 是否意味着公司房地产业务见顶?

房地产业务除了与营收相关, 还和售价、地价相关, 营收仅是一方面, 公司盈利能力还是毛利率相关。基于此, 公司房地产业务还有很大发展空间。

图 14: 建发房产和联发集团新开工面积 (万平方米)



资料来源: 公司资料、招商证券

3) 公司在厦门本地的土地储备情况? 厦门房价大幅上涨对公司影响?

虽然, 公司在厦门的土地已基本开发完毕, 但厦门房价上涨带动周边地区房价上涨。例如公司在漳州就有土地储备, 间接受益于厦门房价上涨。

4) 公司房地产一级土地开发情况?

公司在厦门已经完成了 37.25 万 m<sup>2</sup> 一级土地开发, 剩余 100 万 m<sup>2</sup> 的一级土地开发。土地一级开发中, 公司承担拆迁及建设相关支出, 待土地招拍挂后, 财政局按出售土地总金额的 85% 作为土地开发成本返还公司, 结算利润。虽然一级土地开发预期显著增厚地产业务盈利, 但业绩兑现时间存在不确定性。

3、投资策略: 双周期共振, 维持强烈推荐

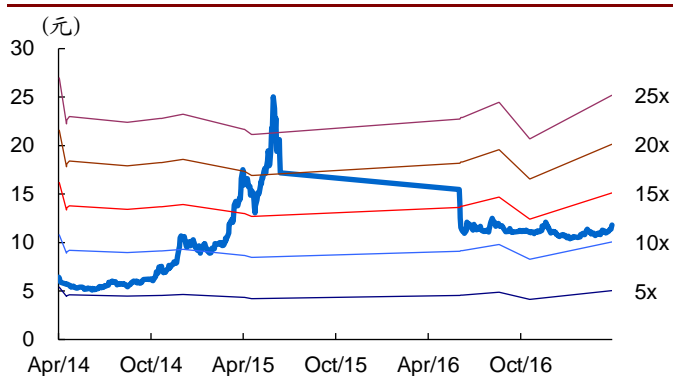
投资策略: (1) 厦门最大国有上市平台, 国改提升估值; (2) 16 年以来, 铁矿石、钢

材、纸浆（合计占比 50%）价格上涨，预计供应链业务 17Q1 毛利率显著改善。（3）公司控股的建发房产是厦门最大房企，一级土地开发潜在收益。（4）我们预测公司 17/18/19 年 EPS 为 1.15/1.32/1.46 元，对应当前股价的 PE 为 10/8.7/7.9 X，不仅远低于供应链企业 25-35X PE 估值，甚至低于房地产企业估值。大宗周期和房地产双周期共振，维持“强烈推荐-A”评级。

**风险提示：**大宗商品价格下滑

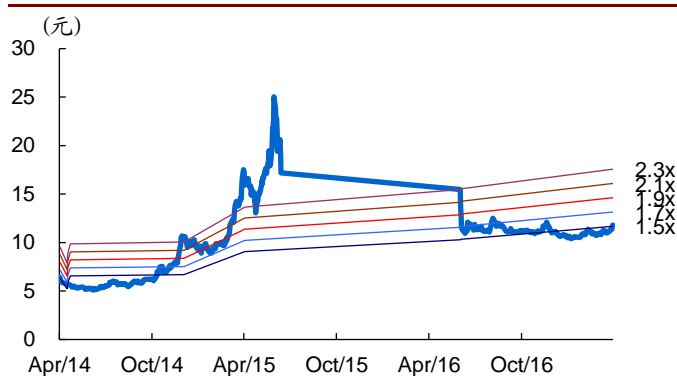
#### 4、建发股份历史 PE&PB Band

图 15: 建发股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 16: 建发股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券



附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	85811	107105	110945	130286	149845
现金	9776	10945	0	0	0
交易性投资	210	141	141	141	141
应收票据	1158	1243	1440	1691	1943
应收款项	2861	3224	3710	4356	5006
其它应收款	2278	8812	10203	11981	13768
存货	59176	61312	70705	83052	95559
其他	10352	21428	24746	29065	33428
<b>非流动资产</b>	13622	19320	19322	19316	19305
长期股权投资	1426	2488	2488	2488	2488
固定资产	1070	1167	1294	1392	1468
无形资产	401	395	355	320	288
其他	10724	15269	15184	15116	15061
<b>资产总计</b>	<b>99433</b>	<b>126425</b>	<b>130267</b>	<b>149602</b>	<b>169150</b>
<b>流动负债</b>	53859	64859	65332	80771	96090
短期借款	1980	3044	915	6832	12505
应付账款	7105	10031	11569	13589	15636
预收账款	24330	27270	31453	36945	42508
其他	20444	24514	21396	23405	25441
<b>长期负债</b>	18904	28936	28936	28936	28936
长期借款	14137	17135	17135	17135	17135
其他	4767	11801	11801	11801	11801
<b>负债合计</b>	<b>72763</b>	<b>93795</b>	<b>94268</b>	<b>109708</b>	<b>125026</b>
股本	2835	2835	2835	2835	2835
资本公积金	2719	2478	2478	2478	2478
留存收益	13541	16208	18329	20786	23430
少数股东权益	7575	11108	12356	13795	15380
归属于母公司所有者权益	19095	21521	23643	26100	28743
<b>负债及权益合计</b>	<b>99433</b>	<b>126425</b>	<b>130267</b>	<b>149602</b>	<b>169150</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	5778	(4840)	(2376)	(3871)	(3319)
净利润	2641	2855	3255	3750	4134
折旧摊销	313	356	396	404	410
财务费用	275	347	527	628	744
投资收益	(613)	(791)	(270)	(275)	(280)
营运资金变动	2503	(8428)	(7539)	(9824)	(9919)
其它	659	822	1255	1445	1592
<b>投资活动现金流</b>	1123	(7557)	(400)	(400)	(400)
资本支出	(432)	(544)	(400)	(400)	(400)
其他投资	1555	(7013)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(3799)	13196	(8169)	4271	3719
借款变动	(4894)	6531	(6778)	5917	5673
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	17	(241)	0	0	0
股利分配	(1134)	(284)	(1134)	(1293)	(1490)
其他	2213	7189	(257)	(353)	(464)
<b>现金净增加额</b>	3102	799	(10945)	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	128089	145591	168576	197953	227481
营业成本	115739	133916	154453	181425	208745
营业税金及附加	3344	2516	2913	3421	3931
营业费用	3625	3770	4365	5126	5891
管理费用	317	336	389	456	524
财务费用	452	480	527	628	744
资产减值损失	342	178	0	0	0
公允价值变动收益	50	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	613	791	270	275	280
<b>营业利润</b>	4932	5186	6198	7171	7925
营业外收入	148	134	134	134	134
营业外支出	56	27	27	27	27
<b>利润总额</b>	5024	5293	6305	7279	8033
所得税	1460	1343	1801	2090	2314
<b>净利润</b>	3564	3949	4504	5189	5719
少数股东损益	922	1095	1249	1438	1585
<b>归属于母公司净利润</b>	2641	2855	3255	3750	4134
<b>EPS (元)</b>	0.93	1.01	1.15	1.32	1.46

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	6%	14%	16%	17%	15%
营业利润	7%	5%	20%	16%	11%
净利润	5%	8%	14%	15%	10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.6%	8.0%	8.4%	8.3%	8.2%
净利率	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%
ROE	13.8%	13.3%	13.8%	14.4%	14.4%
ROIC	7.8%	6.9%	8.7%	8.6%	8.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	73.2%	74.2%	72.4%	73.3%	73.9%
净负债比率	19.7%	19.6%	13.9%	16.0%	17.5%
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
存货周转率	2.0	2.2	2.3	2.4	2.3
应收帐款周转率	43.8	47.9	48.6	49.1	48.6
应付帐款周转率	15.1	15.6	14.3	14.4	14.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.93	1.01	1.15	1.32	1.46
每股经营现金	2.04	-1.71	-0.84	-1.37	-1.17
每股净资产	6.73	7.59	8.34	9.21	10.14
每股股利	0.10	0.40	0.46	0.53	0.58
<b>估值比率</b>					
PE	12.4	11.4	10.0	8.7	7.9
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.5	9.0	7.5	6.5	5.9

## 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。