

强烈推荐-A (维持)

建发股份 600153.SH

目标估值: N.A
当前股价: 12.14 元
2017年04月29日

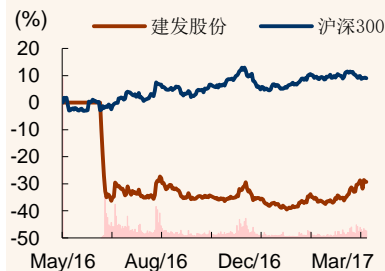
经常性利润同比增长37%，超市场预期

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	283520
已上市流通股(万股)	283520
总市值(亿元)	344
流通市值(亿元)	344
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	13.5
资产负债率	77.5%
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	8	9	-29
相对表现	9	6	-38



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《建发股份(600153)——低估值标的的再思考, 静待金砖峰会》2017-04-16
- 2、《建发股份(600153)——双周期共振, 维持强烈推荐》2017-04-11
- 3、《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:

公司公告 2017 年一季报。2017Q1, 公司实现营收 389.88 亿元 (+69.7%), 归母净利润 4.22 亿元 (+32.76%), 扣非后归母净利润 3.45 亿元 (-7.26%), 基本 EPS 0.15 元 (+36.36%), 加权 ROE 1.94% (+0.28 pct)。

评论:

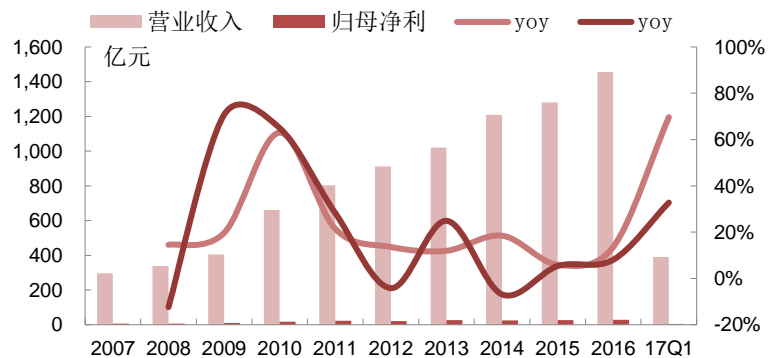
1、供应链业务爆发式增长, 一季报超预期

2017Q1, 公司实现营收 389.88 亿元 (+69.7%), 成本 370.59 亿元 (+74.1%), 毛利 19.29 亿元 (+13.9%), 毛利率 4.95% (-2.42 pct)。由于地产业务集中于 Q4 结算, 我们估计地产收入占比不足 10%, 供应链业务量价齐升拉动一季度收入高速增长。

公司实现销售费用 10.46 亿元 (+42.6%), 管理费用 5143 万元 (+20.8%), 财务费用 9661 万元 (+127.6%), 期间费用合计 11.94 亿元 (+45.9%)。一季度, 大宗商品价格有所下跌, 公司计提资产减值损失 (主要是应收款坏账) 9639 万元, 去年同期为 -316 万元; 公允价值变动净收益和投资收益为 8689 万元和 6537 万元, 16 年同期亏损 1911 万元和亏损 5738 万元。公司实现营业利润 6.54 亿元 (+30.7%), 归母净利润 4.22 亿元 (+32.76%)。

由于公司为现货多头期货空头, 当大宗价格趋势性上涨时, 衍生业务出现亏损; 反之大宗价格趋势性下跌时, 衍生业务反而盈利。从业务实质看, 套期保值是经常性的, 因此毛利+衍生工具收益才能反映供应链业务的真实盈利。由于会计上的“经常性收益”不包含衍生工具收益, 因此 17Q1 扣非后净利润有所下滑。考虑到这一因素, 我们估算公司 17Q1 经常性利润为 4.05 亿元 (+37.1%)。

图 1: 建发股份收入和净利润

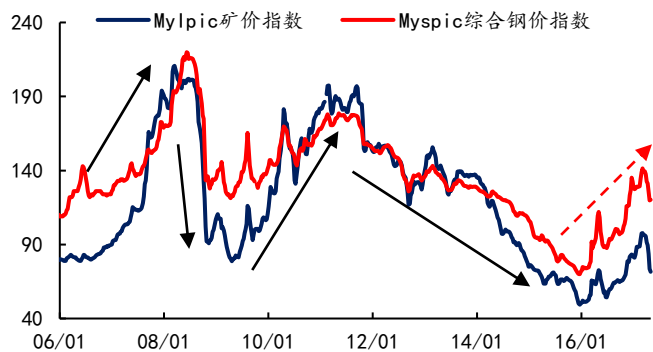


资料来源: 公司数据、招商证券

2、大宗价格上行拉动供应链业绩

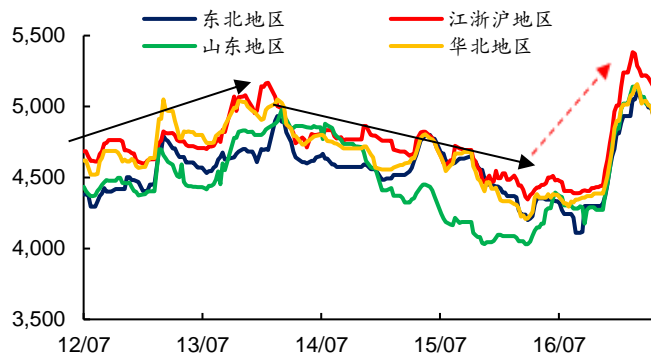
MyIpic 铁矿石价格指数从 2015 年 12 月最低 49.36 点至今，累计上涨 45%。MyIpic 钢材价格指数从 2015 年 12 月最低 69.96 点至今，累计上涨 70%。纸浆价格，从 2016 年 4 月至今，上涨 20%左右。

图 2：钢材和铁矿石价格指数变化



资料来源：Wind、招商证券

图 3：纸浆价格变化



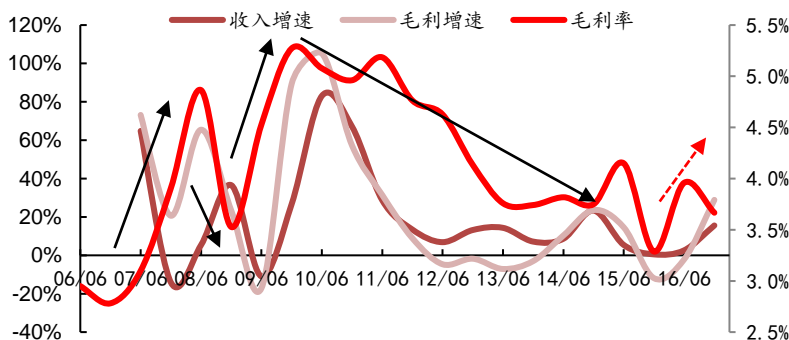
资料来源：Wind、招商证券

公司供应链业务盈利模式主要由三部分构成：**(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。

当商品价格上行时，**(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。

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，改善供应链业绩。一季度，公司供应链业务毛利率有所下降，我们认为和大宗价格回调有关，如前文所述，毛利不能完全反映供应链业务盈利；综合相关衍生工具的收益，供应链盈利能力持续改善，兑现我们之前的判断。

图 4：建发股份供应链业务毛利率



资料来源：Wind、招商证券

3、市占率仍有提升空间

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%)。

从公司收入和利润贡献最大的几个板块看,虽然公司市场份额持续增长,但市占率仍然较低。2016年,公司钢材、矿产品和纸浆进口业务市占率分别为1.5%、2.5%和6.1%,存在巨大的提升空间。

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
收入				yoY			
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%
毛利率				毛利率			
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%
销售量				yoY			
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%
单价				yoY			
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%
单位毛利				yoY			
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%

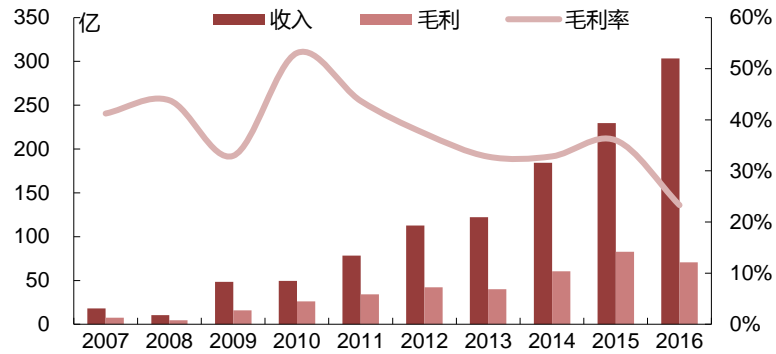
资料来源: 招商证券, 公司资料

4、地产业务稳步增长, 土地一级开发成为新的增长点

从历史数据看, 公司地产业务收入和净利润维持高速增长。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, 如公司在漳州有土地储备, 间接受益于厦门房价上涨。

公司在厦门储备了 110 万平米计容面积的土地一级开发, 16 年已经完成约 30 万平米开发, 但尚未确认收入。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。我们认为土地一级开发将成为公司地产业务新的增长点。

图 5: 建发股份房地产收入和毛利



资料来源: 公司资料、招商证券

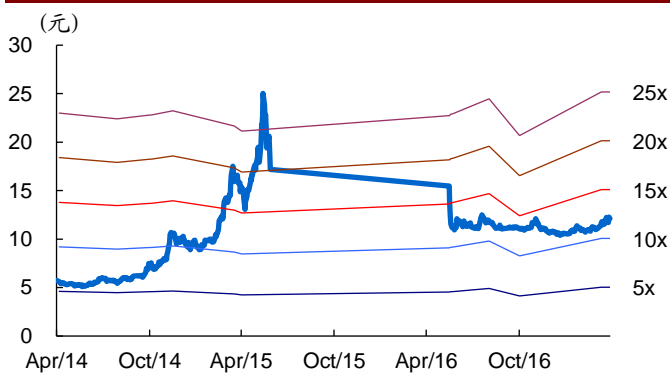
5、投资策略: 双周期共振, 维持强烈推荐

(1) 公司是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, 一季报高速增长兑现了我们之前的判断。(3) 公司控股的建发房产是厦门最大房企, 一级土地有望成为新的增长点。(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 10.6/9.2/8.3 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。

6、风险提示: 大宗商品价格下滑

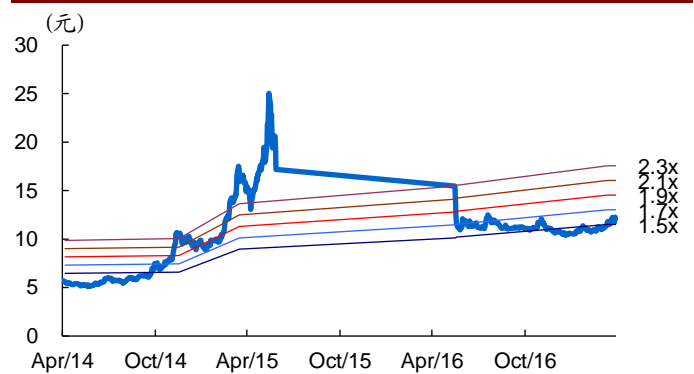
7、建发股份历史 PE&PB Band

图 6: 建发股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	99433	126425	130267	149602	169150
流动负债	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
长期负债	18904	28936	28936	28936	28936
长期借款	14137	17135	17135	17135	17135
其他	4767	11801	11801	11801	11801
负债合计	72763	93795	94268	109708	125026
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
负债及权益合计	99433	126425	130267	149602	169150

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	1123	(7557)	(400)	(400)	(400)
资本支出	(432)	(544)	(400)	(400)	(400)
其他投资	1555	(7013)	0	0	0
筹资活动现金流	(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)
现金净增加额	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
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	5024	5293	6305	7279	8033
所得税	1460	1343	1801	2090	2314
净利润	3564	3949	4504	5189	5719
少数股东损益	922	1095	1249	1438	1585
归属于母公司净利润	2641	2855	3255	3750	4134
EPS (元)	0.93	1.01	1.15	1.32	1.46

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料 (元)					
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
估值比率					
PE	13.0	12.1	10.6	9.2	8.3
PB	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.4	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。