

交通运输

2017年06月28日

建发股份 (600153)

——大宗回暖贸易改善，地产构筑稳固安全边际

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2017年06月27日

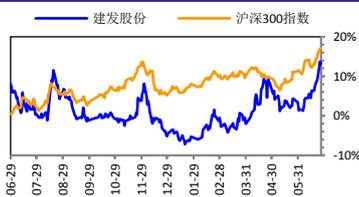
收盘价(元)	12.67
一年内最高/最低(元)	13.08/10.22
市净率	1.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	35922
上证指数/深证成指	3191.20/10535.36

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	7.73
资产负债率%	77.54
总股本/流通A股(百万)	2835/2835
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《建发股份(600153)点评：大宗回暖带来收入大增，17Q1 利润增长 32.76%》
2017/05/02

《建发股份(600153)点评：16 年实现利润增长 8%，股价低估静待改革催化》
2017/04/11

证券分析师

陆达 A0230516070002
luda@swsresearch.com

研究支持

罗江南 A0230115090002
luojn@swsresearch.com
匡培钦 A0230117040004
kuangpq@swsresearch.com

联系人

匡培钦
(8621)23297818x7717
kuangpq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **大宗品或全年强势，供应链业务收入、利润齐增长。**公司是厦门最大的国有企业，主营供应链及房地产业务，供应链业务涉足的行业或产品有纸张及浆纸材料、钢铁、船舶、汽车、化工原料及产品、通信设备、机械电子设备、箱包服装鞋帽、粮油、矿产品等，其中大宗品供应链收入占供应链的 50% 以上。2016 年下半年起，供给侧改革成效凸显，大宗品价格持续上升，引发各大生产企业补库存需求，加上中间商的囤货，整体大宗品成交极度活跃，建发作为传统行业龙头，在客户争取方面占据显著优势，17Q1 公司收入同比增长 69.67%。目前虽然大宗品价格下行，大宗品热情有所缓和，但整体需求依旧强劲，大宗品价格或维持相对稳定，对建发而言，全年预计供应链业务可实现 25% 左右的增长。
- **地产业务 NAV 估值 276.60 亿，构筑稳固安全边际。**公司房地产业务经历 35 年行业积淀，20 城市地产布局，已成长为国内最为优秀的地产企业之一，每年为公司贡献稳定利润，且房地产业务滚动开发亦可带来每年约 10% 以上利润增长。公司地产项目储备丰富，目前拥有待售面积 349 万 m²，待开发建筑面积 445 万 m²，待开发土地 729 万 m²，公司同期在福建、上海、长沙等核心区域拿地，保证房地产稳定滚动开发；根据我们保守测算，不考虑一级土地开发，公司现有地产相关业务 NAV 可达到 276.60 亿，构成公司市值的最稳定的安全边际。
- **一级土地开发储备形成潜在利润池。**一级土地开发是建发房地产业务的有效支撑和互补。近年来，厦门岛内房地产价格大幅增长，一方面厦门岛内土地资源有限，导致土地供给难以跟上经济发展、人口流入的速度；另一方面，岛内部分地区由于历史原因导致住房基础设施差，土地利用率低，具备极高的一级开发价值。公司目前在厦门中心区域拥有“后埔-枋湖”一级土地开放项目，土地面积总计 73.45 万 m²，已转让土地约 41.74 万 m²；考虑到岛内土地供应基本枯竭，为响应国家增加土地供应号召，后埔-枋湖项目极有可能在未来 3-5 年内逐步实现出让，根据之前的测算模式，我们预计余下 30 余万 m² 土地将总计为公司带来 147 亿收入，并带来 84 亿左右利润。
- **估值全市场最低，金砖国家会议构成确定性主题催化剂。**根据我们的预测，目前公司 2017 年业务综合 PE 估值仅 10 倍，与可比类地产公司 PE 持平，并未反映供应链业务价值。金砖国家会议将于 9 月在厦门召开，我们认为本次会议对公司会有两方面的影响：一方面建发集团的酒店、会展中心等场馆会直接受益；另一方面，借助金砖国家会议，厦门将进一步完善基础设施、拓展城市规模，使得厦门更加国际化，利好建发等厦门地区企业长期发展。
- **上调盈利预测，维持买入评级。**鉴于大宗品的强势，以及一级项目可能带来的增厚，我们上调盈利预测，预计 2017 年-2019 年公司净利润分别为 32.61 亿、39.87 亿、45.44 亿(原预测为 31.13 亿元、34.10 亿元、35.50 亿元)，EPS 分别为 1.15 元、1.41 元、1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 11 倍、9 倍、8 倍。分部估值，供应链采用相对估值为 220 亿，房地产业务采用相对估值及 NAV 折为 216 亿，叠加合理市值为 436 亿，对应股价为 15.35 元，具有至少 21% 的上涨空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**大宗贸易低于预期；一级土地项目转让低于预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	145,591	38,988	194,245	248,232	304,960
同比增长率(%)	13.66	69.67	33.42	27.79	22.85
净利润(百万元)	2,855	422	3,261	3,987	4,544
同比增长率(%)	8.08	32.76	14.23	22.26	13.97
每股收益(元/股)	1.01	0.15	1.15	1.41	1.60
毛利率(%)	8.0	5.0	8.0	8.0	7.6
ROE(%)	13.3	1.9	13.3	14.0	13.7
市盈率	13		11	9	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

考虑到今年以及未来大宗品可能持续高位稳定，以及一级土地项目会为公司带来持续的利润增量，我们预计 2017 年-2019 年公司净利润分别为 32.61 亿、39.87 亿、45.43 亿，EPS 分别为 1.15 元、1.41 元、1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 11 倍、9 倍、8 倍。分部估值，供应链采用相对估值为 220 亿，房地产业务采用相对估值及 NAV 折为 216 亿，叠加合理市值为 436 亿，对应股价为 15.35 元，具有至少 21% 的上涨空间，维持买入评级。

关键假设点

整体经济及贸易维持回暖势态；

公司房地产业务按计划推进

有别于大众的认识

部分投资者认为，公司目前处于其估值中枢，上涨弹性有限。

我们认为，目前公司与以往有三点不同：1、供应链业务上量迅速，一季度收入增长主要得益于大宗品贸易回暖，叠加建发的垄断优势，未来大概率保持高位稳定；2、当前市场环境下，一级土地项目形成的利润池有望在 2018 年开始释放业绩；3、金砖会议的召开构成确定催化剂。

股价表现的催化剂

厦门金砖会议召开；

大宗商品价格再次超预期上涨；

一级土地开发项目速度转让超预期。

核心假设风险

大宗贸易大幅低于预期

一级土地项目转让低于预期。

目录

1. 建发集团旗下贸易、地产上市平台	6
1.1 厦门国资委控股，集团资源雄厚	6
1.2 大宗供应链、房地产双主业齐头并进	7
2. 供应链运营：主打服务费模式，大宗回暖受益.....	9
2.1 区域供应链龙头，营销网络布局全国	9
2.2 规模效应构筑供应链业务竞争壁垒.....	11
2.3 行业回暖，龙头显著受益	15
3. 房地产：利润稳定，一级项目构筑利润池.....	16
3.1 地产业务增长稳定，贡献七成左右利润.....	16
3.2 一级土地开发项目构成利润池.....	22
3.3 地产业务 NAV 达 270 亿以上，构筑安全边际	23
4. 厦门金砖会议构成确定性催化剂	25
5. 盈利预测及估值.....	27
5.1 2017 年预计实现净利润 32.61 亿	27
5.2 对标可比公司参数，估值偏低.....	29

图表目录

图 1：公司隶属关系及旗下控股子公司情况	6
图 2：建发股份营业收入增长稳定	7
图 3：建发股份归母净利润每年保持稳定增长	7
图 4：建发股份覆盖浆纸、矿产等各种原材料产品	8
图 5：建发股份各业务营收占比	8
图 6：建发股份各业务毛利占比	8
图 7：建发股份各业务毛利率	9
图 8：2016 年归母净利润拆分（亿元）	9
图 9：公司供应链业务收入仍保持增长	9
图 10：公司供应链业务毛利仍维持稳定	9
图 11：供应链运营业务子公司遍布全国并向海外拓展	10
图 12：供应链各业务营业收入稳步增长（亿元）	10
图 13：2016 年公司供应链运营各业务占比 更新	10
图 14：公司供应链体系全流程	12
图 15：各同业公司贸易业务毛利率对比	13
图 16：通过对整个供应链监管以达到对中小企业信贷的风险控制	14
图 17：建发股份钢材供应链业务流程图	14
图 18：钢铁、纸浆等大宗价格回暖	15
图 19：钢铁、纸浆等贡献供应链业务主要收入	15
图 20：近两季度收入同比大幅增长	15
图 21：重点钢铁企业铁矿存量较低	16
图 22：主要城市钢材库存处于低位	16
图 23：公司房地产业务收入保持高速增长	17
图 24：房地产公司利润稳定增长	17
图 25：一线、二线、三线房价近年来均出现大幅提升	18
图 26：截至 2016 年底公司房地产开发业务投资比例	18
图 27：后埔-枋湖旧村改造之前	22
图 28：后埔-枋湖旧村改造之后	22

图 29: 安置房-金秋花园	22
图 30: 安置房-龙湖花园	22
图 31: 16 前三季度建发集团各业务营业收入占比.....	25
图 32: 16 前三季度建发集团各业务毛利占比.....	25
图 33: 会展业务	26
图 34: 旅游业务	26
表 1: 国际贸易主要客户占比	11
表 2: 钢材、农产品和浆纸是三大核心产品 (单位: 亿元)	11
表 3: 房地产板块近三年又一期营业收入情况(单位: 亿元)	16
表 4: 建发房产商品房板块经营情况.....	17
表 5: 联发集团房地产开发数据.....	18
表 6: 公司按区域土地储备情况.....	19
表 7: 公司储备土地价值情况	19
表 8: 已建地产中还剩 347 亿元房产待售.....	20
表 9: 以现价计算, 在建房地产业务未来可销售额为 510 亿元	20
表 10: 建发房产一级土地开发明细	23
表 11: 建发股份房地产业务 NAV 测算 (亿元)	24
表 12: 建发旗下酒店情况(万元)	26
表 13: 集团各板块毛利率对比数据更新	27
表 14: 供应链业务收入预测 (亿元)	28
表 15: 地产业务盈利预测表 (亿元)	29
表 16: A 股供应链可比公司估值 (2017/06/27)	30
表 17: 建发股份房地产业务 NAV 测算 (亿元)	30
表 18: A 股地产可比公司估值 (2017/06/27)	31

1. 建发集团旗下贸易、地产上市平台

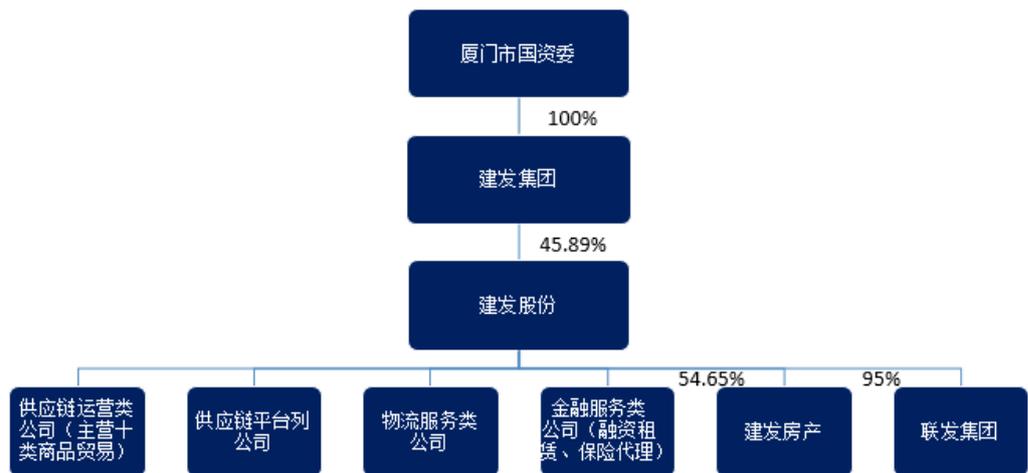
1.1 厦门国资委控股，集团资源雄厚

公司背靠大树资源雄厚，厦门国资委为实际控制人。建发股份隶属于厦门建发集团。建发集团于1998年将集团本部将贸易相关的进出口部门和全资拥有的4家公司折股投入并公开发行A股，成立建发股份。建发股份上市至今，总股本已增至28.35亿股，其中建发集团占比44.97%，为公司控股股东；社会公众股占比53.26%，厦门市国资委全资持有建发集团股份，公司实际控制人为厦门市国资委。

公司是建发集团旗下贸易、地产平台。建发集团主营4大块业务，分别是供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展业。建发股份是建发集团控股的上市公司，是集团的贸易和地产平台。此外，建发集团还主要参股厦门航空、厦门国际银行、厦门国际信托、君龙人寿保险、厦门农商银行、厦门法拉电子。

扁平化管理提效率，子公司各司其职。股份公司内部拥有较好的扁平化管理模式，其中，总部主要负责制定供应链运营业务的发展战略、统筹协调各业务板块的运营，该公司旗下拥有控股一级子公司36家，子公司主要分为供应链运营和房地产开发两大类。供应链运营类子公司基本涵盖了公司运营的各类贸易产品以及供应链条上的采购、分销、物流、仓储、销售等所有核心业务，并且平台型运营子公司负责所在区域的平台搭建和市场开拓，另外有昌富利（香港）贸易有限公司这样的连通母公司与其他国家贸易供应链运营的枢纽公司。房地产开发类子公司以建发房产和联发集团为主体。

图 1：公司隶属关系及旗下控股子公司情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 大宗供应链、房地产双主业齐头并进

福建省内最大国企，供应链、地产双主业国内领先。建发股份是福建最大国企，双主业均国内领先，盈利稳步增长波动较小。该公司是福建省最大的国有企业，在2011年中国企业500强中排名第119位，2012年位居“中国上市公司500强”第51位，2012年至今连续4年位居福建企业100强榜首位置。

2015年公司实现收入1281亿，同比增长5.92%，实现净利润26.41亿，同比增长5.35%。2016年上半年，公司实现收入551亿，同比增长5.65%，实现归母净利润8.62亿，同比增长18.13%，扣非后同比大幅增长68.23%。16H1大宗行情回暖为公司带来业绩的大幅提升。

图 2：建发股份营业收入增长稳定



图 3：建发股份归母净利润每年保持稳定增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

供应链、地产双核心业务，攻守兼备保障竞争力。建发股份主营业务由供应链运营和房地产开发两部分构成。

供应链运营方面：公司从成立之初便开始从事贸易行业，经过20年的运营，贸易已遍布全球。公司被《财富》中文版评为中国上市公司批发零售行业第4位，目前公司在供应链运营领域已形成浆纸、钢铁、物流服务十大核心业务品牌。

公司是福建省最大的生产资料供应链企业，拥有二十多年的贸易和物流行业经验。目前公司已完成从传统贸易商向集“贸易结算、第三方物流、金融服务、信息服务和方案策划”为一体的供应链运营商战略转型。公司的供应链运营以国际贸易、国内贸易及物流业务为核心，为客户提供从原材料及零部件采购、运输、储存、成品分销直至送达最终客户的供应链管理服务，目前涉足的行业或产品有纸张及浆纸材料、钢铁、船舶、汽车、化工原料及产品、通信设备、机械电子设备、箱包服装鞋帽、粮油、矿产品等。

图 4：建发股份覆盖浆纸、矿产等各种原材料产品

主要经营产品	物流服务	供应链运营单位	供应链业务网络
浆纸 矿产 轻纺 机电 酒类	钢铁 农产品 化工 汽车	国内物流服务 国际物流服务 保税物流服务 展会物流服务 个性化物流服务	供应链运营单位 供应链运营平台公司
	金融服务		供应链业务网络

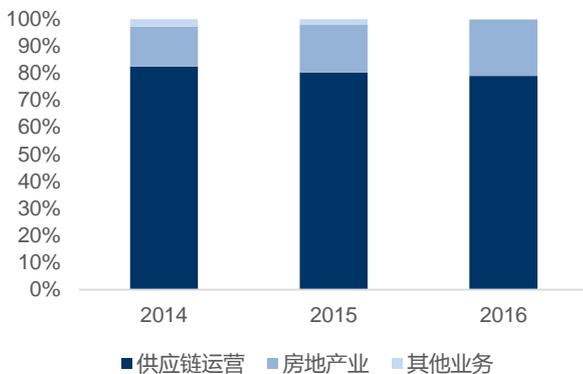
资料来源：公司公告，申万宏源研究

房地产开发方面：控股子公司建发房产和联发集团是公司分别于 2009 年和 1999 年通过收购的方式取得其控制权的房地产业务运营主体，均具有房地产开发壹级资质，2014 年均入围中国房地产百强企业（一家第 39 名、一家第 52 名）。房地产开发及物业租赁业务由公司控股的建发房地产集团有限公司、联发集团有限公司为经营主体，涉及住宅、高层商务楼、商业地产、大型公建等，目前在厦门、福州、上海、成都、长沙等地有分支机构。

除此之外，公司还有实业投资业务、装修、物业服务等其他业务，均是以供应链业务相关业务投资和盈利性的金融资产投资为主，目前占比很小。

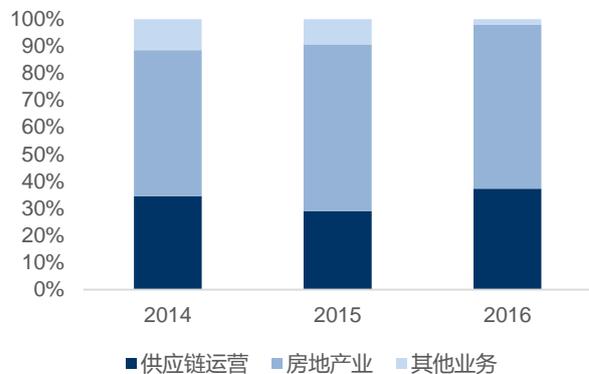
供应链约贡献 3 成净利润，房地产约贡献余下 7 成。从营收上看，公司供应链运营业务占比 80%-90%，房地产开发业务占比 10%-20%；从毛利上看，房地产业务占比在 50%以上，供应链占比在 30%左右，主要是地产业务毛利率较高所致；从利润上看，供应链运营业务占比约 28%，房地产开发占比约 72%。

图 5：建发股份各业务营收占比



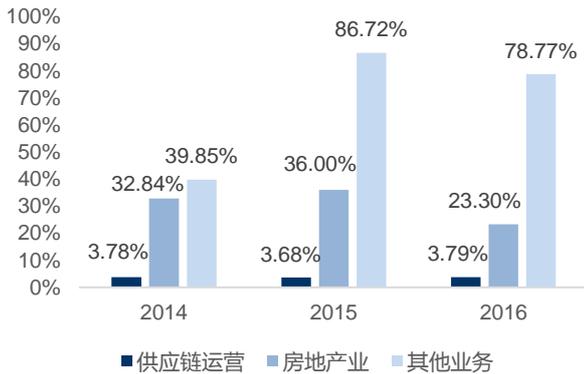
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：建发股份各业务毛利占比



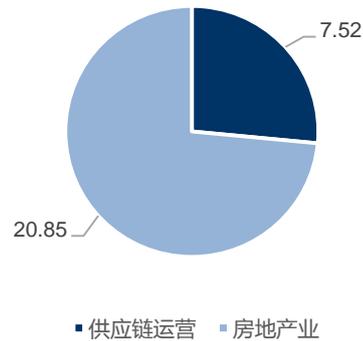
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：建发股份各业务毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：2016 年归母净利润拆分（亿元）



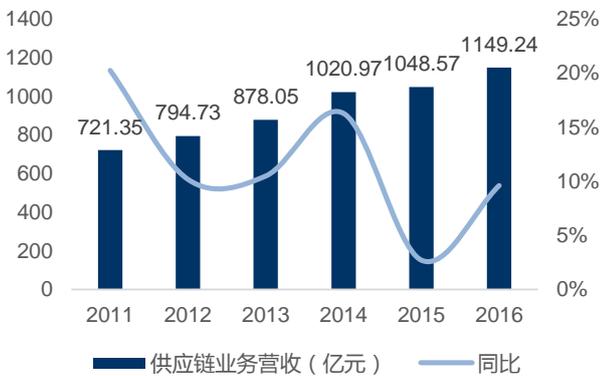
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 供应链运营：主打服务费模式，大宗回暖受益

2.1 区域供应链龙头，营销网络布局全国

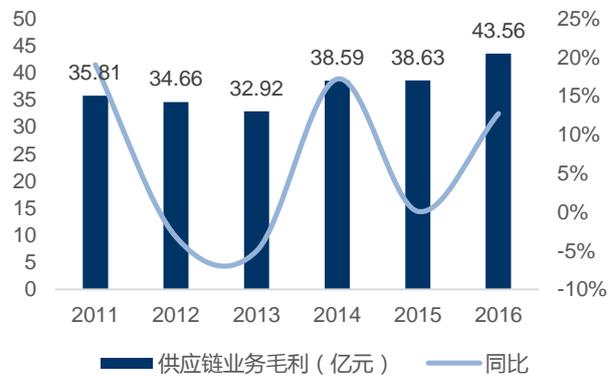
厦门地区最大供应链企业。2016 年供应链营业收入 1149.57 亿，同比增长 9.6%，是厦门地区最大供应链企业。利润获取方面，16 年实现毛利 43.56 亿，同比增长 12.76%，毛利率为 3.79%，同比增加 0.11 个百分点，毛利率水平历年来基本保持稳定。

图 9：公司供应链业务收入仍保持增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：公司供应链业务毛利仍维持稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

以厦门地区为核心，网络遍布全国。公司旗下有 10 大供应链运营平台公司，包括建发（北京）、昌富利（香港）等，为公司的贸易窗口，主要是为各个产品贸易类子公司以及提供物流、金融服务的子公司提供交易窗口，已达成各地上下游客户与公司业务的有效连接，10 大平台公司遍布北京、上海、广州、天津、成都、武汉、青岛、香港、加拿大、美国。物流服务类子公司包括建发物流集团有限公司等遍布全国，并且公司早已布局国际贸易，在中东、美国、新加坡等国家已经占有不小的贸易份额。

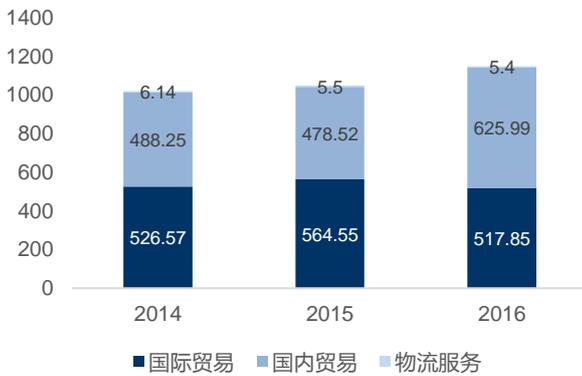
图 11：供应链运营业务子公司遍布全国并向海外拓展



资料来源：公司公告，申万宏源研究

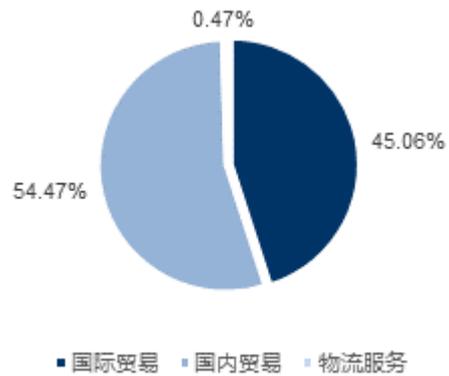
内外贸协同发展，共担风险保证稳增长。从结构上来看，公司供应链业务主要包含国际贸易业务、国内贸易业务和物流业务三类。国际贸易方面，进口方面主要是轻工、五矿、化工、粮油、土畜等产品类别，而出口方面则主要是轻工、纺织服装、机电和五矿类产品；国内贸易方面，主要从事浆纸、钢材和汽车的采购及销售业务。

图 12：供应链各业务营业收入稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：2016 年公司供应链运营各业务占比 更新



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：国际贸易主要客户占比

2014		2015		2016	
国家	占比%	国家	占比%	国家	占比 (%)
美国	14.27%	美国	14.58%	美国	12.67%
韩国	6.37%	中东地区	12.72%	香港	8.64%
俄罗斯联邦	4.82%	韩国	7.02%	马绍尔群岛	6.38%
缅甸	4.08%	新加坡	6.12%	新加坡	4.97%
香港	4.00%	俄罗斯联邦	4.60%	俄罗斯联邦	4.03%
德国	3.97%	香港	4.23%	伊朗	3.84%
阿联酋	3.79%	德国	4.17%	韩国	3.71%
荷兰	3.76%	缅甸	2.93%	德国	2.52%
伊朗	3.75%	马来西亚	2.78%	阿联酋	2.18%
新加坡	3.19%	其他	40.85%	安提瓜和巴布达	0.0212
其他	48.01%			其他	48.95%
合计	100.00%	合计	100.00%	合计	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

钢材、矿产及纸浆是公司主要贸易产品。公司供应链运营中最主要的贸易板块主要产品为浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电、汽车、酒类，合计占公司贸易收入的90%以上，其中钢材、浆纸、中高端汽车贸易服务处于行业内领先位置。

表 2：钢材、农产品和浆纸是三大核心产品（单位：亿元）

产品	2013		2014		2015		2016	
	收入	占比%	收入	占比%	收入	占比%	收入	占比%
钢铁	239	27.26%	289	28.33%	278	26.47%	381	33.16%
农产品	67	7.63%	157	15.41%	234	22.36%	-	-
矿产	121	13.76%	116	11.34%	132	12.59%	128	11.14%
浆纸	98	11.19%	118	11.51%	121	11.51%	139	12.10%
汽车	51	5.83%	64	6.32%	64	6.09%	73	6.35%
化工	72	8.17%	77	7.49%	33	3.13%	-	-
轻工纺织	39	4.46%	50	4.88%	51	4.86%	-	-
机电五矿	36	4.09%	50	4.85%	51	4.89%	-	-
物流	8	0.90%	6	0.60%	5	0.52%	-	-
合计	731	83.30%	926	90.73%	969	92.43%	721	62.75%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

*注：2016 年数据未完整披露

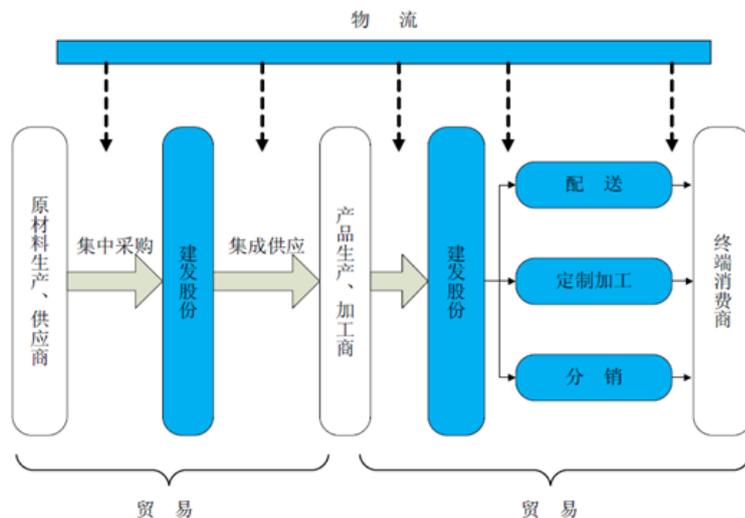
2.2 规模效应构筑供应链业务竞争壁垒

总体来讲，供应链公司最重要的是规模效应。一方面，在于巨大的规模带来服务整合的先发优势；另一方面，资金优势明显，资金垫付衍生出的供应链管理有效的盘活存量资金，同时通过期货交易锁定价格波动风险，稳稳地赚取服务费用。

优势一：一体化服务整合先发优势。公司提前意识到随着信息化程度提高，原有赚取利差的贸易模式难以持续，而供应链运营更贴近客户需求。大宗供应链运营通过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，将上下游各环节厂商整合成一个网络，通过对物流、资金流、信息流的有效管控，实现“三流合一”，为客户提供包括资金、下游获取等增值服务。因此，公司向供应链运营商进行战略转型，目前，公司与 150 多个国家和地区建立了业务关系，并且拥有健全的贸易业务网络和物流设施，通过对贸易、物流等业务的整合，构建了以贸易为核心，物流仓储为基础，以实业投资和金融服务为纽带的完整价值链。目前来看，能够在公司供应链业务主营产品范围内提供一体化供应链解决方案的公司少之又少，建发股份先发制人，通过常年的积累加上高效的战略调整提升了该业务的准入门槛。

以大宗平台为服务基础，参与产业链管理。从整个供应链条上看，公司相当于平台型的公司，打通了上下游产业，利用规模效应以及强大的分销网络和物流系统，有效连接了上游原材料供应商、中游产品生产加工商和下游终端客户，成为整个生产链条中不可分割的一部分。公司在该平台业务上耕耘数十年，全国采购、销售网络四通八达，尤其在福建省及周边地区，具备大宗商品龙头分销商的地位，竞争力明显，具有不可替代性。物流作为非常重要的一环，公司已经发展成一套完整的体系，为国内外的采购商、分销商提供集物流、信息流和资金流为一体的全程物流服务，包括境内外全程运送及清关服务、境内外供应商及经销商库存管理、保税物流、展品物流服务、仓单质押、代理采购分销等。

图 14：公司供应链体系全流程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

不同于传统贸易公司的赚取差价的单一模式，建发供应链的盈利主要来自于三个方面：

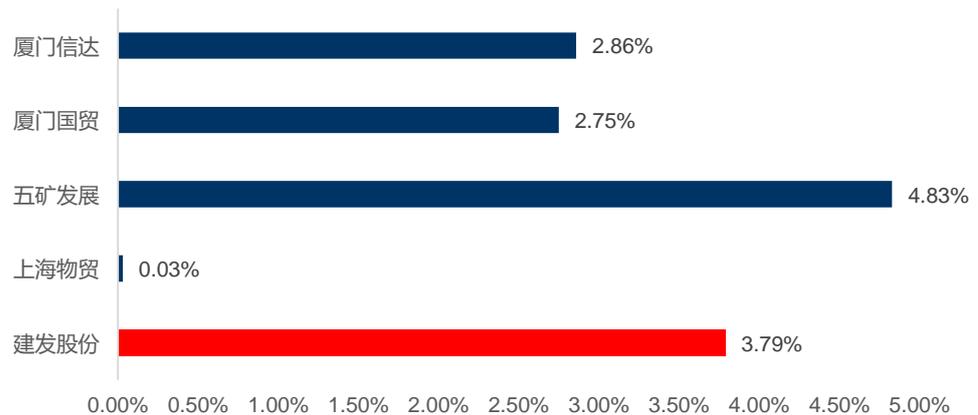
其一，利用强大的分销能力，赚取差价。主要收入来源在于利用上下游信息不对称、规模效应以及分销网络等优势赚取产品利润差额，类似传统贸易商的模式；

其二，参与定制加工环节。建发股份作为地方龙头型贸易商，不仅具有传统贸易商的盈利模式，公司采取的是一整套的供应链解决方案。通过产品统一筹划，将采购成本及销售成本降到较低水平；通过客户定制化，还能在定制加工等环节赚取利润；

其三，利用资金及客户优势，大力发展供应链金融业务。借助上市平台良好的融资能力，为产业链条上为中小公司的供应链金融服务，赚取金融利差。

总而言之，建发股份的供应链业务涵盖了贸易、物流、金融三位一体的服务，保证了相较于同行而言更高的利润率。与同业贸易公司相比，公司毛利率处于领先地位。

图 15：各同业公司贸易业务毛利率对比



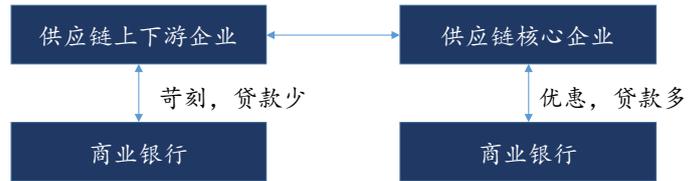
资料来源：Wind，申万宏源研究

优势二：资金规模优势带来的业务拓展。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而产生的服务费、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。除账面货币资金充裕，由于资信情况良好，公司同时获得了多家银行的授信额度，具备很强的外部融资能力。

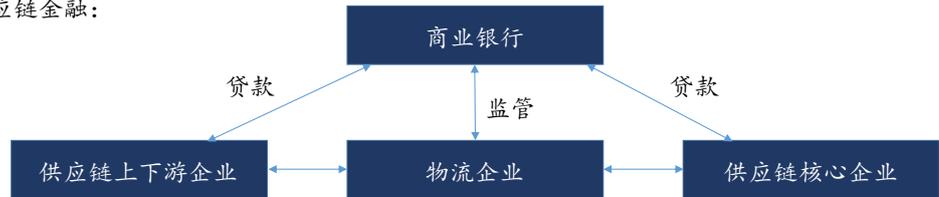
供应链金融业务盘活资金，加强客户粘性。有别于传统金融信贷，供应链金融是使资金供给端围绕整个供应链条上的核心企业，来管理上下游中小企业的资金流。资金供给端通过立体获取供应链上的各类信息，把单个企业的不可控风险转变为供应链整体的可控风险，以达到将风险控制最低。现阶段供应链金融业务分为物权和债权抵押两种模式，其中当抵押物价格上升时，物权抵押模式风险较小，也是供应链企业能够有效控制风险的最主要原因。

图 16: 通过对整个供应链监管以达到对中小企业信贷的风险控制

传统信贷模式:



供应链金融:

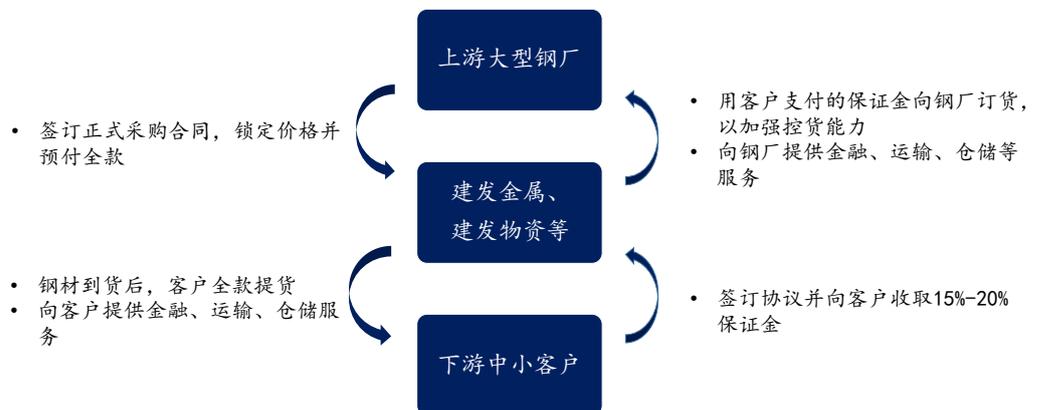


资料来源: 公司公告, 网络资料整理, 申万宏源研究

公司旗下供应链金融类控股子公司目前主要有六家: 厦门星原融资租赁有限公司 (主营融资租赁、租赁财产的残值处理及维修、租赁交易咨询和担保、保险兼业代理)、厦门建发恒驰金融信息技术服务有限公司 (主营融资租赁、保险代理、电子商务服务)、天津信原融资租赁有限公司 (主营保险代理、融资租赁)、厦门恒驰汇通融资租赁有限公司 (主营汽车、机械、游艇等融资租赁)、香港建荣航运有限公司 (主营船舶融资租赁)、建发保险代理有限公司。

优质合作案例: 首钢最大合作伙伴, 全链条获得利润。 公司下属子公司建发金属和建发物资主营钢材板块运营, 建发金属是首钢、津西钢铁最大战略合作伙伴, 建发物资是山东钢铁集团有限公司和本钢集团有限公司等多家大型钢厂战略合作伙伴。在公司目前钢材供应链模式下, 可以向钢厂和中小客户提供资金、运输、仓储等一系列的增值服务, 从贸易链条的各个环节赚取利润, 盈利模式远优于传统贸易模式。另外, 在目前国家供给侧改革、去产能的大背景下, 钢厂往往专注于钢材生产技术以达到节能降本标准, 因此会适当砍掉仓储、物流等边缘业务, 正是处于发展钢材供应链增值业务的良好时机。

图 17: 建发股份钢材供应链业务流程图

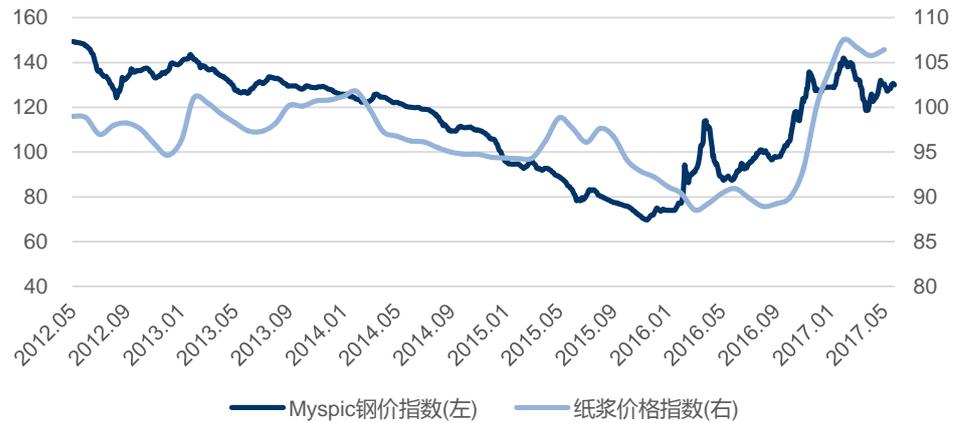


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2.3 行业回暖，龙头显著受益

风雨后见春暖花开，供给侧改革带来大宗商品价格回暖。大宗商品在经历了多年价格走低行情后，在去年下半年开始终于随经济复苏行情回暖。以与公司供应链业务密切相关的钢材和纸浆为例来看，去年下半年开始，钢材市场受益于去产能及经济复苏，价格进入回升期，截止5月底Myspic钢价指数收于130.43点，较去年同期增长47.31%，较去年低点回升87.21%；同时纸浆也受益于需求增长价格回升，截止5月份中国造纸协会纸浆价格总指数收于106.44点，同比增长17.74%，较去年低点回升19.69。

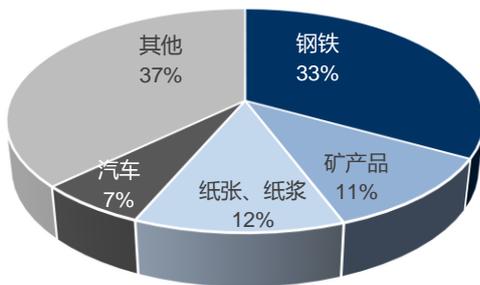
图 18：钢铁、纸浆等大宗价格回暖



资料来源：Wind，申万宏源研究

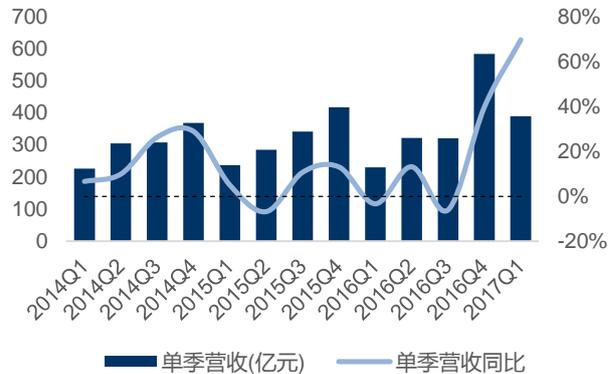
受益大宗行业回暖，近两季度业绩大幅增长。供应链业务贡献公司80%左右收入，其中钢铁、矿产品及纸浆等大宗贸易收入占供应链业务总收入五成以上，同时公司积极发展平行车进口业务。受益于钢铁、纸浆等大宗商品价格回升及汽车进口业务量增长，公司去年四季度开始收入同比大幅增长，且今年一季度延续增长势态，16Q4、17Q1单季营收分别同比增长39.8%和69.7%。收入增长同时带来了利润的增加，16Q4和17Q1单季归母净利润分别15.40亿元、4.22亿元，分别同比增长49.3%、32.8%。

图 19：钢铁、纸浆等贡献供应链业务主要收入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：近两季度收入同比大幅增长



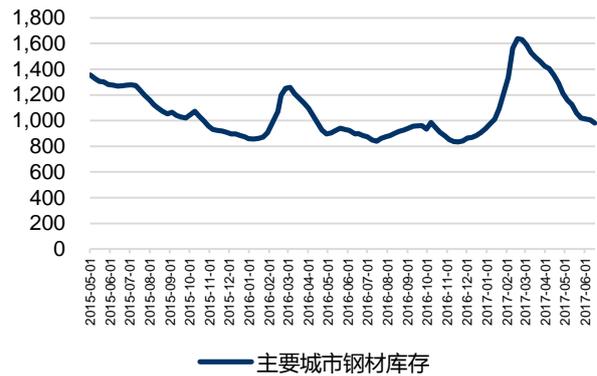
资料来源：公司公告，申万宏源研究

行业回暖预期将持续，公司业绩有望全年突破性增长。一方面，受益于经济复苏，钢材、纸浆等大宗商品需求旺盛，钢铁等产成品库存均处于历史低位；另一方面，矿石等原材料目前多存于港口，港口外尤其是生产企业内库存较少，周转率较快，可以认为目前供需关系上需求仍占主导，但供给端已经逐步在发力，未来大宗交易量大概率呈高位稳定状态。另外公司仍不断完善供应链运营业务各个环节的协作，积极降本增效，提升自身竞争力，在收入增长的带动下，我们预计全年业绩将有望突破性增长。

图 21：重点钢铁企业铁矿存量较低



图 22：主要城市钢材库存处于低位



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 房地产：利润稳定，一级项目构筑利润池

3.1 地产业务增长稳定，贡献七成左右利润

35年行业积淀，20城市地产布局。除了供应链运营业务，建发股份另一核心业务为房地产开发业务，公司自1981年开始经营房地产业务，至2016年3月末已完成房地产开发约1615万平方米。该业务主要由控股子公司剪发房地产集团有限公司和联发集团有限公司负责经营，主要涉及住宅、高层商务楼、商业地产、安置房、以及土地开发、大型公建等项目。公司目前在已在厦门、福州、上海、长沙、成都、漳州、泉州、石狮、长乐、龙岩、建阳、三明、南昌、南宁、桂林、重庆、天津、武汉、扬州和鄂州等20个城市开展房地产业务，已发展成全国一流的房地产企业。公司房地产开发业务以住宅地产开发为主，占比接近90%，另有部分商业地产出租业务。

表 3：房地产板块近三年又一期营业收入情况(单位：亿元)

项目	2013 年度		2014 年度		2015 年度		2016 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
住宅	105.1	77.28%	161.8	88.53%	188.6	85.90%	272.9	89.89%
住宅、商业	15.7	11.51%	20.4	11.14%	30.1	13.70%	22.8	7.51%
安置房	1.5	1.10%	0.6	0.33%	0.9	0.40%	7.9	2.60%
一级土地开发	13.7	10.10%						
合计	136	100.00%	184.4	100.00%	229.5	100.00%	303.6	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

得益于行业发展，房地产业务高速增长。近年来，公司房地产业务开展较为顺利，业绩增速保持在较高水平，营业收入稳步提高，2015 年全年营收已接近 230 亿，同比增长 24.46%。公司 2014 年房地产业务毛利率同比出现一定幅度的负增长，部分原因是由于公司 2013 年转让了部分开发的土地，毛利率为 100%，导致 2013 年房地产业务整体毛利率偏高。

图 23：公司房地产业务收入保持高速增长

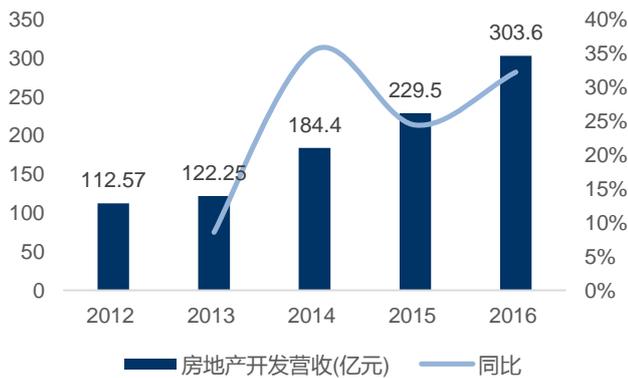
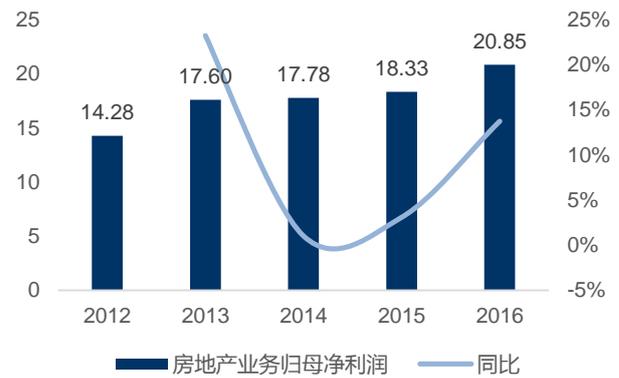


图 24：房地产公司利润稳定增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

地产业务主要由建发房产、联发集团两家子公司运营。

其中，建发房产主要经营福建境内及周边的地产项目，上市公司持股 54.65%，余下部分为集团持股，全国房地产第 35 位；2016 年实现营业收入 204.14 亿元，同比增加 42.69%；净利润 20.66 亿元，同比增加 11.67%。

表 4：建发房产商品房板块经营情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
开发完成投资（亿元）	160.48	154.29	274.45	73.36
房屋新开工面积（万平方米）	166.82	156.74	89.1	41.33
房屋施工面积（万平方米）	409.77	404.92	420.14	461.47
房屋竣工（交房）面积（万平方米）	101.07	194.06	153.22	-
房屋销售面积（万平方米）	59.94	117.16	116.11	20.93
土地储备情况（万平方米）	166.81	179.61	329.49	325.43
平均价格（万元/平方米）	1.65	1.58	1.52	1.31
实际销售额（亿元）	98.62	184.93	176.44	27.51
净利润（亿元）	17.4	18.5	20.66	0.97

资料来源：公司公告，申万宏源研究

联发集团上市公司持股直接持股 75%，间接持股 20%，余下部分为集团持股，全国房地产第 51 位；2016 年实现营业收入 111.73 亿元，同比增加 22.86%；净利润 10.06 亿元，同比增加 16.30%。

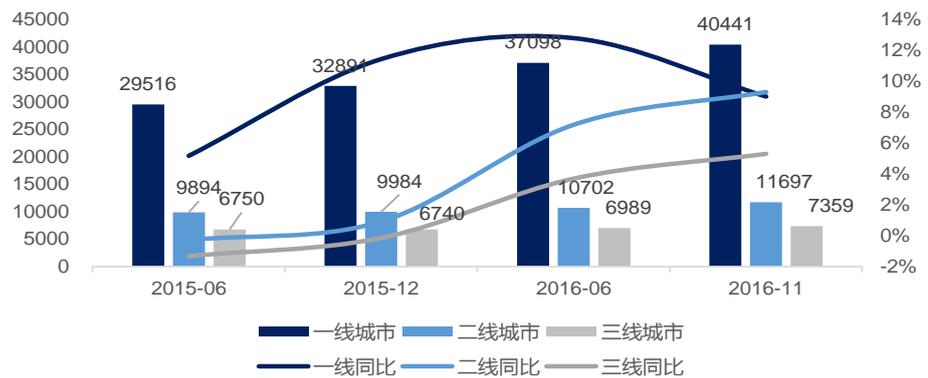
表 5：联发集团房地产开发数据

项目	2013	2014	2015	2016 年
开发完成投资 (亿元)	72.39	40.42	53.63	-
新开工面积 (万平方米)	107	139.8	117.87	198
竣工面积 (万平方米)	69	77.77	131.46	120
在建面积 (万平方米)	280	334.09	339.07	-
拿地均价 (万元/平方米)	0.16	0.24	0.22	-
销售均价 (万元/平方米)	1.01	0.94	0.85	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

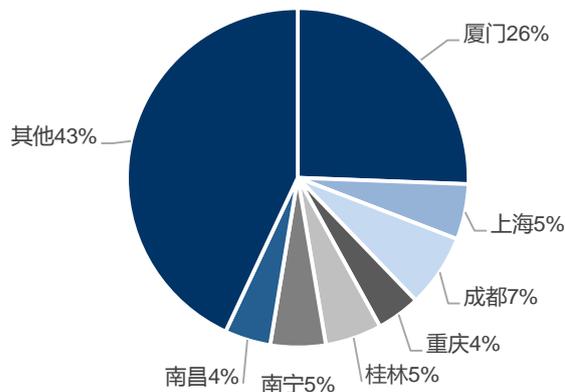
以福建为基拓展一二线城市，土地储备规划建筑面积 729 万 m^2 。截至 2016 年底，公司房地产开发总投资额以达到 910 亿元，投资方向逐渐在向厦门、上海、重庆、成都等上涨预期较强的一线或准一线城市倾斜，在上海房地产项目上其投资总额已高达 48.1 亿元，占比 5%。截止 2017 年 1 季度，公司在全国各地拥有土地储备 729 万平米（建筑面积），其中福建省内占比 32%，其余均匀分布在全国各省份中心城市。目前来看，房地产行业仍受到国家政策影响，处于下行周期，但是在一线及准一线城市房产仍然供大于求，具备一定上涨空间，二线小幅下滑但基本维持高位，对公司业绩有一定帮助。

图 25：一线、二线、三线房价近年来均出现大幅提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：截至 2016 年底公司房地产开发业务投资比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：公司按区域土地储备情况

省/市	规划建筑面积 (万平方米)	占比
福建省	233.09	31.96%
其中：厦门	25.80	3.54%
天津	21.98	3.01%
南昌	18.99	2.60%
扬州	26.26	3.60%
南宁	3.04	0.42%
桂林	6.89	0.94%
重庆	27.83	3.82%
武汉	0.00	0.00%
杭州	12.26	1.68%
苏州	46.49	6.38%
上海	26.50	3.63%
长沙	43.34	5.94%
合肥	8.49	1.16%
深圳	2.61	0.36%
成都	27.28	3.74%
柳州	64.31	8.82%
赣州	24.31	3.33%
南京	12.33	1.69%
悉尼	1.15	0.16%
鄂州	122.06	16.74%
总计	729.22	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 7：公司储备土地价值情况

项目	储备土地面积(万平方米)	成本价值(亿元)	平均单价(元/平方米)	所属建发股份权益(亿元)
建发房产	325.43	101.16	3108.50	55.28
联发房产	403.79	294.41	7291.17	279.69
合计	729.22	395.57	5424.56	334.97

资料来源：公司公告，申万宏源研究

待售面积 349 万 m^2 ，待建面积 445 万 m^2 。公司已经建造好的房产共销售掉了 1026 万平方米，目前还有 349 万平方米待售，根据已售均价测算，如果把建好待售的房地产全部销售完，可以实现营业收入 347 亿元。另外，公司还有在建面积 914 万平方米，建设期为 2012 年-2018 年，遍布厦门、上海、福州、成都等一二线城市，假设公司上海房地产均价 5.5 万/平方米、厦门 2.3 万/平方米、福州 1.5 万/平方米、天津 1 万/平方米，其余地区 7000 元/平方米估算，如果把在建项目全部销掉，可实现收入 510 亿元；根据 10% 的净利率计算，总计可获得利润约 84 亿。

表 8：已建地产中还剩 347 亿元房产待售

区域	建筑面积 (万平方米)	已销售面积 (万平方米)	已售均价 (元/平方米)	剩余面积 (万平方米)	可销售额 (万元)
厦门	50.25	26.25	32735	24.00	785640
漳州	58.33	22.41	9045	35.92	324896.4
福州	15.27	5.31	17335	9.96	172656.6
泉州	20.84	9.56	7770	11.28	87645.6
苏州	22.53	8.60	17279	13.93	240696.47
上海	18.41	5.49	50401	12.92	651180.92
长沙	26.49	6.66	7591	19.83	150529.53
三明	16.78	8.16	6135	8.62	52883.7
成都	28.63	12.49	8529	16.14	137658.06
南平	31.34	9.22	5860	22.12	129623.2
龙岩	26.40	14.64	6698	11.76	78768.48
南宁	29.42	17.39	9040	12.03	108751.2
莆田	14.86	9.03	7955	5.83	46377.65
南昌	19.85	13.77	10157	6.08	61754.56
赣州	23.17	2.22	7168	20.95	150169.6
桂林	43.56	30.33	5004	13.23	66202.92
柳州	6.75	3.39	8478	3.36	28486.08
重庆	18.26	11.31	9005	6.95	62584.75
武汉	5.65	2.04	13025	3.61	47020.25
天津	17.09	14.84	18140	2.25	40815
扬州	12.66	7.73	9474	4.93	46706.82
合计	506.54	240.84		265.70	3471047.79

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 9：以现价计算，在建房地产业务未来可销售额为 510 亿元

区域	权益面积 (万平方米)	当前新房均价 (元/平方米)	预计均价 (元/平方米)	可销售额 (万元)
漳州	18.6	9045	9497.25	176648.85
福州	2.03	17335	18201.75	36949.5525
上海	3.47	50401	52921.05	183636.0435
长沙	16.37	7591	7970.55	130477.9035
成都	13.31	8529	8955.45	119197.0395
龙岩	6.12	6698	7032.9	43041.348
南平	13.45	5860	6153	82757.85
泉州	13.13	7770	8158.5	107121.105
三明	13.48	6135	6441.75	86834.79
苏州	15.3	17279	18142.95	277587.135
厦门	26.77	32735	34371.75	920131.7475
漳州	20.86	9045	9497.25	198112.635
莆田	33.44	7955	8352.75	279315.96
南昌	40.44	10157	10664.85	431286.534

赣州	7.52	7168	7526.4	56598.528
南宁	35.2	9040	9492	334118.4
桂林	73.77	5004	5254.2	387602.334
柳州	9.45	8478	8901.9	84122.955
重庆	23.19	9005	9455.25	219267.2475
鄂州	2.74	4303	4518.15	12379.731
扬州	16.38	9474	9947.7	162943.326
天津	40.26	18140	19047	766832.22
合计	445.28			5096963.235

资料来源：公司公告，申万宏源研究

物业租赁小幅增厚公司利润，重估价值高达 98 亿。除住宅地产出售业务外，建发也拥有部分物业租赁业务，其运营的优质写字楼包括厦门悦享中心、厦门护理工业区、厦门护理写字楼等项目。2016 年建筑面积 110.25 万平米，同比增长 17.35%，租赁收入 3.46 亿，同比增长 18.09%。虽然整体收入较低，但由于租赁收入基本没有成本，因此转化为利润的能力更强。我们保守估测，假设未来租赁收入与 16 年持平，按公司现有资本成本 4.22% 作为折现率测算，公司租赁业务价值 81.88 亿元。根据我们测算，租赁物业的重估价值可达到 98 亿元。

表 5：公司物业出租情况

序号	地区	项目	经营业态	出租房地产的建筑面积(平方米)	出租房地产的租金收入(万元)	物业重估单价(万元/平米)	物业重估收入(万元)
1	厦门	悦享中心	商业、写字楼	89,000	3675	2.16	192240
2	厦门	湾悦城	商业	75,272	698	2.72	204740
3	漳州	美一城	商业	54,800	1726	0.46	25427
4	南宁	裕丰大厦	商业	28,100	4415	0.54	15062
5	南平	悦城中心	商业	63,100	105	0.47	29342
6	厦门	湖里工业园	厂房	181,400	4738	0.51	92514
7	厦门	杏林工业园	厂房	55,600	892	0.24	13344
8	厦门	黄金工业园	厂房	179,000	2484	0.26	46540
9	厦门	软件学院等	教育地产	70,100	1192	0.45	31405
10	厦门	湖里写字楼	写字楼	75,900	3843	1.30	98974
11	厦门	湖里颐豪酒店等	酒店	33,700	1121	1.42	47854
12	厦门	华美文创园	文创园	40,700	2550	0.95	38746
13	厦门	文创口岸	文创园	34,500	157	1.34	46230
14	厦门	联发电子商城	商场	30,900	1146	1.79	55157
15	桂林	联达商业广场	商场	57,400	1906	0.37	21238
16	南昌	联发大厦	写字楼	33,000	3903	0.78	25740
合计				1,102,472	34552		984551

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 一级土地开发项目构成利润池

厦门市重点建设项目，提升城市形象。厦门市湖里区后埔-枋湖片区位于湖里区行政中心，但是一直以来留给人们“城中村”的印象。为贯彻“提升岛内”战略，公司下属孙公司厦门禾山建设发展有限公司受湖里区政府委托负责后埔-枋湖片区旧村改造的开发建设，形成公司的一级土地开发项目。该项目于2008年5月批复立项，主要包括对枋湖、薛岭和后埔三个片区的拆迁改造、蔡坑安置房以及相关基础设施建设。项目改造期间发生的拆迁改造、安置房建造发生的全部资金由“厦门禾山”公司垫付，拆迁完成后公司将除用于建设安置房及配套设施以外的土地交由政府收储，政府根据土地的规划进行招拍挂工作，财政局按出售土地总金额的85%作为土地开发成本返还“厦门禾山”公司。

图 27: 后埔-枋湖旧村改造之前



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28: 后埔-枋湖旧村改造之后



资料来源：公司公告，申万宏源研究

安置房项目竣工，基本解决 2000 户居民安置问题。截至 2015 年底，“厦门禾山”总投资 4.80 亿元，完成了蔡坑安置房项目的建设，总用地面积 3.01 万平方米，建筑面积共 18.09 万平方米，现已安置 16.58 万平方米，安置工作顺利。盈利模式方面，公司按照政府制定的销售价格向特定符合条件的销售对象出售中低价位普通商品住房，截至 2017 年 3 月底，蔡坑安置房以回款 3.38 亿元，预计还将回款 1.41 亿元。此外，该项目还包含一部分商业配套设施，公司可以从相应销售中盈利。

图 29: 安置房-金秋花园



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30: 安置房-龙湖花园



资料来源：公司公告，申万宏源研究

一级土地项目完成开发,土地出让即可创造收入。截至2017年3月底,公司已投资85.88亿元,完成了对后埔-枋湖片区的土地一级开发,三个片区总用地面积73.41万平方米,可出让建筑面积163.23万平方米,现已出让土地面积41.74万平方米,扣除开发成本23.09亿元后,累计形成净利润约28.28亿元,后续可出让面积约119.45万平方米(建筑面积),经计算已出让土地均价14480元,假设土地价值不变,保守估计后续出让土地可为“厦门禾山”带来收入约147亿元,扣除开发成本带来净利润约84亿元。

表 10: 建发房产一级土地开发明细

地块编号	地块用途	座落	成交时间	出让面积 (平方米)		成交价 (万元)	已回款金额(万元)
				土地	建筑		
2009G45	城镇住宅、批发零售用地(商业)	湖里后埔片区, 双浦路东侧, 吕岭路北侧, 仙岳路南侧	2009/12/8	13,514	58,390	58,000	48,700
2010P14	城镇住宅、批发零售用地(商业)	湖里区06-07片区枋湖路与枋湖西路交叉口东南侧	2010/9/8	26,315	95,460	93,400	74,379
2011P20	城镇住宅、批发零售用地(商业)	湖里区后埔片区双浦路与金昌路(规划路)交叉口东南侧	2011/9/8	10,198	38,800	49,972	41,750
2011P22	城镇住宅、批发零售用地(商业)	湖里区06-05片区双浦路与金昌路交叉口东北侧	2011/12/20	21,159	83,800	92,970	78,350
2013P10	城镇住宅、批发零售用地(商业)	薛岭片区B3地块	2013/12/30	36,132	140,900	310,000	260,865
合计				107,319	417,350	604,342	504044

资料来源: 公司公告、申万宏源研究

3.3 地产业务 NAV 达 270 亿以上, 构筑安全边际

我们采用 NAV 法分联发房产、建发房产、物业租赁三部分进行价值测算, 其中折现率采用建发股份加权资本成本 4.22%。

- 1) **联发房产归属母公司价值 105.50 亿元。**据我们测算, 联发房产已建项目待售金额 116.63 亿元, 在建项目待售金额 385.27 亿元, 按公司资金回笼计划, 假设亿件项目未来两年确认收入, 在建项目从 17 年开始确认收入至 21 年为止。则公司销售房产净利润净现值共 32.43 亿元, 叠加账面净资产 73.16 亿元, 联发房产净现值 111.06 亿元, 归属建房股份价值 105.50 亿元。
- 2) **建发房产归属母公司价值 146.06 亿元。**建发房产已建项目待售金额 230.48 亿元, 在建项目待售金额 124.43 亿元, 采用与联发房产相同测算方法, 则建发房产销售房产净利润净现值 44.07 亿元, 同时其一级土地开发剩余利润现值 79.03 亿元, 叠

加账面净资产 150.03 亿元，联发房产净现值 267.26 亿元，归属建房股份价值 146.06 亿元。

3) **自持物业租赁业务重估价值 98.46 亿元。**公司旗下联发房产及建发房产初房地产开发业务外还运营物业租赁业务，据我们测算，重估价值 98.46 亿元，对应现账面价值 63.02 亿元溢价 35.44 亿元，按加权平均权益计算，归属建发股份溢价 25.03 亿元。

叠加联发房产净现值、建发房产净现值以及物业租赁业务重估价值溢价，最终我们测算建发股份房地产业务 NAV 达 276.60 亿元。

表 11：建发股份房地产业务 NAV 测算（亿元）

业务/子公司	项目	现值	2017	2018	2019	2020	2021	2021 年以后
			4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%
联发 95%	已建净利润	10.08	5.12	5.17				
	在建净利润	22.35	5.58	5.64	4.70	4.28	3.84	
	净资产	78.63						
	净现值	111.06						
	归属母公司价值	105.50						
建发 54.65%	已建净利润	21.25	10.79	10.90				
	在建净利润	22.82	8.37	8.46	2.82	2.85	1.44	
	一级开发利润	73.16		10.71	15.30	15.30	16.32	26.37
	净资产	150.03						
	净现值	267.26						
自持物业业务 70.64%	归属母公司价值	146.06						
	重估价值	98.46						
	账面价值	63.02						
	资产溢价	35.44						
	归属母公司溢价	25.03						
房地产业务总价值		276.60						
房地产业务总价值 (WACC 取 3%)		278.91						
房地产业务总价值 (WACC 取 5%)		275.17						
房地产业务总价值 (WACC 取 6%)		273.42						
房地产业务总价值 (WACC 取 7%)		271.74						

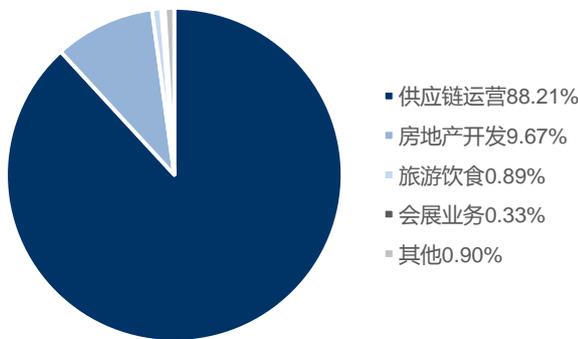
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 厦门金砖会议构成确定性催化剂

建发集团是福建省龙头企业。母公司建发集团其前身为厦门经济特区建设发展公司，是八十年代厦门市在设立经济特区初期为引进外资、侨资，引进国外先进技术和设备，兴办实业投资项目而创立的首批国有独资企业，目前仍隶属于厦门市国资委，由厦门市国资委 100% 控股。2015 年位列中国企业 500 强第 116 名、中国服务业 500 强第 44 名，多年来始终是福建省企业集团龙头。

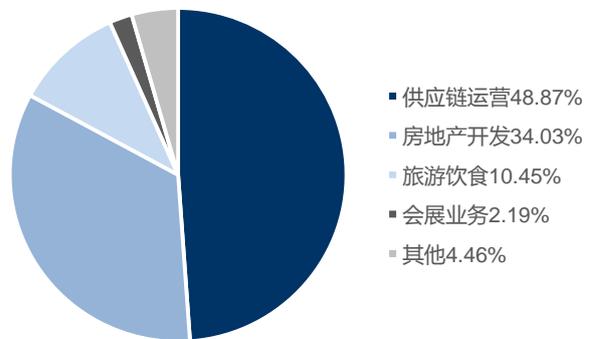
集团涉及旅游、会展等业务。除了其子公司建发股份主营供应链运营和房地产开发，建发集团主营业务还涉及旅游饮食业、会展业务等。另外，建发集团还涉及金融业务，由于对厦门国际信托有限公司从原来的 51% 控股减持至 10%，未纳入合并报表。

图 31：16 前三季度建发集团各业务营业收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：16 前三季度建发集团各业务毛利占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

旅游、会展业务在厦门地区具备垄断优势，金砖会议指定合作酒店，构成确定性催化。

集团控股子公司建发旅游集团拥有高端酒店“悦华”品牌、精品商务酒店“颐豪”品牌和旅游综合服务“建发国旅”品牌，综合实力居福建省旅游行业龙头地位，旅游资产注入后，基于现有的房地产开发全国网络布局，结合其旅游业、会展业已形成的品牌影响力，潜在具备向全国范围铺开酒店、会展中心的上游建造及下游运营为一体的综合型地产建设运营公司。鉴于公司酒店业务强大实力，旗下多家酒店也被指定为 9 月份厦门金砖会议合作酒店，其中厦门会议中心、厦门国际会展中心更是被指定为金砖会议主会场，构成确定性催化。

图 33: 会展业务



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 34: 旅游业务



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

表 12: 建发旗下酒店情况(万元)

酒店名称	2013 年营 收	2014 年营 收	2015 年营 收	2016 年 1-9 月营收	客房数 (间)	2016 年 1-9 月 出租率 (%)	参与金砖会 议情况
厦门国际会议中心酒店	13302.18	15211.32	14165.35	10788.19	520	46.02	主会场
厦门国际会展酒店	7067.22	6397.85	5967.65	3941.46	208	59.87	主会场
厦门悦华酒店	13183.26	14521.64	13871.23	9288.02	429	78.8	接待工作
厦门海悦山庄酒店	18749.29	19065.24	18671.37	14110.05	594	70.51	接待工作
厦门宾馆酒店	8985.53	9724.01	10443.43	7310.63	444	72.43	接待工作
泉州悦华酒店	11737.08	10819.99	10405.77	7180.05	359	66.69	
武夷山悦华酒店	5853.44	5125.89	5036.69	3417.43	204	36.97	
武夷山大红袍酒店	2154.72	2288.26	2255.36	1638.25	101	45.43	
厦门颐豪商务酒店	3240.49	3232.47	3244.64	2128.19	160	78.18	
厦门翔安颐豪酒店	1964.66	1967.43	1698.23	1150.44	103	90.16	
福建鲤鱼洲酒店	1407.97	2207.34	2521.84	1898.19	141	20.5	
福州悦华酒店	-	6621.24	9958.15	6901.05	173	72.89	
福建西宾酒店	1374.09	-	226.34	429.23	0	0	
温泉八闽楼酒店	-	1834.87	2825.40	1598.25	53	72.89	
厦门湖里颐豪酒店	-	493.30	2250.98	1586.26	167	67.87	
西湖大酒店	-	-	5286.98	6629.07	416	54.99	
合计	89019.93	99510.83	108829.41	79994.75	4,072		

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

旅游、会展业务同期具备资产注入潜质。集团的旅游、金融、会展、类金融业务板块的毛利率均好于建发股份目前主业, 这些投资回报率较高的业务资产的注入有利于公司提升业绩并完善业务范围。

表 13: 集团各板块毛利率对比数据更新

	2013	2014	2015 年	2016 年 1-9 月份
供应链运营	3.75%	3.78%	3.68%	3.93%
房地产开发	39.58%	32.81%	35.98%	24.93%
旅游饮食	36.81%	33.92%	45.81%	83.65%
会展业务	47.94%	38.61%	54.69%	46.95%
物业租赁、融资租赁等	48.84%	61.11%	59.15%	35.15%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

5. 盈利预测及估值

5.1 2017 年预计实现净利润 32.61 亿

供应链业务: 核心假设大宗品回暖, 利好钢铁、矿产、浆纸等业务, 且由于业务的连贯性, 以及建发在福建省内的垄断地位, 我们认为整体增速处于高位稳定状况。核心假设如下:

- 1、钢铁板块, 我们预计 2017 年-2019 年增速分别为 60%、45%、35%;
- 2、农产品板块, 我们预计 2017 年-2019 年增速分别为 40%、30%、25%;
- 3、矿产板块, 我们预计 2017 年-2019 年增速分别为 10%、10%、5%;
- 4、浆纸板块, 我们预计 2017 年-2019 年增速分别为 50%、40%、35%;
- 5、汽车板块, 我们预计 2017 年-2019 年增速分别为 20%、15%、10%;
- 6、考虑到公司逐步将产业进行集中强化, 前五大类贸易产品中, 我们预计 2017-2019 年占比分别为 91%、92%、94%。

综合测算, 我们计算得 2017-2019 年供应链收入分别为 1618 亿、2158 亿、2716 亿, 分别同比增长 40.82%、33.36%、25.87%。

表 14: 供应链业务收入预测 (亿元)

		钢铁	农产品	矿产	浆纸	汽车	化工	轻工纺织	机电五矿	物流	前五合计	供应链收入
2013	收入	239	67	121	98	51	72	39	36	8	576	877
	占比	27.26%	7.63%	13.76%	11.19%	5.83%	8.17%	4.46%	4.09%	0.90%	65.67%	
2014	收入	289	157	116	118	64	77	50	50	6	744	1020
	同比	20.92%	134.33%	-4.13%	20.41%	25.49%	6.94%	28.21%	38.89%	-25.00%	29.17%	16.34%
2015	收入	278	234	132	121	64	33	51	51	5	829	1049
	同比	-3.81%	49.04%	13.79%	2.54%	0.00%	-57.14%	2.00%	2.00%	-16.67%	11.42%	2.81%
2016	收入	381	304	128	139	73	-	-	-	-	1025.2	1149
	同比	37.05%	30.00%	-3.03%	14.88%	14.06%	-	-	-	-	23.67%	9.52%
2017E	收入	610	426	141	209	88	-	-	-	-	1472.38	1618
	同比	60.00%	40.00%	10.00%	50.00%	20.00%	-	-	-	-	43.62%	40.82%
2018E	收入	884	554	155	292	101	-	-	-	-	1985.084	2158
	同比	45.00%	30.00%	10.00%	40.00%	15.00%	-	-	-	-	34.82%	33.36%
2019E	收入	1193	692	163	394	111	-	-	-	-	2552.85	2716
	同比	35.00%	25.00%	5.00%	35.00%	10.00%	-	-	-	-	28.60%	25.87%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

*注: 部分业务 2016 年具体数据未披露

房地产业务: 地产业务由联发集团、建发房产两部分构成, 其中联发集团持股 95%, 建发房产持股 54.65%。核心假设如下:

- 1、考虑销售进度, 我们假设 2016 年底已建未售项目, 未来两年全部售出结算;
- 2、考虑建造进度, 我们假设 2016 年底在建项目, 从 2017 年开始结算, 往后逐年递减;
- 3、考虑建造进度, 我们假设尚未开工项目, 2019 年开始结算;
- 4、考虑到目前地产处于下行周期, 但未来可能逐步回暖, 预测 2017 年-2019 年二级房地产项目净利率分别为 9.3%、9.5%、10.3%;
- 5、一级土地开发项目 2018 年开始出售, 2018、2019 年分别出售 3 万平米、4 万平米土地, 一级开发项目净利率假设为 60%。

综合测算, 我们计算得 2017-2019 年房地产收入分别为 324 亿、325 亿、334 亿, 分别同比增长 2.53%、0.31%、2.77%; 净利润分别为 21.57 亿、27.68 亿、30.89 亿, 分别同比增长 3.70%、28.32%、11.60%。

表 15: 地产业务盈利预测表 (亿元)

业务/子公司	项目	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
联发集团 (95%持股)	已建收入	55	55	-	-	-
	在建收入	60	60	50	45	40
	待建收入	-	-	70	80	110
	合计收入	115	115	120	125	150
	净利率	9.30%	9.40%	9.40%	9.50%	9.60%
	净利润	10.695	10.81	11.28	11.875	14.4
建发房产 (54.65%)	已建收入	116	116	-	-	-
	在建收入	90	90	30	30	15
	待建收入	-	-	180	185	220
	合计收入	206	206	210	215	235
	净利率	9.30%	9.40%	9.40%	9.50%	9.60%
	净利润	19.158	19.364	19.74	20.425	22.56
自持物业业务	收入	3.45	3.62	3.80	3.99	4.19
	净利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
	净利润	1.73	1.81	1.90	2.00	2.10
一级土地开发	开发面积 (万 m^2)	-	3	4	4	4
	单价 (万/ m^2)	-	7	7.5	7.5	8
	收入	-	21	30	30	32
	权益收入 (85%)	-	17.85	25.5	25.5	27.2
	净利率	-	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
	净利润	-	10.71	15.3	15.3	16.32
房地产业务总收入		324.45	324.62	333.80	343.99	389.19
房地产业务总利润		21.57	27.68	30.89	31.88	36.06

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

综上所述, 我们预测 2017-2019 年建发股份综合收入分别为 1942 亿、2482 亿、3096 亿, 分别同比增长 33.42%、27.79%、22.85%; 净利润分别为 32.61 亿、39.87 亿、45.43 亿, 分别同比增长 14.24%、22.24%、13.96%, EPS 分别为 1.15 元、1.41 元、1.60 元, 当前股价对应 PE 分别为 11 倍、9 倍、8 倍。

5.2 对标可比公司参数, 估值偏低

建发股份是比较典型的双主业的公司, 以 2016 年为例, 收入和利润结构上体现为: 供应链业务贡献了 79% 的收入, 但仅贡献 27% 的利润; 房地产贡献了 21% 的收入, 但贡献了 73% 的净利润。因此, 估值上使用分布估值法相对比较合理。

供应链业务: 对标相关企业, 合理 PE 为 20 倍, 对应市值 220 亿。。

表 16: A 股供应链可比公司估值 (2017/06/27)

证券编码	证券简称	总市值			PE			PB
		亿元	2016	TTM	2017E	2018E	2019E	LF
600180	瑞茂通	133.67	25.18	20.36	18.63	15.15	12.85	2.73
600057	象屿股份	119.07	27.92	24.46	19.92	15.04	11.88	1.52
603128	华贸物流	84.03	37.57	32.63	23.41	19.52	16.92	2.40
加权平均			29.24	24.87	20.28	16.20	13.52	2.22

资料来源: Wind, 申万宏源研究

地产估值一: NAV 估值 277 亿, 7 折仍有约 200 亿。该估值尚未考虑, 土地重置价值, 因此整体估值水平仍有上升空间。

表 17: 建发股份房地产业务 NAV 测算 (亿元)

业务/子公司	项目	现值	2017	2018	2019	2020	2021	2021 年以后
			4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%
联发 95%	已建净利润	10.08	5.12	5.17				
	在建净利润	22.35	5.58	5.64	4.70	4.28	3.84	
	净资产	78.63						
	净现值	111.06						
	归属母公司价值	105.50						
建发 54.65%	已建净利润	21.25	10.79	10.90				
	在建净利润	22.82	8.37	8.46	2.82	2.85	1.44	
	一级开发利润	73.16		10.71	15.30	15.30	16.32	26.37
	净资产	150.03						
	净现值	267.26						
自持物业业务 70.64%	归属母公司价值	146.06						
	重估价值	98.46						
	账面价值	63.02						
	资产溢价	35.44						
	归属母公司溢价	25.03						
房地产业务总价值		276.60						
房地产业务总价值 (WACC 取 3%)		278.91						
房地产业务总价值 (WACC 取 5%)		275.17						
房地产业务总价值 (WACC 取 6%)		273.42						
房地产业务总价值 (WACC 取 7%)		271.74						

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

地产业务二: 可比公司合理估值 11 倍, 以 17 年净利润 21 亿计算, 对应市值 231 亿。

表 18: A 股地产可比公司估值 (2017/06/27)

证券编码	证券简称	总市值 亿元	2016		PE			PB LF
			2016	TTM	2017E	2018E	2019E	
000671	阳光城	238.14	19.36	18.08	11.77	9.29	8.13	1.79
600048	保利地产	1206.00	9.71	9.31	8.11	6.74	5.48	1.38
000002	万科 A	2738.03	13.02	13.50	11.08	9.65	8.41	2.47
600383	金地集团	530.35	8.42	7.76	8.84	8.00	7.11	1.51
加权平均			11.98	12.01	10.10	8.70	7.50	2.05

资料来源: Wind, 申万宏源研究

综上所述, 我们给地产业务取中间值 216 亿, 供应链业务 220 亿, 计算得公司合理市值为 436 亿, 对应股价为 15.35 元, 具有至少 21% 的上涨空间。该估值尚未考虑一级土地项目的兑现, 以及存量土地的兑现, 同时 NAV 折扣仍有调整可能, 因此整体估值水平仍具有上升空间。

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	128,089	145,591	194,245	248,232	304,960
营业总成本	123,820	141,196	188,820	241,411	297,086
营业成本	115,739	133,916	178,705	228,374	281,783
营业税金及附加	3,344	2,516	4,097	5,335	6,086
销售费用	3,625	3,770	5,157	6,681	8,067
管理费用	317	336	448	572	703
财务费用	452	480	413	448	447
资产减值损失	342	178	0	0	0
公允价值变动损益	50	0	4	18	7
投资收益	613	791	655	687	711
营业利润	4,932	5,186	6,084	7,526	8,592
营业外收支	92	107	92	97	99
利润总额	5,024	5,293	6,176	7,623	8,691
所得税	1,460	1,343	1,743	2,185	2,472
净利润	3,564	3,949	4,433	5,438	6,219
少数股东损益	922	1,095	1,172	1,451	1,676
归属于母公司所有者的净利润	2,641	2,855	3,261	3,987	4,544

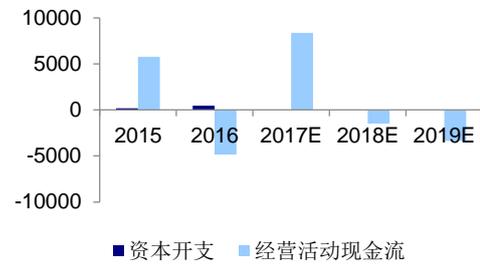
资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

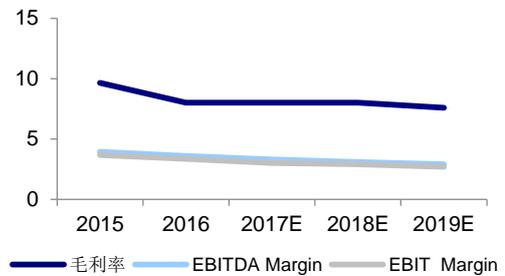
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	85,811	107,105	121,274	145,354	169,357
现金及等价物	9,986	11,086	14,578	13,209	8,693
应收款项	14,404	27,515	21,020	23,014	26,262
存货净额	59,176	61,312	81,903	104,737	129,291
其他流动资产	2,241	7,166	3,773	4,393	5,111
长期投资	2,557	3,755	3,687	3,721	3,704
固定资产	1,133	1,233	1,155	1,077	1,000
无形资产及其他资产	9,933	14,331	12,064	12,188	12,009
资产总计	99,433	126,425	138,180	162,341	186,070
流动负债	53,859	64,859	74,048	93,387	111,452
短期借款	5,454	7,692	3,044	3,927	3,212
应付款项	39,049	47,223	62,986	80,467	99,264
其它流动负债	2,389	2,812	1,825	2,242	2,293
非流动负债	18,904	28,936	27,070	26,455	25,899
负债合计	72,763	93,795	101,118	119,842	137,352
股本	2,835	2,835	2,835	2,835	2,835
资本公积	2,449	2,478	2,478	2,478	2,478
盈余公积	926	1,037	1,164	1,318	1,494
未分配利润	12,593	14,948	18,083	21,915	26,283
少数股东权益	7,575	11,108	12,280	13,731	15,406
股东权益	26,670	32,629	36,840	42,278	48,497
负债和股东权益合计	99,433	126,425	137,958	162,119	185,849

资料来源：申万宏源研究

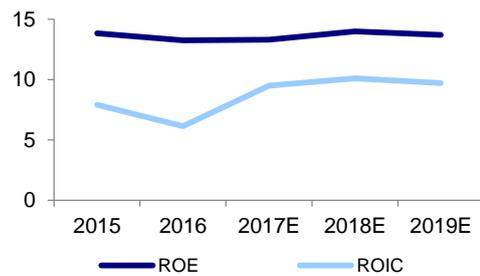
资本开支与经营活动现金流



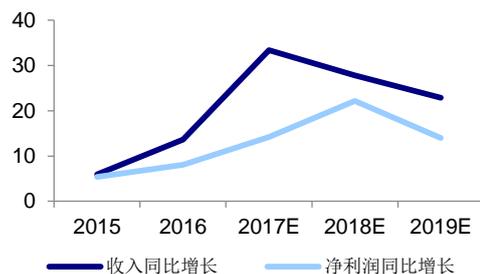
经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



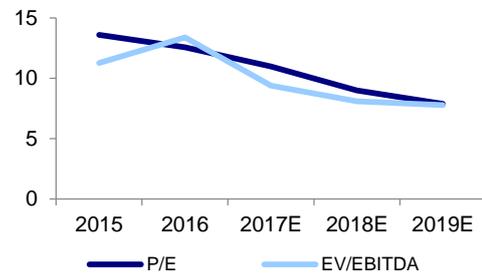
收入与利润增长趋势(%)



合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,564	3,949	4,433	5,438	6,219
加: 折旧摊销减值	655	534	545	474	510
财务费用	275	347	413	448	447
非经营损失	-927	-1,064	-294	-808	-770
营运资本变动	2,192	-8,615	1,615	-7,338	-8,994
其它	0	0	1,656	319	-765
经营活动现金流	5,777	-4,840	8,368	-1,466	-3,353
资本开支	170	480	0	0	0
其它投资现金流	1,113	-4,187	708	659	748
投资活动现金流	1,123	-7,557	708	659	748
吸收投资	255	4,341	0	0	0
负债净变化	-7,699	-812	-6,692	339	-1,259
支付股利、利息	2,388	2,087	413	448	447
其它融资现金流	1,055	-1,855	1,502	-463	-192
融资活动现金流	-3,799	13,196	-5,602	-573	-1,898
净现金流	3,116	875	3,474	-1,380	-4,502

资料来源: 申万宏源研究

相对估值(倍)

重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.93	1.01	1.15	1.41	1.60
每股经营现金流	2.04	-1.71	2.95	-0.52	-1.18
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	6.74	7.59	8.66	10.07	11.67
关键运营指标(%)					
ROIC	7.9	6.1	9.5	10.1	9.7
ROE	13.8	13.3	13.3	14.0	13.7
毛利率	9.6	8.0	8.0	8.0	7.6
EBITDA Margin	3.9	3.6	3.3	3.1	2.9
EBIT Margin	3.7	3.4	3.0	2.9	2.7
收入同比增长	5.9	13.7	33.4	27.8	22.9
净利润同比增长	5.4	8.1	14.2	22.2	14.0
资产负债率	73.2	74.2	73.2	73.8	73.8
净资产周转率	6.71	6.77	7.91	8.70	9.22
总资产周转率	1.29	1.15	1.41	1.53	1.64
有效税率	33.1	29.8	31.6	31.5	31.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	13.6	12.6	11.0	9.0	7.9
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/Sale	0.4	0.5	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	11.3	13.4	9.4	8.1	7.8

资料来源: 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。