

公司研究/首次覆盖

2017年08月07日

交通运输/物流 II

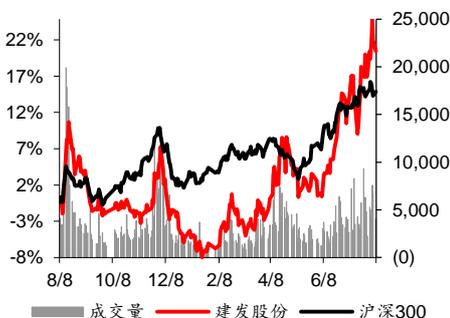
投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 13.18  
合理价格区间(元): 14.8-15.7

**郑路** 执业证书编号: S0570517070001  
研究员 021-28972077  
zhenglu@htsc.com

**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

## 双主业共振, 区域龙头再出发

### 建发股份(600153)

#### 供应链、地产双主业同向回暖, 业绩与催化剂兼具

建发股份是福建省最大国企, 以供应链增值服务、房地产为双主业。供应链业务受益于主要货种钢铁、矿产行业复苏, 业务规模与盈利能力双提升。地产板块持续向好, 业务向全国扩张。同时公司深耕厦门本地土地一级开发业务, 伴随国家力推棚改, 有望成长为又一核心主业。短期受益于金砖四国会议在厦门召开带来估值催化, 首次覆盖, “增持”评级。

#### 供应链增值业务, 厚积薄发

供应链增值业务, 涉足浆纸、钢铁、矿产品、农产品等十大板块业务。公司较早涉足供应链多环节的业务模式, 为客户提供定制化采购、运输、仓储、配送、销售等一体化解决方案, 盈利模式亦从单一的贸易价差和物流运输收入, 转向通过为客户采购销售的各个环节提供全方位的增值服务获取收益的盈利模式。充分利用了公司业务规模和管理效率优势, 有效减少一般贸易企业需要承担价格波动的风险, 并形成较高资金、规模壁垒。

#### 进退自如, 受益于大宗商品回暖

公司供应链模式使其可以在行业低谷维持业务稳定并扩大市场份额。2013-2016年大宗商品行业不景气期间, 公司利用性价比较高的综合服务扩大海量规模, 积累优质客户, 维持盈利稳定。自2016年下半年开始, 主要交易商品价格回升, 公司此前积累的客户基础、议价能力以及产品价格刺激业务量、盈利能力较快增长, 有望实现业绩高速增长。

#### 房地产业务已成为区域龙头, 土地一级开发有望成为又一核心主业

建发房地产板块两家控股子公司均为中国房地产百强企业, 开发区域从厦门延伸到中国近三十座城市。此前二三线较多的布局以及在福建省内较高的市场地位使其充分享受了去年以来地产行业的复苏。未来公司在房地产业务持续扩张的基础上, 深耕厦门的土地一级开发市场, 充分利用此前开发经验、市场地位, 在当下国家大力推进棚改, 地方政府财政支持充分的的环境下, 有望将一级开发业务培育为又一核心主业。

#### 首次覆盖, “增持”评级

预计2017-19年, 供应链板块净利润贡献分别为7.7/8.3/8.8亿元。地产板块净利润贡献分别为20.2/21.2/22.3亿元。供应链板块估值参考厦门国贸和象屿股份2017E的PE估值16.8X, 地产板块参考房地产开发管理行业2017E的PE估值18.3X, 供应链/地产板块合理市值分别为129亿元/370亿元。此外, 公司每年有6-8亿税前投资收益, 按照每年税后5亿给予5X的P/E估值。综合以上三项, 公司2017E合理总市值524亿, 考虑分部估值折价15%-20%, 即419-445亿元, 较目前374亿元总市值依然有12%-19%上涨空间。对应目标价14.8元-15.7元, 首次覆盖, 增持评级。

风险提示: 大宗商品价格快速下跌, 地产行业景气下滑, 国际贸易保护加剧。

#### 公司基本资料

总股本 (百万股)	2,835
流通A股 (百万股)	2,835
52周内股价区间 (元)	10.39-13.66
总市值 (百万元)	37,368
总资产 (百万元)	149,409
每股净资产 (元)	7.73

资料来源: 公司公告

#### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	128,089	145,591	173,184	189,957	201,040
+/-%	229.18	13.66	18.95	9.68	5.83
归属母公司净利润 (百万元)	2,641	2,855	3,294	3,469	3,620
+/-%	5.35	8.08	15.37	5.33	4.33
EPS (元, 最新摊薄)	0.93	1.01	1.16	1.22	1.28
PE (倍)	14.32	13.25	11.48	10.90	10.45

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

福建最大国企，供应链与地产双主业 .....	4
诞生于特区的供应链与地产龙头企业 .....	4
现代供应链运营商，全流程综合服务 .....	5
从区域地产龙头向全国扩张，土地一级开发有望成为新增长点 .....	5
供应链增值模式，涉足十大业务板块 .....	6
十大业务板块，供应链增值盈利模式 .....	6
产业多样化，大宗品占比较高，受益于行业回暖 .....	6
主要供应链业务介绍 .....	8
管理规范，供应链业务稳步扩张 .....	11
地产：区域龙头全国扩张，一级开发欣欣向荣 .....	13
区域龙头向全国扩张 .....	13
棚改规划加速土地一级开发，又一核心主业待开垦 .....	14
业绩支撑估值，未来增长可期 .....	15
PE/PB - Bands .....	16

## 图表目录

图表 1: 建发股份股权结构 (1Q17 季报)	4
图表 2: 建发股份业务板块发展历程	4
图表 3: 公司收入结构 (2016 年, 亿元)	5
图表 4: 公司毛利润结构 (2016 年, 亿元)	5
图表 5: 建发股份供应链业务主要环节	6
图表 6: 建发股份业务分类及其业务模式	7
图表 7: 2016 年供应链主要板块收入贡献 (亿元)	7
图表 8: 2016 年供应链主要板块毛利润贡献 (亿元)	7
图表 9: 公司供应链业务收入及其增速	7
图表 10: 公司供应链业务毛利润增速, 毛利率	7
图表 11: 钢铁历史价格	8
图表 12: 铁矿石历史价格	8
图表 13: 公司 2016 年 1-9 月钢贸业务主要上下游客户	9
图表 14: 公司轻工纺织业务主要上下游客户	11
图表 15: 供应链业务细分板块收入 (钢铁、矿产品、浆纸, 万元)	11
图表 16: 其他供应链细分板块收入 (万元, 公司 2014 年后未披露)	11
图表 17: 供应链业务细分板块采购量 (万吨)	12
图表 18: 供应链业务细分板块销量 (万吨)	12
图表 19: 2012-2016 年间业绩波动较大子公司	12
图表 20: 建发股份地产布局	13
图表 21: 建发股份地产销售和结算面积	13
图表 22: 公司地产结算单价 (元/平方米)	13
图表 23: 公司地产业务收入及其增速	14
图表 24: 公司地产业务毛利润增速, 毛利率	14
图表 25: 建发股份供应链业务和地产业务毛利润 (亿元)	14
图表 26: 公司地产业务净利润及集团净利润 (亿元)	14
图表 27: 棚户区改造住房建设计划	14
图表 28: 我国地方财政棚户区改造支出 (亿元)	14
图表 29: 建发股份 2002 年至今涨跌幅	15
图表 30: 可比公司表(20170807 收盘价)	16
图表 31: 建发股份历史 PE-Bands	16
图表 32: 建发股份历史 PB-Bands	16

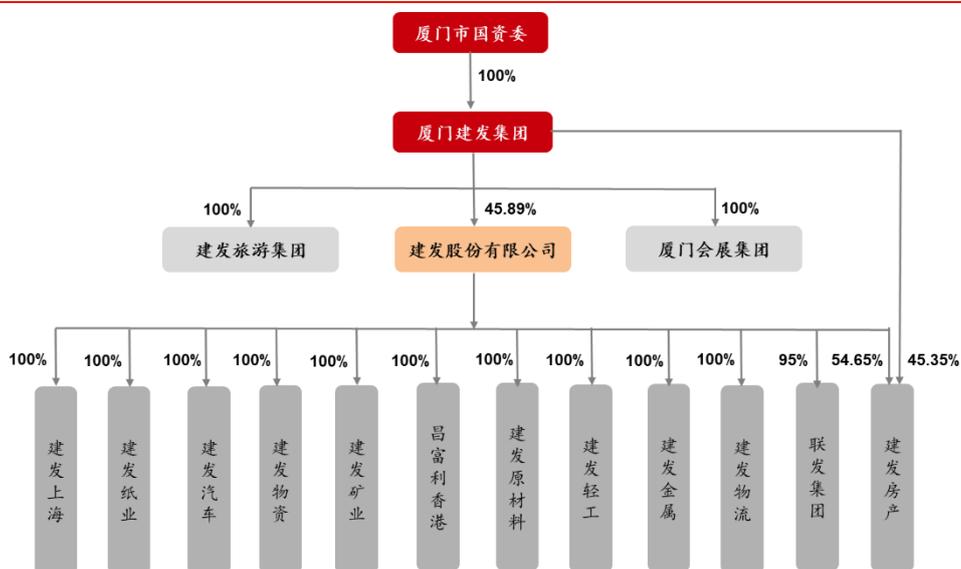
## 福建最大国企，供应链与地产双主业

建发股份是福建省内最大国企，是一家以供应链运营和房地产开发为主营业务的现代服务型企业，2016年末，公司总资产超过1200亿元，2016年营业收入超过1450亿元，位列中国企业500强第117名、中国服务业500强第46名。

## 诞生于特区的供应链与地产龙头企业

建发股份的母公司建发集团成立于厦门经济特区成立时期，作为当时厦门特区唯一对外引进资金、技术和设备的窗口型投资发展企业，开展项目投资、金融、地产、贸易、电子、酒店等产业，并将集团中与港口经济业务相关的进出口部门及全资附属企业设立为建发股份并上市。建发股份在供应链领域不断拓展，形成浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电、汽车、酒类、物流服务十大核心业务板块，同时集团将部分地产股权注入上市公司，至此建发股份形成了供应链与地产双主业的业务格局。

图表1：建发股份股权结构（1Q17季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

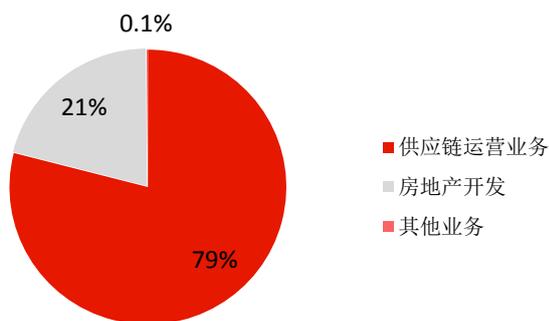
图表2：建发股份业务板块发展历程

时间点	事件	板块
1998年5月	厦门建发股份有限公司由厦门建发集团独家发起设立，5月25日向社会公开发行5000万股，发行价6.01元	
1998年6月16日	在上交所挂牌上市	
1998年12月	建发股份收购厦门制药厂70%股权，与厦门国有资产投资公司合资组建厦门建发制药有限公司	制药
1999年6月	以自有资金收购厦门联合发展（集团）有限公司，占其75%股份	建材
2000年4月	厦门建宇实业有限公司成立	供应链-轻纺
2000年12月	厦门建发物流有限公司成立	物流
2001年1月	厦门建发汽车有限公司成立	供应链-汽车
2001年3月	厦门建发纸业业有限公司成立	供应链-浆纸
2002年2月	投资参股厦门船舶重工股份有限公司，占其20%股份	实业投资
2002年5月	上海建发实业有限公司成立	进出口贸易
2002年5月	厦门建发金属有限公司成立	供应链-矿产品
2002年12月	广州建发贸易有限公司、厦门建发轻工有限公司和厦门建发化工有限公司相继成立	进出口贸易；轻纺、化工
2003年2月	北京建发实业有限公司和福州建发实业有限公司成立	进出口贸易
2003年7月	厦门建发酒业有限公司成立	供应链-酒业
2003年9月	增发9000万股人民币普通股，募集资金约8亿元，收购厦门国际会展中心95%的股权	实业投资
2004年7月	厦门百格实业有限公司成立	供应链-机电
2004年12月	厦门建发晟茂有限公司成立	供应链-钢铁、矿产品、轻纺等
2005年4月	厦门建发物资有限公司成立	供应链-钢铁
2005年6月	收购昌富利（香港）贸易有限公司100%股权	进出口贸易

时间点	事件	板块
2005 年 12 月	出资 1 亿元人民币与厦门象屿集团有限公司共同设立厦门现代码头有限公司，占其 50% 股权	实业投资
2006 年 3 月	投资 1000 万美元成立厦门金原融资租赁有限公司	金融服务
2006 年 6 月	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%	房地产
2006 年 8 月	参股设立厦门紫金铜冠投资发展有限公司，持有股权 20%	实业投资
2006 年 10 月	参股设立四川永丰浆纸股份有限公司，持有股权 40%	实业投资
2007 年 3 月	天津建发实业有限公司成立	进出口贸易
2007 年 9 月	厦门星原投资有限公司成立	金融服务
2008 年 7 月	建发（美国）有限公司成立	进出口贸易
2009 年 2 月	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 至此，公司确立“供应链运营+房地产”双主业格局	房地产
2010 年 6 月	厦门建发原材料贸易有限公司成立	供应链-农产品、化工
2011 年 5 月	厦门建发矿业有限公司成立	供应链-矿产品
2011 年 8 月	厦门建发农产品有限公司、厦门建发物产有限公司相继成立	供应链-农产品
2011 年 8 月	“厦门建发电子有限公司”更名为“厦门建发能源有限公司”	供应链-矿产品
2011 年 11 月	厦门建发通商有限公司成立	进出口贸易
2015 年 1 月	厦门建发恒驰金融信息技术服务有限公司成立	金融服务
2016 年 3 月	厦门建发家居有限公司成立	

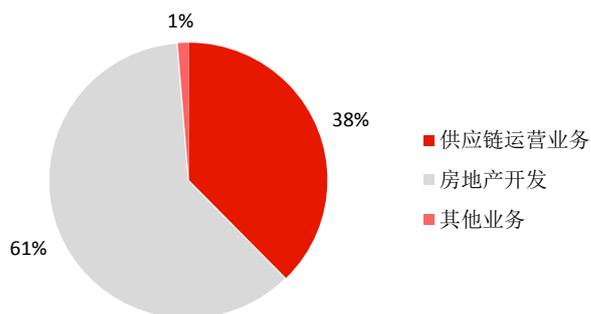
资料来源：公司公告整理，华泰证券研究所

图表3： 公司收入结构（2016 年，亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 公司毛利润结构（2016 年，亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 现代供应链运营商，全流程综合服务

建发股份成立时以传统贸易为核心业务，利用国内外厂商与下游客户之间的信息不对称，通过价差赚取利润。2007 年起，公司开始向综合供应链运营商转型，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”，为客户提供更多的增值服务。

### 从区域地产龙头向全国扩张，土地一级开发有望成为新增长点

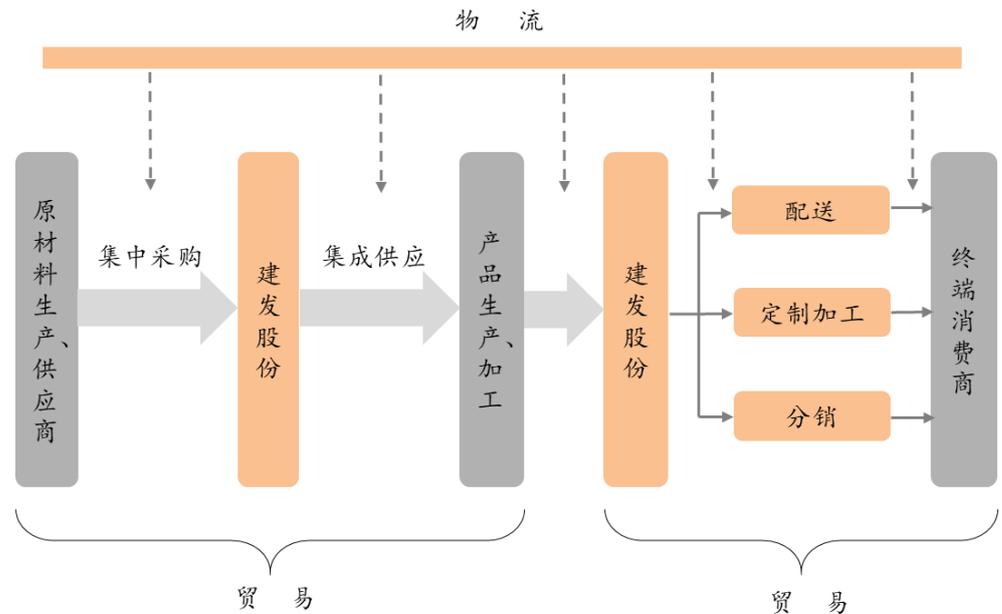
建发股份地产业务以“建发房产”和“联发集团”两大公司为运营主体，持有建发地产 54.65% 股权，持有联发地产 95% 股权，是福建省资深地产开发商之一，已在全国 27 个城市进行房地产开发，初步形成全国性战略布局。而在厦门本地，公司积极拓展土地一级开发，结合国家目前力推的棚改计划，有望培育为又一主业。

## 供应链增值模式，涉足十大业务板块

### 十大业务板块，供应链增值盈利模式

公司供应链板块共有 10 大核心业务，其中包含浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电 7 项工业品项目，汽车、酒类 2 项消费品业务，以及支持以上业务的综合物流服务业务。公司通过 10 大核心业务介入原材料供应商到生产加工商再到终端消费者的中间环节。

图表5：建发股份供应链业务主要环节



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**由价差模式向供应链增值服务模式转变。**公司供应链运营业务为客户定制采购、运输、仓储、配送、销售等一体化解决方案，不仅涉及供应链包含的采购与销售等传统的贸易业务，还涵盖了从原材料及零部件采购、成品分销直至送达最终客户整个购销环节的仓储、运输等物流服务和融资租赁等金融服务。盈利模式亦从单一的贸易价差和物流运输收入，转向通过为客户采购销售的各个环节提供全方位的增值服务获取收益的盈利模式。

鉴于传统贸易价差的盈利主要来源于国内外信息不对称，随着信息传输效率较大的提升，收益空间缩小成为必然。而公司提供的一体化供应链服务在基础运输服务费之上，通过建发股份资金优势，在贷款、结售汇过程中获得财务利润，充分利用了公司业务规模和管理效率优势，有效减少一般贸易企业需要承担价格波动的风险。

### 产业多样化，大宗品占比较高，受益于行业回暖

公司供应链增值服务涉足产品多样化，业务模式包括代理和自营，其中代理模式简而言之为成本加成计算销售价格，收取一定固定收益，在抵质押物价值不出现重大变化的情况下风险较低，自营模式通过对商品价格预判，通过囤货以及套保等手段实现盈利和风险控制。公司利用自身资信、规模的优势，能够与上游供应商签订长协，确保货源与相对优惠的价格，然后一般按月以下游销售情况确定采购，存货风险相对较低。

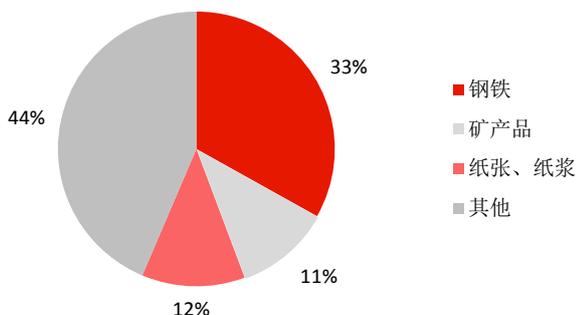
**图表6：建发股份业务分类及其业务模式**

业务分类	供应链业务分类		业务模式
	主要产品		
国际贸易	进口	轻工、五矿、化工、粮油、土畜等	以代理模式为主
	出口	轻工、纺织服装、机电、五矿等	
国内贸易	浆纸、钢材、矿产、汽车等		自营、代理均有
物流	为国内外采购商、分销商提供全程物流服务，包括运送、清关、境内外库存管理、保税物流、仓单质押、代理采购等		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

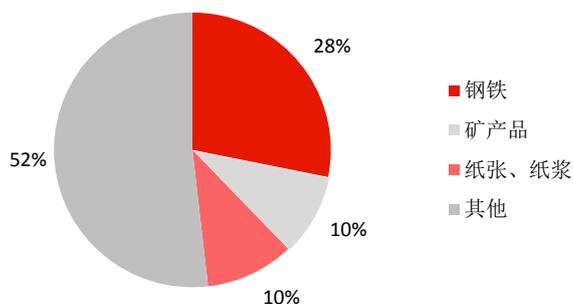
**工业品供应链占比高，周期属性强。**2016年，公司供应链运营业务根据营业收入贡献排名前四名的业务板块分别是：钢铁、农产品、浆纸和矿产品，根据净利润贡献排名前四名的业务板块分别是：钢铁、汽车、矿产品和浆纸。由于2016年公司对农产品板块具体收入未作详细披露，钢铁、矿产品和纸张板块收入占比合计达到56%。参考公司2014年最后一次较为详细披露各业务板收入占比来看，7项工业品项目收入占整个供应链业务收入比重达到87%，进而导致建发股份供应链板块周期属性较强。

**图表7：2016年供应链主要板块收入贡献（亿元）**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

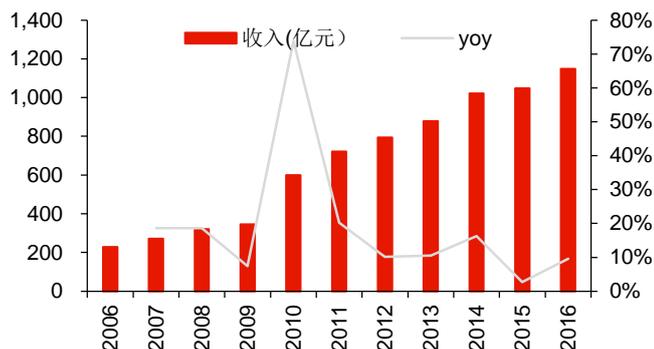
**图表8：2016年供应链主要板块毛利润贡献（亿元）**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

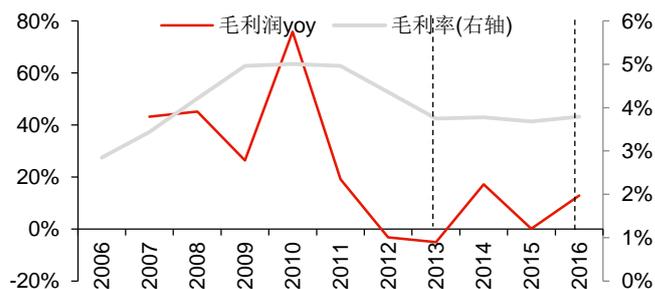
**大型供应链服务商面对价格波动可进可退。**在商品价格下跌阶段，建发股份综合供应链服务商的定位，使其在商品价格下跌过程中，受到商品价格波动的负面影响较小，且由于产品价格一般作为计算毛利润的分母，体现到盈利能力将保持稳定。例如在2013-2016年，公司主要货种钢铁、矿石、纸浆等产品价格快速下跌的过程中，虽然建发股份供应链业务盈利绝对额增速不高，但毛利率能够维持稳定。而在商品价格上升阶段，例如2016年下半年起大宗商品价格回暖，供给侧改革造成供求关系的变化，建发股份具备较为稳定的上游货源，能够享受商品价格回升的收益，供应链业务有望迎来盈利能力和业务量的同时增长。

**图表9：公司供应链业务收入及其增速**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表10：公司供应链业务毛利润增速，毛利率**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11: 钢铁历史价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 铁矿石历史价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 主要供应链业务介绍

### 钢铁板块

#### 运营主体:

子公司建发金属和建发物资为运营主体, 建发股份本部、上海建发等公司提供辅助服务。

#### 运营模式:

公司是介于上游钢厂和下游客户间的综合供应链提供商。

针对上游钢厂, 公司与国内多家大型钢厂建立长期战略合作关系, 通过签订全年采购协议并支付年度协议定金, 锁定钢材供应, 加强货源控制能力的同时提高物流环节效率。

针对下游客户, 公司与下游客户签订年度购销协议, 并收取年度保证金, 然后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。

#### 上下游客户:

两个作为运营主体的子公司中, 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和本钢集团等多家大型钢厂的战略合作伙伴。公司的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, 通过为客户提供各项增值服务, 赚取比传统贸易模式更多的利润, 实现钢厂、客户、公司的多赢。公司在主营钢材内贸代理的同时, 正逐步扩大进出口业务。

**图表13: 公司2016年1-9月钢贸业务主要上下游客户****2016年1-9月公司钢贸业务前五大供应商采购情况**

客户名称	金额(万元)	占全部营业收入的比例
燕钢系列	160,853	6.61%
河钢系列	159,301	6.55%
包钢系列	106,118	4.36%
本钢系列	103,231	4.24%
首钢系列	74,978	3.08%
合计	604,480	24.84%

**2016年1-9月公司钢贸业务前五大客户销售情况**

客户名称	金额(万元)	占全部营业收入的比例
广汉市冀川轧钢厂	46,192	1.83%
唐山盛财钢铁有限公司	41,928	1.66%
LEE WELDED MESH SINGAPORE PTE LTD	32,825	1.30%
佛山市南海华友金属制品有限公司	32,596	1.29%
成都彭州京华制管有限公司	27,408	1.09%
合计	180,949	7.18%

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

**矿产品贸易板块****运营主体:**

子公司建发矿业和建发股份本部为运营主体。2011年9月建发矿业成立之前矿产品业务由建发股份本部经营,建发矿业成立后公司矿产品业务将逐步转移至建发矿业。

**运营模式:**

采购方面,公司主要通过进口方式采购各类铁矿石,以信用证和T/T方式与供应商进行结算。销售方面主要以内销为主,主要销售对象为国内的大中型国营和民营钢厂,销售时以信用证方式进行结算或者在销售前收取部份保证金,销售结算后以电汇方式进行结算。此外,公司还为国内外客户提供优质的钢铁原料供应链服务。

建发股份经营铁矿石业务多年,拥有丰富的市场经验和资源渠道,与巴西、澳洲、乌克兰、俄罗斯、委内瑞拉、南非、智利、印度、毛里塔尼亚等国知名大矿山保持良好的长期合作关系,并拥有铁矿石进口经营权。

**上下游客户:**

公司主要的上游供应商包括力拓,淡水河谷、英美资源,乌克兰 METINVEST,俄罗斯 METALLOINVEST 等。销售方面,公司与柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢、宁钢、中天钢铁等国内众多大中型钢铁厂有着稳定密切的合作。

**浆纸板块****运营主体:**

子公司建发纸业。

**运营模式:**

公司围绕林浆纸产业链,为客户提供原材料采购、仓储加工、物流配送、销售结算、风险管理、融资租赁转介等服务,提供制浆造纸、印刷包装整体供应链服务。公司已成为全国最大的林浆纸供应链运营商。

国内造纸行业所需木浆主要依赖进口,因此公司采购模式也以进口为主,公司与长期合作良好的国外浆厂的代理商和国外浆厂按年签订年度协议,保证稳定货源供应,每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向公司报价,双方经过磋商达成一致后签订合同,通常每月确定一次采购价。此外,根据市场行情变化和下游客户需要,公司也会与未签订长期协议的供应商合作,实行较为灵活的采购政策。

下游销售方面,模式主要分为两种:1、纸浆部分:部分采用现款销售,部分采用年度销售协议锁定客户的采购量。如果客户有信用的需求,也会根据该客户的信用情况给予一定的账期。2、纸张部分:公司通过信保公司给予客户一定的授信金额和期限,公司赊销给客户。对初次合作及规模较小的客户一般采取款到发货或货到收款的模式。

**上下游客户：**

公司浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，逐步由沿海扩大到内陆地区。此外，公司正逐步向上游纸浆生产领域拓展，例如公司对纸浆生产商四川永丰浆纸进行投资，利用当地丰富的竹子资源制造竹浆，目前已形成了年12万吨竹浆纸的生产能力。

**化工板块****运营主体：**

建发化工、建发原材料和建发股份本部。

**运营模式：**

公司主要从事PP、PE、PVC等塑料原材料和化工原材料的进出口及销售业务，目前已与世界上20多个国家和地区，尤其是沙特、东南亚、俄罗斯、欧洲及美国的客户建立了稳固、长期的合作关系。

对上游供应商，公司主要采取签订年度协议，然后根据具体情况逐笔审批的合作模式，供应商主要为埃克森、中海壳牌、EXXON等，结合下游客户的需求确定采购量。对下游客户，公司通过信保公司给予客户一定的授信金额和期限，公司赊销给客户，对初次合作及规模较小的客户一般采取款到发货或货到收款的模式。

**汽车板块****运营主体：**

子公司建发汽车。

**运营模式：**

截至2016年末，公司共有34家汽车4S店及展厅，主营宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、进口大众等中高端品牌，是福建地区最大的品牌汽车经销商，也是保时捷汽车全球十大经销商之一。

公司上游供应商主要为各品牌的中国国内供应商，签订品牌年度总授权后根据具体需求量分批审批下单，电汇结算。对下游客户，公司一律采用先收齐全款再开票发货的方式销售，同时通过与银行合作，为客户提供信用卡分期、抵押贷款等车款融资方式，通过开办厂家金融业务，为客户增设多种购车融资渠道。

**上下游客户：**

公司获得了保时捷、进口大众、讴歌、三菱、标志、双龙等品牌的地区销售授权。除厦门地区外，公司相继在泉州、昆明、龙岩等地开设了4S店或销售中心。

**农产品板块****运营主体：**

建发农产品、建发原材料及建发股份本部。

**运营模式：**

主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进口及内贸业务。饲料原料的主要商品DDGS，主要通过信用证的方式结算。粮油业务的植物油和橡胶业务，为规避大宗商品的价格变动风险，公司在期货市场上进行套期保值，锁定风险及收益。饲料原料的下游客户主要是饲料企业，销售主要是短期赊销方式。

**轻工纺织板块****运营主体：**

子公司建发轻工

**运营模式：**

建发轻工板块已发展为自营出口业务、出口综合服务和进口内贸业务，产品涉及鞋、箱包、棉花、棉纱、化纤、纺织机械、鞋材、食品等，与世界各大零售品牌、行业龙头建立长期稳定的战略合作伙伴关系，国际服务网络遍及全球100多个国家和地区，国内在福建、上海、江苏、浙江、山东、广东、新疆等地设有业务部。

**图表14： 公司轻工纺织业务主要上下游客户**

**2016年1-9月，公司轻工纺织业务前五大供应商采购情况**

供应商名称	金额(万元)	占轻工纺织业务营业成本的比例
福建省爱芭斯鞋业有限公司	25,471	7.91%
泉州华夏鞋服有限公司	12,851	3.99%
福建省晋江市福联鞋塑有限公司	10,654	3.31%
晋江宝树鞋塑有限公司	8,087	2.51%
金莱克(中国)体育用品有限公司	7,111	2.21%
合计	64,174	19.92%

**2016年1-9月，公司轻工纺织业务前五大客户销售情况**

客户名称	金额(万元)	占轻工纺织业务营业收入的比例
LEIF J. OSTBERG INC.	22,703	6.44%
BEST PARAMOUNT INTERNATIONAL LIMITED	18,937	5.37%
DC SHOES INC.	10,936	3.10%
OOO SPORTMASTER	9,672	2.75%
PAO DETSKIY MIR	8,906	2.53%
合计	71,154	20.20%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 管理规范，供应链业务稳步扩张

**风控能力支撑规模扩张。**通常而言，物流服务从最简单的运输到建发股份的综合供应链管理均是通过提供低价高质的服务获得市场份额和盈利，行业门槛并不高，成本和流程管理的能力是企业核心的竞争能力。成长于厦门特区，自我国改革开放起就从事贸易和物流行业的建发股份，在规模和盈利增长的基础上建立了完善的风险管理体系，具备了与业务规模相匹配的管理能力，为公司供应链业务稳步扩张提供了有效保障，受经济波动影响较小。在2013-2015年钢价不稳定，贸易风险事件频发的时期，公司业务规模并未见明显萎缩，钢铁供应链业务收入仅在2015年出现同比下滑4%，然而造成下滑的主要原因是上游产品价格下滑，业务量依然逆势扩张，其中钢铁销量在2015年和2016年分别增长33%和26%。

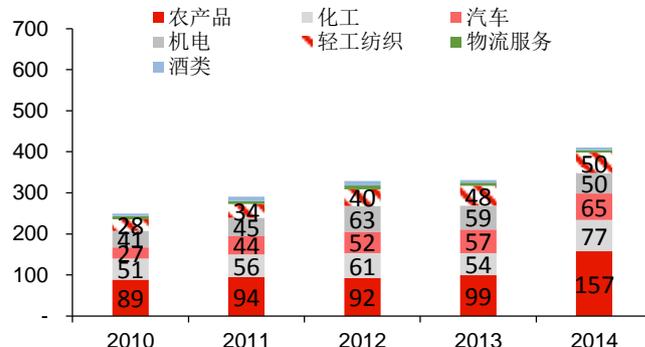
**物流端货权控制是风控的保障。**建发股份较一般钢贸企业的突出优势在于物流环节掌控力度较强。在2013-2014年间，仓单重复质押现象严重，钢价快速下跌造成其作为抵押物的价值不足，下游客户出现弃货，而风险被“托盘”方承担。而建发股份因从事钢贸的整个物流环节由其自身控货，仓库经过严格审核，避免了货权风险。

**图表15： 供应链业务细分板块收入(钢铁、矿产品、浆纸，万元)**



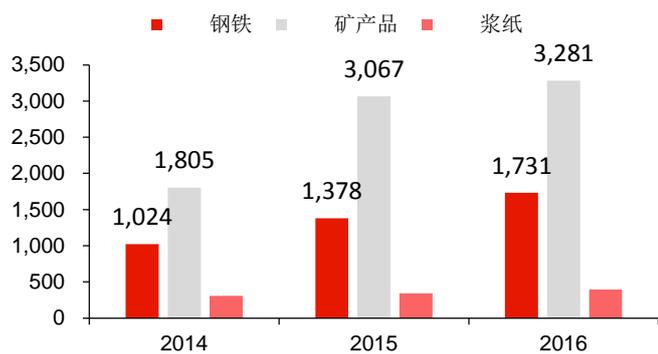
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表16： 其他供应链细分板块收入(万元，公司2014年后未披露)**



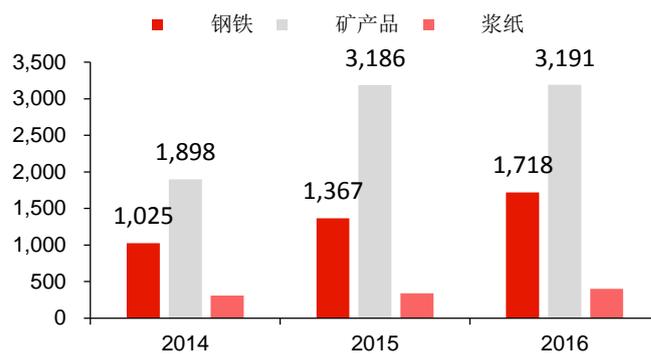
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表17: 供应链业务细分板块采购量(万吨)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表18: 供应链业务细分板块销量(万吨)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表19: 2012-2016年间业绩波动较大子公司

年份	公司名称	净利润变化	变化原因
2016	厦门建发纸业有限公司	+83.64%	纸张、纸浆价格企稳回升, 纸张销量增长较大
2016	建发物流集团	+143.48%	营业规模增长, 盈利能力显著回升
2015	昌富利(香港)贸易有限公司	+56.06%	分红导致投资收益增加, 股价上涨导致公允价值变动损益增加
2014	昌富利(香港)贸易有限公司	+64.22%	国际贸易营业额同比增长111.89%, 相应利润增加
2014	厦门建发纸业有限公司	-35.72%	2014年浆纸行情低迷, 销售毛利率下降; 人民币贬值, 财务费用大增
2014	建发物流集团有限公司	-33.14%	人民币贬值, 财务费用上升; 大宗商品市场低迷, 库存周转变慢, 资金占用成本增加
2014	厦门建发轻工有限公司	+51.29%	自营业务出口额增长1992万美元, 增幅18%, 自营业务出口利润增长1742万元, 增幅30%
2014	厦门建发汽车有限公司	-42.13%	整车销售行情不佳, 毛利率下降较多; 销售费用及利息支出增加
2014	厦门建发矿业有限公司	+192.07%	业务规模扩张, 营业额同比增长177%, 净利润也同比增长
2013	建发房地产集团有限公司	+30.33%	房地产整体销售形势较好, 一级土地开发(含安置房)净利润较上年有较大增长
2013	厦门建发纸业有限公司	+428.53%	建发纸业及时调整经营模式和组织架构, 实现扭亏为盈, 恢复到正常的经营水平
2012	厦门建发国际酒业集团有限公司	-517.87%	行业不利因素影响, 毛利率有所下降, 销售费用和财务费用高企, 亏损约1.5亿元

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 地产：区域龙头全国扩张，一级开发欣欣向荣

### 区域龙头向全国扩张

公司房地产业务主要由建发股份控股的建发房地产集团和联发集团完成，建发股份持有建发房地产集团 54.65% 股权和联发集团 95% 的股权。建发房地产集团和联发集团均已取得国家房地产开发一级资质，并入选中国房地产百强企业，开发区域从厦门延伸到中国近三十座城市。销售面积和结算面积稳定增长，成为公司主要盈利贡献板块，近 5 年占集团净利润比重均超过 75%，因此是盈利波动的主要原因。

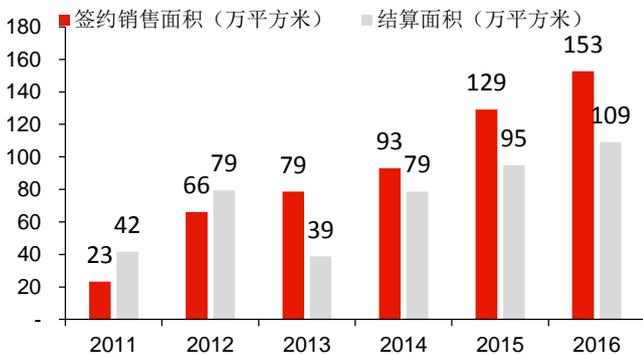
图表20：建发股份地产布局



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

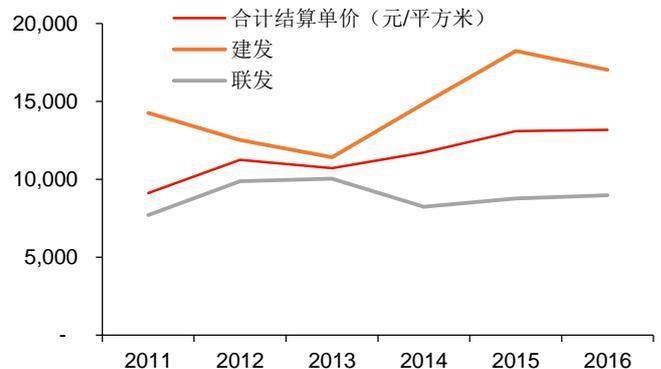
人口回流，二三线地产销售量价齐升。2016 年地产行业处于景气周期，全国商品房销售面积、销售额均处于 2010 年以来的高位。全国 2016 年商品房销售面积 15.7 亿平方米，同比增长 22.5%，商品房销售额 117,627 亿元，同比增长 34.8%。其中，一二线城市出现分化：一线城市成交规模与 2015 年基本相当，二线城市成交量增长较为明显。建发地产项目多处于福建二三线城市，因此受益于地产板块性景气。2017 年以来，二三线城市地产销售量价齐升，同样将促进建发房地产业务板块业绩。

图表21：建发股份地产销售和结算面积



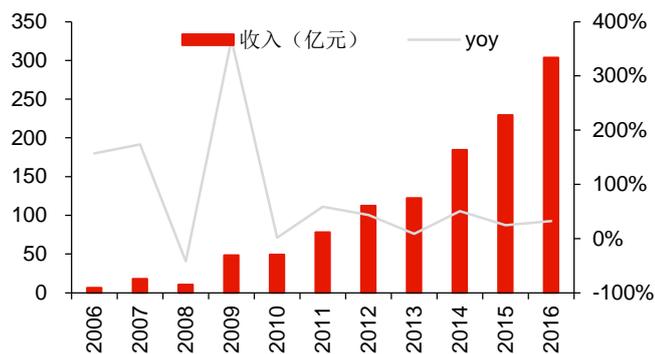
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表22：公司地产结算单价 (元/平方米)



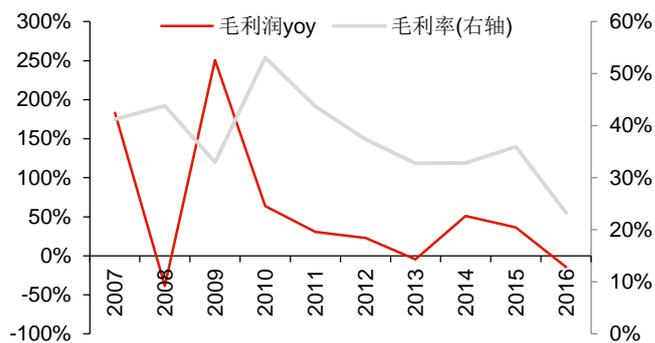
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表23: 公司房地产业务收入及其增速



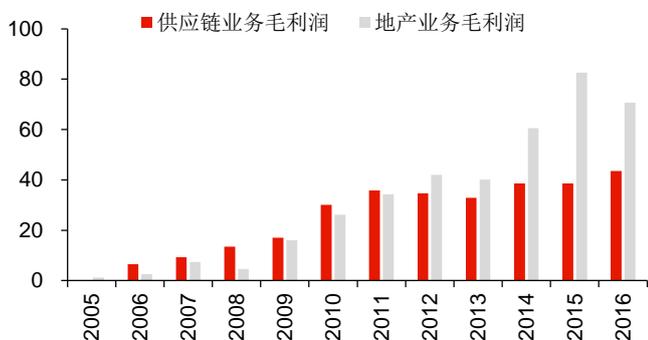
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表24: 公司房地产业务毛利润增速, 毛利率



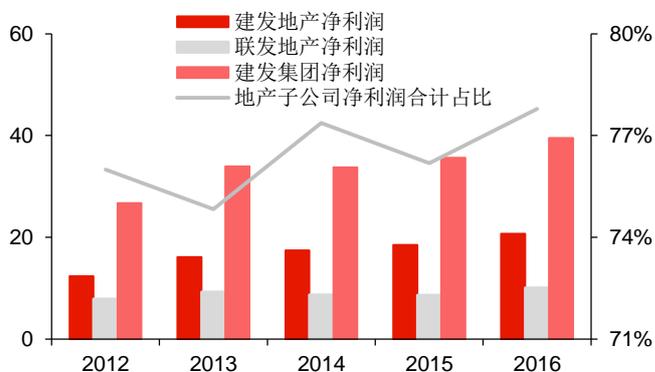
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表25: 建发股份供应链业务和房地产业务毛利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表26: 公司房地产业务净利润及集团净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 棚改规划加速土地一级开发, 又一核心主业待开垦

2017年5月, 国务院决定未来3年全国改造棚户区1500万套, 维持了此前较高的建设计划。全国地方财政对住房保障支出的投入持续增加, 行业具备较大空间。建发结合目前地产业务, 以及此前土地一级开发形成的良好口碑, 积极拓展厦门各区土地一级开发业务, 有望将该业务培育成又一核心主业, 实现再次高速增长。

公司目前在手项目为枋湖、薛岭、后埔片区旧村改造项目, 总改造用地69.09万平方米, 项目总投资额为38亿元, 共分为后埔、枋湖、薛岭三个片区, 项目总用地面积为70.94万平方米, 规划总建筑面积为221.85万平方米, 已被列为厦门市重点建设项目, 亦为福建省棚户区改造项目。改造后的后埔-枋湖片区有望成岛内最具活力的新中心城区之一, 湖里区政府也已正式迁入枋湖片区, 项目盈利能力突出。

图表27: 棚户区改造住房建设计划



资料来源: 财政部, 华泰证券研究所

图表28: 我国地方财政棚户区改造支出 (亿元)

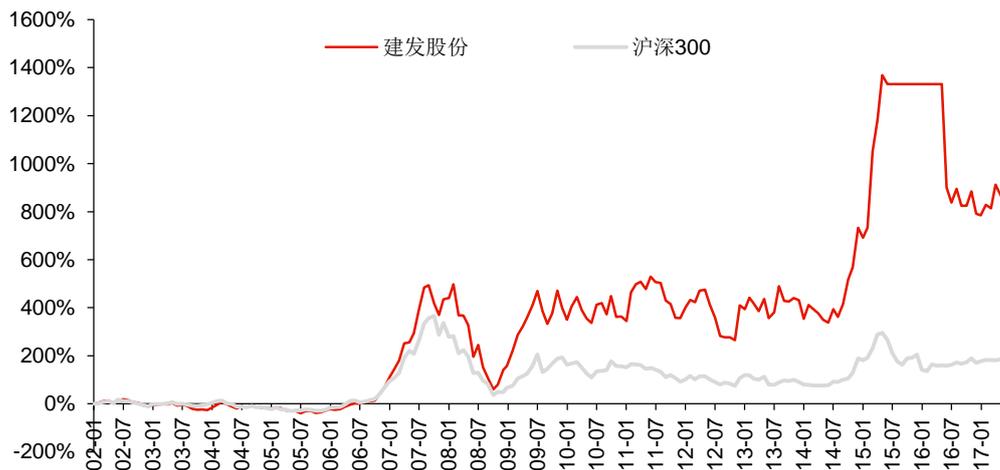


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 业绩支撑估值，未来增长可期

我们截取 2002 年 1 月 1 日至 2017 年 7 月 19 日，回顾建发股份的股价及其估值，股价累计涨幅已达 1081%。但回顾其股价表现，我们可以看到两个显著的增长区间，即 2006-2007 年牛市上涨，随后伴随大盘下跌后，公司股价在 2009 年上半年迅速恢复至了牛市高点。随后在 2015-2016 年牛市期间上涨，并因试图拆分供应链业务与地产业务而停牌，随后因分拆失败下跌，但同样较 2015 年牛市启动前股价有较大幅度涨幅。公司估值在牛市期间有明显提高，但随后业绩的较快增长对估值形成了良好支撑，公司业务规模与盈利均实现了多年稳定持续增长。

图表 29：建发股份 2002 年至今涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**金砖会议提供短期估值催化。**金砖国家领导人第九次会晤将于今年 9 月在中国厦门举行。这也是厦门举办的最高规格会议，对当地基建、城市改造、旅游、贸易形成正面影响，利好建发地产、土地一级开发业务。同时，以贸易为主题之一的会议内容也有望对物流、贸易企业估值有不错的催化作用。因此，短期催化作用较为显著。

**首次覆盖，“增持”评级。**建发股份是福建省最大国企，供应链业务受益于主要货种钢铁、矿产行业复苏，业务规模与盈利能力双提升，预计 2017-2019 年供应链业务收入增速分别达到 20%/10%/5%，其中钢铁、矿产品、浆纸业务在 2017 年显著恢复。由于增长较快的钢铁、矿产品、浆纸毛利率水平比汽车等其他货种低，因此预计供应链业务毛利率水平保守维持稳定，即 3.77%。不考虑出售股权等投资收益，供应链板块 2017-2019 年净利润贡献分别为 7.7/8.3/8.8 亿元。

地产板块受益于行业整体景气度较高，维持稳定，预计未来 3 年销售年均增长 11%，盈利能力维持稳定。同时公司深耕厦门本地土地一级开发业务，伴随国家力推棚改，带来新的业绩增长点。预计 2017-2019 年净利润贡献分别为 20.2/21.2/22.3 亿元。

估值方面，供应链板块参考厦门国贸和象屿股份，两者 Wind 一致预期 2017E 的 P/E 估值分别为 13.3X 和 21.9X，报告日市值加权平均 P/E 为 16.8X，建发股份供应链板块 2017E 合理市值 129 亿元。地产板块，报告日中信行业-房地产开发管理行业整体法 P/E 估值为 18.3X，对应得到建发地产板块 2017E 合理市值 370 亿元。此外，公司每年有 6-8 亿税前投资收益，主要来自于地产项目公司股权出售、金融资产出售等，按照每年税后 5 亿给予 5X 估值。综合以上三项，公司 2017E 合理总市值 524 亿，考虑分部估值折价 15%-20%，即 419-445 亿元，较目前 374 亿元总市值依然有 12%-19% 上涨空间。对应目标价 14.8 元-15.7 元，首次覆盖，增持评级。

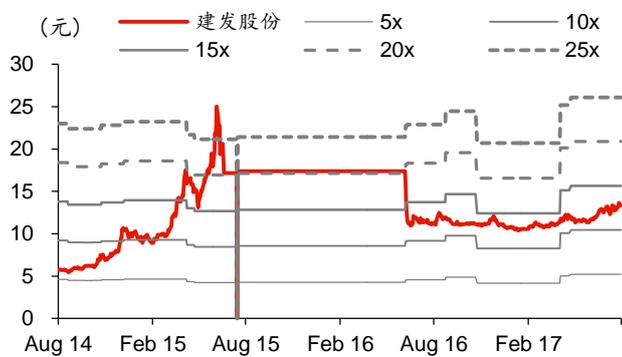
图表30: 可比公司表(20170807 收盘价)

公司名称	证券代码	总市值 (亿元)	P/E			P/B		ROE(%)
			2016	2017E	2018E	2016	2016	2016
建发股份	600153.SH	374	13.3	11.5	10.9	1.8	13.3	
厦门国贸	600755.SH	190	18.2	13.3	10.9	1.2	8.9	
象屿股份	600057.SH	128	30.0	21.9	16.7	1.7	6.7	
首开股份	600376.SH	289	15.2	11.2	9.0	1.0	7.6	
阳光城	000671.SZ	224	18.2	11.4	8.9	1.7	9.8	
万科A	000002.SZ	2,466	11.9	10.0	8.7	2.2	19.7	
上实发展	600748.SH	130	21.9	18.3	15.3	1.4	8.5	
格力地产	600185.SH	131	21.8	16.7	12.9	1.8	10.7	
中航地产	000043.SZ	70	43.6	19.2	15.5	1.8	4.0	
中粮地产	000031.SZ	145	20.1	18.1	16.8	2.5	12.1	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

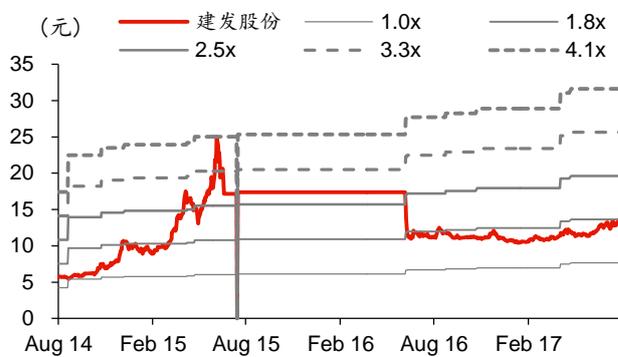
**PE/PB - Bands**

图表31: 建发股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表32: 建发股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**风险提示:** 大宗商品价格快速下跌, 造成需求减少、质押风险和盈利空间下滑。地产行业景气下滑, 在售楼盘销售不佳, 土地一级开发存在钉子户等不可控风险, 国际贸易保护加剧, 贸易业务总量减少。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	85,811	107,105	114,805	125,932	134,218
现金	9,776	10,945	8,409	9,232	10,709
应收账款	2,861	3,224	3,992	4,379	4,634
其他应收账款	2,278	8,812	5,755	6,312	6,680
预付账款	8,086	14,234	16,932	18,572	19,656
存货	59,176	61,312	72,932	79,995	84,663
其他流动资产	3,634	8,578	6,784	7,441	7,876
非流动资产	13,622	19,320	22,944	25,278	27,326
长期投资	1,426	2,488	2,613	2,744	2,881
固定投资	1,070	1,167	1,230	1,360	1,490
无形资产	401.38	394.55	413.30	413.30	413.30
其他非流动资产	10,724	15,269	18,688	20,761	22,541
资产总计	99,433	126,425	137,542	150,757	160,698
流动负债	53,859	64,859	74,143	80,726	84,571
短期借款	1,980	3,044	3,464	3,419	3,016
应付账款	7,105	10,031	11,145	12,235	12,935
其他流动负债	44,774	51,784	59,534	65,072	68,620
非流动负债	18,904	28,936	26,967	29,514	31,237
长期借款	14,137	17,135	20,407	22,383	23,689
其他非流动负债	4,767	11,801	6,560	7,131	7,548
负债合计	72,763	93,795	101,110	110,240	115,808
少数股东权益	7,575	11,108	12,675	14,398	16,306
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
留存公积	13,519	15,985	18,228	20,591	23,056
归属母公司股	19,095	21,521	23,757	26,119	28,584
负债和股东权益	99,433	126,425	137,542	150,757	160,698

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	5,777	(4,840)	1,381	(71.00)	1,962
净利润	3,564	3,949	4,861	5,192	5,528
折旧摊销	312.62	355.83	246.66	309.47	316.55
财务费用	452.30	480.33	387.14	433.99	430.03
投资损失	(613.45)	(791.27)	(702.36)	(702.36)	(702.36)
营运资金变动	2,192	(8,615)	(2,765)	(5,088)	(3,379)
其他经营现金	(129.95)	(219.59)	(646.95)	(215.75)	(231.34)
投资活动现金	1,123	(7,557)	(1,136)	(574.16)	(650.31)
资本支出	431.82	543.99	200.36	200.36	200.36
长期投资	(729.81)	5,024	1,821	965.88	1,053
其他投资现金	825.22	(1,989)	885.28	592.08	603.25
筹资活动现金	(3,799)	13,196	(3,507)	2,048	1,125
短期借款	(4,777)	1,064	419.56	(44.47)	(403.62)
长期借款	(1,031)	2,998	3,272	1,976	1,306
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(141.22)	28.80	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2,151	9,106	(7,198)	116.10	222.33
现金净增加额	3,116	874.78	(3,262)	1,403	2,436

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	128,089	145,591	173,184	189,957	201,040
营业成本	115,739	133,916	158,497	173,986	183,950
营业税金及附加	3,344	2,516	2,981	3,261	3,561
营业费用	3,625	3,770	4,777	5,238	5,565
管理费用	317.34	335.55	429.61	470.68	504.65
财务费用	452.30	480.33	387.14	433.99	430.03
资产减值损失	342.30	177.99	260.15	260.15	260.15
公允价值变动收益	49.86	(0.21)	24.83	24.83	24.83
投资净收益	613.45	791.27	702.36	702.36	702.36
营业利润	4,932	5,186	6,580	7,034	7,497
营业外收入	147.99	134.10	141.04	141.04	141.04
营业外支出	56.44	26.62	41.53	41.53	41.53
利润总额	5,024	5,293	6,679	7,134	7,596
所得税	1,460	1,343	1,818	1,942	2,068
净利润	3,564	3,949	4,861	5,192	5,528
少数股东损益	922.40	1,095	1,567	1,722	1,909
归属母公司净利润	2,641	2,855	3,294	3,469	3,620
EBITDA	5,697	6,022	7,213	7,778	8,243
EPS (元)	0.93	1.01	1.16	1.22	1.28

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	229.18	13.66	18.95	9.68	5.83
营业利润	7.08	5.13	26.88	6.91	6.57
归属母公司净利润	5.35	8.08	15.37	5.33	4.33
获利能力 (%)					
毛利率	9.64	8.02	8.48	8.41	8.50
净利率	2.06	1.96	1.90	1.83	1.80
ROE	13.83	13.26	13.86	13.28	12.66
ROIC	11.65	9.20	10.48	10.15	10.11
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.18	74.19	73.51	73.12	72.07
净负债比率 (%)	26.92	26.47	28.77	28.60	28.29
流动比率	1.59	1.65	1.55	1.55	1.58
速动比率	0.49	0.70	0.56	0.56	0.58
营运能力					
总资产周转率	1.33	1.29	1.31	1.32	1.29
应收账款周转率	41.01	44.71	46.53	45.39	44.61
应付账款周转率	15.05	15.63	14.97	14.88	14.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.01	1.16	1.22	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	(1.71)	0.49	(0.03)	0.69
每股净资产(最新摊薄)	6.74	7.59	8.38	9.21	10.08
估值比率					
PE (倍)	14.32	13.25	11.48	10.90	10.45
PB (倍)	1.98	1.76	1.59	1.45	1.32
EV_EBITDA (倍)	11.02	10.42	8.70	8.07	7.61

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com