

公司研究/季报点评

2019年10月31日

交通运输/物流 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.84
合理价格区间(元): 9.36~10.55

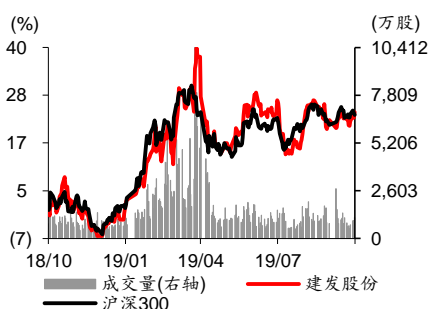
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

袁钉 执业证书编号: S0570519040005
研究员 021-28972077
yuanding@htsc.com

相关研究

- 1《建发股份(600153 SH,增持): 地产结算加快, 估值折价显著》2019.08
- 2《建发股份(600153,增持): 增速放缓, 但估值仍具吸引力》2019.04
- 3《建发股份(600153,增持): 一级开发兑现, 估值具备吸引力》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

一级开发拍卖在即

建发股份(600153)

估值折价显著, 维持“增持”评级

前三季度, 公司实现收入 2103.6 亿元 (+14.8%), 归母净利润 18.2 亿元 (+6.2%), 扣非后归母净利 14.3 亿元 (+1.5%)。供应链和地产集中度持续提升, 淡季盈利波动仍处正常区间, 我们维持公司 19/20/21 年 EPS 预测 1.38/1.49/1.62 元, 给予公司 19 年 6.0-6.7X PE (不含一级开发), 一级土地开发盈利给予 70% 折价, 维持“增持”评级, 调整目标价区间至 9.36-10.55 元。

淡季盈利波动较大, 无需过度担忧

三季度, 公司实现收入 82.5 亿元 (+21.9%), 毛利 30.7 亿元 (+0.7%), 毛利率 3.7% (-0.8pct), 四项费用 24.4 亿元 (+25.3%), 归母净利 4.5 亿元 (-15.6%), 明显低于我们预期的 6.1 亿元, 扣非后归母净利 2.7 亿元 (-38.3%)。公司盈利受地产结算周期影响较大 (淡季尤为明显), 三季度地产结算放缓, 导致公司净利润下滑; 上市公司层面也仅考核年度业绩, 投资者无需过度担忧。

供应链增速回升, 集中度提升逻辑不变

三季度, 公司收入增速提升至 21.9% (1Q/2Q 为 10.5%/10.8%), 考虑地产四季度集中结算, 收入增速的提升主要依赖供应链业务。传统大宗供应链业务立足垫资和息差, 实质是准金融机构; 建发股份具备明显融资成本优势, 市场份额仍有较大空间。市场的担忧在于大宗周期下行风险, 我们对公司风控能力充满信心, 即期估值也隐含较悲观预期。

预售奠定结算基础, 一级土地开发增厚四季度 5-7 亿净利

上半年, 公司实现权益销售金额 360 亿元, 同比增长 32.5%, 为后续收入结算奠定基础。2018 年, 公司完成一级土地开发 8.96 万平米, 成交价约 95 亿, 实现归母净利约 14 亿元; 我们测算剩余部分潜在利润 44-53 亿元 (分别基于土地面积/建筑面积口径测算)。新的地块将于 11 月开拍 (土地/建筑/计价面积 3.37/13.02/ 13.17 万平米, 拍卖起价 45.65 亿元)。参考 2018 年一级开发情况, 我们预计该地块拍卖增厚公司四季度净利 5-7 亿。

业绩波动仍处正常区间, 维持盈利预测和“增持”评级

大宗供应链和房地产行业集中度持续提升, 淡季受地产结算影响, 盈利波动仍处正常区间, 我们维持公司 19/20/21 年 EPS 预测 1.38/1.49/1.62 元, 对应当前股价 6.4/5.9/5.5X PE (未考虑一级开发)。供应链企业和大中型地产企业对应 19 年 Wind 一致预期 PE 中值为 8.5/6.0 X, 我们给予公司 19 年 6.0-6.7X PE, 一级土地开发盈利给予 70% 折价, 对应市值区间 265-299 亿元, 维持“增持”评级, 调整目标价区间至 9.36-10.55 元 (前值 8.81-10.14 元)。

风险提示: 大宗价格大幅下滑、地产限购、一级土地开发低于预期。

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)	7.05-10.53
总市值 (百万元)	25,063
总资产 (百万元)	262,454
每股净资产 (元)	9.70

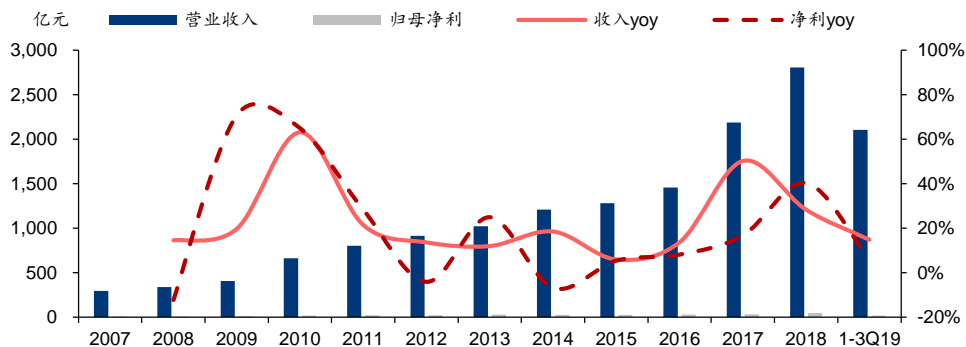
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	218,602	280,382	328,202	383,639	442,014
+/-%	50.15	28.26	17.06	16.89	15.22
归属母公司净利润 (百万元)	3,331	4,672	3,911	4,231	4,595
+/-%	16.68	40.26	(16.29)	8.18	8.60
EPS (元, 最新摊薄)	1.17	1.65	1.38	1.49	1.62
PE (倍)	7.52	5.36	6.41	5.92	5.45

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 建发股份收入和净利润变化



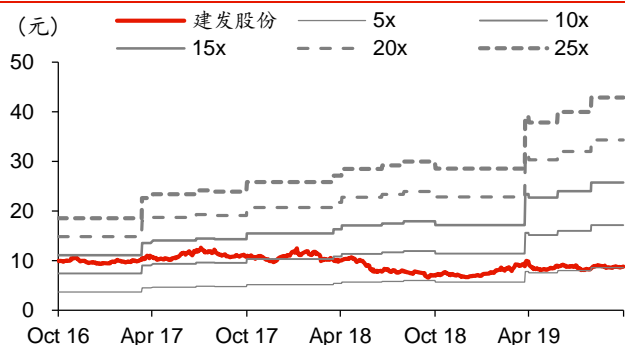
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表 (2019.10.30)

代码	简称	股价	EPS				PE				PEG	PB (LF)	市值 (亿)
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600704.SH	物产中大	5.67	0.26	0.67	0.79	0.92	21.8	8.5	7.2	6.2	0.42	1.27	244
600057.SH	厦门象屿	4.18	0.11	0.54	0.63	0.74	38.0	7.7	6.7	5.7	0.43	0.87	90
600180.SH	瑞茂通	7.38	0.33	0.58	0.67	0.79	22.2	12.8	11.0	9.4	0.67	1.24	75
供应链行业估值							22.2	8.5	7.2	6.2	0.43	1.24	409
000002.SZ	万科A	26.65	3.03	3.64	4.33	5.05	8.8	7.3	6.2	5.3	0.47	1.80	3012
600048.SH	保利地产	14.59	1.52	2.05	2.47	2.94	9.6	7.1	5.9	5.0	0.39	1.43	1741
001979.SZ	招商蛇口	19.03	1.81	2.39	2.90	3.48	10.5	8.0	6.6	5.5	0.43	2.31	1506
600606.SH	绿地控股	6.89	0.91	1.17	1.47	1.87	7.6	5.9	4.7	3.7	0.28	1.11	838
600383.SH	金地集团	11.88	1.55	2.16	2.60	3.09	7.7	5.5	4.6	3.8	0.30	1.09	536
000069.SZ	华侨城A	6.97	1.16	1.52	1.85	2.23	6.0	4.6	3.8	3.1	0.25	0.92	572
600340.SH	华夏幸福	28.75	3.40	4.97	6.35	8.20	8.5	5.8	4.5	3.5	0.25	2.18	863
601155.SH	新城控股	33.25	3.39	6.26	8.06	10.17	9.8	5.3	4.1	3.3	0.22	2.56	750
002146.SZ	荣盛发展	8.78	1.69	2.21	2.73	3.38	5.2	4.0	3.2	2.6	0.20	1.04	382
000402.SZ	金融街	7.96	1.00	1.22	1.37	1.53	8.0	6.5	5.8	5.2	0.52	0.74	238
600823.SH	世茂股份	4.09	0.54	0.73	0.86	1.06	7.6	5.6	4.7	3.9	0.30	0.63	153
600376.SH	首开股份	8.57	0.93	1.42	1.61	1.94	9.3	6.0	5.3	4.4	0.33	0.77	221
600208.SH	新潮中宝	3.85	0.29	0.37	0.46	0.55	13.3	10.5	8.5	7.0	0.56	0.94	331
000732.SZ	泰禾集团	5.74	1.72	1.25	1.52	1.84	3.3	4.6	3.8	3.1	1.45	0.65	143
002244.SZ	滨江集团	4.25	0.39	0.57	0.70	0.85	10.9	7.4	6.0	5.0	0.37	0.83	132
000656.SZ	金科股份	6.83	0.74	0.98	1.29	1.59	9.2	6.9	5.3	4.3	0.32	1.57	365
000671.SZ	阳光城	6.15	0.65	1.02	1.39	1.81	9.5	6.0	4.4	3.4	0.23	1.26	249
房地产行业估值							8.8	6.0	4.7	3.9	0.32	1.09	12,033

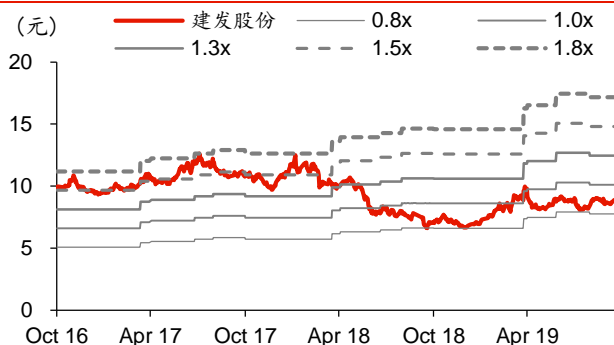
资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 18为扣非后归母净利润, 19/20/21数据为Wind一致预期值, 行业估值为个股估值中位数)

图表3: 建发股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 建发股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	149,801	193,554	228,721	267,802	308,925
现金	16,440	23,699	26,759	31,279	36,039
应收账款	3,270	6,729	7,854	9,180	10,577
其他应收账款	14,686	12,631	14,785	17,282	19,912
预付账款	18,597	9,689	11,554	13,537	15,622
存货	86,499	135,540	161,621	189,352	218,526
其他流动资产	10,309	5,265	6,148	7,171	8,248
非流动资产	25,495	23,900	23,699	23,533	23,396
长期投资	2,829	3,143	3,143	3,143	3,143
固定投资	1,363	1,872	1,825	1,788	1,760
无形资产	394.54	636.51	572.85	515.57	464.01
其他非流动资产	20,909	18,248	18,158	18,086	18,028
资产总计	175,295	217,454	252,419	291,335	332,321
流动负债	83,857	110,774	141,570	175,628	211,334
短期借款	7,214	3,821	25,227	43,643	62,894
应付账款	10,512	14,751	17,590	20,608	23,783
其他流动负债	66,131	92,202	98,753	111,377	124,657
非流动负债	47,701	52,262	52,262	52,262	52,262
长期借款	26,015	23,512	23,512	23,512	23,512
其他非流动负债	21,685	28,750	28,750	28,750	28,750
负债合计	131,558	163,036	193,832	227,890	263,596
少数股东权益	20,114	26,862	28,538	30,352	32,321
股本	2,835	2,835	2,835	2,835	2,835
资本公积	2,437	2,445	2,445	2,445	2,445
留存公积	18,350	22,276	24,769	27,813	31,124
归属母公司股东权益	23,623	27,556	30,049	33,093	36,404
负债和股东权益	175,295	217,454	252,419	291,335	332,321

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(18,588)	4,780	(9,716)	(10,723)	(11,117)
净利润	3,331	4,672	3,911	4,231	4,595
折旧摊销	476.66	519.40	601.94	566.12	537.25
财务费用	1,340	1,610	1,980	2,079	2,183
投资损失	(1,815)	(548.81)	(492.53)	(492.53)	(492.53)
营运资金变动	(23,186)	(3,052)	(17,397)	(18,925)	(19,914)
其他经营现金	1,266	1,580	1,681	1,818	1,975
投资活动现金	(3,390)	4,260	(400.00)	(400.00)	(400.00)
资本支出	567.63	524.13	400.00	400.00	400.00
长期投资	515.53	96.69	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(2,307)	4,881	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	25,815	(3,946)	13,176	15,643	16,277
短期借款	6,341	(5,834)	21,405	18,416	19,251
长期借款	10,400	(3,347)	(5,324)	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(40.67)	7.34	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	9,116	5,227	(2,905)	(2,773)	(2,974)
现金净增加额	3,838	5,095	3,060	4,520	4,760

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	218,602	280,382	328,202	383,639	442,014
营业成本	204,550	257,656	307,252	359,972	415,433
营业税金及附加	1,971	3,428	4,012	4,690	5,403
营业费用	4,961	6,247	7,312	8,547	9,848
管理费用	344.58	389.14	455.51	532.45	613.47
财务费用	1,243	1,886	1,980	2,079	2,183
资产减值损失	764.91	923.77	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	(9.73)	(7.47)	(7.47)	(7.47)	(7.47)
投资净收益	1,815	548.81	500.00	500.00	500.00
营业利润	6,573	10,394	7,583	8,212	8,926
营业外收入	168.81	173.91	173.91	173.91	173.91
营业外支出	124.36	75.26	75.26	75.26	75.26
利润总额	6,617	10,493	7,682	8,310	9,025
所得税	1,791	2,861	2,095	2,266	2,461
净利润	4,826	7,632	5,587	6,044	6,564
少数股东损益	1,495	2,960	1,676	1,813	1,969
归属母公司净利润	3,331	4,672	3,911	4,231	4,595
EBITDA	8,152	12,668	10,165	10,857	11,646
EPS (元, 基本)	1.17	1.65	1.38	1.49	1.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	50.15	28.26	17.06	16.89	15.22
营业利润	26.75	58.15	(27.04)	8.29	8.70
归属母公司净利润	16.68	40.26	(16.29)	8.18	8.60
获利能力 (%)					
毛利率	6.43	8.11	6.38	6.17	6.01
净利率	1.52	1.67	1.19	1.10	1.04
ROE	14.10	16.95	13.02	12.78	12.62
ROIC	6.86	10.26	6.48	5.73	5.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.05	74.98	76.79	78.22	79.32
净负债比率 (%)	22.47	15.02	19.31	23.05	26.00
流动比率	1.79	1.75	1.62	1.52	1.46
速动比率	0.75	0.52	0.47	0.45	0.43
营运能力					
总资产周转率	1.25	1.29	1.30	1.32	1.33
应收账款周转率	67.33	56.08	45.01	45.04	44.74
应付账款周转率	19.91	20.40	19.00	18.85	18.72
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.65	1.38	1.49	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	(6.56)	1.69	(3.43)	(3.78)	(3.92)
每股净资产(最新摊薄)	8.33	9.72	10.60	11.67	12.84
估值比率					
PE (倍)	7.52	5.36	6.41	5.92	5.45
PB (倍)	1.06	0.91	0.83	0.76	0.69
EV_EBITDA (倍)	4.15	2.67	3.33	3.11	2.90

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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