

## 业绩整体稳健 宏发贡献投资受益

买入 维持

目标价格：9.60

### 业绩和公告简评：

建发股份发布 2014 年三季度报告，2014 年 1-9 月，公司实现营业收入 840.12 亿元，同比增长 14.41%；归属于上市公司股东的净利润 15.74 亿元，同比减少 0.43%，对应 EPS 0.61 元。2014 年第三季度，公司实现营业收入 308.34 亿元，同比增长 26.33%，归属于上市公司股东的净利润 5.70 亿元，同比增长 9.57%。

### 经营分析：

- **业务稳定发展，收入稳健增长：**前三季度公司供应链业务与房地产业务收入均保持较为稳定的状态。其中供应链业务收入同比增速达 50% 以上，其中，汽车、物流等板块表现较好，但上半年大宗商品表现依旧较为低迷，因此供应链业务整体盈利情况较去年略有下降，公司通过进军汽车保险代理和汽车融资租赁业务外，以及推广“纸源网”平台等多项举措促进供应链业务稳定。房地产业务也基本实现稳定增长，预计四季度增势将得以持续。
- **汇兑损益导致财务费用大幅增长。**公司业务稳定发展的同时，相应费用增速亦较高，第三季度销售费用和管理费用同比分别增长 33.45% 和 28.44%；人民币贬值产生的汇兑损失导致第三季度财务费用大幅增长近 6000 万，增幅近 6 倍。
- **出售宏发贡献较多投资收益。**公司第三季度毛利率下滑至 5.96%，较去年同期减少 1.06 个百分点，但公司第三季度实现投资收益 2.62 亿元，同比增长 340% 以上，主要是联发集团出售联营企业宏发电声的部分股权所致。该部分投资收益对公司三季度业绩有较大贡献。
- **预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.04、1.20 元和 1.43 元，对应当前股价 7.4x14PE、6.4x15PE 和 5.4x16PE，考虑到公司受益海西发展，同时估值偏低，维持“买入”评级。**

| 主要经营指标    | 2012  | 2013    | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|-----------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万)  | 91167 | 102,068 | 114,275 | 129,474 | 145,788 |
| 增长率(%)    | 13.6  | 11.96   | 11.96   | 13.30   | 12.60   |
| 归母净利润(百万) | 2156  | 2693    | 2954    | 3390    | 4056    |
| 增长率(%)    | -4.20 | 24.90   | 9.69    | 14.76   | 19.64   |
| 每股收益      | 0.76  | 0.95    | 1.04    | 1.20    | 1.43    |
| 市盈率       | 10.09 | 8.07    | 7.38    | 6.39    | 5.36    |

### 交运研究组

#### 分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：18916019988

Email: quyongzhong@hysec.com

刘攀 (S1180514050002)

电话：021-65051190

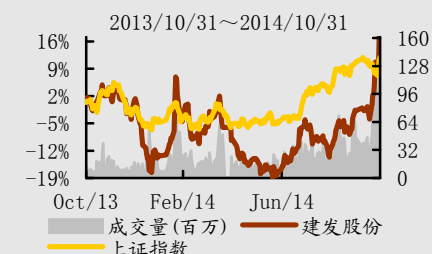
Email: liupan1@hysec.com

王滔(S1180514080003)

电话：010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《供应链业务稳定，汇兑损益压低业绩》

2014/8/27

《地产物流双筑底》

2014/7/23

图 1: 三张表摘要

| 资产负债表 (百万元)      | 2013         | 2014E        | 2015E        | 2016E         | 利润表 (百万元)        | 2013          | 2014E         | 2015E         | 2016E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 6648         | 10149        | 6165         | 6130          | 营业收入             | 102068        | 114275        | 129474        | 145788        |
| 应收款项             | 10097        | 8453         | 9932         | 11983         | 营业成本             | 93042         | 104036        | 118145        | 132900        |
| 存货净额             | 45553        | 46592        | 53554        | 61697         | 营业税金及附加          | 1495          | 1714          | 1942          | 2187          |
| 其他流动资产           | 9082         | 8799         | 10228        | 11955         | 销售费用             | 2842          | 3085          | 3625          | 4082          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>71747</b> | <b>74360</b> | <b>80246</b> | <b>92132</b>  | 管理费用             | 252           | 235           | 394           | 443           |
| 固定资产             | 875          | 1904         | 2953         | 4106          | 财务费用             | 28            | 768           | 412           | 360           |
| 无形资产及其他          | 319          | 313          | 307          | 302           | 投资收益             | 305           | 366           | 439           | 526           |
| 投资性房地产           | 5696         | 5696         | 5696         | 5696          | 资产减值及公允价值变动      | (190)         | (130)         | (127)         | (149)         |
| 长期股权投资           | 1408         | 912          | 1641         | 2298          | 其他收入             | (1)           | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>80045</b> | <b>83185</b> | <b>90843</b> | <b>104534</b> | 营业利润             | 4523          | 4673          | 5268          | 6193          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 12443        | 11786        | 12108        | 19193         | 营业外净收支           | 60            | 45            | 50            | 51            |
| 应付款项             | 9106         | 9839         | 11828        | 12931         | <b>利润总额</b>      | <b>4583</b>   | <b>4718</b>   | <b>5318</b>   | <b>6244</b>   |
| 其他流动负债           | 27523        | 30722        | 34950        | 39301         | 所得税费用            | 1191          | 1180          | 1329          | 1561          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>49072</b> | <b>52347</b> | <b>58886</b> | <b>71425</b>  | 少数股东损益           | 699           | 584           | 599           | 627           |
| 长期借款及应付债券        | 14529        | 14529        | 14529        | 14529         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2693</b>   | <b>2954</b>   | <b>3390</b>   | <b>4056</b>   |
| 其他长期负债           | 89           | 89           | 89           | 89            |                  |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>14618</b> | <b>14618</b> | <b>14618</b> | <b>14618</b>  | 现金流量表 (百万元)      | 2013          | 2014E         | 2015E         | 2016E         |
| <b>负债合计</b>      | <b>63690</b> | <b>66965</b> | <b>73504</b> | <b>86043</b>  | 净利润              | 2693          | 2954          | 3390          | 4056          |
| 少数股东权益           | 3802         | 3901         | 3955         | 3999          | 资产减值准备           | 217           | (249)         | 3             | 4             |
| 股东权益             | 12552        | 13054        | 13630        | 14320         | 折旧摊销             | 155           | 128           | 171           | 246           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>80044</b> | <b>83920</b> | <b>91089</b> | <b>104362</b> | 公允价值变动损失         | 190           | 130           | 127           | 149           |
|                  |              |              |              |               | 财务费用             | 28            | 768           | 412           | 360           |
| 关键财务与估值指标        | 2013         | 2014E        | 2015E        | 2016E         | 营运资本变动           | (7707)        | 4571          | (3650)        | (6463)        |
| 每股收益             | 0.95         | 1.04         | 1.20         | 1.43          | 其它               | (246)         | 348           | 51            | 40            |
| 每股红利             | 0.99         | 0.86         | 0.99         | 1.19          | <b>经营活动现金流</b>   | <b>(4698)</b> | <b>7882</b>   | <b>92</b>     | <b>(1968)</b> |
| 每股净资产            | 4.43         | 4.60         | 4.81         | 5.05          | 资本开支             | 62            | (1032)        | (1344)        | (1546)        |
| ROIC             | 9%           | 10%          | 10%          | 10%           | 其它投资现金流          | (26)          | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 21%          | 23%          | 25%          | 28%           | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(203)</b>  | <b>(1272)</b> | <b>(1584)</b> | <b>(1786)</b> |
| 毛利率              | 9%           | 9%           | 9%           | 9%            | 权益性融资            | 1096          | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 4%           | 5%           | 4%           | 4%            | 负债净变化            | 2915          | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 5%           | 5%           | 4%           | 4%            | 支付股利、利息          | (2807)        | (2452)        | (2814)        | (3366)        |
| 收入增长             | 12%          | 12%          | 13%          | 13%           | 其它融资现金流          | 3966          | (657)         | 322           | 7085          |
| 净利润增长率           | 25%          | 10%          | 15%          | 20%           | <b>融资活动现金流</b>   | <b>5278</b>   | <b>(3109)</b> | <b>(2492)</b> | <b>3719</b>   |
| 资产负债率            | 84%          | 84%          | 85%          | 86%           | <b>现金净变动</b>     | <b>377</b>    | <b>3501</b>   | <b>(3984)</b> | <b>(35)</b>   |
| 息率               | 12.9%        | 11.3%        | 12.9%        | 15.5%         | 货币资金的期初余额        | 6271          | 6648          | 10149         | 6165          |
| P/E              | 8.1          | 7.4          | 6.4          | 5.4           | 货币资金的期末余额        | 6648          | 10149         | 6165          | 6130          |
| P/B              | 1.7          | 1.7          | 1.6          | 1.5           | 企业自由现金流          | (3142)        | 7571          | (797)         | (3131)        |
| EV/EBITDA        | 18.6         | 16.6         | 17.2         | 16.8          | 权益自由现金流          | 3739          | 6338          | (784)         | 3684          |

资料来源: WIND, 宏源证券

## 作者简介:

**瞿永忠:** 北京交通大学硕士, 10 年交运从业经验, 3 年交运行业研究经验, 宏源证券交运行业组长, 资深分析师。2011 年新财富团队第四, 2012 年金牛奖团队第五。2013 年腾讯天眼第三名, 21 世纪金牌分析师亚军。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路产业链等行业。

**刘 攀:** 上海交通大学硕士, 3 年机械行业研究经验, 1 年产业融资租赁行业经验, 宏源证券交运行业组(设备方向)分析师。擅长草根挖掘投资机会, 重点覆盖铁路设备产业链、航运港口和船舶海工产业链等细分行业。

**王滔:** 中山大学硕士, 3 年交运行业研究经验, 重点覆盖物流、航空机场和高速公路等行业。

## 机构销售团队

|    |         |     |               |             |                        |
|----|---------|-----|---------------|-------------|------------------------|
| 公募 | 北京片区    | 李 倩 | 010-88013561  | 13631508075 | liqian@hysec.com       |
|    |         | 孙利群 | 010-88085756  | 13910390950 | sunliqun@hysec.com     |
|    |         | 罗 云 | 010-88085760  | 13811638199 | luoyun@hysec.com       |
|    |         | 滕宇杰 | 010-88085297  | 18618343994 | tengyujie@hysec.com    |
|    | 上海片区    | 李冠英 | 021-65051619  | 13918666009 | liguanying@hysec.com   |
|    |         | 吴 蓓 | 021-65051231  | 18621102931 | wubei@hysec.com        |
|    |         | 吴肖寅 | 021-65051169  | 13801874206 | wuxiaoyin@hysec.com    |
|    |         | 赵 然 | 021-65051230  | 18658849608 | zhaoran@hysec.com      |
|    | 广深片区    | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com     |
|    |         | 赵 越 | 0755-33352301 | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com      |
|    |         | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com   |
|    |         | 周 迪 | 0755-33352262 | 15013826580 | zhoudi@hysec.com       |
| 机构 | 北京保险/私募 | 王燕妮 | 010-88085993  | 13911562271 | wangyanni@hysec.com    |
|    |         | 张 瑶 | 010-88013560  | 13581537296 | zhangyao@hysec.com     |
|    | 上海保险/私募 | 程新星 | 021-65051257  | 18918523006 | chengxinxing@hysec.com |

## 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上     |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%   |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上      |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |

## 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。