

评级: 买入 维持评级

业绩点评

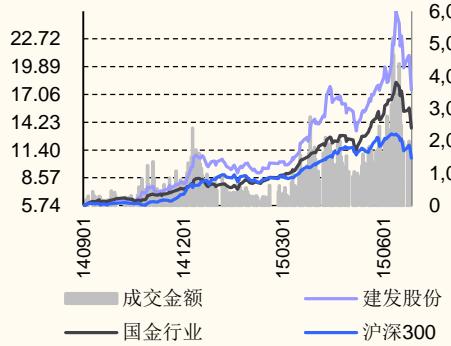
市场价格 (人民币): 17.31 元

目标价格 (人民币):

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,835.20
总市值(百万元)	49,077.32
年内股价最高最低(元)	25.52/5.74
沪深 300 指数	3342.29
上证指数	3232.35
人民币(元)	成交金额(百万元)



相关报告

- 《业务逆势增长, 汇兑损失拖累业绩-建发股份业绩点评》, 2015.4.16
- 《拓展供应链金融和互联网平台, 受益海西政策-建发股份公司研究》, 2015.4.13

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.203	0.884	0.761	0.837	1.024
每股净资产(元)	5.61	6.04	6.64	7.38	8.31
每股经营性现金流(元)	-0.86	-0.17	-1.36	-0.78	-1.28
市盈率(倍)	5.94	11.51	23.11	21.02	17.19
行业优化市盈率(倍)	16.52	29.22	45.96	45.96	45.96
净利润增长率(%)	24.90%	-6.90%	-13.89%	9.95%	22.32%
净资产收益率(%)	21.45%	14.64%	11.46%	11.34%	12.33%
总股本(百万股)	2,237.75	2,835.20	2,835.20	2,835.20	2,835.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 上半年公司完成营收 522 亿元, 同比下降 1.8%, 实现归母净利润、扣非净利润分别为 7.3 亿元、5.3 亿元, 同比回升 27% 和 46%。业绩下滑主要由于房地产项目结算周期, 上半年结算项目减少所致。

经营分析

- 供应链业务逆势增长, 毛利率重回 4%: 国内外需求不足, 大宗商品价格持续低迷。公司一方面强化风险管控另一方面积极向供应链服务转型。(1)除了向采购企业提供传统原材料外, 还提供融资、物流等一揽子解决方案。(2)把握自贸区商机, 拓展跨境人民币信贷业务。已达成首份海外直贷协议, 首笔 2000 万人民币。该业务有利于打通国内外资金通道, 降低融资成本。(3)积极尝试 B2B 电商平台, 探索线上线下供应链整合。转型带来积极效果, 供应链业务收入 483 亿元, 同比增长 5.4%, 净利润 4.15 亿元, 同比增长 14%, 毛利率为 4.15%, 同比增加 0.33 个百分点, 是 2012 年后第一次重回 4% 以上。
- 房地产项目结算周期拖累地产业务, 下半年结算面积会大幅高于上半年: 上半年房地产市场回暖, 全国商品房销售额同比增长 10%。公司去年快速跑量去化, 今年上半年账面结算面积下降 55%, 房地产业务收入 39.6 亿元, 同比下降 45.4%, 净利润 3.14 亿元, 同比下降 50.9%。预计下半年会有好转, 公司土地储备达到千万平方米, 地产业务发展后劲十足。
- 非经常性损益大增, 汇兑损失减少: 非经常性损益约 2 亿, 去年同期约 2300 万。主要是公司处置固定资产利得 1.08 亿及政府补贴和委托投资收益增加所致。另外, 上半年公司汇兑损失减少 7600 万对业绩也有一定贡献。

盈利调整

- 考虑地产业务波动, 调整 15~17 年的盈利预测为 0.761 元, 0.837 元和 1.024 元, 对应当前股价的 PE 为 22.7X, 20.7X 和 16.9X。

投资建议

- 目前公司正进行重大资产重组, 供应链业务逆势增长稳步转型, 电商与供应链金融值得期待。地产业务有波动但总体稳健, 发展后劲足, 同时受益自贸区建设和国企改革, 前景看好。

吴彦丰 分析师 SAC 执业编号: S1130514080001
 (8621)60230251
 wuyanfeng@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	91,167	102,068	120,925	122,076	133,673	149,050
增长率	12.0%	18.5%	1.0%	9.5%	11.5%	
主营业务成本	-83,186	-93,042	-110,779	-113,078	-123,210	-136,218
%销售收入	91.2%	91.2%	91.6%	92.6%	92.2%	91.4%
毛利	7,981	9,026	10,146	8,998	10,464	12,832
%销售收入	8.8%	8.8%	8.4%	7.4%	7.8%	8.6%
营业税金及附加	-1,393	-1,495	-2,405	-2,197	-2,540	-3,279
%销售收入	1.5%	1.5%	2.0%	1.8%	1.9%	2.2%
营业费用	-2,451	-2,842	-3,077	-2,747	-3,342	-3,875
%销售收入	2.7%	2.8%	2.5%	2.3%	2.5%	2.6%
管理费用	-196	-252	-278	-305	-334	-373
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润（EBIT）	3,941	4,437	4,386	3,748	4,248	5,304
%销售收入	4.3%	4.3%	3.6%	3.1%	3.2%	3.6%
财务费用	-391	-28	-305	-333	-371	-504
%销售收入	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-36	-253	3	-54	-5	-7
公允价值变动收益	-24	63	-39	0	0	0
投资收益	65	305	561	400	300	300
%税前利润	1.8%	6.6%	12.0%	10.5%	7.1%	5.8%
营业利润	3,554	4,523	4,606	3,762	4,171	5,094
营业利润率	3.9%	4.4%	3.8%	3.1%	3.1%	3.4%
营业外收支	44	60	77	50	50	50
税前利润	3,599	4,583	4,684	3,812	4,221	5,144
利润率	3.9%	4.5%	3.9%	3.1%	3.2%	3.5%
所得税	-929	-1,191	-1,309	-953	-1,097	-1,440
所得税率	25.8%	26.0%	27.9%	25.0%	26.0%	28.0%
净利润	2,670	3,392	3,374	2,859	3,124	3,704
少数股东损益	514	699	867	700	750	800
归属于母公司的净利润	2,156	2,693	2,507	2,159	2,374	2,904
净利率	2.4%	2.6%	2.1%	1.8%	1.8%	1.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	2,670	3,392	3,374	2,859	3,124	3,704
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	210	435	231	318	323	376
非经营收益	243	-524	-234	-170	79	124
营运资金变动	1,632	-5,224	-3,844	-6,876	-5,747	-7,842
经营活动现金净流	4,754	-1,921	-472	-3,870	-2,222	-3,638
资本开支	-633	-546	-607	143	-80	-290
投资	-93	-460	-413	0	0	0
其他	59	167	137	400	300	300
投资活动现金净流	-667	-839	-883	543	220	10
股权募资	420	1,096	3,245	0	0	0
债权募资	-684	5,433	880	4,530	4,160	4,956
其他	-1,790	-2,739	-3,175	-642	-813	-858
筹资活动现金净流	-2,053	3,790	950	3,888	3,348	4,098
现金净流量	2,034	1,030	-405	562	1,346	470

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	6,271	6,648	6,643	7,205	8,551	9,021
应收账款	5,016	10,097	7,174	13,308	14,572	16,248
存货	35,375	45,553	56,697	55,765	62,449	70,908
其他流动资产	6,812	9,449	12,171	12,304	12,600	13,706
流动资产	53,475	71,747	82,685	88,582	98,172	109,883
%总资产	87.5%	89.6%	88.4%	89.5%	90.5%	91.4%
长期投资	5,649	6,267	7,956	7,956	7,956	7,956
固定资产	1,109	875	1,197	1,313	1,145	1,134
%总资产	1.8%	1.1%	1.3%	1.3%	1.1%	0.9%
无形资产	461	472	825	418	399	380
非流动资产	7,607	8,298	10,838	10,388	10,300	10,371
%总资产	12.5%	10.4%	11.6%	10.5%	9.5%	8.6%
资产总计	61,081	80,045	93,523	98,970	108,472	120,254
短期借款	10,916	12,443	10,528	16,133	20,183	25,029
应付款项	24,843	33,797	39,900	39,268	41,596	44,745
其他流动负债	1,222	2,833	3,004	2,432	2,606	2,864
流动负债	36,981	49,072	53,433	57,833	64,385	72,637
长期贷款	9,796	12,711	15,168	15,268	15,368	15,468
其他长期负债	1,348	1,908	2,684	1,226	1,236	1,246
负债	48,125	63,690	71,285	74,327	80,989	89,351
普通股股东权益	10,021	12,552	17,131	18,837	20,927	23,547
少数股东权益	2,934	3,802	5,106	5,806	6,556	7,356
负债股东权益合计	61,081	80,045	93,523	98,970	108,472	120,254

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.963	1.203	0.884	0.761	0.837	1.024
每股净资产	4.478	5.609	6.042	6.644	7.381	8.305
每股经营现金净流	2.125	-0.859	-0.166	-1.365	-0.784	-1.283
每股股利	0.100	0.150	0.200	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	21.51%	21.45%	14.64%	11.46%	11.34%	12.33%
总资产收益率	3.53%	3.36%	2.68%	2.18%	2.19%	2.41%
投入资本收益率	8.36%	7.58%	6.40%	4.92%	4.90%	5.27%
增长率						
主营业务收入增长率	13.60%	11.96%	18.48%	0.95%	9.50%	11.50%
EBIT 增长率	16.84%	12.57%	-1.13%	-14.54%	13.32%	24.88%
净利润增长率	-4.18%	24.90%	-6.90%	-13.89%	9.95%	22.32%
总资产增长率	16.89%	31.05%	16.84%	5.82%	9.60%	10.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.2	11.9	11.8	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	145.8	158.7	168.5	180.0	185.0	190.0
应付账款周转天数	17.4	21.8	24.2	22.0	22.0	22.0
固定资产周转天数	2.8	2.6	2.8	2.9	2.5	2.0
偿债能力						
净负债/股东权益	120.63%	123.39%	90.17%	102.23%	101.87%	105.08%
EBIT 利息保障倍数	10.1	156.0	14.4	11.3	11.4	10.5
资产负债率	78.79%	79.57%	76.22%	75.10%	74.66%	74.30%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-04-13	买入	16.93	22.00~25.00
2	2015-04-16	买入	16.23	20.00~22.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD