

评级: 买入 维持评级

公司点评

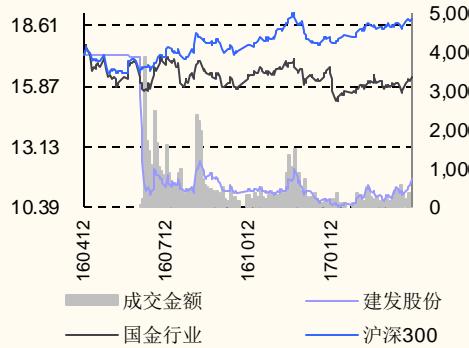
市场价格(人民币): 11.67元

双主业齐增长, 估值优势促安全边际显著

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)	33,086.79
年内股价最高最低(元)	17.31/10.39
沪深300指数	3517.33
上证指数	3288.97
人民币(元)	
成交金额(百万元)	



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.932	1.007	1.180	1.308	1.460
每股净资产(元)	6.73	7.59	8.44	9.25	10.11
每股经营性现金流(元)	2.02	-1.73	1.27	0.67	0.87
市盈率(倍)	18.58	10.63	9.89	8.92	8.00
行业优化市盈率(倍)	23.23	23.23	23.23	23.23	23.23
净利润增长率(%)	5.35%	8.08%	17.18%	10.90%	11.55%
净资产收益率(%)	13.83%	13.26%	13.98%	14.15%	14.44%
总股本(百万股)	2,835.20	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

■ 公司2016年实现营业收入1455.91亿元, 同比增长13.66%; 归属上市公司股东的净利润为28.55亿元, 同比增长8.08%; 基本每股收益为1.01元/股, 同比增长8.60%。利润分配预案为: 每10股派发现金股利4.00元(含税), 共计11.34亿元。

经营分析

■ **大宗市场回暖, 长期看好供应链业务抗周期性和风险管控:** 2016年供应链业务实现收入1149.24亿元, 同比上升9.6%, 增幅上涨6.5个百分点; 毛利率为3.79%, 上升0.11个百分点。业绩改善符合我们预期, 主要是因为大宗商品市场回暖: 1) 前期大宗商品市场行情低迷导致部分小企业倒闭, 公司依托其经营优势在下行周期积累业务量, 近两年钢铁销售量增速均在25%以上; 2) 受国内供给侧改革的影响, 钢铁和铁矿石价格自2016年初起从底部持续回升; 纸浆价格也自16年三季度开始大幅上涨10%以上。长期看好供应链业务盈利能力抗周期性和抗风险性: 2012年以来大宗商品价格开始波动下行, 公司毛利率却逐渐企稳回升至4%左右, 主要是由于公司由传统的赚差价向提供供应链服务转型, 业绩对大宗商品价格敏感性在下降; 同时供应链服务方面公司风险控制优秀, 向客户提前收取保证金规避大宗商品剧烈波动带来的违约损失。

■ **房产销售持续增长, 充足土地储备保障未来业绩:** 公司毛利主要来自房地产业务, 2016年度公司房地产业务实现收入303.6亿元, 同比上涨32%, 主要得益于房产销售状况持续良好, 同时本期竣工面积同比有39%的增长。但2016年销售状况较前期有所回落, 全年签约面积同比增长17%, 较上期45%的增速有一定程度放缓, 同时签约单价下跌约4%。地产业务毛利率下降12.7个百分点至23.3%, 主要是因为结转项目结构变化, 本期公司毛利率较高的商业地产收入占比由14%下降至8%。公司现待开发土地面积约345万方, 保障未来利润可持续性。

■ **估值优势明显:** 对公司供应链业务和房地产业务, 分开估值: (1) 按PE估值25倍, 16年公司供应链业务实现税后净利润8.9亿元, 因此供应链业务对应的市值约为220亿元。(2) 我们根据RNAV估值方法来估算公司地产部分估值, 公司未预售可供出售面积为227万方, 土地储备规划计容面积为519万方, 按项目所处区域不同计算售价, 我们保守假设公司现净负债全部

相关报告

1. 《双主业稳健发展, 估值优势明显-建发股份公司点评》, 2017.1.19
2. 《供应链+地产稳健发展, 估值优势明显-建发股份公司研究》, 2016.9.18

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师SAC执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

为地产业务相关，所得公司地产部分估值为 210 亿元。若按 PE10 倍计算，公司地产业务 2016 年税后归母净利润约 21 亿元，地产业务对应市值为 210 亿元。保守预计公司合理市值为 430 亿元，公司目前市值约为 331 亿元，仍有 30% 的上涨空间。

投资建议

- 公司以供应链运营和房地产开发为双主业，供应链业务受益于行业回暖，业绩弹性上升；地产业务土地储备充足，积极探索房产+产业多元结合。公司估值优势明显，预计合理市值为 430 亿元，还有 30% 上涨空间。预计 2017-2019 年的每股 EPS 为 1.18 元、1.31 元、1.46 元。

风险

宏观经济增速放缓，双主业经营持续压制估值，地产政策收紧等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	货币资金	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
120,925	128,089	145,591	158,176	172,154	186,470		6,643	9,776	10,945	8,425	7,360	6,479	
增长率	5.9%	13.7%	8.6%	8.8%	8.3%		7,174	6,297	13,279	14,366	15,635	16,936	
主营业务成本	-110,779	-115,739	-133,916	-145,370	-158,112	-171,057	56,697	59,176	61,312	63,724	69,309	74,984	
%销售收入	91.6%	90.4%	92.0%	91.9%	91.8%	91.7%	12,171	10,562	21,569	21,224	22,493	23,748	
毛利	10,146	12,350	11,675	12,806	14,042	15,412	流动资产	82,685	85,811	107,105	107,738	114,798	122,146
%销售收入	8.4%	9.6%	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%	%总资产	88.4%	86.3%	84.7%	84.7%	85.3%	85.8%
营业税金及附加	-2,405	-3,344	-2,516	-2,847	-3,099	-3,356	长期投资	7,956	10,384	15,316	15,517	15,716	15,916
%销售收入	2.0%	2.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	固定资产	1,197	1,133	1,233	1,254	1,420	1,565
营业费用	-3,077	-3,625	-3,770	-4,065	-4,424	-4,792	%总资产	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
%销售收入	2.5%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	无形资产	825	947	1,048	900	967	1,025
管理费用	-278	-317	-336	-348	-379	-410	非流动资产	10,838	13,622	19,320	19,421	19,853	20,256
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	%总资产	11.6%	13.7%	15.3%	15.3%	14.7%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	4,386	5,064	5,053	5,545	6,140	6,853	资产总计	93,523	99,433	126,425	127,159	134,651	142,402
%销售收入	3.6%	4.0%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	短期借款	10,528	5,454	7,692	4,500	4,500	4,490
财务费用	-305	-452	-480	-459	-501	-576	应付款项	39,900	43,127	51,097	53,584	58,302	63,115
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动负债	3,027	5,278	6,069	5,724	6,005	6,262
资产减值损失	3	-342	-178	0	0	0	流动负债	53,456	53,859	64,859	63,808	68,806	73,867
公允价值变动收益	-39	50	0	0	0	0	长期贷款	15,168	14,137	17,135	17,135	17,135	17,136
投资收益	561	613	791	800	800	800	其他长期负债	2,719	4,767	11,801	10,032	9,039	8,047
%销售收入	12.0%	12.2%	14.9%	13.4%	12.2%	11.1%	负债	71,344	72,763	93,795	90,976	94,981	99,050
营业利润	4,606	4,932	5,186	5,886	6,439	7,077	普通股股东权益	17,073	19,095	21,521	23,931	26,223	28,660
营业利润率	3.8%	3.9%	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%	少数股东权益	5,106	7,575	11,108	12,253	13,448	14,692
营业外收支	77	92	107	100	100	100	负债股东权益合计	93,523	99,433	126,425	127,159	134,651	142,402
税前利润	4,684	5,024	5,293	5,986	6,539	7,177							
利润率	3.9%	3.9%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%							
所得税	-1,309	-1,460	-1,343	-1,497	-1,635	-1,794							
所得税税率	27.9%	29.1%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	3,374	3,564	3,949	4,490	4,904	5,383							
少数股东损益	867	922	1,095	1,145	1,195	1,245							
非现金支出	201	609	458	300	356	429							
非经营收益	-234	-630	-709	-269	-236	-181							
营运资金变动	-3,844	2,189	-8,615	-917	-3,118	-3,162							
经营活动现金净流	-502	5,731	-4,916	3,603	1,907	2,469							
资本开支	-607	-170	-480	-69	-489	-532							
投资	-413	719	-4,886	-201	-200	-200							
其他	137	574	-2,191	800	800	800							
投资活动现金净流	-883	1,123	-7,557	530	111	68							
股权募资	3,245	255	4,341	0	0	0							
债权募资	880	-2,721	12,797	-4,967	-1,000	-999							
其他	-3,175	-1,320	-3,866	-1,687	-2,082	-2,420							
筹资活动现金净流	950	-3,785	13,272	-6,654	-3,082	-3,419							
现金净流量	-435	3,069	799	-2,520	-1,064	-882							

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	3
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	1.00	1.00

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
3	2015-08-31	买入	17.31	15.00~20.00
4	2016-09-18	买入	11.11	14.00~15.00
5	2017-01-19	买入	10.39	N/A

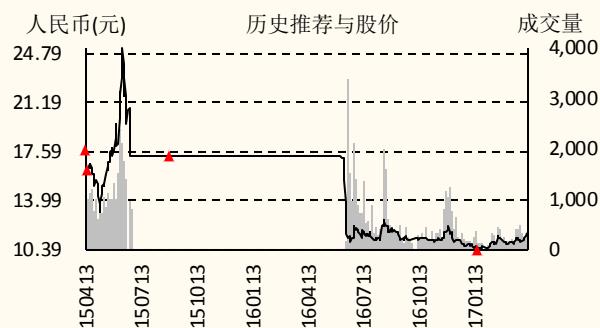
来源：国金证券研究所

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 15% 以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
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% 以上。

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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员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