

建发股份(600153.SH)

其它运输行业

评级：买入 维持评级

公司点评

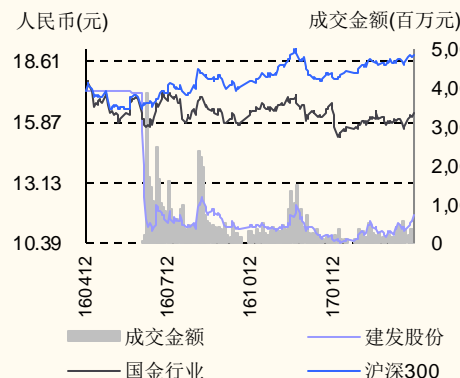
市场价格(人民币)：11.67元

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



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

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

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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	120,925	128,089	145,591	158,176	172,154	186,470
增长率		5.9%	13.7%	8.6%	8.8%	8.3%
主营业务成本	-110,779	-115,739	-133,916	-145,370	-158,112	-171,057
%销售收入	91.6%	90.4%	92.0%	91.9%	91.8%	91.7%
毛利	10,146	12,350	11,675	12,806	14,042	15,412
%销售收入	8.4%	9.6%	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%
营业税金及附加	-2,405	-3,344	-2,516	-2,847	-3,099	-3,356
%销售收入	2.0%	2.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	-3,077	-3,625	-3,770	-4,065	-4,424	-4,792
%销售收入	2.5%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-278	-317	-336	-348	-379	-410
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	4,386	5,064	5,053	5,545	6,140	6,853
%销售收入	3.6%	4.0%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%
财务费用	-305	-452	-480	-459	-501	-576
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值损失	3	-342	-178	0	0	0
公允价值变动收益	-39	50	0	0	0	0
投资收益	561	613	791	800	800	800
%税前利润	12.0%	12.2%	14.9%	13.4%	12.2%	11.1%
营业利润	4,606	4,932	5,186	5,886	6,439	7,077
营业利润率	3.8%	3.9%	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%
营业外收支	77	92	107	100	100	100
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
归属于母公司的净利润	2,507	2,641	2,855	3,345	3,710	4,138
净利率	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
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

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,643	9,776	10,945	8,425	7,360	6,479
应收款项	7,174	6,297	13,279	14,366	15,635	16,936
存货	56,697	59,176	61,312	63,724	69,309	74,984
其他流动资产	12,171	10,562	21,569	21,224	22,493	23,748
流动资产	82,685	85,811	107,105	107,738	114,798	122,146
%总资产	88.4%	86.3%	84.7%	84.7%	85.3%	85.8%
长期投资	7,956	10,384	15,316	15,517	15,716	15,916
固定资产	1,197	1,133	1,233	1,254	1,420	1,565
%总资产	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
无形资产	825	947	1,048	900	967	1,025
非流动资产	10,838	13,622	19,320	19,421	19,853	20,256
%总资产	11.6%	13.7%	15.3%	15.3%	14.7%	14.2%
资产总计	93,523	99,433	126,425	127,159	134,651	142,402
短期借款	10,528	5,454	7,692	4,500	4,500	4,490
应付款项	39,900	43,127	51,097	53,584	58,302	63,115
其他流动负债	3,027	5,278	6,069	5,724	6,005	6,262
流动负债	53,456	53,859	64,859	63,808	68,806	73,867
长期贷款	15,168	14,137	17,135	17,135	17,135	17,136
其他长期负债	2,719	4,767	11,801	10,032	9,039	8,047
负债	71,344	72,763	93,795	90,976	94,981	99,050
普通股股东权益	17,073	19,095	21,521	23,931	26,223	28,660
少数股东权益	5,106	7,575	11,108	12,253	13,448	14,692
负债股东权益合计	93,523	99,433	126,425	127,159	134,651	142,402

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.884	0.932	1.007	1.180	1.308	1.460
每股净资产	6.022	6.735	7.591	8.441	9.249	10.109
每股经营现金净流	-0.177	2.021	-1.734	1.271	0.672	0.871
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.400	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	14.69%	13.83%	13.26%	13.98%	14.15%	14.44%
总资产收益率	2.68%	2.66%	2.26%	2.63%	2.75%	2.91%
投入资本收益率	6.41%	7.19%	5.52%	6.14%	6.56%	7.05%
增长率						
主营业务收入增长率	18.48%	5.92%	13.66%	8.64%	8.84%	8.32%
EBIT增长率	-1.13%	15.44%	-0.21%	9.75%	10.73%	11.62%
净利润增长率	-6.90%	5.35%	8.08%	17.18%	10.90%	11.55%
总资产增长率	16.84%	6.32%	27.15%	0.58%	5.89%	5.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.8	8.3	7.6	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	168.5	182.7	164.2	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	24.2	24.2	23.4	26.0	26.0	26.0
固定资产周转天数	2.8	3.0	2.9	2.5	2.2	2.0
偿债能力						
净负债/股东权益	90.41%	48.68%	73.98%	62.09%	56.80%	51.70%
EBIT利息保障倍数	14.4	11.2	10.5	12.1	12.3	11.9
资产负债率	76.28%	73.18%	74.19%	71.54%	70.54%	69.56%

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

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。

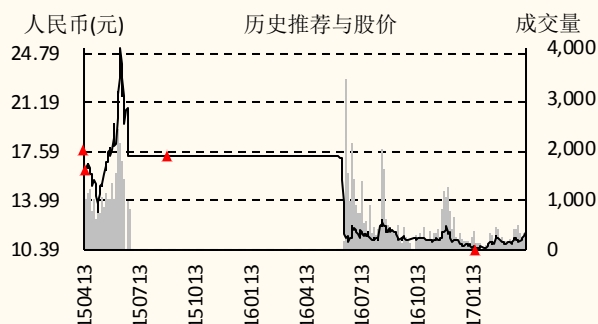
最终评分与平均投资建议对照：

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

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


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信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