

## 建发股份(600153.SH)

## 其它运输行业

评级：买入 维持评级

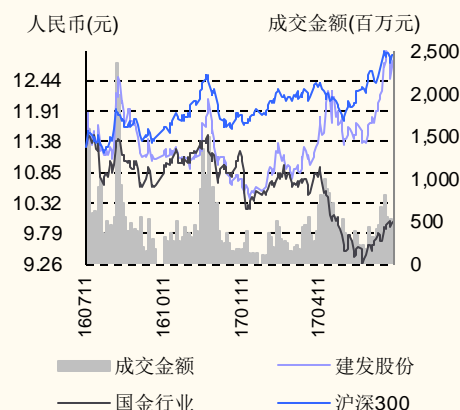
公司研究

市场价格(人民币): 12.81 元

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)	36,318.92
年内股价最高最低(元)	12.94/10.39
沪深 300 指数	3655.93
上证指数	3217.96



## 相关报告

- 1.《供应链业务大幅拉升业绩, 估值优势明显-建发股份公司点评》, 2017.5.2
- 2.《双主业齐增长, 估值优势促安全边际显著-建发股份公司点评》, 2017.4.12
- 3.《双主业稳健发展, 估值优势明显-建发股份公司点评》, 2017.1.19
- 4.《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

## 一级土地开发或提升地产业务盈利能力, 估值安全边际显著

## 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	1.160	1.282	1.431
每股净资产(元)	6.73	7.59	8.42	9.20	10.03
每股经营性现金流(元)	2.02	-1.73	0.66	0.59	0.78
市盈率(倍)	18.58	10.63	11.04	9.99	8.95
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%	15.26%	10.49%	11.56%
净资产收益率(%)	13.83%	13.26%	13.78%	13.93%	14.26%
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

## 投资逻辑

- **大宗市场回暖, 供应链业务毛利率稳健, 集中度上升促收益上行。**公司供应链业务由传统的赚差价向提供供应链服务转型, 现在主要提供物流、仓储、供应链金融等业务; 对大宗商品价格波动敏感性在下降, 毛利率基本稳定在 3.7-4% 左右。公司该业务主要优势在于规模效应可以获得价格更低的货源, 更高市场信誉, 充裕的资金及低廉资金成本等; 公司风险控制优秀, 会向客户提前收取保证金规避违约损失。上半年国内钢材价格同比上升 46.7%; 中国铁矿石价格指数上半年同比增长 39.6%; 市场回暖带来整体销售量及价格同步提升, 提振公司供应链业绩; 同时公司依托其经营优势在下行周期积累业务量, 业绩弹性明显提升。
- **一级土地开发或提升短期盈利能力, 土地储备充足保障未来持续收益。**截至 2016 年底, 公司一级土地开发业务共整理土地面积 37.25 万方, 对应的规划计容面积为 117.8 万方; 我们假设岛内商业用地楼面成交价在 4.5 万左右, 项目毛利率水平为 55%, 现公司约有规划计容面积约 30 万方的土地达到招拍挂要求, 保守估计一级土地开发业务在未来 3 年内可实现利润约 17 亿元。公司土地储备充足, 截止 2016 年末, 公司持有待开发土地面积 345 万方, 在建计容建筑面积为 943 万方, 可供出售面积为 486 万方, 并积极探索房产+产业多元结合, 推进文创、电商、养老旅游、代建等业务, 未来将保持稳健发展。
- **9 月厦门金砖会议短期主体催化, 低估值投资安全边际显著。**9 月金砖国家领导人将齐聚厦门, 而公司下属物业将作为本次金砖峰会的主场地; 同时, 公司还在主场地周边拥有多笔物业; 公司有望在本轮主题催化中直接获益, 迎来新的发展机遇。公司估值优势显著, 若供应链及地产业务分开估值, 供应链业务按 PE20 倍估算, 市值为 180 亿; 地产业务按 RNAV 估值, 市值为 203 亿; 保守预计公司合理市值为 383 亿元, 公司目前市值约为 363 亿元, 估值安全边际显著。

## 投资建议

- 我们认为公司主业双轮驱动稳健有力, 大宗行情回暖, 市场集中度提升促供应链业绩显著增长; 一级土地开发或提升公司地产业务盈利能力, 土地储备充足保障长期收益。公司估值安全边际显著, 叠加短期金砖峰会带来的主题催化; 给予“买入”评级。预计 2017-2019 年 EPS 为 1.16/1.28/1.43 元/股。

(盈利预测中未考虑一级土地开发收益)

### 风险

- 大宗商品行情大幅波动；公司主要地产建设、销售不及预期。

## 内容目录

双轮驱动确保公司业绩稳增，短期内毛利仍将依靠房地产 .....	5
供应链业务：规模优势显著，集中度提升抬升业绩弹性 .....	6
供应链业务代理为主，规模优势显著 .....	6
大宗市场回暖，毛利率稳健，集中度提升促收益上行 .....	8
一级土地开发或提升阶段盈利能力，土地储备充足保障未来持续收益 .....	9
地产业务稳健增长，一级土地开发或提升毛利水平 .....	9
地产项目优质，土地储备充足 .....	11
金砖峰会引发主题投资，低估值蓝筹确保安全边际 .....	12
金砖峰会 9 月厦门举行，有望引发主题投资 .....	12
低估值蓝筹属性构建投资安全边际 .....	13
盈利预测 .....	14

## 图表目录

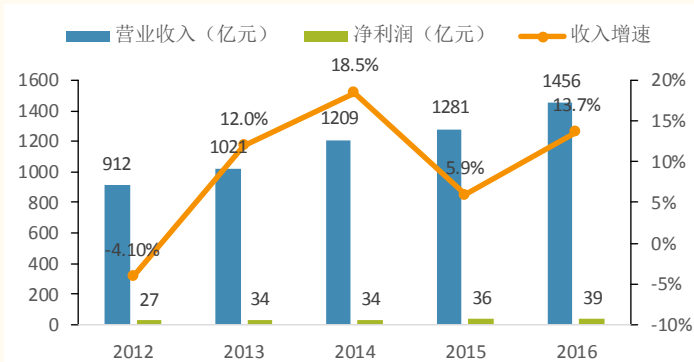
图表 1：公司近 5 年营业收入呈现稳健上升趋势 .....	5
图表 2：房地产业务毛利率远高于供应链业务 .....	5
图表 3：供应链业务营收占比高、毛利占比低 .....	5
图表 4：房地产业务营收占比低、毛利占比高 .....	5
图表 5：公司房地产业务近 5 年营收增长显著 .....	6
图表 6：供应链业务营收近年整体保持较稳健增长 .....	6
图表 7：供应链业务按收入占比 .....	7
图表 8：部分供应链业务收入增速 .....	7
图表 9：公司供应链运营业务涵盖 10 大门类 .....	7
图表 10：公司供应链业务概览图 .....	8
图表 11：公司供应链业务分类 .....	8
图表 12：供应链业务毛利率 .....	8
图表 13：部分大宗产品价格及销售增速 .....	8
图表 14：国内钢材价格指数 .....	9
图表 15：中国铁矿石价格指数 .....	9
图表 16：建发+联发营业收入 .....	9
图表 17：建发+联发归属母公司净利润 .....	9
图表 18：联发集团及建发房产净利率 .....	10
图表 19：公司地产业务毛利率 .....	10
图表 20：厦门 2016 年成交住宅均价及商业用地楼面地价 .....	10
图表 21：公司在 27 个城市进行房地产开发，初步形成全国性战略布局 .....	11
图表 22：土地储备区域分配 .....	11
图表 23：土地储备按城市级别区分 .....	11
图表 24：新开工面积（万平方米） .....	12

图表 25: 竣工面积 (万平方米) .....	12
图表 26: 在建项目状态 .....	12
图表 27: 在建项目区域分布 .....	12
图表 28: 会展片区建发股份物业整理 .....	13
图表 29: 建发股份估值远低于房地产行业的均值 .....	13
图表 30: 建发股份估值远低于物流行业的均值 .....	13
图表 31: 地产部分 RNAV 估值 .....	13
图表 32: 盈利预测 .....	14

## 双轮驱动确保公司业绩稳增，短期内毛利仍将依靠房地产

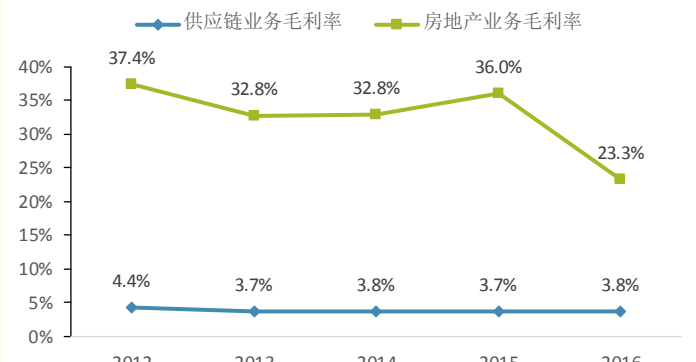
- **供应链运营和房地产开发形成双轮驱动，公司业绩实现稳健增长。**建发股份作为背靠厦门国资委的上市企业，是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业。得益于在供应链运营和房地产开发上双双取得的不俗成绩，公司近年来成功实现业绩稳健增长，其中主营业务收入、净利润、净资产等主要经营指标以年均 30% 左右的速度增长，并且双主业均在各自行业内排名靠前，拥有较强的竞争力。其中，在供应链运营上，公司进出口贸易额连续多年位居中国外贸 500 强前列和福建省第三产业 300 大企业进出口类别首位；在房地产开发领域，公司旗下的建发房产在地产行业深耕 35 年，连续多年荣居中国房地产开发企业综合发展 10 强，并列位“2016 中国房地产开发企业 50 强”第 35 位。

图表 1：公司近 5 年营业收入呈现稳健上升趋势



来源：wind、国金证券研究所

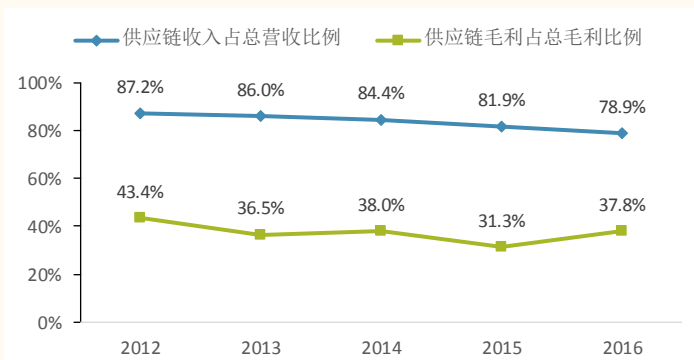
图表 2：房地产业务毛利率远高于供应链业务



来源：wind、国金证券研究所

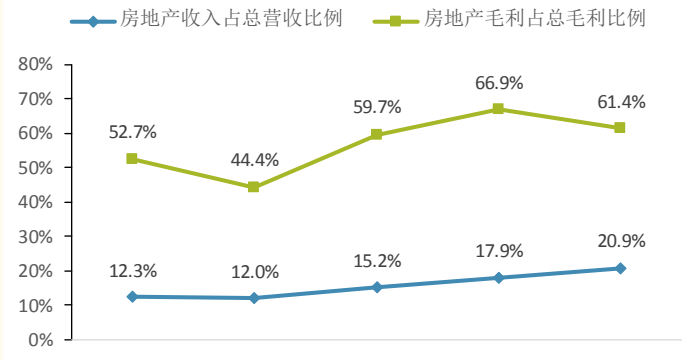
- **供应链体量大毛利贡献低，房地产体量小毛利贡献大。**细看公司双主业对盈利的贡献情况，发现供应链业务虽然是公司营收的主要来源，但受到低毛利率的拖累，近几年公司毛利的主要贡献来自于房地产业务。以 2016 年为例，供应链业务贡献的营收占比达到 78.8%，而贡献的毛利却只有 37.8%，远低于房地产贡献的 61.4%。造成营收占比与毛利占比脱节的主要原因是，公司供应链业务毛利率远低于房地产业务。一般而言，公司房地产开发的毛利率维持在 30% 以上，远高于供应链 3.8% 左右的毛利率。

图表 3：供应链业务营收占比高、毛利占比低



来源：wind、国金证券研究所

图表 4：房地产业务营收占比低、毛利占比高

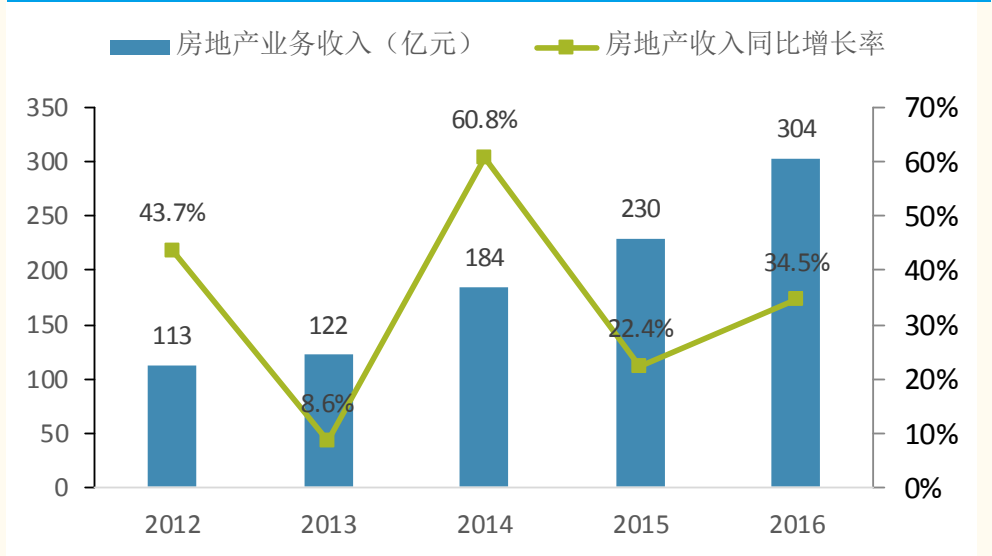


来源：wind、国金证券研究所

- **公司营收毛利格局难以改变，短期内房地产仍将是主要利润来源。**由于公司供应链业务主要是通过为客户提供从原材料及零部件采购、运输、销售、结算的一站式全方位服务，通过对物流、资金流和信息流的有限管控，从而为客户提供更多的增值服务。根据“微笑曲线”原理，公司既不从事产品设计、研发及生产制造，也不直面消费者进行销售服务，而是为企业提供综合物流服务，因而决定了其低毛利率的特征。对于这类业务，其毛利

的增长主要依靠的是业务量的增长。鉴于两项业务间贡献的毛利相差悬殊，因而短期内难以指望供应链业务的毛利大幅增长，填补毛利占比的差异。此外，公司近年来房地产开发业务发展势头强劲，战略定位明确，土地储备充足，叠加房地产业务更高的毛利率，相信未来一段不短的时间内，公司的毛利仍将主要是由房地产业务贡献。

图表 5：公司房地产业务近 5 年营收增长显著



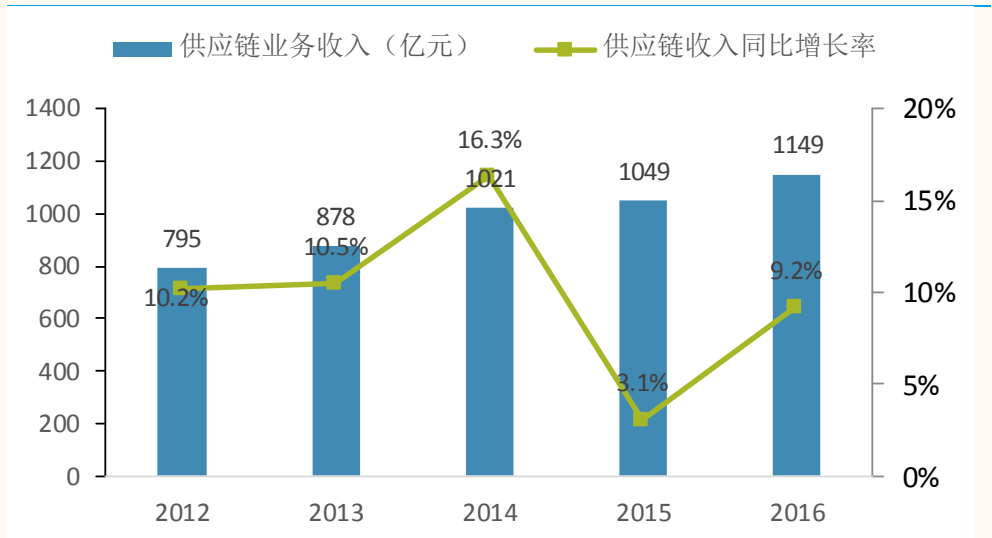
来源：公司官网、国金证券研究所

### 供应链业务：规模优势显著，集中度提升抬升业绩弹性

#### 供应链业务代理为主，规模优势显著

- 供应链业务主要为大宗商品，逐步增新消费类品种。其中包括 7 项工业品相关业务，包括浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工和机电，两项消费品业务以及综合物流服务。根据公司 2016 年年报显示，公司供应链业务的主要营业收入的前四名全为工业品相关业务，分别是：钢铁、农产品、浆纸和矿产品；而净利润贡献的前四名也全部为工业品相关业务。公司在近年也逐步开发红酒及汽车等消费品类业务，该类业务模式类似销售代理；红酒方面主要经营红酒及部分白酒，汽车方面主要做高端品牌代理，提供售后服务，这两项业务毛利率较传统大宗业务毛利率偏高。

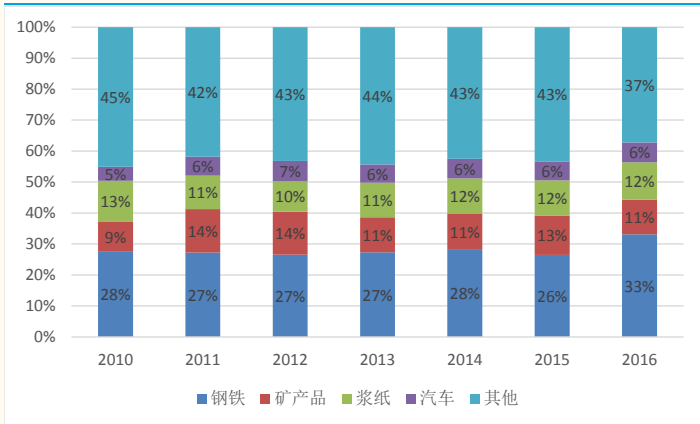
图表 6：供应链业务营收近年整体保持较稳健增长





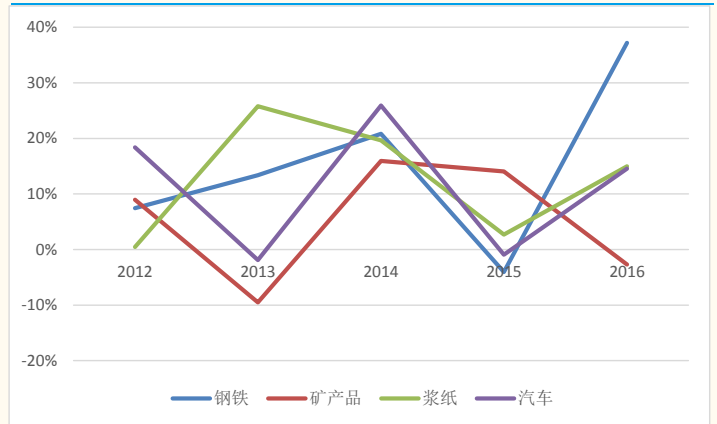
来源：wind、国金证券研究所

图表 7：供应链业务按收入占比



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 8：部分供应链业务收入增速



来源：公司财报，国金证券研究所

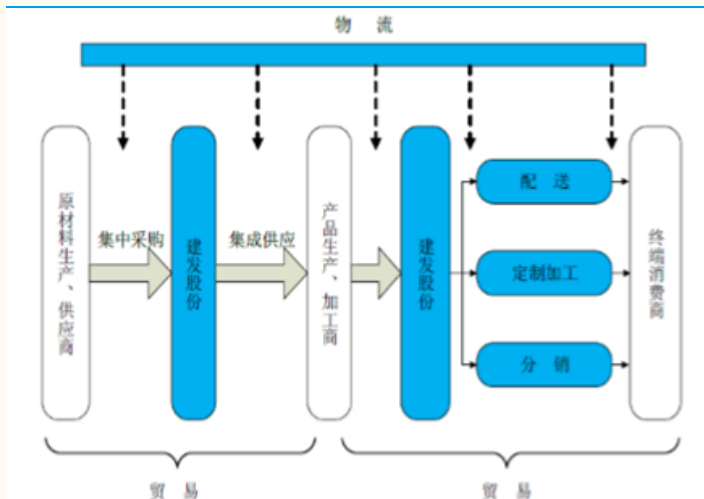
表 9：公司供应链运营业务涵盖 10 大门类



来源：公司官网、国金证券研究所

- **公司供应链业务主要以代理为主，也有一部分自营业务。**代理业务，公司鲜少承担价格变动风险，主要的业务模式为收取供应链服务的服务费，公司会根据客户不同的需求提供物流、仓储、供应链金融等服务，价格方面主要实在合同成本基础上加上相应的利润；当整体大宗市场好转时，合同金额上升，公司在收取服务费方面可能会有积极影响，但是相较于自营业务，代理业务对于大宗价格敏感度比较低。自营业务，该业务受价格波动比较大，公司利用套期保值来规避其中风险。
- **规模优势显著，风险控制得当：**公司供应链业务 2016 年营收规模达到 1149 亿，具有很强规模优势，所以相较大部分供应链企业公司具备货源、信誉及资金优势。货源方面，公司最主要的供应链业务为钢材，2016 年销售量为 1718 万吨，该业务市占率约为 10%，与上游钢厂河北钢铁、柳钢等长年保持合作关系。资金方面，与其他小企业相比公司在银行授信额度较高，同时借款成本也具有一定折扣。作为供应链企业，最大风险在于受市场价格波动而产生的违约风险，在这方面公司有较好的风险管理体系，会提前向下游厂商收取保证金。

图表 10：公司供应链业务概览图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：公司供应链业务分类

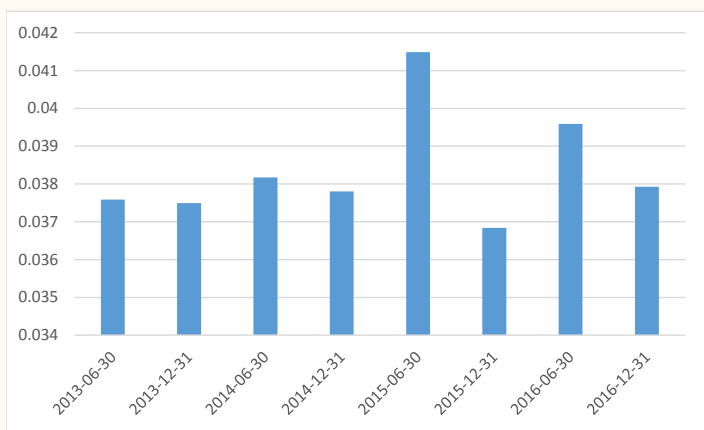
业务分类	主要产品	业务模式
国际贸易	进口 轻工、化工、粮油等	以代理模式为主
	出口 轻工、纺织服装、机电等	
国内贸易	浆纸、钢材、矿产和汽车等	自营、代理均有
物流	为国内外采购商、分销商提供全程物流服务，包括运送、清关、境内外库存管理、保税物流、仓单质押、代理采购等	

来源：公司公告，国金证券研究所

### 大宗市场回暖，毛利率稳健，集中度提升促收益上行

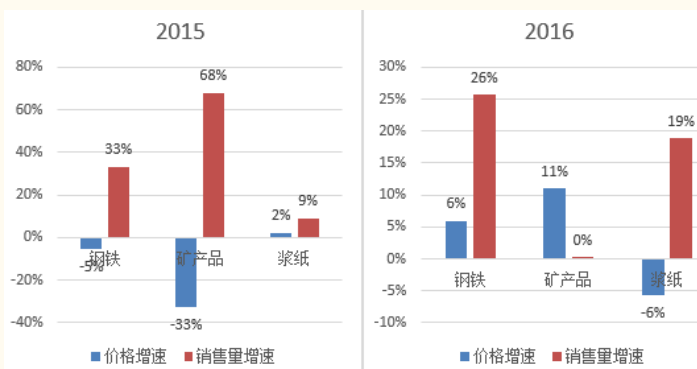
- **供应链业务毛利率稳健，销售量提升业绩弹性上升。**如上文所述公司供应链业务近年正逐步趋向于收取服务费，对于大宗市场价格波动的敏感性正逐步减弱，我们看到公司供应链业务毛利率基本也保持稳健，在 3.7-4% 左右震荡。并且大宗商品市场行情低迷的时候，部分小企业倒闭，公司依托其经营优势在下行周期积累业务量，我们看到 2015 年钢材及矿产品价格下行，但是公司这两项业务当年销售量大幅上升，增速分别为 33% 及 68%。所以待近期大宗回暖，公司业务回升弹性提升。
- **大宗市场底部复苏，提振公司供应链业绩。**大宗商品市场自 2016 年下半年开始复苏回暖，截至 2017 年 7 月 7 日，国内钢材价格指数报收 102.54，上半年国内钢材价格较去年同期平均同比上升 46.7%；中国铁矿石价格指数上半年同比增长 39.6%。市场回暖带来整体销售量及价格同步提升，提振公司供应链业绩。

图表 12：供应链业务毛利率



来源：公司财报，国金证券研究所

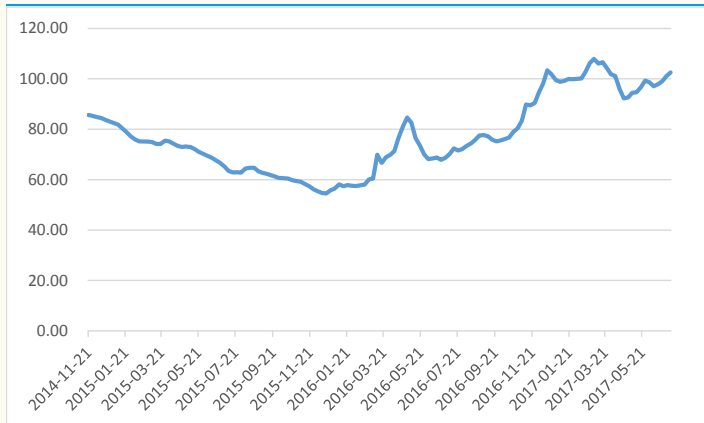
图表 13：部分大宗产品价格及销售增速



来源：公司财报，国金证券研究所



图表 14：国内钢材价格指数



来源：wind、国金证券研究所

图表 15：中国铁矿石价格指数



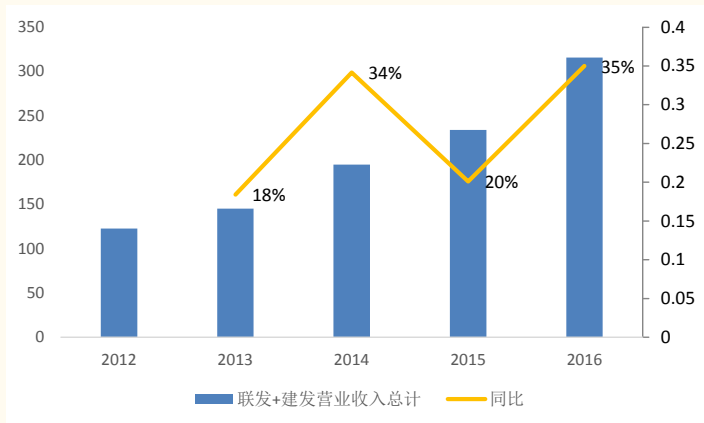
来源：wind、国金证券研究所

一级土地开发或提升阶段盈利能力，土地储备充足保障未来持续收益

地产业务稳健增长，一级土地开发或提升毛利水平

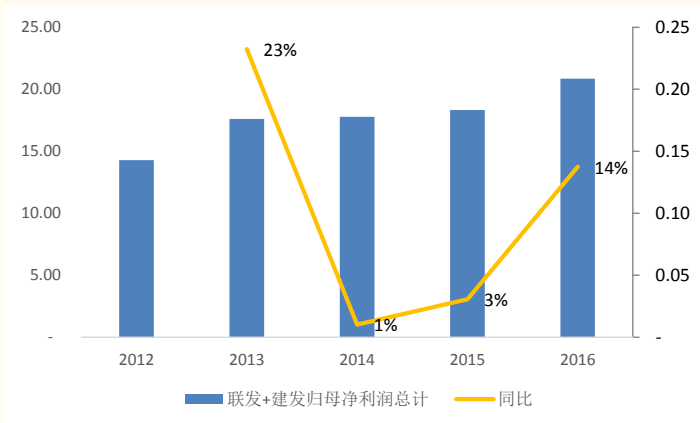
- 公司近年房地产业务收入及利润稳健增长，2016 年房地产业务收入达到 303 亿元，同比增长 32.3%；建发房产及联发集团归属母公司净利润达到 20.85 亿元，同比增长 14%。公司房地产业务无论从营收规模或每年签约及新开工面积来看，该业务规模呈现逐年上升的趋势；受整体拿地、建造及销售成本上涨影响叠加区域差异，公司房地产业务的毛利率及净利率呈现下滑的趋势。规模增速高于毛利率下降速度，所以公司地产业务净利润水平每年依旧会有一定的增长。

图表 16：建发+联发营业收入



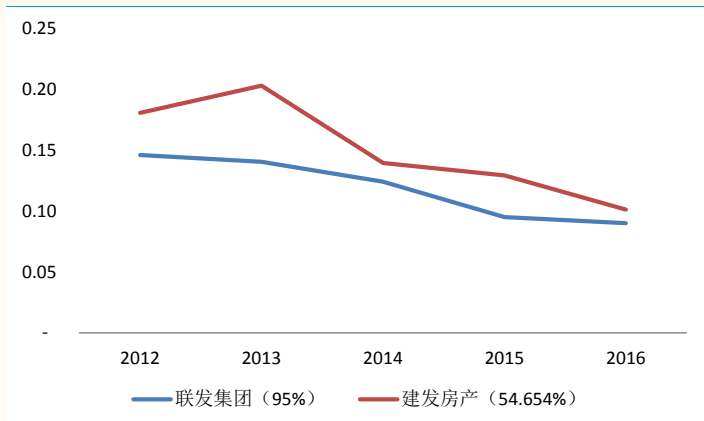
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 17：建发+联发归属母公司净利润



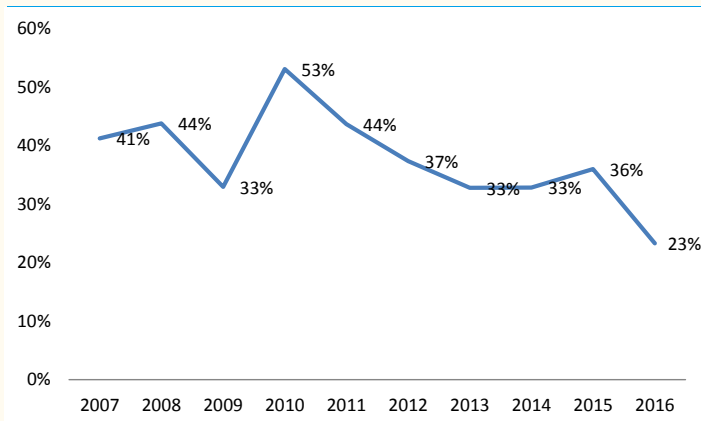
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 18：联发集团及建发房产净利率



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 19：公司房地产业务毛利率



来源：wind，国金证券研究所

- 公司房地产业务可分为住宅地产开发、商业地产开发、一级土地开发、物业租赁及物业管理。其中一级土地开发毛利率较高，会带动当期毛利率上升；2010 年的毛利率明显较高，同比上升了 20 个百分点，主要原因系该年度结算的房产项目毛利较高，以及子公司厦门禾山建设发展有限公司负责拆迁的厦门市湖里区“后埔 1 号地块”和“枋湖 A6 地块”已成功挂牌拍卖。
- 公司截至 2016 年年末，一级土地开发业务共整理土地面积 37.25 万方，对应的规划计容面积为 117.8 万方，主要对应的是枋湖、薛岭及后埔三个片区的拆迁改造项目。“后埔-枋湖”棚户区改造项目由公司孙公司厦门禾山建设发展有限公司承办，采取成本包干方式结算；公司先对土地拆迁及改造、人员补偿等成本进行垫付，待土地改造完成后进行招拍挂，最终公司获得土地价款的 85%。

从收入角度来看，厦门岛内住宅用地自 2014 年开始至今为零供应；2016 年厦门岛外商业用地楼面成交价在 2.5-3 万/平方米，比当年同地区住宅成交均价高；2016 年 12 月厦门岛内住宅成交均价在 4 万以上，我们假设岛内商业用地楼面成交价在 4.5 万左右。所以最终归属公司土地价款约为  $4.5 \times 117.8 \times 85\% = 450.6$  亿元。但是由于招拍挂政策的不确定性，保守估计整体项目收益在 300 亿左右。现公司约有规划计容面积约 30 万方的土地达到招拍挂要求，我们预计这部分在未来 3 年内可实现收入约 75 亿元。

图表 20：厦门 2016 年成交住宅均价及商业用地楼面地价

	12月住宅成交均价（元/平方米）	商业用地成交楼面地价（元/平方米）
行政区		
思明区	46778	n/a
湖里区	40812	n/a
海沧区	29530	30011
集美区	27169	29811
翔安区	19840	25970
同安区	18724	26229

来源：房天下，国金证券研究所

- 从成本角度来看，以及土地开发主要涉及 3 大成本：拆迁人员现金补偿、安置房补偿及土地改造成本，根据建发房产 2015 年债券募集说明书，“后埔-枋湖”项目总投资投入约 145 亿元，但由于项目开发是滚动的，无法准确计算项目成本；但可以根据前期已经成功挂牌拍卖土地毛利率来估算成本。2010 年公司房地产业务毛利率为 53%，较平时 30-40% 的毛利率高，公司解释部分毛利率提升是由于“后埔 1 号地块”和“枋湖 A6 地块”已成功挂牌拍卖，所以我们合理估计这两个地块一级开发毛利率高于 53%。由于今

年房地产价格上涨迅速，预计现一级土地开发毛利率会有所提升，我们预计剩余地块毛利率在 55% 左右。所以预计近 3 年对于上市公司的利润贡献约为  $75 \times 55\% \times (1 - 25\%) \times 54.65\% = 16.9$  亿元。乐观预计今年年底会陆续有地块进行招拍挂，但是存在很大不确定性，我们在盈利预测时该部分在 2017 年不予考虑。

#### 地产项目优质，土地储备充足

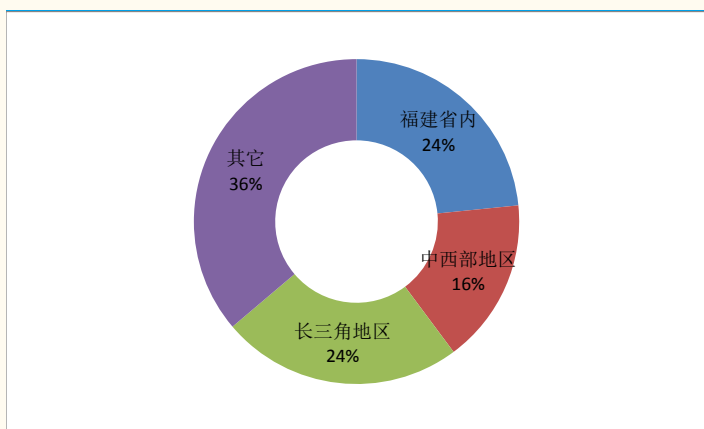
- **公司房地产布局合理，地产项目优质。**公司房地产开发遵循“立足厦门、深入海西、布局全国”的发展战略，目前公司已在全国 27 个主要的一二线城市进行了房地产开发，已初步形成了全国性战略布局。除了地理位置的布局外，公司房地产开发业务涵盖了住宅地产、商业地产及其他，形成纵深。此外，公司土地资源储备充足，且大部分位于经济发达的一二线城市。截至 2016 年末，公司土地资源储备约为 345 万平方米，其中福建省内有 80.8 万方，占比 23%，长沙、成都、重庆等中西部土地占比约为 16.4%，上海、合肥等长江三角洲地区占 24%；一二线城市土地占比为 36%。

图表 21：公司在 27 个城市进行房地产开发，初步形成全国性战略布局



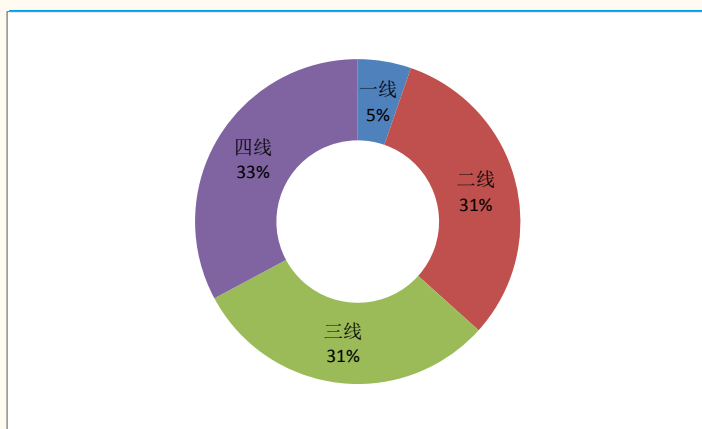
来源：公司官网、国金证券研究所

图表 22：土地储备区域分配



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 23：土地储备按城市级别区分

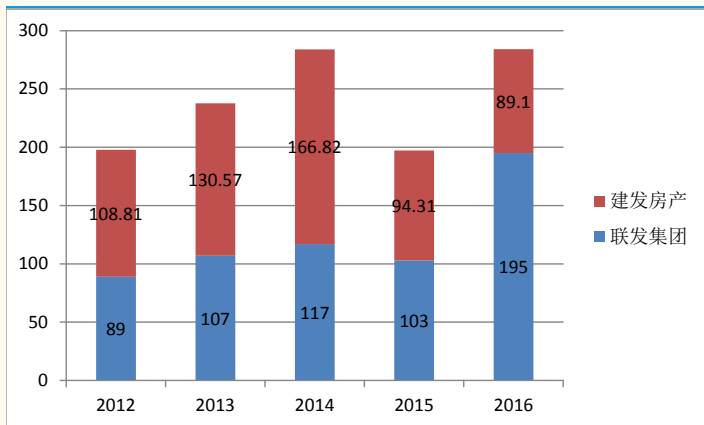


来源：公司财报，国金证券研究所

公司进入竣工高峰期，未来 1-2 年内可售面积充足。从近几年新开工及竣工面积走势可以看出，公司在 12-14 年期间新开工面积呈现逐步上升的趋

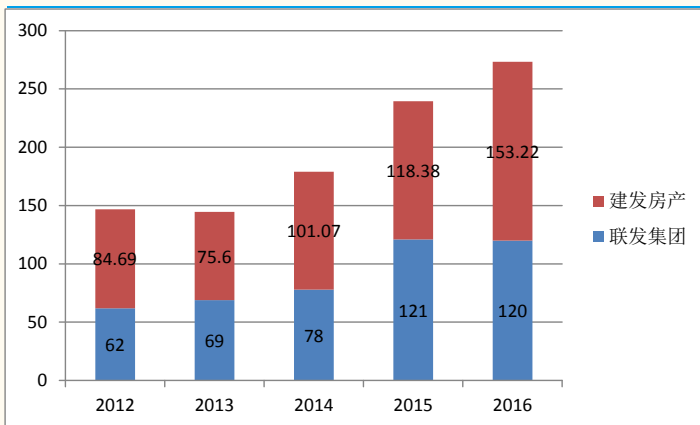
势，在 14 年达到高峰，地产项目建设周期为 2-3 年，所以相应的在 14-16 年公司也将进入房产竣工的高峰期，截止 2016 年年末，公司竣工房产面积达到 499.8 万方，在建建筑面积为 607.7 万方，所以公司在未来 1-2 年间，可供出售面积充足，且已经进入房产交付结转的高峰期。伴随近期房产签约状况好转，公司未来房地产业务收入结转将有明显提升。

图表 24：新开工面积（万平方米）



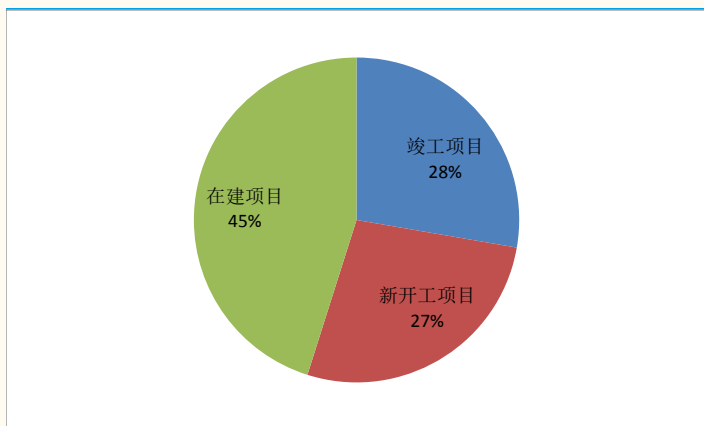
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 25：竣工面积（万平方米）



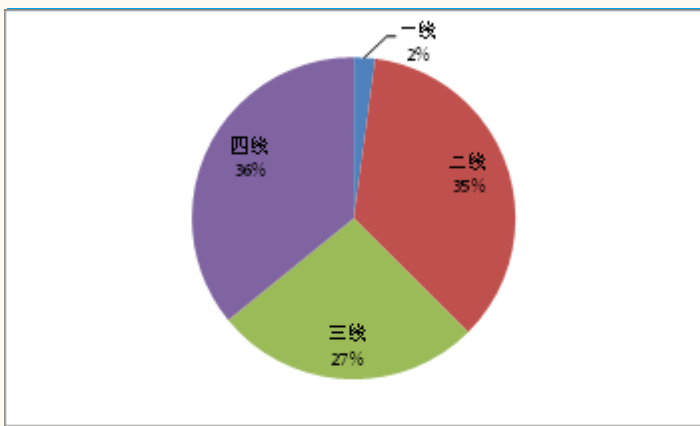
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 26：在建项目状态



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 27：在建项目区域分布



来源：公司财报，国金证券研究所

- **房地产业务积极进行创新尝试，进行地产业务多元。**目前，房地产企业盈利能力分化加剧，行业整合将继续加速，行业转型加速。针对这一态势，公司将加大代建项目、物业管理、商业管理等轻资产业务的投入，并积极开拓创新业务：积极尝试健康医疗、养老、文创、教育等产业地产，延伸产业链上下游业务，开拓创新投资业务，把握协同机遇。

## 金砖峰会引发主题投资，低估值蓝筹确保安全边际

### 金砖峰会 9 月厦门举行，有望引发主题投资

- **金砖峰会诱发主题投资，带来短期利好。**2017 年 9 月，金砖国家领导人会晤将在厦门举行，引发大家对重大政策利好的期待。此外，福建作为“一带一路”中“海上丝绸之路”的重要节点，具有福建自贸区的加持。从主题投资的角度，公司在本次金砖峰会上具有较大的亮点，主要是由厦门会展集团股份有限公司经营的厦门国际会展中心是本次金砖峰会的主要场地。

**图表 28：会展片区建发股份物业整理**

分类	项目	位置	建筑面积 (平方米)
住宅	建发爱情海	会展中心南侧	70,000
	建发上东美地	会展中心北侧	25,000
	联发滨海名居	会展中心北侧	56,000
商业	J F C 品尚中心	会展北片区	41,903
	海峡国际社区	会展中心北侧	14,450

来源：公司官网、国金证券研究所

### 低估值蓝筹属性构建投资安全边际

- **公司估值严重落后于行业均值、中值。**公司主营业务由供应链运营与房地产开发组成，在双主业驱动下，使得公司具备更强的抵御市场风险的能力，业绩表现也一直相对稳定。然而，公司的估值不论对标房地产行业还是物流行业，都要远远落后于行业的均值和中值。以 PE 来看，wind 一致预期对建发股份估计的 17、18PE 分别为 10.5 倍和 9.3 倍，不仅显著落后于房地产行业中值的 17.5 倍于 13.3 倍，更与物流行业 PE 中值存在 3 倍左右的差距。

**图表 29：建发股份估值远低于房地产行业的均值**

证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率PE			市净率PB(MRQ)	企业价值/EBITDA(倍)
			TTM	17E	18E		
建发股份	353.55	353.55	11.95	10.52	9.31	1.61	15.49
行业中位值	102.50	99.66	20.47	17.5	13.26	2.17	25.16
行业平均值	185.09	181.78	58.52	23.83	18.24	5.27	60.97

来源：wind、国金证券研究所

**图表 30：建发股份估值远低于物流行业的均值**

证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率PE			市净率PB(MRQ)	企业价值/EBITDA(倍)
			TTM	17E	18E		
建发股份	353.55	353.55	11.95	10.52	9.31	1.61	15.49
行业中位值	104.16	104.16	37.27	32.25	26.02	4.24	30.64
行业平均值	209.90	209.27	77.09	35.25	29.03	4.71	250.9

来源：wind、国金证券研究所

- **对公司供应链业务和房地产业务，分开估值：**(1) 按 PE 估值 20 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 180 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为地产业务相关，所得公司地产部分估值为 203 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 383 亿元，公司目前市值约为 363 亿元，估值安全边际显著。(销售单价为公司土地及在建所在城市 2016 年均价，单位投资额为按公司现有投资项目按城市等级区分计算均价)

**图表 31：地产部分 RNAV 估值**

	一线	二线	三线
在建项目+土地储备计容面积 (平方米)	317,985.58	5,601,794.64	8,696,466.29
销售单价 (万元)	4.58	1.36	0.70
单位投资 (万元)	2.40	1.26	0.61
估值	691,875.54	560,179.46	782,681.97
总计 (万元)			2,034,736.97

来源：wind，公司财报，国金证券研究所

### 盈利预测

- 盈利预测中没有考虑一级土地开发为公司短期带来的收益。
- 供应链业务，本期大宗市场回暖，在价格和销售量方面同比均有较大幅度提升，该业务毛利率保持稳健，由于大宗价格上涨或比去年有微幅上升。
- 房地产业务，土地储备充裕，可售面积充足，假设收入仍维持较快增速。而随着拿地成本的上升，毛利率会有所下滑。

**图表 32：盈利预测**

(收入) 亿元	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
钢铁	277.60	380.87	476.1	523.7	576.1
yoy	-4.0%	37.2%	25%	10%	10%
矿产品	132.03	128.49	143.9	155.4	167.9
yoy	14.1%	-2.7%	12%	8%	8%
浆纸	120.66	138.71	152.6	164.8	171.4
yoy	2.7%	15.0%	10%	8%	4%
汽车	63.88	73.17	84.1	90.9	95.4
yoy	-0.9%	14.5%	15%	8%	5%
供应链收入合计	1048.57	1149.24	1330.81	1444.64	1559.34
yoy	2.7%	9.6%	15.8%	8.6%	7.9%
毛利率	3.68%	3.79%	3.80%	3.80%	3.80%
毛利	39	44	51	55	59
房地产开发收入	229.53	303.58	315.60	347.16	381.88
yoy	24.5%	32.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	36.0%	23.3%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利	83	71	79	87	95
总收入	1281	1455	1651	1798	1948
毛利	123.5	115.7	131.5	144.1	157.5
毛利率	9.64%	7.95%	7.96%	8.01%	8.09%

来源：公司财报，国金证券研究所



**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
<b>主营业务收入</b>	<b>120,925</b>	<b>128,089</b>	<b>145,591</b>	<b>165,154</b>	<b>179,804</b>	<b>194,846</b>
增长率		5.9%	13.7%	13.4%	8.9%	8.4%
<b>主营业务成本</b>	<b>-110,779</b>	<b>-115,739</b>	<b>-133,916</b>	<b>-152,083</b>	<b>-165,472</b>	<b>-179,116</b>
%销售收入	91.6%	90.4%	92.0%	92.1%	92.0%	91.9%
<b>毛利</b>	<b>10,146</b>	<b>12,350</b>	<b>11,675</b>	<b>13,071</b>	<b>14,333</b>	<b>15,731</b>
%销售收入	8.4%	9.6%	8.0%	7.9%	8.0%	8.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2,405</b>	<b>-3,344</b>	<b>-2,516</b>	<b>-2,973</b>	<b>-3,236</b>	<b>-3,507</b>
%销售收入	2.0%	2.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
<b>营业费用</b>	<b>-3,077</b>	<b>-3,625</b>	<b>-3,770</b>	<b>-4,244</b>	<b>-4,621</b>	<b>-5,008</b>
%销售收入	2.5%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
<b>管理费用</b>	<b>-278</b>	<b>-317</b>	<b>-336</b>	<b>-363</b>	<b>-396</b>	<b>-429</b>
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>4,386</b>	<b>5,064</b>	<b>5,053</b>	<b>5,490</b>	<b>6,080</b>	<b>6,787</b>
%销售收入	3.6%	4.0%	3.5%	3.3%	3.4%	3.5%
<b>财务费用</b>	<b>-305</b>	<b>-452</b>	<b>-480</b>	<b>-477</b>	<b>-539</b>	<b>-620</b>
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>3</b>	<b>-342</b>	<b>-178</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
公允价值变动收益	-39	50	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>561</b>	<b>613</b>	<b>791</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>
%税前利润	12.0%	12.2%	14.9%	13.5%	12.4%	11.3%
<b>营业利润</b>	<b>4,606</b>	<b>4,932</b>	<b>5,186</b>	<b>5,813</b>	<b>6,340</b>	<b>6,968</b>
营业利润率	3.8%	3.9%	3.6%	3.5%	3.5%	3.6%
<b>营业外收支</b>	<b>77</b>	<b>92</b>	<b>107</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>税前利润</b>	<b>4,684</b>	<b>5,024</b>	<b>5,293</b>	<b>5,913</b>	<b>6,440</b>	<b>7,068</b>
利润率	3.9%	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
<b>所得税</b>	<b>-1,309</b>	<b>-1,460</b>	<b>-1,343</b>	<b>-1,478</b>	<b>-1,610</b>	<b>-1,767</b>
所得税率	27.9%	29.1%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>3,374</b>	<b>3,564</b>	<b>3,949</b>	<b>4,435</b>	<b>4,830</b>	<b>5,301</b>
少数股东损益	867	922	1,095	1,145	1,195	1,245
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,507</b>	<b>2,641</b>	<b>2,855</b>	<b>3,290</b>	<b>3,635</b>	<b>4,056</b>
净利率	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>3,374</b>	<b>3,564</b>	<b>3,949</b>	<b>4,435</b>	<b>4,830</b>	<b>5,301</b>
少数股东损益	867	922	1,095	1,145	1,195	1,245
<b>非现金支出</b>	<b>201</b>	<b>609</b>	<b>458</b>	<b>300</b>	<b>356</b>	<b>429</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-234</b>	<b>-630</b>	<b>-709</b>	<b>-269</b>	<b>-236</b>	<b>-181</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-3,844</b>	<b>2,189</b>	<b>-8,615</b>	<b>-2,602</b>	<b>-3,281</b>	<b>-3,337</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-502</b>	<b>5,731</b>	<b>-4,916</b>	<b>1,863</b>	<b>1,670</b>	<b>2,212</b>
<b>资本开支</b>	<b>-607</b>	<b>-170</b>	<b>-480</b>	<b>-69</b>	<b>-489</b>	<b>-532</b>
<b>投资</b>	<b>-413</b>	<b>719</b>	<b>-4,886</b>	<b>-201</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>
<b>其他</b>	<b>137</b>	<b>574</b>	<b>-2,191</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-883</b>	<b>1,123</b>	<b>-7,557</b>	<b>530</b>	<b>111</b>	<b>68</b>
<b>股权募资</b>	<b>3,245</b>	<b>255</b>	<b>4,341</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>880</b>	<b>-2,721</b>	<b>12,797</b>	<b>-4,967</b>	<b>-1,000</b>	<b>-999</b>
<b>其他</b>	<b>-3,175</b>	<b>-1,320</b>	<b>-3,866</b>	<b>-1,687</b>	<b>-2,082</b>	<b>-2,420</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>950</b>	<b>-3,785</b>	<b>13,272</b>	<b>-6,654</b>	<b>-3,082</b>	<b>-3,419</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-435</b>	<b>3,069</b>	<b>799</b>	<b>-4,260</b>	<b>-1,301</b>	<b>-1,139</b>

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
<b>货币资金</b>	<b>6,643</b>	<b>9,776</b>	<b>10,945</b>	<b>6,685</b>	<b>5,384</b>	<b>4,244</b>
<b>应收账款</b>	<b>7,174</b>	<b>6,297</b>	<b>13,279</b>	<b>15,000</b>	<b>16,330</b>	<b>17,696</b>
<b>存货</b>	<b>56,697</b>	<b>59,176</b>	<b>61,312</b>	<b>66,667</b>	<b>72,536</b>	<b>78,516</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>12,171</b>	<b>10,562</b>	<b>21,569</b>	<b>21,895</b>	<b>23,229</b>	<b>24,554</b>
<b>流动资产</b>	<b>82,685</b>	<b>85,811</b>	<b>107,105</b>	<b>110,246</b>	<b>117,479</b>	<b>125,011</b>
%总资产	88.4%	86.3%	84.7%	85.0%	85.5%	86.1%
<b>长期投资</b>	<b>7,956</b>	<b>10,384</b>	<b>15,316</b>	<b>15,517</b>	<b>15,716</b>	<b>15,916</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,197</b>	<b>1,133</b>	<b>1,233</b>	<b>1,254</b>	<b>1,420</b>	<b>1,565</b>
%总资产	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
<b>无形资产</b>	<b>825</b>	<b>947</b>	<b>1,048</b>	<b>900</b>	<b>967</b>	<b>1,025</b>
<b>非流动资产</b>	<b>10,838</b>	<b>13,622</b>	<b>19,320</b>	<b>19,421</b>	<b>19,853</b>	<b>20,256</b>
%总资产	11.6%	13.7%	15.3%	15.0%	14.5%	13.9%
<b>资产总计</b>	<b>93,523</b>	<b>99,433</b>	<b>126,425</b>	<b>129,667</b>	<b>137,332</b>	<b>145,267</b>
<b>短期借款</b>	<b>10,528</b>	<b>5,454</b>	<b>7,692</b>	<b>4,500</b>	<b>4,500</b>	<b>4,490</b>
<b>应付款项</b>	<b>39,900</b>	<b>43,127</b>	<b>51,097</b>	<b>56,000</b>	<b>60,950</b>	<b>66,015</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>3,027</b>	<b>5,278</b>	<b>6,069</b>	<b>5,868</b>	<b>6,163</b>	<b>6,434</b>
<b>流动负债</b>	<b>53,456</b>	<b>53,859</b>	<b>64,859</b>	<b>66,367</b>	<b>71,612</b>	<b>76,939</b>
<b>长期贷款</b>	<b>15,168</b>	<b>14,137</b>	<b>17,135</b>	<b>17,135</b>	<b>17,135</b>	<b>17,136</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>2,719</b>	<b>4,767</b>	<b>11,801</b>	<b>10,036</b>	<b>9,043</b>	<b>8,051</b>
<b>负债</b>	<b>71,344</b>	<b>72,763</b>	<b>93,795</b>	<b>93,538</b>	<b>97,791</b>	<b>102,126</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>17,073</b>	<b>19,095</b>	<b>21,521</b>	<b>23,876</b>	<b>26,094</b>	<b>28,448</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>5,106</b>	<b>7,575</b>	<b>11,108</b>	<b>12,253</b>	<b>13,448</b>	<b>14,692</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>93,523</b>	<b>99,433</b>	<b>126,425</b>	<b>129,667</b>	<b>137,332</b>	<b>145,267</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.884	0.932	1.007	1.160	1.282	1.431
每股净资产	6.022	6.735	7.591	8.421	9.203	10.034
每股经营现金净流	-0.177	2.021	-1.734	0.657	0.589	0.780
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.400	0.500	0.600
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.69%	13.83%	13.26%	13.78%	13.93%	14.26%
总资产收益率	2.68%	2.66%	2.26%	2.54%	2.65%	2.79%
投入资本收益率	6.41%	7.19%	5.52%	6.09%	6.51%	7.00%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	18.48%	5.92%	13.66%	13.44%	8.87%	8.37%
EBIT增长率	-1.13%	15.44%	-0.21%	8.66%	10.74%	11.64%
净利润增长率	-6.90%	5.35%	8.08%	15.26%	10.49%	11.56%
总资产增长率	16.84%	6.32%	27.15%	2.56%	5.91%	5.78%
<b>资产管理能力</b>						
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	2.4	2.1	1.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	90.41%	48.68%	73.98%	67.00%	61.98%	57.13%
EBIT利息保障倍数	14.4	11.2	10.5	11.5	11.3	11.0
资产负债率	76.28%	73.18%	74.19%	72.14%	71.21%	70.30%

**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	1
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	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。

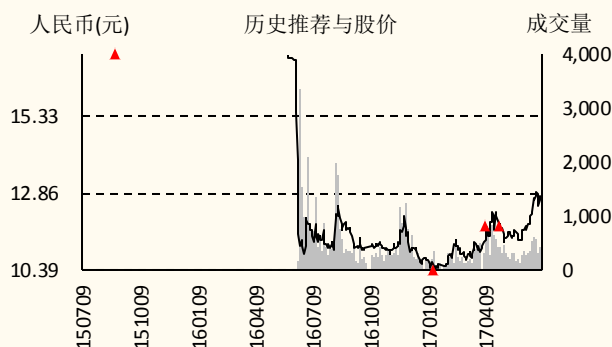
最终评分与平均投资建议对照：

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	2015-08-31	买入	17.31	15.00~20.00
2	2016-09-18	买入	11.11	14.00~15.00
3	2017-01-19	买入	10.39	N/A
4	2017-04-12	买入	11.67	N/A
5	2017-05-02	买入	12.14	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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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