

评级：买入 维持评级

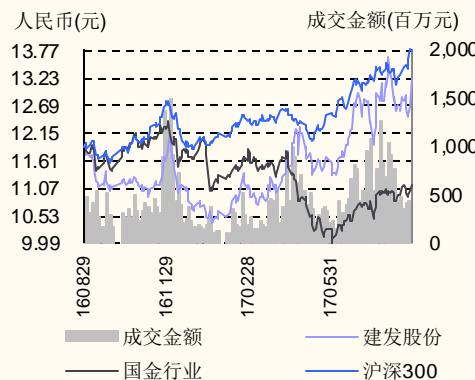
公司点评

市场价格（人民币）：13.20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)	37,424.65
年内股价最高最低(元)	13.66/10.39
沪深300指数	3834.54
上证指数	3365.23

**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：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 建发股份8月29日公告公司上半年财报：2017年上半年公司实现营业收入916.34亿元，同比增长66.07%；实现归属上市公司股东净利润9.35亿元，同比增长8.48%。

经营分析

- **大宗回暖、集中度提升贡献供应链业务高增长：**上半年公司供应链业务营收同比增长70.5%，达到845亿元；贡献净利润5.85亿元，同比增长66.6%；排除公允价值变动影响，供应链业务贡献净利润依旧同比增加37%左右。本期该业务大幅增长主要由于（1）大宗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；（2）公司依托其经营优势在下行周期积累业务量，行业集中度明显提升；另外随着供给侧结构性改革的不断深化，上游行业的集中度逐步提升，公司采取大客户战略，促使供应链业务量出现较大增幅；本期钢材销售量同比增长43%，纸浆销售量同比增长22%。另外公司积极开展新业务，在业务品种上逐步拓展食品供应链及原油供应链业务；在业务区域上，积极融入“一带一路”战略，开拓海外市场。
- **房产销售出现分化，毛利率呈现趋势下降：**本期公司房地产业务营收达到64.87亿元，同比增长23.06%；贡献归母净利润3.49亿元，同比下降31.54%。本期从竣工面积来看，联发集团及建发房产同比均有所上升，导致结算收入水平上升；由于结转项目的城市和业态导致上半年结转项目毛利率由去年同期31.5%下降至18.5%，并且本期新推广项目较多推升销售费用，导致净利润水平有所下降。上半年不同城市间销售情况出现明显分化，一二线城市政策收紧导致需求外溢使得部分三四线城市成交量增幅明显；其中主要布局三四线城市的联发集团上半年销售面积同比增加40.4%，销售单价同比上涨13%；而主要布局一二线城市的建发房产上半年销售面积同比减少18.8%，销售单价同比下降23%。同时公司为持续巩固区域优势，上半年加快拿地速度，联发及建发共新增土地面积71.9万方，对应规划计容面积154万方。

- **一级土地开发或提升短期盈利能力，低估值投资安全边际显著：**截至2017年6月末，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119.5万方；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

相关报告

- 1.《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-建发股...》，2017.7.10
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《双主业稳健发展，估值优势明显-建发股份公司点评》，2017.1.19
- 5.《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

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 240 亿；地产业务按 RNAV 估值，市值为 200 亿；保守预计公司合理市值为 480 亿元，公司目前市值约为 374 亿元，估值安全边际显著。

投资建议

- 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。

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	
增长率	120,925	128,089	145,591	165,154	179,804	194,846	应收账款	6,643	9,776	10,945	6,685	5,384	
主营业务成本	5.9%	13.7%	13.4%	8.9%	8.4%	存货	7,174	6,297	13,279	15,000	16,330	17,696	
%销售收入	-110,779	-115,739	-133,916	-152,083	-165,472	-179,116	其他流动资产	56,697	59,176	61,312	66,667	72,536	78,516
毛利	91.6%	90.4%	92.0%	92.1%	92.0%	91.9%	流动资产	12,171	10,562	21,569	21,895	23,229	24,554
%销售收入	10,146	12,350	11,675	13,071	14,333	15,731	%总资产	82,685	85,811	107,105	110,246	117,479	125,011
营业税金及附加	8.4%	9.6%	8.0%	7.9%	8.0%	8.1%	长期投资	88.4%	86.3%	84.7%	85.0%	85.5%	86.1%
%销售收入	-2,405	-3,344	-2,516	-2,973	-3,236	-3,507	固定资产	7,956	10,384	15,316	15,517	15,716	15,916
营业费用	2.0%	2.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	1,197	1,133	1,233	1,254	1,420	1,565
%销售收入	-3,077	-3,625	-3,770	-4,244	-4,621	-5,008	无形资产	2.5%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
管理费用	2.5%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	非流动资产	825	947	1,048	900	967	1,025
%销售收入	-278	-317	-336	-363	-396	-429	%总资产	10,838	13,622	19,320	19,421	19,853	20,256
息税前利润(EBIT)	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	资产总计	11.6%	13.7%	15.3%	15.0%	14.5%	13.9%
%销售收入	4,386	5,064	5,053	5,490	6,080	6,787	负债总计	93,523	99,433	126,425	129,667	137,332	145,267
财务费用	3.6%	4.0%	3.5%	3.3%	3.4%	3.5%	短期借款	10,528	5,454	7,692	4,500	4,500	4,490
%销售收入	-305	-452	-480	-477	-539	-620	应付款项	39,900	43,127	51,097	56,000	60,950	66,015
资产减值损失	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动负债	3,027	5,278	6,069	5,868	6,163	6,434
公允价值变动收益	3	-342	-178	0	0	0	流动负债	53,456	53,859	64,859	66,367	71,612	76,939
投资收益	-39	50	0	0	0	0	长期贷款	15,168	14,137	17,135	17,135	17,135	17,136
%销售收入	561	613	791	800	800	800	其他长期负债	2,719	4,767	11,801	10,036	9,043	8,051
息税前利润	12.0%	12.2%	14.9%	13.5%	12.4%	11.3%	负债总计	71,344	72,763	93,795	93,538	97,791	102,126
营业利润	4,606	4,932	5,186	5,813	6,340	6,968	普通股股东权益	17,073	19,095	21,521	23,876	26,094	28,448
营业利润率	3.8%	3.9%	3.6%	3.5%	3.5%	3.6%	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	129,667	137,332	145,267
税前利润	4,684	5,024	5,293	5,913	6,440	7,068							
利润率	3.9%	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%							
所得税	-1,309	-1,460	-1,343	-1,478	-1,610	-1,767							
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	4,435	4,830	5,301							
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	-2,602	-3,281	-3,337							
经营活动现金净流	-502	5,731	-4,916	1,863	1,670	2,212							
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	-4,260	-1,301	-1,139							

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	1	5	5	5
增持	0	3	4	4	4
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.75	1.60	1.60	1.60

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	2015-08-31	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
6	2017-07-10	买入	12.81	15.00~17.00

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 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