

供应链业务持续发力，地产业务放量可期

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司主营业务由供应链业务和房地产业务两部分构成。供应链业务量价齐升, 预计供应链业务收入 2017-2019 年保持 23.3% 左右的复合增速。同时预计 2017 年公司供应链业务单位销售量对应的净利润指标大大提升, 公司盈利能力进一步增强。房地产业务销售收入预计在 2018-2019 年增速较猛, 同时一级土地改造业务预计在今后几年内陆续放量, 增厚公司业绩, 我们认为一级土地改造业务可能发展成为公司的又一主业, 从而改变该业务在公众眼中为“一次性收入”的固有形象。
- **供应链业务量价齐升。** 公司供应链业务主要品种有钢材、矿产品、浆纸等, 受益大宗价格上行, 预计带动公司供应链业务收入增速在 60% 左右, 我们推测 2017 年公司净利润率能维持 2016 年水平, 预计 2017 年供应链业务净利润较为可观。公司目前尽可能拓宽大宗商品品种, 在明年大宗品价格走势尚不明朗的情况下, 争取在销量上保持稳定增长。
- **房地产业务 2018-2019 进入业绩释放期。** 建发股份两家控股子公司建发房产和联发集团在 2016 年中国房地产开发百强企业榜上位列第 35 位和 51 位, 两家公司在深耕福建本地市场的同时, 将业务延伸到国内近 30 个城市, 土地储备丰富, 预收售房款充盈, 未来房地产收入增长可期。我们预计 2018-2019 年是业绩释放高峰期。
- **一级土地改造业务进展顺利, 利润释放值得期待。** 建发房产旗下子公司厦门禾山建设, 受湖里区政府委托, 负责后埔-枋湖片区旧村改造的开发建设。禾山建设垫资进行土地拆迁改造, 拆迁完成后土地交由政府进行招拍挂, 出售土地所得总金额的 85% 归公司所有, 形成收益。我们预计所有土地拆迁改造完成并出让完毕需要 4-5 年甚至更长的时间, 在这段时间内, 一级土地改造项目能持续为公司贡献可观利润。另一方面, 公司该项业务在开展过程中也积累了较好的口碑和较丰富的资源, 为今后此类业务的开展奠定了基础。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.09 元、1.72 元、1.87 元, 未来三年归母净利润将保持近 23% 的复合增长率。通过对供应链业务和房地产业务分部估值, 给予公司 404 亿合理市值, 维持“买入”评级, 对应目标价 14.23 元。
- **风险提示:** 大宗商品价格或大幅波动, 房地产销售或不达预期, 一级土地改造推进或不达预期。

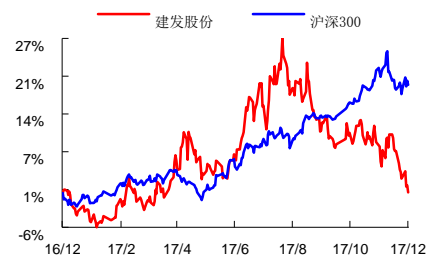
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	145590.89	211612.40	246023.83	273191.20
增长率	13.66%	45.35%	16.26%	11.04%
归属母公司净利润(百万元)	2854.66	3087.36	4871.64	5294.48
增长率	8.08%	8.15%	57.79%	8.68%
每股收益 EPS(元)	1.01	1.09	1.72	1.87
净资产收益率 ROE	12.10%	10.87%	16.26%	15.54%
PE	11	10	6	6
PB	1.41	1.28	1.08	0.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 罗月江
执业证号: S1250517010001
电话: 021-68413373
邮箱: lyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	28.35
流通 A 股(亿股)	28.35
52 周内股价区间(元)	10.39-13.66
总市值(亿元)	304.5
总资产(亿元)	1,695.66
每股净资产(元)	7.73

相关研究

1. 建发股份(600153): Q3 延续高增长, 全年业绩可期 (2017-11-01)

目 录

1 公司概况：供应链、房地产双主业优质国企	1
1.1 供应链+房地产齐发力，成就厦门最大国企	1
1.2 双主业并驾齐驱，保持稳定增长	1
2 供应链业务稳中向好，效率逐步提升	4
2.1 起源于进出口贸易商，成就于供应链运营大家	4
2.2 核心品类上控资源、下布渠道	5
3 厦门房地产龙头，业绩有望爆发	9
3.1 房地产业务稳定增长，为公司主要利润来源	9
3.2 房地产业务增厚公司业绩，催化公司市值增长	11
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 估值与投资评级	18
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 建发股份股权结构及子公司分布	1
图 2: 建发股份 2017H1 业务收入结构	2
图 3: 建发股份 2017H1 毛利构成	2
图 4: 建发股份 2012-2017Q3 营业收入情况	3
图 5: 建发股份 2012-2017Q3 归母净利润情况	3
图 6: 建发股份 2012-2017Q3 扣非后归母净利润	3
图 7: 建发股份 2012-2017H1 分业务毛利率情况	3
图 8: 建发股份 2016 年供应链子板块营业收入结构	4
图 9: 建发股份 2007-2017H1 供应链业务收入情况	5
图 10: 建发股份 2007-2017H1 供应链业务毛利情况	5
图 11: 建发股份钢铁供应链业务流程图	6
图 12: 钢材期货价和现货价历史表现	6
图 13: 铁矿石普氏价格指数表现	6
图 14: 进口纸浆数量（月度）和进口纸浆金额（月度）情况	7
图 15: 建发集团房地产业务开展区域	9
图 16: 建发股份房地产业务营业收入与毛利率	10
图 17: 建发房产 2011-2017H1 年收入与净利润情况	10
图 18: 建发房产 2012-2017H1 年销售与新开工面积	10
图 19: 联发集团 2011-2017H1 年收入与净利润情况	11
图 20: 联发集团 2012-2017H1 年销售与新开工面积	11
图 21: 建发股份 2011-2016 年预收售房款	11

表 目 录

表 1: 建发股份供应链、房地产双主业发展历程	1
表 2: 公司分区域土地储备情况	12
表 3: 公司按子公司所属的已建项目和销售情况	12
表 4: 公司按子公司所属的在建项目情况	14
表 5: 2017 年半年报公司房地产出租情况	15
表 6: 公司一级土地开发项目累计出让土地情况	16
表 7: 公司房地产业务 NAV 测算表（单位：亿元）	16
表 8: 分业务收入及毛利率预测	17
表 9: 可比公司估值表一	19
表 10: 可比公司估值表二	19
附表: 财务预测与估值	20

1 公司概况：供应链、房地产双主业优质国企

1.1 供应链+房地产齐发力，成就厦门最大国企

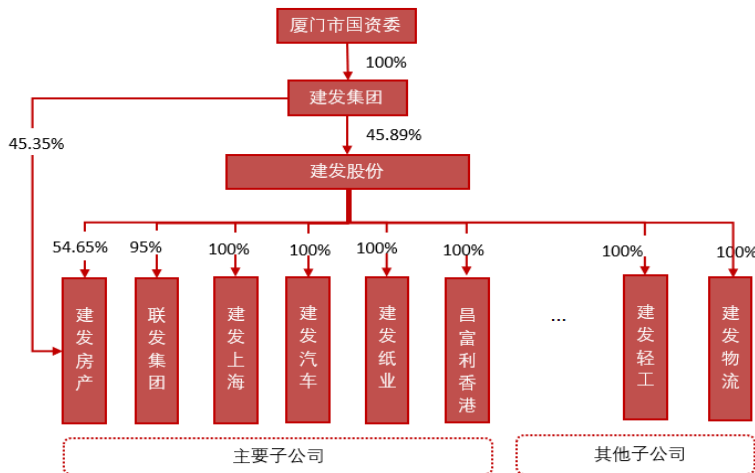
建发股份是专注于供应链运营和房地产开发的现代服务型企业。公司在供应链运营领域已经形成了以钢铁、浆纸、矿产品、汽车等十大核心业务板块，与 150 多个国家和地区建立了业务关系；在房地产开发领域形成了“建发房产”和“联发房产”两大品牌，在中国 27 个城市进行房地产开发，初步完成了全国的战略布局。

建发集团是公司的独立发起人，公司是建发集团的对外贸易和地产开发平台。

建发集团于 1998 年将集团本部贸易相关的进出口部门和建发国运、建发包装、建发保税、建发报关等四家全资子公司的经营性资产折股并入成立厦门建发股份有限公司并公开发行 A 股。公司成立至今，建发集团仍然是公司控股股东，其股份比例从成立初期 73% 下降至现在的 45.89%。

建发集团是厦门市国资委 100% 控股公司，公司的实际控制人是厦门市国资委。另外，建发集团还参股了厦门航空、厦门国际信托、厦门国际银行、法拉电子等金融企业和非金融企业。

图 1：建发股份股权结构及子公司分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 双主业并驾齐驱，保持稳定增长

公司收入主要来自供应链运营业务，其次为房地产开发业务。

表 1：建发股份供应链、房地产双主业发展历程

时间	业务板块	标志性事件
1998 年	进出口贸易	建发股份有限公司由建发集团独家发起成立，并于同年在上交所挂牌上市
1999 年	房地产	收购厦门联合发展（集团）有限公司 75% 股份
2000 年	供应链-轻纺	成立厦门建宇实业有限公司

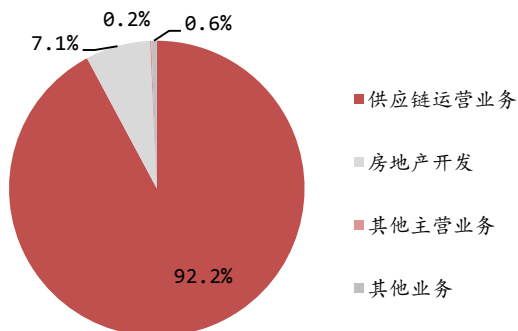
时间	业务板块	标志性事件
2000年	物流	成立厦门建发物流有限公司
2001年	供应链-汽车、浆纸	成立厦门建发汽车有限公司、厦门建发纸业业有限公司
2002年	进出口贸易	成立上海建发实业有限公司
2002年	供应链-矿产品、钢材	成立厦门建发金属有限公司
2002年	进出口贸易	成立广州建发贸易有限公司
2002年	供应链-轻纺、化工	成立厦门建发轻工有限公司、厦门建发化工有限公司
2003年	进出口贸易	成立北京建发实业有限公司、福州建发实业有限公司
2003年	供应链-酒业	成立厦门建发酒业有限公司
2004年	供应链-机电、钢材、矿产品、轻纺	成立厦门百格实业有限公司、厦门建发晟茂有限公司
2005年	供应链-钢铁	成立厦门建发物资有限公司
2006年	进出口贸易	收购昌富利（香港）贸易有限公司 100%股权
2006年	房地产	出资 1.5 亿元收购联发集团 20%股权，对其持股增至 95%
2007年	进出口贸易	成立天津建发实业有限公司
2009年	房地产	建发股份以所持会展集团 95%股权与建发集团所持 44.654%股权进行等价置换，同时以现金购买建发集团所持建发房产 10%股权，合计持有建发房产权达 54.65%
2010年	供应链-农产品、化工	成立厦门建发原材料贸易有限公司
2011年	供应链-矿产品、农产品	成立厦门建发矿业有限公司、建发农产品有限公司、建发物产有限公司
2011年	进出口贸易	成立厦门建发通商有限公司

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2016 年营业收入中供应链业务收入占比 78.9%，其中钢铁板块占比 52.7%，为最主要的收入部分，汽车板块占比 10.1%，矿产品板块占比 17.8%，浆纸板块占比 19.3%。房地产开发业务收入占比 20.9%。值得关注的是，供应链运营业务毛利率远低于房地产开发业务毛利率，二者分别为 3.79%和 23.30%，这直接导致二者的毛利占比与收入占比呈现大致相反的情况，供应链运营业务毛利占比为 38.1%，房地产开发业务毛利占比为 61.9%。

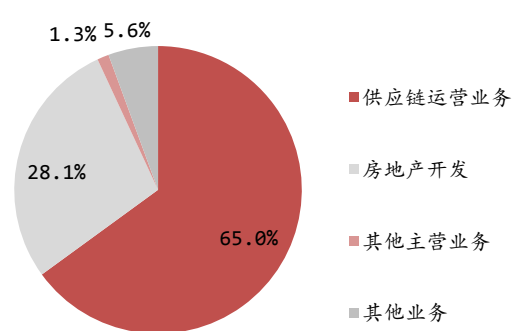
2017 年上半年，供应链业务占比进一步扩大，占比达到 92.2%，供应链业务毛利率略微下滑，达到 3.29%，房地产业务由于上半年结转较多低毛利业务，导致毛利率下降到 18.53%。

图 2：建发股份 2017H1 业务收入结构



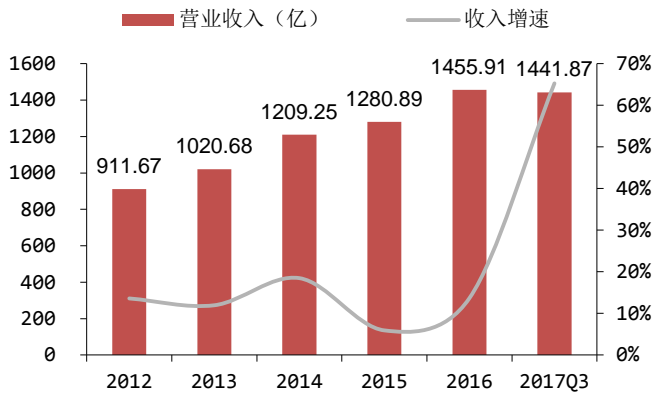
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：建发股份 2017H1 毛利构成

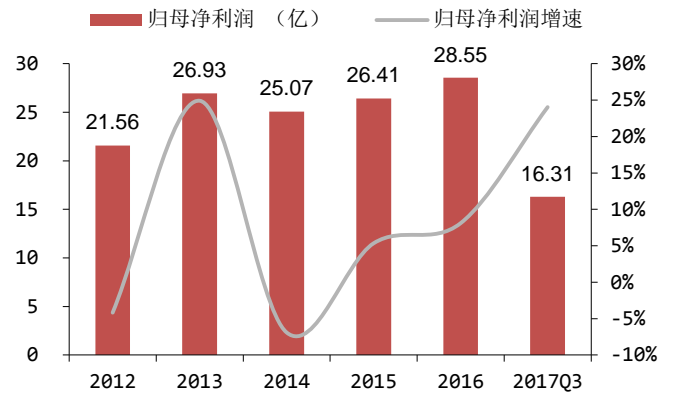


数据来源：公司公告，西南证券整理

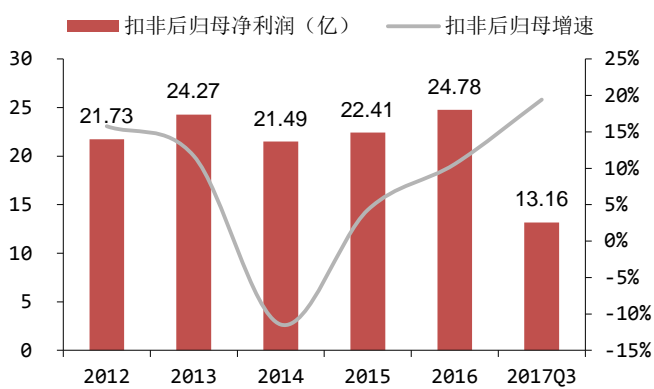
2007-2016 年间,公司营业收入复合增速为 19.4%,归母净利润复合增速为 16.7%。2011 年以来,营业收入稳步增长,复合增速 12.7%左右,归母净利润除 2014 年略有下滑,其他年份基本保持高速增长趋势。

图 4: 建发股份 2012-2017Q3 营业收入情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 建发股份 2012-2017Q3 归母净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 建发股份 2012-2017Q3 扣非后归母净利润


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 建发股份 2012-2017H1 分业务毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

归母净利润复合增速低于营收复合增速主要原因在于:

- 1) 供应链运营业务占主营业务收入比重虽大,但毛利率较低,近 10 年维持在 3.29%-5.01% 之间,较为平稳。
- 2) 房地产开发业务毛利率较高,由于受到政策等多方面影响,毛利率波动较大,近 10 年毛利率区间为 18.53%-53.08%。

2 供应链业务稳中向好，效率逐步提升

2.1 起源于进出口贸易商，成就于供应链运营大家

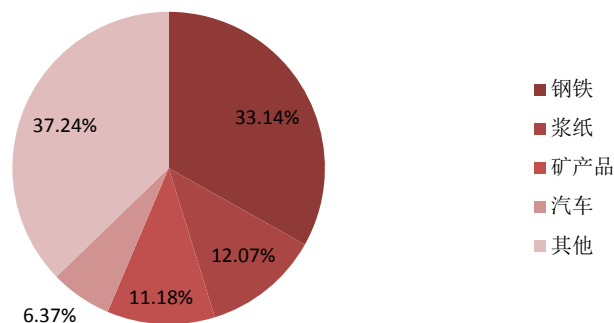
建发股份 1998 年在上交所首发上市，上市之初，公司的业务范围主要是进出口贸易业务、仓储集装箱堆场业务以及国内国际货物运输代理业务等。20 年来，公司不断发展壮大，从传统的贸易商逐渐转型为一个集贸易结算、第三方物流、金融服务、信息服务和方案策划为一体的全产业链供应链运营的现代化服务企业。供应链运营业务与传统贸易盈利模式存在巨大差异。传统贸易存在巨大的风险敞口，主要依托对贸易品价格趋势的判断，先将贸易品自行买断，较少锁定下游订单和价格，公司承担大部分价格波动风险。公司意识到随着信息化程度的提高，赚取价差的传统贸易方式盈利空间与承担风险以及发展目标越来越不匹配，于是逐渐转型为供应链运营商。供应链运营业务通常提前锁定下游的订单与价格，并收取一定保证金比例，只保留较小的风险敞口，通过为客户提供整套供应链服务（包括采购、结算、物流、仓储等，一般为定制化服务），收取综合服务费用来盈利，我们可以将公司供应链业务的收入端简单理解为贸易品量与价的乘积再乘以服务费率。

公司供应链运营业务主要包括国际贸易、国内贸易和物流服务三部分。国际贸易主要是进口五矿、轻工、化工、粮油等产品，出口轻工、纺织服装、机电和五矿类产品。国内贸易主要是从事浆纸、钢材、汽车等的采购与销售服务。

公司旗下设有 10 大供应链运营平台，遍布北京、上海、广州、天津等境内主要城市和香港、美国、加拿大等境外主要城市 and 地区。其中昌富利（香港）等子公司为各个贸易类子公司提供贸易窗口。公司在供应链运营领域涉及的品类较广，共有 10 大核心业务，包括：7 项工业相关业务（浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电），2 项消费品业务（汽车、酒类）以及综合物流服务等。公司存在的价值在于降低客户运营成本和经营风险，提升客户运营效率。

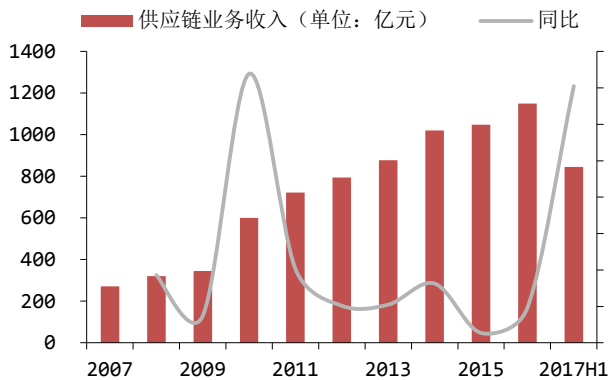
公司 2016 年年报显示，供应链业务营业收入贡献排名前四的品类分别是：钢铁、农产品、浆纸和矿产品，净利润贡献排名前四的是：钢铁、汽车、矿产品、浆纸。钢铁板块年营业收入达 380.9 亿元；2016 年纸张、纸浆销量和营业收入再创新高，浆纸营业收入达到 138.7 亿元；矿产品板块营业收入达 128.5 亿元；汽车板块营业收入达 73.2 亿元。其中钢材、矿产品和浆纸板块收入合计占比达到 56%。

图 8：建发股份 2016 年供应链子板块营业收入结构

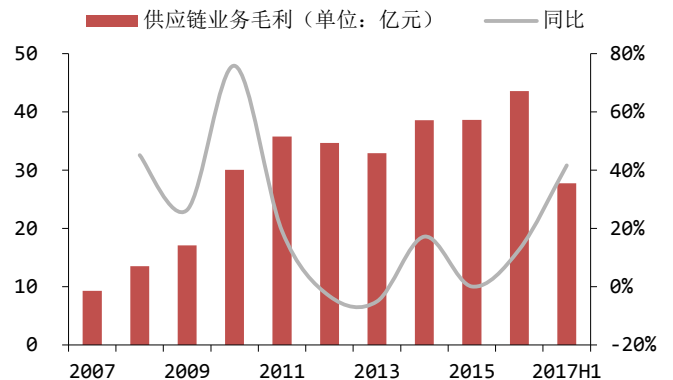


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前是福建省乃至全国处于领先地位的供应链运营企业，目前公司与 150 多个国家和地区建立了业务关系，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 大企业进出口业类别首位。公司 2017 上半年供应链业务收入达到 844.6 亿，同比增长 70.5%，由于供应链业务拓展，营业成本相应增加，同比增速略快于收入端增速，达到 71.7%，毛利率同比略有下滑，达到 3.29%。

图 9：建发股份 2007-2017H1 供应链业务收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：建发股份 2007-2017H1 供应链业务毛利情况


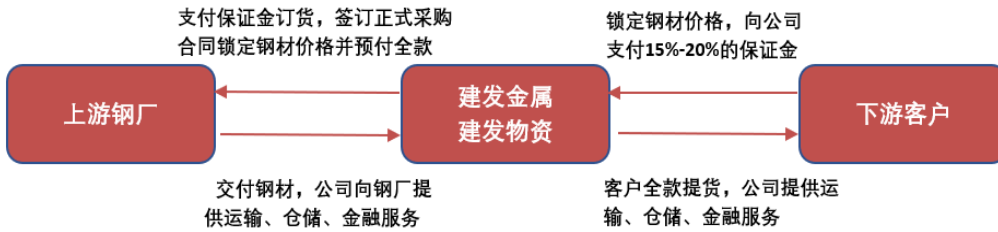
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 核心品类上控资源、下布渠道

2.2.1 风险可控，布局长远

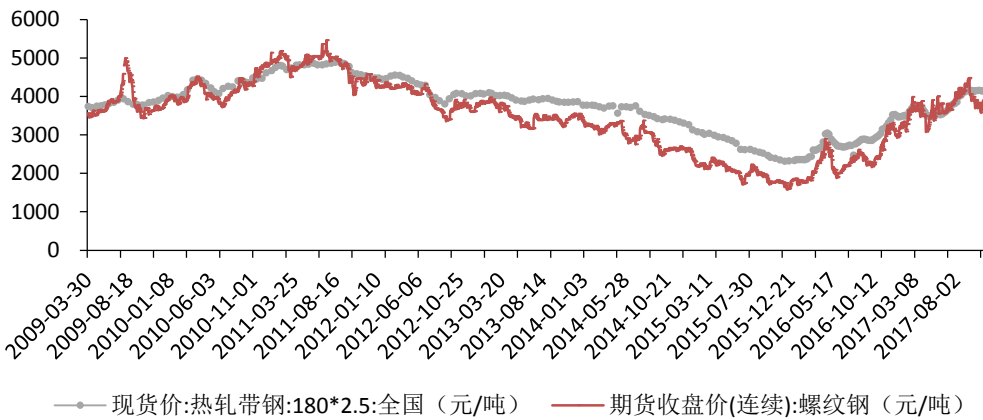
公司以收取服务费作为主要利润来源，在商品价格呈现下跌状态时，公司受到价格波动的负面影响并不像以赚取差价为主要盈利方式的贸易商那样大。在 2013-2016 年钢材和 2013-2015 年矿产品等主要大宗商品价格单边下跌行情中，公司经营非常稳健，业务开展过程和最终业绩没有受到大的影响。2013-2016 年长达 4 年的钢材价格单边下跌行情中，除了在 2015 年，由于供给端价格下滑程度超过公司需求端钢铁销量，造成公司当年钢材收入略有下滑外，其他年份公司供应链业务中钢材品类贡献的收入呈现增长态势。2011-2016 年，公司钢铁、矿产品、浆纸三大核心品类业务量复合增速接近 30%，收入复合增速仅为 13.5%，主要是大宗商品价格持续下行，掩盖了公司业务量和收入的实际增速。2017 年上半年，公司供应链业务营业收入同比增长 70.49%，我们估计销量增长贡献的权重占到 40% 左右，价格上涨贡献的权重为 60% 左右，可见价格的增长同样也能放大公司收入增速。由于大宗商品的价格由很多复杂因素决定，不是能完全把握的变量，价格的单边涨跌能掩盖和放大公司收入情况，那么透过现象看本质，我们关注公司业务量的增长会更有意义。目前，在对明年大宗行情走势没有明确结论的情况下，公司在准备把现有业务量做大的同时也在积极拓宽供应链业务品种。

图 11: 建发股份钢铁供应链业务流程图



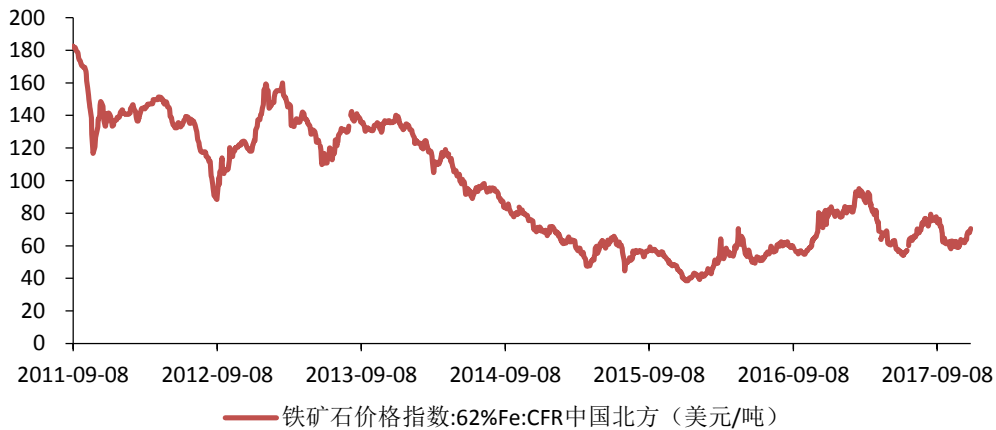
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 钢材期货价和现货价历史表现

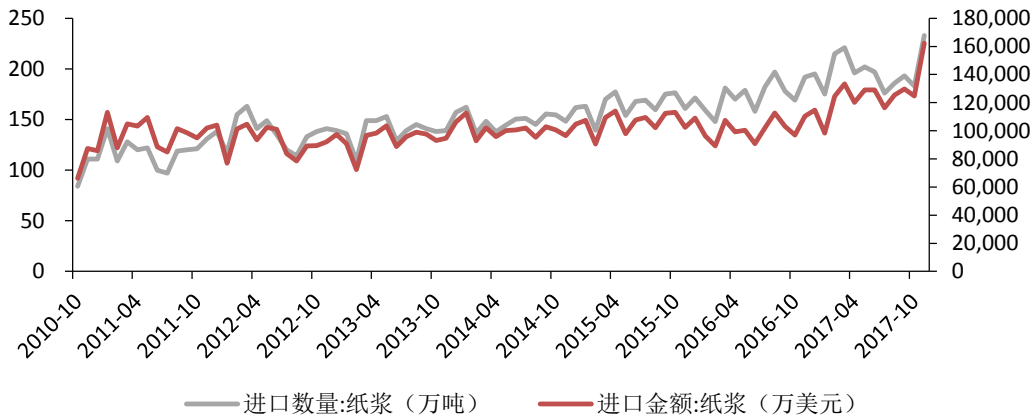


数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: 铁矿石普氏价格指数表现



数据来源: wind, 西南证券整理

图 14：进口纸浆数量（月度）和进口纸浆金额（月度）情况


数据来源: wind, 西南证券整理

2.2.2 毛利率下滑不足为惧，单位销量对应的净利润提升

一方面，毛利率不能充分反映公司盈利状况。公司供应链业务营收主要由贸易品货值和对应服务费构成，利润则主要来自服务费部分。由于服务费收取比例较低（平均下来 3.3%-3.5%），贸易品货值重复计算在营收和成本里，导致供应链业务毛利率较低。当价格提升而导致的贸易品货值大幅提升时，毛利率水平会逐步降低，比方说，客户不会因为钢材的价格上涨一倍而多付给公司一倍服务费。量价齐升会导致公司营业收入大幅提升，但毛利率可能不升反降（成本的情况要视公司具体业务开拓情况而定）。在大宗商品价格较为平稳的阶段，毛利率的变化可以在一定程度揭示公司盈利状况，但大宗商品近几年单边上涨或者单边下跌的行情较多，我们认为毛利率指标并不能充分反映公司的盈利能力。

营业收入对于主营为供应链运营业务的公司来说，意义要大大弱于其他制造业或者服务业公司。由于营业收入对社会公众来说通常是一个非常重要的财务指标，一些小型供应链运营公司甚至通过将货物倒卖的方法来反复计算货值，起到增大营业收入的效果。因此我们认为采用与营业收入之外的指标来衡量公司的盈利能力会更为恰当。比方说，我们可以考虑单位销售量对应的净利润这一指标。2017 年上半年，公司供应链业务量价齐升，净利润同比增长 66.6%，于此对应的大宗商品的量的增速要低于净利润的增速，分业务来看，占比较大的钢材业务销量增速最大，达到 40%左右，其他大宗产品如矿产品、浆纸板块销量增速低于 40%。这意味着净利润增速要大大快于大宗商品的销量增速。单位销售量对应的净利润这一指标是在提升的，假定之前单位销量对应的净利润为 1，那现在这个指标大于 1，我们可以认为公司大宗商品供应链业务的盈利能力在增强（2011-2016 上半年，主要大宗品价格持续低迷，公司 2015 年钢材业务销售量增速为 33.40%，对应供应链业务利润增速为 10.84%，2016 年钢材业务销量增速为 25.68%，对应供应链业务利润增速为 -2.4%）。

另一方面，毛利率降低有利于龙头企业提升市场占有率。大宗商品供应链运营是一个规模优势非常明显的行业，业务模式看似没有太高的门槛，一般来说，一个完全竞争或者接近垄断竞争的市场，市场经济看不见的手能够发挥强有力的作用，企业可以较为自由的出入该市场。也正是因为市场经济的作用，大宗商品供应链运营行业长期以来较低的毛利率和净利率能将实现自我出清，将盈利能力较弱的企业逐步淘汰，同时，准备新进入这个行业的企业在测算单位成本产出比之后，发现并没有实力和信心能够在这个市场上分到一杯羹，便自动选择不再进入该市场。

大宗商品供应链运营市场高度分散，建发股份目前十多个一级单位中，浆纸业务处于同行业中国内第一名位置，其他钢铁、矿产品也处于国内领先地位。目前来看，很多公司能很好的完成贸易业务、物流服务、金融服务、实业投资多项业务中的一项或者两项，像建发股份这样能对上下游资源充分整合，形成完整的贸易业务网络和物流、资金网络的公司还较为稀缺，由于较早的从传统贸易业务转型做供应链运营业务，公司积累了丰富的经验和资源，发展成为一家超大规模的现代供应链服务公司，同时，较低的行业净利润率无形中提高了行业的进入门槛，市场经济优胜劣汰的规律发挥作用，在这个及其分散的竞争市场上，公司的市场占有率逐步提升。

我们预计 2017 年公司钢铁、矿产品、浆纸板块收入增速分别为 63%、55%、55%，供应链业务整体收入增速达到 59%，假定供应链业务净利润率维持在 0.8%的水平，预计 2017 年供应链业务能够贡献净利润为 14 亿左右。

我们预计 2018 年公司钢铁、矿产品、浆纸板块收入增速分别为 15%、8%、15%，供应链业务整体收入增速达到 12.1%，假定供应链业务净利润率维持在 0.8%的水平，预计 2018 年供应链业务能够贡献净利润为 16.3 亿左右。

3 厦门房地产龙头，业绩有望爆发

3.1 房地产业务稳定增长，为公司主要利润来源

3.1.1 业务扩张有序，布局不断延伸

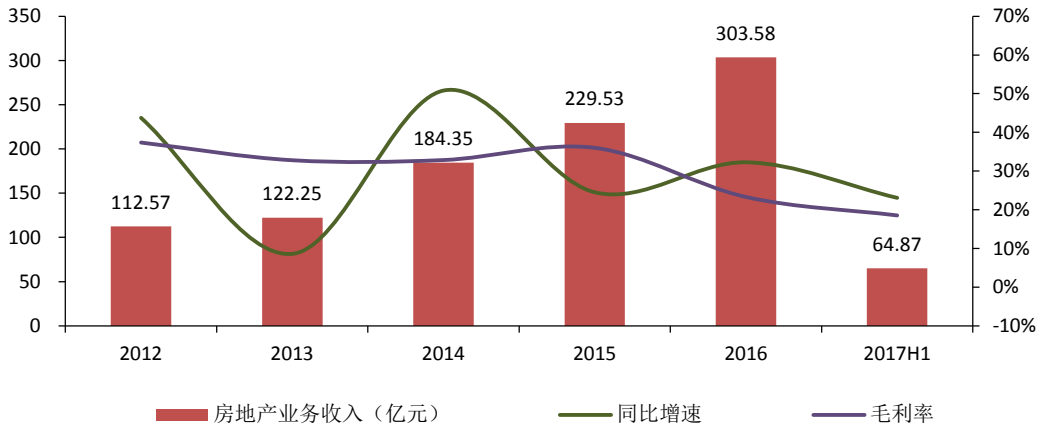
房地产开发业务为建发股份（公司）的另一项核心业务，公司从 1981 年开始经营房地产业务，深耕房地产行业超过 35 年，逐步发展成为了厦门房地产行业龙头。房地产业务由公司旗下控股子公司建发房地产集团有限公司（建发房产）和联发集团有限公司（联发集团）共同经营，业务涵盖住宅、商业地产、安置房、一级土地开发等，以住宅地产为主（占收入比例 90%左右）。公司目前业务开展区域包括厦门、漳州、福州、上海、长沙、成都、龙岩、南平、泉州、三明、苏州、重庆、武汉、天津、南宁、南昌、桂林、柳州等多地。2016 年，建发房产和联发集团再次入选中国房地产开发百强企业，建发房产位居第 35 位，联发集团位居 51 位，彰显了公司房地产业务的经营实力。

图 15：建发集团房地产业务开展区域



数据来源：公司官网，西南证券整理

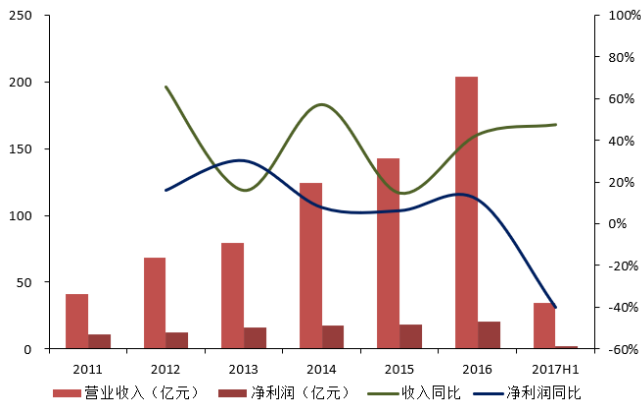
房地产业务扩张有序，稳定增长。2016 年，公司房地产业务贡献了公司归母净利润的 70% 以上，是公司主要利润来源。公司房地产收入在 2012-2016 年保持稳定增长，其中收入的 CARG 为 28.15%，2016 年房地产收入达到了 303.6 亿元。毛利率在 2012-2015 年维持在 33% 左右波动，2016 年受行业趋势和公司结转项目的结构变化所影响，毛利率下降至 23.30%，但收入大幅增长 32.3%，同时归母净利润同比增长 13.7%。2017 年上半年毛利率下滑至 18.53%，主要在于上半年低毛利项目结转较多，此种情况下半年有望改观。

图 16: 建发股份房地产业务营业收入与毛利率


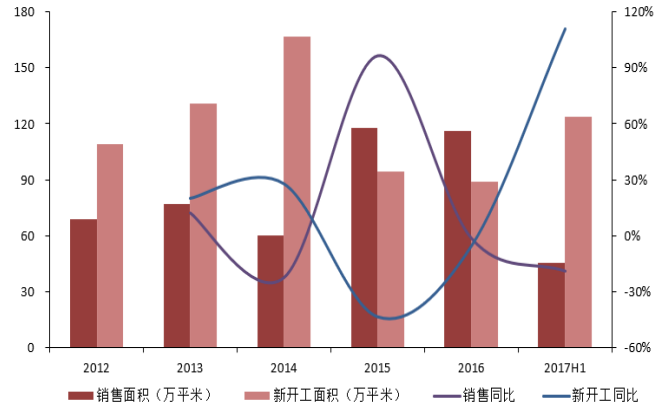
数据来源: 公司财报, 西南证券整理

3.1.2 两大子公司平台共同发力, 收入增长将提速

公司两大地产品牌建发房产和联发集团一直在房地产中保持足够竞争力。建发房产 2011-2016 年营业收入从 41.35 亿增长至 204.14 亿, CARG 为 37.6%; 2011-2016 年净利润从 10.65 亿增长至 20.66 亿, CARG 为 14.17%, 规模扩张迅速。2016 年签约销售面积达到 116.1 万平方米, 新开工面积维持稳定, 为后续签约销售和结算提供充足储备。

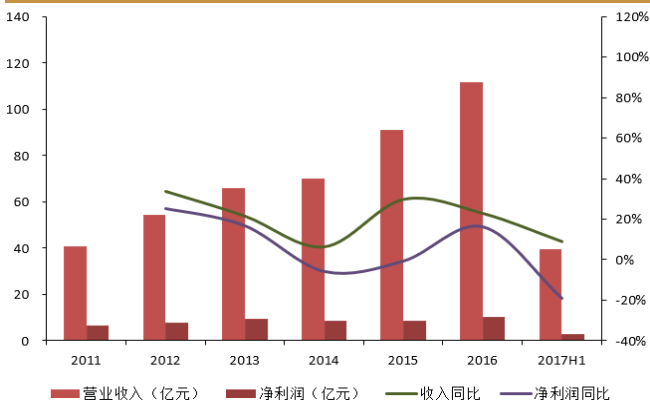
图 17: 建发房产 2011-2017H1 年收入与净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

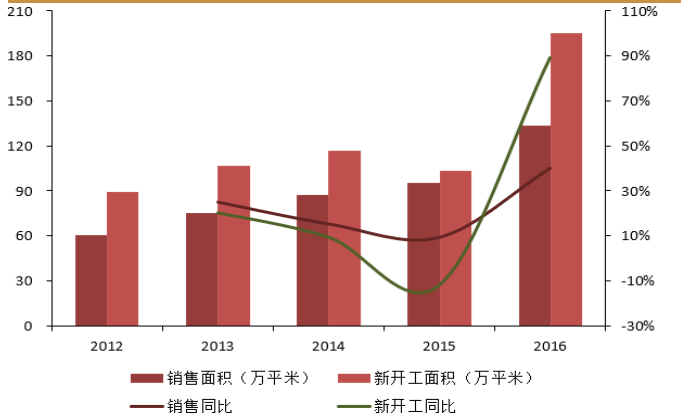
图 18: 建发房产 2012-2017H1 年销售与新开工面积


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

联发集团 2011-2016 年营业收入从 40.57 亿增长至 111.73 亿, CARG 为 22.5%; 2011-2016 年净利润从 6.32 亿增长至 10.06 亿, CARG 为 9.74%, 整体增长和规模较落后于建发房产, 主要源于业务开展区域的不同, 但增速仍然稳定。2016 年签约销售面积达到 133.3 万平方米, 新开工面积达到 195 万平方米, 后续销售有充足保障。

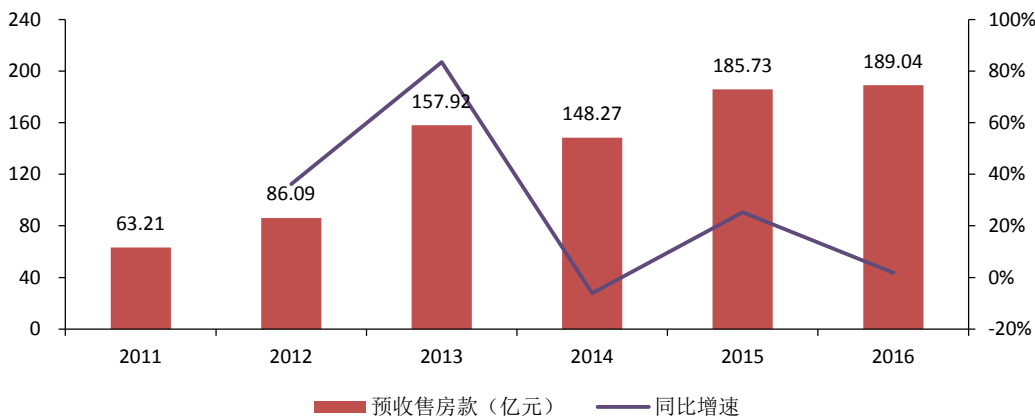
图 19: 联发集团 2011-2017H1 年收入与净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 联发集团 2012-2017H1 年销售与新开工面积


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

预收售房款充盈, 未来房地产收入增长可期。公司预收款项中大部分来自于售房的预收款, 公司预收售房款从 2011 年的 63.21 亿元增长至 2016 年的 189.04 亿元, CARG 为 24.5%, 维持上升态势。房地产售房预收款基本能反应公司后续房地产签约销售额的走势, 我们判断公司 2017 年和 2018 年预计完成房地产销售收入为 270 亿和 320 亿。

图 21: 建发股份 2011-2016 年预收售房款


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 房地产业务增厚公司业绩, 催化公司市值增长

3.2.1 已建项目与在建项目储备丰厚

公司土地资源丰富。公司子公司建发房产与联发集团持有待开发土地面积充足, 截止 2017 年半年报, 公司在全国各地累计持有待开发土地面积 370.93 万平方米, 对应规划计容建筑面积为 717.69 万平方米。此部分土地储备为公司未来 5-10 年的房地产开发、销售以及收入与利润的实现提供了坚实的基础。

表 2：公司分区域土地储备情况

地区	持有待开发土地面积（万平方米）	规划计容建筑面积（万平方米）	规划计容建筑面积占比
厦门	4.27	8.53	1.19%
福州	11.31	5.44	0.76%
漳州	29.22	67.86	9.46%
南平	13.51	34.04	4.74%
莆田	4.30	10.19	1.42%
泉州	19.97	50.36	7.02%
三明	5.76	14.72	2.05%
龙岩	23.21	52.33	7.29%
成都	13.59	57.38	7.99%
苏州	33.21	63.40	8.83%
合肥	4.72	8.49	1.18%
上海	7.02	12.64	1.76%
南京	6.75	6.35	0.88%
杭州	14.23	32.74	4.56%
长沙	12.96	55.70	7.76%
南昌	19.12	45.71	6.37%
赣州	1.08	2.38	0.33%
南宁	1.96	7.30	1.02%
柳州	10.76	17.75	2.47%
重庆	27.95	36.08	5.03%
鄂州	91.69	111.86	15.59%
天津	11.63	12.79	1.78%
悉尼	2.72	3.65	0.51%
合计	370.93	717.69	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

已建成项目待售面积达 181 万平方米，预计产生收入 265 亿元。按公司公告披露，截止 2017 年 6 月 30 日，公司已建成项目中可供出售面积为 323.75 万平方米，其中已预售面积为 142.73 万平方米，待售面积为 181.02 万平方米。建发房产所属项目，可供出售面积为 152.24 万平方米，已预售面积 46.32 万平方米，待出售面积 105.92 万平方米，预计销售收入额为 157.87 亿元；联发集团所属项目，可供出售面积为 171.51 万平方米，已预售面积 96.41 万平方米，待出售面积 75.10 万平方米，预计销售收入额为 107.43 亿元。我们预计待出售房产在 2 年内实现销售，带来收入约 265.30 亿元，带来净利润约 32 亿元。

表 3：公司按子公司所属的已建项目和销售情况

地区	可供出售面积 (万平方米)	已预售面积 (万平方米)	待出售面积 (万平方米)	销售均价 (万元/平方米)	可销售收入额 (亿元)
建发房产所属项目					
厦门	9.14	3.18	5.97	3.28	19.57

地区	可供出售面积 (万平方米)	已预售面积 (万平方米)	待出售面积 (万平方米)	销售均价 (万元/平方米)	可销售收入额 (亿元)
漳州	15.42	8.30	7.11	0.90	6.40
福州	15.98	3.26	12.72	1.74	22.12
泉州	17.63	8.00	9.62	0.78	7.51
苏州	10.22	4.70	5.52	1.73	9.56
上海	10.96	0.13	10.83	5.04	54.56
长沙	13.51	3.58	9.93	0.76	7.55
三明	13.48	2.60	10.87	0.62	6.74
成都	14.17	2.10	12.07	0.86	10.38
南平	20.03	7.14	12.89	0.59	7.61
龙岩	10.58	3.30	7.29	0.67	4.88
南宁	1.12	0.02	1.10	0.90	0.99
小计	152.24	46.32	105.92	-	157.87
联发集团所属项目					
厦门	16.73	3.78	12.95	3.28	42.47
漳州	12.21	5.68	6.53	0.90	5.88
莆田	7.74	6.38	1.35	0.79	1.07
南昌	9.70	5.50	4.20	1.02	4.29
赣州	10.15	9.27	0.88	0.72	0.64
南宁	23.08	13.06	10.02	0.90	9.02
桂林	21.38	11.30	10.09	0.50	5.04
柳州	10.47	8.91	1.55	0.85	1.32
重庆	16.71	10.36	6.35	0.90	5.71
武汉	8.32	4.26	4.05	1.30	5.27
天津	19.92	7.76	12.17	1.81	22.02
扬州	15.10	10.14	4.96	0.95	4.72
小计	171.51	96.41	75.10	-	107.43
建发股份集团公司所属项目					
合计	323.75	142.73	181.02	-	265.30

数据来源：公司公告，西南证券整理

在建项目未来预计实现销售收入逾 1000 亿元。按公司公告披露，截止 2017 年 6 月 30 日，公司在建项目建筑面积合计 710.13 万平方米，若按现价销售，预计所有项目建成结转销售收入为 1007.61 亿元。其中，建发房产项目在建建筑面积为 271.44 万平方米，对应销售收入为 506.07 亿元；联发集团项目在建建筑面积为 438.69 万平方米，对应销售收入为 501.54 亿元。我们预计公司在建项目在未来 6 年内逐步实现销售收入，可实现净利润约 80 亿元。

表 4：公司按子公司所属的在建项目情况

地区	在建建筑面积（万平方米）	销售均价（万元/平方米）	可销售收入额（亿元）
建发房产所属项目			
漳州	40.99	0.90	36.89
福州	18.40	1.74	32.01
上海	27.84	5.04	140.33
长沙	30.69	0.76	23.33
成都	4.61	0.86	3.97
龙岩	11.19	0.67	7.50
南平	12.30	0.59	7.26
泉州	24.03	0.78	18.74
三明	15.75	0.62	9.77
苏州	59.11	1.73	102.26
合肥	9.78	2.18	21.32
深圳	2.61	6.65	17.35
杭州	14.13	6.04	85.35
小计	271.44	—	506.07
联发集团所属项目			
厦门	28.18	3.28	92.42
漳州	21.95	0.90	19.76
莆田	18.48	0.79	14.60
南安	9.73	0.45	4.38
南昌	21.96	1.02	22.40
赣州	28.40	0.72	20.45
南宁	65.78	0.90	59.20
桂林	42.32	0.50	21.16
柳州	72.06	0.85	61.25
重庆	44.10	0.90	39.69
鄂州	10.00	0.43	4.30
天津	39.90	1.81	72.23
扬州	28.76	0.95	27.32
杭州	7.06	6.00	42.39
小计	438.69	—	501.54
建发股份集团公司所属项目			
合计	710.13	—	1007.61

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.2 物业出租与一级土地开发项目锦上添花

房地产出租业务增厚公司业绩。公司除了房地产出售外，还有部分的物业出租业务。根据公司 2017 年半年报披露，公司有 16 处房地产项目出租，包含厦门悦享中心、厦门湖里工业区、厦门湖里写字楼、南宁裕丰大厦、南昌联发大厦等优质地产。公司房地产出租的建筑面积总计达到 111 万平方米，环比 2016 年末持平，出租的总收入达 1.97 亿元。预计 2017 年全年房地产出租收入约 3.76 亿元，同比增长 8.67%。从租金和房产价值来看，出租收入处于相对较低水平，但是物业出租的成本非常低，所以收入部分几乎可以直接转化为公司净利润。我们保守预计，公司今后物业出租的收入与 2017 年持平，取 WACC=4.22%，得到公司物业出租的净利润净现值约为 79.89 亿元，按出租的物业资产账面价值 63.02 亿，则资产溢价为 16.87 亿元。

表 5：2017 年半年报公司房地产出租情况

地区	项目	经营业态	出租房地产的建筑面积 (平方米)	出租房地产租金收入 (万元)
厦门	悦享中心	商业、写字楼	89000	2485.00
厦门	湾悦城	商业	75272	2138.00
漳州	美一城	商业	54800	963.00
南宁	裕丰大厦	商业	28100	2170.00
南平	悦城中心	商业	63100	392.00
厦门	湖里工业园	厂房	181400	2142.35
厦门	杏林工业园	厂房	55600	382.75
厦门	黄金工业园	厂房	179000	1332.44
厦门	软件学院等	教育地产	70100	584.98
厦门	湖里写字楼	写字楼	75900	1960.60
厦门	湖里颐豪酒店等	酒店	33700	598.08
厦门	华美文创园	文创园	40700	1375.87
厦门	文创口岸	文创园	34500	663.29
厦门	联发电子商城	商场	30900	644.05
南昌	联发广场	商场、写字楼	40454	1003.00
桂林	联达广场	商场、写字楼	57400	887.00
合计			1109926	19722.41

数据来源：公司公告，西南证券整理

一级土地开发为厦门市重点建设项目。公司旗下子公司厦门禾山建设发展有限公司，受湖里区政府委托，负责了后埔-枋湖片区旧村改造的开发建设。经营模式是公司子公司厦门禾山垫资进行土地拆迁改造，拆迁完成后土地交由政府进行招拍挂，出售土地所得总金额的 85% 归公司所有，形成收益。

目前公司对后埔、枋湖、薛岭片区的五个地块进行改造，五个地块总计土地面积达 75 万平方米，可出让建筑面积达 161.2 万平方米。按 2017 年半年报披露，公司一级开发土地业务剩余土地面积 37.25 万平方米，对应计容建筑面积 119.48 万平方米。我们预计所有土地在 4-5 年内全部拆迁改造完成并出让完毕，能给公司未来业绩带来较大弹性。

表 6：公司一级土地开发项目累计出让土地情况

地块位置	成交时间	土地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	成交价格 (万元)	已回款金额 (万元)
湖里后埔片区，双浦路东侧，仙岳路南侧	2009.12.8	13514	58390	58000	48700
湖里区 06-07 片区枋湖路与枋湖西路交叉口东南侧	2010.9.8	26315	95460	93400	74379
湖里区后埔片区双浦路与金昌路（规划路）交叉口东南侧	2011.9.8	10198	38800	49972	41750
湖里区 06-05 片区双浦路与金昌路交叉口东北侧	2011.12.20	21159	83800	92970	78350
薛岭片区 B3 地块	2013.12.30	36132	140900	310000	260865
合计		107318	417350	604342	504044

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.3 房地产业务 NAV 估值超 300 亿

我们采用 NAV 的方法，对公司联发集团、建发房产和自持房地产出租业务进行价值测算，折现方面取 WACC=4.22%，具体测算结果如下。

1) 建发房产已建项目净利润现值 20.77 亿，在建项目净利润现值 36.57 亿，一级开发项目净利润现值 116.15 亿，账面净资产 145.71 亿，累计净现值 319.20 亿，归母公司价值 174.44 亿。

2) 联发集团已建项目净利润现值 9.91 亿，在建项目净利润现值 35.62 亿，账面净资产 86.08 亿，累计净现值 131.61 亿，归母公司价值 125.03 亿。

3) 房地产出租业务净利润现值 79.89 亿，账面净资产 63.02 亿，归母公司溢价价值 11.92 亿。

考虑所有总和，最终我们测算建发股份房地产业务价值为 311.39 亿。

表 7：公司房地产业务 NAV 测算表（单位：亿元）

子公司/业务项目	计算科目	现值	2017	2018	2019	2020	2021	2021 以后
建发房产 54.65%	已建项目净利润	20.77	10.14	11.55				
	在建项目净利润	36.57	8.43	9.48	7.25	6.72	5.21	3.42
	一级开发项目	116.15		28.83	25.25	27.42	24.48	27.91
	净资产	145.71						
	净现值	319.20						
	归母公司价值	174.44						
联发集团 95%	已建项目净利润	9.91	5.06	5.27				
	在建项目净利润	35.62	6.64	7.45	6.89	6.60	6.33	6.19
	净资产	86.08						
	净现值	131.61						
	归母公司价值	125.03						
房地产出租 70.64%	净现值	79.89						
	账面价值	63.02						
	资产溢价	16.87						
	归母公司溢价	11.92						
房地产业务总价值		311.39						

数据来源：公司公告，西南证券

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1：供应链业务中钢材、矿产品、浆纸 2017-2019 年毛利率为 3.3%、3.3%、3.0%，其他供应链业务 2017-2019 年毛利率为 4.5%。

假设 2：房地产业务 2017-2019 年毛利率为 23.0%、30.6%、29.3%。

假设 3：期间费用率维持 2016 年的水平。

表 8：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
供应链业务	收入	114923.67	182682.2	204731.2	225696.2
	增速	9.6%	59.0%	12.1%	10.2%
	毛利率	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
其中：钢材	收入	38087.4	62082.5	71394.8	79962.2
	增速	37.2%	63.0%	15.0%	12.0%
	毛利率	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
矿产品	收入	12848.6	19915.3	21508.5	23229.2
	增速	-2.7%	55.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
浆纸	收入	13870.9	21499.8	24724.8	28433.5
	增速	15.0%	55.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
其他供应链业务	收入	50116.8	79184.6	87103.1	94071.3
	增速	-3.3%	58.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
房地产业务	收入	30357.78	28536.31	40806.93	46927.97
	增速	32.26%	-6.00%	43.00%	15.00%
	毛利率	23.30%	23.00%	30.60%	29.30%
其他主营业务	收入	100.1	130.1	169.1	202.9
	增速	-11.6%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	94.5%	90.0%	80.0%	80.0%
其他业务	收入	209.4	263.8	316.6	364.1
	增速	26.5%	26.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	71.3%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	145590.9	211612.4	246023.8	273191.2
	增速	13.7%	45.3%	16.3%	11.0%
	毛利率	8.0%	6.5%	8.4%	8.3%

数据来源：公司公告，西南证券

综上,我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 30.9 亿元、48.7 亿元和 52.9 亿元,归母净利润复合增速为 22.9%,EPS 分别为 1.09 元、1.72 元、1.87 元。

4.2 估值与投资评级

我们采取分部估值方法,对于供应链业务和房地产业务分别估算合理市值,具体如下。

4.2.1 供应链业务估值

供应链运营公司在申万行业分类中属于交通运输行业下的二级子行业——物流行业,该行业目前包含 34 家上市公司,又可以进一步细分为供应链运营公司、快递公司、仓储及专业物流公司等子板块。供应链运营公司主要包括建发股份、象屿股份、厦门国贸、瑞茂通、怡亚通、普路通、飞马国际、东方嘉盛等。这里我们认为有必要选取同属于厦门地方国企、从事大宗商品供应链业务的**象屿股份**和**厦门国贸**以及同样从事大宗商品(煤炭)供应链业务的民营企业**瑞茂通**进行对照,并适当参考主要从事跨境物流、少部分大宗商品(矿砂、钢材)供应链业务的**华贸物流**的估值情况。我们可以看到,这 4 家公司 2018 年加权平均市盈率为 13.57 倍。

建发股份是市场公认的大宗供应链运营龙头企业,鉴于其优异的业绩和日益增长的市场份额,我们认为能给予公司 2018 年高于行业平均水平的估值,但鉴于大宗供应链运营业务主要的风险点在于大宗商品的价格的不可控性,虽然公司供应链业务以收取服务费为主要盈利模式,并已经将风险敞口控制在极低的位置,但不可否认,大宗商品一旦价格单边下滑,也会影响销售量的增长,对公司的业绩有直接影响,所以,我们在对 2018 年大宗商品价格不能有明确判断时,暂时保持谨慎的态度,给予公司供应链业务 2018 年 12 倍估值,按 2018 年 16.3 亿净利润,对应建发股份供应链业务 195.6 亿市值。

4.2.2 房地产业务估值

1) PE 法:由于建发股份房地产业务贡献的利润占比较大,我们也选取了 5 家专业地产公司作为参考,这 5 家公司 2018 年加权平均市盈率为 9.38 倍。根据建发房产和联发集团在 2016 年中国房地产开发百强企业中排名(35 和 51 位),我们给予公司房地产业务 2018 年 7 倍估值,保守按 2018 年房地产业务(包含一级土地改造项目)归母净利润为 36.7 亿,对应 2018 年市值为 256.9 亿。

2) NAV 法:依据前文用 NAV 法测算公司地产部分的净利润净现值,建发股份房地产业务价值为 311.39 亿。根据建发房产和联发集团 2016 年在全国房地产企业中排名情况,我们保持谨慎的态度,对房地产 NAV 按 80%计算,认为建发股份房地产业务价值为 249.1 亿。

由分部估值方法,计算出公司总价值为 445-453 亿元,我们取平均值 449 亿。对于分部估值法的折价率我们做如下考虑:

- 公司房地产业务是由两个专业房地产公司来独立经营,而非公司直接经营,在公司经营管理上不产生效率降低的情况,与其他房地产公司业务没有本质差异。
- 公司供应链业务保持较快的收入和利润增速,单位销售量对应的净利润增速迅猛,同时风控能力较强,长期保持较快的存货周转率和较低的坏账率。

因此我们认为分部估值应用中，公司总价值可不给予折价，或者只给予较少的折价（如按 9 折计算价值），按打 9 折计算得出公司合理市值为 404 亿，如不打折，公司合理市值为 449 亿元。谨慎起见，我们取 404 亿的合理市值，维持对公司的“买入”评级，目标价 14.23 元。

此次调低公司 2017 年盈利预测，调高 2018、2019 年盈利预测主要因为，一级土地项目招拍挂时间具有不可控性，我们预计该部分业绩在 2017 年实现的概率较小，2017 年之后实现的概率较大。

表 9：可比公司估值表一

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
行业均值							26.91	16.80	13.57	11.27
600057.SH	象屿股份	8.91	0.36	0.54	0.70	0.89	27.01	16.85	13.06	10.21
600755.SH	厦门国贸	9.96	0.55	1.02	1.27	1.51	13.84	9.79	7.84	6.61
600180.SH	瑞茂通	10.31	0.52	0.66	0.79	0.95	27.56	15.74	13.21	10.95
603128.SH	华贸物流	8.52	0.25	0.35	0.43	0.50	39.23	24.81	20.16	17.32

数据来源：wind，西南证券整理

表 10：可比公司估值表二

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
行业均值							14.41	11.59	9.38	7.81
000002.SZ	万科 A	29.57	1.90	2.40	2.98	3.60	11.62	12.49	10.06	8.32
600048.SH	保利地产	12.56	1.10	1.24	1.55	1.90	8.34	10.42	8.31	6.81
600376.SH	首开股份	9.94	0.58	0.83	0.97	1.13	17.56	12.11	10.34	8.91
000761.SZ	阳光城	6.90	0.30	0.46	0.61	0.77	20.26	14.92	11.23	8.93
600383.SH	金地集团	11.93	1.40	1.51	1.73	1.98	14.29	8.00	6.97	6.08

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

- 大宗商品景气度或下滑
- 房地产销售或不达预期
- 一级土地改造推进或不达预期

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	145590.89	211612.40	246023.83	273191.20	净利润	3949.49	3883.47	6813.48	7531.26
营业成本	133916.19	197833.07	225452.82	250532.58	折旧与摊销	355.83	170.01	170.01	170.01
营业税金及附加	2516.18	3385.80	4133.20	4562.29	财务费用	480.33	637.61	856.06	1009.46
销售费用	3770.21	4867.09	6642.64	7321.52	资产减值损失	177.99	180.00	200.00	200.00
管理费用	335.55	507.87	590.46	655.66	经营营运资本变动	-11357.89	3852.06	-6123.92	-4466.31
财务费用	480.33	637.61	856.06	1009.46	其他	1553.80	-1039.97	-1241.89	-1072.39
资产减值损失	177.99	180.00	200.00	200.00	经营活动现金流净额	-4840.45	7683.18	673.74	3372.03
投资收益	791.27	800.00	800.00	950.00	资本支出	-94.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.21	50.00	0.00	45.00	其他	-7462.31	1209.01	800.00	995.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7556.91	1209.01	800.00	995.00
营业利润	5185.51	5050.96	8948.64	9904.68	短期借款	1063.74	6057.40	2415.94	-553.51
其他非经营损益	107.48	127.00	136.00	137.00	长期借款	2997.92	1346.00	1025.00	887.00
利润总额	5292.99	5177.96	9084.64	10041.68	股权融资	28.80	0.00	0.00	0.00
所得税	1343.50	1294.49	2271.16	2510.42	支付股利	-283.52	-570.93	-617.47	-974.33
净利润	3949.49	3883.47	6813.48	7531.26	其他	9389.15	-5508.37	-856.06	-1009.46
少数股东损益	1094.83	796.11	1941.84	2236.79	筹资活动现金流净额	13196.09	1324.10	1967.40	-1650.30
归属母公司股东净利润	2854.66	3087.36	4871.64	5294.48	现金流量净额	874.78	10216.29	3441.14	2716.74
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	10944.95	21161.24	24602.38	27319.12	成长能力				
应收和预付款项	27513.53	33634.44	40338.73	44979.99	销售收入增长率	13.66%	45.35%	16.26%	11.04%
存货	61311.85	68997.68	78906.49	87561.80	营业利润增长率	5.13%	-2.59%	77.17%	10.68%
其他流动资产	7334.56	5325.64	6168.72	6834.32	净利润增长率	10.82%	-1.67%	75.45%	10.53%
长期股权投资	2488.45	2488.45	2488.45	2488.45	EBITDA 增长率	5.70%	-2.71%	70.26%	11.12%
投资性房地产	6302.37	6302.37	6302.37	6302.37	获利能力				
固定资产和在建工程	1233.06	1152.95	1072.85	992.74	毛利率	8.02%	6.51%	8.36%	8.29%
无形资产和开发支出	621.19	573.95	526.71	479.47	三费率	3.15%	2.84%	3.29%	3.29%
其他非流动资产	8674.63	8631.97	8589.30	8546.64	净利率	2.71%	1.84%	2.77%	2.76%
资产总计	126424.58	148268.70	168996.00	185504.89	ROE	12.10%	10.87%	16.26%	15.54%
短期借款	3044.12	9101.52	11517.46	10963.95	ROA	3.12%	2.62%	4.03%	4.06%
应付和预收款项	47130.87	58376.09	67401.66	75145.23	ROIC	8.94%	7.72%	11.98%	11.74%
长期借款	17135.18	18481.18	19506.18	20393.18	EBITDA/销售收入	4.14%	2.77%	4.05%	4.06%
其他负债	26485.27	26590.70	28655.49	30530.39	营运能力				
负债合计	93795.44	112549.49	127080.78	137032.74	总资产周转率	1.29	1.54	1.55	1.54
股本	2835.20	2835.20	2835.20	2835.20	固定资产周转率	130.12	187.71	234.92	282.47
资本公积	2478.07	2478.07	2478.07	2478.07	应收账款周转率	47.85	52.82	47.75	46.91
留存收益	15985.48	18501.90	22756.07	27076.22	存货周转率	2.21	3.02	3.04	3.01
归属母公司股东权益	21521.22	23815.17	28069.34	32389.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.13%	—	—	—
少数股东权益	11107.92	11904.03	13845.87	16082.66	资本结构				
股东权益合计	32629.14	35719.21	41915.21	48472.15	资产负债率	74.19%	75.91%	75.20%	73.87%
负债和股东权益合计	126424.58	148268.70	168996.00	185504.89	带息债务/总负债	32.60%	33.75%	32.59%	30.47%
					流动比率	1.65	1.57	1.57	1.59
					速动比率	0.71	0.73	0.74	0.75
					股利支付率	9.93%	18.49%	12.67%	18.40%
					每股指标				
					每股收益	1.01	1.09	1.72	1.87
					每股净资产	7.59	8.40	9.90	11.42
					每股经营现金	-1.71	2.71	0.24	1.19
					每股股利	0.10	0.20	0.22	0.34
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	6021.67	5858.58	9974.71	11084.15					
PE	11.06	9.86	6.25	5.75					
PB	1.41	1.28	1.08	0.94					
PS	0.21	0.14	0.12	0.11					
EV/EBITDA	4.56	3.41	2.00	1.59					
股息率	0.93%	1.87%	2.03%	3.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn