

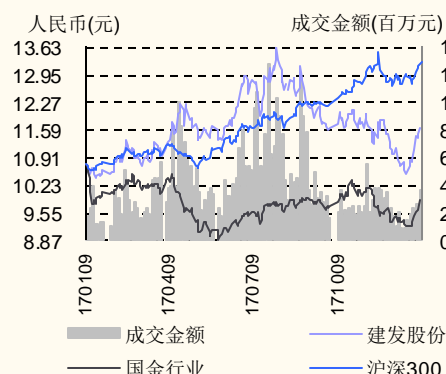
建发股份 (600153.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 11.79 元

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)	33,427.01
年内股价最高最低(元)	13.66/10.39
沪深 300 指数	4160.16
上证指数	3409.48

**相关报告**

- 1.《大宗市场回暖促供应链业务高增长, 房产销售出现分化-建发股份公...》, 2017.8.20
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《双主业稳健发展, 估值优势明显-建发股份公司点评》, 2017.1.19

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

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

地产业务进入结算周期, 低估值优选标的**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	1.158	1.385	1.551
每股净资产(元)	6.73	7.59	8.42	9.30	10.25
每股经营性现金流(元)	2.02	-1.73	0.28	3.12	2.10
市盈率(倍)	18.58	10.63	10.18	8.51	7.60
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%	14.97%	19.66%	11.99%
净资产收益率(%)	13.83%	13.26%	13.75%	14.89%	15.13%
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

事件

- 低估值标的, 自 12 月底已上涨超过 15%, 重申推荐逻辑。

经营分析

- **一二线房地产销售或将反弹, 2018 年进入结算高峰期:** 2017H1 一二线城市政策收紧, 三四线城市成交量增幅明显。子公司中, 主要布局一二线城市的建发房产销售面积同比减少 18.8%, 销售单价同比下降 23%, 2018 年由于政策边际效应递减, 一二线或将见底反弹; 主要布局三四线城市的联发集团销售面积同比增加 40%, 销售单价同比上涨 13%; 另外, 截止 2017H1 公司预收售房款达到 257 亿元, 相比 2016 年底增加 68 亿元, 预计将进入确认收入结算周期, 提高地产业务业绩增速。
- **服务能力提高, 大宗持续上行利好供应链业务:** 伴随 1) 16 年以来大宗回暖持续, 钢材和铁矿石价格指数上涨超过 120%和 60%; 2) 供给侧改革不断深化, 上游行业的集中度逐步提升, 公司采取大客户战略, 并在行业下行周期积累业务量, 使得供应链业务增幅显著。2017H1 钢材和纸浆销量同比增长 43%和 22%。并且公司供应链业务开始追求服务质量提升, 从传统赚取差价转型, 帮助客户整合购销、金融、物流、信息等供应链要素, 兑现供应链服务价值, 对大宗商品价格波动敏感性下降, 毛利率稳定在 3.5%左右。
- **一级土地开发或提升短期盈利能力, 低估值具有安全边际:** 截至 2017H1, 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。另外公司估值优势显著, 若供应链及地产业务分开估值, 供应链业务按 PE20 倍, 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 440 亿元, 公司目前市值约 334 亿元, 有超过 30%市场空间。

投资建议

- 大宗行情持续, 服务能力提高利好供应链业务显著增长; 地产业务进入结算周期, 一级土地开发或提升盈利能力; 未来三年利润增速 15%左右, 估值安全边际显著; 预测公司 17-19 年 EPS 分别为 1.16/1.39/1.55 元, 对应 PE 分别为 10/9/8 倍, 维持“买入”评级 (盈利预测未考虑一级土地开发收益)。

风险提示

- 大宗商品价格大幅波动影响供应链业务需求; 房地产调控政策趋严对销售产生不利影响; 一级土地开发业务利润具有不确定性。

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	192,479	222,493	248,762
增长率		5.9%	13.7%	32.2%	15.6%	11.8%
主营业务成本	-110,779	-115,739	-133,916	-177,828	-205,389	-229,793
%销售收入	91.6%	90.4%	92.0%	92.4%	92.3%	92.4%
毛利	10,146	12,350	11,675	14,652	17,104	18,968
%销售收入	8.4%	9.6%	8.0%	7.6%	7.7%	7.6%
营业税金及附加	-2,405	-3,344	-2,516	-3,272	-3,782	-4,229
%销售收入	2.0%	2.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-3,077	-3,625	-3,770	-5,004	-5,785	-6,468
%销售收入	2.5%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-278	-317	-336	-423	-489	-547
%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	5,952	7,047	7,724
%销售收入	3.6%	4.0%	3.5%	3.1%	3.2%	3.1%
财务费用	-305	-452	-480	-949	-1,117	-1,100
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%
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%	13.6%	11.7%	10.6%
营业利润	4,606	4,932	5,186	5,803	6,730	7,424
营业利润率	3.8%	3.9%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%
营业外收支	77	92	107	100	100	100
税前利润	4,684	5,024	5,293	5,903	6,830	7,524
利润率	3.9%	3.9%	3.6%	3.1%	3.1%	3.0%
所得税	-1,309	-1,460	-1,343	-1,476	-1,707	-1,881
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	4,427	5,122	5,643
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	3,282	3,927	4,398
净利率	2.1%	2.1%	2.0%	1.7%	1.8%	1.8%

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	4,427	5,122	5,643
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	173	342	338
营运资金变动	-3,844	2,189	-8,615	-4,108	3,031	-461
经营活动现金净流	-502	5,731	-4,916	792	8,851	5,949
资本开支	-607	-170	-480	-520	-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	79	111	68
股权募资	3,245	255	4,341	0	0	0
债权募资	880	-2,721	12,797	313	-6,304	-999
其他	-3,175	-1,320	-3,866	-2,128	-2,659	-2,939
筹资活动现金净流	950	-3,785	13,272	-1,816	-8,963	-3,938
现金净流量	-435	3,069	799	-945	0	2,079

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	10,000	10,000	12,079
应收账款	7,174	6,297	13,279	17,481	19,598	21,230
存货	56,697	59,176	61,312	73,080	75,966	81,844
其他流动资产	12,171	10,562	21,569	24,470	27,221	29,621
流动资产	82,685	85,811	107,105	125,031	132,784	144,775
%总资产	88.4%	86.3%	84.7%	86.3%	86.7%	87.5%
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%	0.9%	0.9%	0.9%
无形资产	825	947	1,048	1,351	1,418	1,476
非流动资产	10,838	13,622	19,320	19,871	20,304	20,707
%总资产	11.6%	13.7%	15.3%	13.7%	13.3%	12.5%
资产总计	93,523	99,433	126,425	144,902	153,088	165,481
短期借款	10,528	5,454	7,692	9,804	4,500	4,490
应付款项	39,900	43,127	51,097	65,368	75,532	84,476
其他流动负债	3,027	5,278	6,069	6,426	7,031	7,534
流动负债	53,456	53,859	64,859	81,597	87,063	96,500
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	10,050	9,065	8,078
负债	71,344	72,763	93,795	108,782	113,263	121,714
普通股股东权益	17,073	19,095	21,521	23,868	26,378	29,075
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	144,902	153,088	165,481

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.884	0.932	1.007	1.158	1.385	1.551
每股净资产	6.022	6.735	7.591	8.418	9.304	10.255
每股经营现金净流	-0.177	2.021	-1.734	0.279	3.122	2.098
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%	13.75%	14.89%	15.13%
总资产收益率	2.68%	2.66%	2.26%	2.27%	2.57%	2.66%
投入资本收益率	6.41%	7.19%	5.52%	6.12%	7.51%	7.90%
增长率						
主营业务收入增长率	18.48%	5.92%	13.66%	32.21%	15.59%	11.81%
EBIT增长率	-1.13%	15.44%	-0.21%	17.79%	18.40%	9.62%
净利润增长率	-6.90%	5.35%	8.08%	14.97%	19.66%	11.99%
总资产增长率	16.84%	6.32%	27.15%	14.62%	5.65%	8.10%
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	150.0	135.0	130.0
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	2.1	1.7	1.5
偿债能力						
净负债/股东权益	90.41%	48.68%	73.98%	72.52%	49.95%	38.41%
EBIT利息保障倍数	14.4	11.2	10.5	6.3	6.3	7.0
资产负债率	76.28%	73.18%	74.19%	75.07%	73.99%	73.55%

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
	2	3	3	12	22
	0	1	1	3	11
	0	0	0	1	2
	0	0	0	0	0
	1.00	1.25	1.25	1.31	1.43

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	2016-09-18	买入	11.11	14.00~15.00
2	2017-01-19	买入	10.39	N/A
3	2017-04-12	买入	11.67	N/A
4	2017-05-02	买入	12.14	N/A
5	2017-07-10	买入	12.81	15.00~17.00
6	2017-08-30	买入	13.20	N/A

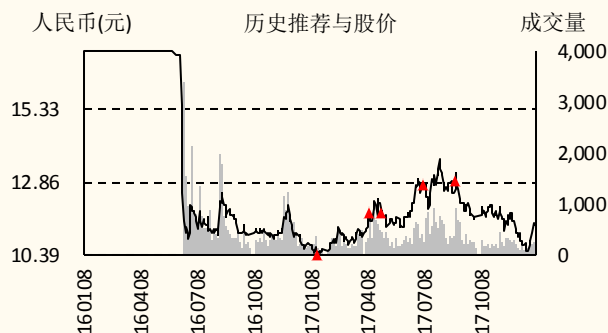
来源：国金证券研究所

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



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH