

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

**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

1,400 来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 低估值标的，自12月底部已上涨超过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。

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

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		5.9%	13.7%	32.2%	15.6%	11.8%	应收账款	6,643	9,776	10,945	10,000	10,000
主营业务成本	-110,779	-115,739	-133,916	-177,828	-205,389	-229,793	存货	7,174	6,297	13,279	17,481	19,598
%销售收入	91.6%	90.4%	92.0%	92.4%	92.3%	92.4%	其他流动资产	56,697	59,176	61,312	73,080	75,966
毛利	10,146	12,350	11,675	14,652	17,104	18,968	流动资产	12,171	10,562	21,569	24,470	27,221
%销售收入	8.4%	9.6%	8.0%	7.6%	7.7%	7.6%	%总资产	88.4%	86.3%	84.7%	86.3%	86.7%
营业税金及附加	-2,405	-3,344	-2,516	-3,272	-3,782	-4,229	长期投资	7,956	10,384	15,316	15,517	15,716
%销售收入	2.0%	2.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	1,197	1,133	1,233	1,254	1,420
营业费用	-3,077	-3,625	-3,770	-5,004	-5,785	-6,468	%总资产	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
%销售收入	2.5%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	无形资产	825	947	1,048	1,351	1,418	
管理费用	-278	-317	-336	-423	-489	-547	非流动资产	10,838	13,622	19,320	19,871	20,304
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	%总资产	11.6%	13.7%	15.3%	13.7%	13.3%	
息税前利润(EBIT)	4,386	5,064	5,053	5,952	7,047	7,724	资产总计	93,523	99,433	126,425	144,902	153,088
%销售收入	3.6%	4.0%	3.5%	3.1%	3.2%	3.1%	负债	71,344	72,763	93,795	108,782	113,263
财务费用	-305	-452	-480	-949	-1,117	-1,100	普通股股东权益	17,073	19,095	21,521	23,868	26,378
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	少数股东权益	5,106	7,575	11,108	12,253	13,448
资产减值损失	3	-342	-178	0	0	0	负债股东权益合计	93,523	99,433	126,425	144,902	153,088
公允价值变动收益	-39	50	0	0	0	0	165,481					
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						
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						
股权筹资	3,245	255	4,341	0	0	0						
债权筹资	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						

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	1	3	11
0	0	0	0	1	2
0	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