

Q1 业绩超预期，全年高增长可期

投资要点

- **事件：**公司发布2018年一季报，2018年Q1实现营收486.3亿元，同比增长24.7%；实现归母净利润5.8亿元，同比增长37.6%；实现扣非后净利润4.5亿元，同比增长30.3%。
- **Q1业绩超预期，供应链业务板块和联发集团贡献突出。**报告期内，公司在供应链板块主要大宗商品价格下滑的情况下，继续拓展市场，优化客户结构，主要大宗商品销售量仍保持较高增速，我们预计报告期内，供应链板块贡献的利润占比接近或超过40%。联发集团继续发力，Q1结算情况超出预期，我们预计联发集团此次对公司的业绩贡献较为突出，利润占比接近或超过50%。报告期内，建发房地产业绩贡献相对逊色，我们认为主要是因为建发房产Q1结算情况同比持平以及一级土地项目招拍挂进程有所延缓。目前来看，两个房产子公司Q1拿地支出较多，销售情况同比增速较快，为后期结算收入的大幅增长奠定基础。
- **净利率同比略有提升，会计政策有变更。**报告期内，公司毛利率略提升0.13个百分点，净利润率同比提升0.09个百分点，达到1.36%，投资收益大增和资产减值损失减少是主要原因。

其中投资收益大幅增长156.3%，主要是套期保值的商品期货平仓收益大幅增加以及子公司建发房产收取联营企业的资金拆借利息增加所致，建发房产财务费用和投资收益增加金额相当，原因是对合作项目的投入收取的资金占用费增加投资收益，同时这部分投入金额主要是来自于借款等融资，相应确认入财务费用的利息支出也增加。

其中资产减值损失同比大减64.9%，主要是存货跌价准备和坏账准备计提减少所致，存货跌价准备计提减少与公司本次公告的期货会计政策变更有关系，公司商品期货套期业务的会计政策变更，变更前，套期工具利得或损失直接计入当期损益，变更后，套期工具公允价值变动形成的利得或损失计入当期损益。如果按照旧的会计政策，我们预计需多计提减值损失3000万左右。适用新的会计政策后，公司2018Q1净利润不受影响，但会减少非经常性损益3000多万，会计上不需要追溯调整去年一季度，详细拆分得到，2017Q1非经常性损益中包含了2900万。

- **盈利预测与评级。**预计2018-2020年EPS分别为1.36元、1.60元、1.84元，给予公司2018年11倍估值，对应目标价14.96元，维持“买入”评级。
- **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。

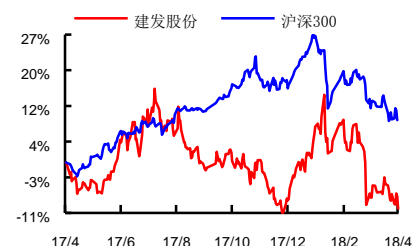
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	218601.58	247216.14	284643.55	329449.47
增长率	50.15%	13.09%	15.14%	15.74%
归属母公司净利润（百万元）	3330.86	3853.20	4533.90	5222.09
增长率	16.68%	15.68%	17.67%	15.18%
每股收益EPS（元）	1.17	1.36	1.60	1.84
净资产收益率ROE	11.03%	10.15%	11.90%	12.42%
PE	9	8	7	6
PB	1.33	1.18	1.03	0.91

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)	10.5-13.66
总市值(亿元)	307.05
总资产(亿元)	2,062.85
每股净资产(元)	8.53

相关研究

1. 建发股份(600153):供应链地产齐发力，未来增速可期 (2018-04-17)
2. 建发股份(600153):供应链业务持续发力，地产业务放量可期 (2017-12-15)
3. 建发股份(600153):Q3延续高增长，全年业绩可期 (2017-11-01)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	218601.58	247216.14	284643.55	329449.47	净利润	4825.66	4846.79	6341.12	7428.29
营业成本	204549.79	231311.81	266412.31	309353.77	折旧与摊销	476.66	140.05	140.05	140.05
营业税金及附加	1971.37	2224.95	2561.79	2965.05	财务费用	1242.61	1651.59	1438.17	1171.65
销售费用	4961.22	5685.97	6262.16	6753.71	资产减值损失	764.91	556.00	650.00	600.00
管理费用	344.58	494.43	569.29	658.90	经营营运资本变动	-23378.53	13093.84	-8472.48	-9940.06
财务费用	1242.61	1651.59	1438.17	1171.65	其他	-2519.10	-1464.64	-2352.36	-2376.88
资产减值损失	764.91	556.00	650.00	600.00	经营活动现金流净额	-18587.79	18823.64	-2255.49	-2976.94
投资收益	1815.20	994.00	1569.00	1776.00	资本支出	-177.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-9.73	50.00	0.00	45.00	其他	-3212.63	1652.40	1569.00	1821.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3390.04	1652.40	1569.00	1821.00
营业利润	6626.06	6335.38	8318.83	9767.38	短期借款	4170.25	-7214.37	0.00	0.00
其他非经营损益	-9.04	127.00	136.00	137.00	长期借款	8880.16	1346.00	1025.00	887.00
利润总额	6617.01	6462.38	8454.83	9904.38	股权融资	-40.67	0.00	0.00	0.00
所得税	1791.35	1615.60	2113.71	2476.10	支付股利	0.00	-666.17	-770.64	-906.78
净利润	4825.66	4846.79	6341.12	7428.29	其他	12805.69	-7998.53	-1438.17	-1171.65
少数股东损益	1494.81	993.59	1807.22	2206.20	筹资活动现金流净额	25815.43	-14533.08	-1183.81	-1191.43
归属母公司股东净利润	3330.86	3853.20	4533.90	5222.09	现金流量净额	3847.28	5942.96	-1870.31	-2347.37
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	16439.87	22382.84	20512.53	18165.16	成长能力				
应收和预付款项	39253.69	43888.84	51082.61	59192.66	销售收入增长率	50.15%	13.09%	15.14%	15.74%
存货	86499.06	80823.77	93242.31	108227.70	营业利润增长率	27.78%	-4.39%	31.31%	17.41%
其他流动资产	7607.97	6194.08	7111.05	8208.80	净利润增长率	22.18%	0.44%	30.83%	17.14%
长期股权投资	2828.89	2828.89	2828.89	2828.89	EBITDA 增长率	38.59%	-2.62%	21.78%	11.94%
投资性房地产	7968.12	7968.12	7968.12	7968.12	获利能力				
固定资产和在建工程	1379.70	1318.39	1257.08	1195.77	毛利率	6.43%	6.43%	6.40%	6.10%
无形资产和开发支出	639.81	602.33	564.85	527.37	三费率	3.00%	3.17%	2.91%	2.61%
其他非流动资产	12678.02	12636.76	12595.50	12554.24	净利率	2.21%	1.96%	2.23%	2.25%
资产总计	175295.15	178644.03	197162.94	218868.70	ROE	11.03%	10.15%	11.90%	12.42%
短期借款	7214.37	0.00	0.00	0.00	ROA	2.75%	2.71%	3.22%	3.39%
应付和预收款项	54903.51	64271.62	73526.24	84558.51	ROIC	9.78%	9.25%	11.43%	10.91%
长期借款	26015.34	27361.34	28386.34	29273.34	EBITDA/销售收入	3.82%	3.29%	3.48%	3.36%
其他负债	43424.74	39272.59	41941.40	45206.38	营运能力				
负债合计	131557.97	130905.55	143853.99	159038.24	总资产周转率	1.45	1.40	1.51	1.58
股本	2835.20	2835.20	2835.20	2835.20	固定资产周转率	172.81	185.62	224.03	272.45
资本公积	2437.40	2437.40	2437.40	2437.40	应收账款周转率	67.33	62.88	58.64	60.25
留存收益	18170.78	21357.81	25121.07	29436.37	存货周转率	2.76	2.76	3.06	3.07
归属母公司股东权益	23622.71	26630.41	30393.67	34708.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.58%	—	—	—
少数股东权益	20114.48	21108.07	22915.29	25121.49	资本结构				
股东权益合计	43737.18	47738.48	53308.96	59830.46	资产负债率	75.05%	73.28%	72.96%	72.66%
负债和股东权益合计	175295.15	178644.03	197162.94	218868.70	带息债务/总负债	38.09%	33.80%	31.47%	29.02%
					流动比率	1.79	1.87	1.83	1.79
					速动比率	0.75	0.89	0.84	0.79
					股利支付率	0.00%	17.29%	17.00%	17.36%
					每股指标				
					每股收益	1.17	1.36	1.60	1.84
					每股净资产	8.33	9.39	10.72	12.24
					每股经营现金	-6.56	6.64	-0.80	-1.05
					每股股利	0.00	0.23	0.27	0.32
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	8345.33	8127.03	9897.06	11079.09					
PE	9.43	8.15	6.93	6.02					
PB	1.33	1.18	1.03	0.91					
PS	0.14	0.13	0.11	0.10					
EV/EBITDA	4.19	2.09	2.01	2.09					
股息率	0.00%	2.12%	2.45%	2.89%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	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	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn