

## 供应链

## 双主业共振，未来放量增长可期

2020 年 08 月 25 日

——建发股份（600153.SH）深度研究报告

### 公司评级：增持（首次）

分析师：陈建生

执业证书号：S1030519080002

电话：0755-23602373

邮箱：Chenjs2@csc.com.cn

研究助理：李时樟

邮箱：lisz@csc.com.cn

### 公司具备证券投资咨询业务资格

建发股份（600153.SH）与沪深 300 对比表现



#### 核心观点：

- 1) 公司主营业务为大宗商品供应链服务与房地产开发投资。公司大宗商品供应链业务涉及品种丰富，其中铁矿石、钢铁、纸浆为主要经营品种，占营收比重接近 7 成。地产板块通过子公司建发房产及联发房产开展业务，差异化布局实现协同效应。2019 年公司实现营业收入 3372 亿元，同比增长 20.28%，供应链板块是主要业绩增长驱动力。
- 2) 线上化产销平台搭建，提供林浆纸一体化服务。公司是国内最大的林浆纸供应商，通过对原材料采购、产成品分销渠道、物流仓储资源的有效整合，打通全产业链商品流转，提供林浆纸一体化全流程服务。另外设立线上销售平台纸源网，提供全流程信息化服务体系实现 O2O 渠道搭建，赋能全产业链。
- 3) 规模优势构筑“铁矿石-钢铁”供应链核心竞争力。“铁矿石-钢铁”产业链市场空间大，竞争激烈，公司通过自身规模优势、渠道优势以及资金优势构筑盈利护城河，不断提升市场占有率。公司拥有优质的上下游客户资源，均属于行业龙头企业，通过大客户、大规模、大体量支撑营业收入的快速增长。
- 4) 差异化布局一二线城市，地产板块有望再上新台阶。公司作为福建地区头部地产企业，2019 年实现合同销售金额 995 亿元，有望在 2020 年实现千亿关口突破。公司目前投资开发规模维持高位，存货储备丰富，预售房款对营收覆盖率超 150%，未来业绩增长确定性进一步增强。
- 5) 盈利预测与投资评级。根据盈利预测，公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.21 元/2.67 元/3.05 元，对应市盈率为 4.35 倍/3.60 倍/3.16 倍。公司 2020 市盈率低于同行业平均水平，考虑公司是国内大宗商品供应链头部企业，同时也是福建省龙头地产开发商，首次覆盖给予“增持”评级。
- 6) 风险提示。公允价值变动大于预期；地产销售业绩不及预期；海外疫情不受控制；

公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	27200
流通市值（百万）	27200
总股本（百万股）	2835
流通股本（百万股）	2835
日均成交额（百万）	159
近一个月换手（%）	13.51
第一大股东	厦门市国资委
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	337239	415107	497672	578991
收入同比	20.28%	23.09%	19.89%	16.34%
净利润（百万元）	7963	10683	12913	14726
净利润同比	4.35%	34.15%	20.87%	14.05%
毛利率	6.54%	6.78%	6.65%	6.46%
净利率	2.36%	2.57%	2.59%	2.54%
EPS（元）	1.65	2.21	2.67	3.05
PE（倍）	5.84	4.35	3.60	3.16

# 目录

<b>一、大宗商品供应链服务与房地产业务双核驱动 .....</b>	<b>4</b>
1.1 供应链+地产双主线并进 .....	4
1.2 同业比较，公司经营成果表现优异 .....	6
1.3 股权脉络清晰，运营主体切分明确 .....	7
<b>二、线上化产供销平台搭建，提供林浆纸一体化服务 .....</b>	<b>9</b>
2.1 上游：围绕核心纸厂提供原材料供应 .....	9
2.2 下游：科技赋能供应链，O2O 模式发力拓展销售渠道 .....	11
<b>三、规模优势构筑“铁矿石-钢铁”供应链核心竞争力 .....</b>	<b>14</b>
3.1 “铁矿石-钢铁”板块作为供应链核心业务 .....	14
3.2 我国“铁矿石-钢铁”市场规模大，行业集中度低 .....	14
3.3 我国钢铁产销地集中，主要集中在东部沿海城市 .....	16
3.4 围绕钢铁企业构建上下游全产业链服务 .....	18
<b>四、差异化布局一二线城市，地产板块有望再上新台阶 .....</b>	<b>20</b>
4.1 销售端：存货储备与预售覆盖率双因素共振助力营收增长 .....	20
4.2 开发端：2019 年以去库存基调为主，合理控制开发投资进度 .....	22
4.3 土储端：逐渐加快拿地节奏，补齐一二线城市土储短板 .....	23
<b>五、盈利预测及投资评级 .....</b>	<b>26</b>
5.1 关键假设 .....	26
5.2 盈利预测 .....	27
5.3 投资评级 .....	28
<b>六、风险提示 .....</b>	<b>28</b>
6.1 公允价值变动损益大于预期 .....	28
6.2 地产销售不达预期 .....	28
6.3 海外疫情不受控制 .....	29
<b>七、附表 .....</b>	<b>30</b>

## 图表目录

Figure 1	建发股份主营业务板块及各板块细分领域 .....	4
Figure 2	分板块营业收入明细 (亿元) .....	4
Figure 3	2019 年各细分板块营业收入占比 (%) .....	4
Figure 4	分板块毛利明细 (亿元) .....	5
Figure 5	分板块毛利率明细 (%) .....	5
Figure 6	利润变动受非经常性损益影响较小 (亿元) .....	5
Figure 7	套保公允价值损益及供应链净利润变动 (亿元) .....	5
Figure 8	综合净利率及分板块净利率明细 (%) .....	6
Figure 9	建发股份三费变化波动较小 (%) .....	6
Figure 10	供应链企业按是否参与货物买卖进行分类 .....	6
Figure 11	可比供应链上市公司营收变化 (亿元) .....	7
Figure 12	可比供应链上市公司毛利率变化 (%) .....	7
Figure 13	建发股份股权关系图 .....	8
Figure 14	建发纸业国内外原材料采购渠道 .....	9
Figure 15	国内纸浆自给率约占 7 成 (万吨) .....	10
Figure 16	国内纸浆生产以废纸再利用为主 (万吨) .....	10
Figure 17	木浆造纸工艺流程图 .....	10
Figure 18	我国纸及纸制品产销量 (万吨) .....	11
Figure 19	我国纸制品分地区产量 (%) .....	11
Figure 20	2019 年纸及纸板产量 100 万吨以上的省 (区、市) (万吨、%) .....	11
Figure 21	纸产品国内营销网点布局 .....	12
Figure 22	未涂布印刷纸、白板纸、箱板纸、瓦楞原纸为纸产品下游主要消费品种 .....	12
Figure 23	钢铁-铁矿石营业收入变化情况 (亿元, %) .....	14
Figure 24	铁矿石-钢铁毛利率变化 (%) .....	14
Figure 22	全球主要铁矿石产地出口数据 (万吨) .....	15
Figure 23	中国是全球最大的铁矿石进口国 (百万吨) .....	15
Figure 24	2019 世界粗钢产量分布 (%) .....	15
Figure 25	2019 世界成品钢消费分布 (%) .....	15
Figure 26	2019 年国内各省粗钢铁产量占比分布热图 (%) .....	16
Figure 27	2019 年世界前 50 钢铁厂分布 (万吨) .....	16
Figure 28	钢铁下游消费情况 (%) .....	17
Figure 29	围绕核心钢厂构建全产业链服务 .....	18
Figure 30	建发股份优质的客户渠道资源 .....	19
Figure 31	公司融资明细 (万元, %, 年) .....	19
Figure 32	建发及联发合计合同销售金额 (亿元, %) .....	20
Figure 33	建发及联发合计合同销售面积 (万平米, %) .....	20
Figure 34	全国商品房销售额累计同比增速 (%) .....	20
Figure 35	全国商品房销售面积累计同比增速 (%) .....	20
Figure 36	可供出售面积有所下滑 (万平米, %) .....	21
Figure 37	剩余可供出售面积 (万平米, %) .....	21
Figure 38	预收售房款对营收覆盖率不断提高 (亿元, %) .....	21
Figure 39	高均价楼盘持续放量 (亿元, 万平方, %) .....	21
Figure 40	在建项目建筑面积 (万平米, %) .....	22

Figure 41	已竣工项目建筑面积增长显著（万平米，%） .....	22
Figure 42	全国房屋在建面积累计同比增速（%） .....	22
Figure 43	全国房屋竣工面积累计同比增速（%） .....	22
Figure 44	新开工建筑面积出现负增长（万平米，%） .....	23
Figure 45	新开工项目一二线城市占比下滑（万平米，%） .....	23
Figure 46	土地储备规模整体维持稳定（万平米，%） .....	24
Figure 47	一二线城市土储占比有所下滑（万平米，%） .....	24
Figure 48	2019 年待开发土地城市分布（万平米） .....	24
Figure 49	全国土地购置累计面积及成交价款累计同比变动（%） .....	25
Figure 50	2020 上半年建发房产及联发房产拿地明细（万 m <sup>2</sup> ，亿元，%） .....	25
Figure 51	公司收入预测（单位：百万元） .....	26
Figure 52	公司各板块业务毛利率假设（%） .....	27
Figure 53	公司期间费用率假设（%） .....	27
Figure 54	P/E (TTM) Band .....	28
Figure 56	利润表（百万元） .....	30
Figure 57	财务比率分析（%） .....	30

## 一、大宗商品供应链服务与房地产业务双核驱动

### 1.1 供应链+地产双主线并进

公司主营业务为提供大宗商品供应链服务及地产开发。厦门建发股份有限公司由厦门建发集团公司独家发起设立，1998 年 6 月在上交所挂牌上市。公司双线布局供应链服务及房地产开发两大领域，其中供应链板块主要通过上下游商流、信息流、资金流及物流整合赚取增值服务费，房地产板块主要依托建发房产与联发房产两个全资子公司作为运营主体开展地产开发业务。

Figure 1 建发股份主营业务板块及各板块细分领域

板块业务分类	涉及细分领域
供应链板块	金属材料行业、浆纸行业、农副产业、矿产业、能源化工行业、机电行业、轻纺业、食品行业、汽车行业
房地产板块	住宅地产开发、商业地产开发、土地一级开发、工程代建、物业租赁和物业管理等

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

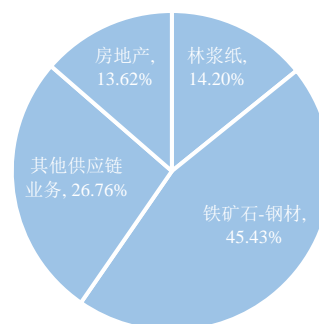
2019 年公司实现营业收入 3372 亿元，供应链板块是业绩增长核心驱动力。近四年公司营业收入 CAGR 为 32.31%，分业务看，供应链业务营收 CAGR 为 35.68%，房地产开发业务营收 CAGR 为 14.79%。2019 年供应链业务实现营收 2870 亿元，房地产业务实现营收 459 亿元。供应链业务增长强劲主要原因在于：1. 多元化产品线布局，行业覆盖范围广，新拓展环保、医疗、文化、信息及新能源汽车行业供应链服务；2. 响应国家“一带一路”号召积极开拓海外市场，进军东南亚及东欧市场；3. 加快资产周转速率，提升经营质量。

Figure 2 分板块营业收入明细（亿元）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 2019 年各细分板块营业收入占比（%）

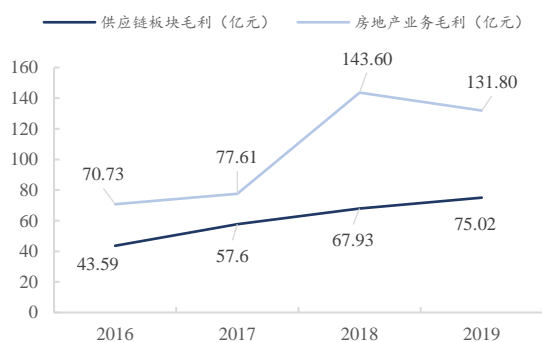


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2019 年公司地产板块及供应链板块毛利率双降。分板块看，地产板块毛利率

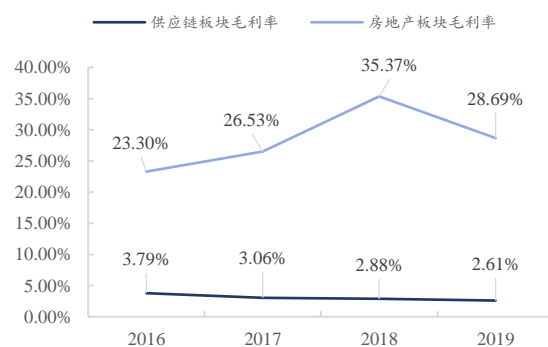
下滑的主要原因是受地产周期下行及政策收紧，楼盘限价与土地价格上涨导致；供应链板块毛利率逐年下滑，主要原因在于公司目标客群由分散的中小企业逐渐转向大型制造企业，上下游客户议价能力的提升对毛利率水平有一定的冲击。

Figure 4 分板块毛利明细（亿元）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

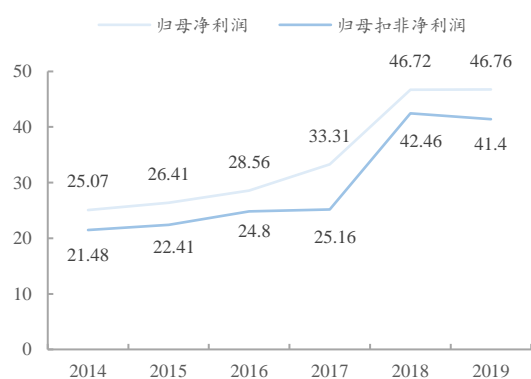
Figure 5 分板块毛利率明细（%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

归母扣非净利润受非经常性损益影响较小，套保业务损益对净利润影响程度较小。公司近 5 年来归母扣非净利润与归母净利润之间的差额未出现较大程度波动，非经常性损益平均维持在 4 亿左右水平，主营业务盈利能力增长稳健。公司充分且合理运用套期保值工具对冲大宗商品价格波动，严格把控风险，旨在为上下游客户提供低价格高质量产品，不存在投机倾向。从经营数据上来看，公司套期保值带来的公允价值损益对供应链业务净利润占比逐年减小，套期保值工具运用合理得当，风险可控。

Figure 6 利润变动受非经常性损益影响较小（亿元）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 7 套保公允价值损益及供应链净利润变动（亿元）



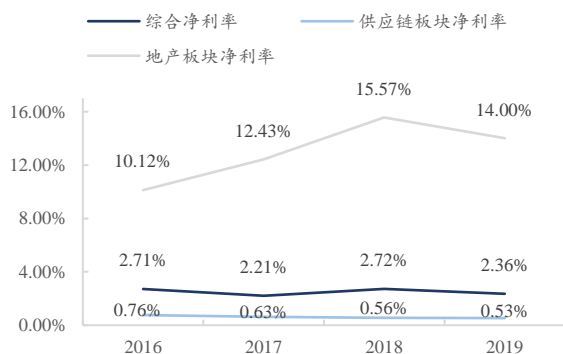
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

**综合净利率小幅波动。**公司近年来综合净利率呈现小幅波动，2019 年综合净利率为 2.36%。分版块看：供应链业务平均净利率维持在千分之六左右，呈现微弱的下滑趋势，2019 年供应链业务净利率为 0.53%，高于行业 0.5% 平均水平；地产板块净利率水平较高，平均净利率维持在 13%，显著高于地产行业净



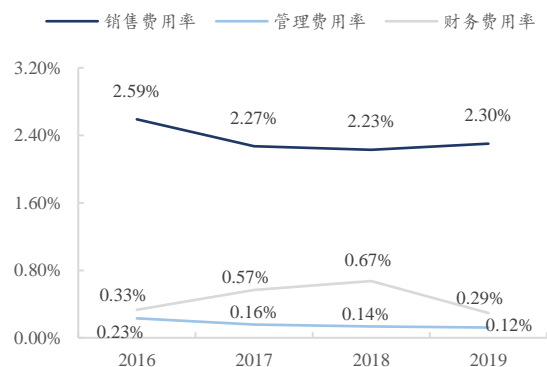
利率 10% 平均水平。三费方面，销售费用与管理费用控制得当，整体呈现下降趋势，财务费用下降幅度较大，主要原因是公司地产板块拿地节奏放缓及开发投资趋向谨慎，整体融资规模下降导致财务费用下降。

Figure 8 综合净利率及分板块净利率明细 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 9 建发股份三费变化波动较小 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## 1.2 同业比较，公司经营成果表现优异

公司属于大宗商品贸易型供应链企业。依照是否参与货物买卖作为标准，我们将市场上供应链企业进行一个划分，主要可以分为以下两种类型：1. 贸易型供应链企业，该类型供应链企业直接参与货物买卖；2. 服务型供应链企业，不参与实质货物买卖，只在商品流转的特定环节提供劳务输出。贸易型供应链企业中专注于大宗商品类型的企业有建发股份、厦门象屿、厦门国贸、物产中大、上海物贸、瑞茂通等。根据业务规模作为参照标准，我们挑选厦门象屿、厦门国贸及物产中大三家公司作为对标参照进行比较。

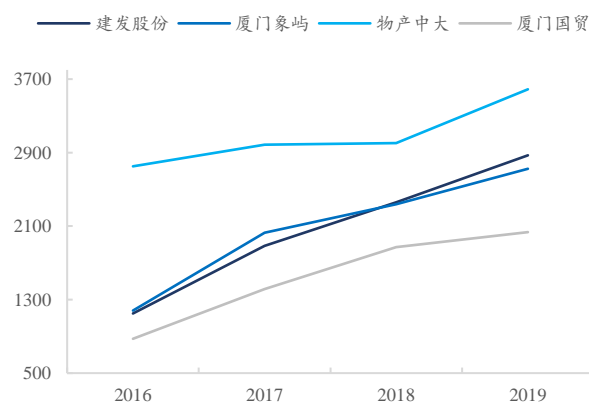
Figure10 供应链企业按是否参与货物买卖进行分类

类别	公司	服务行业
贸易型供应链企业	建发股份	纸浆、钢铁、煤矿
	厦门象屿	农业、化工、汽车零配件
	厦门国贸	钢铁、有色金属、化工
	物产中大	煤炭、钢铁
	上海物贸	汽车零配件、化工
	瑞茂通	石油化工、焦煤、焦炭
	怡亚通	大快消、3C、家电
	东方嘉盛	IT
服务型供应链企业	嘉诚国际	家电
	飞力达	IT
	原尚股份	汽车零配件
	联明股份	汽车零配件
	普路通	IT

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

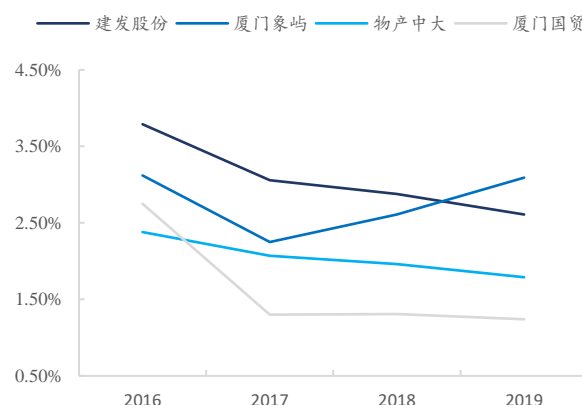
行业龙头企业规模不断提升，毛利率水平呈现下滑趋势。厦门国贸与建发股份均涉及地产板块业务，该部分营收数据已剔除，图表数据仅代表供应链板块业务数据。通过对比发现，建发股份、厦门象屿、物产中大及厦门国贸营收规模不断提升，未来大宗商品供应链行业集中度将进一步提升，资金优势、渠道优势及规模优势将作为大宗商品供应链企业核心竞争力。大宗商品标准化程度高，流转过程中附加价值较小，因此整体毛利率偏低。虽然市场整体毛利率呈现下行趋势，但是相较之下建发股份毛利率水平始终保持一定优势。厦门象屿毛利率水平上升的主要原因在于 2017 年将子公司象道物流实现并表，并表后其高毛利物流业务（23%）增长带动综合毛利率上升。

Figure 11 可比供应链上市公司营收变化（亿元）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 12 可比供应链上市公司毛利率变化（%）



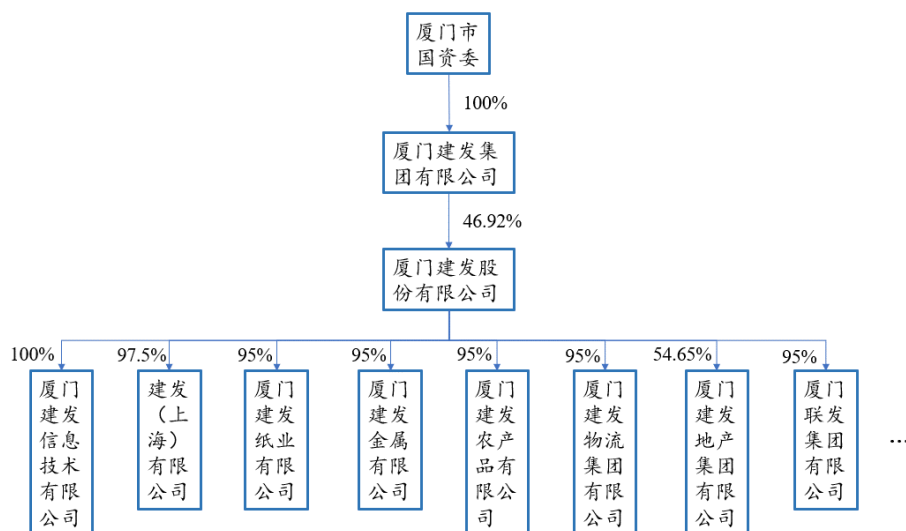
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### 1.3 股权脉络清晰，运营主体切分明确

**建发股份有限公司实际控制人为国资委。**厦门市国资委作为公司第一大股东，通过 100% 持有建发集团有限公司，间接持有建发股份有限公司 46.92% 股权，股权结构清晰。建发股份下设建发地产集团与联发集团两个子公司作为地产板块的主要运营子公司，建发地产主要项目布局一二线城市，联发集团主要在三四线城市开展业务，子公司之间形成差异化地域布局，业务互补。另外，公司分别设立建发金属、建发物流、建发农产、建发纸业及建发上海分公司等作为供应链板块主要运营主体，开展供应链板块相关业务。实业投资方面，建发股份持有四川永丰纸浆 40% 股权、厦门紫金铜冠 14% 股权、厦门船舶重工 20% 股权及厦门现代码头 37.5% 股权，纵深布局产业链上下游。



Figure13 建发股份股权关系图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

## 二、线上化产供销平台搭建，提供林浆纸一体化服务

### 2.1 上游：围绕核心纸厂提供原材料供应

围绕制浆造纸企业整合上游资源，开拓国内外原材料采购渠道。建发纸业通过与国内外林木供应商及浆厂建立长期战略合作伙伴关系，借助自身渠道及物流节点优势，为国内大型制浆造纸企业提供完善可行的采购建议，满足不同造纸企业差异化需求。国内木片及纸浆主要从沿海边皮地区、海南及两广地区收购，国外渠道包含东南亚地区、太平洋地区、北美地区、拉美地区及俄罗斯地区。

Figure 14 建发纸业国内外原材料采购渠道

国内渠道	主要省份
沿海边皮地区	福建省、江苏省、浙江省、河北省、东北省
海南	海南
两广地区	广东省、广西省
国外渠道	主要国家
东南亚地区	越南、泰国、马来西亚、印尼
太平洋地区	澳大利亚、新西兰、斐济
北美地区	美国、加拿大
拉美地区	智利、巴西
俄罗斯地区	俄罗斯

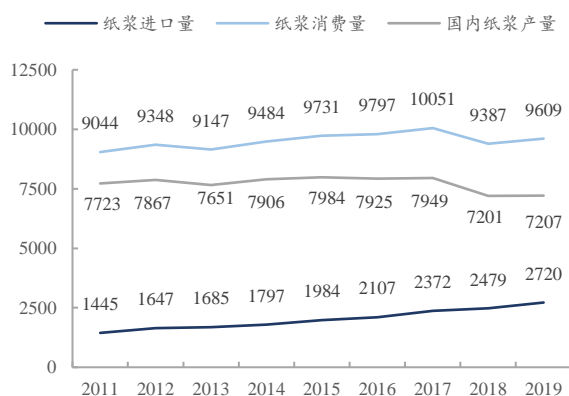
资料来源：公司资料、世纪证券研究所

国内纸浆年消费约为 9600 万吨，纸浆进口占比接近 3 成。根据中国造纸协会发布的《中国造纸工业 2019 年度报告》显示：2019 年我国纸浆消费 9609 万吨，同比增长 2.36%，近 10 年我国纸浆消费保持在 9600-10050 万吨水平。供给方面，国产纸浆占比超过 7 成，进口纸浆不足 3 成，其中进口纸浆主要以木浆为主，非木浆占比极低。近年来由于环保及原材料价格上涨问题，部分落后产能出清，导致国产纸浆产能有一定幅度下滑，需求缺口由进口纸浆弥补，未来随着国内龙头造纸企业林浆纸一体化程度提高，推动自制浆产能进一步提升，国内纸浆自给率将有所改善。

国产纸浆以废纸回收再利用为主，木浆逐渐替代非木浆。当前我国造纸工业原料结构调整的战略目标为：逐步形成以木材纤维为主，扩大废纸回收利用，科学使用非木材纤维的多元化原料结构。我国纸浆生产主要以废纸回收为主（占比超 7 成），比重保持稳定，木浆占比与非木浆占比呈相反走势，2011 年木浆占比 11.16%，非木浆占比 16.82%，2019 年国内木浆生产占比达 17.59%，非木浆占比仅为 8.15%。随着我国对纸制品要求逐渐提高，木浆造纸由于木

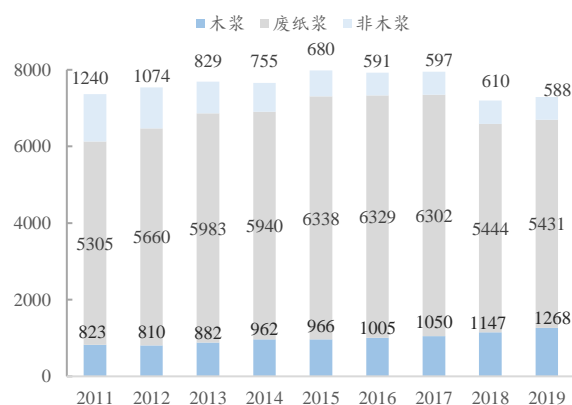
材纤维短且粗，强度和韧性较好等优点，市场空间逐渐加大。另外，由于我国退耕还林初见成效，速生林建设初具规模，木浆产量也逐步提升，预计未来废纸浆占比保持稳定，木浆对非木浆的替代效应将进一步提升。

Figure 15 国内纸浆自给率约占 7 成（万吨）



资料来源：中国造纸协会、世纪证券研究所

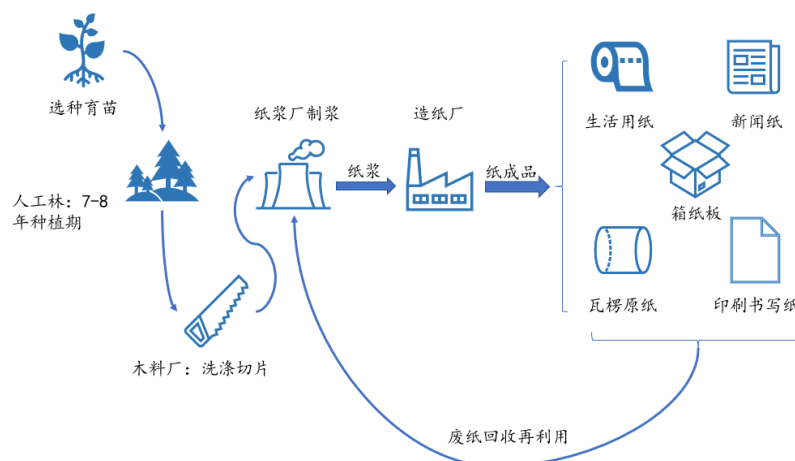
Figure 16 国内纸浆生产以废纸再利用为主（万吨）



资料来源：中国造纸协会、世纪证券研究所

**外购木片自制浆需求约为 1900 万吨。**头部纸企通过自有林地加进口木片生产木浆，自制木浆成本较外购浆有较大优势，另外制浆木片价格稳定，木片波动幅度较小，头部纸企通过大宗物资采购优势，整体自制浆与外购浆价差约在 1500-2000 元左右。按照 2 吨木片可生产一吨木浆测算，2019 年国内木浆生产为 1268 万吨，对应木片需求为 2536 万吨，考虑到头部纸企（晨鸣纸业、太阳纸业）通过自有林地生产木片，自有林制浆产量均值分别为 250 万吨、61 万吨，剩余纸企木片外购需求约在 1900 万吨左右。考虑林浆纸一体化带来的低成本效应，未来头部纸企通过自有林制浆产量提升，全国纸企外购木片制浆需求将会有所下降。

Figure 17 木浆造纸工艺流程图

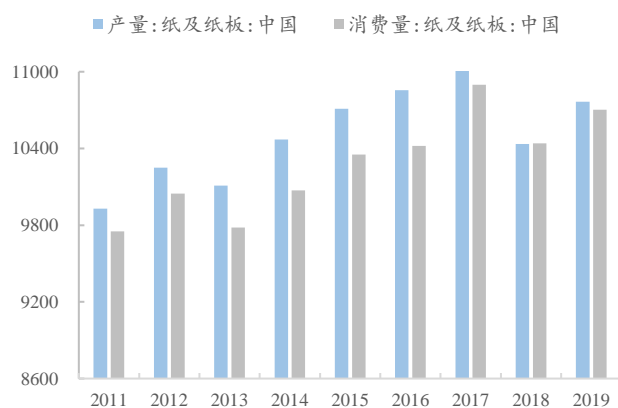


资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

## 2.2 下游：科技赋能供应链，O2O 模式发力拓展销售渠道

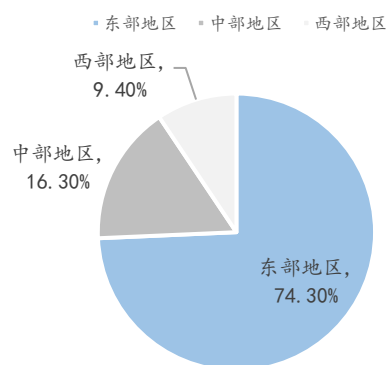
近十年我国纸及纸制品产量及消费量维持在 1 亿吨水平。根据国家统计局公布数据：2014 年以来我国纸及纸制品产销量略高于一亿吨，振幅在 5% 以内。2019 年我国进口纸及纸制品 625 万吨，出口 686 万吨，进出口比重占产量比重较小。2019 年我国纸企主要集中在东部地区，占全国总产量 74.30%，较 2018 年增加 0.1 个百分点，中部地区及西部地区合计产量占比 25.7%，较上年减少 0.1 个百分点。东部地区产量集中在沿海城市，如广东省（1846 万吨）、山东省（1830 万吨）、浙江省（1429 万吨）、江苏省（1312 万吨）产量均超过 1000 万吨。

Figure 18 我国纸及纸制品产销量（万吨）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 19 我国纸制品分地区产量（%）



资料来源：中国纸业网、世纪证券研究所

Figure 20 2019 年纸及纸板产量 100 万吨以上的省（区、市）（万吨、%）

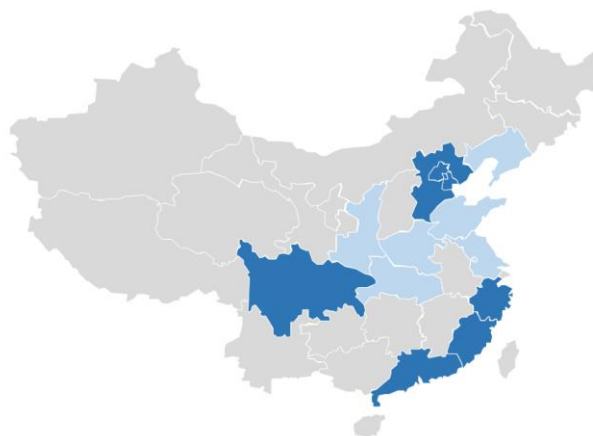
	2018 年	2019 年	较上年增长 (%)
广东省	1815	1864	2.70%
山东省	1810	1830	1.10%
浙江省	1510	1429	-5.36%
江苏省	1141	1312	14.99%
福建省	750	784	4.53%
河南省	490	498	1.63%
湖北省	325	355	9.23%
安徽省	305	325	6.56%
重庆市	288	301	4.51%
四川省	245	260	6.11%
广西壮族自治区	240	245	2.08%
河北省	205	240	17.07%
江西省	200	235	17.50%
湖南省	235	217	-7.66%
天津市	220	210	-4.55%

海南省	166	175	5.42%
辽宁省	102	132	29.41%
合计	10047	10412	3.63%

资料来源：中国纸业网、世纪证券研究所

**线下营销渠道布局完善，贴合市场需求。**公司在国内沿海、西南及华中区域等经济发达地区设立分公司承接当地纸产品需求，其中川渝、广东、浙江、河北及北京等深度布局。纸产品下游种类共包含 8 大品种，其中未涂布印刷纸（16.34%）、白板纸（11.93%）、箱板纸（22.45%）及瓦楞原纸（22.18%）消费占比超 7 成，主要用于文化刊物印刷、消费品包装盒及电商快递包装，相应类型消费需求主要集中在川渝以及东部沿海这类经济发达地区，与公司线下网点布局区域高度重合。

Figure 21 纸产品国内营销网点布局



资料来源：公司资料、世纪证券研究所

Figure22 未涂布印刷纸、白板纸、箱板纸、瓦楞原纸为纸产品下游主要消费品种

纸品种	2019 年消费占比 (%)	2019 年消费量 (万吨)	用途或产品
新闻纸	1.82%	195	俗称白报纸,主要是用来印刷新闻报刊的纸张,有时也用于印刷一些期刊、杂志
未涂布印刷纸	16.34%	1749	主要用于印刷杂志、书籍、商标、包装、商品目录等,相较于涂布纸在印刷性较差
涂布印刷纸	5.06%	542	也称铜版纸,主要用于印刷高级书刊的封面和插图、彩色画片、各种精美的商品广告、样本、商品包装盒、商标等
生活用纸	8.69%	930	厕用卫生纸、含面巾纸、手帕纸、餐巾纸、厨房纸巾、擦手纸,还有纸杯纸盘碗等
包装用纸	6.53%	699	纸袋纸、牛皮纸、普通食品包装纸
白板纸	11.93%	1277	适用于高级烟酒包装、茶叶包装、手提袋、化妆品、电器、医药、轻工等产品外包装
箱板纸	22.45%	2403	主要是与瓦楞纸芯粘合后制成瓦楞纸箱,用来包装家用电器、日用百货、针棉织物、文化用品、中西成药的外包装等

瓦楞原纸

22.18%

2374

用于包装商品，同时也可以作为销售和运输的外包装，还可以作为包装内的缓冲垫使用

资料来源：中国纸业网、世纪证券研究所

**线上平台搭建链接供应商、采购商及资金方，提供金融、物流及仓储增值服务。**公司成立纸源网线上销售平台，提供金光、玖龙、华泰、太阳、晨鸣等知名纸企在线销售各类型纸制品。线上平台优势主要集中在：1. 通过 ERP 系统实现对商品流及资金流的全程把控；2. 电子签章的使用优化了传统纸质合同签订时效慢、合同验证难的业务痛点问题，从而加快商品流转速率；3. ERP 系统及电子签章有利于引入资金方进行供应链融资、融资租赁及质押租赁，帮助核心纸企优化资产负债结构，同时帮助上下游企业解决融资难等痛点问题。除金融服务外，公司还提供物流服务及仓储服务，通过自营加外协模式引进承运商及仓储服务商，有效整合资源，服务供应链上下游企业。



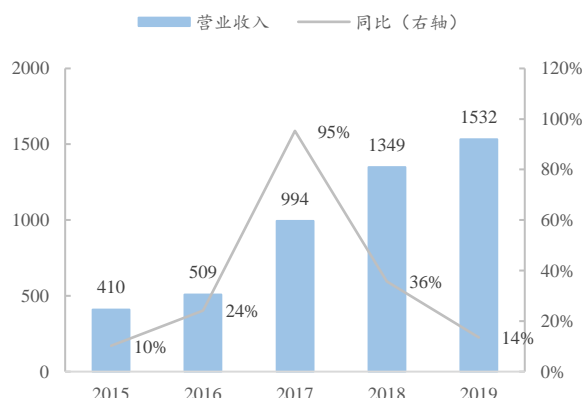
### 三、规模优势构筑“铁矿石-钢铁”供应链核心竞争力

#### 3.1 “铁矿石-钢铁”板块作为供应链核心业务

钢铁（含铁矿石）作为供应链板块核心产品，营收年复合增长率接近 40%。由于年报披露口径差异，我们将钢铁与上游原材料（铁矿石）营业收入及成本合并计算得出钢铁产业链营收及毛利。公司近 5 年钢铁（含铁矿石）营收 CAGR 为 39.06%，2019 年实现营业收入 1532 亿元，占供应链板块整体营收超 50%。2020 年我国基建需求回暖，复工复产稳步推进，公司依靠自身渠道优势、资金优势将进一步提升钢铁产业链营收规模，预计 2020 年钢铁产业链营收增长将达到 25%。

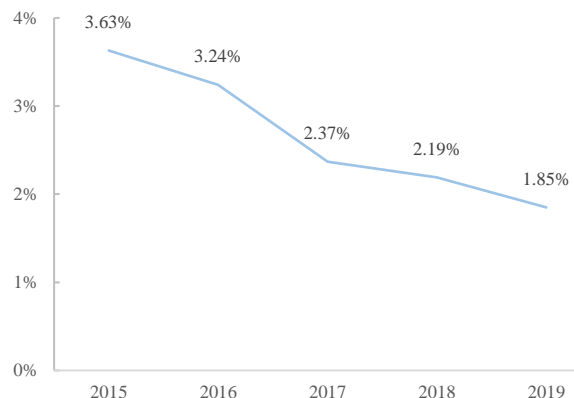
核心客群向超 B 聚焦，导致高营收规模增长及低毛利水平。近年来头部大宗商品供应链服务商目标客群逐渐向超 B 客户偏移，中小企业业务规模占比有所下降。主要原因在于超 B 渠道有利于实现营业收入的大幅增长，另外在上下游的风险控制方面，超 B 客户的风险敞口相较于中小企业更容易有效把控。毛利率下降的原因在于超 B 客群的议价能力较小 B 客群有所提升，对采销价格有更为严格的要求。

Figure 23 钢铁-铁矿石营业收入变化情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 24 铁矿石-钢铁毛利率变化（%）



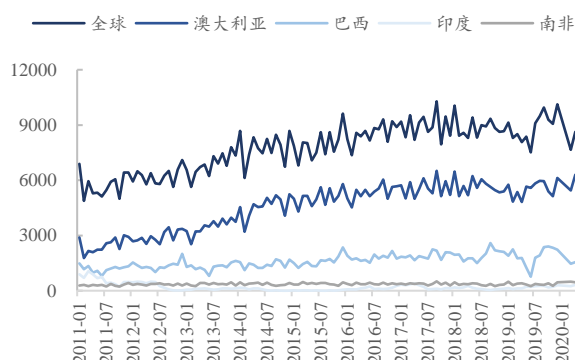
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

#### 3.2 我国“铁矿石-钢铁”市场规模大，行业集中度低

中国是全球最大的铁矿石进口国，市场规模约 7500 亿。全球铁矿石产地主要集中在澳大利亚、巴西、南非、印度，分别占据全球铁矿石出口量 64%、20%、4%、2%。中国作为全球钢铁生产大国，铁矿石高度依赖进口，年铁矿石进口量超全球铁矿石进口量 60%，近三年铁矿石进口量占全球铁矿石进口量为 68%、64%、65%，近三年平均进口量达 10.70 亿吨，按铁矿石平均 100 美金/吨测

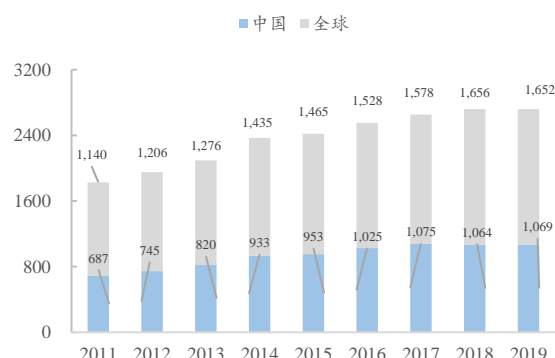
算，进口铁矿石规模约为 7500 亿元。

Figure 22 全球主要铁矿石产地出口数据（万吨）



资料来源：Wind、世纪证券研究所

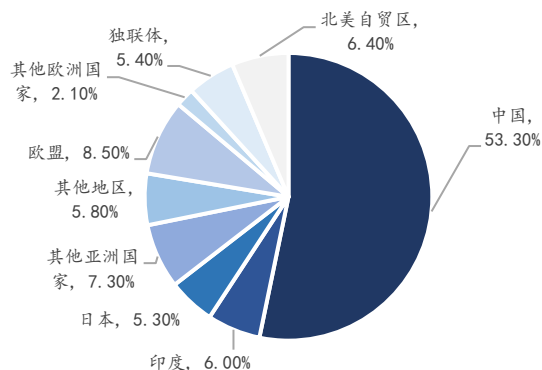
Figure 23 中国是全球最大的铁矿石进口国（百万吨）



资料来源：Wind、世纪证券研究所

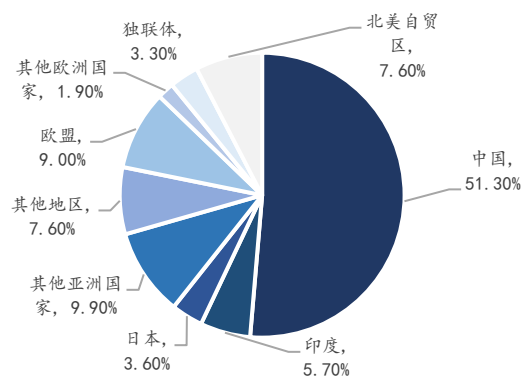
中国作为世界最大的钢材生产国及消费国，钢材贸易市场体量约为 38000 亿。根据 Worldsteel 公布的数据显示，2013 年至 2019 年中国人均钢铁表观消费量从 523.7 千克/人上升至 632.9 千克/人，年复合增长率约为 3%。2019 年全球粗钢总产量 18.69 亿吨，其中中国粗钢产量 9.96 亿吨，约占全球产量 53.30%。2019 年全球成品钢消费 17.67 亿吨，其中中国成品钢消费 9.06 亿吨，约占全球消费量 51.30%。按照钢材平均价格 3800 元/吨推算，当前中国钢材贸易额约为 38000 亿。

Figure 24 2019 世界粗钢产量分布 (%)



资料来源：Worldsteel、世纪证券研究所

Figure 25 2019 世界成品钢消费分布 (%)



资料来源：Worldsteel、世纪证券研究所

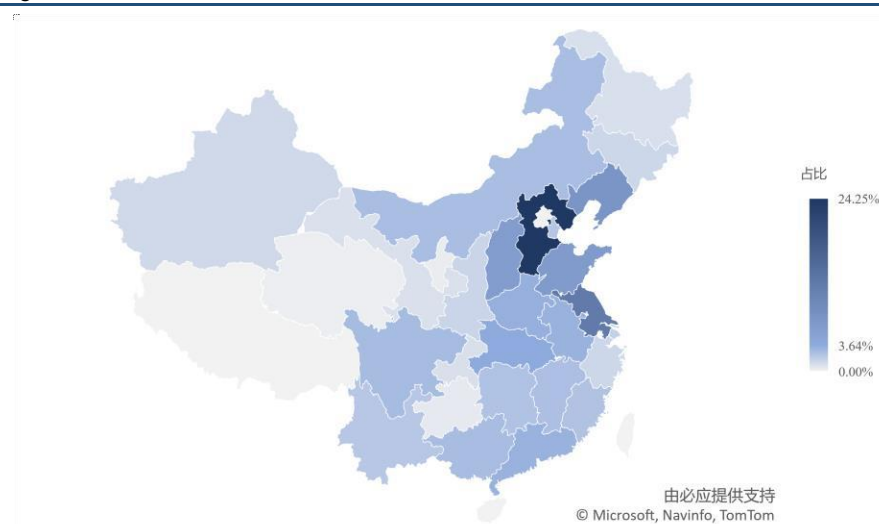
CR5 不足 10%，市场体量大但是同业竞争激烈。当前市场上涉及“铁矿-钢材”供应链业务的 5 家上市公司建发股份、厦门象屿、厦门国贸、物产中大及上海物贸业务体分别为 1532 亿、770 亿、860 亿、1000 亿、180 亿，合计规模仅为 4342 亿，“铁矿-钢材”整体市场规模接近 5 万亿，测算 CR5 仅为 9.54%，行业分散程度较低，竞争较为激烈，这也与供应链企业净利润及毛利率指标较低相吻合。公司目前是“铁矿-钢材”供应链龙头企业，近年来也在积极探索规模拓展，在形成一定的规模优势后能有效整合上下游资源，提高整体利

润水平。

### 3.3 我国钢铁产销地集中，主要集中在东部沿海城市

我国钢铁产量主要分布在东部沿海地区。根据国家统计局及 Worldsteel 公布数据显示，按全国 31 省市粗钢产量排名，河北省、江苏省、辽宁省、山东省、山西省粗钢产量合计占全国 50.08%；按地区来看，我国粗钢产量主要集中在东部沿海地区；按钢铁厂排名来看，除宝武钢铁厂（No. 1）建于上海市及武汉市外，其余钢铁厂均集中在河北省、江苏省、辽宁省、山东省、均处于东部沿海区域。

Figure 26 2019 年国内各省粗钢铁产量占比分布热图（%）



资料来源：国家统计局、Worldsteel、世纪证券研究所

Figure 27 2019 年世界前 50 钢铁厂分布（万吨）

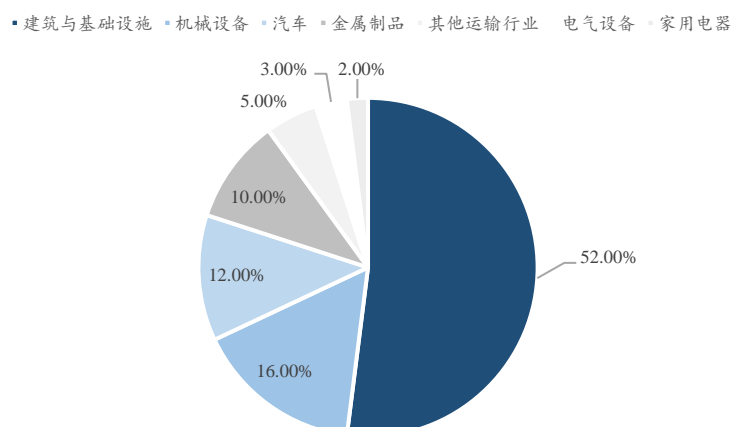
排名	省份	2019 年产量	占比	涵盖主要钢铁厂（2019 年产能排名）
1	河北省	24215.7	24.25%	河钢集团（2）、首钢集团（6）、河北敬业钢铁集团（15）、河北东海特钢集团（23）、津西集团（24）
2	江苏省	12017.1	12.06%	沙钢集团（3）、中天钢铁（18）、南京钢铁集团（20）
3	辽宁省	7361.91	7.39%	鞍钢集团（4）、本钢集团（9）
4	山东省	6356.98	6.38%	山东钢铁集团（7）、德兴集团（12）、日照钢铁（14）
5	山西省	6039.05	6.06%	太钢集团（21）
6	湖北省	3611.51	3.62%	中国宝武钢铁集团（1）
7	河南省	3299.09	3.31%	安钢集团（22）
8	广东省	3229.12	3.24%	方大集团（10）
9	安徽省	3222.47	3.23%	马钢集团（27）
10	四川省	2733.31	2.74%	-
11	广西省	2662.71	2.67%	柳钢集团（13）
12	内蒙古	2653.69	2.66%	包钢集团（11）
13	江西省	2524.48	2.53%	-

14	福建省	2390.28	2.40%	三钢集团 (17)
15	湖南省	2385.72	2.39%	华菱集团 (8)
16	天津市	2194.77	2.20%	-
17	云南省	2154.68	2.16%	昆钢集团 (25)
18	上海市	1640.25	1.65%	中国宝武钢铁集团 (1)
19	陕西省	1430.75	1.44%	陕西钢铁 (16)
20	吉林省	1356.55	1.36%	-
21	浙江省	1350.68	1.36%	青山控股集团 (19)
22	新疆	1236.88	1.24%	-
23	重庆市	920.88	0.92%	-
24	黑龙江	896.12	0.90%	建龙集团 (5)
25	甘肃省	877.77	0.88%	酒钢集团 (26)
26	贵州省	442.34	0.44%	-
27	宁夏	308.56	0.31%	-
28	青海省	178.83	0.18%	-
29	海南省	0	0.00%	-
30	北京市	0	0.00%	-
31	西藏	0	0.00%	-

资料来源：国家统计局、Worldsteel、世纪证券研究所

钢铁消费集中在东部沿海地区，以当地自产自消为主，长距离运输需求较低。根据 Worldsteel 公布数据显示，下游钢铁消费主要集中在建筑与基础设施、机械设备、汽车、金属制品等行业，消费量占为 90%。我国东部沿海地区经济发展较好，尤其是长江中下游地区、珠江三角洲地区钢铁消费量占比居前。整体来看，钢铁主要生产地区与消费地区重叠程度较高，钢铁下游产成品供给基本在工厂所在省份或周边省份消化，长距离跨省运输需求较低。

Figure 28 钢铁下游消费情况 (%)

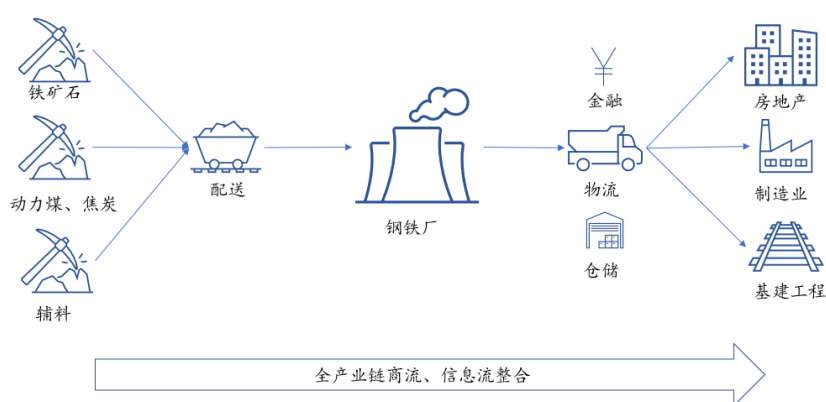


资料来源：国家统计局、Worldsteel、世纪证券研究所

### 3.4 围绕钢铁企业构建上下游全产业链服务

围绕核心钢铁厂，向产业链上下游构建“四流合一”服务。公司依照所服务钢铁厂年度生产计划，为钢铁厂安排原材料采购配送、产成品分销创造服务价值并收取一定服务费用。同时也将此模式复制到下游采购企业，为下游采购企业提供钢材配送、仓储、及金融服务：根据下游企业年度生产计划灵活制定采购计划，帮助下游企业控制采购成本，同时外协整合物流、仓储、及金融服务商，多元化服务客户，提高客户粘性。

Figure 29 围绕核心钢厂构建全产业链服务



资料来源：世纪证券研究所

针对市场化程度高的产品合理使用套期保值对冲价格波动风险，市场化程度较低品种采用信用证减小风险敞口。供应链企业并不同与贸易企业赚取买卖差价，而是在一定程度上控制价格波动风险锁定价格区间，为企业节约生产成本。套期保值品种选取需要满足三个需求：市场化程度高、金融属性强、交易市场活跃，如铁矿石、螺纹钢、热卷，期现市场结合程度紧密，品种套保比例高。对于市场化程度较低的焦煤及中板品种，预付全款向上游采购，向下游收取保证金（10%-15%），在品种价格波动较大时需要交易对手追加保证金。

**超B渠道构筑规模优势。**公司铁矿石合作伙伴覆盖了澳洲及巴西主要矿山，如澳大利亚主要铁矿石厂商必和必拓公司(BHP)、FMG集团(Fortescue)、力拓集团(Rio Tinto)，巴西铁矿石厂商淡水河谷(Vale do Rio)、CSN(Companhia Siderurgica Nacional)。公司同时与国内主要钢铁厂建立长期战略合作关系，已经对河钢、宝武、包钢、鞍钢、首钢、燕钢国内钢铁头部企业提供供应链服务，涉及原材料提供及产品分销。产品分销方面，公司合作客户有中铁建

工、中国冶金工业、中国交建、隧道股份等提供多品种钢材供应。

Figure 30 建发股份优质的客户渠道资源



资料来源：公司资料、世纪证券研究所

**规模经济优势，强者恒强。**“铁矿-钢铁”供应链市场庞大、参与者众多、服务同质化，而规模经济是龙头企业区别中小企业的核心竞争力：1. 业务体量上依靠超 B 上下游企业支撑，业务波动较小；2. 信用评级极高（AAA）具有融资成本优势，公司超短期融资债规模维持在 60-65 亿左右，2020 年上半年平均融资成本在 2.28%，较 19 年全年平均融资成本 3.52% 下降超 1%；3. 业务规模的增长提升物流整合能力及对物流商议价能力。

Figure 31 公司融资明细（万元，%，年）

债券简称	债券类型	起息日	到期日	剩余期限	发行规模	当前余额	票面利率(当期)
20 建发 SCP006	超短期融资债券	2020-03-23	2020-12-18	0.4317	100000	100000	2.3
20 建发 SCP002	超短期融资债券	2020-03-09	2020-12-04	0.3934	100000	100000	2.3
20 建发 SCP001	超短期融资债券	2020-02-28	2020-11-24	0.3661	100000	100000	2.43
20 建发 SCP003	超短期融资债券	2020-03-12	2020-10-15	0.2568	100000	100000	2.3
20 建发 SCP004	超短期融资债券	2020-03-13	2020-09-09	0.1585	100000	100000	2.3
20 建发 SCP005	超短期融资债券	2020-03-18	2020-08-21	0.1066	100000	100000	2.05
19 建发 SCP003	超短期融资债券	2019-07-15	2019-12-14		100000	0	2.85
19 建发 SCP001	超短期融资债券	2019-01-09	2019-09-13		100000	0	3.4
18 建发 SCP008	超短期融资债券	2018-11-12	2019-06-14		50000	0	3.67
18 建发 SCP007	超短期融资债券	2018-11-08	2019-05-17		50000	0	3.69
18 建发 SCP006	超短期融资债券	2018-11-07	2019-05-10		50000	0	3.71
18 建发 SCP005	超短期融资债券	2018-09-19	2019-04-18		100000	0	3.95
18 建发 SCP001	超短期融资债券	2018-06-20	2018-12-14		50000	0	4.2
18 建发 SCP004	超短期融资债券	2018-08-21	2018-09-21		100000	0	3.13

资料来源：Wind、世纪证券研究所

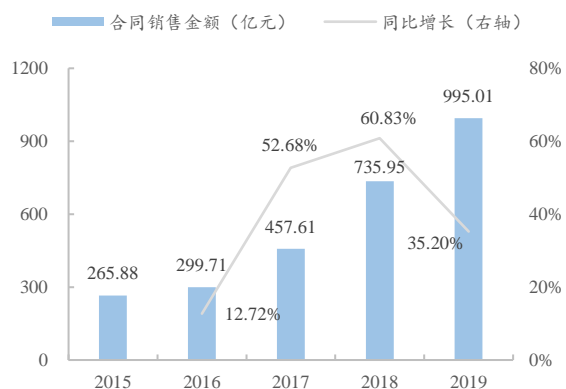


## 四、差异化布局一二线城市，地产板块有望再上新台阶

### 4.1 销售端：存货储备与预售覆盖率双因素共振助力营收增长

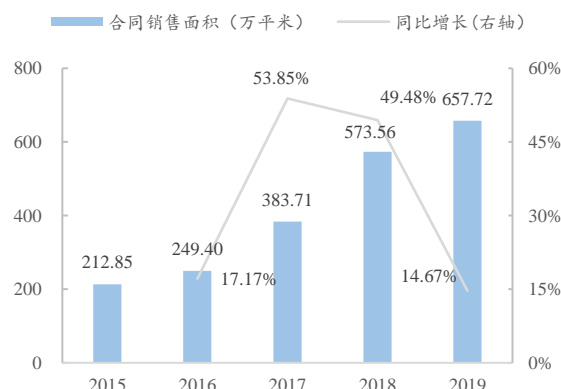
合同销售金额增长显著。公司近 5 年业绩大幅度增长合同销售金额 CAGR 达 39.09%，销售面积 CAGR 为 32.58%，2019 年实现合同销售金额 995 亿元，有望在 2020 年实现千亿关口突破。从全行业视角来看，自 2016 年下旬以来全国商品销售额累计同比增速开始下滑，2019 年下半年出现负增长，受本轮地产周期影响，2019 年公司合同销售金额增速出现较大程度下滑，但得益于自身存货储备以及预收款对营收覆盖率的提升，预计 2020 年地产板块维持高增速确定性进一步增强。

Figure 32 建发及联发合计合同销售金额（亿元，%）



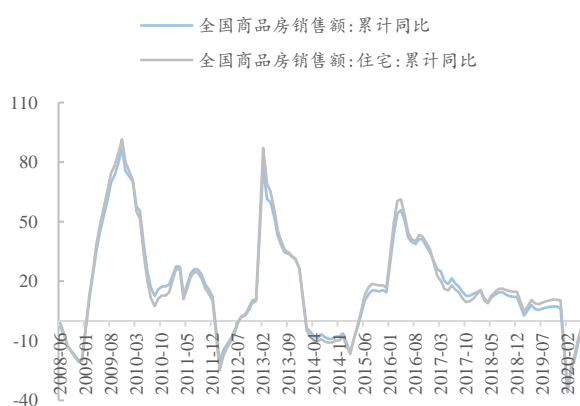
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 33 建发及联发合计合同销售面积（万平方米，%）



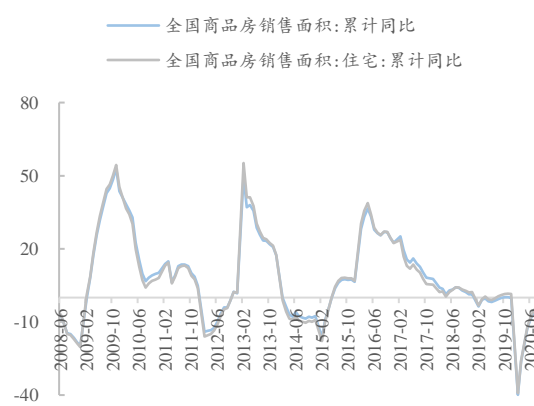
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 34 全国商品房销售额累计同比增速 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 35 全国商品房销售面积累计同比增速 (%)

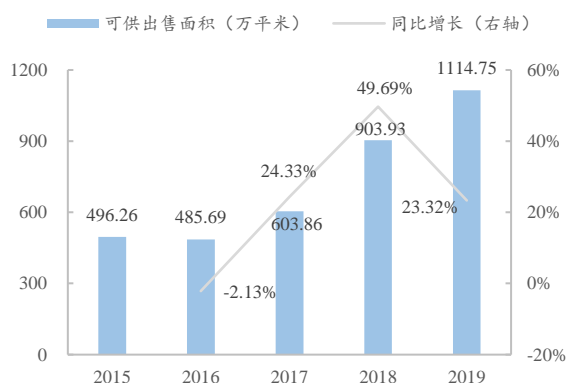


资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

存货储备丰富，营收保障能力提升。公司可供出售面积保持较高增长，同比增速在近三年呈现倒“V”型分布，原因在于 2017-2018 年公司加大了投资开发进度，竣工结转面积增加，2019 年以去化为首要目标，投资开发增速有所

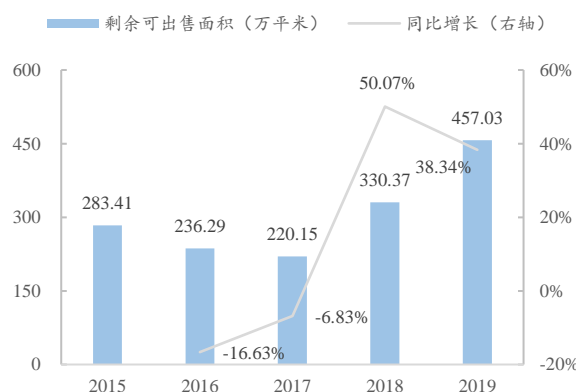
放缓。根据年报披露口径，我们将当年可供出售面积扣除已实现预售面积测算年末剩余可供出售面积，整体增长趋势与可供出售面积相同，2020 年初剩余可供出售面积为 457.03 万平方米（不含 2020 年竣工面积）。总体上看，公司可售资源存量增长保持稳定，2017-2018 年新开工楼盘会集中在 2019 年-2020 年前后竣工，预计可售面积有望实现大幅增长。

Figure 36 可供出售面积有所下滑（万平方米，%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

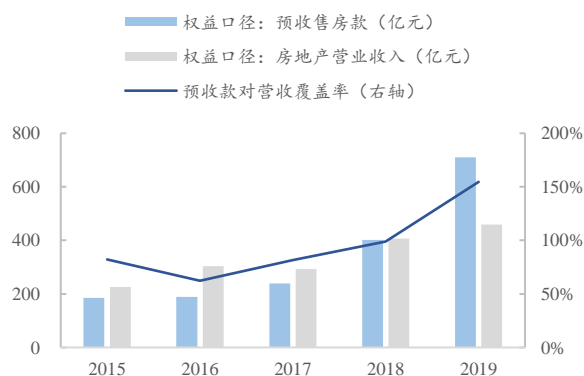
Figure 37 剩余可供出售面积（万平方米，%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

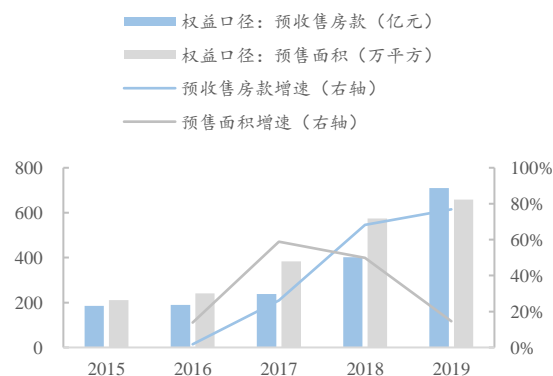
**预收售房款及已售未结金额增长显著，营收确定性进一步增强。**根据公司年报数据披露，依照权益口径将预收售房款与地产板块营业收入进行比较，预收款对营收覆盖率实现较大幅度增长，2019 预收款对营收覆盖率超 150%，处于主流房企较高分位水平。公司 2018 年-2019 年已售未结金额分别为 456.37 亿、764.75 亿，同比增速 65.72%、66.48%，其中已售未结金额对营收覆盖率分别为 98.91%、166.54%。预收售房款与已售未结金额对营收覆盖率均超 150%，未来营收确定性进一步增强，预计 2020 年地产板块营收增幅将超过 30%。

Figure 38 预收售房款对营收覆盖率不断提高（亿元，%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 39 高均价楼盘持续放量（亿元，万平方，%）

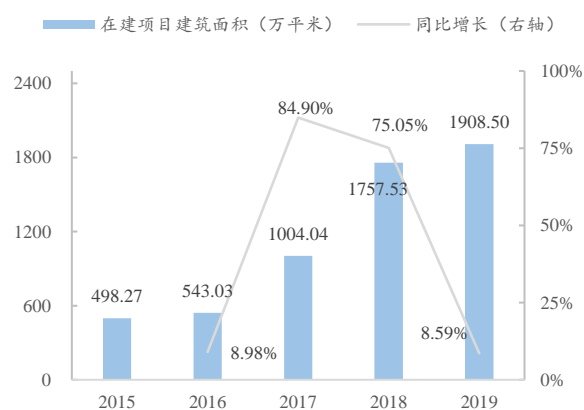


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## 4.2 开发端：2019 年以去库存基调为主，合理控制开发投资进度

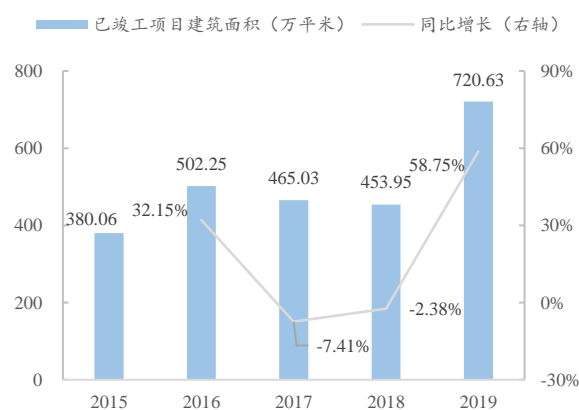
受益于前期投资开发提速，预计未来竣工面积增速保持较高增长水平。公司近三年在建项目建筑面积 1004（84.90%）、1757（75.05%）、1908（8.59%）万平方米。2019 年公司以去库存为主基调，合理控制开发投资进度，新开工面积下降出现较大幅度下滑，整体开发投资规模维持处在历史高位。得益于近三年高投资开发规模，2019 年末竣工面积增速超 50%，竣工面积达 720.63 万平方米。由于房地产投资开发周期较长，通常需要 2-3 年时间达到竣工状态，因此前期开发提速成果需要在未来 2-3 年时间内显现，预计未来竣工建筑面积将保持 50% 增速，预计 2020 年已竣工面积将达 1080.95 万平方米，存货储备充足。

Figure 40 在建项目建筑面积（万平方米，%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 41 已竣工项目建筑面积增长显著（万平方米，%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 42 全国房屋在建面积累计同比增速 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

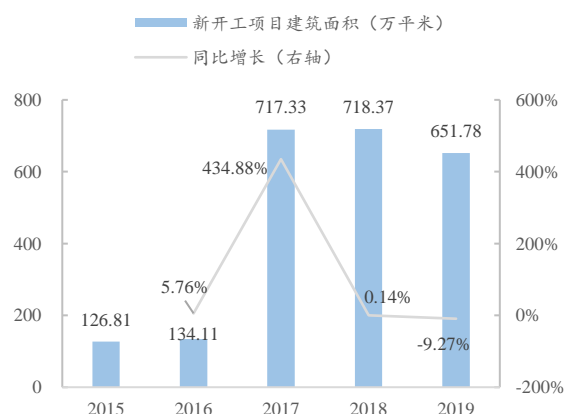
Figure 43 全国房屋竣工面积累计同比增速 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

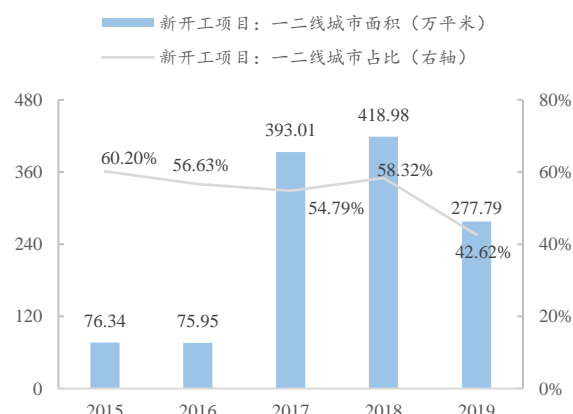
开发投资规模维持高位，一二线城市布局占比有所下滑。公司 2019 年基本维持前期投资开发规模，新开工建筑面积 651.78 万平方米，同比下降 9.27%，近五年首次出现负增长，但新项目开发规模体量整体依旧保持在较高水平。新开工项目按照面积口径测算，一二线城市占比有所下滑，主要原因在于一二线城市土储面积占比下滑。从城市结构上看，2019 年不同等级城市间分化程度加剧，一二线城市维稳、三四线城市回调格局特征逐步凸显，未来相较于三四线城市，房企在一二线城市布局更容易通过产品溢价能力维持毛利水平，三四线城市去化压力较大、毛利空间较小，预计短期公司毛利率可能会受到一定冲击，但随着一二线城市土地储备的有效补充，长期来看，毛利率将实现稳健增长。

Figure 44 新开工建筑面积出现负增长（万平方米，%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 45 新开工项目一二线城市占比下滑（万平方米，%）

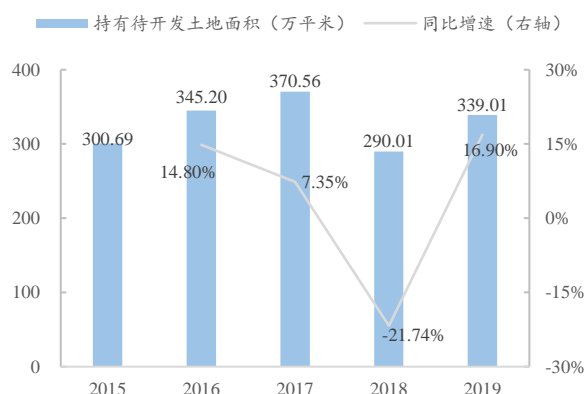


资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

### 4.3 土储端：逐渐加快拿地节奏，补齐一二线城市土储短板

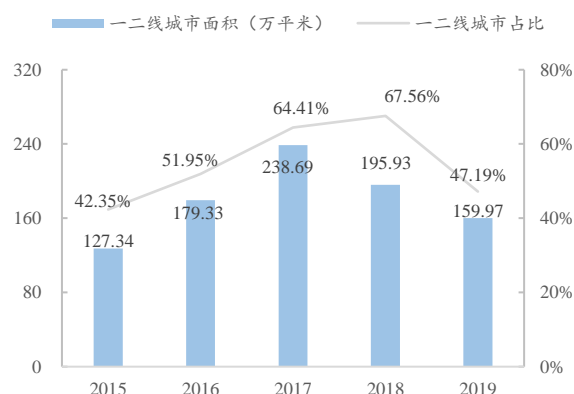
一二线城市土储面积占比有所下滑。公司 2019 年持有待开发土地面积 339.01 万平方米，同比增长 16.90%，土储面积处在近年来较低水平。按城市类别划分，2019 年一二线城市土储面积 159.79 万平方米，占比 47.19%，较去年下降约 20 个百分点，一线城市无持有待开发地块，二线城市布局主要集中在长沙、南昌、南京、南宁、厦门、苏州、无锡、福州、武汉等地。2019 年三四线城市土储面积 179.04，占比为 52.81%，其中漳州土储面积高达 82.80 万平方米。整体来看，土储面积结构分布有待优化，2020 年上半年拿地侧重一二线城市地块，未来一二线城市土储面积占比有望提升。

Figure 46 土地储备规模整体维持稳定 (万平方米, %)



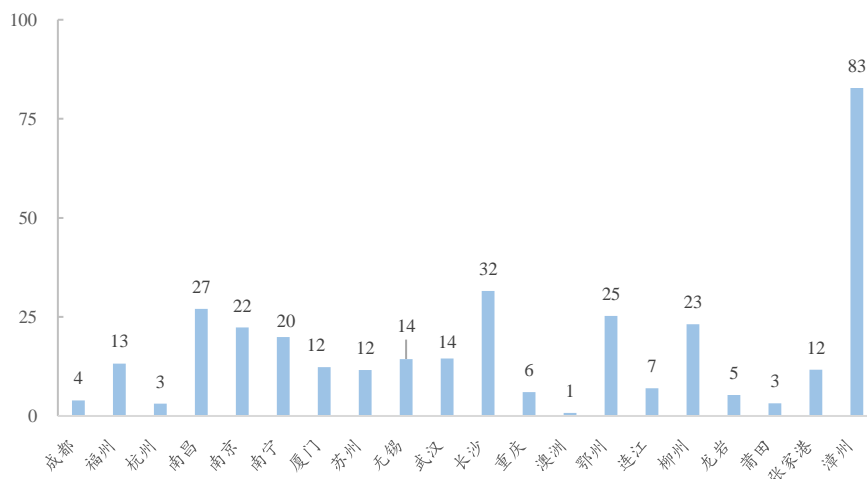
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 47 一二线城市土储占比有所下滑 (万平方米, %)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

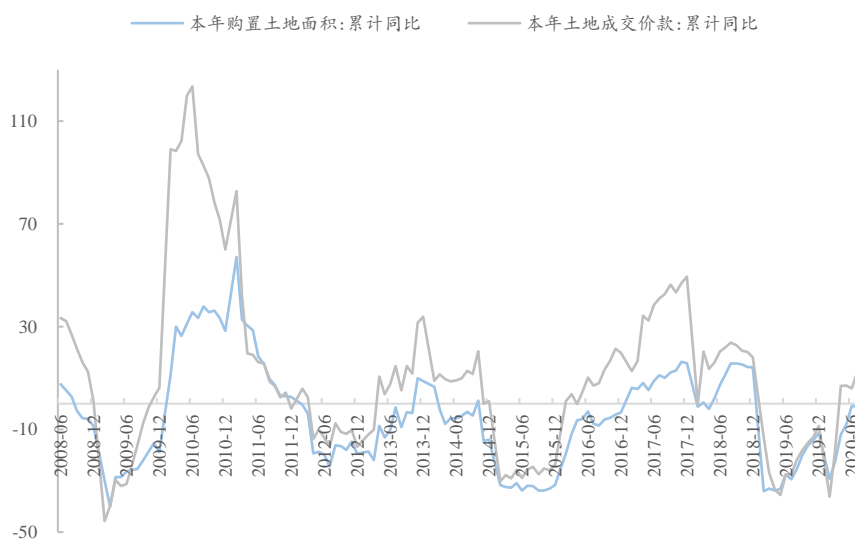
Figure 48 2019 年待开发土地城市分布 (万平方米)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

**周期筑底回升, 拿地节奏加速。**根据公司近三年财报披露数据显示, 子公司建发地产与联发集团 2017-2019 合计拿地权益口径金额分别为 438.55 亿、532.69 亿、486.09 亿, 2020 年上半年拿地非权益口径金额为 364.69 亿元。从全国土地累计土地购置面积同比变化来看, 房企拿地意愿贴合行业周期, 2016-2018 年周期上行阶段房企拿地态度积极, 2019 年融资收紧, 全国房企整体拿地节奏放缓, 拿地较为谨慎, 整体拿地策略以稳为主。2020 年上半年房企拿地意愿复苏, 但与以往不同的是一二线城市群落地块更受房企青睐。按照上半年公司拿地进度预估, 全年权益口径下拿地金额约 500 亿, 布局城市主要以长三角城市群、川渝城市群、厦门及其周边城市为主。

Figure 49 全国土地购置累计面积及成交价款累计同比变动 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

**上半年重点布局一二线城市，三四线城市因城施策。**从上半年新增土地地域分布来看，符合当前房企“一二线城市重点布局，三四线城市因城施策”布局方针。上半年公司拿地主要集中在长三角一体化示范区，上海、苏州、杭州、南京、无锡五地合计规划建筑面积 106.38 万平米，占上半年新拿地规划建筑面积 40.12%。其余二线城市拿地主要集中在成都、重庆、厦门三地，合计规划建筑面积 47.31 万平米，占上半年新拿地规划建筑面积 17.85%。三四线城市方面，公司拿地策略较为谨慎，仅选择南平、漳州、三明等地区。由于公司战略调整，联发房产由之前重点布局三四线城市逐步转型至一二线城市，上半年拿地节奏有所放缓，预计明年转型完成后拿地节奏有望加速。

Figure 50 2020 上半年建发房产及联发房产拿地明细 (万 m<sup>2</sup>, 亿元, %)

建发房产	城市等级	土地宗数	占地面积 (万 m <sup>2</sup> )	规划建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	总成交金额 (亿元)	权益金额 (亿元)	平均溢价率 (%)
	一线城市	3	11.36	24.59	69.32	52.66	0.12
	二线城市	11	55.83	137.2	252.52	242.77	22.41
	三四线城市	5	33.58	71.77	25.72	25.72	42.52
	合计	19	100.78	233.57	347.56	321.15	21.42
联发房产	城市等级	土地宗数	占地面积 (万 m <sup>2</sup> )	规划建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	总成交金额 (亿元)	权益金额 (亿元)	平均溢价率 (%)
	二线城市	1	1.22	5.33	7.56	5.29	0.00
	三四线城市	3	10.11	26.12	9.57	6.1	0.00
	合计	4	11.33	31.45	17.13	11.39	0.00

资料来源：中指数据、世纪证券研究所



## 五、盈利预测及投资评级

### 5.1 关键假设

#### (1) 收入增长假设：

预计 2020-2022 年，公司整体营收增速分别为：23.09%、19.89%、16.34%，分项业务情况如下：

**林浆纸：**公司作为国内最大的林浆纸一体化供应链服务商，依托优质的木片、纸浆原材料采购渠道以及国内完善的营销网点布局，不断提高自身市场占有率，预计未来林浆纸板块 2020 年-2022 年营业收入增长率分别为：35%、30%、25%。

**金属矿（铁矿石-钢铁）：**公司注重规模效应，聚焦超 B 渠道，“铁矿石-钢材”市场体量大，竞争激烈，规模效应以及资金优势是未来公司的核心竞争力，另外随着下半年基建投资复苏，预计 2020 年-2022 年“铁矿石-钢材”板块营收增速分别为：25%、20%、15%。

**房地产：**公司存货储备充足，未结算售房款对营收覆盖率高，土地储备结构不断优化，通过在长三角、川渝及福建地区深耕多年积累的品牌效应，预计房地产板块业务 2020 年-2022 年营收增长率分别为：30%、25%、20%。

Figure 51 公司收入预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
林浆纸	292	479	647	840	1,051
同比(%)	38.27	64.27	35.00	30.00	25.00
铁矿石-钢材	1,349	1,532	1,915	2,298	2,643
同比(%)	35.71	13.57	25.00	20.00	15.00
其他供应链业务	757	902	993	1,092	1,201
同比(%)	5.58	19.12	10.00	10.00	10.00
房地产	406	459	597	746	895
同比(%)	38.57	13.01	30.00	25.00	20.00
营收合计	2,804	3,372	4,151	4,976	5,790
同比(%)	28.26	20.28	23.09	19.89	16.34

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

#### (2) 毛利率假设：

预计公司未来三年综合毛利率分别为：6.78%、6.65%、6.46%，分业务明细如下：

**林浆纸：**公司供应链服务聚焦超 B 渠道客户为主，林浆纸业务板块毛利率趋于稳定，预计 2020 年-2022 年林浆纸板块毛利率分别为：2.20%、2.18%、2.16%。

**金属矿（铁矿石-钢材）：**“铁矿石-钢铁”业务注重规模效应，主要服务大客户、大渠道，上下游客户的议价能力强，未来该业务板块毛利水平下降趋势不变，我们预计 2020-2022 年“铁矿石-钢铁”板块毛利率分别为：2.00%，1.98%，1.96%。

**房地产：**受益于 2020 年房地产行业筑底回升，公司积极推进高毛利楼盘开售，同时上半年流动性宽松，地产融资成本降低，预计 2020 年-2022 年房地产板块毛利率分别为：34.00%、32.00%、30.00%。

Figure 52 公司各板块业务毛利率假设（%）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
林浆纸	2.69	2.11	2.20	2.18	2.16
铁矿石-钢材	2.19	1.85	2.00	1.98	1.96
其他供应链业务	0.25	5.58	2.61	2.59	2.57
房地产	35.37	28.69	34.00	32.00	30.00
综合毛利率	6.52	6.54	6.78	6.65	6.46

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

### （3）期间费用率假设：

公司未来三年期间费用率分别为：2.91%、2.86%、2.78%。

Figure 53 公司期间费用率假设（%）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.23	2.3	2.35	2.33	2.31
管理费用率	0.14	0.12	0.14	0.13	0.12
研发费用率	0	0	0	0	0
财务费用率	0.67	0.3	0.45	0.4	0.35
期间费用率	3.04	2.72	2.94	2.86	2.78

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

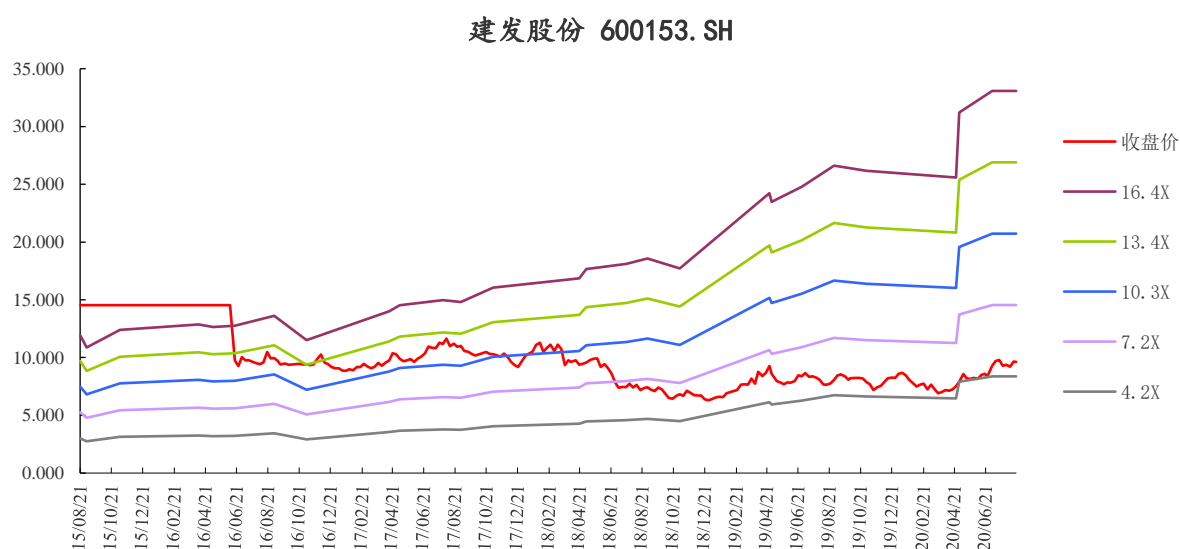
## 5.2 盈利预测

依据假设条件，我们预测 2020-2022 年公司实现的营业收入分别为 4151 亿元、4976 亿元、5790 亿元；实现归母净利润分别为：48.78 亿元、56.94 亿元、61.41 亿元，实现 EPS 分别为：1.72 元、2.01 元、2.16 元。

### 5.3 投资评级

我们预计建发股份 2020-2022 年 EPS 分别为：2.21 元、2.67 元、3.05 元，对应市盈率分别为 4.35X、3.60X、3.16X。按业务板块进行拆分，其中可比供应链管理企业 2020 年 PE 估值为 14.65X，可比房企 2020 年 PE 估值为 7.29X，公司 2020 年动态市盈率低于同行业平均水平。考虑公司是国内大宗商品供应链头部企业，同时也是福建省内龙头地产开发商，首次覆盖给予“增持”评级。

Figure 54 P/E (TTM) Band



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

## 六、风险提示

### 6.1 公允价值变动损益大于预期

由于会计准则对套期保值认定较为严格，因此绝大部分商品品种不适合套期保值会计处理，均计入公允价值变动。另外，大宗商品价格波动较大，公允价值波动有可能与预测值出现较大差异。

### 6.2 地产销售不达预期

我们基于公司本年可售货值和平均合同销售金额，估算了本年销售情况。但考虑到全国房地产市场筑底回升受阻，公司销售有可能受市场影响而无法达到我们的预期。

### 6.3 海外疫情不受控制

公司所涉及铁矿石、纸浆品种包含进口业务，假如海外疫情加剧，有可能造成该部分进口业务受阻，因此该部分业务无法达到我们的预期。

## 七、附表

Figure 56 利润表（百万元）

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	280381.79	337238.67	415107.08	497671.88	578991.47
减：营业成本	257656.05	315178.82	386962.82	464576.70	541588.62
营业税金及附加	3427.51	2142.42	2637.10	3161.62	3678.23
营业费用	6246.69	7760.86	9755.02	11595.75	13374.70
管理费用	379.64	410.18	581.15	646.97	694.79
财务费用	1885.64	990.67	805.38	365.47	-75.11
资产减值损失	923.77	-663.07	341.87	341.87	341.87
加：投资收益	548.81	707.73	40.00	50.00	60.00
公允价值变动损益	-7.47	17.20	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	-9.50	-1405.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	10394.35	10738.45	14073.75	17043.49	19458.37
加：其他非经营损益	98.65	316.53	153.28	153.28	153.28
利润总额	10493.00	11054.98	14227.03	17196.77	19611.65
减：所得税	2861.47	3091.86	3544.26	4284.19	4885.41
净利润	7631.53	7963.12	10682.77	12912.58	14726.24
减：少数股东损益	2959.50	3287.34	4410.07	5330.58	6079.29
归属母公司股东净利润	4672.02	4675.78	6272.70	7582.00	8646.94

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 57 财务比率分析（%）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收益率</b>					
毛利率	0.08	0.07	0.07	0.07	0.06
三费/销售收入	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02
EBIT/销售收入	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04
EBITDA/销售收入	0.05	0.05	0.05	0.04	0.04
销售净利率	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03
<b>资产获利率</b>					
ROE	0.17	0.15	0.18	0.19	0.19
ROA	0.07	0.05	0.06	0.06	0.07
ROIC	0.13	0.13	0.13	0.10	0.21
<b>增长率</b>					
销售收入增长率	0.28	0.20	0.23	0.20	0.16
EBIT 增长率	0.59	0.02	0.15	0.15	0.10
EBITDA 增长率	0.57	0.02	0.22	0.16	0.10
净利润增长率	0.58	0.04	0.34	0.21	0.14
总资产增长率	0.24	0.37	-0.05	0.25	-0.07
股东权益增长率	0.17	0.12	0.14	0.15	0.15
经营营运资本增长率	0.14	0.11	0.67	-0.53	0.93
<b>资本结构</b>					
资产负债率	0.74	0.77	0.73	0.75	0.69

投资资本/总资产	0.40	0.34	0.55	0.23	0.43
带息债务/总负债	0.31	0.28	0.39	0.23	0.27
流动比率	1.83	1.67	1.85	1.66	1.91
速动比率	0.48	0.53	0.52	0.70	0.68
股利支付率	0.12	0.30	0.30	0.30	0.30
收益留存率	0.88	0.70	0.70	0.70	0.70
<b>资产管理效率</b>					
总资产周转率	1.34	1.17	1.51	1.45	1.83
固定资产周转率	149.75	185.92	274.46	383.23	476.61
应收账款周转率	38.22	48.00	34.62	46.05	36.85
存货周转率	1.90	1.82	2.21	2.58	2.93

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

### 免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。