

# 建发股份 (600153)

证券研究报告

2021年07月30日

## 业务高增长，价值待重估

### 厦门国企龙头，综合实力雄厚

厦门建发集团是厦门市属国企龙头，2017年以来蝉联《财富》世界500强，综合实力雄厚。在建发集团内，建发股份、建发国际集团、建发物业三家上市公司，历史上股权关系较为复杂。建发股份是建发集团的核心上市公司，供应链和房地产双主业经营，控股房地产为主业的建发国际集团和物业管理为主业的建发物业两家港股上市公司。在建发股份之外，建发集团还有庞大的资产，盈利状况较好。

### 大宗供应链业务持续高增长

建发股份的供应链业务，市场份额持续提升推动高增长。建发股份依托融资成本低、采购规模大、周转效率高、风控能力强等优势，在大宗商品价格波动中不断提高市场份额，实现业务高增长。供应链行业集中度低、国内外龙头差距大，建发股份未来的增长空间大，有望持续高增长。

### 房地产业务销售和结算高增长

建发股份的房地产业务销售和结算正在高增长。建发股份的房地产项目主要分布在经济发达的一、二线城市。2017-20年房地产销售持续高增长，2020年拿地高增长有望带动2021年销售继续高增长。根据房地产项目2-3年的开发周期，2019-20年结算已经高增长，2021-23年有望继续较快增长。

### 双主业经营，价值被低估

建发股份是供应链和房地产双主业经营，市场给予估值折价。建发股份在同等规模地产公司中的PB偏低，在主要供应链公司中PB最低，当前PB处于历史低点。建发股份2020年的股息率在交运行业位居前列。分业务估值和分上市资产估值都显示建发股份的价值被低估。

**盈利预测与估值：**竞争优势带动供应链业务高增长，房地产销售和结算高增长，预计2021-23年收入增速46%、20%、14%，归母净利润增速19%、17%、1%，根据DDM和分部估值法，给予公司2021年目标价12.42元，给予“买入”评级。

**风险提示：**大宗商品价格下跌风险，应收款坏账增加风险，房地产销售下滑、价格下跌风险，汇率和利率波动风险。

### 投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	7.07元
目标价格	12.42元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,863.55
流通A股股本(百万股)	2,835.20
A股总市值(百万元)	20,245.32
流通A股市值(百万元)	20,044.87
每股净资产(元)	12.97
资产负债率(%)	80.60
一年内最高/最低(元)	9.94/7.05

### 作者

陈金海 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521060001  
chenjinhai@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《建发股份-年报点评报告:供应链大涨带动收入，静待土地释放红利》2018-04-17
- 《建发股份-季报点评:供应链带动业绩大增，土地红利有望释放》2017-10-31
- 《建发股份-首次覆盖报告:供应链地产双轮驱动，价值蓄势待发！》2017-04-12

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	337,238.67	432,949.49	632,941.21	759,529.46	867,030.50
增长率(%)	20.28	28.38	46.19	20.00	14.15
EBITDA(百万元)	13,579.78	17,681.47	18,102.90	19,594.23	20,051.58
净利润(百万元)	4,675.78	4,503.87	5,365.28	6,261.09	6,325.11
增长率(%)	0.08	(3.68)	19.13	16.70	1.02
EPS(元/股)	1.62	1.56	1.86	2.17	2.19
市盈率(P/E)	4.37	4.54	3.79	3.26	3.23
市净率(P/B)	0.66	0.53	0.50	0.45	0.41
市销率(P/S)	0.06	0.05	0.03	0.03	0.02
EV/EBITDA	4.48	2.82	(0.20)	3.52	(0.08)

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 厦门国企龙头，综合实力雄厚 .....	4
1.1. 建发集团综合实力雄厚 .....	4
1.2. 建发股份规模持续增长 .....	5
2. 大宗供应链业务持续高增长 .....	5
2.1. 份额提升推动业务增长 .....	5
2.2. 竞争优势带动份额上升 .....	6
2.3. 未来业务增长空间较大 .....	8
3. 房地产业务销售和结算高增长 .....	10
3.1. 2017 年开始销售高增长 .....	10
3.2. 2019 年进入结算高峰期 .....	10
3.3. 一级土地贡献额外利润 .....	11
4. 双主业经营，价值被低估 .....	12
4.1. 盈利有望较快增长 .....	12
4.2. 整体估值水平偏低 .....	12
4.3. 分部估值显示低估 .....	13
4.4. 目标价 12.42 元 .....	15
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1：厦门建发集团的股权结构关系（截止 2020 年 12 月 31 日） .....	4
图 2：2020 年建发集团在厦门市属国企中资产规模领先 .....	4
图 3：2020 年建发集团在厦门市属国企中收入和利润领先 .....	4
图 4：2020 年建发集团中未在建发股份上市的资产规模 .....	5
图 5：2020 年建发集团中未在建发股份上市资产的营收和利润 .....	5
图 6：2010-20 年厦门建发股份的资产规模增长 .....	5
图 7：2010-20 年厦门建发股份的收入和利润增长 .....	5
图 8：大宗商品供应链行业集中度提高 .....	6
图 9：四家供应链头部公司的份额持续提升 .....	6
图 10：浆纸业务市场份额大幅提升 .....	6
图 11：部分上市公司收缩供应链业务规模 .....	6
图 12：在收入上，2020 年头部供应链公司以国企为主 .....	7
图 13：2020 年供应链地方国企和央企融资利率较低 .....	7
图 14：2020 年供应链地方国企和民企的周转更快 .....	7
图 15：2020 年供应链地方国企和民企的“毛利/总资产”更高 .....	7

图 16: 2016-20 年建发股份的风险损失比例较低 .....	7
图 17: 建发股份的风险损失在毛利的 10%内波动 .....	7
图 18: 2020 年建发股份供应链的 ROE 较高 .....	8
图 19: 2020 年建发股份供应链的 ROA 较高 .....	8
图 20: 中国主要大宗商品市场容量数十万亿元 .....	8
图 21: 中国重点钢企销量中贸易商占比 40%左右 .....	8
图 22: 三家头部供应链企业的核心品类合计市场份额还很低 .....	9
图 23: 头部供应链企业的钢材市场份额在提升 .....	9
图 24: 2020 年中国消费了全球一半左右的大宗商品 .....	9
图 25: 中国大宗供应链龙头企业规模仅国际巨头的 1/4 .....	9
图 26: 2019 年日本商社的工业和消费业务收入占比高 .....	9
图 27: 2019 年日本商社的工业和消费业务净利润占比高 .....	9
图 28: 房地产项目主要在一、二线城市 (按投资额) .....	10
图 29: 2017 年以来建发股份房地产销售高增长 .....	10
图 30: 2017 年开始建发股份的房地产销售增速高于行业 .....	10
图 31: 2020 年拿地金额高增长预示着 2021 年销售高增长 .....	10
图 32: 房地产业务销售高增长, 将推动结算高增长 .....	11
图 33: 预收售房款高增长预示着结算收入高增长 .....	11
图 34: 在规模接近的地产公司中, 建发股份整体 PE 偏高 .....	13
图 35: 在供应链行业中, 建发股份的 PE 最低 .....	13
图 36: 在规模接近的地产公司中, 建发股份整体 PB 偏低 .....	13
图 37: 在供应链行业中, 建发股份的 PB 最低 .....	13
图 38: 建发股份的 PB 处于历史低点 .....	13
图 39: 建发股份的股息率位居交运行业前列 .....	13
表 1: 2018-21 年建发股份一级开发土地出让情况 .....	11
表 2: 建发股份一级土地开发业务的盈利敏感性分析 .....	11
表 3: 一级土地开发业务出让假设与贴现价值 .....	12
表 4: 建发股份的收入和利润预测 .....	12
表 5: 建发股份的分业务估值 .....	14
表 6: 建发股份的上市股权和其他资产的估值 .....	14
表 7: 建发股份分业务可比公司的估值 .....	14
表 8: 建发股份的贴现率核心假设 .....	15
表 9: 建发股份的股利与贴现值 .....	15

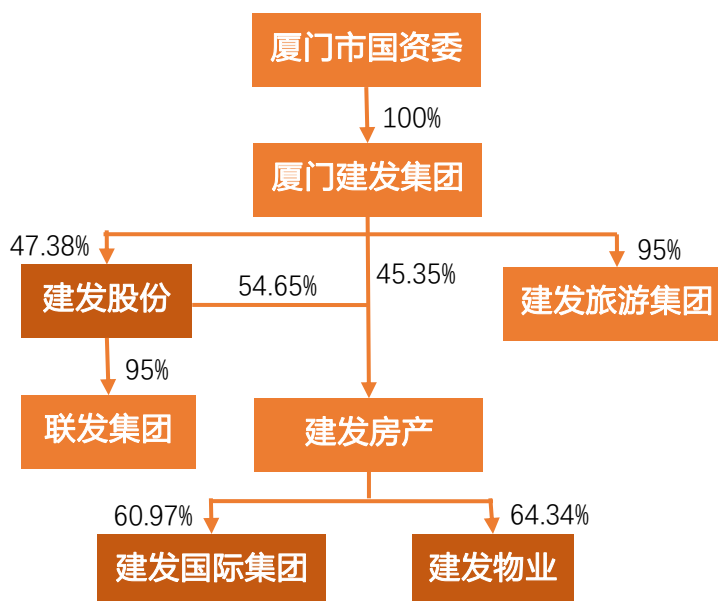
## 1. 厦门国企龙头，综合实力雄厚

厦门建发集团是厦门市属国企龙头，2017 年以来蝉联《财富》世界 500 强，综合实力雄厚。在建发集团内，建发股份、建发国际集团、建发物业三家上市公司，历史上股权关系较为复杂。建发股份是建发集团的核心上市公司，供应链和房地产双主业经营，控股房地产为主业的建发国际集团和物业管理为主业的建发物业两家港股上市公司。在建发股份之外，建发集团还有庞大的资产，盈利状况较好。

### 1.1. 建发集团综合实力雄厚

厦门建发集团是厦门市国资委全资控股企业，业务涵盖供应链运营、城市建设与运营、旅游会展、医疗健康以及新兴产业投资等领域。控股建发股份、建发国际集团、建发物业三家上市公司，参股厦门航空、厦门国际银行、宏发股份、法拉电子等公司。

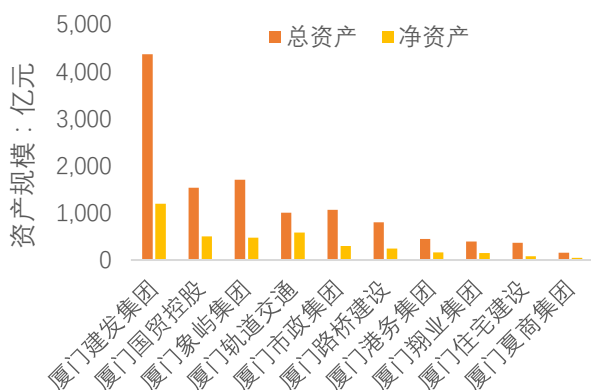
图 1：厦门建发集团的股权结构关系（截止 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

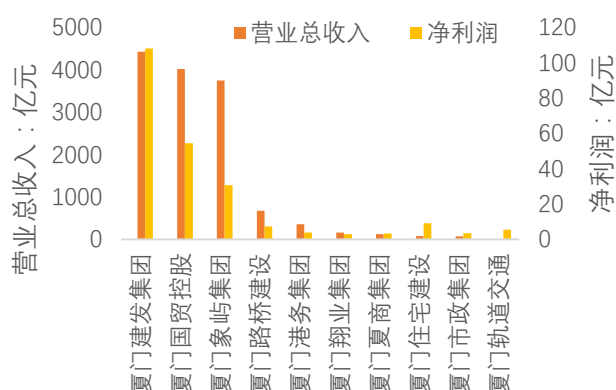
厦门建发集团是市属国企龙头。无论是资产规模，还是营业收入和净利润，厦门建发集团都在市属国企中遥遥领先。这体现出建发集团综合实力强、盈利能力强。厦门建发集团以 2016 年度营业收入 1471 亿元，首次进入 2017 年《财富》世界 500 强榜单。

图 2：2020 年建发集团在厦门市属国企中资产规模领先



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2020 年建发集团在厦门市属国企中收入和利润领先

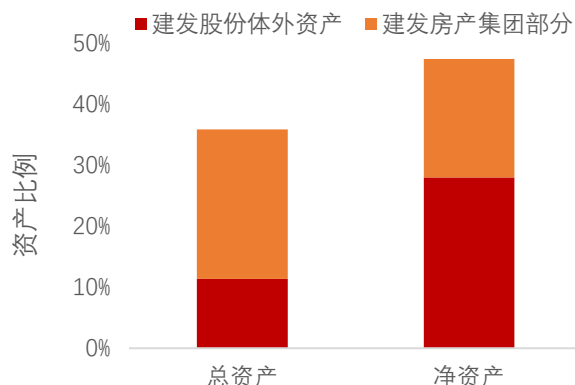


资料来源：Wind，天风证券研究所

建发集团还有较大规模资产未在建发股份。在建发集团中，未在建发股份上市公司的资产

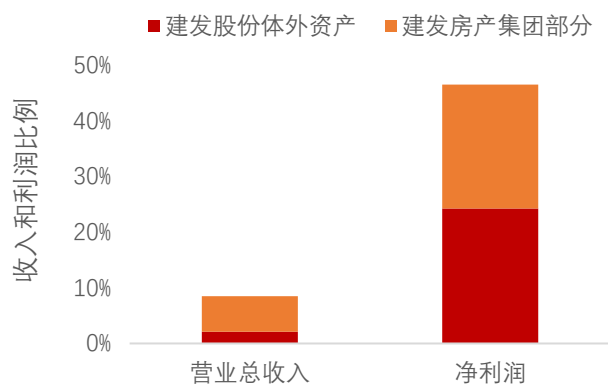
规模较大，包括建发股份之外资产、集团持股的建发房产部分等。2020 年两项资产的净资产和净利润占集团的比例都接近 50%。

图 4：2020 年建发集团中未在建发股份上市的资产规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2020 年建发集团中未在建发股份上市资产的营收和利润

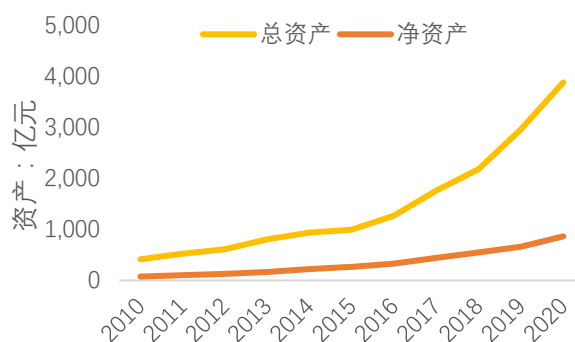


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 建发股份规模持续增长

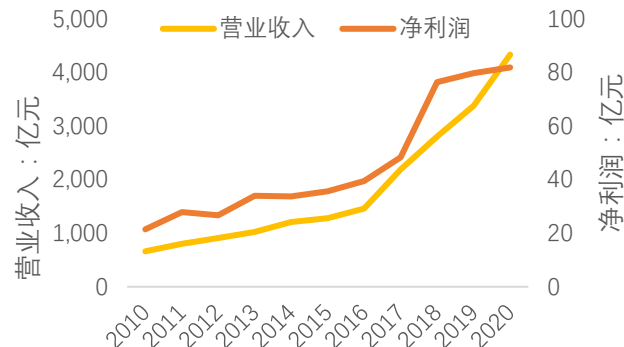
建发股份公司规模持续增长。2010-20 年，总资产和净资产分别增长 8 倍和 10 倍，年化增速分别为 25%和 28%。十年间，建发股份总资产和净资产规模持续增长，没有一年下滑。

图 6：2010-20 年厦门建发股份的资产规模增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2010-20 年厦门建发股份的收入和利润增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

建发股份的营业收入和净利润持续增长。2010-20 年，营业收入和净利润分别增长 6 倍和 3 倍，年化增速分别为 21%和 14%。十年间，营业收入持续增长，净利润仅 2 年小幅下滑，展现了增长的稳定性。

## 2. 大宗供应链业务持续高增长

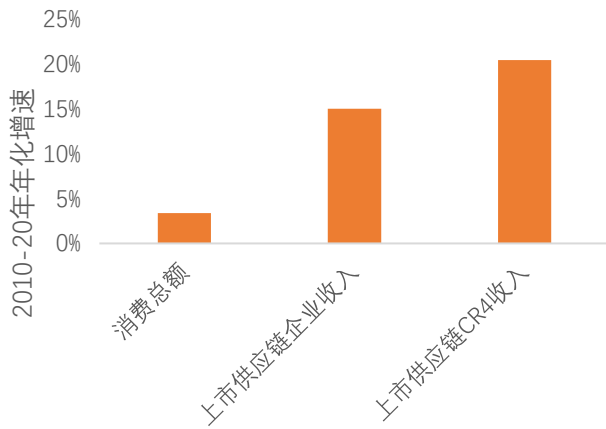
建发股份的供应链业务，市场份额持续提升推动高增长。建发股份依托融资成本低、采购规模大、周转效率高、风控能力强等优势，在大宗商品价格波动中不断提高市场份额，实现业务高增长。供应链行业集中度低、国内外龙头差距大，建发股份未来的增长空间大，有望持续高增长

### 2.1. 份额提升推动业务增长

高增长来自行业集中度提高。专业化分工促使越来越多制造企业采用外部的供应链服务。头部公司具备竞争优势，增速高于行业均值，表现为市场份额不断提高。

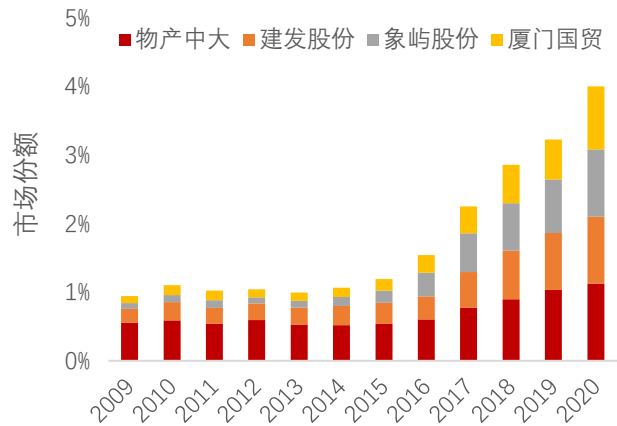
2016 年以来头部公司市场份额快速提高。一方面，供给侧改革推动大宗商品行业集中度提高，分销环节的集中度也提高。另一方面，大宗商品涨价推升垫资需求，头部公司利用资金优势扩大份额。

图 8：大宗商品供应链行业集中度提高



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

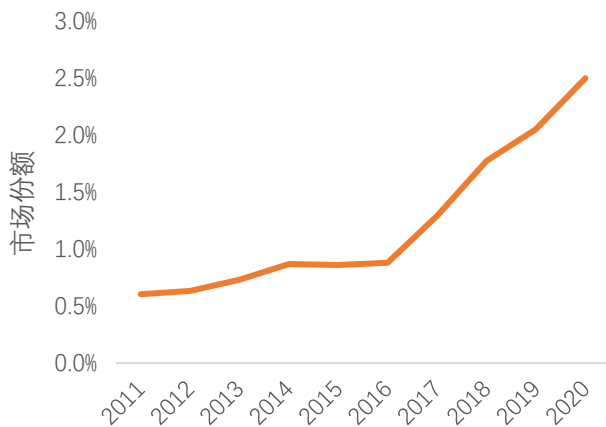
图 9：四家供应链头部公司的份额持续提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

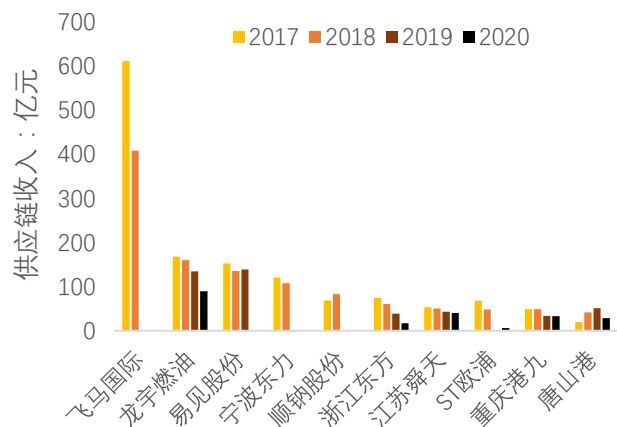
建发股份的市场份额持续提升。2010-20 年，建发股份供应链业务营业收入增长 484%，市场份额从 0.26% 提高到 0.98%，提高了 271%。其中建发股份的优势品类浆纸业务，2020 年市场份额 2.5% 左右，比 2010 年提高了 221%。

图 10：浆纸业务市场份额大幅提升



资料来源：Wind，国家统计局，海关总署，天风证券研究所

图 11：部分上市公司收缩供应链业务规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

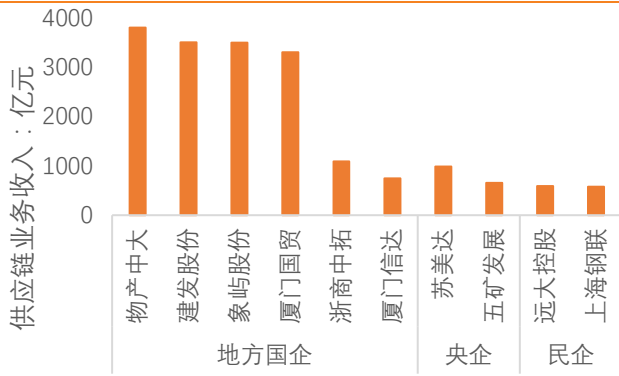
部分竞争者退出大宗供应链行业。在头部公司高增长的同时，部分中小企业供应链业务规模萎缩，甚至退出供应链业务，为头部公司提供了增长空间。这背后是中小竞争者不具备竞争优势，增长受限、盈利微薄。

## 2.2. 竞争优势带动份额上升

建发股份作为头部供应链企业，具有成本低、效率高、风控强、盈利好等优势。这些优势推动建发股份供应链业务持续高增长。而规模效应又会加强这些竞争优势，形成规模和效益的正向循环。

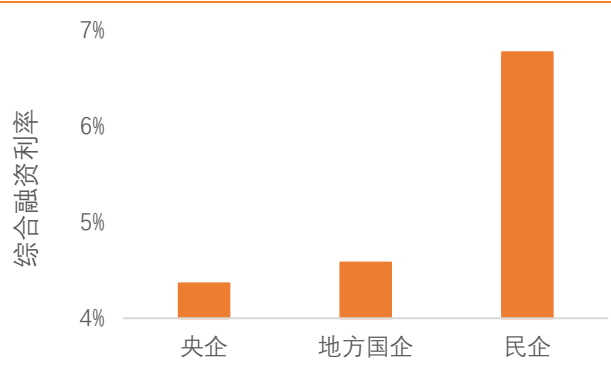
建发股份成本优势明显，对民企形成竞争壁垒。国内前四大供应链企业都是地方国企，民企的规模明显偏小。这背后，是国企的融资能力更强、融资成本更低，能支撑更大的业务规模。而规模扩大后，采购成本、融资成本、物流成本、信息成本都会进一步下降，加强竞争优势。

图 12: 在收入上, 2020 年头部供应链公司以国企为主



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 2020 年供应链地方国企和央企融资利率较低

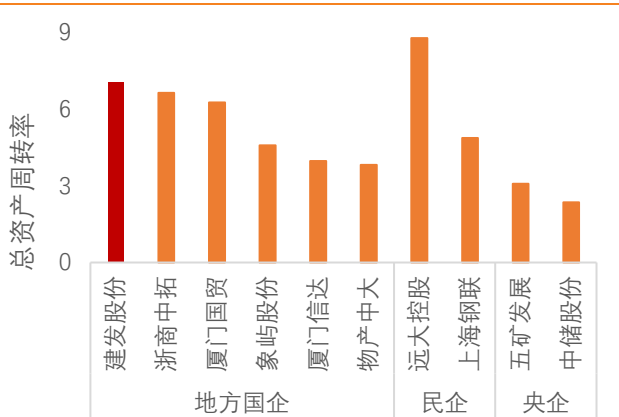


资料来源: Wind, 天风证券研究所

供应链金融是信用派生的重要渠道。中小企业抵押物少、信用等级低, 融资难成为普遍问题。大宗供应链企业能基于中小企业的实际商流, 针对在途库存进行融资, 能有效缓解资金压力。国有供应链企业在融资成本上具有优势, 在供应链金融业务上具有竞争力。

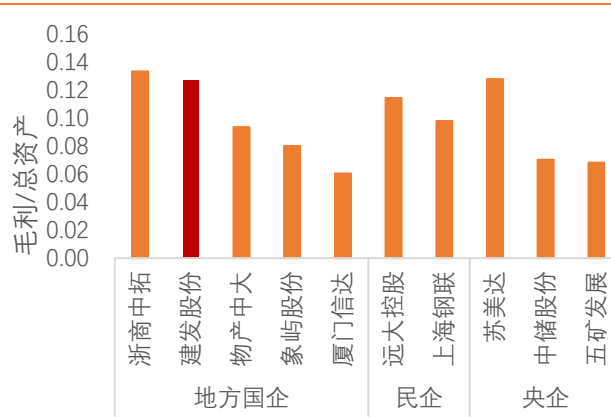
建发股份的供应链业务成本效率更高, 业务更具竞争力。供应链业务利润率低, 需要精细化管理才能实现良好的盈利。建发股份业务经营市场化, 周转效率较高; 成本控制严格, “毛利/总资产” 较高。

图 14: 2020 年供应链地方国企和民企的周转更快



资料来源: Wind, 天风证券研究所

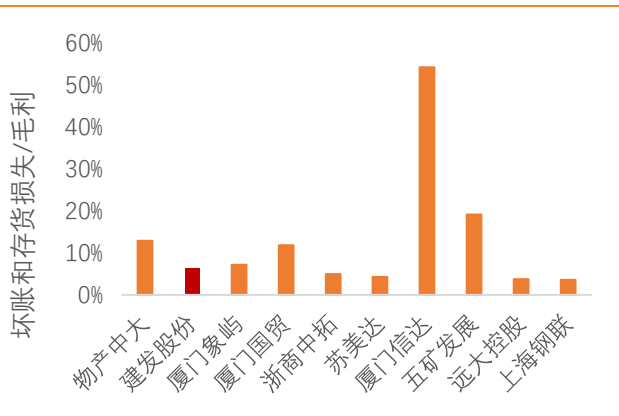
图 15: 2020 年供应链地方国企和民企的“毛利/总资产” 更高



资料来源: Wind, 天风证券研究所

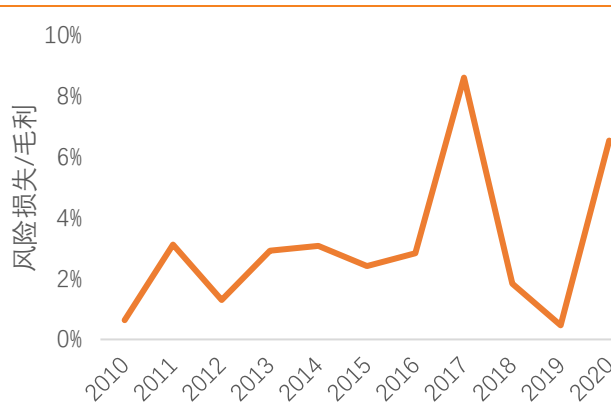
建发股份的供应链业务风险损失比例较低。2020 年营业收入前五的大宗供应链上市公司, 在 2016-20 年平均的坏账和存货减值损失占毛利的比例较低, 而规模小的供应链企业的损失比例更高。经过多年发展, 建发股份建立了完善的风控体系, 损失比例较低且较为稳定。

图 16: 2016-20 年建发股份的风险损失比例较低



资料来源: Wind, 天风证券研究所

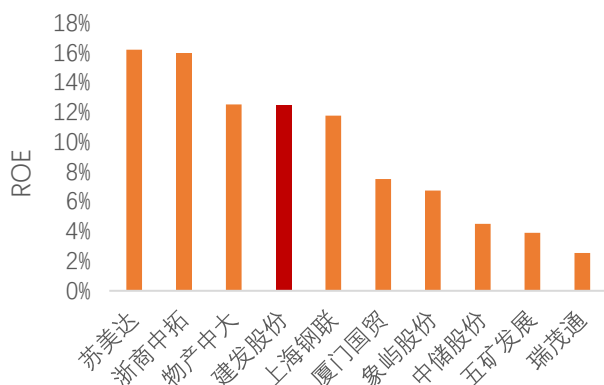
图 17: 建发股份的风险损失在毛利的 10% 内波动



资料来源: Wind, 天风证券研究所

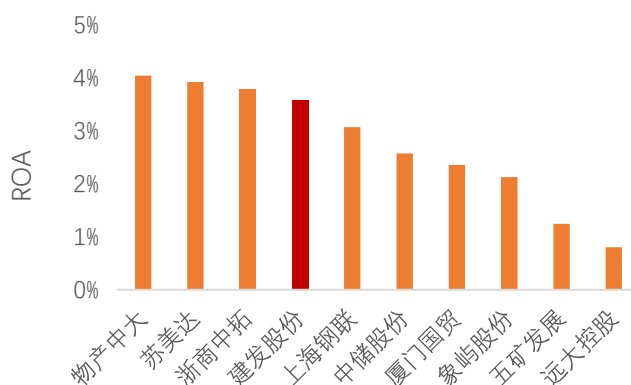
建发股份供应链业务的盈利能力较强。2020 年四家头部供应链公司的 ROE 在 10%左右，盈利能力较强；建发股份供应链的 ROE 在 12%左右，高于多数竞争对手。

图 18：2020 年建发股份供应链的 ROE 较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2020 年建发股份供应链的 ROA 较高



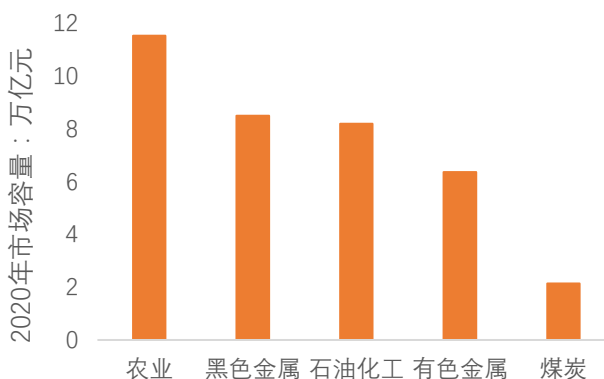
资料来源：Wind，天风证券研究所

低利润率伴随着高周转率，ROA 并不低。市场认为供应链企业的毛利率和净利率低，盈利能力较低。但是低利润率伴随着高周转，ROA 水平并不低。大宗供应链的货值计入营业收入，导致财务特征接近商贸类公司，利润率难以和制造业企业比较。

### 2.3. 未来业务增长空间较大

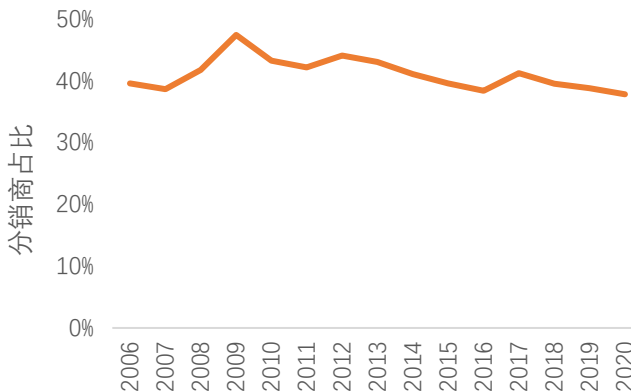
中国大宗供应链市场规模数十万亿元。中国钢铁、有色、石油、煤炭等行业营收都达到数万亿元，再考虑铁矿石、原油、有色金属等商品进口，总交易规模达到数十万亿元。供应链企业参与这些大宗商品的采购和销售，发展空间庞大。

图 20：中国主要大宗商品市场容量数十万亿元



资料来源：Wind，国家统计局，海关总署，天风证券研究所

图 21：中国重点钢企销量中贸易商占比 40%左右

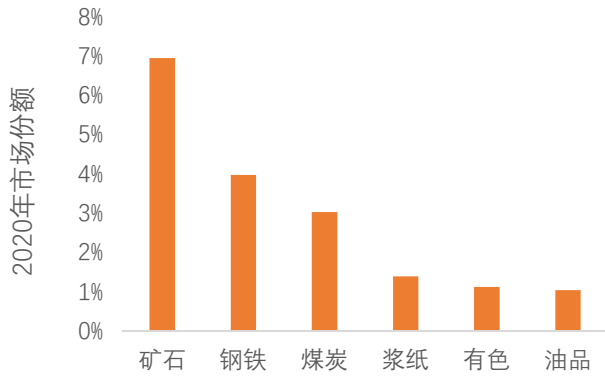


资料来源：Wind，中国钢铁工业协会，天风证券研究所

大宗供应链行业的集中度偏低。2020 年四家上市的头部供应链公司合计业务收入不足 1.5 万亿，在数十万亿元的市场中占比较低。分品类看，物产中大、厦门象屿、厦门国贸三家头部公司各品类合计市场份额都在 10%以下。即使按照钢材业务贸易商分销的比例 40%计算，三家头部公司在分销市场的份额仅 10%左右。

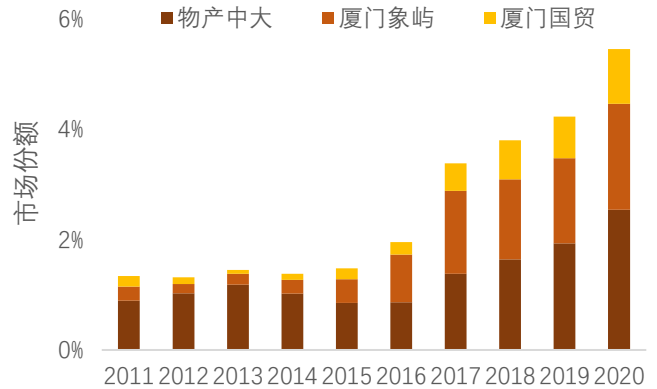


图 22：三家头部供应链企业的核心品类合计市场份额还很低



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

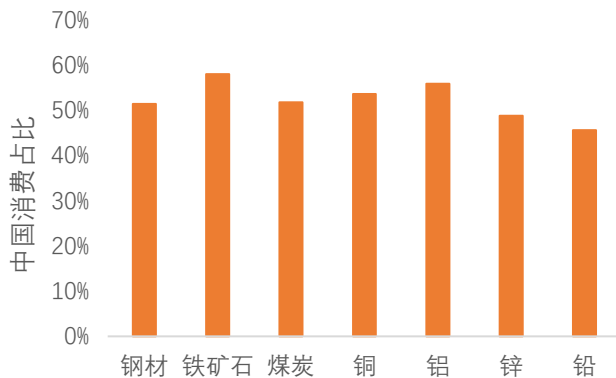
图 23：头部供应链企业的钢材市场份额在提升



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

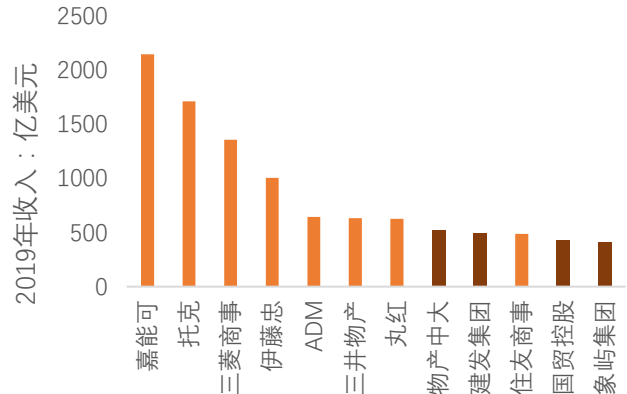
中国消费全球一半左右大宗商品，有机会孕育出全球大宗供应链龙头。中国消费了全球主要大宗商品一半左右数量，而且很多商品通过进口获得。在这个巨大的流通市场，中国的供应链企业有望发展成为全球龙头。但是到 2019 年，中国的供应链企业规模还只有海外龙头的 1/4，未来成长空间大。

图 24：2020 年中国消费了全球一半左右的大宗商品



资料来源：Wind，国际钢铁协会，美国地质调查局，BP，海关总署，智利国家铜业委员会，中国有色金属工业年鉴，天风证券研究所

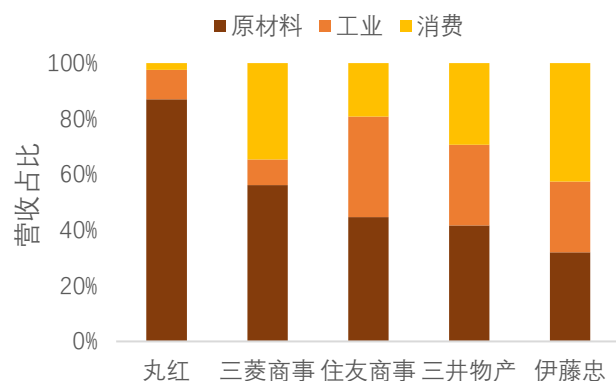
图 25：中国大宗供应链龙头企业规模仅国际巨头的 1/4



资料来源：Wind，2020 年《财富》世界 500 强，天风证券研究所

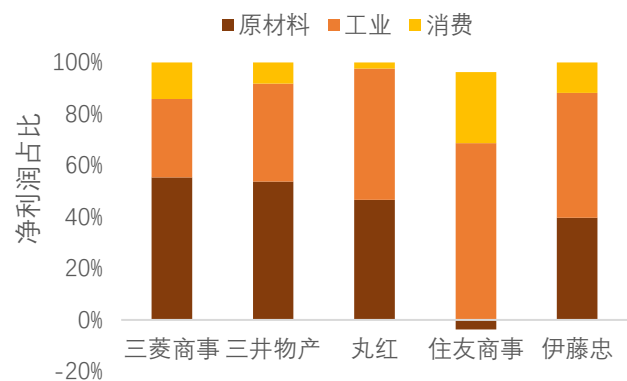
海外市场还有较大的增长空间。参考欧美大宗商品贸易商、日本商社的发展经验，即使本国市场停止增长，海外市场还能支撑增长；即使大宗商品需求停止增长，工业品和消费品还能大幅增长。

图 26：2019 年日本商社的工业和消费业务收入占比高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 27：2019 年日本商社的工业和消费业务净利润占比高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

供应链企业逐渐参与工业品、消费品交易。除了大宗商品，供应链企业还经营汽车、浆纸、

机电产品、食品等贸易业务。工业品和消费品市场更为庞大，为供应链企业发展提供了更大空间。

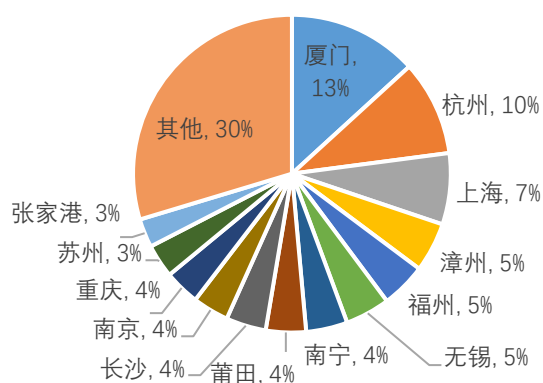
### 3. 房地产业务销售和结算高增长

建发股份的房地产业务销售和结算正在高增长。建发股份的房地产项目主要分布在经济发达的一、二线城市。2017-20 年房地产销售持续高增长，2020 年拿地高增长有望带动 2021 年销售继续高增长。根据房地产项目 2-3 年的开发周期，2019-20 年结算已经高增长，2021-23 年有望继续较快增长。

#### 3.1. 2017 年开始销售高增长

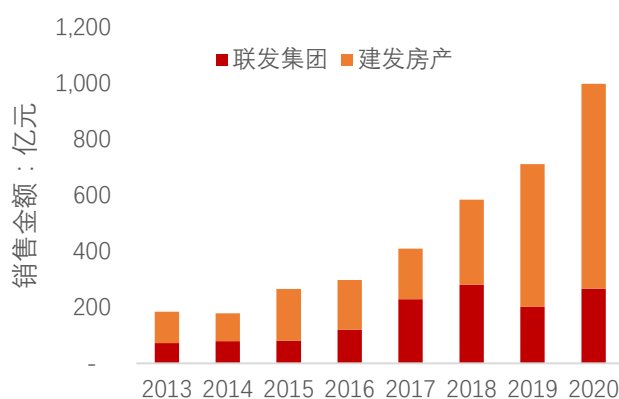
建发股份的房地产项目主要在一、二线城市。按照项目投资额看，2020 年建发股份 68% 的房地产项目分布在闽江浙沪，62% 在直辖市、计划单列市和省会城市。投资额占比较高的多为经济较发达的城市。

图 28：2020 年房地产项目主要在一、二线城市（按投资额）



资料来源：Wind，天风证券研究所

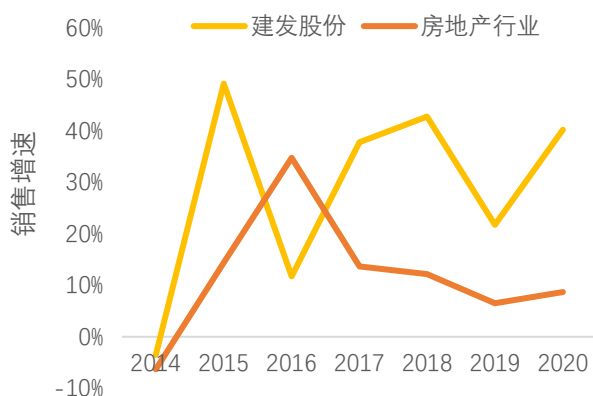
图 29：2017 年以来建发股份房地产销售高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

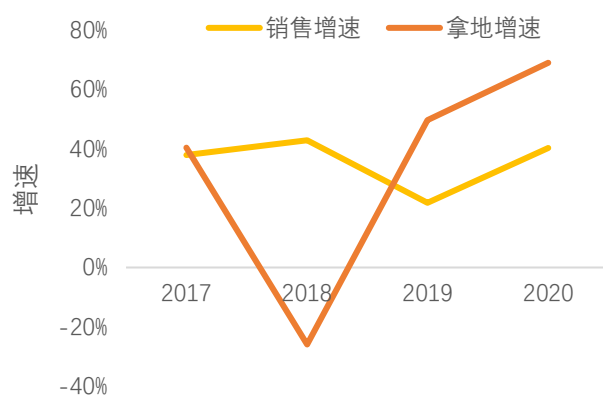
2017 年转型高周转模式，房地产销售开始持续高增长。2017-20 年，建发股份房地产销售增速高于行业，与公司房地产业务开发模式从高利润率转向高周转率有关。作为前瞻指标的拿地金额在 2020 年高增长，预示着 2021 年销售有望高增长。

图 30：2017 年开始建发股份的房地产销售增速高于行业



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

图 31：2020 年拿地金额高增长预示着 2021 年销售高增长



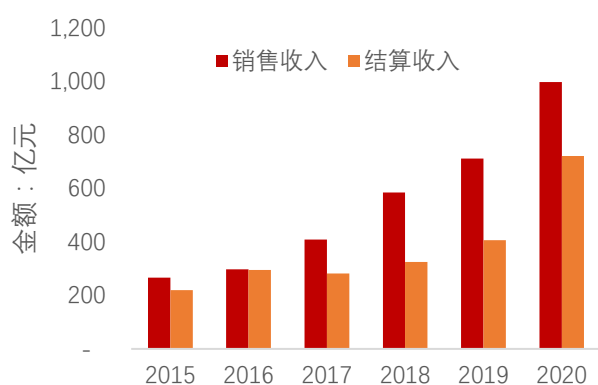
资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 3.2. 2019 年进入结算高峰期

根据房地产开发周期，2019 年开始结算高增长。房地产项目从销售到结算有 2-3 年的滞后期。2017-20 年销售高增长，意味着 2019-22 年结算高增长，并有望延续到 2023 年。2020

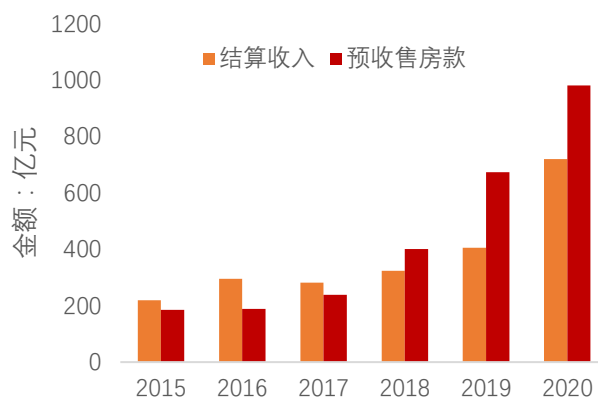
年预收售房款高增长，金额远高于结算收入，也预示着 2021 年结算收入高增长。

图 32：房地产业务销售高增长，将推动结算高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：预收售房款高增长预示着结算收入高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 一级土地贡献额外利润

一级土地开发间歇性贡献利润。一级土地开发是湖里区委委托建发股份做的旧村改造项目。建发股份承担拆迁、安置等开发成本，土地出让后获得 85% 的出让款。2018 年以来出让 5 块土地，2018-20 年都贡献利润，2021 年有望继续贡献利润。

表 1：2018-21 年建发股份一级开发土地出让情况

地块	计价建筑面积 万平方米	成交总价 亿元	出让单价 万元/平方米	出让款 分成比例	所得税率	股权比例	估计归母净利润 亿元	开发成本 万元/平方米
2018P02	14.96	57.0	3.81	85%	0.75	54.65%	6.66	2.15
2018P03	9.734	38.1	3.91	85%	0.75	54.65%	6.66	1.65
2019P01	13.17	59.4	4.51	85%	0.75	54.65%	9.34	2.10
2019P05	17.455	75.3	4.31	85%	0.75	54.65%	11.68	2.03
2021P04	10.511	53.1	5.05	85%	0.75	54.65%		

资料来源：Wind，天风证券研究所

待开发面积 110 万平方米。截至 2020 年 12 月末，建发股份的土地一级开发业务，尚余计容建筑面积 110.39 万平方米。受限价影响，我们预计土地出让价格在 5 万元/平方米左右。由于剩余项目开发时间较晚，预计开发成本高于已经完成出让的项目。

表 2：建发股份一级土地开发业务的盈利敏感性分析

开发 10 万平方米一级土地， 贡献的归母净利润：亿元	单位开发成本：万元/平方米					
	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5
3.0	2.3	0.2	-1.8	-3.9	-5.9	-8.0
4.0	5.7	3.7	1.6	-0.4	-2.5	-4.5
5.0	9.2	7.2	5.1	3.1	1.0	-1.0
6.0	12.7	10.7	8.6	6.6	4.5	2.5
7.0	16.2	14.1	12.1	10.0	8.0	5.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计一级土地开发项目贴现价值在 22 亿元左右。假设开发成本 3.5 万元/平方米、出让价格 5 万元/平方米，那么剩余项目可贡献归母净利润 34 亿元左右，按照 10% 的贴现率计算出现值为 22 亿元。

表 3：一级土地开发业务出让假设与贴现价值

指标	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	合计
出让面积：万平方米	10.5	10	10	10	10	10	10	10	10	10	9.9	110.4
归母净利润：亿元	3.23	3.07	3.07	3.07	3.07	3.07	3.07	3.07	3.07	3.07	3.04	33.9
贴现率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
贴现期：年	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
贴现值：亿元	3.23	2.79	2.54	2.31	2.10	1.91	1.74	1.58	1.43	1.30	1.17	22.1

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 双主业经营，价值被低估

建发股份是供应链和房地产双主业经营，市场给予估值折价。建发股份在同等规模地产公司中的 PB 偏低，在主要供应链公司中 PB 最低，当前 PB 处于历史低点。建发股份 2020 年的股息率在交运行业位居前列。分业务估值和分上市资产估值都显示建发股份的价值被低估。预计 2021-23 年建发股份的收入和利润继续较快增长。根据 DDM 和分部估值法，取两者结果的平均值，给予目标价 12.42 元，“买入”评级。

### 4.1. 盈利有望较快增长

假设大宗供应链业务保持较快增长。建发股份作为行业头部公司具备竞争优势，市场份额持续提升，带来销量持续增长。2021 年大宗商品价格上涨，贡献额外的增速。考虑到 2021 年一季度公司营业收入增速 59%，假设 2021 年收入增长 50%，2022-23 年增速下降到 20% 和 15%。

假设周转加快使供应链业务毛利率下降。供应链业务提供垫资服务，周转加快导致垫资时间缩短，带来的增值减少，毛利率下降。高周转是供应链服务的核心之一，未来有望继续加快，所以假设毛利率继续下降，2021-23 年下降到 1.6%、1.5%、1.4%。

假设房地产销售和结算增速放缓。房地产调控加码，预计全国房地产销售增速下滑，建发股份也将受影响。销售增速下滑将带动结算增速滞后下滑，预计 2021-23 年结算收入增速分别为 30%、20%、10%。

假设房地产限价导致毛利率下降。各地对新房销售的限价严格，土地出让还存在竞争，预计未来房地产开发项目的毛利率将继续下降。假设 2021-23 年建发股份房地产业务毛利率分别为 18%、17%、16%。

表 4：建发股份的收入和利润预测

指标	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
供应链业务收入：亿元	2,360	2,870	3,505	5,258	6,310	7,256	7,982
yoy	25%	22%	22%	50%	20%	15%	10%
毛利率	2.9%	2.6%	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%
房地产业务收入：亿元	406	459	824	1,071	1,286	1,414	1,485
yoy	39%	13%	79%	30%	20%	10%	5%
毛利率	35%	29%	21%	18%	17%	16%	15%
净利润：亿元	47	47	45	54	63	63	63
yoy	40%	0%	-4%	19%	17%	1%	-1%
ROE	17%	15%	12%	13%	14%	13%	12%

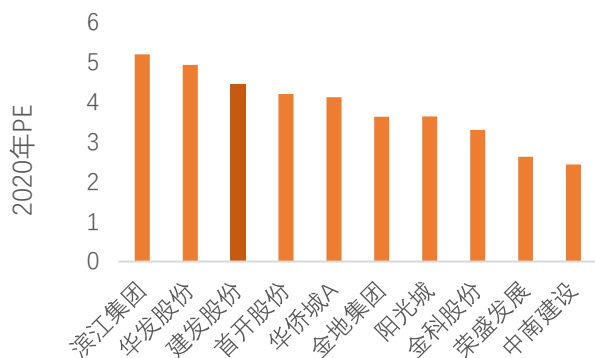
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.2. 整体估值水平偏低

建发股份的 PE 偏低。尽管在房地产行业，建发股份在规模接近的同行中 PE 偏高，但是

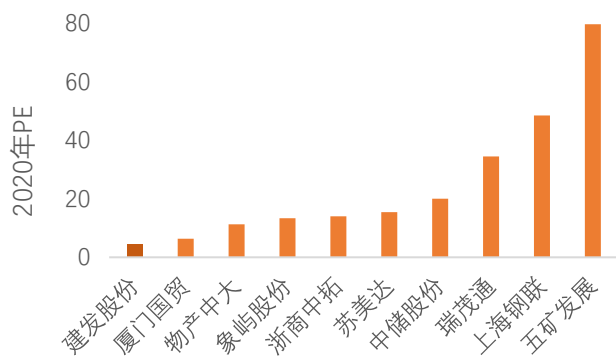
贡献 40%左右归母净利润的供应链业务，行业平均估值高于房地产业务，所以在房地产行业估值偏高有合理性。在供应链行业，建发股份的 PE 行业最低。

图 34：在规模接近的地产公司中，建发股份整体 PE 偏高



资料来源：Wind，天风证券研究所

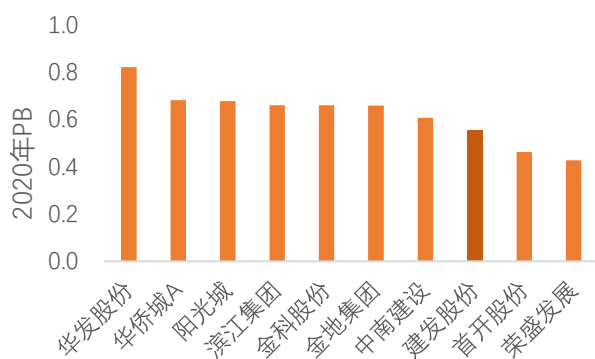
图 35：在供应链行业中，建发股份的 PE 最低



资料来源：Wind，天风证券研究所

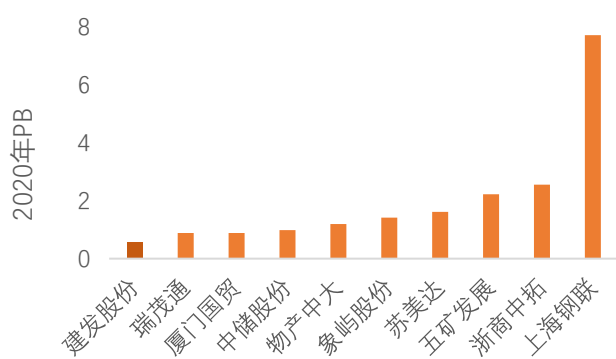
建发股份的 PB 偏低。横向对比看，无论是在规模接近的房地产公司中，还是在供应链行业，建发股份的 PB 都处于偏低水平。纵向对比看，建发股份的 PB 处于历史最低点，远低于平均值和中位数。

图 36：在规模接近的地产公司中，建发股份整体 PB 偏低



资料来源：Wind，天风证券研究所

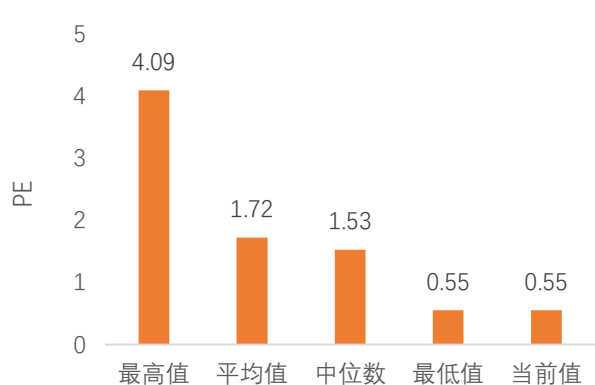
图 37：在供应链行业中，建发股份的 PB 最低



资料来源：Wind，天风证券研究所

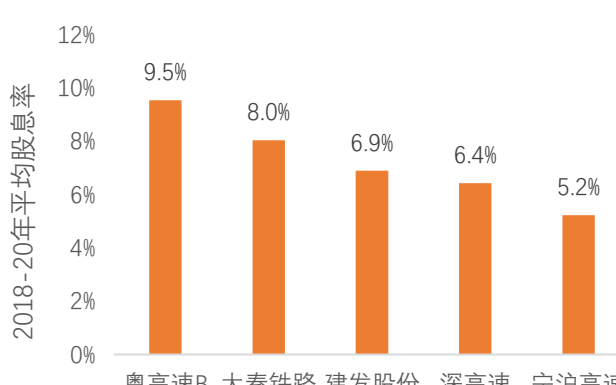
建发股份的股息率在交运行业前列。2018-20 年股息率都在 5%以上的交运上市公司中，建发股份的三年平均股息率达到 6.9%，这在全体 A 股中也处于较高水平。

图 38：建发股份的 PB 处于历史低点



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：建发股份的股息率位居交运行业前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.3. 分部估值显示低估

分业务估值显示建发股份被低估。建发股份业务分为供应链、房地产开发、一级土地开发、股权投资等。分业务估值显示，建发股份合计价值为 354 亿元，远高于当前市值。

表 5: 建发股份的分业务估值

主要业务	2021 年净利润	净利润	对标公司	假设	业务估值
	亿元	可持续增速	PE	PE	亿元
供应链	26.71	15%	8.5	8.5	228.0
房地产开发	19.92	10%	3.1	3.1	61.3
一级土地开发	5.58	贴现价值 22.1 亿元			22.1
股权投资	持有宏发股份 8.71%，6485 万股				41.0
合计	52.21				354.0

资料来源: Wind, 天风证券研究所

分上市资产估值显示建发股份价值被低估。考虑到建发股份的部分资产为上市公司股份, 如建发国际集团、建发物业、宏发股份等, 所以分上市股份和其他资产进行估值。结果发现, 建发股份的合理价值为 394 亿元。

表 6: 建发股份的上市股权和其他资产的估值

资产	资产类型	持股比例	2021 年净利润	假设	价值
		2020 年 12 月 31 日	亿元	PE	亿元
供应链		100%	26.7	8.5	228.0
建发房产		54.65%			175.5
建发国际集团	上市股权	64.34%			85.1
建发物业	上市股权	64.34%			28.9
一级土地		100%			40.4
其他		100%			21.1
联发集团		95%			73.3
宏发股份	上市股权	8.71%			42.6
其他		100%	10	3.1	30.7
建发股份合计					393.6

资料来源: Wind, 天风证券研究所

建发股份供应链和房地产业务可比公司的估值如表 7。

表 7: 建发股份分业务可比公司的估值

公司	股价	EPS : 元				PE			
	2021 年 7 月 30 日	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
物产中大	5.85	0.52	0.69	0.74	0.89	11.3	8.5	7.9	6.6
象屿股份	7.20	0.54	0.80	0.93	1.15	13.4	9.0	7.7	6.3
浙商中拓	10.78	0.77	1.33	1.78	2.29	14.0	8.1	6.1	4.7
供应链平均						12.9	8.5	7.2	5.9
金科股份	4.30	1.30	1.57	1.83	2.13	3.3	2.7	2.3	2.0
中南建设	4.56	1.87	2.33	2.73	3.16	2.4	2.0	1.7	1.4
金地集团	8.37	2.30	2.55	2.85	3.18	3.6	3.3	2.9	2.6
华侨城 A	6.45	1.56	1.89	2.20	2.62	4.1	3.4	2.9	2.5
荣盛发展	4.55	1.73	2.22	2.49	2.28	2.6	2.1	1.8	2.0
滨江集团	3.90	0.75	0.94	1.18	1.45	5.2	4.1	3.3	2.7
阳光城	4.37	1.20	1.55	1.79	2.02	3.6	2.8	2.4	2.2
首开股份	4.76	1.13	1.27	1.49	1.86	4.2	3.8	3.2	2.6
华发股份	5.73	1.16	1.63	1.90	2.20	4.9	3.5	3.0	2.6
房地产平均						3.8	3.1	2.6	2.3

资料来源: Wind, 天风证券研究所

#### 4.4. 目标价 12.42 元

综合 DDM 估值法和分部估值法，取两者结果的平均值，给予建发股份目标价为 12.42 元。

根据 DDM 估值法，建发股份的每股合理价值为 11.09 元。供应链业务融资服务导致现金流波动大、可靠性低，庞大的应收款难以评估风险，所以采用 DDM 估值法。由于供应链行业风险事件较多，因此给予更高的风险溢价。

表 8：建发股份的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3.5%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3.47%
风险溢价	6%	5 年沪深 300 指数平均收益率 9.69%
贝塔	0.83	2016 年以来建发股份相对沪深 300 指数的贝塔 0.83
半显性期增长率	5%	市场空间大，建发股份依托竞争优势较快增长
永续增长率	1%	市场集中度维持稳定，建发股份增速接近行业

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据估值模型，建发股份的分红现金流及贴现值如表 9。

表 9：建发股份的股利与贴现值

指标	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	终值
股利：亿元	16.53	19.39	19.73	19.41	20.38	21.40	22.47	23.59	24.77	26.01	27.31	28.67	385.82
贴现：亿元	15.97	17.26	16.19	14.67	14.20	13.74	13.30	12.87	12.45	12.05	11.66	11.28	151.83
权益价值：亿元													317.47

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据分部估值法，建发股份的每股合理价值为 13.75 元。建发股份的资产中，有建发国际集团、建发物业、宏发股份等上市公司股权，可以用市值衡量其价值。剩余资产根据预期盈利和可比公司 PE，计算其价值。结果如表 6。

## 5. 风险提示

**大宗商品价格下跌风险。**尽管赚取服务费的模式基本不承担价格波动风险，利润率稳定；但是货值计入营业收入模式下，大宗商品价格下跌还是会导致收入和利润增速下滑。此外，大宗商品价格的急剧大幅下跌可能导致客户违约，产生存货和应收款减值损失。

**应收款坏账增加风险。**供应链业务给客户垫资，形成大量的应收款。如果风控体系出现漏洞、信用风险蔓延，应收款可能出现大量的坏账，影响公司的盈利和资产。

**房地产销售下滑、价格下跌风险。**严厉的房地产调控政策可能导致房地产销售收入减少、价格下跌，从而导致利润率下降。同时，开发项目可能计提存货减值损失。

**汇率和利率波动风险。**新冠肺炎疫情导致全球金融市场大幅波动，部分国家货币大幅贬值，人民币兑美元汇率也出现波动。建发股份的外贸业务可能受交易货币贬值影响，自身的融资成本也可能有所波动。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	35,348.80	53,806.42	130,055.02	73,969.15	160,167.29
应收票据及应收账款	7,025.27	4,843.04	10,980.49	5,897.95	13,369.40
预付账款	16,501.20	26,850.73	37,237.32	39,871.29	48,465.22
存货	173,260.67	222,071.58	315,922.43	331,374.05	410,176.28
其他	36,061.55	40,949.55	69,994.91	64,687.32	88,424.23
<b>流动资产合计</b>	<b>268,197.49</b>	<b>348,521.32</b>	<b>564,190.16</b>	<b>515,799.76</b>	<b>720,602.41</b>
长期股权投资	5,507.17	8,331.22	11,331.22	14,331.22	17,331.22
固定资产	1,813.90	2,439.69	2,867.22	3,235.52	3,540.28
在建工程	362.35	241.43	264.86	278.91	287.35
无形资产	709.19	830.28	880.35	925.06	964.40
其他	18,808.57	26,792.88	24,045.70	23,389.86	23,524.48
<b>非流动资产合计</b>	<b>27,201.17</b>	<b>38,635.50</b>	<b>39,389.34</b>	<b>42,160.57</b>	<b>45,647.73</b>
<b>资产总计</b>	<b>295,398.66</b>	<b>387,156.82</b>	<b>603,928.35</b>	<b>558,076.61</b>	<b>766,405.18</b>
短期借款	4,007.20	1,706.25	5,000.00	6,000.00	7,000.00
应付票据及应付账款	34,809.73	42,953.69	72,005.57	66,309.58	92,145.85
其他	127,420.06	167,907.55	324,264.03	253,663.84	405,628.99
<b>流动负债合计</b>	<b>166,236.98</b>	<b>212,567.49</b>	<b>401,269.60</b>	<b>325,973.42</b>	<b>504,774.84</b>
长期借款	35,760.61	43,508.43	60,000.00	70,000.00	80,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27,296.63	45,022.73	50,000.00	60,000.00	70,000.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>63,057.24</b>	<b>88,531.16</b>	<b>110,000.00</b>	<b>130,000.00</b>	<b>150,000.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>229,294.22</b>	<b>301,098.65</b>	<b>511,269.60</b>	<b>455,973.42</b>	<b>654,774.84</b>
少数股东权益	35,214.52	47,671.32	52,061.09	57,183.80	62,358.89
股本	2,835.20	2,863.55	2,863.55	2,863.55	2,863.55
资本公积	2,496.86	2,910.50	2,910.50	2,910.50	2,910.50
留存收益	27,972.21	33,022.23	36,734.11	41,055.83	45,407.90
其他	(2,414.35)	(409.44)	(1,910.50)	(1,910.50)	(1,910.50)
<b>股东权益合计</b>	<b>66,104.44</b>	<b>86,058.17</b>	<b>92,658.75</b>	<b>102,103.19</b>	<b>111,630.34</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>295,398.66</b>	<b>387,156.82</b>	<b>603,928.35</b>	<b>558,076.61</b>	<b>766,405.18</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,963.12	8,182.47	5,365.28	6,261.09	6,325.11
折旧摊销	565.58	345.92	298.97	372.94	447.46
财务费用	1,225.92	1,665.34	1,500.00	1,700.00	1,900.00
投资损失	(709.75)	(1,259.72)	(808.13)	(808.13)	(808.13)
营运资金变动	(897.71)	130,692.85	53,212.57	(73,835.80)	68,562.28
其它	3,067.91	(129,908.36)	4,389.77	5,122.71	5,175.09
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,215.07</b>	<b>9,718.51</b>	<b>63,958.46</b>	<b>(61,187.20)</b>	<b>81,601.81</b>
资本支出	7,565.88	(14,046.15)	(1,677.27)	(6,700.00)	(6,700.00)
长期投资	5,507.17	2,824.05	3,000.00	3,000.00	3,000.00
其他	(23,769.84)	8,811.29	(4,163.45)	1,440.69	1,169.37
<b>投资活动现金流</b>	<b>(10,696.80)</b>	<b>(2,410.80)</b>	<b>(2,840.72)</b>	<b>(2,259.31)</b>	<b>(2,530.63)</b>
债权融资	54,750.68	59,487.01	79,272.33	90,272.33	101,272.33
股权融资	(855.98)	1,505.19	(3,001.06)	(1,700.00)	(1,900.00)
其他	(44,326.76)	(47,180.30)	(61,140.41)	(81,211.70)	(92,245.38)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>9,567.94</b>	<b>13,811.90</b>	<b>15,130.86</b>	<b>7,360.64</b>	<b>7,126.96</b>
汇率变动影响	(0.17)	0.55	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>10,086.03</b>	<b>21,120.16</b>	<b>76,248.60</b>	<b>(56,085.87)</b>	<b>86,198.14</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>337,238.67</b>	<b>432,949.49</b>	<b>632,941.21</b>	<b>759,529.46</b>	<b>867,030.50</b>
营业成本	315,178.82	409,412.72	605,243.26	728,208.54	834,244.12
营业税金及附加	2,142.42	2,708.25	3,959.27	4,775.80	5,432.97
营业费用	7,760.86	6,227.10	7,595.29	8,354.82	8,670.30
管理费用	410.18	469.88	632.94	759.53	867.03
研发费用	13.32	10.03	14.66	17.59	20.08
财务费用	990.67	1,355.35	1,500.00	1,700.00	1,900.00
资产减值损失	(663.07)	(2,039.52)	(1,500.00)	(1,000.00)	(1,000.00)
公允价值变动收益	17.20	109.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	707.56	1,168.39	808.13	808.13	808.13
其他	(231.20)	1,438.12	1,383.74	383.74	383.74
<b>营业利润</b>	<b>10,911.91</b>	<b>12,090.03</b>	<b>13,303.92</b>	<b>15,521.30</b>	<b>15,704.12</b>
营业外收入	215.26	147.83	152.05	171.71	157.20
营业外支出	72.20	131.21	92.89	98.77	107.62
<b>利润总额</b>	<b>11,054.97</b>	<b>12,106.66</b>	<b>13,363.08</b>	<b>15,594.24</b>	<b>15,753.70</b>
所得税	3,091.85	3,924.19	3,608.03	4,210.45	4,253.50
<b>净利润</b>	<b>7,963.12</b>	<b>8,182.47</b>	<b>9,755.05</b>	<b>11,383.80</b>	<b>11,500.20</b>
少数股东损益	3,287.34	3,678.60	4,389.77	5,122.71	5,175.09
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,675.78</b>	<b>4,503.87</b>	<b>5,365.28</b>	<b>6,261.09</b>	<b>6,325.11</b>
每股收益(元)	1.62	1.56	1.86	2.17	2.19

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.28%	28.38%	46.19%	20.00%	14.15%
营业利润	4.17%	10.80%	10.04%	16.67%	1.18%
归属于母公司净利润	0.08%	-3.68%	19.13%	16.70%	1.02%
<b>获利能力</b>					
毛利率	6.54%	5.44%	4.38%	4.12%	3.78%
净利率	1.39%	1.04%	0.85%	0.82%	0.73%
ROE	15.14%	11.73%	13.22%	13.94%	12.84%
ROIC	20.77%	13.72%	16.68%	74.74%	13.71%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	77.62%	77.77%	84.66%	81.70%	85.43%
净负债率	29.35%	6.60%	-54.81%	15.97%	-52.76%
流动比率	1.61	1.64	1.41	1.58	1.43
速动比率	0.57	0.59	0.62	0.57	0.62
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	46.97	72.96	80.00	90.00	90.00
存货周转率	2.18	2.19	2.35	2.35	2.34
总资产周转率	1.32	1.27	1.28	1.31	1.31

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.62	1.56	1.86	2.17	2.19
每股经营现金流	3.92	3.39	22.34	-21.37	28.50
每股净资产	10.79	13.41	14.18	15.69	17.21
<b>估值比率</b>					
市盈率	4.37	4.54	3.79	3.26	3.23
市净率	0.66	0.53	0.50	0.45	0.41
EV/EBITDA	4.48	2.82	-0.20	3.52	-0.08
EV/EBIT	4.63	2.86	-0.20	3.59	-0.08



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com