

公司研究

受益于大宗商品行业景气，供应链业务高速增长

——建发股份（600153.SH）2021年中报点评

要点

◆**事件：公司发布2021年半年报。**公司2021年上半年实现营业收入约2908亿元，同比上涨85%；实现归母净利润25.6亿元，同比上涨12.5%；实现扣非归母净利润25.0亿元，同比上涨34.2%。公司2021年半年度不分红派息。

◆**坚持专业化经营，供应链业务快速增长。**公司2021年上半年供应链业务营业收入达到2666亿元，同比增加87.6%，主要原因是在21年上半年大宗商品行业高景气度的背景下，公司冶金原材料和农林产品等经营规模大幅增加（黑色、有色金属及矿产品、农产品、浆纸、能化产品等经营货量超过7,600万吨，同比增速超45%）；另外公司基于成熟的“LIFT”供应链服务体系，将服务领域拓展至消费品领域和新能源产业链，21年上半年公司消费品行业供应链业务实现营业收入超140亿元，同比增速近20%，新能源行业供应链业务实现营业收入约25亿元，同比增长约38%；此外，公司立足“双循环”格局，加速推进“国际化”布局，21年上半年进出口和国际贸易总额超156亿美元，同比增速约95%。2021年上半年公司供应链业务毛利率约2.12%，同比增加0.25pct；净利率0.61%，同比增加0.03pct；实现归母净利润约16.0亿元，同比增加约96.0%。

◆**优质土地储备充足，房地产业务快速增长。**2021年上半年子公司建发房产和联发集团共实现销售金额合计1197亿元，同比增长155%，实现权益销售金额926亿，同比增长179%。2021年上半年公司房地产业务实现营业收入242.5亿元，同比增长57.3%。2021年上半年公司房地产业务毛利率下降12.8pct至16.2%，房地产业务毛利同比下降3.9%至39.3亿元，实现归母净利润9.54亿元，同比下降34.49%，主要原因是21年上半年确认的土地一级开发业务利润较去年同期下降。

截至21年6月底，建发房产和联发集团尚未出售的土地储备面积（权益口径）达2254万平方米，其中一、二线城市的土地储备面积（权益口径）占比超70%，较20年底（59.6%）大幅提升。另外，截至21年6月底，建发房产和联发集团旗下物业管理公司在管项目面积达4210万平米，较上年末增加329万平米。

◆**投资建议：**公司作为头部供应链企业，在运营效率、资金成本、风控能力等方面都具备较强实力，虽然公司供应链业务毛利率和净利润率较低，但净资产收益率较高（多年来保持在10%以上），随着公司精细化管理的不断深入，供应链业务净资产收益率提升至更高水平；同时公司继续充分发挥房地产开发优势，维持房地产销售有质量增长。我们维持公司21-23年净利润预测分别为49亿元、55亿元、62亿元；维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**商品价格波动风险，如商品价格短期大幅下跌，导致客户违约；经营风险，如合作方违约、货物损失等；资金风险，如评级下降导致的资金成本上升等；地产景气度下滑，房地产业务收入及利润率下滑。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	337,239	432,949	486,041	530,236	578,629
营业收入增长率	20.28%	28.38%	12.26%	9.09%	9.13%
净利润（百万元）	4,676	4,504	4,943	5,538	6,191
净利润增长率	0.08%	-3.68%	9.75%	12.04%	11.80%
EPS（元）	1.65	1.57	1.73	1.93	2.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.14%	11.73%	11.80%	12.09%	12.35%
P/E	5	5	4	4	3
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-27，截至2021年8月4日，公司因回购注销部分限制性股票，股本减少为28.63亿股

增持（维持）

当前价：7.48元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	28.63
总市值(亿元)	214.18
一年最低/最高(元)	7.51/9.93
近3月换手率	23.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.24	-0.09	-22.47
绝对	4.76	-3.64	-17.16

资料来源：Wind

相关研报

大宗商品价格上行，推动公司ROE提升——厦门象屿（600057.SH）2021年中报点评（2021-08-05）

钢筋铁骨，依然如故——交通运输行业2021年中期投资策略（2021-07-15）

航空出行需求有望继续释放，快递行业价格战有望缓和——交通运输行业2020年报及2021年一季报业绩综述（2021-05-05）

优质土地储备充足，股票激励激发活力——建发股份（600153.SH）2020年报点评（2021-04-20）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业2021年春季策略报告（2021-03-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	337,239	432,949	486,041	530,236	578,629
营业成本	315,179	409,413	459,757	501,660	547,306
折旧和摊销	446	233	339	400	462
税金及附加	2,142	2,708	2,916	3,181	3,472
销售费用	7,761	6,227	9,721	10,605	11,573
管理费用	410	470	486	530	579
研发费用	13	10	11	12	13
财务费用	991	1,355	2,157	2,359	2,601
投资收益	708	1,168	200	500	700
营业利润	10,912	12,090	11,335	12,604	14,055
利润总额	11,055	12,107	11,285	12,644	14,135
所得税	3,092	3,924	3,047	3,414	3,817
净利润	7,963	8,182	8,238	9,230	10,319
少数股东损益	3,287	3,679	3,295	3,692	4,127
归属母公司净利润	4,676	4,504	4,943	5,538	6,191
EPS(按最新股本计)	1.65	1.57	1.73	1.93	2.16

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	11,215	9,719	9,514	10,651	10,705
净利润	4,676	4,504	4,943	5,538	6,191
折旧摊销	446	233	339	400	462
净营运资金增加	22,546	21,113	7,720	5,297	6,841
其他	-16,452	-16,131	-3,489	-584	-2,790
投资活动产生现金流	-10,697	-2,411	3,603	-1,366	126
净资本支出	-541	-476	-794	-900	-1,000
长期投资变化	5,507	8,331	0	0	0
其他资产变化	-15,663	-10,266	4,397	-466	1,126
融资活动现金流	9,568	13,812	3,778	4,813	4,644
股本变化	0	28	0	0	0
债务净变化	22,650	11,726	7,361	8,822	9,089
无息负债变化	43,608	60,079	16,345	17,476	16,183
净现金流	10,236	21,297	16,895	14,097	15,474

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	6.5%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
EBITDA 率	3.9%	3.9%	2.8%	2.8%	2.8%
EBIT 率	3.7%	3.8%	2.8%	2.7%	2.8%
税前净利润率	3.3%	2.8%	2.3%	2.4%	2.4%
归母净利润率	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
ROA	2.7%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%
ROE (摊薄)	15.1%	11.7%	11.8%	12.1%	12.3%
经营性 ROIC	7.3%	8.0%	6.7%	7.0%	7.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	78%	78%	78%	78%	78%
流动比率	1.61	1.64	1.68	1.70	1.72
速动比率	0.57	0.59	0.59	0.61	0.64
归母权益/有息债务	0.41	0.44	0.44	0.44	0.44
有形资产/有息债务	3.80	4.32	4.32	4.27	4.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	295,399	387,157	417,675	451,552	485,299
货币资金	35,349	53,806	70,701	84,799	100,273
交易性金融资产	671	367	300	300	300
应收帐款	6,979	4,559	4,860	5,302	5,786
应收票据	46	284	479	314	431
其他应收款 (合计)	27,784	30,329	26,732	23,861	24,302
存货	173,261	222,072	248,269	266,883	281,863
其他流动资产	6,123	7,963	7,963	7,963	7,963
流动资产合计	268,197	348,521	383,555	415,659	449,491
其他权益工具	24	24	20	20	20
长期股权投资	5,507	8,331	8,331	8,331	8,331
固定资产	1,814	2,440	2,926	3,269	3,683
在建工程	362	241	192	321	411
无形资产	705	824	807	791	775
商誉	208	205	205	205	205
其他非流动资产	144	522	522	522	522
非流动资产合计	27,201	38,636	34,120	35,894	35,807
总负债	229,294	301,099	324,804	351,103	376,374
短期借款	4,007	1,706	0	0	0
应付账款	21,752	27,903	31,335	34,191	37,302
应付票据	13,057	15,050	16,713	19,154	20,304
预收账款	81,096	72	97	106	116
其他流动负债	3,053	11,058	11,058	11,058	11,058
流动负债合计	166,237	212,567	228,256	245,207	261,652
长期借款	35,761	43,508	51,508	59,508	67,508
应付债券	21,299	28,288	29,000	30,000	31,000
其他非流动负债	5,148	10,234	10,234	10,234	10,234
非流动负债合计	63,057	88,531	96,548	105,896	114,722
股东权益	66,104	86,058	92,871	100,450	108,924
股本	2,835	2,864	2,863	2,863	2,863
公积金	3,796	4,339	4,342	4,342	4,342
未分配利润	24,176	28,683	32,191	36,081	40,427
归属母公司权益	30,890	38,387	41,904	45,791	50,138
少数股东权益	35,215	47,671	50,967	54,659	58,786

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.30%	1.44%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	0.12%	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%
财务费用率	0.29%	0.31%	0.44%	0.44%	0.45%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	28%	32%	27%	27%	27%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.50	0.50	0.58	0.64	0.72
每股经营现金流	3.96	3.39	3.32	3.72	3.74
每股净资产	10.90	13.41	14.63	15.99	17.51
每股销售收入	118.95	151.19	169.74	185.18	202.08

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	5	5	4	4	3
PB	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	11.7	10.4	13.0	12.3	11.6
股息率	6.7%	6.7%	7.7%	8.6%	9.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE