

买入 (维持)

建发股份

600153

## 供应链发展迅猛，地产持续受益供给侧改革

2022年4月25日

### 市场数据

市场数据日期	2022-4-22
收盘价(元)	13.77
总股本(百万股)	2863
流通股本(百万股)	2835
总市值(百万元)	39429
流通市值(百万元)	39041
净资产(百万元)	136918
总资产(百万元)	602459
每股净资产(元)	17.76

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关报告

《【兴证交运&兴证地产】建发股份(600153.SH): 双轮驱动, 行稳致远》2022-04-10

《建发股份(600153.SH) 2021 一季报点评: 供应链业务大幅增长, 公司利润下降因为去年同期有地块出让收益》2021-04-29

《建发股份(600153.SH) 2020 年报点评: 供应链业务稳健增长, 地产项目减值导致整体业绩小幅下降》2021-04-22

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

### 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	707844	852435	975432	1091172
同比增长	63.5%	20.4%	14.4%	11.9%
归母净利润(百万元)	6098	7419	8692	10171
同比增长	35.4%	21.7%	17.2%	17.0%
毛利率	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%
净利率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
净资产收益率	12.0%	12.7%	13.0%	13.2%
每股收益(元)	2.13	2.59	3.04	3.55
每股经营现金流(元)	0.14	0.21	-6.09	-4.23

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 投资要点

**事件:** 建发股份发布 2021 年报, 报告期实现营业收入 7078.44 亿元, 同比增长 63.49%; 归母净利润 60.98 亿元, 同比增长 35.4%, 基本 EPS 为 2.13 元(扣除永续债影响后 EPS 为 2.07 元); 扣非后净利润 42.65 亿元, 同比增长 12.82%。公司每股拟派发现金红利 0.60 元(含税), 分红比例为 28.17%, 对应 2022 年 4 月 22 日收盘价 13.77 元, 股息率为 4.36%。

**点评:**

- **2021 年公司供应链运营业务发展迅猛, 收入同比增长 74.46%, 归母净利润同比增长 80.84%。** 2021 年公司供应链运营业务实现营业收入 6115.39 亿元, 同比增长 74.46%; 实现归母净利润 32.2 亿元, 同比增长 80.84%, 净利率 0.54%, 同比增长 0.04 个百分点。供应业板块收入及业绩同比增速高主要由于, 2021 年在大宗商品价格持续高景气, 公司主营产品经营货量大幅增加, 对业务规模的增长提供双重动力。同时, 公司未来致力于业务提质增效, 净利率有望在未来提升。
- **供应链业务规模效应持续强化, 行业集中度提升, 未来龙头效应逐步兑现, 成长空间可期。** 公司在黑色、金属、农产品、浆纸、能化产品深耕多年, 规模、专业等方面形成优势, 多个核心品类继续维持行业领先地位, 2021 年主要大宗商品经营货量超过 1.7 亿吨, 同比增速 36%。公司作为供应链行业龙头, 其供应链业务的规模优势已形成较难逾越的护城河, 将助力公司进一步扩大供应链规模, 提升行业集中度, 从而进一步放大其规模效应, 形成良性循环。

**风险提示:** 地产结算低于预期、一级土地出让进度及收益低于预期、资产减值超出预期、经济形势大幅恶化、大宗商品价格剧烈波动。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

● **房地产业务：业绩稳健增长，持续受益供给侧改革**

地产板块业绩稳健增长，结转利润率下滑，但当前拿地利润率趋势改善。2021年，公司房地产业务分部实现营业收入963.05亿元，同比增长16.85%；实现归母净利润28.78亿元，同比增长5.69%。地产营收增速高于归母净利润增速主要由于高价地结转拖累地产利润率下行，2021年地产业务毛利率16.76%，同比下降4.13pct。但当前地产行业竞争格局优化，公司拿地溢价率由2020年下半年及2021上半年的28%降至2021年下半年以来的7%，公司拿地利润率趋势改善。

图1、2021年房地产业务同比增长17%

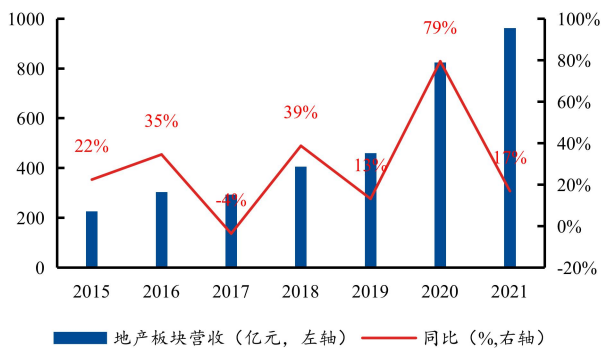
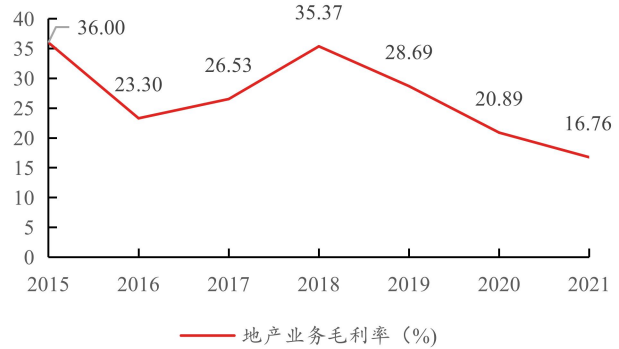


图2、地产业务毛利率有所下滑



资料来源：公司年报、兴业证券经济与金融研究院整理

(1)、销售快速增长，布局城市基本面较好

**销售表现靓丽，保持快速增长。**2021年公司实现合同销售金额，报告期内共实现合同销售金额2176亿元，同比增长51%，其中：子公司建发房产实现合同销售金额1754亿元，同比增长69%；子公司联发集团实现合同销售金额422亿元，同比增长24%。

**在市场下行阶段，公司销售表现优异主要受益过往拿地策略优异、布局城市基本面较好。**2021年，公司在一二线城市的合同销售面积占比超70%，一二线城市的合同销售金额占比超80%，较上年均有所提升。

图 3、建发股份销售金额快速增长

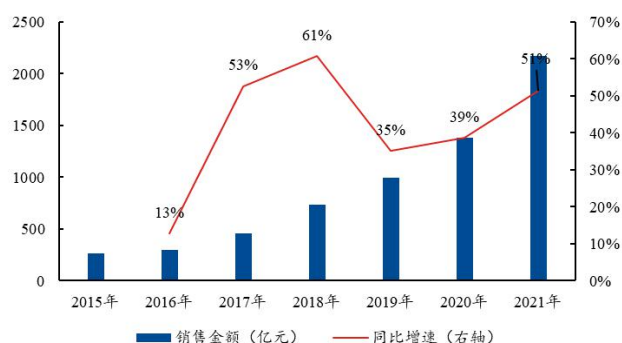


图 4、建发股份销售面积快速增长

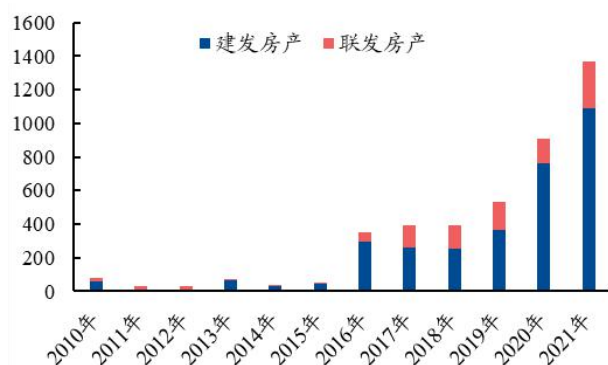


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

## (2)、拓储积极，受益地产供给侧改革

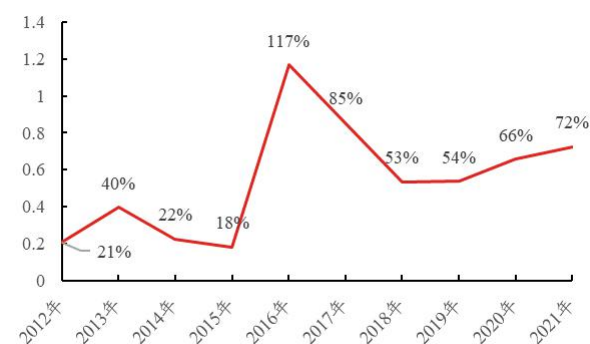
**拿地积极，逆势扩张。**2021年下半年以来，市场降温情况下公司仍然保持较高拿地力度。2021年，公司以多元化方式获取优质土地114宗，以公司披露的全口径拿地金额1576亿元推算，全年拿地力度72%，且公司2016年以来拿地金额快速增长，拿地力度均大于50%。一二线拥有大量优质土储。截至2021年末，公司全口径土储面积2880万方，同比增长21%。且截至2021年末，公司在一、二线城市的土地储备预估权益货值占比超70%，为后续销售提供坚实基础。

图 5、2016 年以来建发股份拿地金额大幅提升 (亿元)



资料来源：中指数据库、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2021 年建发股份拿地力度



资料来源：公司年报、中指数据库、兴业证券经济与金融研究院整理

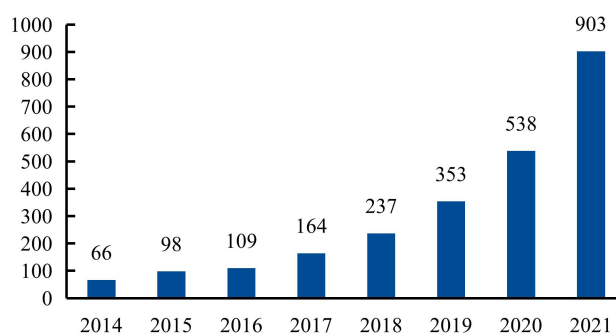
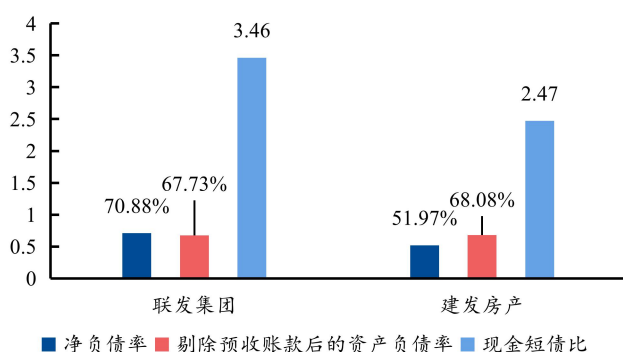
注：2021 年拿地力度按公司披露的全口径拿地金额推算

### (3)、三道红线达标，国企融资优势明显

**房地产子公司三道红线均绿档，财务稳健。**截至 2021 年末，建发股份剔除预收账款的资产负债率 66.32%，净负债率 18.03%，现金短债比 3.5。公司两大开发主体建发房产和联发集团管控的核心负债指标全部达标，确保不触碰“三条红线”。且公司财务状况稳健，2021 年末，公司在手货币资金 903 亿元，在手货币资金充裕，安全性高。

**国企融资优势明显，融资渠道畅通且成本较低。**截至 2021 年末房地产子公司期末融资总额 1310 亿，平均融资成本 4.5-5.0%。2022 年以来，公司旗下开发主体联发集团新发行 5 亿 7 年期中票利率 3.6%；建发房产 22 年新增 39.9 亿中票（含 23 亿并购票据），平均融资成本 4.07%。

图 7、2021H1 建发房产和联发集团三道红线均达标 图 8、建发股份在手货币资金充裕（亿元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、2022 年以来建发股份及旗下开发主体融资情况

证券名称	发行日期	发行期限(年)	发行规模(亿)	票面利率(当期)%	证券类别
22 建发 SCP003	2022-02-17	0.74	10	2.59	超短期融资债券
22 建发 SCP002	2022-02-16	0.73	10	2.55	超短期融资债券
22 建发 SCP001	2022-01-11	0.74	11	2.62	超短期融资债券
22 建发 01	2022-01-11	3	5	3.4	一般公司债
22 联发集 MTN001	2022-02-23	7	5	3.6	一般中期票据
22 建发地产 MTN003B	2022-03-25	7	5	4.6	一般中期票据
22 建发地产 MTN003A	2022-03-25	6	9.6	3.8	一般中期票据
22 建发地产 MTN002B(并购)	2022-02-21	5	5	4.48	一般中期票据
22 建发地产 MTN002A(并购)	2022-02-21	5	10.3	3.55	一般中期票据
22 建发地产 MTN001A(并购)	2022-01-24	6	6	3.48	一般中期票据
22 建发地产 MTN001B(并购)	2022-01-24	7	4	4.5	一般中期票据

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 投资策略：**建发股份供应链业务规模效应持续强化，行业集中度提升，未来龙头效应逐步兑现，成长空间广阔；房地产业务将持续受益于供给侧改革，优质土储、合理布局叠加国企融资优势，未来业绩可期。综上，我们上调盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 74.19、86.92、101.71 亿元，EPS 为 2.59、3.04、

3.55 元，相对 2022 年 4 月 22 日收盘价 13.77 元，PE 估值为 5.3X、4.5X、3.9X，PB 估值为 0.7X、0.6X、0.5X。假设公司维持 30%的分红率，2022-2024 年股息率分别为 5.6%、6.6%、7.7%。维持“买入”评级。

- **风险提示：**地产结算低于预期、一级土地出让进度及收益低于预期、资产减值超出预期、经济形势大幅恶化、大宗商品价格剧烈波动。

## 附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	550683	656164	737885	822265
货币资金	90268	96797	104500	114950
交易性金融资产	697	579	548	608
应收票据及应收账款	8305	9351	10219	11274
预付款项	32678	44149	48658	55056
存货	346825	426552	484391	542566
其他	71909	78736	89569	97811
<b>非流动资产</b>	51776	50743	51489	51688
长期股权投资	14594	15324	16090	16894
固定资产	2813	2577	2296	1992
在建工程	157	78	39	20
无形资产	869	893	908	926
商誉	854	637	710	686
长期待摊费用	339	189	34	-119
其他	32150	31044	31413	31290
<b>资产总计</b>	602459	706907	789374	873953
<b>流动负债</b>	356236	432802	486099	537431
短期借款	8999	2473	16298	27852
应付票据及应付账款	62468	78797	88746	99681
其他	284769	351532	381055	409899
<b>非流动负债</b>	109305	123768	137289	152198
长期借款	61103	74524	88391	102731
其他	48202	49244	48898	49468
<b>负债合计</b>	465541	556570	623389	689630
股本	2863	2863	2863	2863
资本公积	3271	3271	3271	3271
未分配利润	33134	40410	48948	58933
少数股东权益	86074	92039	99009	107172
<b>股东权益合计</b>	136918	150336	165985	184323
<b>负债及权益合计</b>	602459	706907	789374	873953

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	6098	7419	8692	10171
折旧和摊销	371	473	480	483
资产减值准备	1423	1771	511	917
资产处置损失	30	-14	-15	-16
公允价值变动损失	131	148	148	148
财务费用	2174	1996	2747	3767
投资损失	-3234	-1465	-1395	-1564
少数股东损益	4865	5965	6970	8163
营运资金的变动	-10916	-89939	-62696	-64215
<b>经营活动产生现金流量</b>	409	591	-17427	-12121
<b>投资活动产生现金流量</b>	-9477	1793	-66	530
<b>融资活动产生现金流量</b>	43269	4145	25195	22041
现金净变动	34470	6529	7703	10450
现金的期初余额	50445	90268	96797	104500
现金的期末余额	84914	96797	104500	114950

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	707844	852435	975432	1091172
营业成本	682585	820953	939176	1049379
税金及附加	900	1254	1435	1605
销售费用	8161	8569	8998	9448
管理费用	664	599	621	613
研发费用	74	52	60	57
财务费用	1616	1996	2747	3767
其他收益	472	472	472	472
投资收益	3085	1465	1395	1564
公允价值变动收益	-148	-148	-148	-148
信用减值损失	-210	-206	-207	-207
资产减值损失	-1423	-1262	-1347	-1518
资产处置收益	20	14	15	16
<b>营业利润</b>	15642	19347	22577	26482
营业外收入	247	214	225	221
营业外支出	87	102	97	98
<b>利润总额</b>	15802	19459	22705	26605
所得税	4839	6075	7043	8271
<b>净利润</b>	10963	13384	15662	18334
少数股东损益	4865	5965	6970	8163
<b>归属母公司净利润</b>	6098	7419	8692	10171
<b>EPS(元)</b>	2.13	2.59	3.04	3.55

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	63.5%	20.4%	14.4%	11.9%
营业利润增长率	29.4%	23.7%	16.7%	17.3%
归母净利润增长率	35.4%	21.7%	17.2%	17.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%
净利率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
ROE	12.0%	12.7%	13.0%	13.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	77.3%	78.7%	79.0%	78.9%
流动比率	1.55	1.52	1.52	1.53
速动比率	0.57	0.53	0.52	0.52
<b>营运能力</b>				
资产周转率	143.1%	130.2%	130.4%	131.2%
应收帐款周转率	10177%	9015%	9378%	9537%
存货周转率	237.5%	210.3%	204.2%	202.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	2.13	2.59	3.04	3.55
每股经营现金	0.14	0.21	-6.09	-4.23
每股净资产	17.76	20.36	23.39	26.94
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	6.5	5.3	4.5	3.9
PB	0.8	0.7	0.6	0.5

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn