

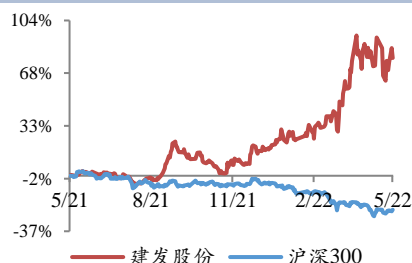
双核驱动，未来可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-18

收盘价（元）	13.44
近 12 个月最高/最低（元）	14.57/7.07
总股本（百万股）	2,863
流通股本（百万股）	2,835
流通股比例（%）	99.02
总市值（亿元）	385
流通市值（亿元）	381

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 背靠厦门国企龙头，“供应链+地产”双核驱动，融资优势明显

(1) 建发股份是厦门国企龙头建发集团旗下供应链、地产平台，实控人为厦门市国资委。**(2) 公司主营业务包括供应链运营业务及房地产业务，其中供应链运营为公司主要营收来源，2021 年供应链运营及房地产业务营收占比分别为 86.4% 及 13.6%。地产开发业务因其远高于供应链业务的毛利率，对毛利贡献更高，2021 年供应链运营及房地产业务毛利占比分别为 36.1% 和 63.9%。两大业务板块贡献的归母净利润在过去几年略有波动，2021 年全年供应链运营业务贡献归母净利润 32 亿元，地产业务贡献 29 亿元，供应链运营业务贡献归母净利润暂时超过了房地产业务。****(3) 财务稳健，在手资金充裕。**公司地产运营平台建发房产和联发集团各自管控的核心负债指标多年连续保持“三道红线”绿档，财务稳健。截至 2021 年末，公司持有货币资金 903 亿元，同比+67.8%，偿债能力强。**(4) 融资渠道多元，利率优势明显。**公司拥有多元化的融资渠道，2022 年以来已发行债券的加权平均成本仅 2.88%，相较于同行业公司，拥有明显的融资优势。

● 供应链业务：转型服务商，龙头地位稳定，营收持续增长

(1) 顺应全球化发展趋势，行业集中度将进一步提升，利好龙头企业。公司深耕行业多年，目前已成为供应链行业龙头企业，但市占率较海外市场来看仍处于低位。全球化发展趋势下，供应链行业重要性凸显，叠加供给侧结构性改革深入推进，行业将逐步向高效专业的大企业集中，公司有望从集中度提升趋势中受益，获取更多的市场份额。**(2) 转型服务商，盈利模式更优。**贸易商的核心商业模式为交易价差，随市场透明度提升及大宗商品价格波动，利润空间被极大压缩，而服务商则是收取服务费用，虽利润率较低但盈利模式更为稳定。公司供应链运营板块毛利率逐渐从 2011 年的 5.0% 下滑至 2021 年的 1.5%，但营收及毛利均稳步提升，2021 年全年实现供应链运营业务营收 6115 亿元，同比+74.5%，实现毛利 91 亿元，同比+44.4%。**(3) 提质增效工作初显成果，未来净利率指标仍有提升空间。**随期货市场发展，供应链运营业务多采取期现结合的业务形式，而毛利率仅能反应现货端盈利能力。就净利率指标而言，公司从 2020 年的 0.50% 提升至 2021 年的 0.54%，未来仍有提升空间。**(4) “强者恒强”，冶金原材料及农林产品领域经营货量持续增长。**根据公司年报，2021 年，公司经营的黑色、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的经营货量超过 17000 万吨，同比增速超 36%。**(5) 依托“Lift”体系拓展服务领域。**从 2018 年正式发布“Lift”供应链品牌以来，公司依托其可定制、强复制性的特点，将服务领域从涉足多年的冶金原材料和农林产品领域向消费品及新能源产业链拓展，2021 年全年录得消费品行业供应链收入超 320 亿元，同比增速超 20%。

● **房地产业务：销售逆势增长，土储充沛兼具质量，成长空间广阔**

(1) 双平台运营，差异化定位，实现产品线及覆盖区域互补。公司房地产业务由建发房产和联发集团两个平台运营，其中建发房产主要布局长三角、珠三角及福建省内，定位中高端改善型住房，联发集团主要布局热门二三线城市区域，打造了“悦系”、“臻系”、“嘉和系”三个产品线。目前公司业务已拓展至全国 30 余个城市，形成一二三线城市互补优势。**(2) 销售逆势增长，板块营收高速扩张。**2017 年以来公司房地产销售金额实现跨越式增长，全口径销售金额从 2016 年的 300 亿元增长至 2021 年的 2176 亿元，复合增速达 39.1%。**尤其在行业销售增速整体下滑的情况下，根据克而瑞数据，公司 2021 年全口径合约销售金额增速仍达到 35%，位于 TOP50 房企第一。**销售增长推动了公司房地产板块营收高增，2020 年全年实现营收 824 亿元，同比+79.5%，2021 年全年实现营收 963 亿元，同比+16.9%。地产行业销售对未来业绩确定具有前置影响，近年的销售高增长也将为未来两年的营收持续高增提供支撑。**(3) 保持拿地激情，土储充裕且兼具质量。**公司持续保持高强度的拿地节奏，2017 年权益口径计算的投销比达 107%，即使在土地市场行情较冷的 2021 年，公司获取土地 114 宗新增计容建筑面积 1344 万平米，同比+43.4%。截至 2021 年末，公司权益口径土储合计达 2187 万平米，从分布来看，主要分布在福建、江苏、湖南等省份的高能级城市，在一、二线城市的土地储备预估权益货值占比超 70%。**(4) 一级土地开发业务及物业增值服务贡献额外利润。**作为厦门国资委实际控制的公司，目前持有“后埔-枋湖旧村改造”和“钟宅畲族社区旧村改造”两个一级土地开发项目。截至 2021 年末，公司旗下物业管理公司在管项目面积达 4891 万平米，同比+26.0%。

● **投资建议**

公司实控人为厦门市国资委，国有背景天然具备融资优势。以“供应链+地产”为双主业运营，供应链方面受益于行业集中度提升，板块营收有望持续增长；地产开发方面，公司维持高强度拿地节奏，土储充沛且城市能级较高，有效支撑板块营收高增。预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 2.28、2.59、2.94，对应当前股价 PE 分别为 5.89、5.19、4.57 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

大宗商品价格波动，地产销售及回款不及预期，政策超预期收紧，融资成本上行，汇率风险等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	707844	803628	923340	1050300
收入同比 (%)	63.5%	13.5%	14.9%	13.8%
归属母公司净利润	6098	6530	7420	8422
净利润同比 (%)	35.4%	7.1%	13.6%	13.5%
ROE (%)	12.0%	11.3%	11.4%	11.4%
每股收益 (元)	2.07	2.28	2.59	2.94
P/E	4.38	5.89	5.19	4.57

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 背靠厦门国企龙头，“供应链+地产”双核驱动	6
1.1 背靠厦门国企龙头，综合实力雄厚	6
1.2 管理团队稳定，具备“人和”优势	6
1.3 “供应链+房地产”双主业经营，营收规模扩张明显	7
2 顺势而为，供应链运营稳健增长	11
2.1 顺应天时，行业集中度有望提升，利好龙头企业	11
2.2 转型服务商，“LIFT”体系助力服务领域拓展	12
2.3 科技、金融、物流、投资多管齐下，严把风控推动高质量扩张	13
2.4 量价齐升，强劲增长	15
3 逆风而上，房地产业务后劲充足	17
3.1 差异化定位，实现覆盖区域及产品线互补	17
3.2 销售金额跨越式增长，推动板块营收高增	18
3.3 保持拿地激情，土储兼具质量	19
3.4 国企背景加持，融资优势明显	21
3.5 “锦上添花”，一级土地开发及物业板块贡献额外利润	22
投资建议	23
风险提示:	24
财务报表与盈利预测	25

图表目录

图表 1 公司股权架构 (截至 2021 年 9 月 30 日)	6
图表 2 公司管理层情况	7
图表 3 建发股份大事记	8
图表 4 公司供应链运营服务发展情况	8
图表 5 建发房地产业务城市分布	9
图表 6 联发集团业务城市分布	9
图表 7 公司总资产规模 (亿元, %)	10
图表 8 公司净资产规模 (亿元, %)	10
图表 9 公司营业收入规模 (亿元, %)	10
图表 10 净利润规模 (亿元, %)	10
图表 11 公司营业收入结构 (%)	11
图表 12 公司毛利结构 (%)	11
图表 13 两大主业毛利率对比 (%)	11
图表 14 工业品与农产品物流总额 (亿元, %)	12
图表 15 五家供应链头部企业市场份额 (%)	12
图表 16 公司“LIFT”供应链服务体系	13
图表 17 公司纸浆、纸张产业链服务模式	13
图表 18 纸源网实现全国线上订单	13
图表 19 公司上市以来融资结构	14
图表 20 四大集团+五大事业部构成	14
图表 21 “专业化、分级化、流程化”风险管控体系	14
图表 22 大宗商品价格指数	15
图表 23 供应链运营业务营收情况 (亿元, %)	15
图表 24 公司供应链业务各类产品营收贡献 (%)	15
图表 25 供应链板块毛利及毛利率 (亿元, %)	16
图表 26 供应链行业龙头企业毛利率水平 (%)	16
图表 27 公司房地产板块业务布局	17
图表 28 公司房地产板块营收构成 (%)	18
图表 29 合约销售金额 (亿元, %)	18
图表 30 合约销售面积 (万平米, %)	18
图表 31 房地产板块营收情况 (亿元, %)	19
图表 32 房地产板块毛利及毛利率 (亿元, %)	19
图表 33 2021 年 TOP50 房企增速	19
图表 34 建发房产与联发集团全口径销售额行业排名	19
图表 35 权益口径拿地情况 (亿元, %)	20
图表 36 权益口径计算投销比 (%)	20
图表 37 全口径拟建+在建/竣工未售面积省份分布	20
图表 38 全口径拟建+在建/竣工未售面积城市分布	21
图表 39 公司上市以来融资结构	21
图表 40 公司债券融资情况 (亿元, %)	22

图表 41 在手货币资金情况	22
图表 42 一级土地开发信息	23

1 背靠厦门国企龙头，“供应链+地产”双核驱动

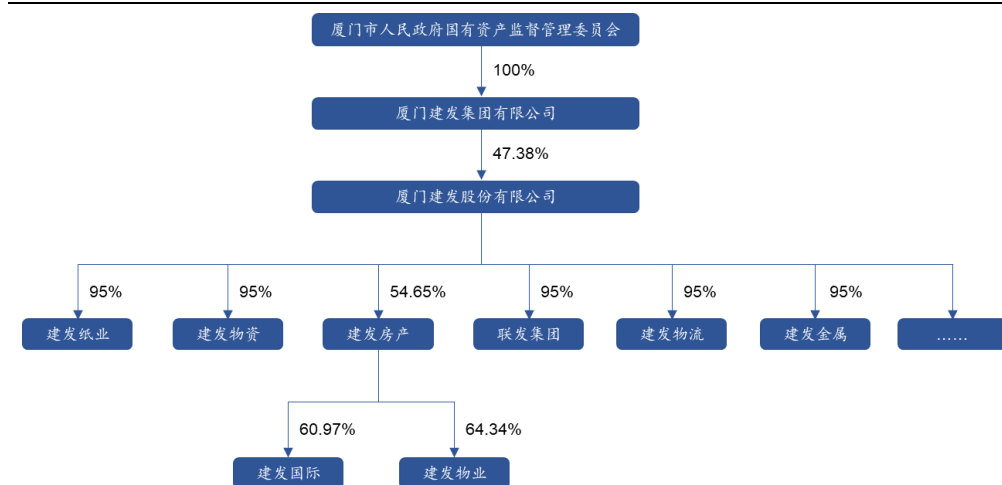
1.1 背靠厦门国企龙头，综合实力雄厚

厦门建发股份有限公司 (600153.SH) (后简称“公司”)为厦门建发集团旗下**贸易、地产平台**。公司经厦门市人民政府厦府[1998]综 034 号文批准，由厦门建发集团有限公司独家发起，于 1998 年 5 月以募集方式设立。建发集团将集团本部与贸易业务相关的进出口业务部门以及全资拥有的四家公司的经营性资产折股投入，于 1998 年 5 月 25 日公开发行 A 股，并于 6 月 16 日在上交所挂牌上市。上市至今，公司总股本已增至 28.6 亿股，其中建发集团持 13.6 亿股，占总股本的 47.4%。

建发集团系厦门市属国企龙头，其历史可追溯至 1980 年，自 2017 年以来已连续 5 年跻身《财富》世界 500 强。集团核心主营业务涵盖供应链运营、城市建设与运营、旅游会展、医疗健康及新兴产业投资等领域，控股建发股份 (600153.SH)、建发国际 (1908.HK) 和建发物业 (2156.HK) 三家上市公司，参股厦门航空、厦门国际银行、厦门国际信托、厦门法拉电子等多家公司。在 2020 年集团营业收入已达 4400 亿元，资产规模已达 4300 亿元，综合实力雄厚。

公司实际控制人为厦门市国资委。从股权架构来看，其控股股东厦门建发集团为国有独资有限责任公司，由厦门市国资委持股 100%。

图表 1 公司股权架构 (截至 2021 年 9 月 30 日)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 管理团队稳定，具备“人和”优势

公司管理团队学历较高，多为厦门建发集团内部甄选后得以委任，具备和公司契合的企业价值观和经营理念。此外，公司外聘厦门大学商科教授等学术界成员作为独立董事。

图表 2 公司管理层情况

姓名	职务	任职日期	学历	履历
郑永达	董事长、党委书记、风险控制委员会主任	2020/4/23	本科	历任厦门建发股份进出口六部副总经理、总经理，厦门建发包装总经理，厦门建发纸业总经理，厦门建发股份总经理助理、常务副总经理、总经理，厦门建发集团副总经理等职。
黄文洲	副董事长	2014/5/23	硕士	历任建发公司财务部副经理、财务部经理，厦门建发集团总经理助理、副总经理，厦门建发股份副总经理、总经理、董事长，厦门建发集团党委副书记、总经理等职。
林茂	董事、党委副书记、总经理	2016/5/24	硕士	历任厦门建发集团财务部副经理，厦门建发股份证券部经理、董事会秘书、副总经理等职。
叶衍榴	董事	2016/5/24	本科	历任厦门建发集团法律事务部副经理、法律事务部总经理、法务总监、总法律顾问，厦门建发股份监事会主席等职。
王沁	董事	2019/5/23	本科	历任福州市政府驻京办主任，福州市政府副秘书长，厦门市人民政府驻京办党组书记、副主任、党组书记、主任，厦门市工商联党组书记，中共厦门市委委员会统战部副部长、常务副主席、第一副主任，厦门市政协副秘书长等职。
陈东旭	董事、副总经理、党委委员	2020/8/4	硕士	历任厦门建发汽车有限公司总经理等职。
戴亦一	独立董事	2016/5/24	博士	现任厦门大学管理学院经济学与金融学教授、博士生导师，厦门大学金圆研究院理事长，兼任厦门建发股份独立董事，福建七匹狼实业股份独立董事。
陈守德	独立董事	2019/5/23	博士	现任厦门大学管理学院会计系副主任，兼任厦门建发股份独立董事，九牧王股份独立董事，厦门日上集团独立董事，合兴包装股份独立董事，瑞达期货独立董事。
林涛	独立董事	2019/5/23	博士	现任厦门大学会计系教授，厦门大学管理会计研究中心成员，兼任厦门建发股份独立董事。
王志兵	副总经理、党委委员	2013/1/24	硕士	历任厦门建发股份贸易管理部副经理、贸易管理部总经理、贸易管理总监等职。
江桂芝	副总经理、董事会秘书、党委委员	2017/1/12	本科	历任厦门建发股份财务部副经理、信用管理部副总经理、稽核部总经理、财务部总经理、财务总监等职。
许加纳	副总经理、党委委员	2022/1/13	硕士	历任厦门建发股份财务部副总经理、财务部总经理等职。
程东方	副总经理	2022/4/27	本科	历任厦门建发纸业有限公司副总经理、厦门建发纸业股份有限公司总经理、厦门建发股份有限公司总经理助理等职。
吕荣典	副总经理	2022/4/27	本科	历任厦门建发原材料贸易有限公司副总经理、厦门建发物产有限公司总经理、厦门建发股份有限公司总经理助理等职。
魏卓	财务总监	2022/4/27	本科	历任建发物流集团有限公司财务总监、厦门建发纸业股份有限公司财务总监等职。

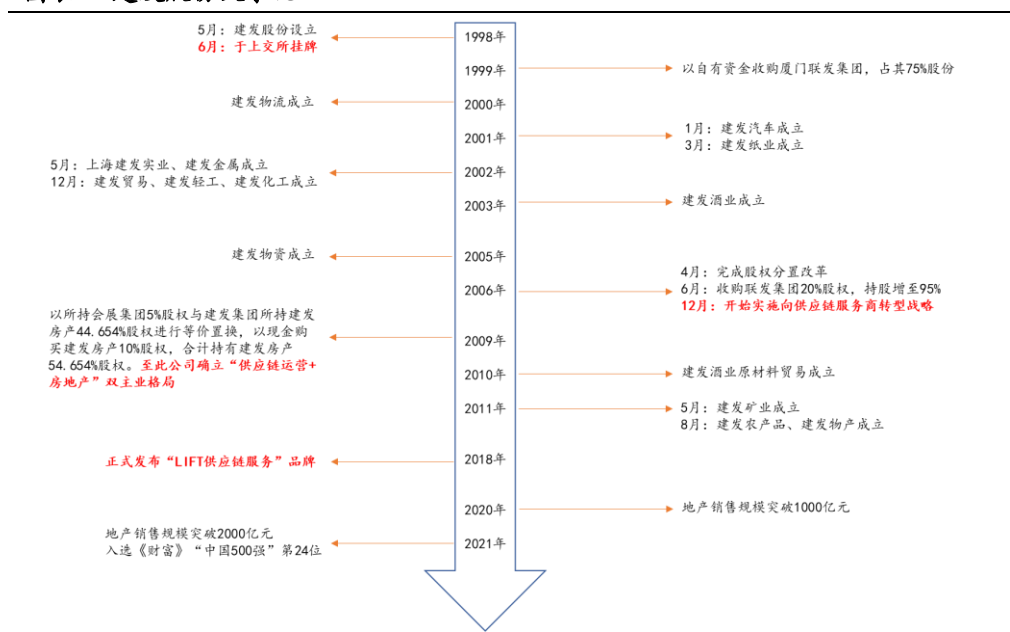
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3 “供应链+房地产”双主业经营，营收规模扩张明显

公司成立之初以进出口贸易为核心业务，在接下来的几年里公司陆续组建或收购了多家贸易相关公司，贸易业务体系逐步完善。**2006 年，公司制定《建发股份（贸易与物流业）2007-2009 发展规划》，开始由贸易商向供应链运营商转型。**房地产业务方面，公司 1999 年以自有资金收购了厦门联发集团 75% 的股份，2006 年进一步收购联发集团 20% 的股权，持股增至 95%。2009 年，公司以所持会展集团 5% 股权与建发集团所持建发房产 44.654% 股权进行等价置换，并以现金购买建发房产 10%

的股权，合计持建发房产股权 54.654%。至此，公司正式确立“供应链运营+房地产”双主业格局。

图表 3 建发股份大事记



资料来源：公司官网，华安证券研究所

在供应链板块，公司在 2018 年正式发布“Lift”供应链服务品牌，以“物流”、“信息”、“金融”、“商务”四类服务要素为基础，为客户整合运营过程中所需的资源，规划供应链运营解决方案，并提供运营服务。2020 年制定了“四大专业集团+五大事业部”的内部管理架构改革方向，即：消费品事业部、矿产有色事业部、能化事业部、机电事业部和综合事业部，钢铁集团、浆纸集团、汽车集团和农产品集团，以巩固优势产业。截至目前公司已与 170 多个国家和地区建立了业务关系。

图表 4 公司供应链运营服务发展情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

在房地产板块，公司已建立“建发房产”与“联发房产”两大品牌。建发房地产业务包括房地产开发、物业管理、城市更新改造、商业管理、代建运营、工程与设计服务、关联产业投资七大板块，旗下控股建发国际（1908.HK）、建发物业（2156.HK）及合诚工程咨询（603909.SH），业务遍及国内 70 余城，已连续 10 年获得“中国房地产开发企业 50 强”和“中国物业服务企业百强”。

图表 5 建发房地产业务城市分布



资料来源：建发房产官网，华安证券研究所

联发集团聚焦房地产开发、物业服务、代建业务及城市更新、产业运营等领域，业务布局城市 27 城，已连续 16 年上榜中国房地产百强企业，2022 年位列第 33 位，2021 年排名中国物业服务企业综合实力 50 强第 39 位。

图表 6 联发集团业务城市分布

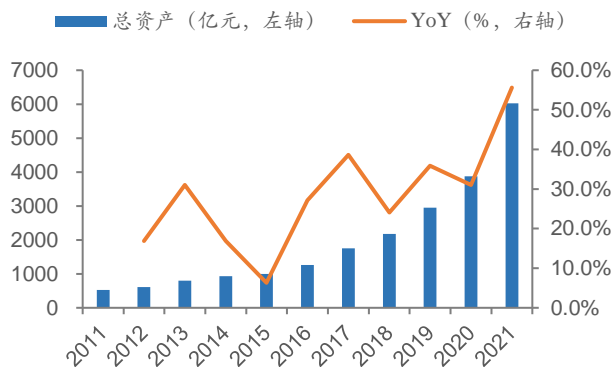


资料来源：联发集团官网，华安证券研究所

公司自上市以来飞速发展，总资产、净资产、营业收入、净利润等主要财务指标均快速增长。截至 2021 年末，公司总资产和净资产分别达 6025 亿元和 1369 亿

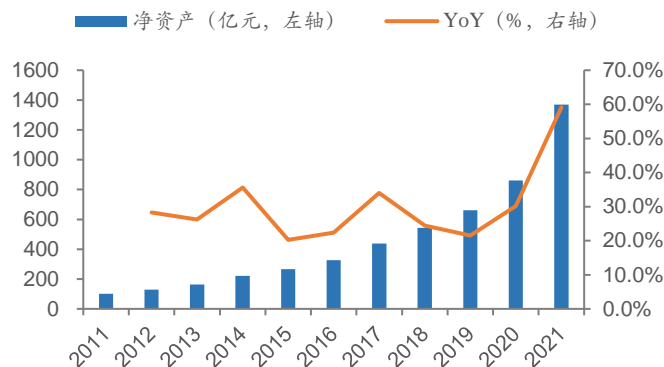
元, 2011-2021 年复合年增长率分别达 27.7%和 29.8%。2021 年全年, 公司实现营业收入 7078 亿元, 净利润 110 亿元, 较 2011 年分别翻了 9 倍和 4 倍, 复合年增长率分别达 24.3%和 14.7%。

图表 7 公司总资产规模 (亿元, %)



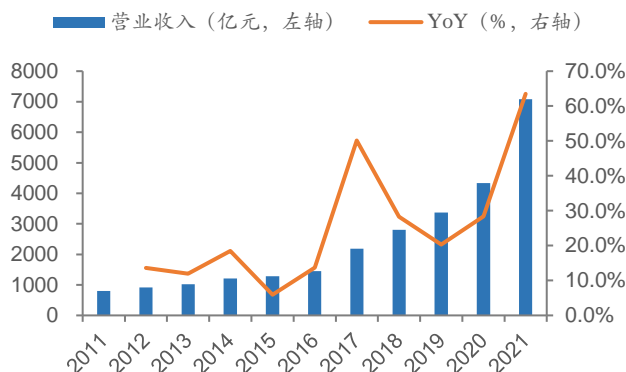
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司净资产规模 (亿元, %)



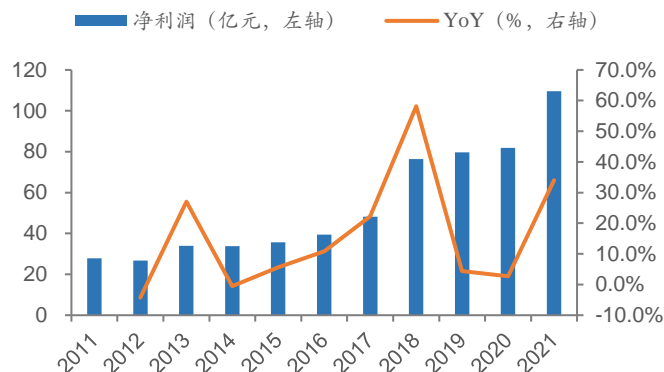
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 公司营业收入规模 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

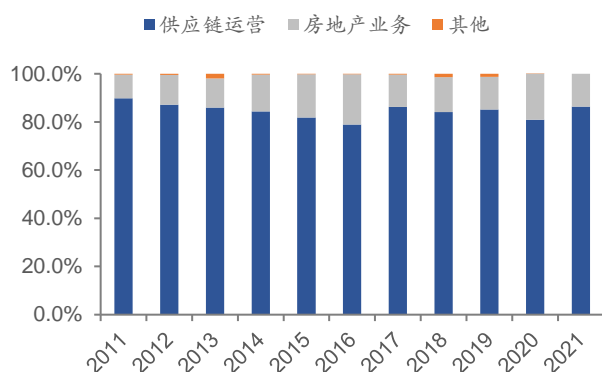
图表 10 净利润规模 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

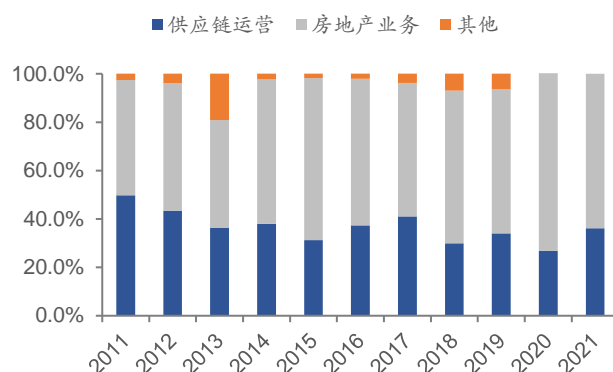
在收入构成方面, 公司主要收入来源是供应链运营, 但房地产业务因其较高的毛利率, 对公司毛利贡献更大。2021 年全年, 公司总营收 7078 亿元, 供应链运营分部收入 6115 亿元, 占总营收的 86.4%; 总毛利 253 亿元, 房地产业务分部毛利 161 亿元, 占总毛利的 63.9%。两大业务板块贡献的归母净利润在过去几年略有波动, 2021 年全年供应链运营业务贡献归母净利润 32 亿元, 地产业务贡献 29 亿元, 供应链运营业务贡献归母净利润暂时超过了地产业务。

图表 11 公司营业收入结构 (%)



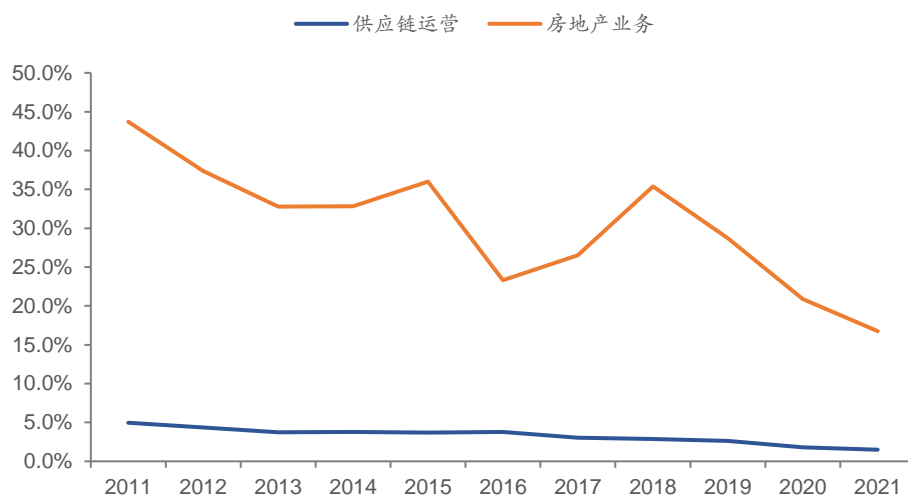
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 公司毛利结构 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 两大主业毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

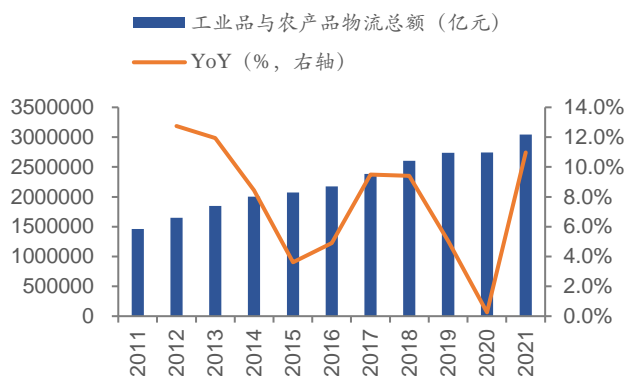
2 顺势而为，供应链运营稳健增长

2.1 顺应天时，行业集中度有望提升，利好龙头企业

顺应全球化发展，供应链行业重要性凸显。全球化是世界经济发展的大趋势，多年来，我国一直积极与世界各国发展经贸关系，建设自由贸易区、提出“一带一路”倡议、签署 RCEP 协议，不断深化合作形式。在此背景下，产业链供应链稳定发展为国内国际双循环提供了重要支撑。我国作为全球最大的大宗商品进口国和消费国，现代供应链企业在整合全球大宗商品资源、提升供应链效率、服务实体经济和国家战略层面的重要性日益凸显，优质供应链服务的价值显著提升。**2020 年，中共中央政治局会议指出要加大“六稳”、“六保”工作力度，特别指出“保供应链稳定”。2021 年，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》再次提出要提升供应链现代化水平，形成具有更强创新力、更高附加值、更安全可靠的供应链；中共中央政治局会议提出“要强化产业链供应链韧性，开展补链强链专项行动”。**

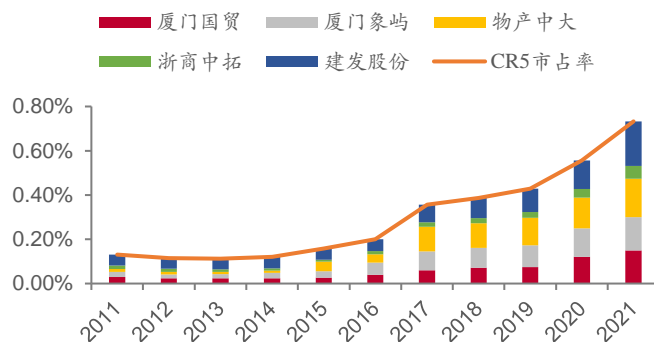
行业集中度提升，利好龙头企业。在全球化合作、专业化分工的大背景下，越来越多的制造业企业选择专注研发、生产等核心环节，将类似采购、销售、物流等外包给专业供应链运营商；此外，中小企业因其资金量及融资方式的限制，也会倾向于选择供应链运营商。头部公司市场份额逐年提升，但市场仍较为分散。我国工业品与农产品物流总额逐年增长，以该指标作为基准计算行业龙头企业（本公司、厦门国贸、厦门象屿、物产中大、浙商中拓）CR5 市占率仅 0.73%。未来，随供给侧结构性改革的深入推进，大宗商品采购分销及配套服务将逐步向高效专业的大企业集中，头部供应链企业有望依托其竞争优势争取更高的市场份额，市场集中度将进一步提升。

图表 14 工业品与农产品物流总额（亿元，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 15 五家供应链头部企业市场份额 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.2 转型服务商，“Lift”体系助力服务领域拓展

公司成立之初核心业务为贸易，目前已转型成为大宗供应链服务商。从海外大宗商品供应链企业经验来看，其业务大都源于贸易，核心商业模式是交易价差，包括时间价差和分销价差。但随着市场透明度的提升及大宗商品价格的波动，贸易商利润空间被压缩，企业开始转型服务商，从收取买卖价差转向收取服务费用，盈利模式更优。

“强者恒强”，公司在涉足多年的浆纸、农产品和钢铁等业务领域已经拥有了良好的品牌影响力，经营货量位居行业前列。2021 年全年公司黑色、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品经营货量超过 17000 万吨，同比增速超 36%，2021 年全年冶金原材料业务实现营收 3655 亿元，同比+84.7%，农林产品实现营收 1575 亿元，同比+65.5%。

依托可定制、强复制性的“Lift”供应链综合服务体系，挖掘新领域增值空间。公司“Lift”供应链服务体系以“物流(Logistics)”、“信息(Information)”、“金融(Finance)”、“商务(Trading)”四大要素为基础，围绕“整合”、“规划”、“运营”三大核心工作，为客户提供定制化解决方案，并延伸到供应链各行业领域。目前公司已成功将服务领域拓展至消费品领域和新能源产业链，并取得了良好成效。根据公司 2021 年年度报告，2021 年全年在消费品行业的供应链业务录得营业收入超 320 亿元，同比增速超 20%。

图表 16 公司“Lift”供应链服务体系



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 17 公司纸浆、纸张产业链服务模式



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2.3 科技、金融、物流、投资多管齐下，严把风控推动高质量扩张

强化科技赋能，加快供应链业务数字化转型。报告期内，公司旗下浆纸集团升级改造“纸源网”和“浆易通”，钢铁集团上线了“建发云钢（E 钢联）”，农产品集团上线了“农E点”，消费品事业部上线了“E 建单”。

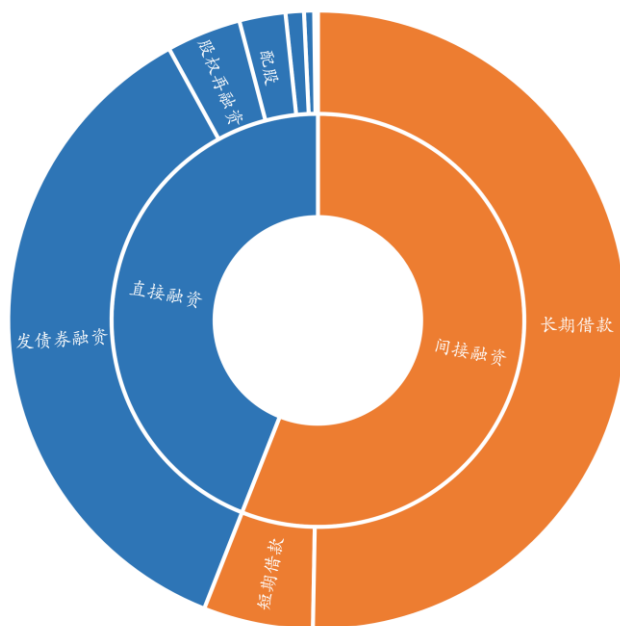
图表 18 纸源网实现全国线上订单



资料来源：纸源网，华安证券研究所

强化金融赋能，灵活运用各类金融工具。公司积极开拓各种融资渠道，持续优化融资结构，灵活运用远期结售汇、外汇期权等衍生工具规避汇率风险，通过债券、标准仓单掉期交易等金融工具降低融资成本。

图表 19 公司上市以来融资结构



资料来源: Wind, 华安证券研究所

强化物流支持, 加快物流资源布局。公司不断加强和各大物流供应商合作, 在国内形成较完善的物流仓储服务网络。根据公司 2021 年年报, 截至 2021 年末, 签约物流供应商达 1600 余家, 合作仓库达 3500 余个, 自有仓库和自管仓库共 78 个, 其中包括期货交割库 6 个。

积极投资, 将业务布局向上下游产业链延伸。2021 年, 公司与厦门航空和纵腾网络合资设立货运航空公司, 与清源股份成立合资公司从事分布式光伏电站投资运营业务, 与宁普时代合资设立建发宁普时代新能源科技有限公司, 从事新能源商用车销售、换电站投资和运营业务。

风险管控能力是公司多年来保持供应链运营业务健康发展的核心竞争力, 而专业化运营战略是公司风险控制体系的核心基础。在多品类布局的基础上, 公司推行专业化经营战略, 成立了“四大集团+五大事业部”从事细分品类经营, 各经营单位通过“公司化”运作进行单独核算。根据行业经验, 将风险管控列为经营管理的第一位, 形成了“专业化、分级化、流程化”的风险管控体系。

图表 20 四大集团+五大事业部构成



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 21 “专业化、分级化、流程化”风险管控体系



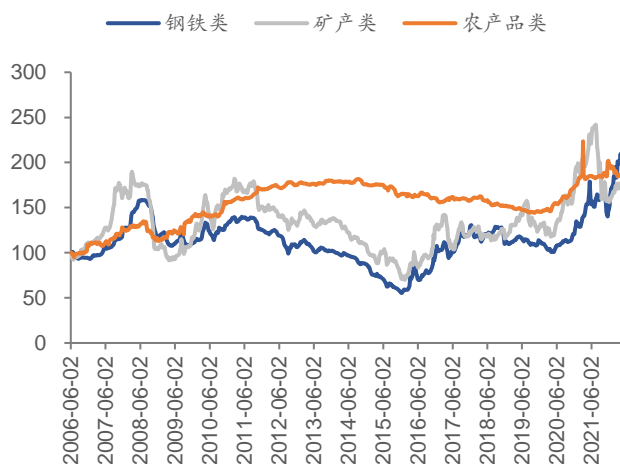
资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

多年耕耘，公司供应链运营服务在钢铁、浆纸、汽车、农产品、消费品、矿产有色、能源化工、机电、综合行业等业务领域已形成竞争优势，与 170 多个国家和地区建立了业务关系。

2.4 量价齐升，强劲增长

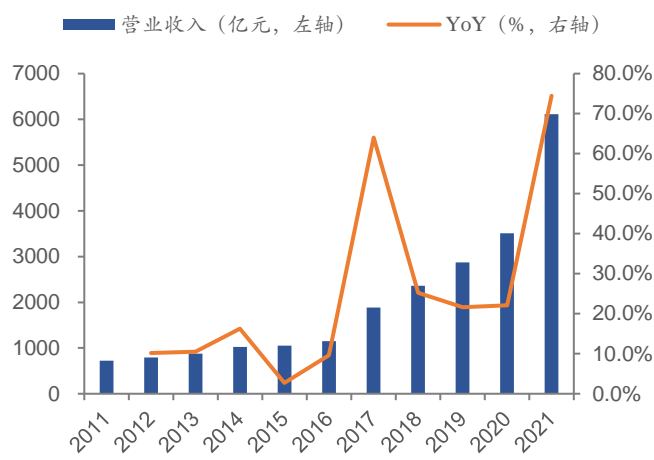
得益于多年的行业积累，公司供应链业务市场份额稳步提升，营收保持快速增长，2021 年全年实现供应链运营业务营收 6115 亿元，同比+74.5%，2011~2021 年复合增长率达 23.8%，其大幅增长的主要原因是大宗商品价格大幅上升的同时，公司经营货量也大幅增加。

图表 22 大宗商品价格指数



资料来源：Wind，华安证券研究所

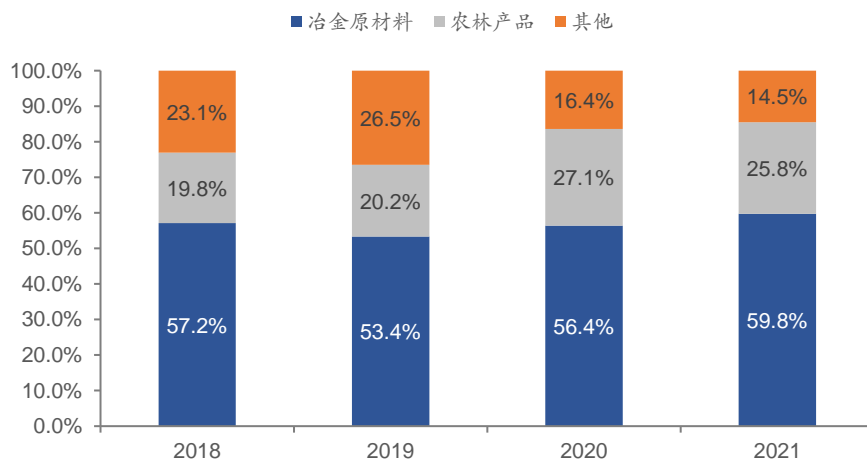
图表 23 供应链运营业务营收情况 (亿元，%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

分产品线来看，公司供应链业务主要包括冶金原材料和农林产品，冶金原材料方面包括钢材和矿产品，农林产品方面包括纸浆和纸张等浆纸业务产品，近四年该两部分营收贡献逐年增长，2021 年共计达 85.5%。

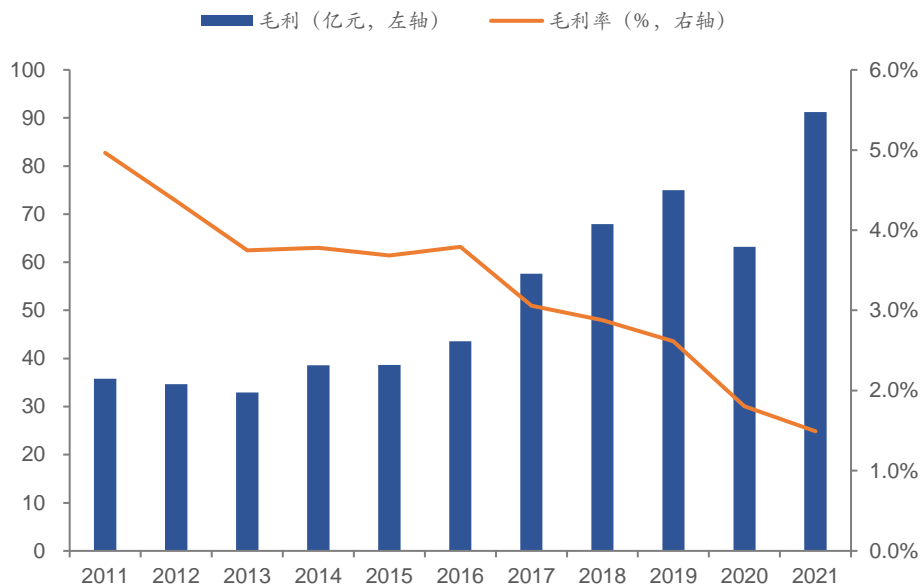
图表 24 公司供应链业务各类产品营收贡献 (%)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

从盈利能力来看，供应链板块盈利逐年增长，但毛利率呈现缓慢下滑的趋势，主要是由于公司业务模式调整，从传统的贸易商转型为供应链服务商。调整虽然会使得毛利率下滑，但整体的经营风险得到了控制，总体来讲该调整可以帮助公司实现降本增效。

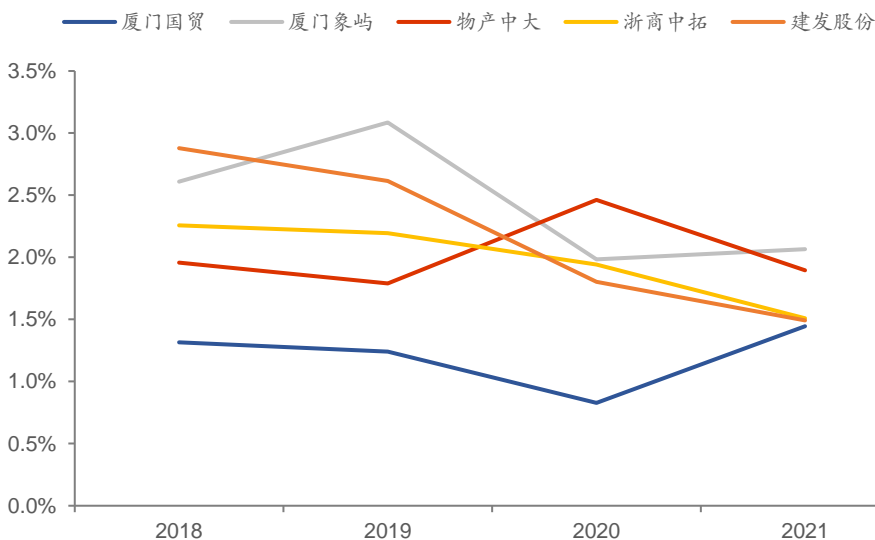
图表 25 供应链板块毛利及毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

对比供应链行业几家龙头公司的供应链业务，建发股份毛利率水平处于较低水平。

图表 26 供应链行业龙头企业毛利率水平 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

从净利润率指标来看，公司提质增效工作已取得一定成效，未来净利率指标仍有提升空间。随着期货市场发展，供应链运营业务的现货可使用期货工具进行套期保值、锁定价格波动风险，因此目前很多业务实际采用现期结合的形式进行，毛利率仅能反应公司现货端盈利能力状况。从净利润率指标来看，公司 2020 年供应链业务净利率为 0.50%，2021 年上升至 0.54%。公司将持续通过调整业务结构、客户结构、区域、品种、内部考核、内部资源分配等方面提质增效，预计未来净利率指标仍有提升空间。

3 逆风而上，房地产业务后劲充足

3.1 差异化定位，实现覆盖区域及产品线互补

房地产板块是公司盈利的重要支撑，业务包括一级土地开发和二级房地产开发，由建发房产和联发集团两个平台负责运营。其中一级土地开发业务由建发房产全资子公司厦门禾山建设发展有限公司负责开展；二级房地产开发业务包括住宅、商业和安置房等，两个平台均有涉及，建发房产主要布局长三角（杭州、合肥、南京等）、珠三角（深圳、广州、佛山等）及福建省内（厦门、福州、龙岩、漳州等），项目涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产，以住宅为主，定位中高端改善性住房，目前打造了“王府中式”、“禅境中式”两类新中式产品。联发集团主要项目布局定位在热门二三线城市区域，如厦门、南昌、南宁、桂林、重庆、天津等地，目前打造了“悦系”、“臻系”、“嘉和系”三大产品系。两家房地产子公司外埠市场区域不同，以规避竞争，对于福建省内尤其是厦门市周边地区的房地产市场，则通过协商或联合开发的方式解决。公司秉持“布局全国、区域聚焦、城市深耕”战略，现已拓展至全国 30 多个城市，形成一、二、三线城市强有力的互补优势。

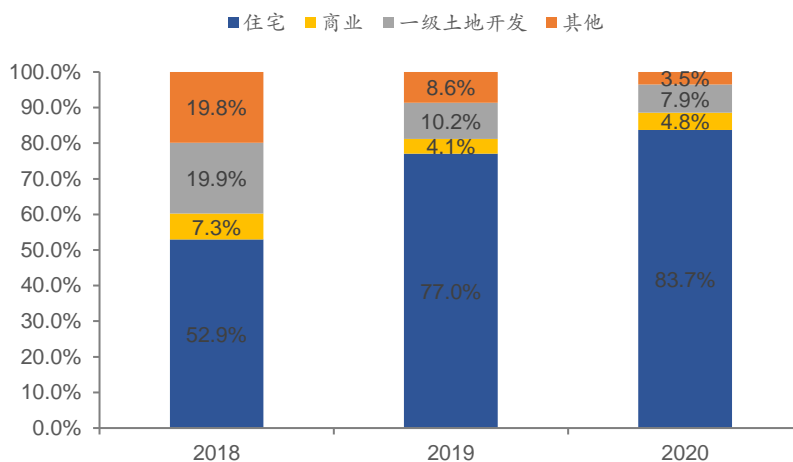
图表 27 公司房地产板块业务布局



资料来源：公司年报，华安证券研究所

从收入贡献来看，住宅开发业务为房地产板块收入的主要来源。在 2020 年，住宅开发业务收入占到了 83.7%。

图表 28 公司房地产板块营收构成 (%)



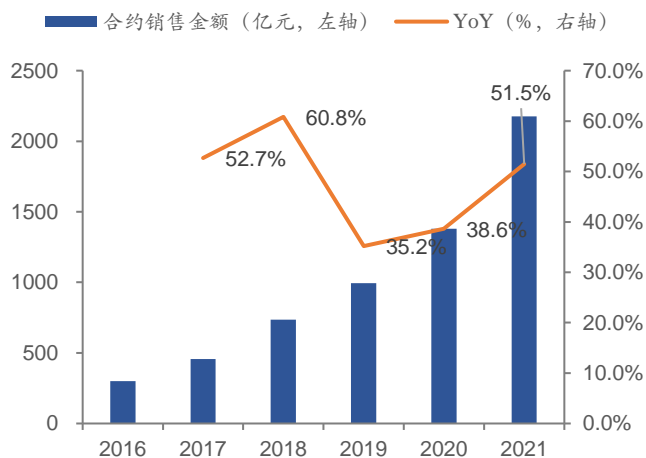
资料来源：公司超短融募集说明书，华安证券研究所

3.2 销售金额跨越式增长，推动板块营收高增

2017 年以来，公司房地产业务销售金额跨越式增长，推动了房地产板块营收高增。公司销售金额从 2016 年的 300 亿元增长至 2021 年的 2176 亿元，复合增速 39.1%。其中建发房产销售额从 176 亿元到 1754 亿元，复合增速 46.6%，联发集团从 123 亿元到 422 亿元，复合增速 22.8%。根据公司 2021 年年度报告，2021 年实现营业收入 963 亿，占到总体营收的 13.6%。虽受行业趋势及结转项目结构变化导致毛利率下滑，但整体毛利率仍远高于供应链板块，2021 年实现毛利 161 亿元，占毛利的 63.9%。

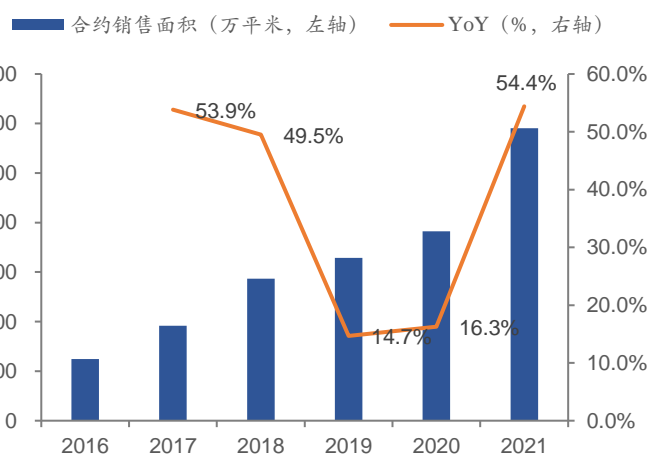
值得注意的是，建发股份是 2021 年销售逆势大幅增长，根据克而瑞的数据，在行业销售增速整体下滑的情况下，公司 2021 年全口径销售额增速仍达 35%，位于 TOP50 房企第一。高增速推动公司排名不断上升，截至 2021 年末，建发房产排名已提升至第 21 位，联发集团排名提升至第 59 位。

图表 29 合约销售金额 (亿元, %)



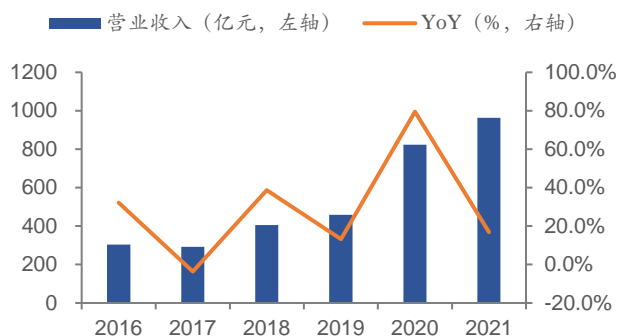
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 30 合约销售面积 (万平米, %)



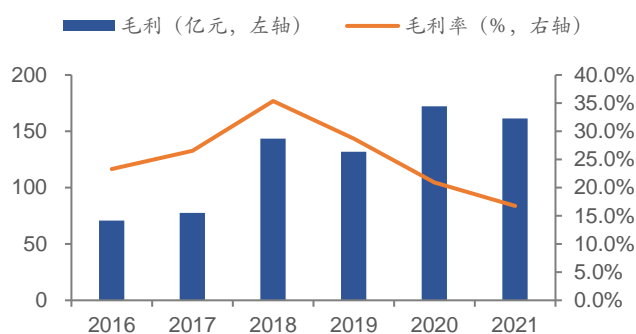
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 31 房地产板块营收情况 (亿元, %)



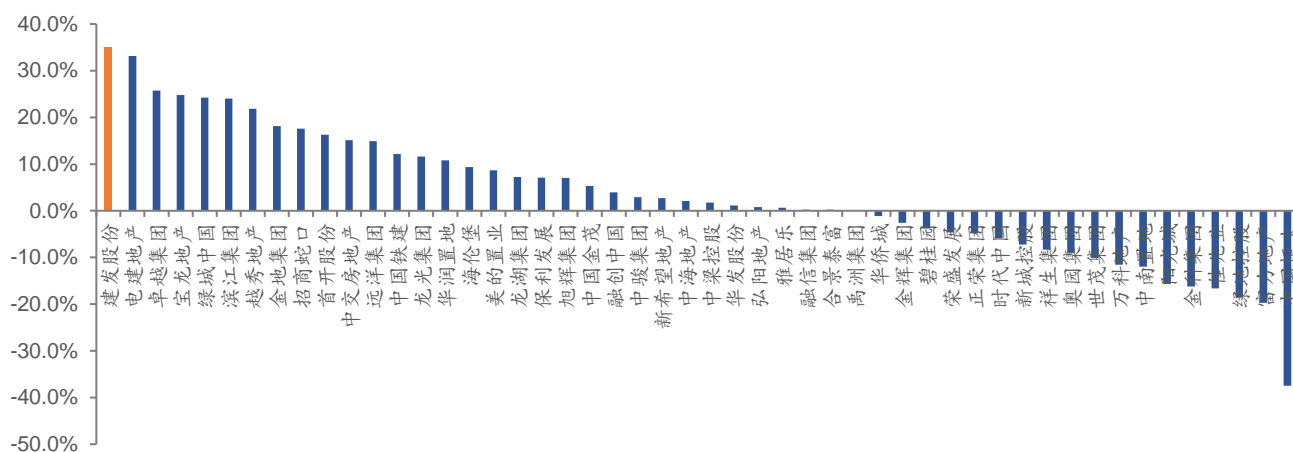
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 32 房地产板块毛利及毛利率 (亿元, %)



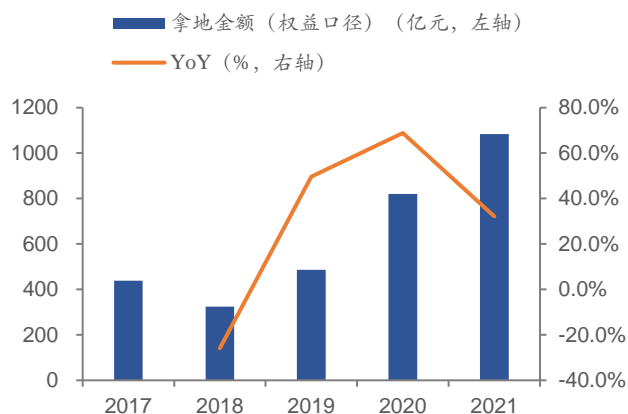
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 33 2021 年 TOP50 房企增速



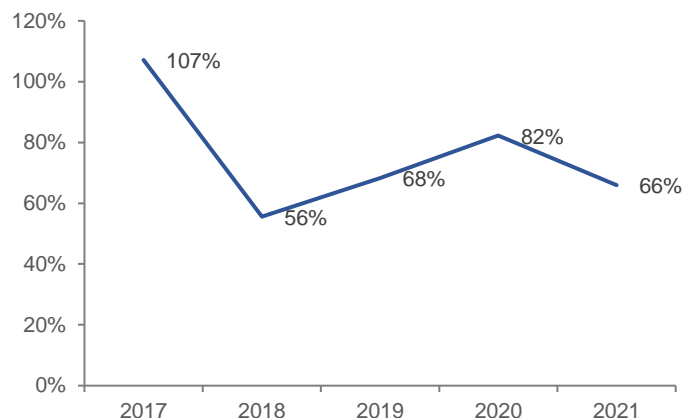
销售额跨越式增长的支撑点是公司高强度的拿地节奏。公司 2017 年权益口径拿地金额 439 亿元，投销比高达 107%。即使是在土地市场行情较冷的 2021 年，权益口径投销比仍达 66%。**在积极的扩张战略下，公司土地储备规模大幅增长，**截至 2021 年末，建发房产权益口径土储 1601 万平米，联发集团权益口径土储 586 万平米，合计达 2187 万平米。

图表 35 权益口径拿地情况 (亿元, %)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

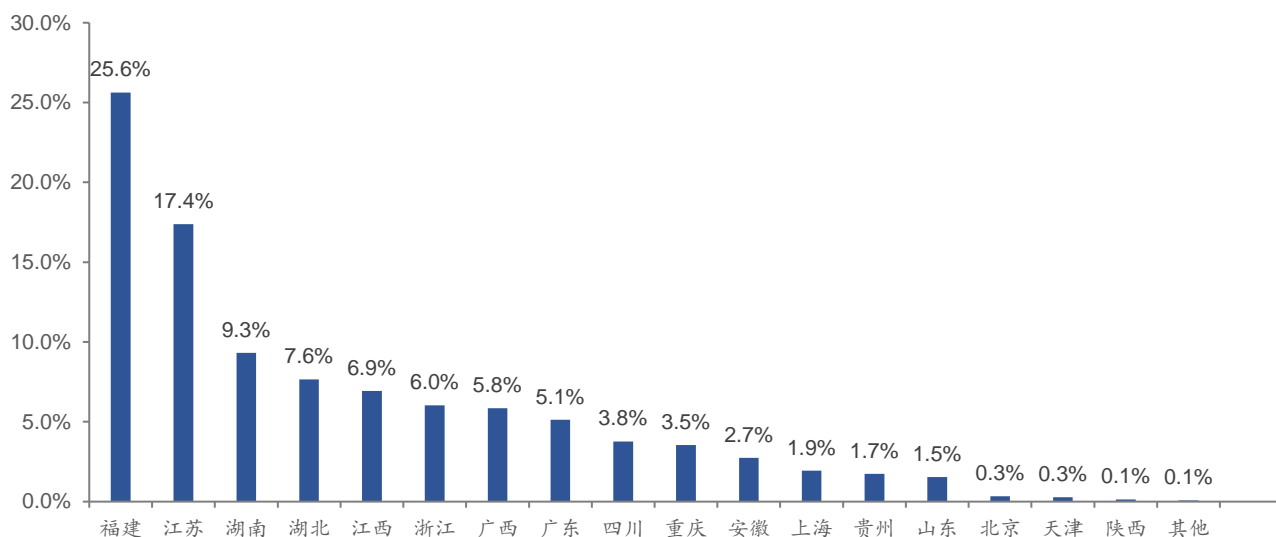
图表 36 权益口径计算投销比 (%)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

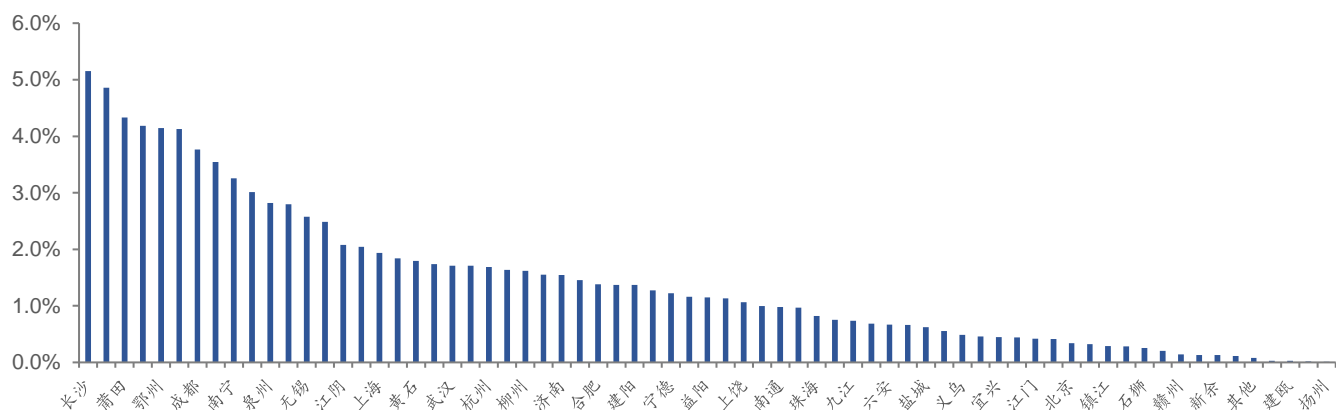
从土地储备分布来看，公司全口径拟建+在建/竣工项目未售面积主要分布在福建、江苏、湖南等省份的高能级城市，土地储备充裕且质量较高。

图表 37 全口径拟建+在建/竣工未售面积省份分布



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 38 全口径拟建+在建/竣工未售面积城市分布

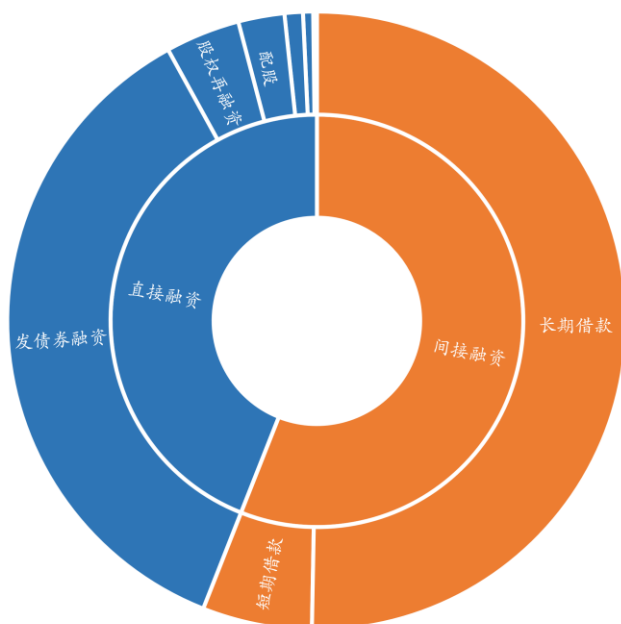


资料来源：公司年报，华安证券研究所

3.4 国企背景加持，融资优势明显

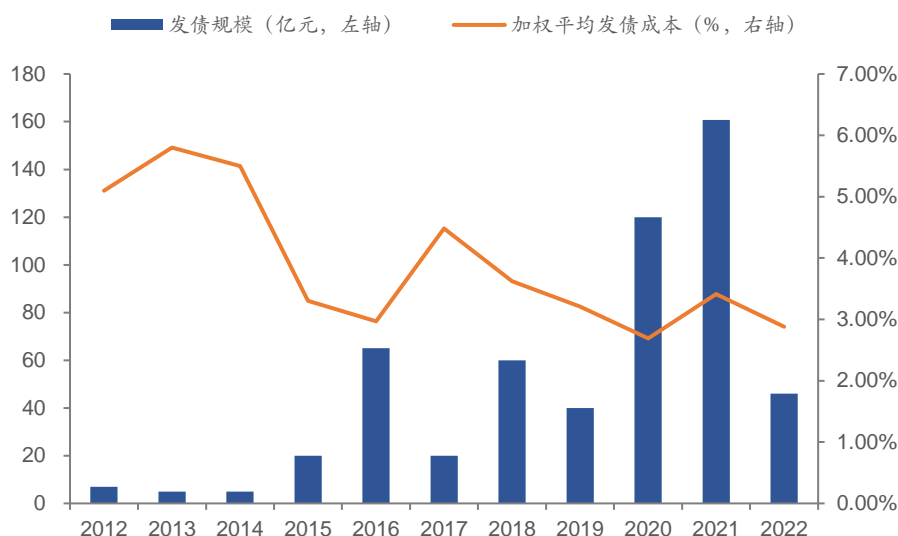
公司具有多元化的融资渠道且融资成本较低，具有明显优势。2022 年以来，公司发行债券 46 亿元，加权平均发债成本仅 2.88%。

图表 39 公司上市以来融资结构



资料来源：Wind，华安证券研究所

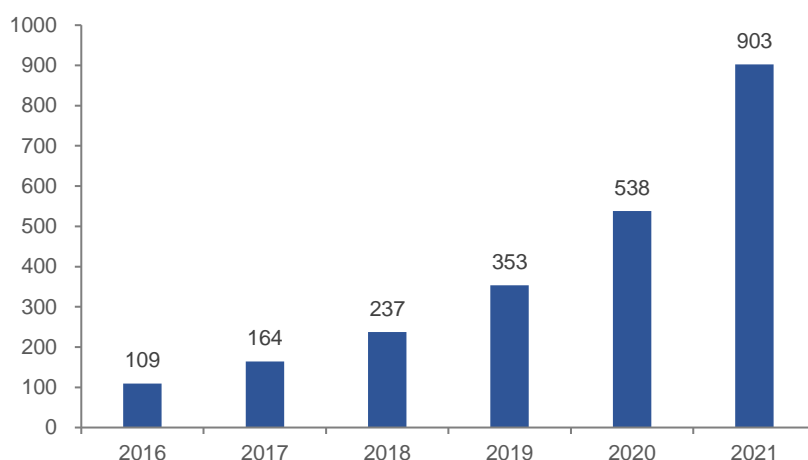
图表 40 公司债券融资情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

根据公司年报,建发房产和联发集团各自管控的核心负债指标均保持“三道红线”绿档,在手货币资金充裕,财务稳健。

图表 41 在手货币资金情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.5 “锦上添花”, 一级土地开发及物业板块贡献额外利润

作为厦门国资委实际控制的公司,除了二级房地产开发业务外,公司还持有一级土地开发资源,该业务由其建发房产全资子公司厦门禾山建设发展有限公司负责开展,经营模式是由公司投入资金进行拆迁建设工作,改造完成后将除用于建设安置房及配套设施以外的土地交由政府进行招拍挂,政府根据协议支付相应的土地开发费用,目前建发房产持有“后埔-枋湖旧村改造”和“钟宅畲族社区旧村改造”两个项目。根据公司超短融募集说明书,后埔-枋湖项目包括枋湖、薛岭和后埔三个片区,总用地面积 73.41 万平米,可出让建筑面积 159.70 万平米,当前已出让土地面积

28.09 万平方米,已出让建筑面积 97.05 万平方米;钟宅畲族项目总用地面积 61 万平方米,可出让住宅面积 45 万平方米,当前已出让土地面积 3.40 万平方米,已出让建筑面积 10.51 万平方米。未来一级土地开发业务仍可为公司贡献利润。

图表 42 一级土地开发信息

地块编号	地块用途	位置	出让时间	出让土地面积 (平米)	出让建筑面积 (平米)	成交价 (万元)	已确收金额 (万元)
后埔-枋湖旧村改造项目							
2009G45	城镇住宅、批发零售 用地(商业)	湖里后埔片区,双浦路东侧,吕 岭路北侧,仙岳路南侧	2009/12/8	13514	58390	58000	48700
2010P14	城镇住宅、批发零售 用地(商业)	湖里区 06-07 片区枋湖路与枋 湖西路交叉口东南侧	2010/9/8	26315	95460	93400	74379
2011P20	城镇住宅、批发零售 用地(商业)	湖里区后埔片区双浦路与金昌 路(规划路)交叉口东南侧	2011/9/8	10198	38800	49972	41750
2011P22	城镇住宅、批发零售 用地(商业)	湖里区 06-05 片区双浦路与金 昌路交叉口东北侧	2011/12/20	21159	83800	92970	78350
2013P10	城镇住宅、批发零售 用地(商业)	薛岭片区 B3 地块	2013/12/30	36132	140900	310000	260865
2018P02	城镇住宅、批发零售 用地(商业)	东至薛岭山,西至成功大道, 北至枋湖西路,南至金山西路	2018/9/20	61842	149600	570000	484500
2018P03	城镇住宅、批发零售 用地(商业)	湖里区 06-07 片区枋湖北二路 与枋湖西路交叉口西南侧(A3 地块)	2018/12/21	27720	97340	380500	323425
	城镇住宅、批发零售 用地(商业)	湖里区枋湖路与纵六路交叉口 西南侧 A7	2019/11/19	33651	131700	594000	504900
2019P05	城镇住宅、批发零售 用地(商业)	湖里区枋湖北二路与纵四路交 叉口东南侧 A1	2019/12/24	50394	174600	752500	639625
钟宅畲族社区旧村改造							
2021P04	城镇住宅、批发零售 用地(商业)	湖里区五缘湾片区钟智西三路 与钟宅中路交叉口西北侧	2021/6/10	33969	105110	531000	
合计				314894	1075700	3432342	

资料来源:公司超短融募集说明书,华安证券研究所

物业管理业务板块,截至 2021 年末,建发房产和联发集团旗下物业管理公司在管项目面积达 4891 万平方米,同比+26.0%,已连续多年入选全国物业服务企业百强前列。

投资建议

公司以“供应链+房地产”双主业经营。**供应链业务方面**,受益于大宗商品景气叠加行业集中度提升,作为行业龙头企业,业绩有望持续增长。**地产方面**,公司销售逆势大增,为未来结算收入提供支撑;保持拿地激情,土储充沛兼具质量,有望受益于宽松政策环境,后续业绩增长可期。

在此背景下，我们预测公司 2022~2024 年可实现归母净利润 65 亿元、74 亿元和 84 亿元，EPS 为 2.28、2.59 和 2.94 元，对应当前股价 PE 为 5.89、5.19 和 4.57 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

大宗商品价格波动：公司供应链业务运营贡献大部分营业收入，如大宗商品价格出现大幅波动，可能造成存货及应收账款减值，影响供应链业务板块收入。

应收账款坏账风险：公司供应链业务运营产生较大金额的应收账款，如出现信用风险产生大量坏账，将影响公司盈利。

地产销售及回款不及预期：继 2021 年下半年房企信用风险频发，叠加疫情影响，销售市场转冷，如市场成交不及预期，或影响公司未来业绩确认。同时，如销售回款不及预期，可能会对公司现金流产生负面影响。

政策风险：地产行业受政策影响程度较高，严格的调控政策可能对公司地产板块业务产生不利影响。

利率风险：如行业资金面大幅收紧，利率上行可能带来融资成本上涨。

汇率风险：汇率波动存在对公司进出口业务造成不利影响的可能性。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	550683	606458	679784	758480	营业收入	707844	803628	923340	1050300
现金	90268	91678	96927	102065	营业成本	682585	769737	883506	1002427
应收账款	8226	10233	11063	12785	营业税金及附加	900	2797	4155	5777
其他应收款	55087	61055	69801	79921	销售费用	8161	11492	13204	15965
预付账款	32678	41974	47845	53362	管理费用	664	830	1016	1680
存货	346825	381317	430656	482655	财务费用	1616	2662	3241	3670
其他流动资产	17599	20201	23491	27692	资产减值损失	-1423	-2052	-1514	-1276
非流动资产	51776	56586	59709	61399	公允价值变动收益	-148	0	0	0
长期投资	14594	18785	21193	22237	投资净收益	3085	2250	2124	2206
固定资产	2813	3120	3468	3818	营业利润	15642	16712	19157	21753
无形资产	869	1049	1174	1304	营业外收入	247	247	247	200
其他非流动资产	33499	33633	33874	34041	营业外支出	87	87	87	100
资产总计	602459	663045	739493	819879	利润总额	15802	16871	19317	21853
流动负债	356236	393918	445789	499829	所得税	4839	5192	5988	6744
短期借款	8999	8999	8999	8999	净利润	10963	11679	13329	15109
应付账款	41765	49896	56691	64043	少数股东损益	4865	5149	5909	6687
其他流动负债	305472	335023	380099	426787	归属母公司净利润	6098	6530	7420	8422
非流动负债	109305	120305	131305	142305	EBITDA	14935	14544	16617	18905
长期借款	61103	71103	81103	91103	EPS (元)	2.07	2.28	2.59	2.94
其他非流动负债	48202	49202	50202	51202					
负债合计	465541	514223	577094	642134					
少数股东权益	86074	91224	97132	103819					
股本	2863	2863	2863	2863					
资本公积	3271	3271	3271	3271					
留存收益	44710	51464	59132	67791					
归属母公司股东权益	50844	57598	65266	73925					
负债和股东权益	602459	663045	739493	819879					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	409	-533	1152	145	营业收入	63.5%	13.5%	14.9%	13.8%
净利润	6098	6530	7420	8422	营业利润	29.4%	6.8%	14.6%	13.6%
折旧摊销	586	159	-32	68	归属于母公司净利	35.4%	7.1%	13.6%	13.5%
财务费用	2174	5544	6149	6754	获利能力				
投资损失	-3234	-2250	-2124	-2206	毛利率 (%)	3.6%	4.2%	4.3%	4.6%
营运资金变动	-10845	-17629	-17592	-20819	净利率 (%)	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
其他经营现金流	22574	31271	32343	37167	ROE (%)	12.0%	11.3%	11.4%	11.4%
投资活动现金流	-9477	-3735	-999	514	ROIC (%)	3.5%	3.6%	3.8%	4.0%
资本支出	-571	-664	-519	-603	偿债能力				
长期投资	-5068	-5321	-2603	-1089	资产负债率 (%)	77.3%	77.6%	78.0%	78.3%
其他投资现金流	-3838	2250	2124	2206	净负债比率 (%)	340.0%	345.5%	355.4%	361.3%
筹资活动现金流	43269	5455	4851	4246	流动比率	1.55	1.54	1.52	1.52
短期借款	7293	0	0	0	速动比率	0.47	0.46	0.45	0.44
长期借款	17595	10000	10000	10000	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.17	1.21	1.25	1.28
资本公积增加	360	0	0	0	应收账款周转率	86.04	78.53	83.46	82.15
其他筹资现金流	18022	-4544	-5149	-5754	应付账款周转率	16.34	15.43	15.58	15.65
现金净增加额	34470	1410	5249	5138	每股指标 (元)				
					每股收益	2.07	2.28	2.59	2.94
					每股经营现金流)	0.14	-0.19	0.40	0.05
					每股净资产	17.76	20.12	22.79	25.82
					估值比率				
					P/E	4.38	5.89	5.19	4.57
					P/B	0.51	0.67	0.59	0.52
					EV/EBITDA	3.43	5.04	4.76	4.49

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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。