

地产业务逆势增长，双主业稳健发展

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 地产业务逆势增长, 增速行业领先, 优质产品享受溢价, 权益土储面积 2187 万方, 一二线城市货值占比超 70%; 2) 供应链业务规模增速行业领先, 打造 LIFT 服务体系, 模式先进; 3) 负债结构健康, 地产子公司“三条红线”全部达标, 平均融资成本维持在 4.5%-5.0%。
- 公司收入和利润稳健增长, 负债结构健康。**公司业绩稳步增长, 2017-2021 年收入由 2168 亿元增长至 7078 亿元, 归母净利润由 33.3 亿元增长至 61.0 亿元, CAGR 分别为 37.2% 和 16.4%。2022Q1 实现收入 1506 亿元, 同比增长 40.6%; 实现归母净利润 10.1 亿元, 同比增长 29.8%。供应链运营和房地产双主业齐头发展, 利润贡献占比均衡。公司负债结构健康, 长期负债占比维持在 80% 左右, 地产子公司“三条红线”全部达标, 平均融资成本 4.5%-5.0%。
- 供应链: 规模增速行业领先, LIFT 服务体系先进。**公司四大集团五大事业部覆盖全产业, 在钢铁、浆纸、汽车、农产品等业务领域形成优势。2021 年公司大宗商品经营货量超过 1.7 亿吨, 同比增速超 36%, 并拓展至消费品和新能源产业。供应链业务全年实现营业收入 6115 亿元, 同比增长 74.5%; 实现归母净利润 32.2 亿元, 同比增长 80.8%, 业务规模和增速均处于行业领先水平。2022Q1 供应链业务依旧保持高位增长, 收入达 1429 亿元, 同比增长 40.2%。公司打造 LIFT 供应链服务体系, 从四大类供应链基础服务出发提供定制化解决方案。
- 房地产: 优质产品驱动销售增长, 可售面积储备充足。**2021 年公司实行线上线下营销双线并行, 实现销售金额 2176 亿元, 同比+57.7%, 销售增速远超同行。旗下建发房产 1-5 月累计销售 464 亿元, 位居克尔瑞销售排名第 15 位, 呈现逆势提升。公司打造品牌竞争力, 优质产品赢得较高市场认可度, 二手房项目所在区位均价存在明显溢价。公司保持积极的拿地节奏, 2021 年全口径拿地金额 1576 亿元, 新增计容建筑面积 1344 万。2021 年末公司权益口径期末土地储备面积达 2187 万平方米, 一、二线城市的预估权益货值占比超 70%。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增速 11.7%, 综合考虑房地产开发业务和供应链业务的分部估值, 公司总市值为 570.77 亿元, 对应目标价 19.17 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 项目结算不及预期、政策调控风险、供应链业务拓展不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	707844.50	810313.42	901145.27	975782.97
增长率	63.49%	14.48%	11.21%	8.28%
归属母公司净利润(百万元)	6098.09	6714.69	7550.41	8487.49
增长率	35.40%	10.11%	12.45%	12.41%
每股收益 EPS(元)	2.05	2.25	2.54	2.85
净资产收益率 ROE	8.01%	8.51%	8.82%	9.13%
PE	6.4	5.8	5.1	4.6
PB	0.28	0.27	0.25	0.23

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

联系人: 乐璨
电话: 18280227875
邮箱: lec@swsc.com.cn

联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	29.78
流通 A 股(亿股)	28.35
52 周内股价区间(元)	7.07-14.57
总市值(亿元)	374.91
总资产(亿元)	6,024.59
每股净资产(元)	14.39

相关研究

目 录

1 福建国企龙头实力雄厚，双主营业务驱动业绩高增	1
1.1 双主业齐头并进，母公司实力雄厚助力发展	1
1.2 营收大幅上升，双主营业务驱动发展	2
1.3 公司资产规模快速提升，负债结构持续优化	4
2 供应链：规模增速行业领先，LIFT服务体系先进	5
2.1 核心品类保持领先，服务领域不断拓宽	5
2.2 LIFT服务体系模式先进，三级风险管理灵活高效	8
3 房地产：优质产品驱动销售增长，可售面积储备充足	10
3.1 销售逆势增长，优质产品提升溢价	10
3.2 投资力度逐年加大，可售面积储备充足	13
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 相对估值	15
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 截至 2021 年底公司股权结构.....	2
图 3: 2021 年公司营业收入 7078 亿元 (+63.5%)	2
图 4: 2021 年公司归母净利润 61 亿元 (+35.4%)	2
图 5: 2021 年公司供应链业务营业收入占比超 80%.....	3
图 6: 2021 年公司供应业与开发业务归母净利润占比均衡	3
图 7: 公司分业务毛利率.....	3
图 8: 2021 年应收帐款周转率 111 次	4
图 9: 2021 存货周转率 2.4 次	4
图 10: 2021 年末公司总资产 6024 亿元 (+55.6%)	4
图 11: 2021 年末公司净资产 1369 亿元 (+59.1%)	4
图 12: 2021 年有息债务 1150 亿元.....	5
图 13: 公司长期负债占比维持在 80% 左右.....	5
图 14: 限额以上批发业企业营业收入 65.9 万亿元 (+11.8%)	6
图 15: top5 上市公司供应链业务营业收入	6
图 16: 四大专业集团细分领域.....	6
图 17: 五大事业部细分领域	6
图 18: 公司 2021 年供应链业务收入 6115 亿元 (+74.5%)	7
图 19: 公司供应链业务冶金原材料收入占比超 50%.....	7
图 20: 2021 年供应链业务营收规模及增速对比	7
图 21: 各公司供应链业务毛利率对比 (%)	7
图 22: 建发纸业有限公司 “纸源网”	8
图 23: 智慧罗盘数据分析系统 (BI)	8
图 24: “LIFT” 供应链综合服务体系业务模式	9
图 25: 可定制、强复制性的 “LIFT” 供应链综合服务体系	9
图 26: 公司专业化、分级化、流程化的风险管控体系	9
图 27: 房地产业务领域	10
图 28: 房地产业务布局	10
图 29: 2021 年公司房地产业务营业收入 963 亿元 (+16.9%)	10
图 30: 公司已售未结金额 (亿元)	10
图 31: 2021 年建发股份合同销售金额 2176 亿元 (+57.7%)	11
图 32: 2021 年建发股份合同销售面积 1181 万平方米 (+54.4%)	11
图 33: 2021 年销售金额同比增速对比	11
图 34: 建发房产匠造理念与产品类型	12
图 35: 联发集团三大产品系列和标杆产品	13
图 36: 2021 年公司权益口径拿地金额 1084 亿元 (亿元)	14
图 37: 2021 年公司新增计容建筑面积 1344 万平 (万平)	14
图 38: 2021 年公司权益土地储备面积 2187 万平 (万平)	14
图 39: 华东地区可售面积占比超 40%	14

表 目 录

表 1: 房地产子公司融资情况 (亿元)	5
表 2: 2021 年可比公司主营业务与主营产品比较	7
表 3: 2022 年 1-5 月销售金额前 20 房企排名	11
表 4: 公司二手房项目享受产品溢价	13
表 5: 分业务收入及毛利率	15
表 6: 房地产开发业务归母净利润预测	15
表 7: 房地产开发业务可比公司估值	16
表 8: 供应链业务归母净利润预测	16
表 9: 供应链业务可比公司估值	17
附表: 财务预测与估值	18

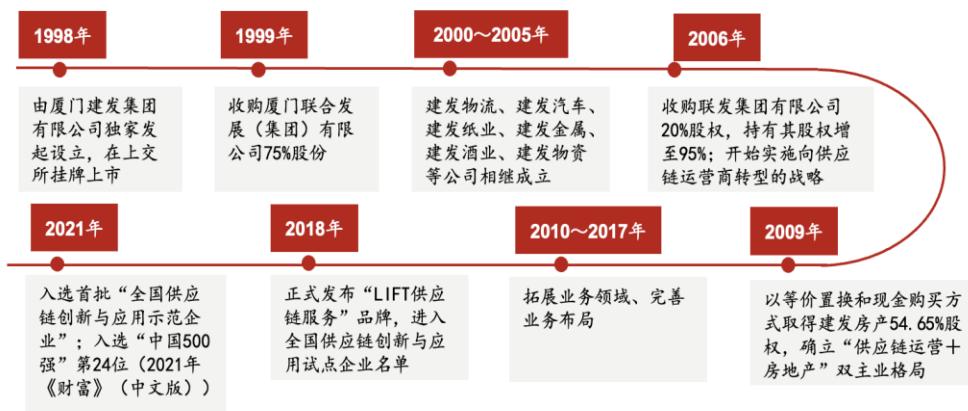
1 福建国企龙头实力雄厚，双主营业务驱动业绩高增

1.1 双主业齐头并进，母公司实力雄厚助力发展

建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业。公司业务始于1980年，1998年6月由厦门建发集团有限公司独家发起设立并在上交所挂牌上市。公司以“开拓新价值，让更多人过上更有品质的生活”为使命，以“整合资源，创造增值”为品牌核心价值，为客户提供供应链运营服务和房地产综合服务，致力于成为国际领先的供应链运营商和中国优秀的房地产运营商。

经过20余年发展公司业务布局不断完善，跻身“中国500强”第24位。建发集团于1998年发起成立建发股份，并将集团本部与贸易相关的进出口部门及全资拥有的4家公司的经营性资产折股投入，在上交所公开发行普通股；1999年建发股份通过收购厦门联合发展（集团）有限公司75%的股份进军房地产行业；之后6年时间，公司不断壮大供应链产业布局，在物流、汽车、纸业、金属、酒业等领域实现快速拓展；公司于2006年增持联发集团股权至95%，加深房地产行业布局，并于同年着手实施供应链运营商战略转型，标志公司供应链业务的成熟；2009年公司收购建发房产54.65%股权，终于确立“供应链运营+房地产”双主业格局；此后，公司深耕供应链和房地产主业，不断完善业务布局；2018年公司重磅发布“LIFT供应链服务”品牌，进入全国供应链创新与应用试点企业名单；2021年，公司入选“中国500强”第24位，其供应链业务发挥行业示范效应，房地产业务也处于行业领先水平。

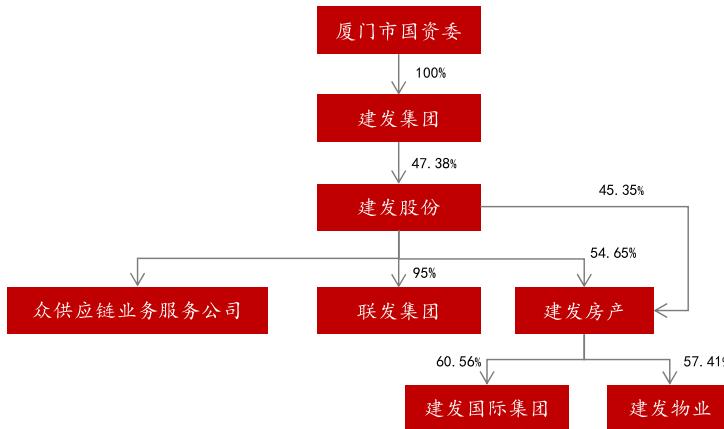
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

母公司具备成熟的品牌优势及丰富的资源，能够助力公司长期发展。厦门建发集团持有建发股份47.38%股权，是世界500强企业，现拥有包括建发股份、建发房产、建发旅游、联发集团、厦门会展集团等控股企业，以及厦门航空、厦门国际银行、厦门农商银行、厦门国际信托、君龙人寿保险、厦门法拉电子、厦门华侨电子等参股企业，主要业务涵盖供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展业、投资，母公司的雄厚实力背景为公司发展提供了有力支持。公司实际控制人为厦门市国资委，国企背景使得公司在各种资源获取方面更具先天优势。

图 2：截至 2021 年底公司股权结构



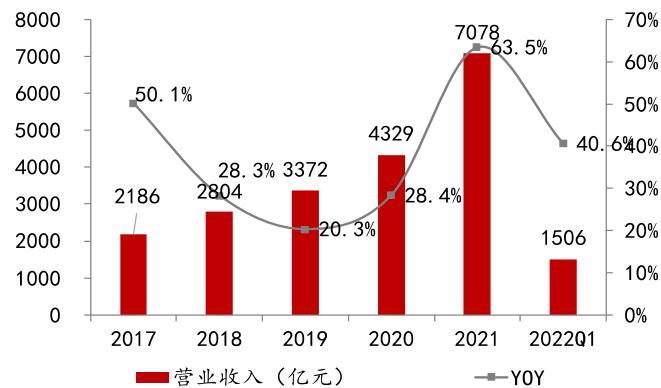
数据来源：公司 2021 年年度报告，西南证券整理

股权激励充分调动管理层积极性，限制条款保障业绩增长。2022 年公司开启限制性股权激励计划，共计授予公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员等 1066 名激励对象 1.15 亿股。此次激励股份按照业绩考核设置了三个解除限售期，2022、2023、2024 年度每股收益不低于 1.25 元/股、1.30 元/股、1.35 元/股，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值水平；以 2020 年度营业收入为基准，营业收入增长率不低于 30%、45%、60%。

1.2 营收大幅上升，双主营业务驱动发展

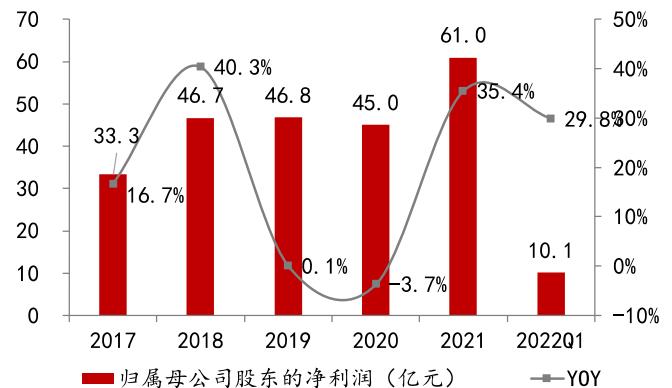
公司收入和利润稳健增长。2017-2021 年公司业绩稳步增长，营收由 2168 亿元增长至 7078 亿元，增速为 37.2%；归母净利润由 33.3 亿元增长至 61.0 亿元，复合增速为 16.4%。2022Q1 实现营业收入 1506 亿元，同比增长 40.6%；实现归母净利润 10.1 亿元，同比增长 29.8%，业绩表现亮眼。

图 3：2021 年公司营业收入 7078 亿元 (+63.5%)



数据来源：Wind，西南证券整理

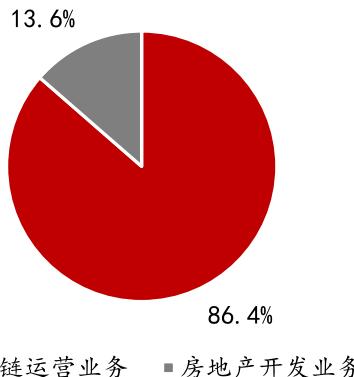
图 4：2021 年公司归母净利润 61 亿元 (+35.4%)



数据来源：Wind，西南证券整理

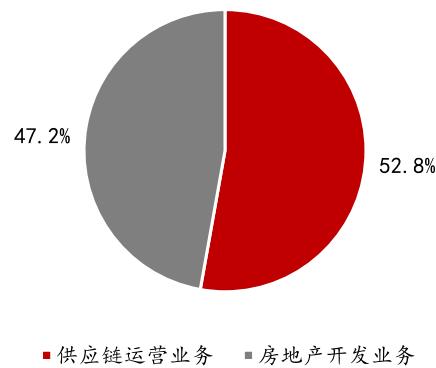
供应链运营和房地产双主业齐头发展，利润贡献占比均衡。从收入结构来看，2021年公司供应链运营和房地产业务分别实现6115和963亿元，占比分别为86%和16%。从盈利结构来看，双主业贡献占比较为均衡，2021年供应链运营业务实现归母净利润32.2亿元，贡献比重为52.8%；房地产业务实现归母净利润28.8亿元，贡献比重为47.2%。

图 5：2021年公司供应链业务营业收入占比超80%



数据来源：公司公告，西南证券整理

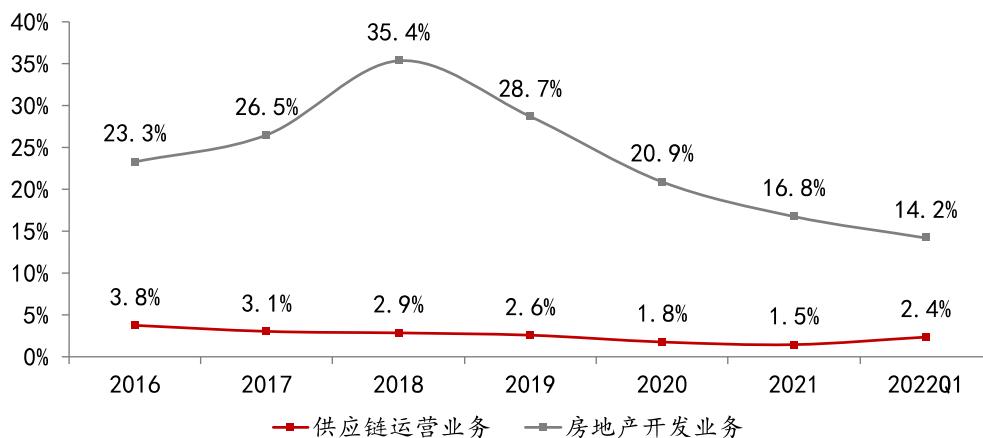
图 6：2021年公司供应业与开发业务归母净利润占比均衡



数据来源：公司公告，西南证券整理

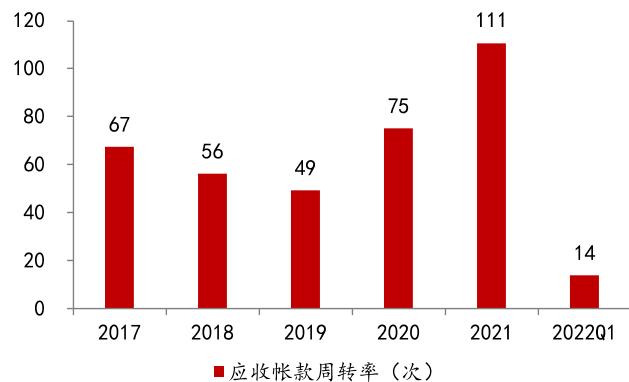
公司毛利率有所承压。2016至2021年，公司供应链运营业务的毛利率水平由3.79%下降到1.49%，房地产开发业务的毛利率水平呈现倒V形，由2018年35.37%的高点降至16.76%。随着行业竞争加剧、宏观利率水平走低、相关行业政策收紧等因素影响，公司毛利率有所承压。2022Q1供应链业务毛利率有所回暖，升至2.4%；房地产开发业务受整体环境影响依旧承压，下降至14.2%。

图 7：公司分业务毛利率

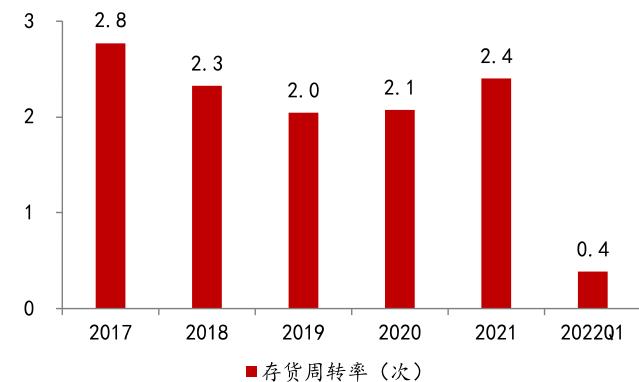


数据来源：公司公告，西南证券整理

2021年公司各周转率指标提高，营运能力改善。2019-2021年公司应收帐款周转率分别为49.2、75.0和110.7次，得益于供应链运营业务营业收入大幅增长，赊销规模保持稳定，应收帐款周转率大幅提高。由于公司土地储备和在建项目的投入，以及供应链运营方持有待售的存货的增加，公司存货周转率较过去几年有所下降，2021年存货周转率为2.40，较2020年提高0.33次。受疫情影响，2022Q1公司运营指标并不乐观，Q1应收账款周转率仅14次。

图 8: 2021 年应收帐款周转率 111 次


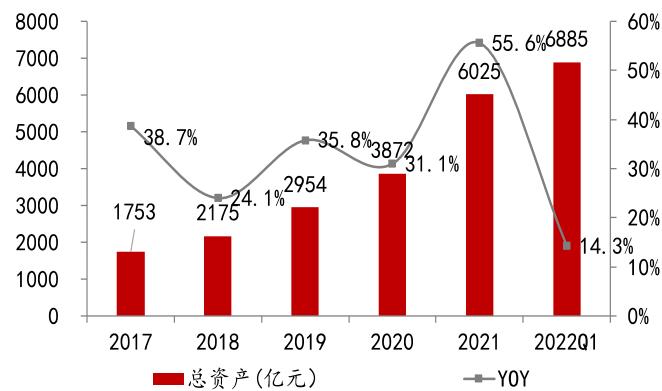
数据来源: 公司公告, Wind, 西南证券整理

图 9: 2021 存货周转率 2.4 次


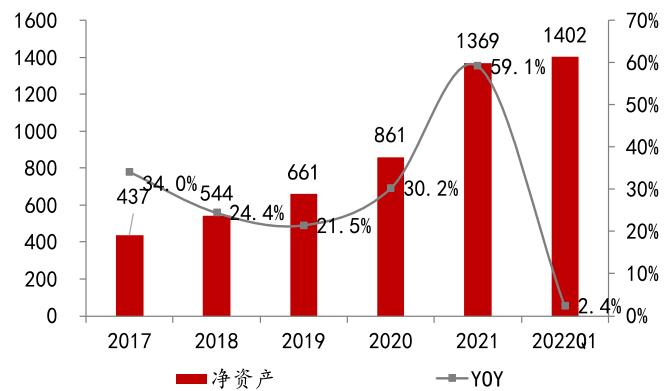
数据来源: 公司公告, Wind, 西南证券整理

1.3 公司资产规模快速提升, 负债结构持续优化

公司资产规模持续快速增长, **2021 年同比增长超 55%**。近年来公司资产规模实现质的飞跃, 2022Q1 末总资产和净资产分别达到 6885 亿元与 1402 亿元, 2017-2021 年复合增速分别为 36.7% 和 33.2%。

图 10: 2021 年末公司总资产 6024 亿元 (+55.6%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 2021 年末公司净资产 1369 亿元 (+59.1%)


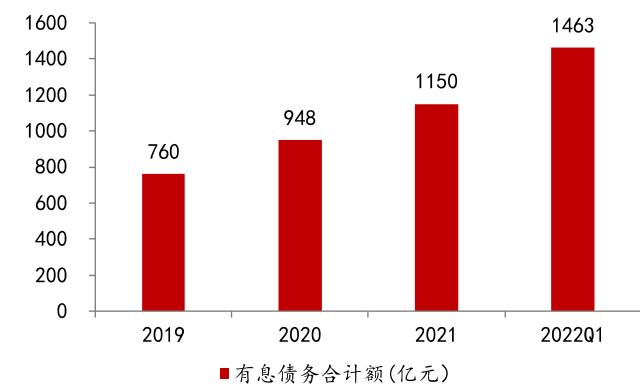
数据来源: Wind, 西南证券整理

公司负债结构健康, 地产子公司“三条红线”全部达标, 融资成本处于行业低位。2021 年公司资产负债率为 77.3%, 较 2020 年下降 0.5pp。子公司建发房产和联发集团作为公司旗下地产开发业务子公司, “三条红线”均保持绿档, 公司积极开拓各种融资渠道, 2021 年地产子公司共计融资 1310 亿元, 平均融资成本 4.5%-5.0%, 受益于地方国企背景, 融资成本处于行业低位。由于业务规模和房地产投入的扩大, 公司负债规模日益增大, 有息债务由 2017 年的 563 亿元增长到 2022Q1 年的 1463 亿元, 其中长期负债占比维持在 70%-80% 左右, 负债结构良好。

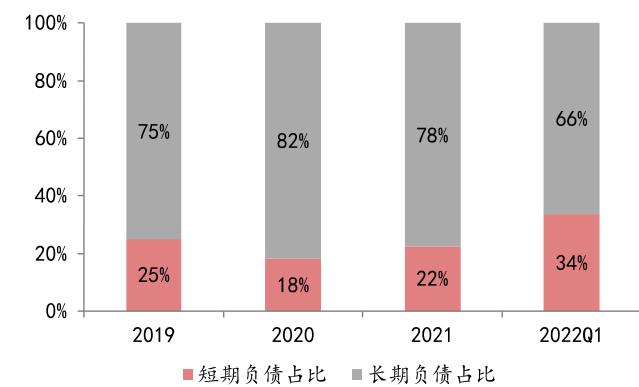
表 1：房地产子公司融资情况（亿元）

年份	房地产子公司期末融资总额	房地产子公司整体平均融资成本	房地产子公司利息资本化金额
2017	564.12	4.5-6%	14.65
2018	581.86	5-6.5%	26.92
2019	812.61	4.5-6%	33.17
2020	361.78	4.5-6%	36.72
2021	1310.33	4.5-5%	49.77

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2021 年有息债务 1150 亿元


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

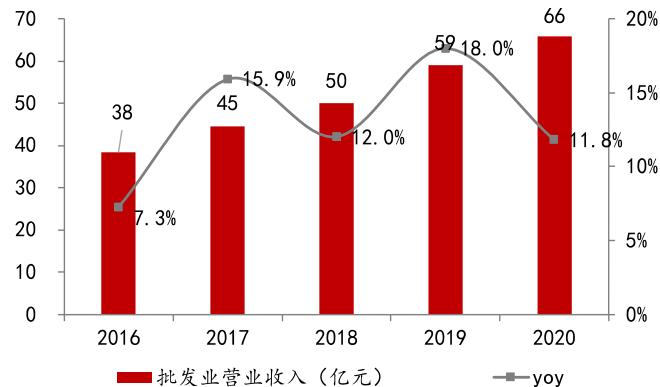
图 13：公司长期负债占比维持在 80% 左右


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

2 供应链：规模增速行业领先，LIFT 服务体系先进

2.1 核心品类保持领先，服务领域不断拓宽

国内供应链运营服务前景广阔，行业集中度提升将利好龙头企业。国家统计局数据显示我国批发业规模稳步增长，2012 年我国限额以上批发业企业营业收入为 29.2 万亿元，2020 年增长至 65.9 万亿元，2013-2020 期间 CAGR 为 10.7%，持续增长的批发业为供应链运营服务提供广阔的发展前景。目前国内供应链运营商数量众多，大致分为央企、地方国企和大量中小规模的民营企业，行业集中度较低。top5 上市公司营业收入快速增长，2013 至 2020 年 CAGR 高达 28.53%，行业集中度持续提高，CR5 由 2012 年的 0.7% 提高至 2020 年的 2.3%。随着行业格局变化，业务将向实力雄厚、综合服务能力强的大企业聚集，龙头企业的经营规模具有较强的成长性。

图 14：限额以上批发业企业营业收入 65.9 万亿元 (+11.8%)


数据来源：国家统计局，西南证券整理

四大集团五大事业部覆盖全产业，独立运营提升效率争。公司具有钢铁集团、纸浆集团、汽车集团和农产品集团四大专业集团，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五大事业部，每个集团和事业部下有若干运营单位通过“公司化”方式独立运作核算，公司另有多个境内外平台公司，共同支持供应链运营。公司业务细分领域精细，每个集团和事业部的业务边界清晰，不存业务竞争。目前公司在钢铁、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形成优势，与 170 多个国家和地区建立了业务关系。

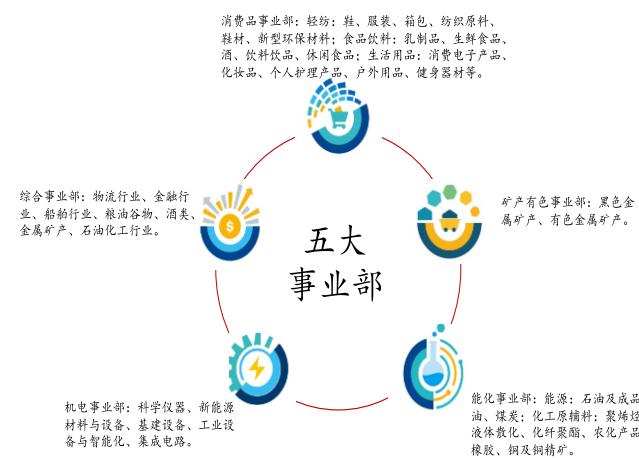
图 16：四大专业集团细分领域


数据来源：公司官网，西南证券整理

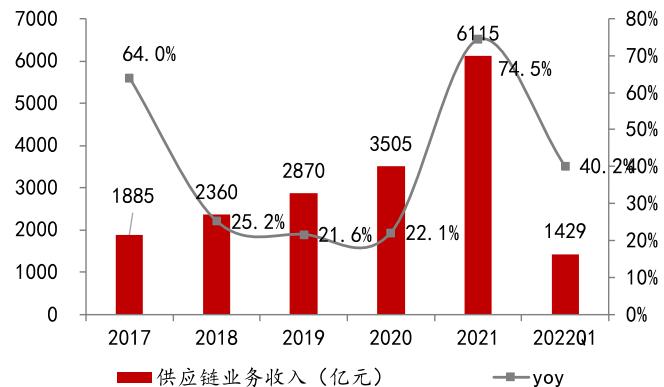
公司供应链运营业务实现超高速增长，优势品类贡献突出。2021 年公司经营的黑色、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的经营货量超过 1.7 亿吨，同比增速超 36%，多个核心品类继续保持行业领先地位。供应链业务全年实现营业收入 6115 亿元，同比增长 74.5%；实现归属于母公司的净利润 32.2 亿元，同比增长 80.8%。2022Q1 供应链业务依旧保持高位增长，收入达 1429 亿元，同比增长 40.2%。收入构成方面，2021 年冶金原材料和农林产品业务实现收入 3655 亿元和 1575 亿元，分别同比增长 84.7% 和 65.5%，占供应链运营业务收入的 59.8% 和 25.8%，优势品类贡献突出。

图 15：top5 上市公司供应链业务营业收入

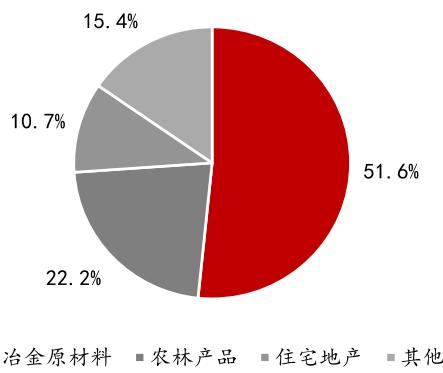

数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 17：五大事业部细分领域


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 18：公司 2021 年供应链业务收入 6115 亿元 (+74.5%)


数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 19：公司供应链业务冶金原材料收入占比超 50%


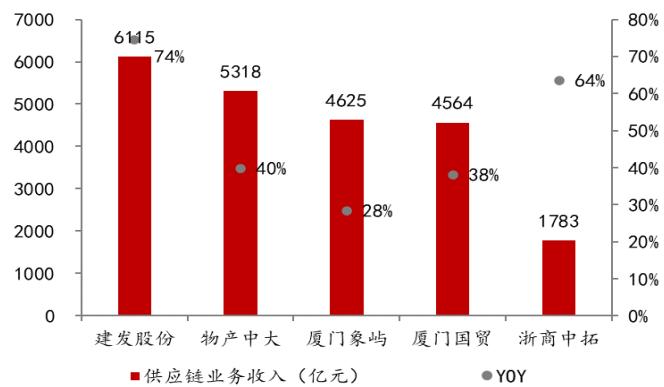
数据来源：Wind, 西南证券整理

业务规模位列行业第一梯队，品类布局实现差异化竞争。国内供应链行业，公司的主要竞争对手为物产中大、厦门国贸和浙商中拓四家公司，公司业务规模和增速均处于行业领先水平。从经营品类来看，各公司在金属矿产资源、能源化工方面均有布局，但细分优势品类有所不同，形成差异化竞争，公司在铁矿石、粮食、纸浆等领域均保持领先地位。

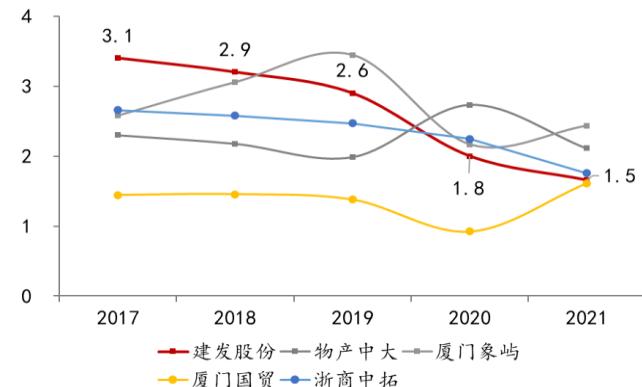
表 2：2021 年可比公司主营业务与主营产品比较

公司	主营业务	供应链业务主营产品及营业收入
建发股份	供应链运营业务+房地产业务	冶金原材料 3655 亿元，农林产品 1575 亿元
物产中大	供应链集成服务	金属材料 3274 亿元，化工 642 亿元，整车及后服务 365 亿元，煤炭 567 亿元
厦门象屿	大宗商品供应链+城市开发运营+综合金融服务	金属矿产、农产品和能源化工分别 2928、440、1090 亿元
厦门国贸	供应链管理业务+房地产经营业务+金融服务业务	钢铁、铁矿、纸张纸浆、纺织原料、化工、有色金属、农产品
浙商中拓	大宗商品供应链集成服务	建筑用材 317 亿元，工业用材 609 亿元，废钢及钢坯 348 亿元，煤炭 127 亿元，矿石 118 亿元

数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 20：2021 年供应链业务营收规模及增速对比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：各公司供应链业务毛利率对比 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

拓宽服务领域，业务拓展消费与新能源产业链。1) **消费品供应链业务：**2021年公司在消费品行业的供应链业务实现营业收入超320亿元，同比增速超20%，在已有的汽车、酒类、轻纺产品及乳制品的基础上，拓展更多消费品品类。线下签约合作渠道经销商已超百家，覆盖全国15个省和两个直辖市，签约总金额近1.5亿元。2) **新能源供应链业务：**公司已与隆基股份、天合光能等多家光伏企业建立合作关系并推进供应链服务业务，并在上海临港奉贤区自有仓库投资建设分布式光伏电站。公司旗下汽车集团加快布局新能源汽车市场，与特斯拉、理想、蔚来的售后合作区域进一步扩大，并取得小鹏、smart、威马的代理经销权。

2.2 LIFT 服务体系模式先进，三级风险管控灵活高效

科技赋能引领供应链业务数智化创新，打造 LIFT 供应链服务体系。公司搭建了集资源整合、物流规划、库存管理、风险控制、线上交易、成本优化、供应链金融、信息咨询等服务于一体的“LIFT”供应链服务体系，为客户提供以“物流 (Logistics)”、“信息 (Information)”、“金融 (Finance)”、“商务 (Trading)”四大要素为基础的定制化的供应链运营服务。商务服务方面，公司建立“纸源网”和“浆易通”B2B 网上交易综合服务平台、“建发云钢 (E 钢联)”钢铁产业链数字化协同平台、“E 建单”食品供应链线上购销服务平台、“E 建签”电子签约平台、“农 E 点”农产品客户服务和供应链运营管理平台 (SCM)。物流服务方面，公司建立“E 建巡”远程库存盘点管理平台、仓储管理系统 (WMS) 和运输管理系统 (TMS)。金融服务方面，公司建立“点价 APP”线上期货点价交易平台和银企直连平台 (E2B)。信息服务方面，公司建立 ERP 期货管理系统和智慧罗盘数据分析系统 (BI)。

图 22：建发纸业有限公司“纸源网”



数据来源：厦门建发纸业有限公司，西南证券整理

图 23：智慧罗盘数据分析系统 (BI)



数据来源：建发股份微信公众号，西南证券整理

“LIFT”供应链综合服务体系模式先进，具有高度定制化和超强复制性特点。产业链实质是围绕核心企业、众多中小企业参与、各企业相互依存的资金流、物流和信息流。公司精准发现当前产业链中存在的痛点，如供需矛盾大、信息不透明、交易效率低、库存压力大、资金周转慢等，恰如其分地介入各个流通环节，为上下游企业提供集约化采购和分销、优化物流方案、信息协同、定制信用交易方案等商务、物流、信息和金融服务。公司从四大类供应链基础服务出发，以客户需求为导向，为客户整合物流、信息、金融、商品、市场五大资源，提供“4→n”的定制化解决方案，不断挖掘供应链运营环节潜在的增值机会。

图 24：“LIFT” 供应链综合服务体系业务模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：可定制、强复制性的“LIFT” 供应链综合服务体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

风控理念坚持“专业化”，风控体系“分级化”。公司作为打通国际国内双循环的着力点，在服务大宗商品过程中面临价格风险、信用风险、汇率风险、政策风险等主要风险。公司秉持“专业化”的运营战略，针对不同的行业搭建相应的业务管理架构，构建三级风险管理架构：第一级由董事会下设的风险控制委员会履行风险管控职责；第二级由公司经营班子和总部多个职能部门履行风险管控职责；第三级由子公司经营管理层和相关职能部门履行风险管控职责；通过分级管理，公司在防范风险的同时兼顾灵活、适度和高效。

图 26：公司专业化、分级化、流程化的风险管控体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 房地产：优质产品驱动销售增长，可售面积储备充足

3.1 销售逆势增长，优质产品提升溢价

房地产业务收入与利润稳步增长，初步形成全国性战略布局。公司致力于成为“中国优秀的房地产运营商”，旗下子公司建发房产已连续 11 年获得“中国房地产开发企业 50 强”，2021 年位列第 16 位，子公司联发集团位列“2021 中国房地产百强企业”第 33 位。公司积极整合优势资源，业务板块涵盖房地产开发、城市更新改造、关联产业投资、代建运营、商业管理和物业管理，2021 年子公司建发房产收购了 A 股上市公司合诚股份 29.01% 股权，完善了建发房产在工程管理产业链的布局。公司坚持“布局全国、区域聚焦、城市深耕”战略方针，房地产业务遍及中国 60 多个城市，现已布局长三角、长江中游、粤港澳大湾区等核心城市群，初步形成全国性战略布局。

图 27：房地产业务领域



数据来源：公司公告，西南证券整理

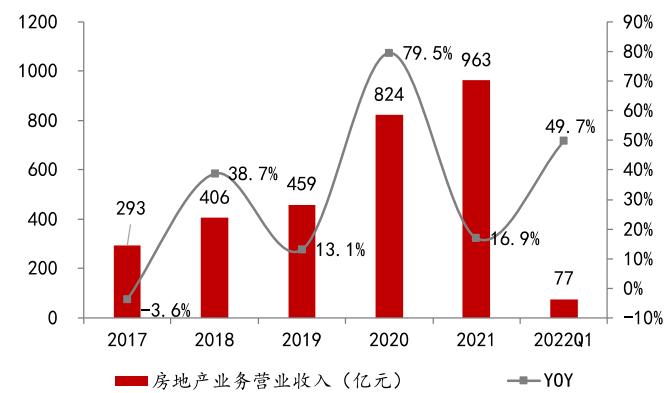
图 28：房地产业务布局



数据来源：建发房产官网，西南证券整理

营收与利润高速增长，结算资源充足提供业绩保障。2021 年公司房地产业务分部实现营业收入 963 亿元，同比增长 16.9%；实现归母净利润 28.8 亿元，同比增长 5.7%。2022Q1 房地产业务保持高速增长，实现营业收入 77 亿元，同比增长 49.7%。2021 年末建发房产和联发集团合计已售未结金额亿元 1966 亿元，覆盖 2021 年地产业务收入 2 倍，可结算资源充足，为未来业绩提供充足保障。

图 29：2021 年公司房地产业务营业收入 963 亿元 (+16.9%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

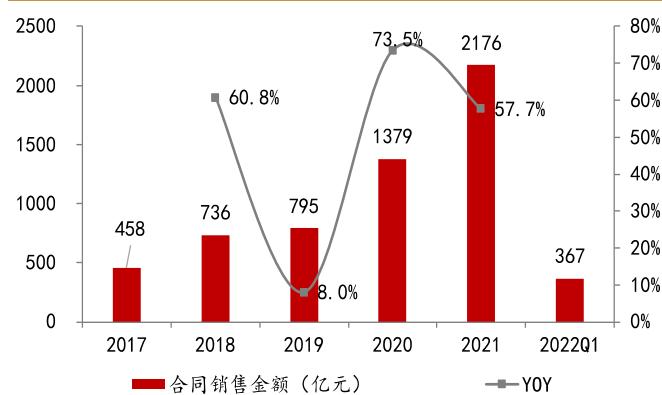
图 30：公司已售未结金额（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司销售增速行业领先，子公司建发房产销售排行逆势提升。2021 年公司实行线上线下营销双线并行，实现合同销售金额 2176 亿元，同比增长 57.7%，实现合同销售面积 1181 万平方米，同比增长 54.4%，销售增速远超同行。公司在一二线城市的合同销售面积占比超 70%，合同销售金额占比超 80%，较 2020 年均有所提升。公司 2022Q1 实现销售金额 367 亿元，旗下建发房产 1-5 月累计销售 464 亿元，位居克尔瑞销售排名第 15 位，呈现逆势提升，累计销售跌幅-37%，较同行较小。

图 31：2021 年建发股份合同销售金额 2176 亿元 (+57.7%)



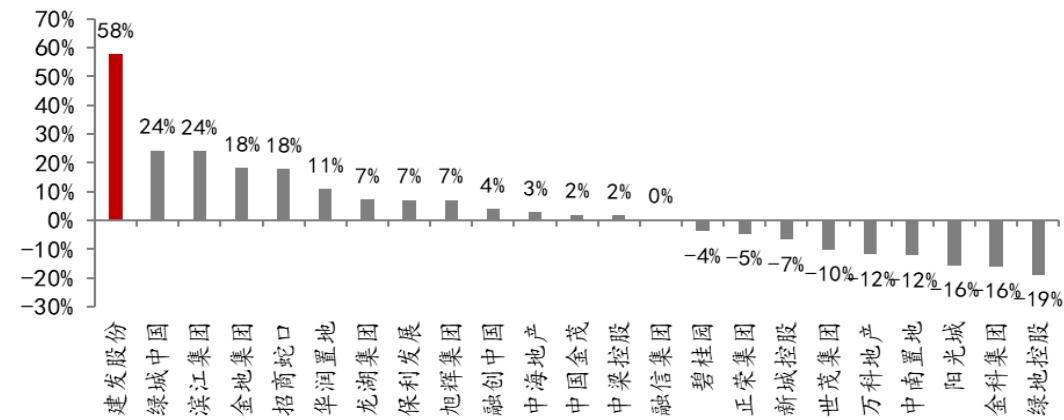
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：2021 年建发股份合同销售面积 1181 万平方米 (+54.4%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：2021 年销售金额同比增速对比



数据来源：公司公告，克尔瑞，西南证券整理 注：除建发股份为其他公司为克尔瑞数据

表 3：2022 年 1-5 月销售金额前 20 房企排名

销售排名	企业简称	2022 年 1-5 月累计销售金额 (亿元)	2022 年 5 月单月金额 (亿元)	累计同比	单月同比	单月环比
1	碧桂园	2012	378	-43%	-53%	24%
2	万科地产	1673	300	-42%	-48%	-3%
3	保利发展	1592	380	-32%	-36%	24%
4	融创中国	986	127	-59%	-82%	-7%
5	中海地产	965	279	-38%	-19%	37%
6	华润置地	813	203	-36%	-19%	35%

销售排名	企业简称	2022年1-5月累计销售金额(亿元)	2022年5月单月金额(亿元)	累计同比	单月同比	单月环比
7	招商蛇口	777	162	-41%	-48%	15%
8	金地集团	722	142	-44%	-50%	14%
9	龙湖集团	621	135	-44%	-51%	16%
10	绿城中国	591	110	-43%	-54%	2%
11	新城控股	515	114	-46%	-53%	26%
12	中国金茂	509	90	-54%	-61%	-12%
13	绿地控股	497	100	-56%	-57%	13%
14	旭辉集团	496	108	-55%	-60%	7%
15	建发房产	464	107	-37%	-39%	99%
16	滨江集团	450	93	-36%	-18%	-12%
17	金科集团	360	79	-58%	-60%	23%
18	华发股份	350	70	-35%	-51%	46%
19	越秀地产	346	82	-15%	2%	-34%
20	世茂集团	343	61	-72%	-79%	1%

数据来源：克尔瑞，西南证券整理

打造品牌竞争力，优质产品形成溢价。子公司建发房产致力于成为“新中式生活匠造者”，提出“建设东方，发献大美”的新中式产品主张，通过“儒门、道园、唐风、华纹”的匠造理念，打造了“满与空、像与象、繁与简、华与朴”对立的“王府中式”、“禅境中式”两类新中式产品。子公司联发集团精研人文精神，凝炼定位于成长型幸福人文社区的“悦系”、聚焦进阶型品质人文社区的“臻系”、立基于精品艺术人文社区的“嘉和系”三大产品系列。公司优质产品赢得较高市场认可度，二手房项目较所在区位二手房均价存在明显溢价。

图 34：建发房产匠造理念与产品类型



数据来源：建发房产官网，西南证券整理

图 35：联发集团三大产品系列和标杆产品



深圳 | 联发 · 悅尚居



杭州 | 联发 · 藏珑大境



联发 · 嘉和府

悦系

成长型幸福人文社区

臻系

进阶型品质人文社区

嘉和系

精品型艺术人文社区

数据来源：联发集团官网，西南证券整理

表 4：公司二手房项目享受产品溢价

项目名称	所在城市	4月挂牌均价 (元/平方米)	所在区位二手房挂牌均价 (元/平方米)	溢价率
建发玖珑湾	上海	53643	40784	32%
建发珑庭	上海	104347	77678	34%
建发浅水湾	成都	29345	23587	24%
建发和玺	重庆	16127	12380	30%
建发独墅湾雅苑	苏州	30459	29617	3%
建发金沙里	青岛	26820	22981	17%

数据来源：房天下，西南证券整理

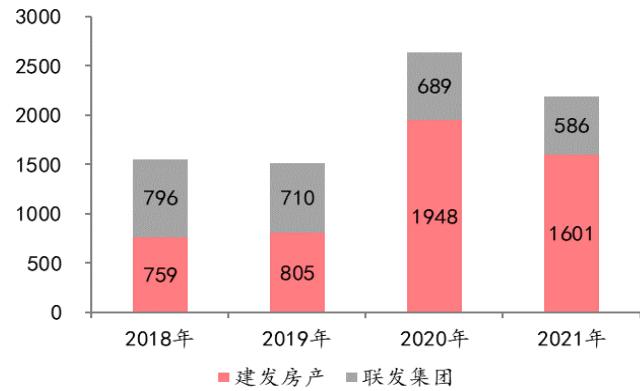
3.2 投资力度逐年加大，可售面积储备充足

投资力度逐年加大，保持积极的拿地节奏。2018 年子公司建发房产和联发集团权益口径拿地金额合计仅有 325 亿元，随着公司业务的快速发展，投资力度也在不断加强，2021 年已突破 1000 亿元，同比增速 32.1%。2021 年公司以多元化方式获取优质土地 114 宗，全口径拿地金额合计约 1576 亿元，新增计容建筑面积 1344 万平。

图 36: 2021 年公司权益口径拿地金额 1084 亿元 (亿元)

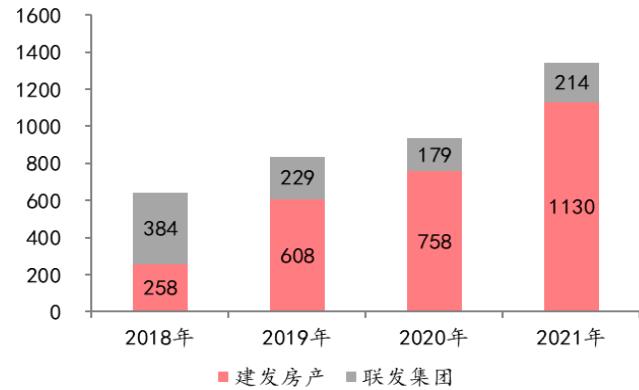

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

土地项目储备充足, 主要布局一二线城市。2021 年末公司权益口径期末土地储备面积达 2187 万平方米, 在一、二线城市的土地储备预估权益货值占比超 70%, 满足公司可持续发展需求。子公司建发房产和联发集团共有 37 项拟建项目, 预计可售面积达 561.6 万平方米; 共有 360 项尚未出售完毕的在建/竣工项目, 面积合计高达 2307 万平方米。可售面积中福建省内及华东地区占比较高, 分别达 22% 和 41%。

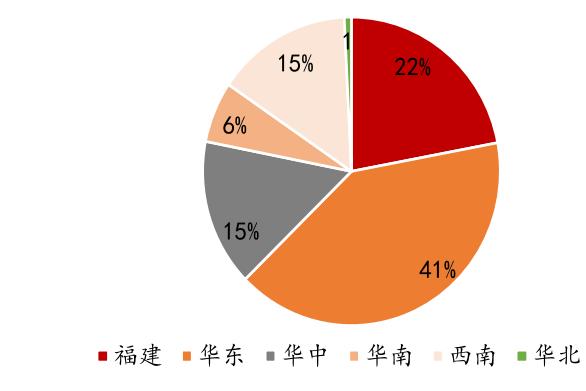
图 38: 2021 年公司权益土地储备面积 2187 万平 (万平)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

产业链多元业务协同发展。公司在房地产开发业务的基础上, 延伸出商业管理、物业管理、代建运营等相关业务协同发展的新格局。**1) 物业管理:** 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, 较上年末增加 1010 万平方米, 已连续多年入选全国物业服务企业百强前列。**2) 商业管理:** 公司商业资产管理业务通过与信息数字流程结合, 建立了全新标准运营体系。截至 2021 年末公司在厦门、上海、成都、南宁等多个城市管理 62 个商业项目, 管理面积达 245 万平方米。**3) 代建服务:** 新拓展项目 49 个, 新增代建面积超过 680 万平方米, 教育、产业园、医疗、大型公建等领域齐头并进。2021 年, 建发房产收购合诚股份 29.01% 股权, 完善了建发房产在工程管理产业链的布局,

图 37: 2021 年公司新增计容建筑面积 1344 万平 (万平)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 39: 华东地区可售面积占比超 40%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2022-2024 年公司房地产结算金额增速为 17.5%/12.5%/10%，毛利率分别为 16.8%/16.8%/16.8%；

假设 2：2022-2024 年公司供应链运营业务量增速分别为 14%/11%/8%，毛利率分别为 1.5%/1.5%/1.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
房地产开发业务	收入	96305	113159	127304	140034
	增速	16.9%	17.5%	12.5%	10.0%
	毛利率	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
供应链运营业务	收入	611539	697155	773842	835749
	增速	74.5%	14.0%	11.0%	8.0%
	毛利率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
合计	收入	707844	810313	901145	975783
	增速	63.5%	14.5%	11.2%	8.3%
	毛利率	3.57%	3.62%	3.65%	3.68%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

房地产开发业务：采用 PE 估值方法，预计公司 2022 年房地产开发业务可实现归母净利润 33.65 亿元。选取保利发展、金地集团、万科 A、滨江集团、华发股份 5 家可比公司，2022 年可比公司平均 PE 为 6.2 倍，考虑到建发地产业务增速较高，我们给予公司 2022 年 9 倍 PE，对应市值 302.85 亿元。

表 6：房地产开发业务归母净利润预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	96305	113159	127304	140034
毛利率	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
毛利润（百万元）	16141	18965	21336	23470
减：营业税及附加（百万元）	270	317	356	392
费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
三项费用（百万元）	4728	5884	6620	7282
费用率	4.9%	5.2%	5.2%	5.2%
所得税	3479	3908	4397	4837

	2021A	2022E	2023E	2024E
税率	31%	31%	31%	31%
净利润 (百万元)	7664	8856	9963	10959
少数股东损益 (百万元)	4786	5491	6177	6685
少数股东损益占比	62%	62%	62%	61%
归母净利润 (百万元)	2878	3365	3786	4274

数据来源：公司公告，西南证券

表 7：房地产开发业务可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600048.SH	保利发展	1,900	27,388	28,997	31,090	33,984	6.8	6.6	6.1	5.6
600383.SH	金地集团	540	9,410	10,132	10,936	11,744	6.2	5.3	4.9	4.6
000002.SZ	万科 A	2,070	22,524	25,302	27,812	30,380	10.2	8.2	7.4	6.8
002244.SZ	滨江集团	247	3,027	3,656	4,324	4,944	4.8	6.8	5.7	5.0
600325.SH	华发股份	142	3,195	3,453	3,712	3,983	4.0	4.1	3.8	3.6
平均值							6.4	6.2	5.6	5.1

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2022.6.15）

供应链运营业务：采用 PE 估值方法，预计公司 2022 年供应链可实现归母净利润 33.49 亿元。选取江苏国泰和浙商中拓 2 家可比公司，2022 年可比公司平均 PE 为 7.6 倍，我们给予公司 2022 年 8 倍 PE，对应市值 267.92 亿元。

表 8：供应链业务归母净利润预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	611539	620651	629899	639284
毛利率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
毛利润 (百万元)	9112	9248	9385	9525
减：营业税及附加 (百万元)	1315	1241	1260	1279
费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
三项费用 (百万元)	3139	3103	2520	2237
费用率	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
所得税	1359	1450	1725	1666
税率	29%	30%	31%	28%
净利润 (百万元)	3299	3453	3881	4344
少数股东损益 (百万元)	79	104	116	130
少数股东损益占比	2%	3%	3%	3%
归母净利润 (百万元)	3220	3349	3765	4213

数据来源：公司公告，西南证券

表 9：供应链业务可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002091.SZ	江苏国泰	183	1,236	1,877	2,611	-	17.4	9.7	7.0	-
000906.SZ	浙商中拓	61	819	1,118	1,482	1,932	9.1	5.4	4.1	3.1
平均值							13.3	7.6	5.6	3.1

数据来源: Wind, 西南证券整理 (截至 2022.6.15)

综合考虑房地产开发业务和供应链业务的分部估值, 公司总市值为 570.77 亿元, 对应目标价 19.17 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

项目结算不及预期、政策调控风险、供应链业务拓展不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	707844.50	810313.42	901145.27	975782.97	净利润	10963.10	12113.78	13605.64	15300.18
营业成本	682584.56	780960.38	868278.93	939860.59	折旧与摊销	371.27	252.05	252.05	252.05
营业税金及附加	899.68	2268.88	2252.86	1951.57	财务费用	1615.73	1849.62	2056.95	1983.38
销售费用	8161.19	9723.76	10813.74	11709.40	资产减值损失	-1423.11	-1000.00	-1000.00	-1000.00
管理费用	663.59	799.58	874.41	952.17	经营营运资本变动	-30841.94	-2418.35	-722.00	-4824.58
财务费用	1615.73	1849.62	2056.95	1983.38	其他	19723.88	-701.19	-699.60	-700.13
资产减值损失	-1423.11	-1000.00	-1000.00	-1000.00	经营活动现金流量净额	408.94	10095.92	13493.05	11010.89
投资收益	3084.52	1600.00	1600.00	1600.00	资本支出	-1102.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-147.74	100.00	100.00	100.00	其他	-8374.29	1440.26	-2602.49	-1720.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-9476.52	1440.26	-2602.49	-1720.63
营业利润	15642.24	17411.19	19568.38	22025.87	短期借款	7292.84	0.91	0.00	0.00
其他非经营损益	159.81	145.01	149.94	148.30	长期借款	17594.51	15000.00	15000.00	15000.00
利润总额	15802.05	17556.20	19718.32	22174.17	股权融资	360.11	114.43	0.00	0.00
所得税	4838.95	5442.42	6112.68	6873.99	支付股利	-1431.78	-1569.54	-1689.21	-1911.34
净利润	10963.10	12113.78	13605.64	15300.18	其他	19453.36	-2060.48	2943.05	3016.62
少数股东损益	4865.01	5399.09	6055.23	6812.68	筹资活动现金流量净额	43269.04	11485.32	16253.84	16105.28
归属母公司股东净利润	6098.09	6714.69	7550.41	8487.49	现金流量净额	34469.54	23021.50	27144.39	25395.54
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	90268.11	113289.62	140434.01	165829.55	成长能力				
应收和预付款项	96056.93	100530.44	96784.66	98856.91	销售收入增长率	63.49%	14.48%	11.21%	8.28%
存货	346825.47	348415.87	344294.88	325934.64	营业利润增长率	29.38%	11.31%	12.39%	12.56%
其他流动资产	17532.95	17682.69	19594.34	20962.00	净利润增长率	33.98%	10.50%	12.32%	12.45%
长期股权投资	14594.01	14794.01	14994.01	15194.01	EBITDA 增长率	27.83%	10.68%	12.12%	10.90%
投资性房地产	14175.29	11345.09	12410.90	12643.76	获利能力				
固定资产和在建工程	2969.92	2805.00	2640.09	2475.17	毛利率	3.57%	3.62%	3.65%	3.68%
无形资产和开发支出	1733.95	1680.69	1627.42	1574.16	三费率	1.47%	1.53%	1.53%	1.50%
其他非流动资产	18302.51	21268.63	24234.75	27200.88	净利润率	1.55%	1.49%	1.51%	1.57%
资产总计	602459.13	631812.05	657015.05	670671.09	ROE	8.01%	8.51%	8.82%	9.13%
短期借款	8999.09	9000.00	9000.00	9000.00	ROA	1.82%	1.92%	2.07%	2.28%
应付和预收款项	73210.38	84427.45	93186.02	101119.21	ROIC	12.18%	11.75%	13.15%	14.40%
长期借款	61102.94	76102.94	91102.94	106102.94	EBITDA/销售收入	2.49%	2.41%	2.43%	2.49%
其他负债	322228.77	319915.89	309443.88	286777.90	营运能力				
负债合计	465541.18	489446.28	502732.84	503000.05	总资产周转率	1.43	1.31	1.40	1.47
股本	2863.42	2977.85	2977.85	2977.85	固定资产周转率	269.51	296.74	351.21	406.42
资本公积	3270.74	3270.74	3270.74	3270.74	应收账款周转率	110.72	99.24	125.06	160.45
留存收益	34651.93	39797.07	45658.27	52234.42	存货周转率	2.37	2.23	2.49	2.78
归属母公司股东权益	50843.70	50892.42	56753.62	63329.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.56%	—	—	—
少数股东权益	86074.26	91473.35	97528.58	104341.27	资本结构				
股东权益合计	136917.96	142365.77	154282.20	167671.04	资产负债率	77.27%	77.47%	76.52%	75.00%
负债和股东权益合计	602459.13	631812.05	657015.05	670671.09	带息债务/总负债	21.08%	23.93%	27.08%	30.84%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	1.55	1.60	1.68	1.80
EBITDA	17629.24	19512.87	21877.39	24261.30	速动比率	0.57	0.64	0.72	0.84
PE	6.35	5.77	5.13	4.56	股利支付率	23.48%	23.37%	22.37%	22.52%
PB	0.28	0.27	0.25	0.23	每股指标				
PS	0.05	0.05	0.04	0.04	每股收益	2.05	2.25	2.54	2.85
EV/EBITDA	0.04	0.20	-0.48	-0.85	每股净资产	45.98	47.81	51.81	56.31
股息率	3.70%	4.05%	4.36%	4.93%	每股经营现金	0.14	3.39	4.53	3.70
					每股股利	0.48	0.53	0.57	0.64

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn