

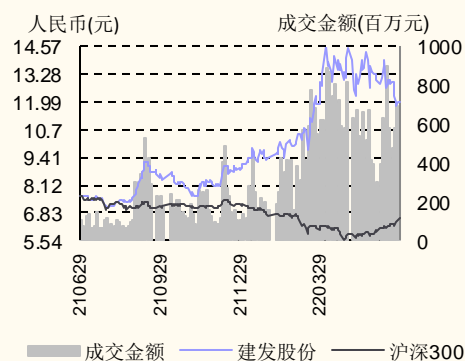
建发股份 (600153.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 11.96 元

目标价格 (人民币): 17.36 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|------------|
| 总股本(亿股) | 30.06 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 28.35 |
| 总市值(亿元) | 359.57 |
| 年内股价最高最低(元) | 14.57/7.07 |
| 沪深 300 指数 | 4491 |
| 上证指数 | 3409 |

**双主业齐发力，业绩增长可期****公司基本情况 (人民币)**

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 432,949 | 707,844 | 848,089 | 993,736 | 1,115,800 |
| 营业收入增长率 | 28.38% | 63.49% | 19.81% | 17.17% | 12.28% |
| 归母净利润(百万元) | 4,504 | 6,098 | 6,509 | 7,687 | 8,440 |
| 归母净利润增长率 | -3.68% | 35.40% | 6.75% | 18.09% | 9.79% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.573 | 2.130 | 2.165 | 2.557 | 2.807 |
| 每股经营性现金流净额 | 3.39 | 0.14 | 1.52 | 1.09 | 2.71 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 11.73% | 11.99% | 11.49% | 12.23% | 12.10% |
| P/E | 5.22 | 4.26 | 5.56 | 4.71 | 4.29 |
| P/B | 0.61 | 0.51 | 0.64 | 0.58 | 0.52 |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **厦门国资控股的“供应链运营+房地产”双龙头。**公司 2009 年确立了供应链和房地产双主业的格局，两大主业近年来稳步发展，促进公司资产规模和营收利润的持续增长：供应链运营业务营业收入占比超 8 成，房地产开发业务归母净利润贡献近 5 成。公司 2021 年供应链业务营业收入 6115 亿元，位居行业首位；房地产销售规模位居行业 TOP20，是厦门地方房企龙头。
- **供应链业务：从贸易商向运营服务商转型降低周期风险，同时受益于行业集中度的提升。**供应链运营行业空间大，2020 年批发业限额以上企业营业收入为 65.89 万亿元，而龙头市占率较低，CR5 市占率仅 2.31%，随着制造业对供应链服务需求的不断增加，头部供应链企业市占率有望得到提升。公司逐步从贸易商向运营服务商转型，在风险可控的前提下赚取一定的服务费用和价差收益，通过锁量锁价、期货套保等方式降低价格周期波动风险。预计公司供应链业务营收在大宗商品景气度下滑的周期中也能实现稳定增长，2022-24 年营收为 7113 亿元、8174 亿元和 9290 亿元，同比增速为 16.3%、14.9%和 13.7%。
- **房地产业务：销售投资逆势向上，土储资源流动性强，行业复苏率先受益。**2021 年公司全口径销售金额 2176 亿元，同比+57.7%，增速位居 TOP30 房企首位。2021 年下半年至今公司权益拿地金额位居行业第四，拿地强度居 TOP30 房企首位，积极错峰投资拿地获取高利润项目改善毛利率，同时在市场复苏阶段可加紧推货。公司土储主要位于重点城市核心板块且多为改善产品，2021 年末土储去化周期仅 1.8 年，流动性高。公司拥有国资背景增信，财务状况良好，子公司建发房产和联发集团三道红线均位居绿档。公司 2021 年末并表已售未结金额为 1966 亿元，且有望率先受益于 2022 年下半年行业销售的复苏，预计房地产板块业绩增长有保障，2022-24 年营收为 1331 亿元、1723 亿元和 1822 亿元，同比增速为 38.2%、29.4%和 5.8%。

投资建议

- 公司供应链业务稳定发展，房地产业务逆势增长，未来业绩可期。我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 65.1 亿元、76.9 亿元和 84.4 亿元，同比增速分别为 6.7%、18.1%和 9.8%。给予公司目标价 17.36 元/股，对应 2022-24 年 PE 分别为 8.0x、6.8x 和 6.2x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 大宗商品价格剧烈波动；房地产市场信心恢复不足；多家房企债务违约。

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1、厦门国资控股的“供应链运营+房地产”双龙头..... | 5 |
| 1.1 国资背景，布局供应链运营和房地产两大主业..... | 5 |
| 1.2 资产规模和营收利润持续增长..... | 6 |
| 1.3 “供应链运营+房地产”双核心主业齐发力..... | 8 |
| 2、供应链：贸易商向运营服务商转型，受益行业集中度提升..... | 9 |
| 2.1 供应链运营空间广阔，行业集中度有望提升..... | 9 |
| 2.2 从贸易商向运营服务商转型，逆周期稳健，顺周期有弹性..... | 10 |
| 2.3 复制“LIFT”核心能力，发力消费品、布局新能源业务..... | 13 |
| 3、房地产：土储资源流动性强，行业复苏率先受益..... | 14 |
| 3.1 行业销售逐步企稳，高能级、改善需求或引领市场复苏..... | 14 |
| 3.2 销售逆势向上，增速领先行业..... | 16 |
| 3.3 积极错峰投资拿地，补充优质土储资源..... | 18 |
| 3.4 产品服务质量高，深耕享受品牌溢价..... | 21 |
| 3.5 多元业务协同发展，贡献新增长极..... | 23 |
| 3.6 国资背景增信，融资优势明显..... | 24 |
| 4、盈利预测与估值..... | 26 |
| 4.1 盈利预测..... | 26 |
| 4.2 相对估值..... | 27 |
| 风险提示..... | 28 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 1：公司股权结构（分业务板块）..... | 5 |
| 图表 2：公司及厦门市其他典型国企股票激励计划对比..... | 6 |
| 图表 3：公司资产规模及同比增速走势..... | 6 |
| 图表 4：公司归母净资产及同比增速走势..... | 6 |
| 图表 5：公司营业收入及同比增速走势..... | 7 |
| 图表 6：公司归母净利润及同比增速走势..... | 7 |
| 图表 7：公司营业收入结构..... | 7 |
| 图表 8：公司归母净利润结构..... | 7 |
| 图表 9：公司整体和两大业务板块毛利率走势..... | 7 |
| 图表 10：公司供应链业务布局..... | 8 |
| 图表 11：公司供应链业务营业收入及同比增速走势..... | 8 |
| 图表 12：公司房地产业务布局..... | 9 |
| 图表 13：公司房地产开发业务营业收入及同比增速走势..... | 9 |
| 图表 14：供应链运营业务商业模式..... | 9 |
| 图表 15：行业规模及 CR5 市占率..... | 10 |
| 图表 16：CR5 公司供应链业务营业收入（亿元）对比..... | 10 |

| | |
|---|----|
| 图表 17: CR5 供应链业务毛利率 (%) 对比 | 10 |
| 图表 18: CR5 应收账款周转率对比 | 10 |
| 图表 19: 公司供应链业务主要品类具体情况 | 11 |
| 图表 20: 公司专业风险管控体系 | 12 |
| 图表 21: 公司供应链业务增速与大宗商品价格指数对比 | 12 |
| 图表 22: 公司供应链运营业务收入拆分 (亿元) | 13 |
| 图表 23: 公司冶金原材料经营货量及同比 | 13 |
| 图表 24: 公司冶金原材料单吨收入及同比 | 13 |
| 图表 25: 公司在新能源产业链上下游的投资布局 | 14 |
| 图表 26: 全国商品房月度销售金额及同比走势 | 14 |
| 图表 27: 历年 40 城周度新房成交面积 (万方) | 15 |
| 图表 28: 历年 17 城周度二手房成交面积 (万方) | 15 |
| 图表 29: 2017-2022 年全国商品房月度销售面积 (万方) | 15 |
| 图表 30: 公司全口径销售金额 (亿元) 及同比增速 | 16 |
| 图表 31: 公司权益销售金额 (亿元) 及同比增速 | 16 |
| 图表 32: 2021 年 TOP30 房企全口径销售金额及同比 | 16 |
| 图表 33: 2022 年 1-5 月 TOP30 房企销售情况 | 17 |
| 图表 34: 公司并表口径已售未结金额 (亿元) 及同比 | 18 |
| 图表 35: 已售未结金额对房地产业务营业收入覆盖倍数 | 18 |
| 图表 36: 公司历年权益拿地金额 (亿元) 及同比 | 18 |
| 图表 37: 公司历年拿地强度走势 | 18 |
| 图表 38: 典型房企 2021 年投资强度对比 | 18 |
| 图表 39: 全国 300 城月度累计供求及同比走势 | 19 |
| 图表 40: 全国 300 城宅地月度成交溢价率&流拍率走势 | 19 |
| 图表 41: 2021 年下半年至今权益拿地金额前 20 房企 | 19 |
| 图表 42: 公司 2021 年末权益土储建面 (万方) | 20 |
| 图表 43: 公司 2021 年末各能级城市权益货值比例 | 20 |
| 图表 44: 建发房产权益土储面积 (万方) 前十城市 | 20 |
| 图表 45: 联发集团权益土储面积 (万方) 前十城市 | 20 |
| 图表 46: 26 家典型房企土储去化时间 (年) | 21 |
| 图表 47: 建发房产四大产品系列 | 21 |
| 图表 48: 联发集团三大产品系列 | 22 |
| 图表 49: 公司全口径和权益口径销售单价走势 (元/m ²) | 22 |
| 图表 50: 孙公司建发国际 2021 年销售金额前十城市 | 23 |
| 图表 51: 孙公司建发国际在厦门市占率 | 23 |
| 图表 52: 厦门 2021 年、2022 年 1-5 月销售金额 TOP10 项目 | 23 |
| 图表 53: 公司一级土地开发项目分布情况 | 24 |
| 图表 54: 2021 年末公司主要业务板块有息负债结构 | 24 |
| 图表 55: 各典型房企 2021 年短期有息负债占比 | 24 |

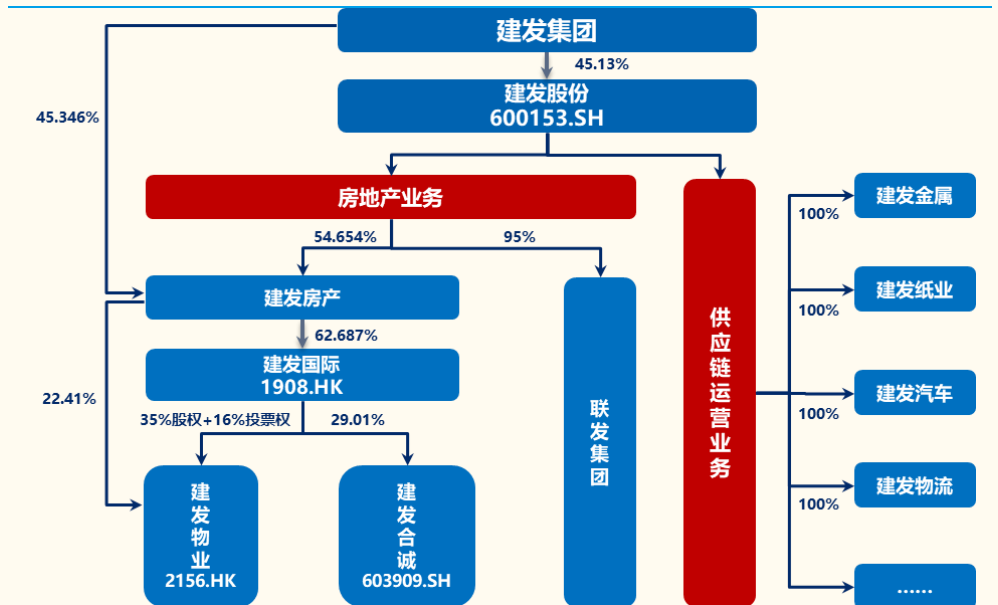
| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 56: 2021 年末建发股份和联发集团三道红线指标..... | 25 |
| 图表 57: 2021 年四季度以来公司公开债券发行情况..... | 25 |
| 图表 58: 2021 年四季度以来建发房产公开债券发行情况..... | 25 |
| 图表 59: 公司供应链运营业务营收预测..... | 26 |
| 图表 60: 公司房地产业务营收预测..... | 27 |
| 图表 61: 公司主营业务盈利预测..... | 27 |
| 图表 62: 供应链运营业务可比公司 PE 估值..... | 27 |
| 图表 63: 房地产业务可比公司 PE 估值..... | 28 |

1、厦门国资控股的“供应链运营+房地产”双龙头

1.1 国资背景，布局供应链运营和房地产两大主业

- 公司业务始于 1980 年，是 1998 年经厦门市人民政府同意，由建发集团独家发起以募集方式设立的股份有限公司，同年 6 月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，公司在上交所挂牌上市，股票代码 600153.SH。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。
- 二十余年发展形成供应链运营和房地产开发的双核心主业。公司以供应链业务起步，1999 年收购厦门联发（房地产开发公司）75% 股份，并于 2006 年增持至 95%，2009 年等价置换股权和现金购买建发房产 54.654% 股权，至此公司“供应链运营+房地产开发”双主业的格局成立。截至 2022 年 6 月，在供应链运营业务方面，公司 100% 控股昌富利（香港）、建发金属、建发纸业、建发物流、建发（上海）和建发汽车等多家子公司；在房地产开发业务方面，控股建发房产和联发集团，其中建发房产旗下有建发国际集团（1908.HK）、建发物业（2156.HK）和建发合诚（603909.SH）三家上市公司，协同发展提供更好的房地产综合服务。
- 公司实控人为厦门国资委，母公司资源丰富助力公司持续发展。公司控股股东为建发集团，截至 2022 年 6 月，建发集团持有公司 45.13% 股权。建发集团是国有独资有限责任公司，厦门市国资委持有建发集团 100% 股权，目前主要业务涵盖供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展、医疗健康、城市公共服务以及投资等领域，同时参股君龙人寿、厦门航空、法拉电子、厦门国际银行、厦门国际信托等公司，2021 年建发集团营收超过 7000 亿元，资产规模超过 6500 亿元，位列《财富》世界 500 强第 148 位。国资背景和母公司建发集团的丰富资源对公司的经营发展、业务拓展和融资渠道等多方面均有稳固保障，助力公司的持续稳健发展。

图表 1：公司股权结构（分业务板块）



来源：公司公告，国金证券研究所 注：截至 2022 年 6 月 27 日

- 公司虽为国资背景，但激励水平市场化程度高。公司在股权上有国资背景，而在公司运作模式上的市场化程度很完善，人事、薪酬激励、管理架构等方面市场化程度高。尤其是在激励方面，公司分别于 2020 年 11 月和 2022 年 2 月实施限制性股票激励计划，两次合计激励 1344 人次，授予股票数量共 14289 万股，人均激励力度超过 55 万元，同时孙公司建发国际集团也在 2021 年 3 月对 271 人进行股权激励，人均激励力度达 94 万港元。

对比厦门市其他国企的股票激励计划，厦门国贸和厦门象屿也均在 2020 年和 2022 年实施两次股票激励计划，但无论从激励人数还是人均激励力度看，公司的激励强度都较高，核心中高管均享受公司股票激励，绑定公司股东和管理层利益。

图表 2：公司及厦门市其他典型国企股票激励计划对比

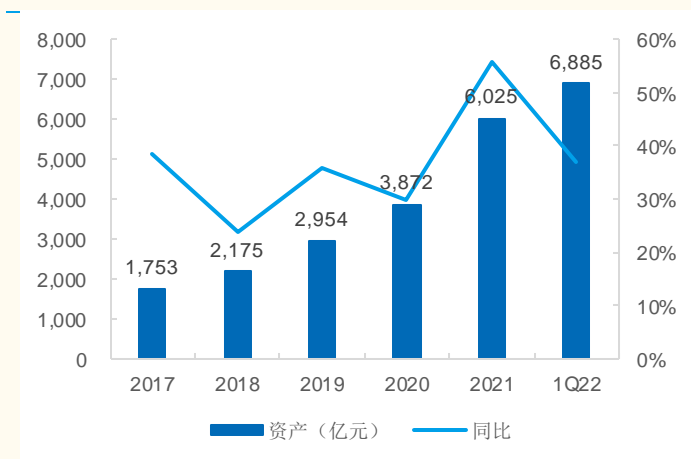
| 企业名称 | 建发股份 600153.SH | | 建发国际集团 1908.HK | 厦门国贸 600755.SH | | 厦门象屿 600057.SH | |
|----------------|-------------------|-----------|-------------------|-------------------|----------|-------------------|-----------|
| 授予日 | 2020/11/3 | 2022/2/14 | 2021/3/31 | 2020/9/16 | 2022/5/6 | 2020/12/31 | 2022/6/14 |
| 激励人数（人） | 278 | 1066 | 271 | 176 | 947 | 218 | 756 |
| 限制性股票授予数量（万股） | 2835.2 | 11453.7 | 3530.0 | 2080.0 | 8408.7 | 1998.8 | 9712.8 |
| 占总股本比例 | 0.94% | 3.81% | 2.42% | 0.95% | 3.82% | 0.93% | 4.50% |
| 首次授予价格（元/股） | 5.43 | 5.63 | 7.22(港元) | 4.09 | 4.5 | 3.73 | 3.87 |
| 人均激励股票数量（万股/人） | 10.2 | 10.7 | 13.0 | 11.8 | 8.9 | 9.2 | 12.8 |
| 人均激励力度（万元/人） | 55.4 | 60.5 | 94.0（万港元） | 48.3 | 40.0 | 34.2 | 49.7 |

来源：公司公告，国金证券研究所注：占总股本比例均以各公司截至 2022 年 6 月 25 日的总股份为基数

1.2 资产规模和营收利润持续增长

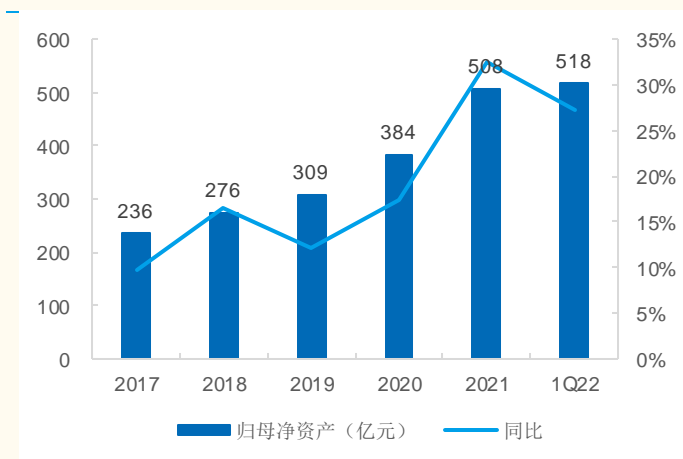
- 公司供应链运营和房地产开发两大主业稳步发展，促进资产规模和营收利润的持续增长。截至 2021 年底，公司总资产达 6885 亿元，归母净资产 508 亿元，2017-2021 年期间总资产和归母净资产年均复合增速分别为 36% 和 21%。营业收入和归母净利润在经历 2019 年和 2020 年低速增长后，2021 年迅速提升，营业收入达 7078 亿元，同比增长 63.5%，归母净利润达 61.0 亿元，同比增长 35.4%。

图表 3：公司资产规模及同比增速走势



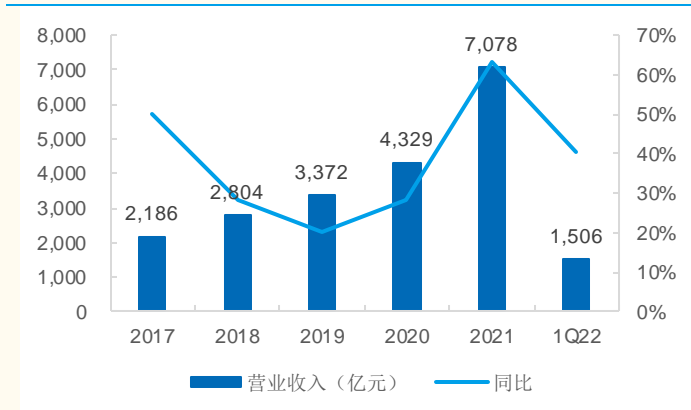
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司归母净资产及同比增速走势



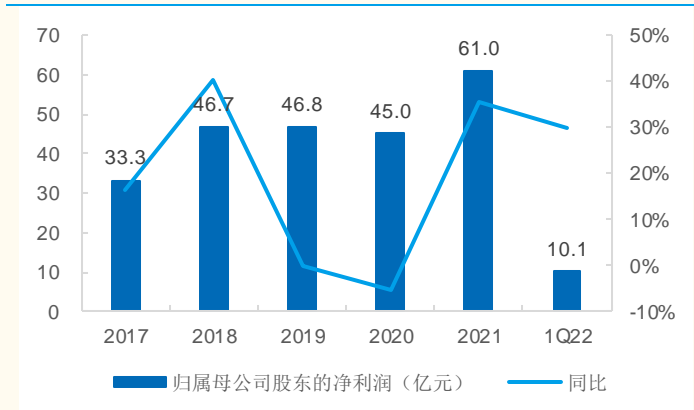
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5: 公司营业收入及同比增速走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

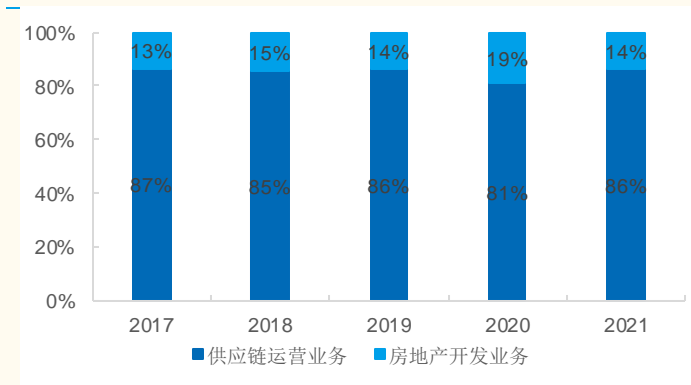
图表 6: 公司归母净利润及同比增速走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

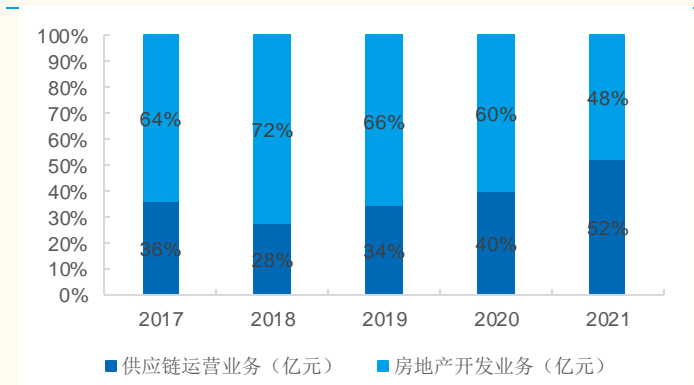
- 供应链运营业务营业收入占比超 8 成, 房地产开发业务归母净利润贡献近 5 成。从营业收入结构看, 2021 年供应链运营业务占比 86% (历年占比均在 80% 以上), 房地产开发业务占比 14%; 但由于两类业务模式不同, 毛利率差异较大, 2021 年公司整体毛利率 3.6%, 其中供应链业务毛利率 1.5%, 房地产业务毛利率 16.8%, 因此虽然房地产业务营收占比较低, 但其毛利润和净利润贡献度高。从归母净利润结构看, 2021 年供应链运营业务贡献 52%, 房地产开发业务贡献 48% (以往年份贡献均超过 60%, 2021 年由于整体房地产市场下行, 利润贡献比例降低)。

图表 7: 公司营业收入结构



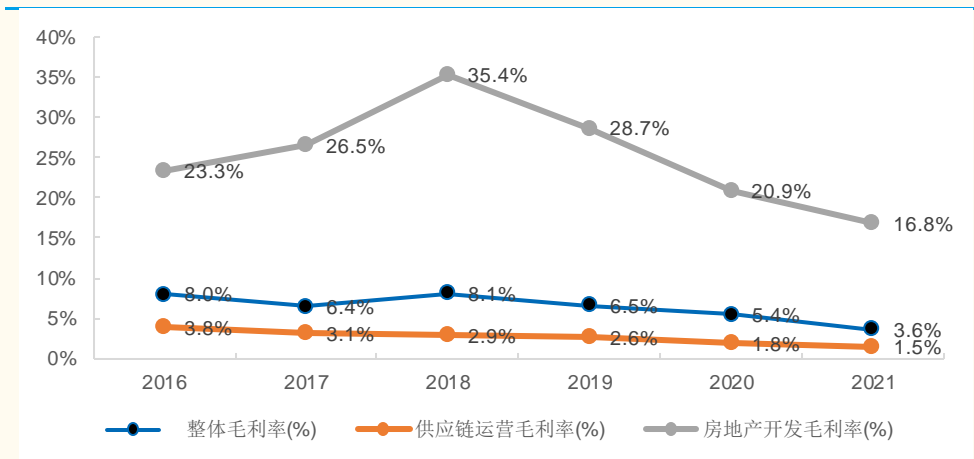
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 公司归母净利润结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 公司整体和两大业务板块毛利率走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 “供应链运营+房地产”双核心主业齐发力

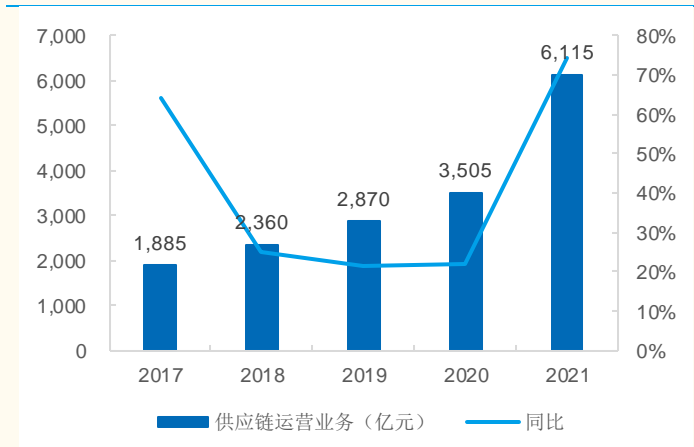
- **公司致力于供应链增值，追求资源共享，合作共赢。**作为供应链运营商，公司为客户提供“LIFT”供应链服务（2018年正式提出），以“物流”、“信息”、“金融”、“商务”四类服务要素为基础，为客户整合运营过程中所需的资源，规划供应链运营解决方案，提供“4→n”的运营服务。公司供应链运营业务主要包含国际供应链业务、国内供应链业务和物流服务业三类：**国际供应链业务**，进口方面主要是农产品、矿产品、浆纸、机电、化工产品等，出口方面主要是钢材、轻纺产品、机电产品等；**国内供应链业务**主要是浆纸、钢材和汽车的采购及销售业务；**物流服务业**方面，主要为国内外的采购商、分销商提供集物流、信息流和资金流为一体的全程物流服务。公司坚持专业化战略，调整组织架构、释放组织活力，形成“浆纸、农产品、钢铁、汽车四大集团”+“消费品、矿产有色、能化、机电、综合五大事业部”的组织架构。
- **公司是供应链运营领域的龙头公司。**目前公司供应链运营业务已拓展至170+个国家和地区，全球化和多品类业务有助于公司增长的稳定性。从营业收入看，公司供应链业务营业收入近年来持续增长，2021年实现营业收入6115亿元，同比增长74.5%，其中冶金原材料业务实现营业收入3655亿元，同比增长84.7%，占供应链运营业务收入比重达到59.8%；农林产品业务实现营业收入1575亿元，同比增长65.5%，占供应链运营业务收入比重达到25.8%。

图表 10：公司供应链业务布局



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：公司供应链业务营业收入及同比增速走势



来源：公司公告，国金证券研究所

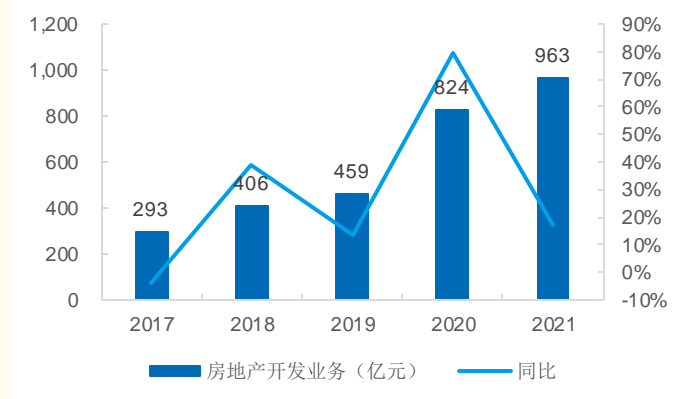
- **公司房地产领域业务位居全国 TOP20，厦门地方房企龙头。**公司在房地产开发领域形成了“建发房产”与“联发房产”两大品牌，目前在中国 70 多个城市进行房地产开发，初步形成了全国性战略布局，业务涵盖房地产开发、关联产业投资、代建运营、商业管理、物业管理和城市更新改造等方面。公司房地产业务主要由于子公司建发房产和联发集团完成，两者均拥有房地产开发一级资质。**建发房产**是以房地产开发为核心业务的大型房地产运营商，主要布局厦门、深圳、苏州、杭州等城市，连续多年荣登中国房地产开发企业综合发展 10 强，2021 年销售规模位居全国 TOP20 以内（克而瑞全口径榜单）；**联发集团**是以房地产和物业租赁为核心业务的大型房地产运营商，开发区域已涵盖厦门、天津、南昌、武汉、重庆等城市，2021 年销售规模位居全国 TOP100 以内（克而瑞全口径榜单）。
- **公司房地产业务收入稳步增长。**公司近年来房地产业务营业收入稳步增长，2021 年实现营业收入 963 亿元，同比增长 16.9%（由于 2021 年整体市场下行，增速有所放缓）；按业态划分，住宅、商业和其他收入分别占房地产业务营业收入比例为 79.7%、4.6%和 15.7%；按公司主体划分，建发房产和联发集团分别占比 73%和 27%。

图表 12：公司房地产业务布局



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：公司房地产开发业务营业收入及同比增速走势



来源：公司公告，国金证券研究所

2、供应链：贸易商向运营服务商转型，受益行业集中度提升

2.1 供应链运营空间广阔，行业集中度有望提升

- **供应链运营商业模式概述：**供应链是以客户需求为导向，以提高质量和效率为目标，以整合资源为手段，实现产品设计、采购、生产、销售、服务等全过程高效协同的组织形态。供应链运营服务是基于现代信息技术对供应链中的物流、商流、信息流和资金流进行设计、规划、控制和优化，将单一、分散的订单管理、采购执行、报关退税、物流管理、资金融通、数据管理、贸易商务、结算等进行一体化整合的服务。
- **制造业企业需要实力雄厚的供应链运营商提供稳定可靠的、因“需”制宜的供应链综合服务。**当前更多制造业企业选择专注于研发、生产等核心环节，将其他环节外包，追求更稳定的原材料供应和产成品分销渠道、更高效的货物和资金周转、更安全的物流仓储等，由此制造业对高质量供应链运营服务的需求日益增加。
- **政策定调，供应链行业重要性达到新高度。**2020 年，中央政治局会议指出要加大“六稳”、“六保”工作力度，特别提出“保供应链稳定”。2021 年，《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；且 2021 年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”。供应链行业的重要性越发显著。

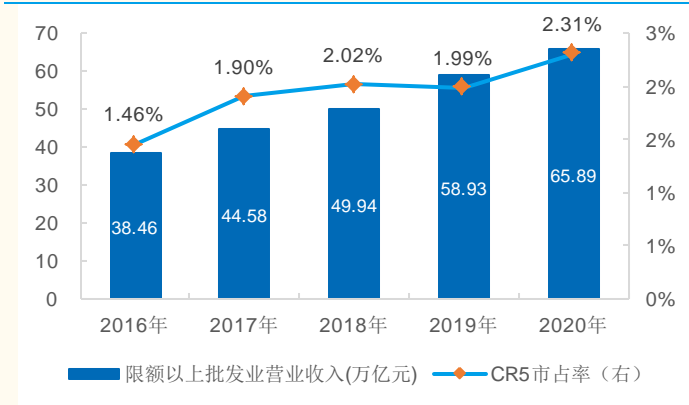
图表 14：供应链运营业务商业模式



来源：公司公告，国金证券研究所

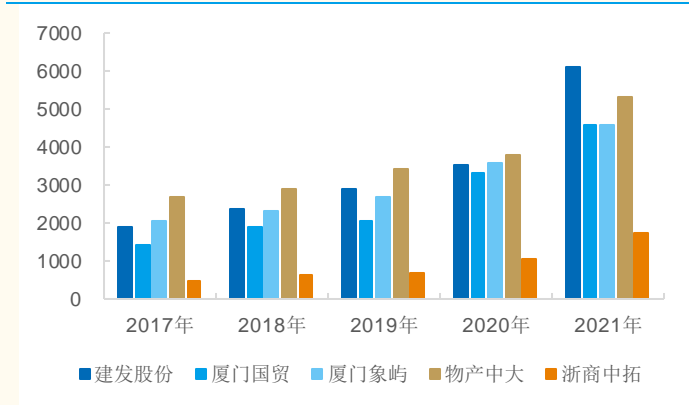
- **行业规模空间大，龙头市占率有望提升。**供应链运营服务广泛存在于原材料、生产制造至最终消费者之间的流转行为中，据国家统计局数据，2020年批发业限额以上企业营业收入为 65.89 亿元（五年复合增速 12.9%），而行业龙头 CR5 企业的供应链业务收入市占率仅占 2.31%（CR5 市占率比例口径为建发股份、厦门国贸、厦门象屿、物产中大、浙商中拓 5 家企业的供应链业务收入）。当前行业市占率虽然较低，但近年来已经呈现逐步上涨的态势，随着供给侧结构性改革的推进，对制造业企业的生产效能要求进一步提高，大宗商品采购分销及配套服务将逐步向高效专业的龙头企业集中，头部供应链企业的市占率有望得到提升。

图表 15：行业规模及 CR5 市占率



来源：国家统计局，公司公告，国金证券研究所

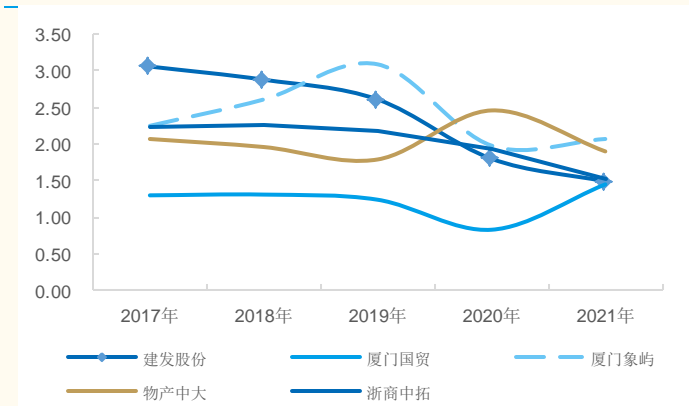
图表 16：CR5 公司供应链业务营业收入（亿元）对比



来源：公司公告，国金证券研究所

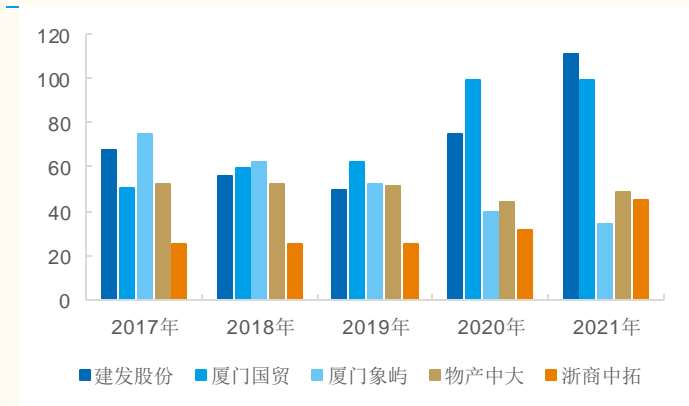
- **公司多项经营指标在头部供应链企业中领先。**龙头企业近年来供应链运营业务收入均呈稳步增长态势，公司增速在 CR5 中领先，2017-21 年建发股份、厦门国贸、厦门象屿、物产中大和浙商中拓的年均复合增速分别为 39.7%、39.2%、31.0%、20.7%和 40.1%，且 2021 年公司供应链业务收入超过物产中大成为第一，随着行业规模和市占率的双增长，公司供应链业务收入增长动能充足。毛利率方面，供应链龙头企业毛利率在 1%-3%之间，公司从贸易商逐步向服务商转型，供应链运营业务毛利率呈下降趋势，2021 年 1.49%位于 CR5 中等水平。周转效率方面，由于供应链企业存在赊销模式，应收账款周转率能充分反应企业的运营效率，2021 年公司应收账款周转率为 110.7，高于另外 4 家龙头企业。

图表 17：CR5 供应链业务毛利率（%）对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：CR5 应收账款周转率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 从贸易商向运营服务商转型，逆周期稳健，顺周期有弹性

- **贸易商、供应链运营服务商及物流商获利模式差异：**①传统贸易商以赚取买卖方的差价获利，货权关系发生转移，贸易商要完全承担商品价格波动的风险；②供应链运营服务赚取服务费用，货权关系会发生形式上的转移，但供应链运营商通过对上下游的锁价锁量，降低风险敞口，赚取向客户提

供物流、商流、信息流、资金流和定制化增值服务的费用，收入更加稳定；
③物流商赚取物流服务费用，货权关系不发生转移。

- **供应链运营服务商可获得更为稳定的收入。**以钢材和浆纸为例：①钢材——在上游，公司与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量；在下游，与客户签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金（15%-20%），后与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量；客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司付款提货，**结算价格是在钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等**。②浆纸——在上游，公司与国外浆厂的代理商和国外浆厂按年签订年度协议，每个月定一次采购价；在下游，对于纸浆部分，一般采用**现款销售**，部分采用**年度销售协议锁定客户的采购量**（为有信用需求客户提供一定账期），纸张部分公司通过信保公司给予客户一定的授信金额和期限，赊销给客户。

图表 19：公司供应链业务主要品类具体情况

| 品类 | 经营主体 | 上游采购 | 下游销售 |
|------|--------------------|--|--|
| 钢材 | 建发金属、建发物资、上海建发和昌富利 | 与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，成为其战略伙伴，然后公司与钢厂 签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量 ，公司借此加强对钢铁资源的控货能力，同时提高货物物流环节的运输物流效率。主要合作伙伴： 首钢、津西钢铁、山东钢铁、本钢集团等 。 | 与下游客户 签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金（15-20%） ，公司每个月根据下游客户需求收取部分保证金后向钢厂订货，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量。下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司付款提货， 结算价格是在钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等 ，公司可以确保稳定的利润来源。主要客户： 中小贸易商和终端用户 。 |
| 矿产品 | 建发矿业 | 公司拥有铁矿石 进口经营权 ，主要通过 进口方式采购各类铁矿石 。上游供应商包括 力拓、淡水河谷、必和必拓等 。 | 以内销为主，主要销售对象为国内的大中型国营和民营钢厂。公司与 柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢等 国内众多大中型钢铁厂有着稳定密切的合作。此外，公司还为国内外客户提供优质的钢铁原料供应链服务。 |
| 浆纸 | 建发纸业 | 采购模式主要为 进口 ，上游供应商为 国外浆厂的代理商和国外浆厂 ，公司与长期合作良好的供应商按年签订年度协议，保证公司有稳定的货源供应，每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向公司报价，双方经过磋商达成一致就签订合同， 一般一个月定一次采购价 。 | 纸浆部分：一般采用 现款销售 ，部分采用 年度销售协议锁定客户的采购量 。如果客户有信用需求，根据该客户的信用情况给予一定的账期；纸张部分：公司通过信保公司给予客户一定的授信金额和期限， 公司赊销给客户 。 |
| 汽车 | 建发汽车 | 公司主要采取 签订品牌年度总授权 ，然后根据具体需求量分批审批下单。供应商主要为各品牌的中国国内供应商，主要采用电汇结算。主营宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、进口大众等中高端品牌。 | 根据整体销售进度及下游客户的个别需求来确定采购量 ；对下游客户，公司一律采用 先收齐全款再开票发货的方式销售 ，同时通过与银行合作，为客户提供信用卡分期、抵押贷款等车款融资方式，及通过开办厂家金融业务，为客户增设多种购车融资渠道。 |
| 农产品 | 建发物产 | 公司主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进出口及内贸业务。饲料原料的主要商品 DDGS， 主要通过信用证的方式结算 。对粮油业务中的植物油和橡胶业务，为规避大宗商品的价格变动风险，公司会在 期货市场上进行套期保值 ，锁定风险及收益。 | 饲料原料的下游客户主要是饲料企业，销售主要是 短期赊销方式 。 |
| 轻工纺织 | 建发轻工、建发实业、建发通商 | 专业从事 自营出口业务、出口综合服务和进口内贸业务 ，产品涉及鞋、箱包、棉花、棉纱、化纤、纺织机械、鞋材、食品等，与世界各大零售品牌、行业龙头建立长期稳定的战略合作伙伴关系。 | |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 专业的风险管控体系助力公司供应链运营业务保持长期稳健发展。面对主要的价格风险、货权风险和信用风险，公司建立了严密的风险控制体系，风险抵抗能力较强。公司的供应链运营业务是在风险可控的前提下赚取一定的服务费用和价差收益，应对大宗商品的价格波动：公司通过选择优质客户、收取保证金和跌价追补的方式管控风险，并对履约异常业务及时进行处置止损；采用浮动定价和指数定价的结算方式，通过期货套保或期权保护来管理价格风险敞口；同时密切关注相关商品市价和外界形势变化，督促经营单位加快周转，以降低价格风险。

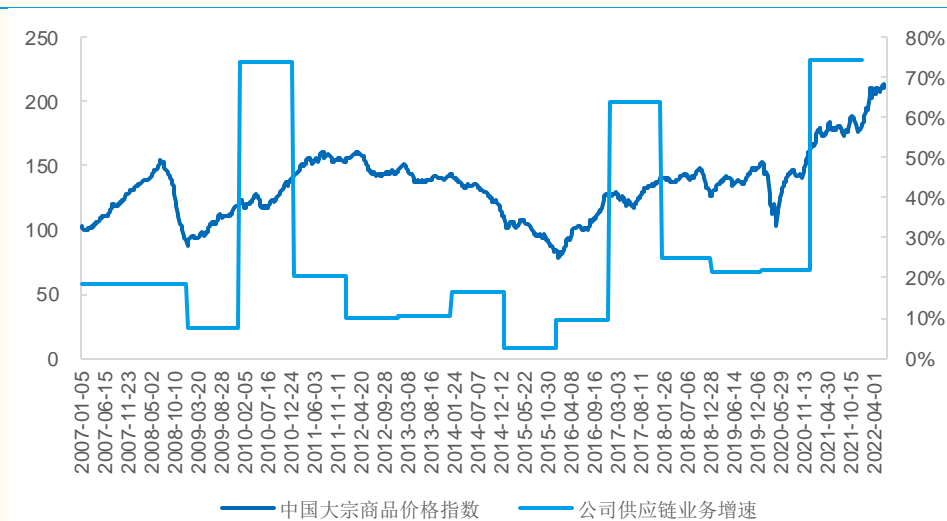
图表 20：公司专业风险管控体系



来源：公司公告，国金证券研究所

- 供应链运营服务模式帮助公司在逆周期稳健发展，顺周期有弹性。在 2010 年、2017 年和 2021 年商品价格上涨的顺周期年份，商品价差有弹性空间，重点获取价格上涨带来的收入；而在商品价格下降的逆周期年份，公司主要获取供应链服务的收入，一方面通过锁定量价等方式降低价格风险敞口，另一方面加大经营货量，以量带动收入增长，确保业绩稳健。

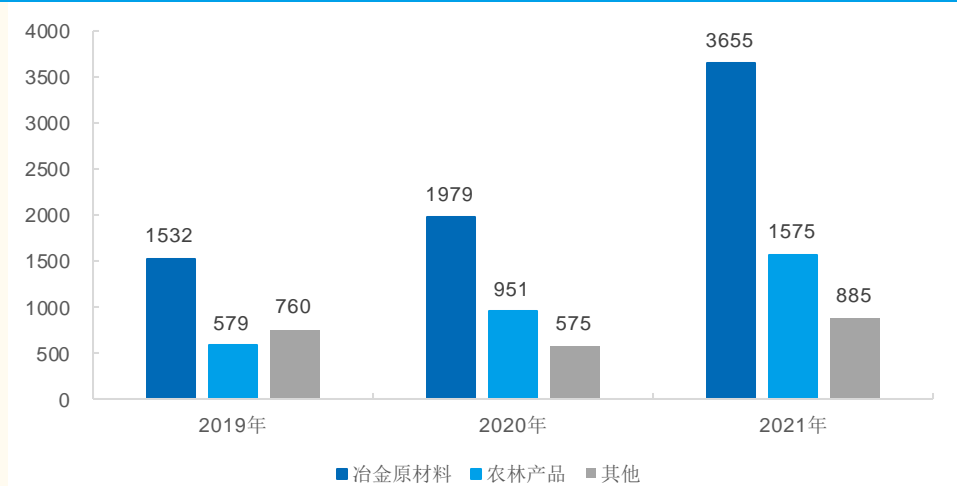
图表 21：公司供应链业务增速与大宗商品价格指数对比



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

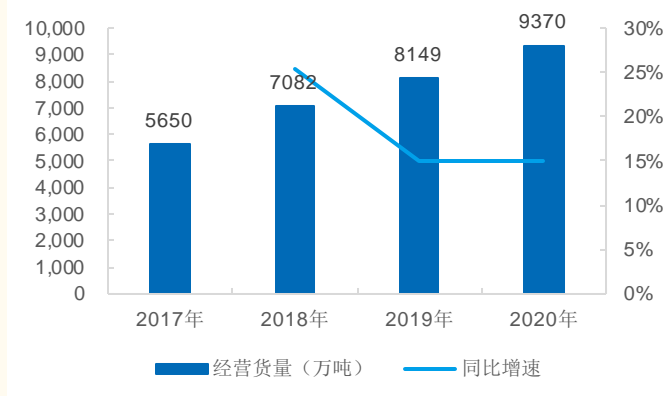
- **供应链业务量价齐升，经营货量的增长贡献更大。**2021 年，公司经营的黑金、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的经营货量超过 17000 万吨，同比增速超 36%，而公司供应链运营收入同比增速为 74.5%，可推导出商品单吨价格上涨约 28%（2021 年大宗商品涨价幅度较大）。从供应链分类产品来看，2021 年冶金原材料、农林产品和其他产品的营业收入分别为 3655 亿元、1575 亿元和 885 亿元，同比分别增长 84.7%、65.5%和 53.8%，各类产品的增长主要贡献来自量的增加，以冶金原材料为例，2017 年以来其经营货量增速均在 15%以上，而价格方面单吨收入有一定程度的波动。

图表 22：公司供应链运营业务收入拆分（亿元）



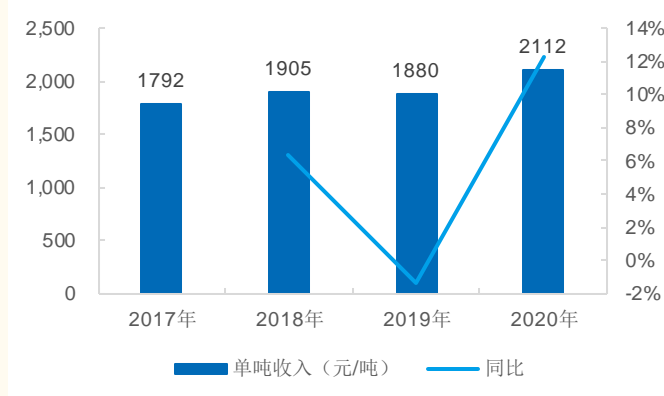
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：公司冶金原材料经营货量及同比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：公司冶金原材料单吨收入及同比



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 复制“LIFT”核心能力，发力消费品、布局新能源业务

- **消费品巩固现有优势业务，拓展新品类，布局跨境电商。**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%，汽车板块，公司居福建省汽车经销商集团首位；酒类板块，携手贵州酱酒老字号酒厂打造自有酱香型白酒品牌“薪火相传”，且原瓶装葡萄酒进口量位列全国第一；轻纺产品方面，鞋类出口位列全国前三；跨境电商方面，To B 业务和 To C 业务两手抓，打造消费品全场景生态圈，构建线上电商平台和线下渠道相结合的运营体系：为国内外头部电商平台自营商品供货，入驻亚马逊、天猫、拼多多等平台开设直营零售店，并与头肩部主播进行分销合作，培养私域流量；在经销业务方面，公司成功签约金龙鱼、元气森林等品牌的经销授权。

- 为新能源产业链提供供应链运营服务，同时在产业链上下游寻找合适投资机会。在新能源业务方面，公司已布局锂电、光伏产业的供应链服务：在光伏板块，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，并投资建设分布式光伏电站。在锂电板块，公司加快全球化、多品类布局，与行业上下游多家头部企业合作，实现从海外原料端到加工厂再到电池端的全产业链服务布局，根据客户需求提供定制化的供应链运营服务。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，取得小鹏、smart、威马的代理经销权，新能源汽车市场布局稳步拓展。

图表 25：公司在新能源产业链上下游的投资布局

| 时间 | 事件 |
|------------|--|
| 2021 年 | 公司在上海临港奉贤区自有仓库投资建设分布式光伏电站 |
| 2021 年 | 公司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 |
| 2022 年 1 月 | 公司投资建设的 1.8MW 江苏俊达环保分布式光伏电站正式开工建设 |
| 2022 年 4 月 | 公司与清源股份投资建设的厦门见福产业园 1.6 兆瓦分布式光伏发电项目正式并网发电 |

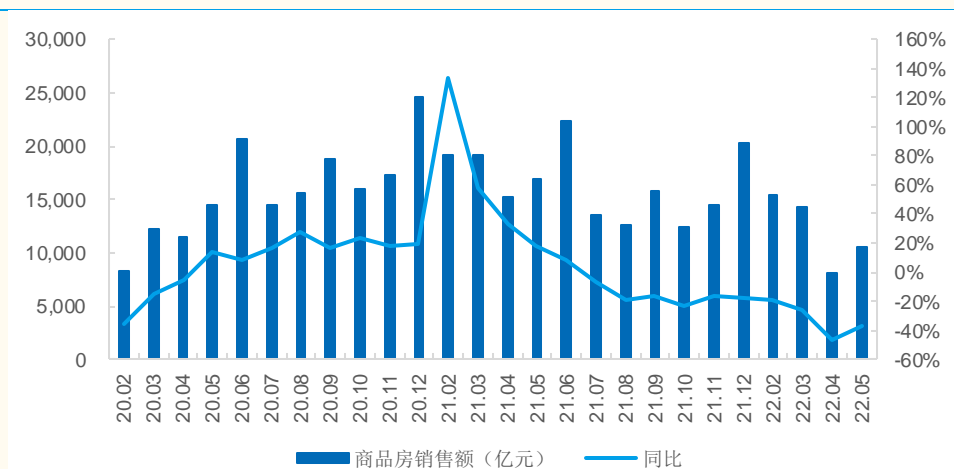
来源：公司公告，国金证券研究所

3、房地产：土储资源流动性强，行业复苏率先受益

3.1 行业销售逐步企稳，高能级、改善需求或引领市场复苏

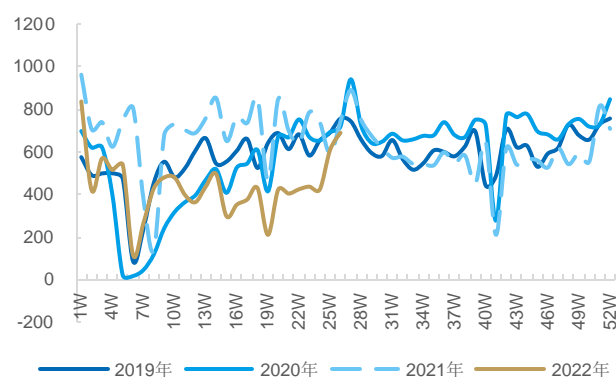
- 系列宽松政策落地后，房地产市场销售有企稳回暖迹象。在 2022 年 4 月 29 日，中央政治局对房地产调控定调后，全国各城市宽松政策加速出台，通过降低首付比例、下调房贷利率、松绑限购限售等措施促进购房需求。2022 年 5 月，全国商品房销售金额 10548 亿元，环比+29.7%，同比-37.7%（降幅较 4 月收窄 8.9pct），打破 2022 年以来持续下降的态势。从周度高频数据来看，wind 40 城新房成交面积连续两周环比增速超过 10%，2022 年 6 月（截至 24 日）同比-21%，降幅较 5 月的同比-43%有明显收窄。虽然新房市场有保障房的扰动，但二手房销售数据也显示市场有回暖迹象，wind17 城二手房销售面积 6 月（截至 24 日）同比-16%，降幅较 5 月的同比-28%也有收窄。

图表 26：全国商品房月度销售金额及同比走势



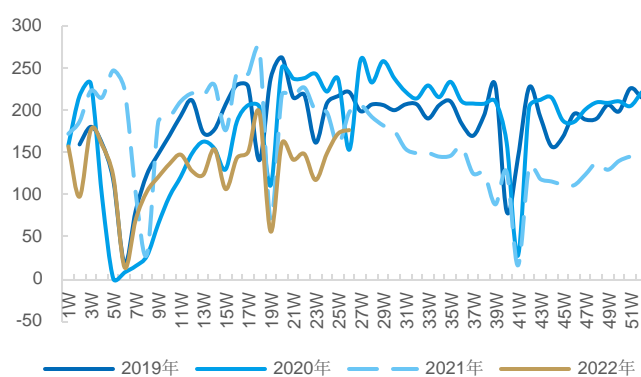
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 27: 历年 40 城周度新房成交面积 (万方)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 28: 历年 17 城周度二手房成交面积 (万方)



来源: wind, 国金证券研究所

- **高能级城市和改善型需求或引领本轮市场复苏。**不同城市能级销售表现有分化,高能级城市市场更加有弹性,上海在从疫情解封后销售实现 V 型反弹,同时一线城市的反弹也逐步向二线城市传导;不同产品结构销售表现分化,多数城市改善型产品成交套数同比上涨,上海 6 月新开盘项目中,单价高于 70000 元/m²的项目开盘去化率均达到 100%,摇号中签率也较低,而外围刚需项目平均开盘去化率不足 5 成。我们认为在宽松政策相继落地、疫情逐步控制后,市场基本面好的一二线、长三角城市将率先回暖,而改善型需求将引领本轮市场复苏,房企销售也将从普遍低迷走向分化,布局高能级城市、主打改善产品的房企有望率先享受市场复苏红利。
- **市场弱复苏,预计宽松政策仍将延续。**我们测算全国商品房销售面积单月有望在 8 月同比转正,全年预计同比下滑 11.3% (在 6 月初发布的 2022 年中期策略报告《枯木逢春,寻找分化中的机遇》中详细论述),同时叠加整体房价仍处于近年低位水平,我们预判下半年的市场复苏为弱复苏。而在宏观经济增速、地方财政和土拍热度等多方面压力下,房地产市场弱复苏并不能促使调控政策的转向,未来一段时间内调控基调仍以宽松为主。我们预计未来政策将在信贷端、供给端和需求端持续协同发力,促进房地产业回归良性循环和稳健发展。

图表 29: 2017-2022 年全国商品房月度销售面积 (万方)

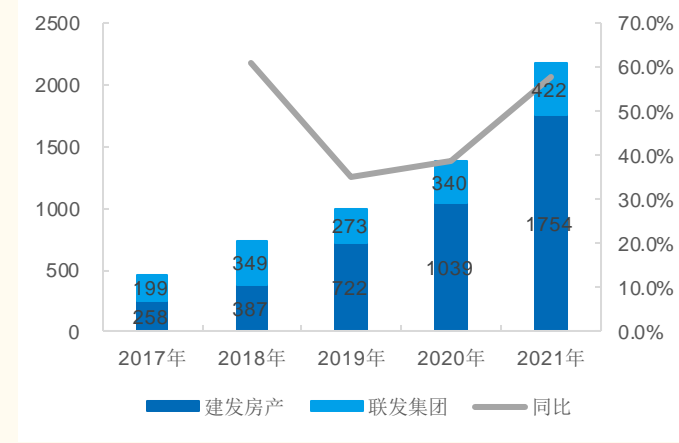
| 时间 | 1-2 月 | 3 月 | 4 月 | 5 月 | 6 月 | 7 月 | 8 月 | 9 月 | 10 月 | 11 月 | 12 月 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 2017 年 | 14054 | 14981 | 12620 | 13165 | 19842 | 11689 | 12188 | 17467 | 14248 | 16314 | 22840 |
| 2018 年 | 14633 | 15455 | 12104 | 14217 | 20734 | 12847 | 12484 | 16839 | 13804 | 15487 | 23050 |
| 2019 年 | 14102 | 15727 | 12256 | 13433 | 20268 | 12997 | 13066 | 17330 | 14072 | 15654 | 22653 |
| 2020 年 | 8475 | 13503 | 11995 | 14730 | 20701 | 14227 | 14855 | 18587 | 16221 | 17540 | 25252 |
| 2021 年 | 17363 | 18644 | 14298 | 16078 | 22252 | 13013 | 12545 | 16139 | 12709 | 15090 | 21302 |
| 五年平均 | 13725 | 15662 | 12655 | 14325 | 20759 | 12955 | 13028 | 17272 | 14211 | 16017 | 23019 |
| 2022 年 | 15703 | 15343 | 8722 | 10970 | 14464 (E) | 12232 (E) | 12796 (E) | 16946 (E) | 13472 (E) | 15995 (E) | 22580 (E) |
| 22 年同比 | -10% | -18% | -39% | -32% | -35% | -6% | 2% | 5% | 6% | 6% | 6% |

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

3.2 销售逆势向上，增速领先行业

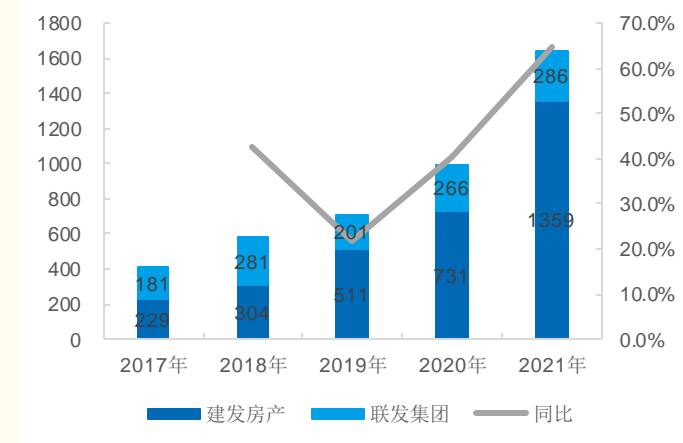
- **公司销售规模迅速增长。**2021 年，公司房地产开发业务全口径销售金额 2176 亿元/+57.7%（对应克而瑞 TOP 榜单第 17 位），权益销售金额 1645 亿元/+64.9%，其中建发房产销售金额快速增长，全口径销售金额 1754 亿元/+68.8%（对应克而瑞 TOP 榜单第 20 位），权益销售金额 1359 亿元/+85.8%，联发集团销售金额企稳回升，全口径销售金额 422 亿元/+23.9%（对应克而瑞 TOP 榜单第 71 位），权益销售金额 286 亿元/+7.5%。

图表 30：公司全口径销售金额（亿元）及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

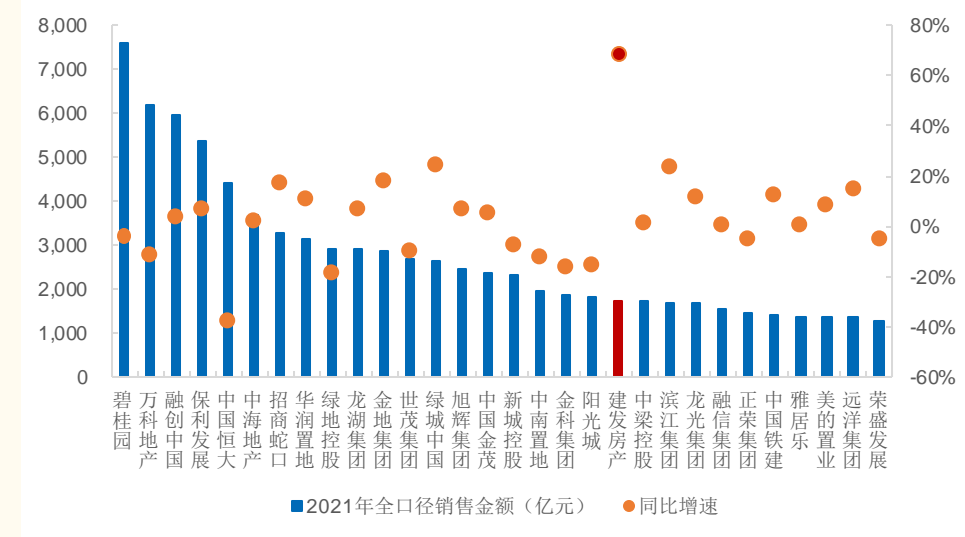
图表 31：公司权益销售金额（亿元）及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司销售增速行业领先。**全国商品住宅销售金额自 2018 年后处于低速增长态势，受市场下行影响，2021 年增速下跌至 5.3%；从品牌房企看，2021 年 TOP30 房企平均增速为-1.6%。公司房地产业务无论是整体增速还是子公司增速均高于行业平均，且子公司建发房产销售增速位居 TOP30 房企首位。

图表 32：2021 年 TOP30 房企全口径销售金额及同比



来源：公司公告，克而瑞，国金证券研究所

- **公司房地产业务行业地位稳步提升。**子公司建发房产近年来行业排名持续提升，在市场相对低迷的 2022 年 1-5 月，建发房产销售规模降幅（全口径 -37%）小于 TOP100 房企整体（-53%），且行业排名逆势上升，从 2021 年的第 20 位上升至第 15 位。

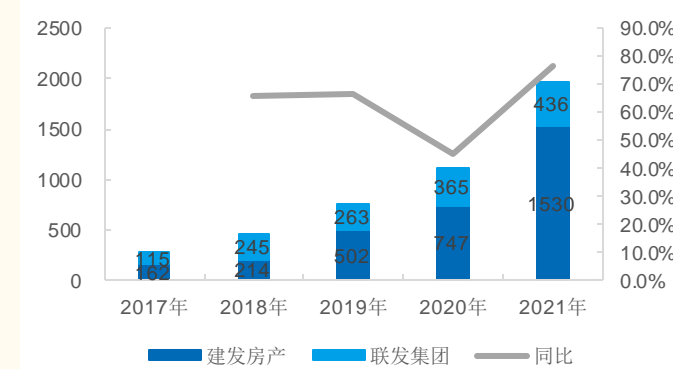
图表 33: 2022 年 1-5 月 TOP30 房企销售情况

| TOP 房企 | 全口径 | | | | | 权益口径 | | | | |
|---------------|-----------|----------------|-------------|--------------|-------------|-----------|----------------|-------------|--------------|-------------|
| | 排名 | 1-5 月销售金额 (亿元) | 累计同比 | 5 月销售金额 (亿元) | 单月同比 | 排名 | 1-5 月销售金额 (亿元) | 累计同比 | 5 月销售金额 (亿元) | 单月同比 |
| 碧桂园 | 1 | 2012 | -43% | 378 | -53% | 1 | 1501 | -40% | 281 | -49% |
| 万科地产 | 2 | 1673 | -42% | 293 | -48% | 2 | 1088 | -42% | 191 | -48% |
| 保利发展 | 3 | 1592 | -32% | 380 | -35% | 3 | 1066 | -35% | 254 | -38% |
| 融创中国 | 4 | 986 | -59% | 127 | -82% | 5 | 584 | -62% | 77 | -81% |
| 中海地产 | 5 | 965 | -39% | 245 | -29% | 4 | 902 | -39% | 229 | -29% |
| 华润置地 | 6 | 813 | -36% | 203 | -19% | 6 | 518 | -36% | 126 | -19% |
| 招商蛇口 | 7 | 777 | -41% | 163 | -48% | 7 | 475 | -43% | 100 | -49% |
| 金地集团 | 8 | 722 | -44% | 142 | -50% | 9 | 447 | -44% | 88 | -50% |
| 龙湖集团 | 9 | 621 | -44% | 135 | -51% | 10 | 404 | -48% | 88 | -55% |
| 绿城中国 | 10 | 591 | -43% | 110 | -54% | 15 | 319 | -42% | 67 | -48% |
| 新城控股 | 11 | 515 | -46% | 113 | -53% | 11 | 354 | -48% | 79 | -53% |
| 中国金茂 | 12 | 509 | -54% | 90 | -61% | 12 | 351 | -54% | 62 | -61% |
| 绿地控股 | 13 | 497 | -56% | 109 | -54% | 8 | 448 | -56% | 98 | -54% |
| 旭辉集团 | 14 | 496 | -55% | 108 | -60% | 16 | 293 | -55% | 64 | -60% |
| 建发房产 | 15 | 464 | -37% | 107 | -39% | 14 | 334 | -42% | 75 | -45% |
| 滨江集团 | 16 | 450 | -36% | 93 | -18% | 17 | 289 | -18% | 70 | 51% |
| 金科集团 | 17 | 360 | -58% | 79 | -58% | 18 | 259 | -57% | 57 | -57% |
| 华发股份 | 18 | 350 | -35% | 70 | -51% | 20 | 236 | -32% | 49 | -45% |
| 越秀地产 | 19 | 346 | -16% | 99 | 21% | 13 | 341 | -14% | 97 | 22% |
| 世茂集团 | 20 | 343 | -72% | 61 | -79% | 19 | 240 | -72% | 43 | -79% |
| 首开股份 | 21 | 337 | -30% | 58 | -57% | 26 | 204 | -31% | 35 | -57% |
| 美的置业 | 22 | 319 | -54% | 74 | -54% | 25 | 208 | -55% | 46 | -57% |
| 中梁控股 | 23 | 317 | -58% | 60 | -56% | 21 | 222 | -58% | 42 | -56% |
| 融信集团 | 24 | 296 | -56% | 51 | -64% | 27 | 195 | -57% | 46 | -33% |
| 远洋集团 | 25 | 294 | -27% | 74 | -26% | 28 | 191 | -27% | 48 | -26% |
| 雅居乐 | 26 | 273 | -55% | 40 | -60% | 23 | 215 | -51% | 32 | -57% |
| 中骏集团 | 27 | 265 | -43% | 48 | -54% | 24 | 209 | -39% | 36 | -53% |
| 中南置地 | 28 | 258 | -71% | 50 | -75% | 34 | 165 | -69% | 33 | -74% |
| 龙光集团 | 29 | 256 | -66% | 25 | -82% | 22 | 220 | -65% | 22 | -81% |
| 中国铁建 | 30 | 253 | -54% | 77 | -38% | 29 | 189 | -53% | 60 | -32% |
| TOP100 | | 26396 | -53% | 5192 | -60% | | 18467 | -53% | 3678 | -59% |

来源: 克而瑞, 国金证券研究所

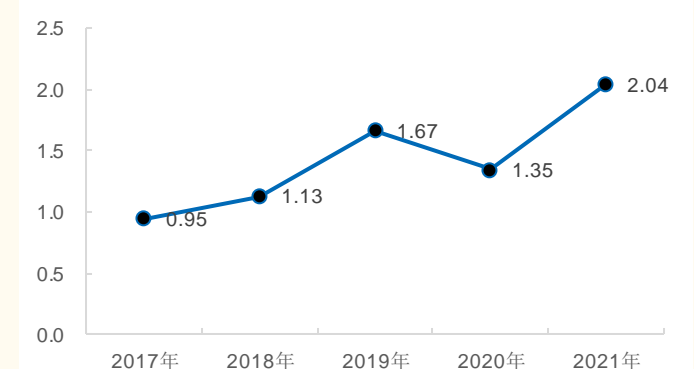
- **已售未结资源充足, 业绩增长有保障。**伴随销售规模的快速增长, 公司已售未结转金额也迅速提升, 2018-2021 年并表口径已售未结金额增速均在 40% 以上, 收入可预见性逐步增长。2021 年, 公司房地产业务并表口径已售未结金额 1966 亿元 (建发房产 1530 亿元, 联发集团 436 亿元), 是当年房地产业务营业收入的 2.04 倍, 公司未来业绩增长有保障。

图表 34: 公司并表口径已售未结金额 (亿元) 及同比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 35: 已售未结金额对房地产业务营业收入覆盖倍数

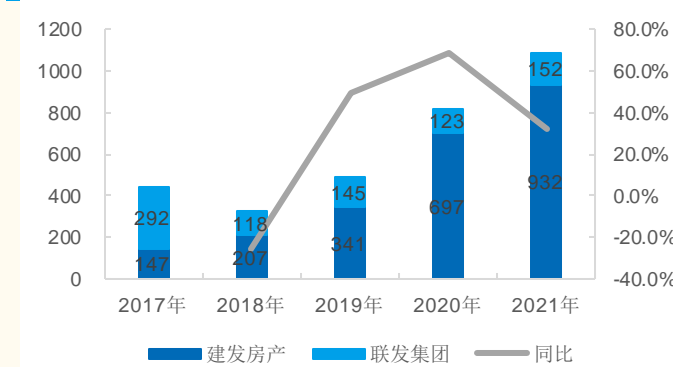


来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 覆盖倍数=并表已售未结金额/房地产开发业务营业收入

3.3 积极错峰投资拿地, 补充优质土储资源

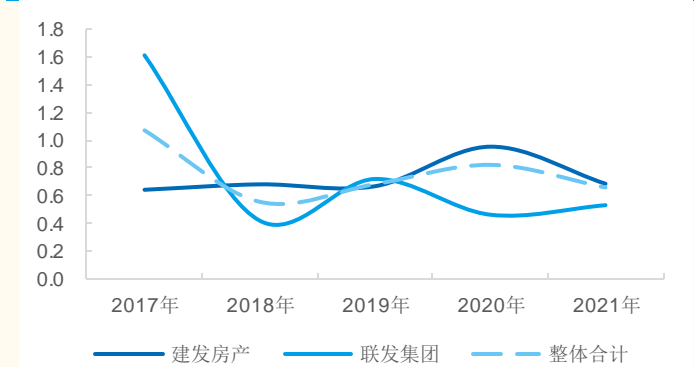
- 公司近年来积极投资拿地。公司权益拿地金额自 2018 年以来逐年增加, 2021 年公司权益投资金额达 1084 亿元/+32.1%, 拿地强度 (拿地金额/销售金额) 达 0.66, 其中建发房产权益投资金额 932 亿元/+33.7%, 拿地强度 0.69, 联发集团权益投资金额 152 亿元/+23.4%, 拿地强度 0.53。其他典型房企主流拿地强度在 0.3-0.4 之间, 公司拿地强度在典型房企中居首位。

图表 36: 公司历年权益拿地金额 (亿元) 及同比



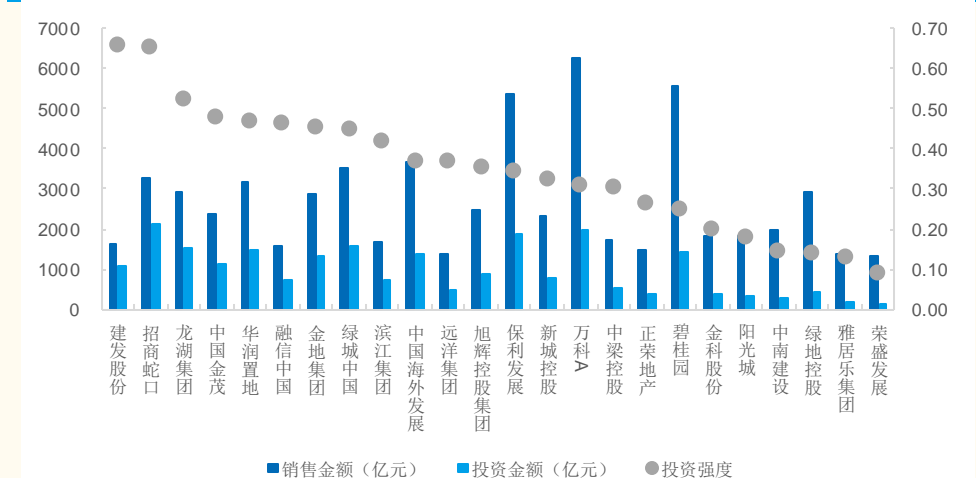
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 37: 公司历年拿地强度走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 拿地强度=拿地金额/销售金额

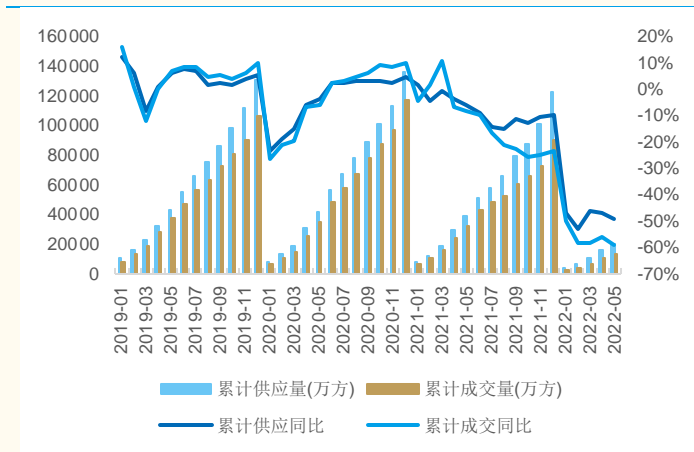
图表 38: 典型房企 2021 年投资强度对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 建发股份、碧桂园、龙光为权益口径, 其余企业投资销售均为全口径

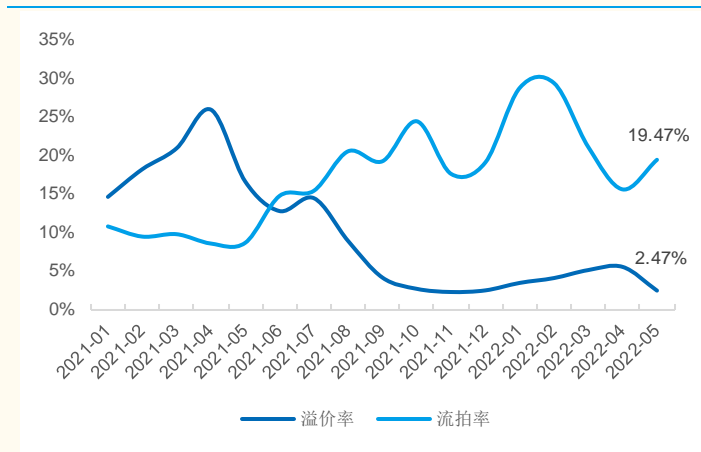
- **2021年下半年以来，土拍市场热度低，拿地利润空间较大。**随着销售下滑房企现金流吃紧，拿地意愿减弱，土拍市场热度也应声下滑。全国300城2022年1-5月土地成交面积同比下滑58.9%；自2021年7月起，全国300城成交溢价率下滑、流拍率上涨，溢价率连续9个月低于10%（最低为2.29%），而流拍率连续11个月高于10%（最高达32.6%），整体土拍处于低温状态。2021年二三批次集中土拍热度骤降，多地调整土拍政策，让利房企，以提升房企拿地意愿，包括但不限于设置封顶地价、最高溢价率不超过15%、适度提升住宅限价、降低起始地价、降低保证金比例、延长土地出让金缴纳时间等，拿地利润空间有所上涨，但房企整体拿地意愿依然相对低迷，土地市场竞争环境宽松，此时正是投资拿地的好时机。

图表 39：全国 300 城月度累计供求及同比走势



来源：中指研究院，国金证券研究所

图表 40：全国 300 城宅地月度成交溢价率&流拍率走势



来源：中指研究院，国金证券研究所

- **公司把握错峰拿地机会，获取高利润空间土地。**公司凭借良好的现金流状态，在其他房企拿地意愿和能力不足的低竞争土拍市场上，错峰获取较高利润水平的土地。2021年下半年至今，子公司建发房产权益拿地金额达556亿元，位居行业第四，在厦门、成都、福州等城市获取37宗高利润空间土地。公司一方面可以通过高利润空间土地改善未来毛利率，另一方面可以在2022年下半年推出高质量项目，带领市场销售企稳复苏。

图表 41：2021 年下半年至今权益拿地金额前 20 房企

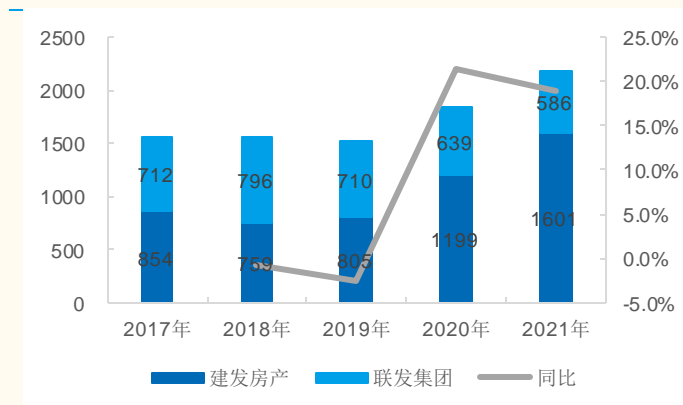
| 排行 | 企业名称 | 土地宗数 (宗) | 权益拿地金 额(亿元) | 权益建筑面积 (万 m ²) | 总规划建面 (万 m ²) | 溢价水平(%) | 楼面均价(元/m ²) |
|----|--------|-------------|----------------|-------------------------------|------------------------------|---------|-------------------------|
| 1 | 中国海外发展 | 50 | 1039 | 582 | 586 | 6.52 | 17964 |
| 2 | 华润置地 | 43 | 698 | 499 | 628 | 5.01 | 14485 |
| 3 | 保利发展 | 77 | 687 | 802 | 1050 | 5.69 | 8973 |
| 4 | 建发房产 | 37 | 556 | 341 | 405 | 7.75 | 17644 |
| 5 | 绿城中国 | 44 | 544 | 341 | 438 | 7.41 | 13901 |
| 6 | 龙湖集团 | 61 | 486 | 562 | 728 | 2.84 | 9011 |
| 7 | 中国铁建 | 69 | 458 | 880 | 1028 | 2.72 | 4907 |
| 8 | 招商蛇口 | 26 | 419 | 301 | 368 | 6.62 | 15591 |
| 9 | 万科 | 39 | 402 | 500 | 656 | 15.99 | 7211 |
| 10 | 碧桂园 | 98 | 380 | 1015 | 1052 | 13.86 | 3767 |
| 11 | 中国中铁 | 44 | 375 | 635 | 697 | 3.61 | 6340 |
| 12 | 滨江集团 | 35 | 332 | 226 | 400 | 4.97 | 12328 |
| 13 | 保利置业 | 20 | 307 | 201 | 201 | 7.81 | 15257 |

| | | | | | | | |
|----|--------|----|-----|-----|-----|------|-------|
| 14 | 深圳地铁集团 | 6 | 242 | 159 | 159 | 0 | 15245 |
| 15 | 越秀地产 | 17 | 229 | 178 | 218 | 4.31 | 12947 |
| 16 | 大华集团 | 19 | 227 | 174 | 175 | 8.49 | 13053 |
| 17 | 武汉城建集团 | 10 | 219 | 141 | 197 | 2.51 | 15303 |
| 18 | 首开股份 | 13 | 210 | 110 | 147 | 4.23 | 19883 |
| 19 | 中建东孚 | 21 | 203 | 207 | 243 | 1.02 | 9197 |
| 20 | 南通城建 | 9 | 191 | 228 | 228 | 0 | 8354 |

来源：中指研究院，国金证券研究所 注：截至 2022 年 6 月 28 日

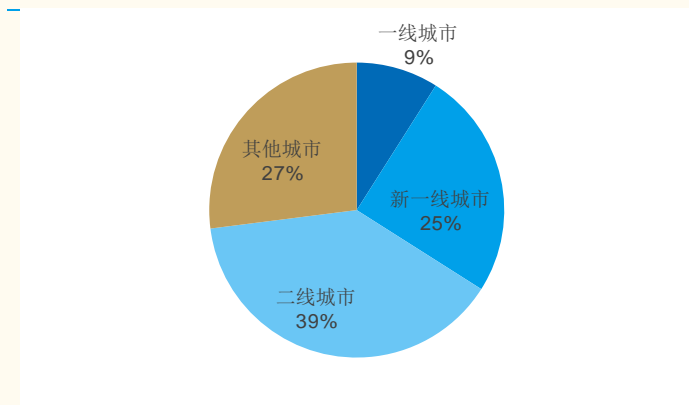
- **公司土储布局城市能级较高。**截至 2021 年末，公司权益土储建面 2187 万方（其中建发房产 1601 万方，联发集团 586 万方），对应权益可售货值约 2956 亿元，按货值划分 63% 的土储位于一二线城市（建发房产土储主要位于长沙、成都、厦门、无锡等城市，联发集团土储主要位于鄂州、重庆、武汉、南昌等城市）。

图表 42：公司 2021 年末权益土储建面（万方）



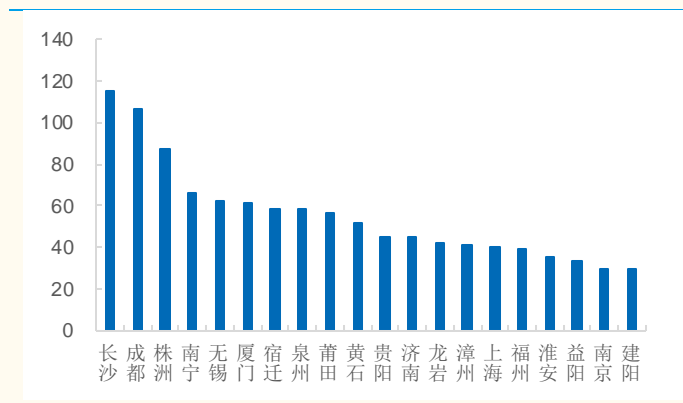
来源：公司公告，国金证券研究所 注：不包含一级开发业务土地

图表 43：公司 2021 年末各能级城市权益货值比例



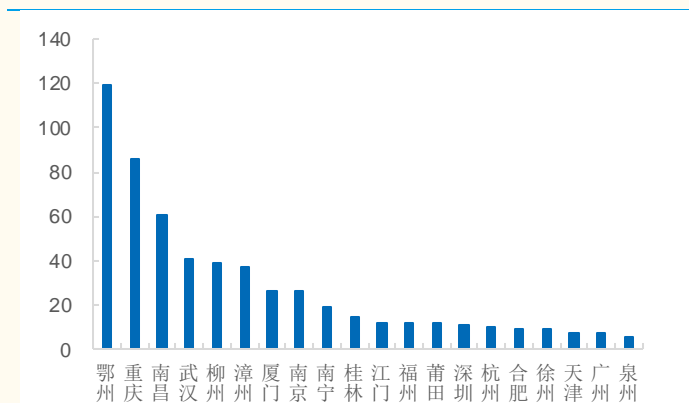
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：建发房产权益土储面积（万方）前十城市



来源：公司公告，国金证券研究所 注：截至 2021 年末

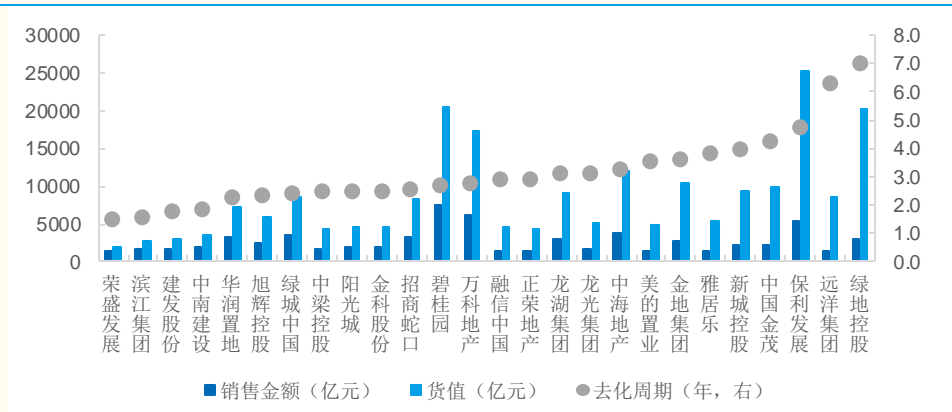
图表 45：联发集团权益土储面积（万方）前十城市



来源：公司公告，国金证券研究所 注：截至 2021 年末

- **公司土储流动性高，周转效率高。**据克而瑞数据，截至 2021 年末，26 家典型房企的土储货值平均去化周期为 3.2 年，而公司 2956 亿元的权益货值对应 1645 亿元的年销售金额，去化周期仅 1.8 年，且土储主要位于重点城市的核心板块，去化有保障，土储流动性高，对资金的占用相对较小。

图表 46: 26 家典型房企土储去化时间 (年)



来源: 克而瑞, 公司公告, 国金证券研究所 注: 建发股份销售金额和货值为权益口径, 其他企业为全口径

3.4 产品服务质量高, 深耕享受品牌溢价

- 公司两大子公司分别打造各自特色品牌, 满足不同客户的差异化需求。建发房产主打新中式 (王府中式、禅境中式) 中高端产品, 建立精粹系、城央系、远见系和自然系四大产品标准, 分别对应专属定制、高端、中高端、低密类的产品。联发集团精研人文精神, 打造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。公司整体产品以定位中高端改善为主, 市场认可度高, 在深耕区域享受品牌溢价。

图表 47: 建发房产四大产品系列

| 产品类型 | 定位 | 典型项目 |
|------|---|-----------|
| 精粹系 | 建发房产新中式产品线中专属定制的顶级之作, 仅以“央玺”命名, 每一个“央玺”项目都代表建发房产在当地的最高水平, 是专为城市高端人群量身打造的终极置业居所。 | 上海央玺 |
| 城央系 | 建发房产新中式产品高端系列, 以“央著”“玺院”等项目名称为代表。位于城市核心地段, 为建发房产最擅长的高端改善型项目。 | 厦门武地&建发央著 |
| 远见系 | 建发房产新中式产品的中高端系列, 以“府”或“郡”字命名。更以独特眼光聚焦城市中发展潜力最佳的新兴区域, 为城市潜力人群打造性价比最高的中式居所。 | 合肥建发雍龙府 |
| 自然系 | 建发房产新中式产品系中代表最惬意最闲适生活方式的产品系列, 以“山”“湾”等字命名。依附城市稀缺的自然资源, 打造自然天地山水与人居生活完美交融, 力求给现代城市中打拼的每一个人打造最佳放松身心之居所。 | 苏州建发独墅湾 |

来源: 公司官网, 国金证券研究所

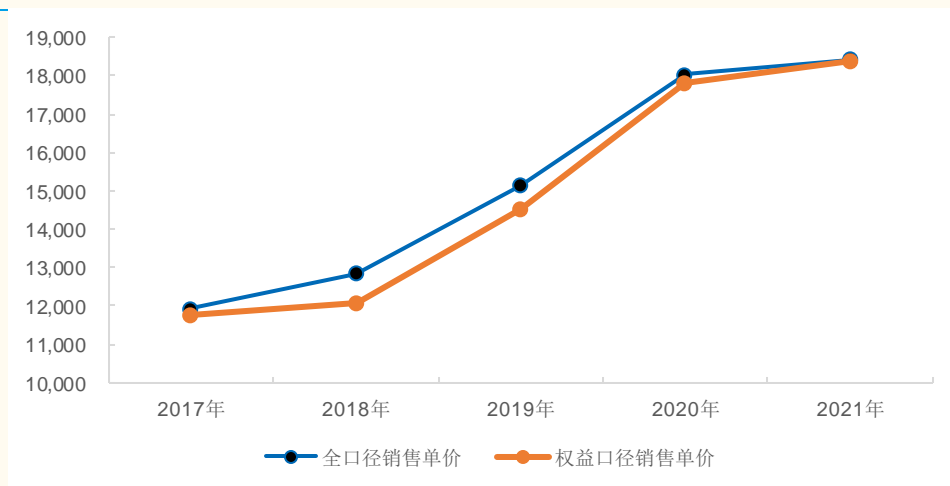
图表 48: 联发集团三大产品系列

| 产品类型 | 定位 | 典型项目 |
|------|---------------------------------|-----------|
| 悦系 | 成长型幸福人文社区，悦系产品洞察新生代家庭生活所需。 | 厦门联发时代天境 |
| 臻系 | 进阶型品质人文社区，深研城市中产阶层人居需求。 | 厦门联发正荣臻华府 |
| 嘉和系 | 精品型艺术人文社区，以“一城一座嘉和府”，封藏城市稀缺生态资源 | 厦门联发嘉和府 |

来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司销售单价受益于产品服务持续上涨。公司的中高端改善产品深受客户认可，销售单价持续上涨，2017-2021 年全口径销售单价从 11926 元/m² 增至 18426 元/m²，权益口径销售单价从 11747 元/m² 增至 18371 元/m²，年均复合增速分别为 11.5% 和 11.8%。

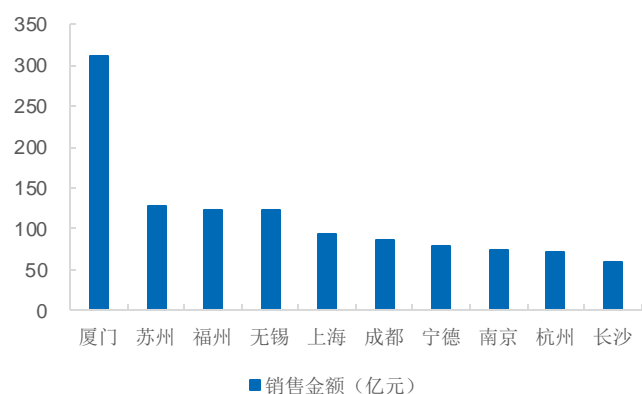
图表 49: 公司全口径和权益口径销售单价走势 (元/m²)



来源：公司公告，国金证券研究所

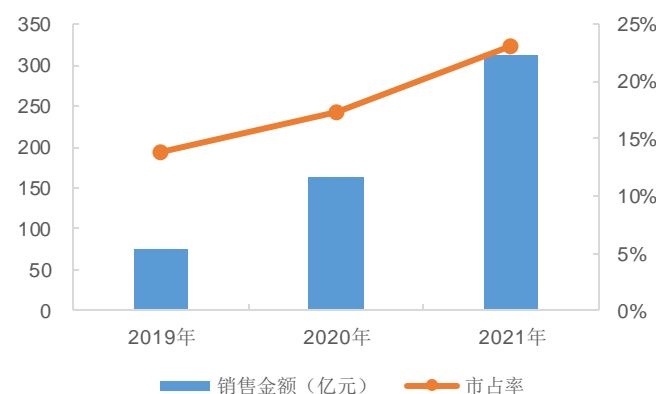
- 良好的产品服务助力公司实现城市深耕，获得品牌溢价。2021 年孙公司建发国际集团在厦门单城市销售金额达到 312 亿元，于厦门房地产市场的市占率达 23.2%，稳居城市榜首。从单项目来看，公司项目能获得深耕带来的品牌溢价（由于有限价，溢价主要体现在流速方面），厦门 2021 年的销售金额前十项目中有 4 个项目由公司开发，2022 年 1-5 月的销售金额前十项目中有 3 个项目由公司开发。

图表 50: 孙公司建发国际 2021 年销售金额前十城市



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 销售金额为全口径

图表 51: 孙公司建发国际在厦门市占率



来源: 公司公告, 克而瑞, 国金证券研究所

图表 52: 厦门 2021 年、2022 年 1-5 月销售金额 TOP10 项目

| 排名 | 2021 年 | | 2022 年 1-5 月 | |
|----|------------|-----------|--------------|-----------|
| | 项目 | 成交金额 (亿元) | 项目 | 成交金额 (亿元) |
| 1 | 中骏天禧 | 87.1 | 中海国贸上城 | 19.1 |
| 2 | 国贸学原 | 66.3 | 建发五缘樾月 | 16.8 |
| 3 | 建发缦云 | 47.9 | 建发缦玥长滩 | 12.5 |
| 4 | 中交国贸鹭原 | 39.8 | 特房樾琴湾 | 9.6 |
| 5 | 中骏天荟 | 39.0 | 中骏天禧 | 9.0 |
| 6 | 旭辉恒基铂悦五缘湾上 | 38.6 | 宝龙旭辉城 | 8.5 |
| 7 | 建发五缘樾月 | 34.3 | 国贸学原 | 8.1 |
| 8 | 中骏天盈 | 31.9 | 建发叁里云庐 | 7.8 |
| 9 | 建发书香府邸 | 30.2 | 公元九里 | 7.2 |
| 10 | 建发五缘映月 | 27.4 | 融创云潮府 | 5.9 |

来源: 克而瑞, 国金证券研究所

3.5 多元业务协同发展, 贡献新增长极

- 公司地产业务以房地产开发为主业, 同时布局城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、关联产业投资, 发挥联动和协同效应, 在持续强化核心主业的同时, 培育公司未来新的增长点:
- **特色业务一级土地开发:** 公司一级土地开发业务由全资子公司厦门禾山建设发展有限公司负责开展。公司一级土地开发业务主要为后埔-枋湖旧村改造项目 (含后埔、薛岭和枋湖地块) 和钟宅畲族社区旧村改造项目, 目前均处于整理开发中, 收入分配方面, 两个项目土地出让总收入的 85% 分配至公司。截至 2021 年底, 公司两个一级土地开发项目尚有 89.05 万方待出让面积, 我们保守按 4.5 万/㎡的楼面价测算, 一级土地开发业务未来将给公司带来约 340 亿元的收入, 考虑到开发整理进度的影响, 保守预计项目净利润率为 30%, 则一级土地开发业务后续将为公司带来 56 亿元的归母净利润。

图表 53: 公司一级土地开发项目分布情况



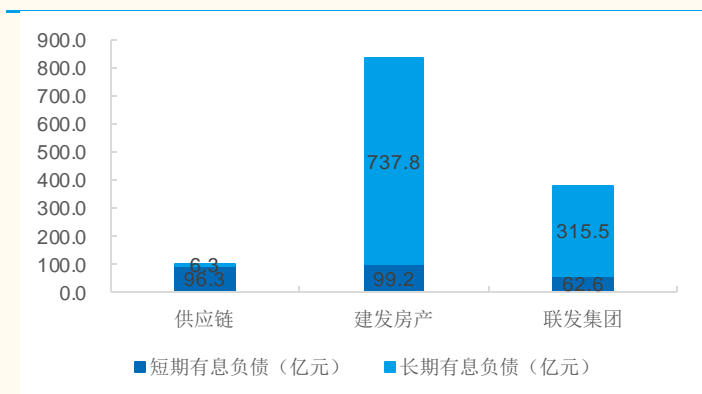
来源：公司公告，国金证券研究所

- **物业管理**：公司间接控股的上市公司建发物业，2021 年营业收入 15.57 亿元，同比增长 51.3%，截至 2021 年末，建发物业合约管理面积为 7390 万方，在管面积为 3300 万方。
- **商业管理**：建发房产和联发集团在厦门、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。
- **代建领域**：建发房产和联发集团 2021 年新拓项目 49 个，新增代建面积超 680 万方，教育、产业园、医疗、大型公建等领域齐头并进。
- **关联产业投资**：孙公司建发国际收购了 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，打开了业务战略协同空间。

3.6 国资背景增信，融资优势明显

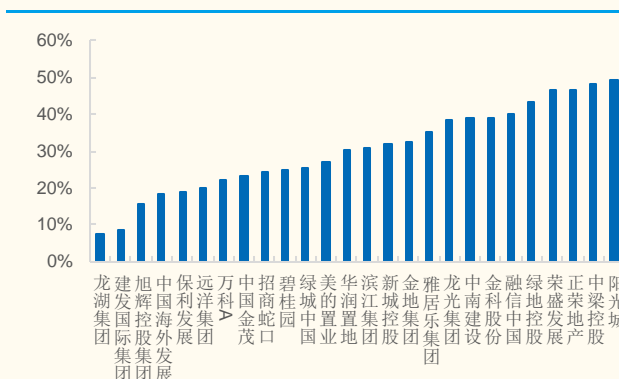
- **有息负债结构健康，短期有息负债占比低**。截至 2021 年底，公司总有息负债 1317.7 亿元，短期有息负债 258.1 亿元，占比 19.6%。其中房地产板块有息负债 1215.1 亿元，短期有息负债 161.8 亿元，占比 13.3%（孙公司建发国际短期有息负债占比仅 8.4%），较典型房企的 27.1% 的水平更低。

图表 54: 2021 年末公司主要业务板块有息负债结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 55: 各典型房企 2021 年短期有息负债占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **房地产开发业务板块三道红线均位居绿档**。截至 2021 年末，建发房产和联发集团剔除预收款后的资产负债率分别为 63.80% 和 63.59%，净负债率分别为 37.10% 和 61.69%，现金短债比分别为 4.90 和 2.81，均稳定处于三道红线中的绿档，且有适度的加杠杆空间。

图表 56: 2021 年末建发股份和联发集团三道红线指标

| 子公司 | 剔除预收款后的资产负债率 | 净负债率 | 现金短债比 |
|------|--------------|--------|-------|
| 建发房产 | 63.80% | 37.10% | 4.9- |
| 联发集团 | 63.59% | 61.69% | 2.81 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司把握融资窗口，抢占资金资源。**2021 年四季度以来，融资端口逐步放开，公司率先把握融资窗口，2021 年四季度至今公司主体发行 8 笔公开债券，合计规模 76 亿元，平均票面利率低于 4%。在地产板块，2021 年四季度开始政策支持并购贷融资，拥有国资背景的建发房产把握机遇，先后于 2022 年 1 月和 2 月发行两笔中期票据（并购），两笔合计规模 25.3 亿元，票面利率在 3.48%-4.50%之间，相较民营房企融资优势明显。

图表 57: 2021 年四季度以来公司公开债券发行情况

| 证券名称 | 发行日期 | 发行规模（亿元） | 票面利率（%） | 发行期限（年） |
|--------------|------------|----------|---------|---------|
| 22 建发 Y3 | 2022/6/17 | 10 | 3.97 | 3+3+N |
| 22 建发 Y2 | 2022/5/26 | 10 | 3.23 | 2+2+N |
| 22 建发 Y1 | 2022/4/19 | 10 | 3.53 | 2+2+N |
| 22 建发 SCP003 | 2022/2/17 | 10 | 2.59 | 0.75 |
| 22 建发 SCP002 | 2022/2/16 | 10 | 2.55 | 0.75 |
| 22 建发 01 | 2022/1/11 | 5 | 3.4 | 3 |
| 22 建发 SCP001 | 2022/1/11 | 11 | 2.62 | 0.75 |
| 21 建发 MTN002 | 2021/12/15 | 10 | 4.3 | 3+3+N |

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 58: 2021 年四季度以来建发房产公开债券发行情况

| 证券名称 | 发行日期 | 发行规模（亿元） | 票面利率（%） | 发行期限（年） |
|---------------------|------------|----------|---------|---------|
| 22 建房债 02 | 2022-06-23 | 10.00 | 4.45 | 5+5 |
| 22 建发地产 MTN004 | 2022-06-14 | 6.50 | 3.49 | 3+3 |
| 22 建房 F2 | 2022-06-01 | 12.00 | 4.32 | 5+2 |
| 22 建房 F1 | 2022-06-01 | 6.00 | 3.40 | 3+3 |
| 22 建房债 01 | 2022-04-26 | 10.00 | 4.42 | 5+5 |
| 22 建发地产 MTN003B | 2022-03-25 | 5.00 | 4.60 | 5+2 |
| 22 建发地产 MTN003A | 2022-03-25 | 9.60 | 3.80 | 3+3 |
| 22 万鑫建发 ABN001 优先 | 2022-03-22 | 7.66 | 3.80 | 1 |
| 天行 01 优 | 2022-03-03 | 7.64 | 3.25 | 1 |
| 22 建发地产 MTN002B(并购) | 2022-02-21 | 5.00 | 4.48 | 5 |
| 22 建发地产 MTN002A(并购) | 2022-02-21 | 10.30 | 3.55 | 3+2 |
| 22 建发地产 MTN001B(并购) | 2022-01-24 | 4.00 | 4.50 | 5+2 |
| 22 建发地产 MTN001A(并购) | 2022-01-24 | 6.00 | 3.48 | 3+3 |
| 21 建发地产 PPN003 | 2021-12-22 | 5.00 | 3.98 | 5+2 |
| 21 建发地产 MTN005 | 2021-11-18 | 4.40 | 5.00 | 5 |

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

- 预计公司供应链运营业务 2022-24 年营业收入分别 7113 亿元、8174 亿元和 9290 亿元，同比增速分别为 16.3%、14.9%和 13.7%。核心假设如下：
 - 营业收入增速预测：2021 年大宗商品景气度高，2022-24 年景气度或有所下滑，预计营收增速与行业平均增速相当（限额以上），因此假设 2022-24 年冶金原材料、农林产品的营收增速均分别为 14%、12%和 10%；而其他业务主要是消费品、新能源等业务，业务起步初期基数小，增速大，预计 2022-24 年其他业务营收增速分别为 30%、30%和 30%。
 - 毛利率预测：冶金原材料和农林产品毛利率或受景气度影响下滑，预计 2022-24 年冶金原材料毛利率分别为 1.4%、1.3%和 1.3%，农林产品毛利率分别为 2.2%、2.1%和 2.1%，其他业务从起步到逐步成熟，毛利率预计有所上行，2022-24 年毛利率分别为 1%、1.2%和 1.5%。

图表 59：公司供应链运营业务营收预测

| 单位：百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 供应链运营业务营收 | 350,534 | 611,539 | 711,318 | 817,390 | 929,049 |
| yoy | 22.1% | 74.5% | 16.3% | 14.9% | 13.7% |
| 毛利率 | 1.80% | 1.49% | 1.54% | 1.48% | 1.53% |
| 其中： | | | | | |
| 冶金原材料营收 | 197,857 | 365,525 | 416,699 | 466,702 | 513,373 |
| yoy | 29.1% | 84.7% | 14.0% | 12.0% | 10.0% |
| 毛利率 | 1.48% | 1.45% | 1.40% | 1.30% | 1.30% |
| 农林产品营收 | 95,137 | 157,493 | 179,542 | 201,087 | 221,196 |
| yoy | 64.3% | 65.5% | 14.0% | 12.0% | 10.0% |
| 毛利率 | 1.59% | 2.50% | 2.20% | 2.10% | 2.10% |
| 其他业务营收 | 57,540 | 88,521 | 115,077 | 149,600 | 194,481 |
| yoy | -24.2% | 53.8% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 毛利率 | 3.28% | -0.14% | 1.00% | 1.20% | 1.50% |

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

- 预计公司房地产业务 2022-24 年营业收入分别 1331 亿元、1723 亿元和 1822 亿元，同比增速分别为 38.2%、29.4%和 5.8%。核心假设如下：
 - 销售规模预测：2022 年上半年房地产市场持续低迷，下半年预计有所好转，但预计全国全年销售规模仍同比为负，2023-24 或回归低速增长，建发房产销售投资逆势向上，预计是首批享受市场复苏利好的企业。我们预计建发房产 2022-24 年销售规模增速分别为 5%、12%和 12%，联发集团 2022-24 年销售规模增速分别为 0%、10%和 10%。
 - 营业收入预测：当年开发业务结转收入由 10%当年销售金额、30%去年销售金额和 60%前年销售金额构成，并表比例在 75%-80%之间。
 - 毛利率预测：2022 年整体市场低迷，预计毛利率延续下行趋势，而 2023-24 年随着部分高利润空间项目结转，毛利率或有所修复，预计 2022-24 年公司房地产业务毛利率分别为 16.50%、16.55%和 17%。

图表 60：公司房地产业务营收预测

| 单位：百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总销售规模 | 137,930 | 217,565 | 226,334 | 252,651 | 282,041 |
| yoy | 38.6% | 57.7% | 4.0% | 11.6% | 11.6% |
| 其中： | | | | | |
| 建发房产销售规模 | 103,882 | 175,385 | 184,154 | 206,253 | 231,003 |
| yoy | 43.9% | 68.8% | 5.0% | 12.0% | 12.0% |
| 联发集团销售规模 | 34,048 | 42,180 | 42,180 | 46,398 | 51,038 |
| yoy | 24.7% | 23.9% | 0.0% | 10.0% | 10.0% |
| 房地产业务营收 | 82,415 | 96,305 | 133,116 | 172,252 | 182,248 |
| yoy | 79.5% | 16.9% | 38.2% | 29.4% | 5.8% |
| 毛利率 | 20.89% | 16.76% | 16.50% | 16.55% | 17.00% |

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

- 我们预计公司 2022-24 年营业收入分别为 8481 亿元、9937 亿元和 11158 亿元，同比增速分别为 19.8%、17.2%和 12.3%。预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 65.09 亿元、76.87 亿元和 84.40 亿元，同比增速分别为 6.7%、18.1%和 9.8%。

图表 61：公司主营业务盈利预测

| 单位：百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业收入 | 432,949 | 707,844 | 848,089 | 993,736 | 1,115,800 |
| yoy | 28.4% | 63.5% | 19.8% | 17.2% | 12.3% |
| 毛利率 | 5.44% | 3.57% | 3.89% | 4.09% | 4.06% |
| 净利润 | 8,182 | 10,963 | 11,729 | 13,851 | 15,207 |
| yoy | 2.8% | 34.0% | 7.0% | 18.1% | 9.8% |
| 归母净利润 | 4,504 | 6,098 | 6,509 | 7,687 | 8,440 |
| yoy | -3.7% | 35.4% | 6.7% | 18.1% | 9.8% |

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

4.2 相对估值

- 供应链运营业务可比公司选择国内龙头：厦门象屿、浙商中拓，可比公司 2021-24 年 PE 平均值分别为 8.0x、6.4x、5.1x 和 4.2x。我们测算公司供应链运营业务 2022 年贡献归母净利润 34.21 亿元，考虑公司是供应链运营龙头商，市占率预计随行业集中度提升而增加，给予公司供应链运营业务 7.5x 的 PE，对应目标市值约 257 亿元。

图表 62：供应链运营业务可比公司 PE 估值

| 股票代码 | 公司 | 市值 (亿元) | PE | | | | 归母净利润 (亿元) | | | |
|-----------|------|------------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|
| | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 600057.SH | 厦门象屿 | 190 | 8.8 | 7.3 | 6.1 | 5.2 | 21.6 | 25.9 | 31.0 | 36.3 |
| 000906.SZ | 浙商中拓 | 60 | 7.4 | 5.4 | 4.1 | 3.1 | 8.2 | 11.2 | 14.8 | 19.3 |
| 平均值 | | 125 | 8.1 | 6.4 | 5.1 | 4.2 | 14.9 | 18.6 | 22.9 | 27.8 |

来源：Wind，国金证券研究所注：1）数据截至 2022 年 6 月 28 日；2）可比公司盈利预测为 wind 一致预测

- 房地产业务可比公司选择行业头部企业万科 A、保利发展、招商蛇口，以及与公司发展速度相似的绿城中国、滨江集团和孙公司建发国际集团，以国金预测的可比公司利润参考，可比公司 2021-2024 年 PE 平均值分别为 7.9x、6.8x、5.4x 和 4.7x。我们测算公司房地产业务 2022 年贡献归母净利润 30.88 亿元，考虑公司房地产板块主打改善产品，布局城市能级较高，能率先享受市场复苏带来的利好，给予公司房地产开发业务 8.6x 的 PE，对应目标市值约 265 亿元。

图表 63：房地产业务可比公司 PE 估值

| 股票代码 | 公司 | 市值 (亿元) | PE | | | | 归母净利润 (亿元) | | | |
|-----------|--------|------------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|
| | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 000002.SZ | 万科 A | 2,093 | 9.3 | 9.0 | 8.4 | 7.7 | 225.2 | 231.8 | 250.1 | 270.2 |
| 600048.SH | 保利发展 | 1,934 | 7.1 | 6.3 | 5.4 | 4.8 | 273.9 | 307.1 | 355.8 | 400.4 |
| 001979.SZ | 招商蛇口 | 947 | 9.1 | 8.7 | 7.3 | 6.0 | 103.7 | 108.4 | 129.7 | 157.0 |
| 002244.SZ | 滨江集团 | 230 | 7.6 | 5.7 | 4.4 | 3.6 | 30.3 | 40.3 | 52.8 | 64.6 |
| 3900.HK | 绿城中国 | 332 | 7.4 | 5.6 | 3.3 | 2.9 | 44.7 | 59.5 | 100.7 | 115.4 |
| 1908.HK | 建发国际集团 | 252 | 7.2 | 5.5 | 3.5 | 2.9 | 35.2 | 45.7 | 71.8 | 85.4 |
| 平均值 | | 965 | 7.9 | 6.8 | 5.4 | 4.7 | 118.8 | 132.1 | 160.2 | 182.2 |

来源：Wind，国金证券研究所注：1）数据截至 2022 年 6 月 28 日；2）可比公司盈利预测均为国金预测

- 整体来看，公司以“供应链运营+房地产”为双核心主业，分部估值下公司 2022 年目标市值为 522 亿元，目标价 17.36 元/股，对应 2022-2024 年公司整体 PE 分别为 8.02x、6.79x 和 6.18x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- **大宗商品价格剧烈波动。**公司虽然以供应链运营模式降低商品价格波动对业绩的影响，但公司业务发展与行业景气度密切相关，若大宗商品价格发生剧烈波动，对公司营收和利润有不利影响。
- **房地产市场信心恢复不足。**目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象，而三四线城市成交量依然在低位徘徊，而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激，市场恢复力度相对较弱。
- **多家房企债务违约。**若在宽松政策出台期间，多家房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击，房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，房地产业良性循环实现难度加大。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 主营业务收入 | 337,239 | 432,949 | 707,844 | 848,089 | 993,736 | 1,115,800 | 货币资金 | 35,349 | 53,806 | 90,268 | 100,323 | 117,531 | 131,990 |
| 增长率 | 20.3% | 28.4% | 63.5% | 19.8% | 17.2% | 12.3% | 应收款项 | 35,128 | 35,316 | 63,773 | 69,878 | 75,617 | 77,874 |
| 主营业务成本 | -315,179 | -409,413 | -682,585 | -815,139 | -953,090 | -1,070,523 | 存货 | 173,261 | 222,072 | 346,825 | 401,584 | 456,275 | 497,603 |
| %销售收入 | 93.5% | 94.6% | 96.4% | 96.1% | 95.9% | 95.9% | 其他流动资产 | 24,460 | 37,327 | 49,817 | 68,214 | 74,036 | 77,667 |
| 毛利 | 22,060 | 23,537 | 25,260 | 32,950 | 40,646 | 45,277 | 流动资产 | 268,197 | 348,521 | 550,683 | 639,999 | 723,459 | 785,134 |
| %销售收入 | 6.5% | 5.4% | 3.6% | 3.9% | 4.1% | 4.1% | %总资产 | 90.8% | 90.0% | 91.4% | 91.8% | 92.3% | 92.4% |
| 营业税金及附加 | -2,142 | -2,708 | -900 | -3,192 | -3,740 | -4,199 | 长期投资 | 18,635 | 27,639 | 36,497 | 39,392 | 41,458 | 45,239 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.6% | 0.1% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 固定资产 | 2,176 | 2,681 | 2,970 | 3,613 | 4,192 | 4,707 |
| 销售费用 | -7,761 | -6,227 | -8,161 | -11,873 | -15,741 | -17,674 | %总资产 | 0.7% | 0.7% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.6% |
| %销售收入 | 2.3% | 1.4% | 1.2% | 1.4% | 1.6% | 1.6% | 无形资产 | 1,314 | 1,428 | 2,073 | 2,295 | 2,471 | 2,641 |
| 管理费用 | -410 | -470 | -664 | -795 | -932 | -1,046 | 非流动资产 | 27,201 | 38,636 | 51,776 | 57,206 | 60,019 | 64,477 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | %总资产 | 9.2% | 10.0% | 8.6% | 8.2% | 7.7% | 7.6% |
| 研发费用 | -13 | -10 | -74 | -88 | -104 | -116 | 资产总计 | 295,399 | 387,157 | 602,459 | 697,205 | 783,478 | 849,611 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 短期借款 | 18,990 | 15,979 | 25,805 | 25,294 | 32,642 | 32,683 |
| 息税前利润 (EBIT) | 11,733 | 14,122 | 15,462 | 17,002 | 20,131 | 22,241 | 应付款项 | 55,507 | 65,612 | 103,282 | 109,893 | 126,833 | 143,304 |
| %销售收入 | 3.5% | 3.3% | 2.2% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 其他流动负债 | 91,740 | 130,977 | 227,148 | 291,307 | 327,070 | 347,154 |
| 财务费用 | -991 | -1,355 | -1,616 | -3,751 | -4,296 | -4,831 | 流动负债 | 166,237 | 212,567 | 356,236 | 426,493 | 486,545 | 523,141 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 长期贷款 | 35,761 | 43,508 | 61,103 | 70,268 | 80,809 | 92,930 |
| 资产减值损失 | -729 | -2,237 | -1,633 | -402 | -283 | -312 | 其他长期负债 | 27,297 | 45,023 | 48,202 | 52,504 | 55,838 | 59,549 |
| 公允价值变动收益 | 17 | 109 | -148 | 127 | 70 | 74 | 负债 | 229,294 | 301,099 | 465,541 | 549,266 | 623,192 | 675,621 |
| 投资收益 | 715 | 1,168 | 3,085 | 3,393 | 3,732 | 4,105 | 普通股股东权益 | 30,890 | 38,387 | 50,844 | 56,645 | 62,829 | 69,766 |
| %税前利润 | 6.5% | 9.6% | 19.5% | 20.0% | 18.6% | 18.6% | 其中：股本 | 2,835 | 2,864 | 2,863 | 3,006 | 3,006 | 3,006 |
| 营业利润 | 10,912 | 12,090 | 15,642 | 16,910 | 19,949 | 21,933 | 未分配利润 | 24,176 | 28,683 | 33,134 | 38,140 | 44,324 | 51,261 |
| 营业利润率 | 3.2% | 2.8% | 2.2% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 少数股东权益 | 35,215 | 47,671 | 86,074 | 91,294 | 97,457 | 104,224 |
| 营业外收支 | 143 | 17 | 160 | 88 | 124 | 106 | 负债股东权益合计 | 295,399 | 387,157 | 602,459 | 697,205 | 783,478 | 849,611 |
| 税前利润 | 11,055 | 12,107 | 15,802 | 16,998 | 20,073 | 22,039 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 3.3% | 2.8% | 2.2% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税 | -3,092 | -3,924 | -4,839 | -5,269 | -6,223 | -6,832 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 28.0% | 32.4% | 30.6% | 31.0% | 31.0% | 31.0% | 每股收益 | 1.649 | 1.573 | 2.130 | 2.165 | 2.557 | 2.807 |
| 净利润 | 7,963 | 8,182 | 10,963 | 11,729 | 13,851 | 15,207 | 每股净资产 | 10.895 | 13.405 | 17.756 | 18.841 | 20.898 | 23.205 |
| 少数股东损益 | 3,287 | 3,679 | 4,865 | 5,219 | 6,164 | 6,767 | 每股经营现金净流 | 3.956 | 3.394 | 0.143 | 1.520 | 1.089 | 2.713 |
| 归属于母公司的净利润 | 4,676 | 4,504 | 6,098 | 6,509 | 7,687 | 8,440 | 每股股利 | 0.500 | 0.500 | 0.500 | 0.500 | 0.500 | 0.500 |
| 净利率 | 1.4% | 1.0% | 0.9% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 15.14% | 11.73% | 11.99% | 11.49% | 12.23% | 12.10% |
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 总资产收益率 | 1.58% | 1.16% | 1.01% | 0.93% | 0.98% | 0.99% |
| 净利润 | 7,963 | 8,182 | 10,963 | 11,729 | 13,851 | 15,207 | 投入资本收益率 | 5.91% | 5.42% | 4.21% | 4.20% | 4.44% | 4.49% |
| 少数股东损益 | 3,287 | 3,679 | 4,865 | 5,219 | 6,164 | 6,767 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 1,294 | 2,583 | 2,219 | 744 | 696 | 795 | 主营业务收入增长率 | 20.28% | 28.38% | 63.49% | 19.81% | 17.17% | 12.28% |
| 非经营收益 | -148 | -718 | -1,928 | 542 | 1,947 | 2,429 | EBIT增长率 | -7.34% | 20.36% | 9.49% | 9.96% | 18.40% | 10.49% |
| 营运资金变动 | 2,105 | -329 | -10,845 | -8,444 | -13,221 | -10,273 | 净利润增长率 | 0.08% | -3.68% | 35.40% | 6.75% | 18.09% | 9.79% |
| 经营活动现金净流 | 11,215 | 9,719 | 409 | 4,571 | 3,273 | 8,157 | 总资产增长率 | 38.10% | 31.06% | 55.61% | 15.73% | 12.37% | 8.44% |
| 资本开支 | -541 | -476 | -571 | -1,905 | -1,449 | -1,552 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -3,123 | -639 | -5,068 | -1,968 | -2,695 | -2,908 | 应收账款周转天数 | 7.4 | 4.9 | 3.3 | 5.8 | 5.5 | 5.2 |
| 其他 | -7,033 | -1,295 | -3,838 | 2,393 | 4,232 | 3,105 | 存货周转天数 | 178.8 | 176.2 | 152.1 | 180.0 | 175.0 | 170.0 |
| 投资活动现金净流 | -10,697 | -2,411 | -9,477 | -1,479 | 88 | -1,354 | 应付账款周转天数 | 21.1 | 22.1 | 18.6 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 股权募资 | 7,022 | 14,399 | 34,206 | 795 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 2.0 | 2.1 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 债权募资 | 18,388 | 9,523 | 22,643 | 12,918 | 21,358 | 15,978 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -15,842 | -10,110 | -13,580 | -6,593 | -7,401 | -8,244 | 净负债/股东权益 | 60.53% | 38.38% | 17.42% | 17.74% | 18.68% | 17.80% |
| 筹资活动现金净流 | 9,568 | 13,812 | 43,269 | 7,120 | 13,958 | 7,734 | EBIT利息保障倍数 | 11.8 | 10.4 | 9.6 | 4.5 | 4.7 | 4.6 |
| 现金净流量 | 10,236 | 21,297 | 34,470 | 10,211 | 17,319 | 14,537 | 资产负债率 | 77.62% | 77.77% | 77.27% | 78.78% | 79.54% | 79.52% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 2 | 8 | 25 | 37 | 53 |
| 增持 | 1 | 3 | 5 | 7 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.33 | 1.27 | 1.17 | 1.16 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402