

建发股份 (600153.SH)

强烈推荐 (维持)

供应链业务持续增长，房地产销售优于同业

周期/交通运输
目标估值: 18.57 元
当前股价: 11.37 元

建发股份发布 2022H1 业绩: 营收同比增长 25.8%至 3658 亿元, 归母净利润同比增长 6.0%至 27 亿元。

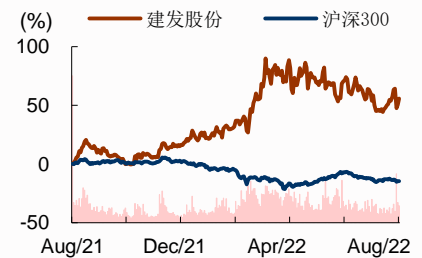
基础数据

总股本 (万股)	300648
已上市流通股 (万股)	283520
总市值 (亿元)	342
流通市值 (亿元)	322
每股净资产 (MRQ)	18.7
ROE (TTM)	11.1
资产负债率	79.7%
主要股东	厦门建发集团有限公司
主要股东持股比例	45.13%

□ 上半年归母净利润同比增长 6%。营收同比增长 25.8%至 3658 亿元, 归母净利润同比增长 6.0%至 27 亿元。分板块来看: 公司供应链运营业务分部实现营业收入 3396.12 亿元, 同比增长 27.40%, 实现归母净利 20.89 亿元, 同比增长 30.25%; 房地产业务分部实现营业收入 261.70 亿元, 同比增长 7.93%, 实现归母净利 6.22 亿元, 同比下降 34.80%。由于公司土地一级开发业务在 21 年同期出让了一块土地并相应确认了营业收入和利润, 导致房地产业务分部今年净利润有所下降。若剔除一级土地出让造成的影响, 房地产业务分部归母净利润同比+15.31%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	20	62
相对表现	3	31	77



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 受益货量增长, 供应链业务持续增长。在大宗商品价格面临波动的情况下, 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 8800 万吨, 同比增速近 15%。细分来看, 冶金原材料业务实现营业收入 1916.16 亿元, 同比增长 19.71%, 占供应链运营业务收入比重达到 56.42%, 其经营货量同比增速近 13%; 农林产品业务实现营业收入 846.44 亿元, 同比增长 28.22%, 占供应链运营业务收入比重达到 24.92%, 其经营货量同比增速超 20%。

相关报告

- 《建发股份 (600153) —— 一季度双主业收入大增, 业绩表现亮眼》 2022-04-30
- 《建发股份 (600153) —— 业绩超预期, 高基数上有望继续增长》 2022-04-19
- 《建发股份 (600153) —— 公司激励充分, 地产业务弹性较大》 2022-03-19

□ 房地产销售显著优于 top20 房企, 拿地力度保持行业较高水平。销售方面, 上半年公司子公司建发房产和联发集团合计销售金额/销售面积分别为 823.5 亿元/423.7 万方, 同比分别-31.2%/-30.2%, 增速受行业影响下滑明显但仍显著优于 top20 房企销售额增速 (-47.6%)。拿地方面, 子公司建发房产和联发集团上半年以多元化方式获取优质土地 40 宗, 全口径拿地金额/拿地建面合计分别为 631.3 亿元/356.6 万方, 同比分别-50%/-66%, 行业拿地偏弱背景下凸显拿地稳健。土储方面, 公司全口径未售土储 2796.6 万方, 对应货值约 4282.79 亿元, 可供销售约 2.4 年, 周转相对较快。结构上一二线城市土储预估权益货值占比近 70%, 土储结构较为优质。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为公司: 1) 受益于经营货量增长, 供应链业务持续稳健增长; 2) 房地产业务方面, 国企优势使得公司有望率先从行业恢复。我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 65/75/82 亿元, 在高基数上仍有增长; 维持公司目标价 18.57 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 大宗商品景气下行; 房地产销售不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	432949	707844	818063	890897	960976
同比增长	28%	63%	16%	9%	8%
营业利润(百万元)	12090	15642	18154	21106	22910
同比增长	11%	29%	16%	16%	9%
归母净利润(百万元)	4504	6098	6523	7540	8161
同比增长	-4%	35%	7%	16%	8%
每股收益(元)	1.50	2.03	2.17	2.51	2.71
PE	7.6	5.6	5.2	4.5	4.2
PB	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源: 公司数据、招商证券

魏芸 S1090522010002

weiyun@cmschina.com.cn

路畅 S1090521010001

luchang1@cmschina.com.cn

苏宝亮 S1090519010004

subaoliang@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

1.上半年归母净利润同比增长 6%

营收同比增长 25.8%至 3658 亿元，归母净利润同比增长 6.0%至 27 亿元。分板块来看：

- 1) 公司供应链运营业务分部实现营业收入 3396.12 亿元，同比增长 27.40%，实现归母净利 20.89 亿元，同比增长 30.25%；
- 2) 房地产业务分部实现营业收入 261.70 亿元，同比增长 7.93%，实现归母净利 6.22 亿元，同比下降 34.80%。由于公司土地一级开发业务在 21 年同期出让了一块土地并相应确认了营业收入和利润，而今年上半年无此情况，导致房地产业务分部净利润有所下降。若剔除一级土地出让造成的影响，房地产业务分部实现的营业收入同比 +27.85%，对应归母净利润同比+15.31%。

2.受益货量增长，供应链业务持续增长

上半年公司供应链运营业务分部实现营业收入 3396.12 亿元，同比增长 27.40%，毛利率 1.9%，同比下降 0.2 个百分点，实现归母净利 20.89 亿元，同比增长 30.25%。

在大宗商品价格面临波动的情况下，公司经营黑色、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的的经营货量超过 8800 万吨，同比增速近 15%。细分来看，冶金原材料业务实现营业收入 1916.16 亿元，同比增长 19.71%，占供应链运营业务收入比重达到 56.42%，其经营货量同比增速近 13%；农林产品业务实现营业收入 846.44 亿元，同比增长 28.22%，占供应链运营业务收入比重达到 24.92%，其经营货量同比增速超 20%。

公司实现进出口和国际贸易总额 185.50 亿美元，同比增速约 24.36%；进出口和国际贸易的总额在供应链业务收入中占比近 40%。报告期内，公司大力开拓海外市场，抓住国际供应短缺的机遇，出口业务表现亮眼，同比增速约 92%。

3. 房地产销售显著优于 top20 房企，拿地力度保持行业较高水平，为后续业绩释放夯实基础

销售方面，22 年上半年公司子公司建发房产和联发集团合计销售金额/销售面积分别为 823.5 亿元/423.7 万方，同比分别-31.2%/ -30.2%，增速受行业影响下滑明显但仍显著优于 top20 房企销售额增速(-47.6%)。销售额权益比例 72%，较去年同期-5.5 PCT；拿地方面，子公司建发房产和联发集团上半年以多元化方式获取优质土地 40 宗，全口径拿地金额/拿地建面合计分别为 631.3 亿元/356.6 万方，同比分别-50%/ -66%，行业拿地偏弱背景下凸显拿地稳健；公司拿地力度 76.7%，在上半年房企普遍资金链偏紧、多数房企收缩拿地规模的情况下公司依靠国央企背景加持及自身经营稳健带来的充足的现金流获取了较多低溢价率项目，为后续业绩释放夯实基础；土储方面，公司全口径未售土储 2796.6 万方，对应货值约 4282.79 亿元，可供销售约 2.4 年，周转相对较快。结构上一二线城市土储预估权益货值占比近 70%，土储结构较为优质。

多元业务齐头并进，持续锻造房地产产业链的综合价值创造能力。物业管理方面，截至 2022 年 6 月末，建发房产和联发集团旗下物业管理公司在管项目面积 5414 万方，较上年末增加 523 万方，连续多年入选全国物业服务企业百强前列；商业资产管理方面，截至 2022 年 6 月末，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 64 个商业项目，管理面积达 249 万方。代建服务方面，建发房产和联发集团报告期内新拓展项目 32 个，新增代建面积超过 161.5 万平方米，教育、产业园、医疗、大型公建等领域齐头并进。

4.投资建议

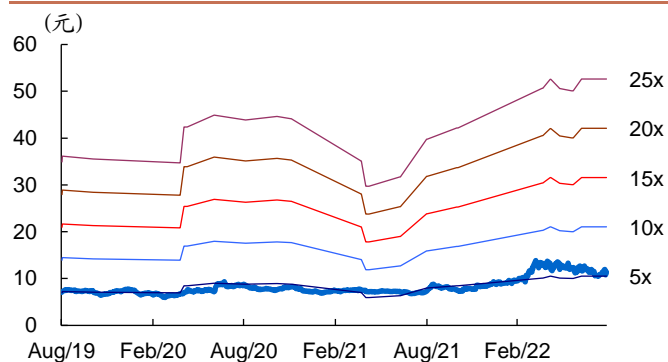
我们认为双主业将持续推动公司业绩在高基数上继续增长：

- 1) 供应链业务领域不断拓展。在保持传统大宗商品优势同时，公司积极布局新能源业务、拓展消费品业务（2021 年公司消费品业务收入同比增长超 20%达 320 亿元）。

2) 公司房地产业务有望实现行业中率先恢复。面对行业整体下行情况，上半年公司销售波动小于行业整体情况，体现国企韧性。拿地力度保持行业较高水平，为后续业绩夯实基础。

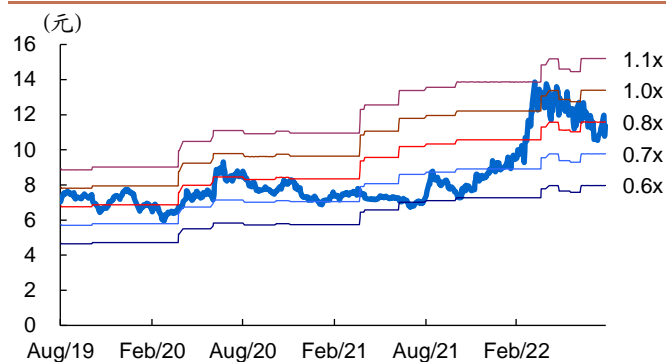
我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 65/75/82 亿元，在高基数上仍有增长；维持公司目标价 18.57 元，维持公司“强烈推荐”评级。

图 1: 建发股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 建发股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

5.风险提示

大宗商品景气下行；房地产销售不及预期。

参考报告:

- 1、《建发股份（600153）——一季度双主业收入大增，业绩表现亮眼》2022-04-30
- 2、《建发股份（600153）——业绩超预期，高基数上有望继续增长》2022-04-19
- 3、《建发股份（600153）——公司激励充分，地产业务弹性较大》2022-03-19

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	348521	550683	595823	631805	667405
现金	53806	90268	95680	104777	117336
交易性投资	942	832	832	832	832
应收票据	284	79	91	99	107
应收款项	4559	8226	9484	10329	11141
其它应收款	30329	55087	63664	69332	74786
存货	222072	346825	369180	384523	396411
其他	36530	49366	56892	61913	66791
非流动资产	38636	51776	51891	52009	52127
长期股权投资	8331	14594	14594	14594	14594
固定资产	2440	2813	3170	3498	3800
无形资产商誉	1036	1734	1561	1404	1264
其他	26829	32634	32567	32513	32469
资产总计	387157	602459	647714	683814	719532
流动负债	212567	356236	391340	415841	439149
短期借款	1706	8999	7000	7000	7000
应付账款	42954	62468	70316	74784	78838
预收账款	109767	195985	223966	241932	259169
其他	58141	88784	90059	92125	94142
长期负债	88531	109305	109305	109305	109305
长期借款	43508	61103	61103	61103	61103
其他	45023	48202	48202	48202	48202
负债合计	301099	465541	500645	525146	548454
股本	2864	2863	3006	3006	3006
资本公积金	4752	12759	12759	12759	12759
留存收益	30771	35221	40026	45609	51508
少数股东权益	47671	86074	91278	97293	103804
归属于母公司所有者权益	38387	50844	55791	61374	67274
负债及权益合计	387157	602459	647714	683814	719532

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	9719	409	12841	12968	16650
净利润	8182	10963	11726	13555	14672
折旧摊销	346	371	467	464	464
财务费用	1665	2174	2937	2803	2716
投资收益	(1260)	(3234)	(1472)	(1472)	(1472)
营运资金变动	1770	(8837)	(822)	(2386)	265
其它	(986)	(1029)	6	4	4
投资活动现金流	(2411)	(9477)	888	888	888
资本支出	(616)	(741)	(584)	(584)	(584)
其他投资	(1795)	(8736)	1472	1472	1472
筹资活动现金流	13812	43269	(8317)	(4759)	(4978)
借款变动	(2036)	35962	(3805)	0	0
普通股增加	28	(0)	143	0	0
资本公积增加	2256	8007	0	0	0
股利分配	(1418)	(1432)	(1718)	(1957)	(2262)
其他	14982	732	(2937)	(2803)	(2716)
现金净增加额	21120	34201	5412	9097	12560

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	432949	707844	818063	890897	960976
营业成本	409413	682585	785507	854516	921907
营业税金及附加	2708	900	1040	1132	1221
营业费用	6227	8161	9432	10272	11080
管理费用	470	664	767	835	901
研发费用	10	74	85	93	100
财务费用	1355	1616	2937	2803	2716
资产减值损失	(2228)	(1613)	(1613)	(1613)	(1613)
公允价值变动收益	109	(148)	0	0	0
其他收益	275	472	472	472	472
投资收益	1168	3085	1000	1000	1000
营业利润	12090	15642	18154	21106	22910
营业外收入	148	247	247	247	247
营业外支出	131	87	87	87	87
利润总额	12107	15802	18314	21266	23070
所得税	3924	4839	6588	7711	8397
少数股东损益	3679	4865	5204	6015	6511
归属于母公司净利润	4504	6098	6523	7540	8161

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	28%	63%	16%	9%	8%
营业利润	11%	29%	16%	16%	9%
归母净利润	-4%	35%	7%	16%	8%
获利能力					
毛利率	5.4%	3.6%	4.0%	4.1%	4.1%
净利率	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
ROE	13.0%	13.7%	12.2%	12.9%	12.7%
ROIC	6.5%	5.8%	5.8%	6.3%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	77.8%	77.3%	77.3%	76.8%	76.2%
净负债比率	15.4%	14.4%	12.8%	12.2%	11.5%
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4
存货周转率	2.1	2.4	2.2	2.3	2.4
应收账款周转率	73.0	108.0	91.5	89.1	88.7
应付账款周转率	10.5	12.9	11.8	11.8	12.0
每股资料(元)					
EPS	1.50	2.03	2.17	2.51	2.71
每股经营净现金	3.23	0.14	4.27	4.31	5.54
每股净资产	12.77	16.91	18.56	20.41	22.38
每股股利	0.48	0.57	0.65	0.75	0.81
估值比率					
PE	7.6	5.6	5.2	4.5	4.2
PB	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	38.9	30.4	24.6	21.8	20.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

刘畅：2018 年加入招商证券，3 年房地产行业研究经验，山东大学物理学学士，曼彻斯特大学物理学硕士。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师、董事，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，深圳市高层次人才，高级经济师。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。