

地产销售降幅收窄，供应链业务增长稳健

投资要点

- **公司营收与利润均保持稳健增长，未来可结算资源充足。**2022Q3公司实现营业收入1988亿元，同比增长10.2%；实现归母净利润为8.6亿元，同比增长4.7%。前三季度累计实现营业收入5646亿元，同比上升19.8%，实现归母净利润为35.8亿元，同比增加5.7%。公司盈利能力保持平稳，综合毛利率2.5%、净利率0.9%与上年同期基本持平。期末合同负债2879亿元，较2021年末大幅提升47%，未来可结算资源充足。
- **地产销售降幅收窄，积极扩充土储。**房地产业务实现收入达到369亿元，同比增长27%，归母净利润6.6亿元，同比下降34%。公司提前铺排供货，多项目积极营销，单季度销售降幅环比有所收窄，子公司建发房产和联发集团1-9月共实现全口径销售金额1189亿元，同比下降29%；7-9月销售金额443亿元，同比下降13%，销售降幅低于行业平均水平且呈现收窄。公司积极扩充土储，三季度先后在北京、上海、苏州集中供地中获取多块土地，克尔瑞数据显示，建发房产1-9月新增土地货值822亿元，联发集团新增130亿元，分别位列行业第9和第52位。
- **供应链业务稳健增长，拓展国际化布局。**公司基于物流、信息、金融、商务四大要素为客户提供定制化供应链运营服务，四大集团五大事业部覆盖多品类，构建差异化竞争优势。公司坚持“专业化”经营和“国际化”布局的战略，已布局于170个国家和地区，近六年签约境外供应商和客户近2万家。前三季度公司供应链运营业务营业收入达到5277亿元，同比增长19%；实现归母净利润29亿元，同比增长22%，业务规模和增速均处于行业领先水平。
- **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为9.8%，考虑到公司土地资源储备充足且财务稳健，供应链业务稳健增长，给予2023年业绩7倍PE，目标价17.01元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业绩结算不及预期、政策调控风险等。

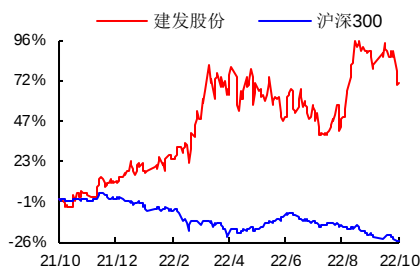
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	707844	798564	887512	961195
增长率	63.49%	12.82%	11.14%	8.30%
归属母公司净利润(百万元)	6098	6557	7304	8075
增长率	35.40%	7.53%	11.39%	10.57%
每股收益EPS(元)	2.03	2.18	2.43	2.69
净资产收益率ROE	8.01%	8.82%	8.74%	8.76%
PE	6.4	6.0	5.3	4.8
PB	0.29	0.27	0.25	0.23

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	30.06
流通A股(亿股)	28.35
52周内股价区间(元)	7.64-14.97
总市值(亿元)	390.54
总资产(亿元)	6,024.59
每股净资产(元)	14.39

相关研究

1. 建发股份(600153): 供应链业务拓展迅速,地产业务投资稳健 (2022-08-28)
2. 建发股份(600153): 地产业务逆势增长,双主业稳健发展 (2022-06-16)

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 18%/18%/10%；

假设 2：2022-2024 年公司供应链运营业务量增速分别为 12%/10%/8%。

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 1：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	113640	134096	147505
	增速	16.9%	18.0%	18.0%	10.0%
	毛利率	16.8%	16.0%	15.5%	15.5%
供应链运营业务	收入	611539	684924	753416	813689
	增速	74.5%	12.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
合计	收入	707844	798564	887512	961195
	增速	63.5%	12.8%	11.1%	8.3%
	毛利率	3.57%	3.55%	3.61%	3.64%

数据来源：公司公告，西南证券

估值与评级

预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增速为 9.8%，考虑到公司土地资源储备充足且财务稳健，供应链业务稳健增长，给予 2023 年业绩 7 倍 PE，目标价 17.01 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				市盈率 PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600048.SH	保利发展	1,879	27,388	27,944	29,945	33,192	6.8	6.7	6.3	5.7
002244.SZ	滨江集团	307	3,027	3,709	4,362	5,104	4.8	8.3	7.0	6.0
600325.SH	华发股份	204	3,195	3,439	3,706	4,053	4.0	5.9	5.5	5.0
房地产							5.2	7.0	6.3	5.6
600057.SH	厦门象屿	220	2,160	2,725	3,330	3,899	8.5	8.1	6.6	5.7
000906.SZ	浙商中拓	67	819.14	1,157	1,581	1,983	9.1	5.8	4.2	3.4
供应链							8.8	6.9	5.4	4.5
平均值							7.0	7.0	5.8	5.0

数据来源：Wind，西南证券整理（截止 2022 年 10 月 27 日）

风险提示

业绩结算不及预期、政策调控风险等。

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	798564.16	887511.81	961194.67	净利润	10963.10	12609.80	13525.39	14682.57
营业成本	682584.56	770176.33	855501.08	926207.38	折旧与摊销	371.27	252.05	252.05	252.05
营业税金及附加	899.68	1996.41	2218.78	2402.99	财务费用	1615.73	1822.80	2025.83	1953.72
销售费用	8161.19	9982.05	11093.90	12014.93	资产减值损失	-1423.11	-1000.00	-1000.00	-1000.00
管理费用	663.59	787.99	861.18	937.94	经营营运资本变动	-30841.94	-8231.10	-10016.79	-6190.83
财务费用	1615.73	1822.80	2025.83	1953.72	其他	19723.88	-2201.19	-1499.60	-1300.13
资产减值损失	-1423.11	-1000.00	-1000.00	-1000.00	经营活动现金流净额	408.94	3252.36	3286.88	8397.39
投资收益	3084.52	3100.00	2400.00	2200.00	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	2940.26	-1802.49	-1120.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9476.52	2940.26	-1802.49	-1120.63
营业利润	15642.24	17998.58	19311.04	20977.71	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	18143.59	19460.99	21126.01	股权融资	360.11	143.05	0.00	0.00
所得税	4838.95	5533.80	5935.60	6443.43	支付股利	-1431.78	-1569.54	-1649.56	-1848.89
净利润	10963.10	12609.80	13525.39	14682.57	其他	19453.36	-2033.66	2974.17	3046.28
少数股东损益	4865.01	6052.70	6221.68	6607.16	筹资活动现金流净额	43269.04	11540.77	16324.60	16197.39
归母净利润	6098.09	6557.09	7303.71	8075.42	现金流量净额	34469.54	17733.38	17808.99	23474.14
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	108001.50	125810.49	149284.63	成长能力				
应收和预付款项	96056.93	99094.37	95329.36	97386.93	销售收入增长率	63.49%	12.82%	11.14%	8.30%
存货	346825.47	351264.81	364848.77	367466.39	营业利润增长率	29.38%	15.06%	7.29%	8.63%
其他流动资产	17532.95	17459.08	19332.65	20682.77	净利润增长率	33.98%	15.02%	7.26%	8.56%
长期股权投资	14594.01	14794.01	14994.01	15194.01	EBITDA 增长率	27.83%	13.86%	7.55%	7.39%
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%	3.55%	3.61%	3.64%
无形资产和开发支出	1733.95	1680.69	1627.42	1574.16	三费率	1.47%	1.58%	1.58%	1.55%
其他非流动资产	18302.51	21268.63	24234.75	27200.88	净利率	1.55%	1.58%	1.52%	1.53%
资产总计	602459.13	627713.18	661228.43	693908.70	ROE	8.01%	8.82%	8.74%	8.76%
短期借款	8999.09	9000.00	9000.00	9000.00	ROA	1.82%	2.01%	2.05%	2.12%
应付和预收款项	73210.38	83254.84	91810.39	99645.43	ROIC	12.18%	11.88%	11.97%	12.18%
长期借款	61102.94	76102.94	91102.94	106102.94	EBITDA/销售收入	2.49%	2.51%	2.43%	2.41%
其他负债	322228.77	316465.00	314548.87	311560.42	营运能力				
负债合计	465541.18	484822.77	506462.20	526308.78	总资产周转率	1.43	1.30	1.38	1.42
股本	2863.42	3006.48	3006.48	3006.48	固定资产周转率	269.51	292.43	345.89	400.34
资本公积	3270.74	3270.74	3270.74	3270.74	应收账款周转率	110.72	98.51	125.02	160.47
留存收益	34651.93	39639.48	45293.62	51520.15	存货周转率	2.37	2.19	2.37	2.51
归属母公司股东权益	50843.70	50763.45	56417.60	62644.12	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	92126.96	98348.64	104955.79	资本结构				
股东权益合计	136917.96	142890.41	154766.23	167599.92	资产负债率	77.27%	77.24%	76.59%	75.85%
负债和股东权益合计	602459.13	627713.18	661228.43	693908.70	带息债务/总负债	21.08%	24.16%	26.88%	29.48%
					流动比率	1.55	1.61	1.68	1.75
					速动比率	0.57	0.63	0.67	0.74
					股利支付率	23.48%	23.94%	22.59%	22.90%
					每股指标				
					每股收益	2.03	2.18	2.43	2.69
					每股净资产	45.54	47.53	51.48	55.75
					每股经营现金	0.14	1.08	1.09	2.79
					每股股利	0.48	0.52	0.55	0.61
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	17629.24	20073.44	21588.93	23183.49					
PE	6.40	5.96	5.35	4.84					
PB	0.29	0.27	0.25	0.23					
PS	0.06	0.05	0.04	0.04					
EV/EBITDA	0.04	0.47	0.20	-0.16					
股息率	3.67%	4.02%	4.22%	4.73%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn