

供应链稳健运营，地产开发逆势扩张

华泰研究

2022年10月29日 | 中国内地

季报点评

仓储物流

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

15.37

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	+(86) 21 2897 2228
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+(86) 21 2897 2088
研究员	刘璐
SAC No. S0570519070001	liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825	+(86) 21 2897 2218

融资、管理优势推动公司逆势成长，重申“买入”评级

10月27日公司发布三季报，2022Q1-3公司实现营收5646亿元，同比+19.8%，归母净利润35.8亿元，同比+5.7%，EPS0.25元。融资优势、充沛土储以及周转能力推动地产业务逆势增长，股权激励强化成长动力。我们维持22-24年EPS为2.17/2.51/3.01元的预测，大型房企和供应链企业对应22年Wind一致预期PE均值为7.9/10.2x(前值7.4/11.8x)；考虑多元折价，我们给予公司22年地产业务6.7x PE(折价15%，前值6.3x)，供应链业务7.4x PE(折价28%，前值8.5x)，予以目标价15.37元(前值：16.26元)，重申“买入”评级。

供应链业务：受商品价格环比走弱影响，盈利增长但增幅放缓

Q3南华金属/能化/农产品指数同比分别-5%/+21%/+21%，环比分别-12%/-7%/-8%(数据来源：wind)，大宗商品价格呈现波动。受此影响，公司供应链运营业务的收入、利润总额、净利润同比增幅，相较上半年，分别放缓至7.1%/21.6%/11.7%(上半年分别为27.4%/38.0%/38.2%)。公司坚持“专业化”经营和“国际化”布局的战略，强化科技赋能和金融赋能，我们认为，作为行业龙头，公司有望实现规模和效益的高质量增长。

房地产业务：地产销售排名继续上升，逆风大举扩张

2022Q1-3公司房地产业务收入368.8亿元，同比+7.9%，毛利率同比-0.6pct至14.8%，但因建发房产收入占比提升，地产板块净利润权益占比-31pct，地产板块归母净利同比-33.7%。销售额合计1189亿，同比-29%，其中Q3同比降幅收窄至12.6%，行业排名(销售额口径)继续上升。Q1-3公司地产合计销售额排第11位，较21年提升5名(亿翰数据)。公司投资积极，Q1-3仅集中供地22城拿地额达518亿，不考虑22城外的拓展，公司期内拿地强度即达44%，逆势扩张为规模增长打下基础。此外8月底公司完成了一幅钟宅地块出让，考虑到地价支付节奏，预计还将在四季度贡献业绩。

融资优势叠加资源禀赋，股权激励彰显成长信心

国企+双主业强化公司融资优势。22年率先把握以并购贷为代表的融资窗口。Q3公司进一步发行10亿公司债和10亿ABN，票面利率3.5%-3.8%。在供应链运营优势推动下，公司还积极布局清洁能源产业，与诸多光伏行业龙头合作进行全球化布局，打开新增长点。此外，公司两度开展股权激励，股权激励占总股本比例累计达6%，22年股权激励较20年行权标准进一步上调，彰显成长决心。

风险提示：行业销售下行风险，大宗价格波动风险。

经营预测指标与估值

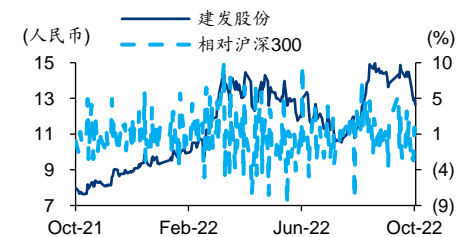
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	432,949	707,844	818,836	983,759	1,204,382
+/-%	28.38	63.49	15.68	20.14	22.43
归属母公司净利润(人民币百万)	4,504	6,098	6,525	7,553	9,055
+/-%	(3.68)	35.40	7.00	15.76	19.89
EPS(人民币，最新摊薄)	1.50	2.03	2.17	2.51	3.01
ROE(%)	9.51	8.01	7.68	8.39	9.24
PE(倍)	8.44	6.23	5.82	5.03	4.20
PB(倍)	0.99	0.75	0.68	0.62	0.55
EV EBITDA(倍)	9.81	9.41	9.01	8.15	7.65

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

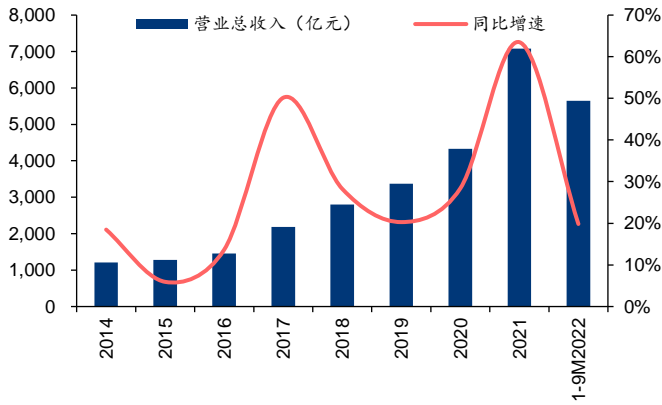
目标价(人民币)	15.37
收盘价(人民币 截至10月28日)	12.64
市值(人民币百万)	38,002
6个月平均日均成交额(人民币百万)	412.08
52周价格范围(人民币)	7.64-14.97
BVPS(人民币)	19.38

股价走势图



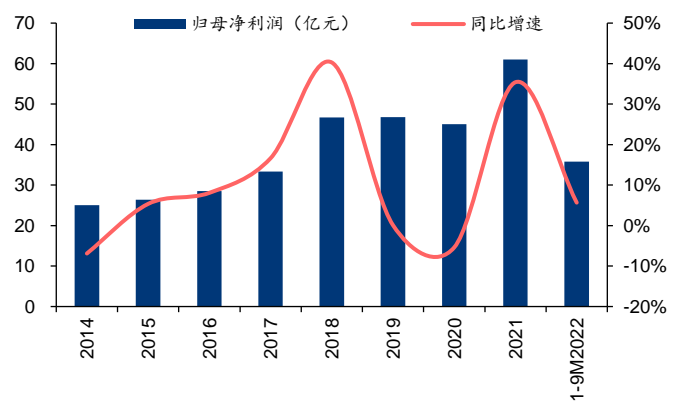
资料来源：Wind

图表1: 公司营业收入和同比增速



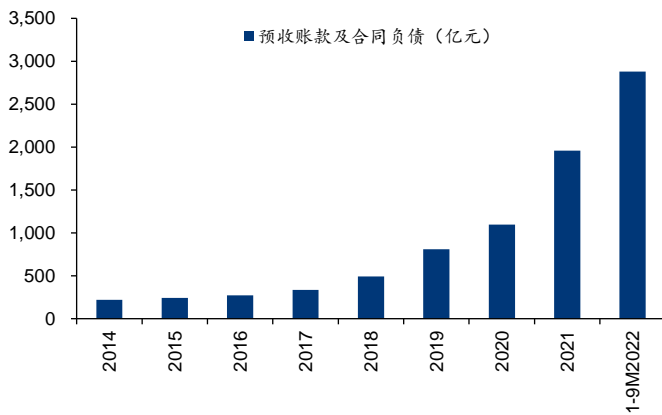
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 公司归母净利润和同比增速



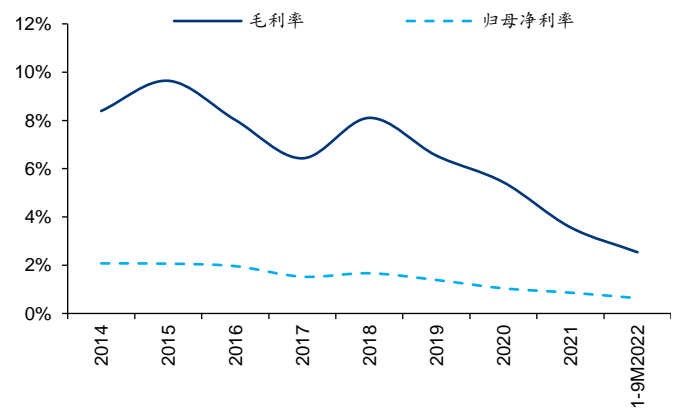
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 公司合同负债



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 分部估值表

	22年预测归母净利润 (百万元)	可比估值	溢价	估值	目标市值 (百万元)	目标价 (元)
地产	2,984	7.9	-15%	6.7	20,110	
供应链	3,541	10.2	-28%	7.4	26,096	
合计					46,207	15.37

资料来源: 华泰研究预测

图表6: 可比公司估值表 (截至2022年10月28日)

行业	公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
地产	万科A	000002 CH	1,602.00	1.94	2.14	2.35	2.59	7.4	6.7	6.1	5.5
	保利发展	600048 CH	1,835.07	2.29	2.40	2.59	2.84	6.7	6.4	5.9	5.4
	招商蛇口	001979 CH	1,086.57	1.16	1.31	1.46	1.63	12.1	10.7	9.6	8.6
均值								8.7	7.9	7.2	6.5
供应链	厦门象屿	600057 CH	224.73	0.93	1.17	1.40	1.66	10.8	8.5	7.1	6.0
	盛屯矿业	600711 CH	179.07	0.38	0.50	0.74	0.96	14.9	11.3	7.8	5.9
	江苏国泰	002091 CH	136.72	0.79	1.06	1.26	-	10.6	7.9	6.7	-
	小商品城	600415 CH	228.77	0.25	0.31	0.37	0.43	16.7	13.2	11.3	9.6
均值								13.2	10.2	8.2	7.2

注: 盈利预测来自 Wind 一致预期

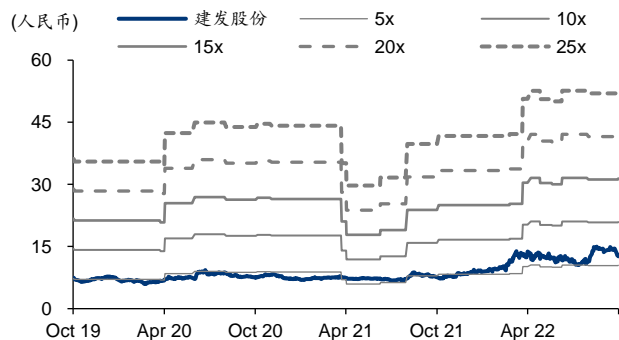
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

行业销售下行风险：由于疫情影响，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

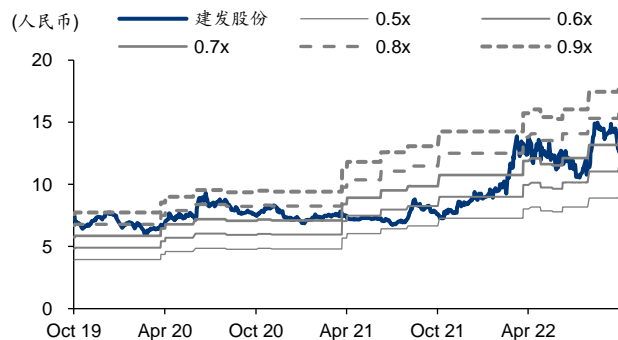
大宗价格波动风险：目前大宗商品价格处于相对高位，如果出现大幅下滑会影响公司供应链业务收入。

图表7：建发股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表8：建发股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	348,521	550,683	592,683	635,708	697,400
现金	53,806	90,268	99,123	101,587	100,196
应收账款	4,559	8,226	8,150	9,736	14,351
其他应收账款	30,329	55,087	54,092	55,215	49,514
预付账款	26,851	32,678	49,205	49,171	71,268
存货	222,072	346,825	364,167	400,583	440,642
其他流动资产	10,904	17,599	17,947	19,415	21,429
非流动资产	38,636	51,776	61,566	71,937	83,295
长期投资	8,331	14,594	21,692	28,874	36,102
固定投资	2,440	2,813	3,341	4,203	5,496
无形资产	823.95	869.36	904.71	952.81	972.82
其他非流动资产	27,041	33,499	35,629	37,907	40,724
资产总计	387,157	602,459	654,250	707,645	780,695
流动负债	212,567	356,236	392,926	433,656	488,122
短期借款	1,706	8,999	8,999	8,999	8,999
应付账款	27,903	41,765	45,785	48,824	66,912
其他流动负债	182,958	305,472	338,143	375,834	412,211
非流动负债	88,531	109,305	114,874	116,092	120,594
长期借款	43,508	61,103	64,190	62,911	64,792
其他非流动负债	45,023	48,202	50,684	53,181	55,802
负债合计	301,099	465,541	507,800	549,748	608,716
少数股东权益	47,671	86,074	90,799	96,497	103,328
股本	2,864	2,863	3,006	3,006	3,006
资本公积	2,910	3,271	3,128	3,128	3,128
留存公积	30,112	34,652	42,527	51,803	62,923
归属母公司股东权益	38,387	50,844	55,651	61,400	68,651
负债和股东权益	387,157	602,459	654,250	707,645	780,695

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	9,719	408.94	7,962	5,764	7,493
净利润	8,182	10,963	11,250	13,251	15,886
折旧摊销	173.64	202.19	258.98	321.51	394.47
财务费用	1,355	1,616	2,042	2,055	2,746
投资损失	(1,168)	(3,085)	(2,099)	(2,435)	(2,511)
营运资金变动	(334.93)	(10,916)	(2,544)	(6,342)	(7,760)
其他经营现金	1,510	1,628	(945.26)	(1,087)	(1,263)
投资活动现金	(2,411)	(9,477)	(7,262)	(7,502)	(8,412)
资本支出	(616.12)	(740.51)	(1,172)	(1,596)	(2,464)
长期投资	(680.08)	(4,195)	(7,098)	(7,182)	(7,228)
其他投资现金	(1,115)	(4,541)	1,009	1,277	1,280
筹资活动现金	13,812	43,269	8,154	4,203	(472.51)
短期借款	(2,301)	7,293	0.00	0.00	0.00
长期借款	7,748	17,595	3,087	(1,278)	1,880
普通股增加	28.35	0.00	143.05	0.00	0.00
资本公积增加	413.64	360.24	(143.05)	0.00	0.00
其他筹资现金	7,923	18,021	5,067	5,481	(2,353)
现金净增加额	21,297	34,470	8,855	2,465	(1,391)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	432,949	707,844	818,836	983,759	1,204,382
营业成本	409,413	682,585	787,951	946,084	1,157,355
营业税金及附加	2,708	899.68	2,457	3,935	5,420
营业费用	6,227	8,161	9,826	11,805	14,453
管理费用	469.88	663.59	828.16	958.61	1,196
财务费用	1,355	1,616	2,042	2,055	2,746
资产减值损失	(2,040)	(1,423)	(1,625)	(1,931)	(2,347)
公允价值变动收益	109.14	(147.74)	(162.51)	(178.76)	(196.64)
投资净收益	1,168	3,085	2,099	2,435	2,511
营业利润	12,090	15,642	16,042	19,145	22,945
营业外收入	147.83	246.62	203.24	199.23	216.36
营业外支出	131.21	86.81	96.74	104.92	96.16
利润总额	12,107	15,802	16,148	19,239	23,065
所得税	3,924	4,839	4,899	5,988	7,179
净利润	8,182	10,963	11,250	13,251	15,886
少数股东损益	3,679	4,865	4,725	5,698	6,831
归属母公司净利润	4,504	6,098	6,525	7,553	9,055
EBITDA	13,624	17,474	19,104	22,501	25,603
EPS (人民币, 基本)	1.50	2.03	2.17	2.51	3.01

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	28.38	63.49	15.68	20.14	22.43
营业利润	10.80	29.38	2.55	19.34	19.85
归属母公司净利润	(3.68)	35.40	7.00	15.76	19.89
获利能力 (%)					
毛利率	5.44	3.57	3.77	3.83	3.90
净利率	1.89	1.55	1.37	1.35	1.32
ROE	9.51	8.01	7.68	8.39	9.24
ROIC	13.83	19.55	21.39	23.58	24.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.77	77.27	77.62	77.69	77.97
净负债比率 (%)	56.13	29.96	30.10	31.46	32.06
流动比率	1.64	1.55	1.51	1.47	1.43
速动比率	0.43	0.44	0.42	0.39	0.34
营运能力					
总资产周转率	1.27	1.43	1.30	1.44	1.62
应收账款周转率	75.04	110.72	100.00	110.00	100.00
应付账款周转率	16.49	19.60	18.00	20.00	20.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.50	2.03	2.17	2.51	3.01
每股经营现金流(最新摊薄)	3.23	0.14	2.65	1.92	2.49
每股净资产(最新摊薄)	12.77	16.91	18.51	20.42	22.83
估值比率					
PE (倍)	8.44	6.23	5.82	5.03	4.20
PB (倍)	0.99	0.75	0.68	0.62	0.55
EV EBITDA (倍)	9.81	9.41	9.01	8.15	7.65

免责声明

分析师声明

本人, 陈慎、沈晓峰、刘璐, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 建发股份（600153 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、沈晓峰、刘璐本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 建发股份（600153 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司