

## 建发股份 (600153.SH) 住宅深耕核心城市群，供应链业务持续增长

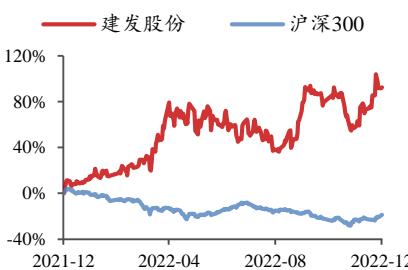
2022年12月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2022/12/6
当前股价(元)	14.87
一年最高最低(元)	15.90/8.12
总市值(亿元)	446.87
流通市值(亿元)	422.96
总股本(亿股)	30.05
流通股本(亿股)	28.44
近3个月换手率(%)	62.97

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

## ● 双轮驱动，优势尽显

建发股份是以供应链运营和房地产开发为双主业的现代服务型企业。公司控股股东为厦门建发集团有限公司，厦门市国资委持有建发集团100%的股份，是建发股份的实际控制人。公司房地产业务深耕一二线城市，在当前政策环境下，需求有望先行改善。公司融资渠道通畅，资金充裕，持续受益行业供给侧改革，投资拿地力度行业领先，规模有望持续提升；同时作为供应链业务龙头，在传统大宗供应链品类市场份额持续提升，新拓展行业有望高速发展。我们预计2022-2024年归母净利润分别为62.1、77.2、85.6亿元，EPS分别为2.07、2.57、2.85元，当前股价对应P/E估值分别为7.2、5.8、5.2倍。首次覆盖给予“买入”评级。

## ● 地产业务：聚焦核心城市群，拿地强度领先行业

公司坚持“区域聚焦，城市深耕”战略，主要布局福建、浙江、江苏等省份的重点城市及经济基本面较好的强三线城市。公司销售规模稳定增长，2021年公司房地产业务合同销售额2176亿元，同比增长51.49%。公司融资渠道通畅，2021下半年以来，多数房地产企业暂停拿地，但公司依旧保持较强的拿地力度，且城市布局进一步向高能级城市倾斜，公司目前在手货值近4000亿，可充分保障后续销售需求，市场份额也有望进一步提升。

## ● 供应链业务：打造“LIFT”体系，转型综合服务商

公司在2018年发布了“LIFT”体系，全面转型综合服务商。依托自身的规模、资金、资源、仓储、物流等方面的优势全面参与货物贸易链条过程中的“物流”与“资金流”过程，提供诸如供应链金融、运输仓储、货源拓展、信息服务等一系列定制化服务内容。公司在钢铁、矿产品、浆纸等行业优势明显，多个核心品类市场份额行业领先。同时公司通过“LIFT”综合服务体系的复制，快速扩充业务覆盖范围，积极拓展消费品领域和新能源产业链。

## ● 风险提示：公司住宅销售增长不及预期，大宗商品价格超预期变化。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	432,949	707,844	783,444	895,423	1,023,645
YOY(%)	28.4	63.5	10.7	14.3	14.3
归母净利润(百万元)	4,504	6,098	6,213	7,716	8,565
YOY(%)	-5.4	35.4	1.9	24.2	11.0
毛利率(%)	5.4	3.6	3.5	3.7	3.7
净利率(%)	1.0	0.9	0.8	0.9	0.8
ROE(%)	9.5	8.0	7.4	8.6	8.9
EPS(摊薄/元)	1.50	2.03	2.07	2.57	2.85
P/E(倍)	9.9	7.3	7.2	5.8	5.2
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、国资背景，双主业驱动企业发展 .....	4
1.1、建发股份：双主业现代服务型企业 .....	4
1.2、多次扩张，双主业格局确立 .....	4
1.3、国资背景助力公司双主业持续发展 .....	5
1.4、公司治理：股权激励助发展，营收利润稳增长 .....	6
2、房地产业务：品牌优势明显，市场布局调整加快 .....	8
2.1、坚持“区域聚焦，城市深耕”战略，品牌优势明显 .....	8
2.2、存量土储充沛，加快城市布局调整 .....	10
2.3、多元业务有序发展，业务规模稳步提升 .....	13
3、供应链业务：打造“LIFT”体系，转型综合服务商 .....	16
3.1、转型综合服务商，盈利模式发生本质变化 .....	16
3.2、大宗供应链业务市场空间广阔，龙头集中度持续提升 .....	18
3.3、传统业务优势明显，科技赋能效率提升 .....	19
3.4、风控护航，体系复制，拓展消费与新能源产业链 .....	22
4、财务表现：融资渠道畅通，三道红线全部达标 .....	23
5、盈利预测与投资建议 .....	24
6、风险提示 .....	25
附：财务预测摘要 .....	26

## 图表目录

图 1：公司供应链运营业务中国领先，全球布局 .....	4
图 2：公司房地产开发业务拥有全业态开发经验 .....	4
图 3：公司制度逐步完善，双主业格局确立 .....	5
图 4：国资背景助力公司双主业持续发展 .....	6
图 5：2021 年公司营业收入达到 7078.44 亿元 .....	7
图 6：2021 年公司归母净利润达到 60.98 亿元 .....	7
图 7：供应链业务营业收入占比超八成 .....	7
图 8：2021 年房地产业务归母净利润占比近五成 .....	7
图 9：房地产业务毛利率高于供应链业务毛利率 .....	8
图 10：公司 2021 年合同销售金额为 2176 亿元 .....	8
图 11：2021 建发、联发销售额为 1754、422 亿元 .....	8
图 12：建发地产推出“禅意中式”产品 .....	9
图 13：联发“悦系”产品打造成长型幸福人文社区 .....	9
图 14：联发“嘉和系”产品打造精品型艺术人文社区 .....	9
图 15：公司一二线城市销售占比持续提升 .....	10
图 16：公司在厦门、莆田、漳州的品牌优势明显 .....	10
图 17：公司在新一线城市市占率稳中有进 .....	10
图 18：2021 年公司权益拿地金额同比上升 32.12% .....	11
图 19：2021 年公司新增计容建筑面积同比增长 43.42% .....	11
图 20：公司 2021 年拿地均价有所上升 .....	11
图 21：2022 年 1-8 月，公司旗下建发房产权益拿地金额排名行业领先 .....	12
图 22：2022 年 1-8 月，公司旗下建发房产新增全口径货值排名行业领先 .....	12

图 23: 公司布局城市剩余可售货值充沛 .....	13
图 24: 建发物业 2021 年营业收入为 15.57 亿元.....	14
图 25: 2021 年建发物业的毛利率水平优于行业水平.....	14
图 26: 联发集团 2021 年物业管理收入 8.21 亿元.....	14
图 27: 联发集团的物业管理业务毛利率水平优于行业.....	14
图 28: 建发房产商业管理项目分为自有资产营运和政府及其他商业资产营运 .....	15
图 29: 联发集团代建业务涵盖大型公建、产业园区、酒店、写字楼等业态 .....	15
图 30: 建发建管代建业务涵盖了住宅、写字楼与工业园区等业态 .....	16
图 31: 公司打造国内领先的“LIFT”供应链服务体系 .....	16
图 32: 公司提供多项细分物流服务与信息服务.....	17
图 33: 公司提供多项金融与商务服务 .....	17
图 34: 供应链企业全面参与产业链贸易的各个环节.....	17
图 35: 供应链金融服务是大宗供应链企业的主要收入来源.....	18
图 36: 2020 年 CR4 市占率为 3.59% .....	18
图 37: CR4 供应链业务营业收入稳步提升 .....	18
图 38: 公司毛利率水平处于行业中游水平.....	19
图 39: 公司供应链业务归母净利润持续增长.....	19
图 40: 公司 2021 年供应链业务营业收入为 6115 亿元.....	19
图 41: 公司供应链业务中的传统业务营收稳健提升 .....	19
图 42: 2021 年公司传统业务营收占比达 85.52% .....	20
图 43: 钢铁业务与许多大型钢铁集团合作紧密.....	20
图 44: 矿产有色业务合作优质龙头加快全球的扩张步伐 .....	20
图 45: 公司在浆纸行业充分发挥“LIFT”综合服务体系 .....	21
图 46: 纸源网上可实现多品类的全国线上下单.....	22
图 47: 风险控制能力是大宗供应链企业的核心能力之一 .....	22
图 48: 新业务的持续发展为公司带来了新的发展空间 .....	23
图 49: 公司 2021 年有息负债结构保持健康 .....	23
图 50: 2017 年以来建发房产三道红线均达标 .....	23
图 51: 2017 年以来联发集团三道红线均达标 .....	24
 表 1: 第二次股权激励的力度较第一次有显著提升 .....	6
表 2: 公司剩余总货值达 3753 亿元 .....	13
表 3: 建发股份预计业绩稳健增长 .....	24
表 4: 公司估值水平低于可比公司 .....	25

## 1、国资背景，双主业驱动企业发展

### 1.1、建发股份：双主业现代服务型企业

建发股份是以供应链运营和房地产开发为双主业的现代服务型企业。公司将“开拓新价值，让更多人过上有品质的生活”作为企业使命，立志成为国际领先的供应链运营商，中国优秀的房地产运营商。供应链运营方面，公司致力于供应链增值，追求资源共享，合作共赢，打造“LIFT”供应链服务体系；房地产开发领域，公司拥有全业态开发经验，涉及住宅、写字楼、品牌酒店、会议场馆、大型购物商场以及各种类型的公共建筑，同时涵盖城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、关联产业投资等业务。公司旗下的建发房产与联发集团目前在中国 70 多个城市进行房地产开发，已初步形成全国性战略布局。

图1：公司供应链运营业务中国领先，全球布局



图2：公司房地产开发业务拥有全业态开发经验



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

### 1.2、多次扩张，双主业格局确立

公司自 1998 年 6 月上市以来，通过多次收购不断扩大自身业务规模，优化商品结构，提高公司资产运作效率及盈利水平。公司业务规模不断扩大的同时，公司治理结构进一步完善，2009 年正式确立公司“供应链运营+房地产开发”的双主业格局，为客户提供供应链运营服务和房地产综合服务。

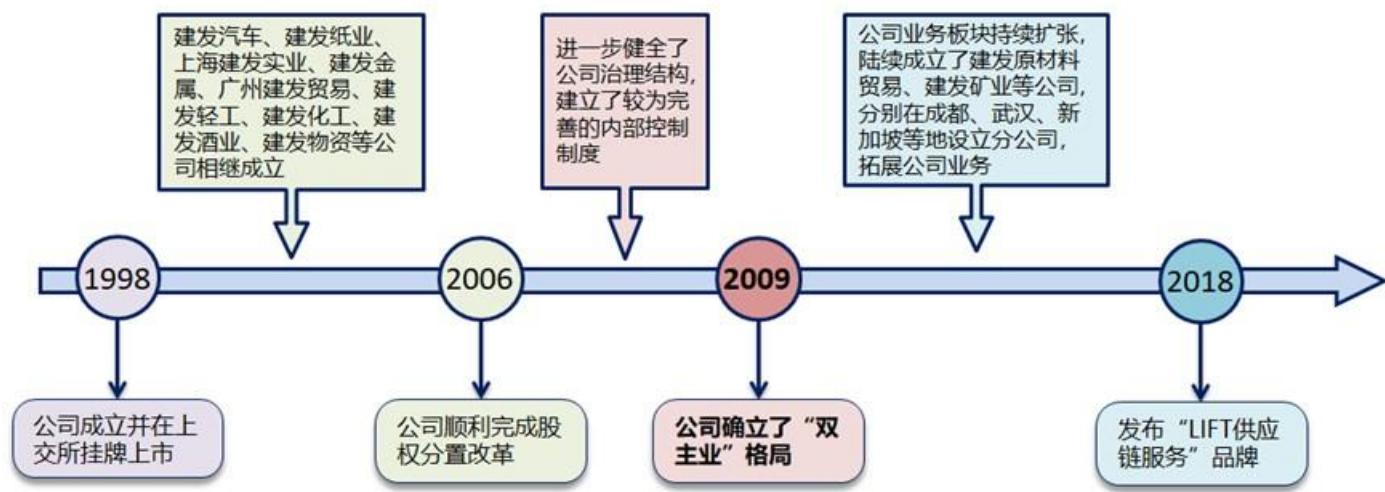
**1998-2005 年，业务规模扩大，商品结构优化。**1998 年经厦门人民政府批准，公司由厦门建发集团有限公司独家发起设立。1999 年公司收购厦门联合发展(集团)有限公司，占其 75% 的股份。2000 年收购厦门航空公司，并成立厦门建宇实业有限公司与建发物流有限公司。2001-2005 年间，厦门建发汽车有限公司、厦门建发纸业有限公司、上海建发实业有限公司、厦门建发金属有限公司、广州建发贸易有限公司、厦门建发轻工有限公司、厦门建发化工有限公司、建发酒业有限公司和厦门建发物资有限公司等公司相继成立，业务规模快速扩张，商品结构进一步优化。

**2006-2008 年，股权分置改革，制度逐步完善。**2006 年，经厦门市国资委批准，公司顺利完成股权分置改革，并确立了公司向“供应链运营商”战略转型，制定了

新一轮三年战略发展规划，为公司持续发展奠定了基础。2007年，公司进一步完善了法人治理结构，建立了较为完善的内部控制制度。2008年，公司在董事会下设战略委员会、审计委员会、投资初审委员会、考核与薪酬委员会、贸易风险管理五个专业委员会，进一步健全了公司治理结构。

**2009-至今，双主业格局确立，业务板块持续扩张。**2009年，公司以所持会展集团95.00%的股权与建发集团所持建发房产的44.65%的股权进行等价置换，以现金购买建发集团所持有的建发房产的10.00%的股权，合计持有建发房产54.65%的股权。至此公司确立了“供应链运营+房地产开发”双主业格局。2010年至今，公司业务板块持续扩张，陆续成立了厦门建发原材料贸易有限公司、厦门建发矿业有限公司、厦门建发农产品有限公司、厦门建发物产有限公司、厦门建发通商有限公司等公司，分别在成都、武汉、青岛、西安、新加坡等地设立分公司，拓展公司业务。2018年公司正式发布“LIFT供应链服务”品牌。

图3：公司制度逐步完善，双主业格局确立

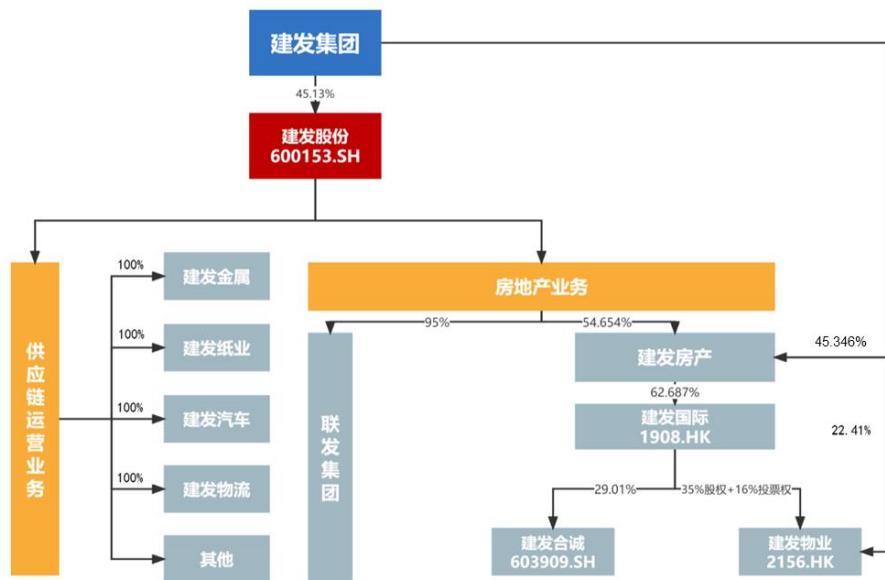


资料来源：建发股份官网、开源证券研究所

### 1.3、国资背景助力公司双主业持续发展

公司控股股东为厦门建发集团有限公司，截至2022年6月末，建发集团持有公司45.13%的股份，厦门市国资委持有建发集团100%的股份，是建发股份的实际控制人。公司的国资背景对经营发展、业务拓展和融资渠道等方面都提供了保障，助力公司双主业持续发展。公司自2009年确立“供应链运营+房地产开发”双主业格局以来，不断扩大公司业务规模，现公司供应链运营业务板块旗下有建发金属、建发纸业、建发能源、建发通讯等控股子公司；房地产开发板块主要建发房产及联发集团两个业务平台。

图4：国资背景助力公司双主业持续发展



资料来源：Wind、开源证券研究所

#### 1.4、公司治理：股权激励助发展，营收利润稳增长

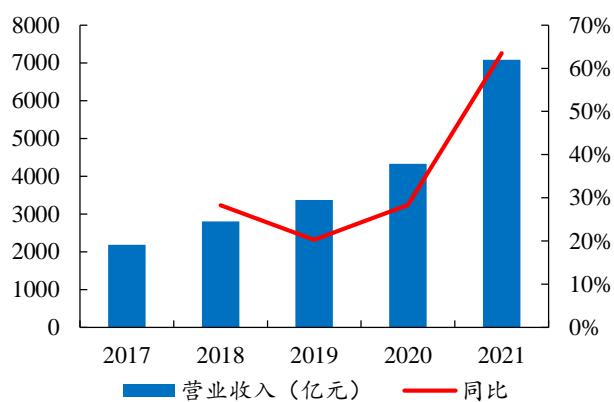
公司虽为国资背景，但市场化程度较高，公司治理持续改善。公司目前已经推出两期限制性股票股权激励计划：(1) 2020年11月，授予对象共278人，授予数量为2835.20万股，授予价格为5.43元/股，授予范围包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员；(2) 2022年5月，授予对象共1066人，授予数量为11453.69万股，授予价格为5.63元/股。相较于第一次股权激励，第二次的授予对象和数量都有了显著提高，公司通过股权激励绑定公司股东与管理层利益，助力公司发展。

表1：第二次股权激励的力度较第一次有显著提升

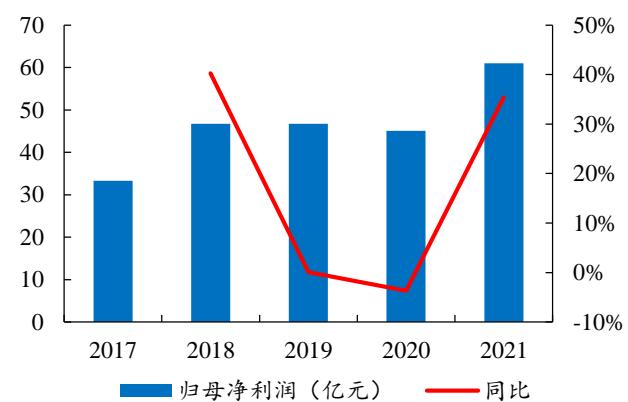
姓名	职务	第一次限制性股票激励（2020年11月）			第二次限制性股票激励（2022年5月）		
		获授限制性股票数量（万股）	占本激励计划授出权益数量的比例	占总股本的比例	获授限制性股票数量（万股）	占本激励计划授出权益数量的比例	占总股本的比例
郑永达	董事长	20	0.71%	0.01%	60	0.42%	0.02%
叶衍榴	董事				60	0.42%	0.02%
林茂	董事、总经理	20	0.71%	0.01%	60	0.42%	0.02%
陈东旭	董事、副总经理	15	0.53%	0.01%	60	0.42%	0.02%
王志兵	副总经理	15	0.53%	0.01%	60	0.42%	0.02%
江桂芝	副总经理、董事会秘书	15	0.53%	0.01%	60	0.42%	0.02%
许加纳	财务总监	15	0.53%	0.01%	60	0.42%	0.02%
程东方	副总经理				60	0.42%	0.02%
吕荣典	副总经理				60	0.42%	0.02%
魏卓	财务总监				25	0.17%	0.01%
中层管理人员及核心骨干人员		2735.20	96.47%	0.97%	10888.69	76.05%	3.80%
预留					2863.42	20.00%	1.00%
合计		2835.20	100%	1.00%	14317.11	100.00%	5.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

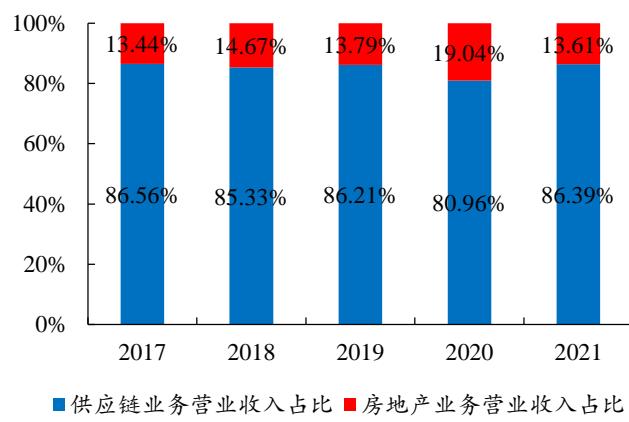
2021 年，公司供应链运营业务与房地产开发业务收入体量再创新高。2021 年，公司营业收入达到 7078.44 亿元，同比增长 63.49%；实现净利润 109.63 亿元，同比增长 33.98%；实现归属于母公司所有者的净利润 60.98 亿元，同比增长 35.39%。其中供应链运营业务营业收入 6115.39 亿元，同比增长 74.46%，占比 86.40%；房开业务营业收入 963.05 亿元，同比增长 16.85%，实现归属于母公司净利润 28.78 亿元，同比增长 5.69%，占公司归母净利润的 47.20%。虽然房开业务营业收入占比较少，但贡献利润占比接近五成。

**图5：2021年公司营业收入达到7078.44亿元**


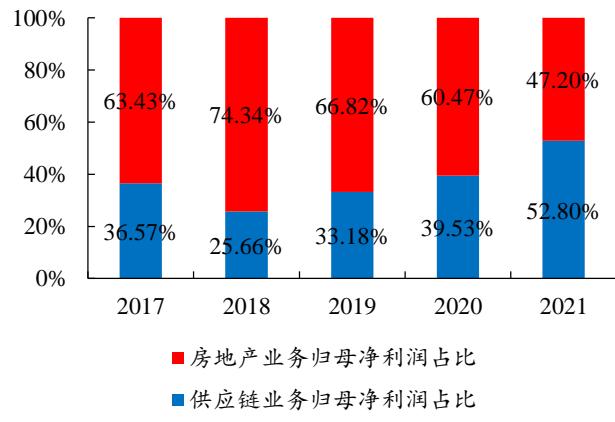
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2021年公司归母净利润达到60.98亿元**


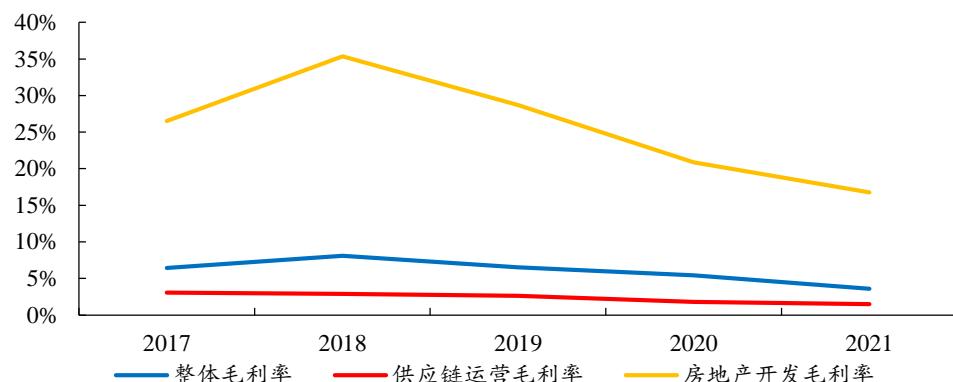
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：供应链业务营业收入占比超八成**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2021年房地产业务归母净利润占比近五成**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图9：房地产业务毛利率高于供应链业务毛利率**


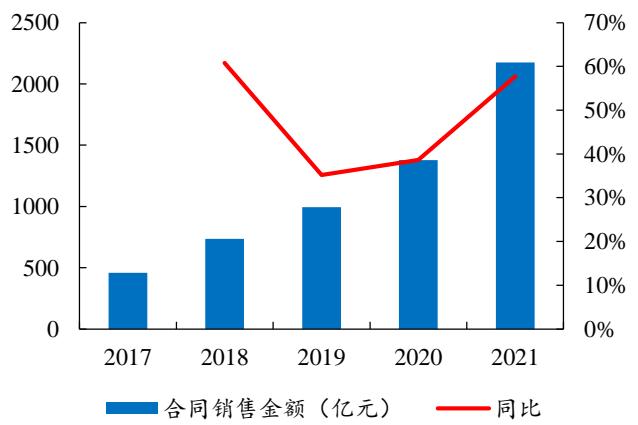
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、房地产业务：品牌优势明显，市场布局调整加快

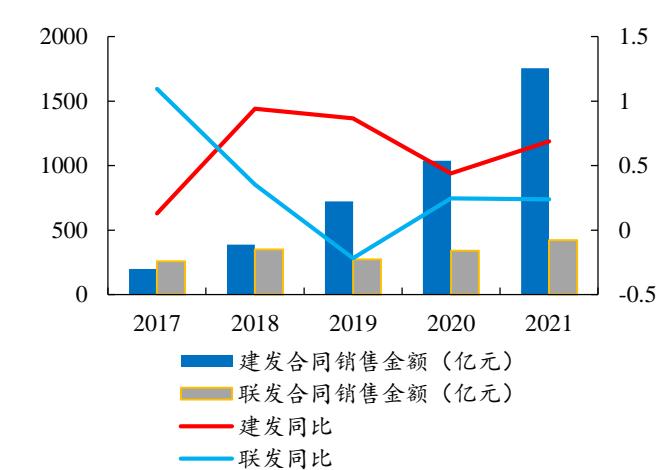
### 2.1、坚持“区域聚焦，城市深耕”战略，品牌优势明显

2021年，公司房地产业务合同销售额2176亿元，同比增长51.49%。公司旗下的建发房产与联发集团坚守产品品质，不断提升产品研发能力，满足多层次客户需求。建发房产专注于高端改善项目，推出“禅意中式”与“王府中式”系列产品，从建筑、景观、室内等全方位进行研发升级。联发集团聚焦现代人文的品质生活，精研“悦系”，“臻系”，“嘉和系”三大现代人文产品系。

建发房产2021年合同销售额为1754亿元，同比增长57.74%；联发集团实现合同销售金额422亿元，同比增长23.88%。建发房产合同销售金额稳步提升，自2017年以来的复合增长率高达36.59%；联发集团2018年权益拿地金额有所下降，且受2019年房地产整体政策调控影响，合同销售金额有所下降，2019年公司加大了拿地力度，自2019年开始联发集团合同销售金额稳步提升，3年复合增长率为15.60%。

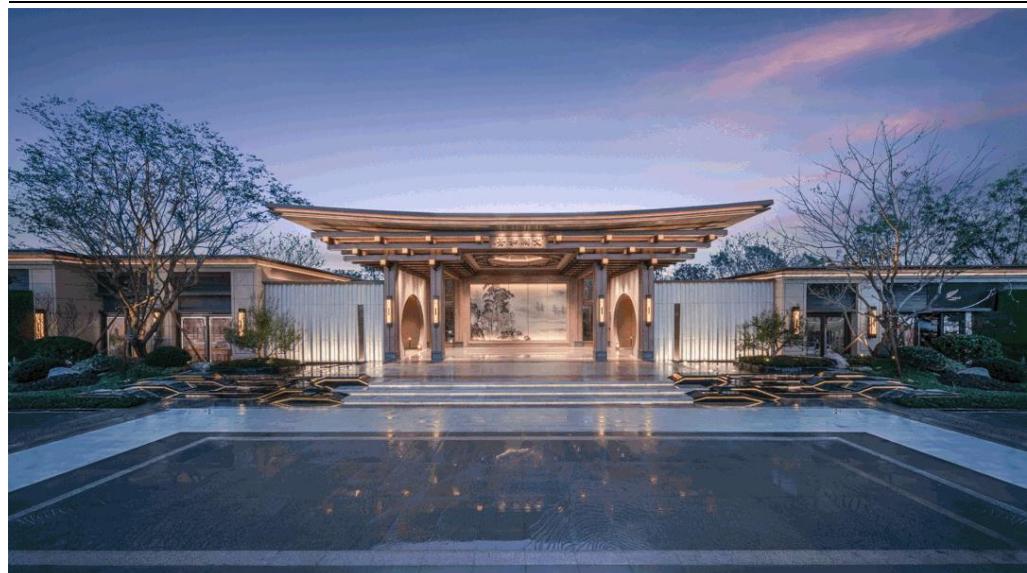
**图10：公司2021年合同销售金额为2176亿元**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图11：2021建发、联发销售额为1754、422亿元**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：建发地产推出“禅意中式”产品



资料来源：建发股份官网

图13：联发“悦系”产品打造成长型幸福人文社区



资料来源：建发股份官网

图14：联发“嘉和系”产品打造精品型艺术人文社区



资料来源：建发股份官网

公司坚持“区域聚焦，城市深耕”战略，主要布局福建、浙江、江苏等省份，深耕包括厦门、上海、杭州、苏州、无锡、武汉、长沙、成都等一二线城市和漳州、莆田等公司在当地具备品牌美誉度的强三线城市，形成一、二、三线城市互补的城市布局。近几年，公司逐步向一二线城市聚集：2021年，公司一线城市销售面积占比为3.57%，同比增长0.55个百分点；二线城市销售占比为60.34%，同比增长6.96个百分点。

公司坚持城市深耕，品牌优势明显。公司在深耕城市具有较好的品牌口碑，销售市占率较高。我们选取较有代表性的二线城市厦门与三线城市漳州、莆田为例：2021年公司在厦门的销售面积达109.71万平方米，市占率18.50%；在莆田的销售面积为65.43万平方米，市占率13.63%；在漳州的销售面积为78.86万平方米，市占率11.33%。公司在三个核心布局城市的市占率稳中有进。除去深耕已久的福建市场，

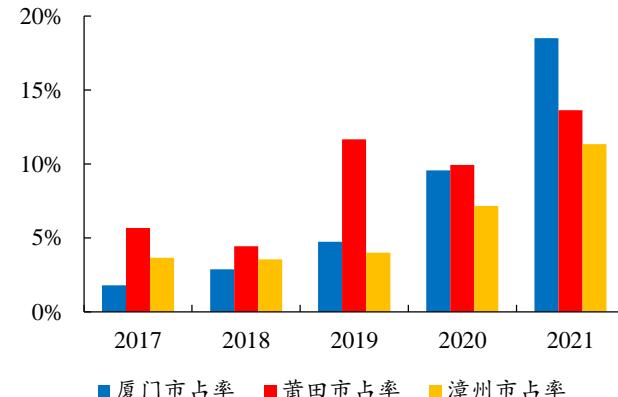
公司在新一线城市也逐步建立起品牌口碑，市占率稳步提升。

图15：公司一二线城市销售占比持续提升



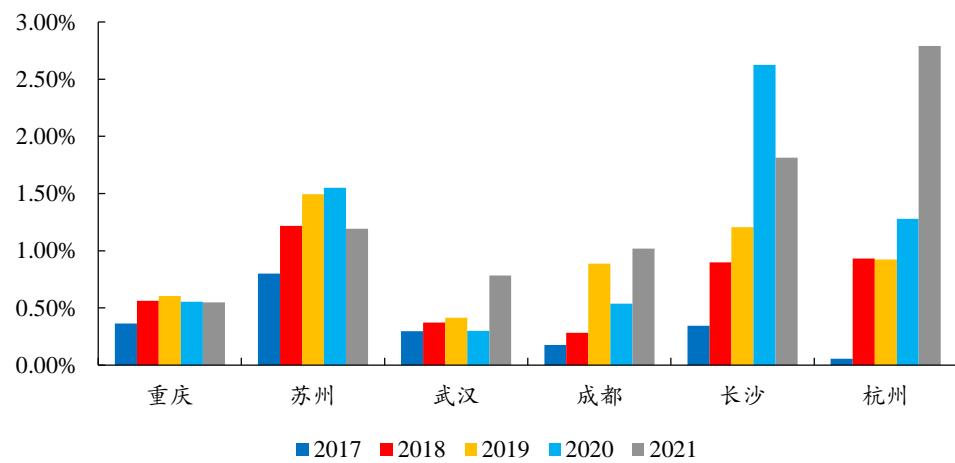
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：公司在厦门、莆田、漳州的品牌优势明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：公司在新一线城市市占率稳中有进

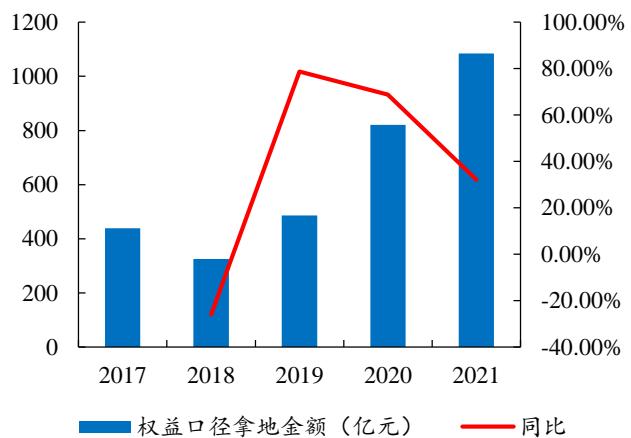


数据来源：公司公告、开源证券研究所

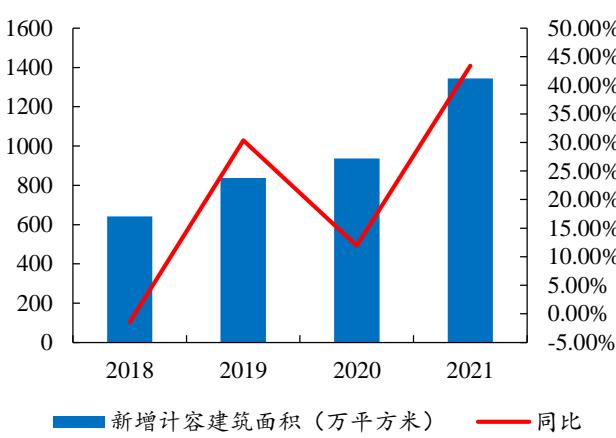
## 2.2、存量土储充沛，加快城市布局调整

2021年，部分高杠杆房企陷入资金困境，现金流周转困难，经营性支出基本停滞，但建发股份依旧保持了一定的投资力度。公司坚持以利润和资金安全为优先导向，以多元化方式获取优质土地114宗，全口径拿地金额1576亿元，权益拿地金额1084亿元，同比增长32.12%。2021年公司新增计容建筑面积1344万平方米，同比增长43.42%。

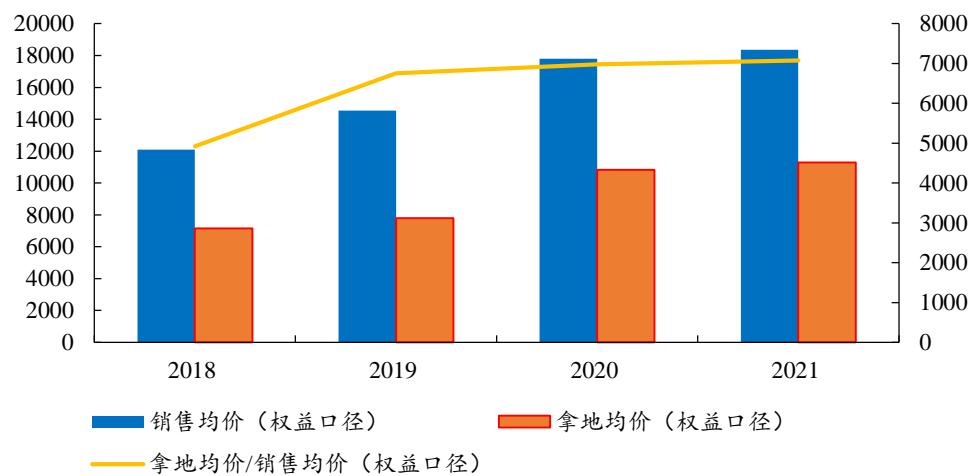
公司加快城市布局调整，布局重点逐步转向一二线城市，2021年公司在一二线城市的土地储备预估权益货值占比超70%。由于公司布局逐渐转向高能级城市，公司销售均价稳步提升，全年销售项目均价1.84万元/平方米；拿地均价也有所上升，全年新增项目拿地均价为1.13万元/平方米。公司以严控项目成本，保障公司利润率水平为导向，所以拿地价格虽然有所上升，但上升幅度仍在合理范围内。

**图18：2021年公司权益拿地金额同比上升32.12%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

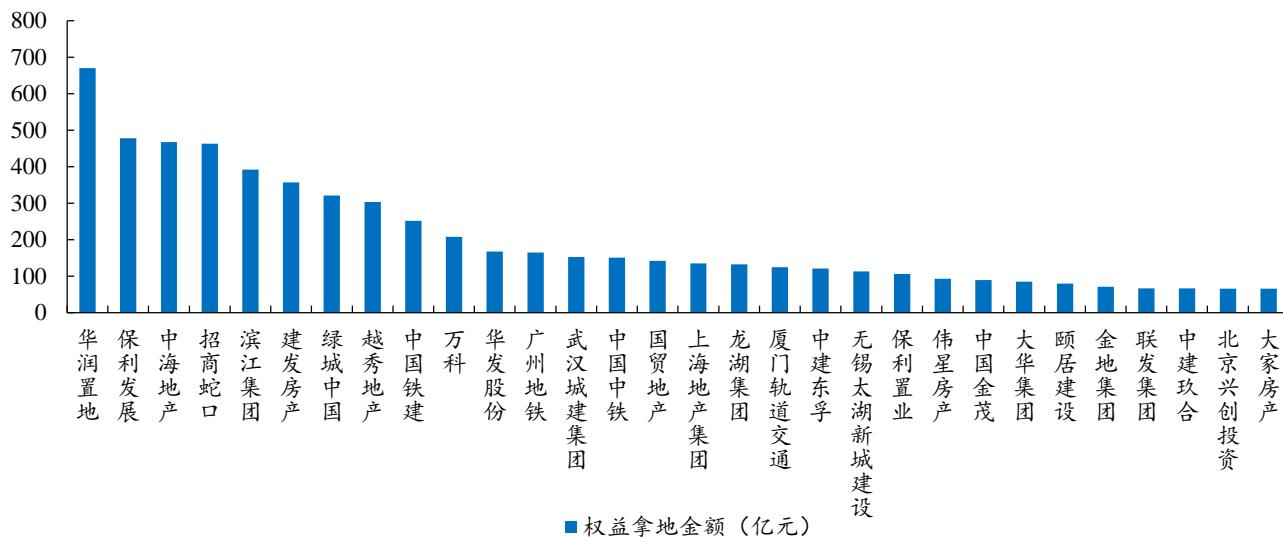
**图19：2021年公司新增计容建筑面积同比增长43.42%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

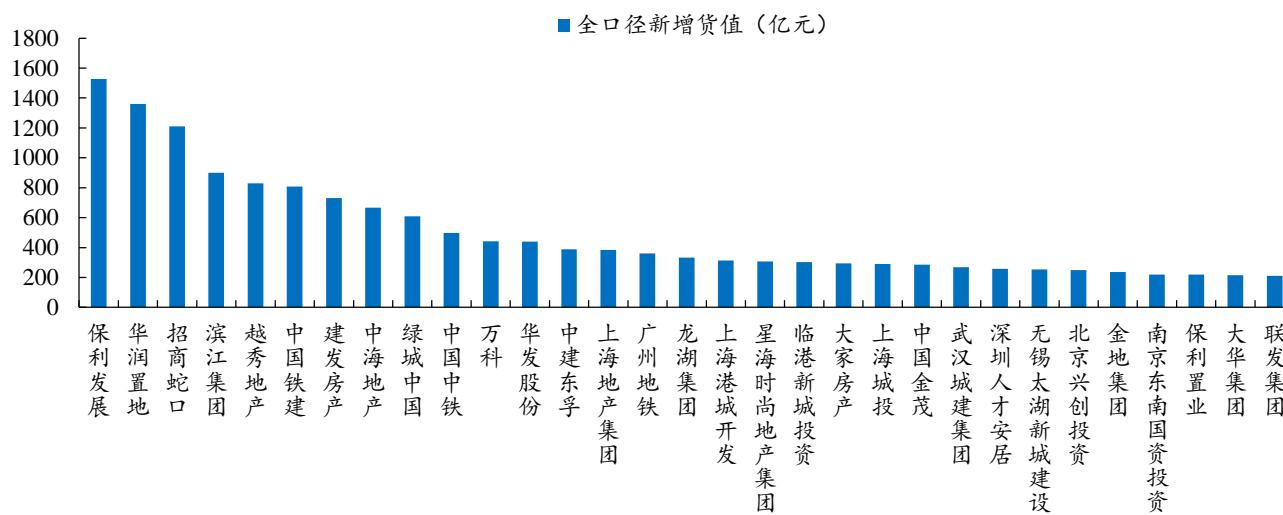
**图20：公司2021年拿地均价有所上升**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

伴随行业的供给侧改革，公司市场份额有望进一步提升。作为稳健经营的国资背景企业，2021年下半年房地产行业调整以来，建发股份在土地市场的优势持续显现。根据中指研究院数据，2022年1-8月，公司旗下建发房产权益拿地金额达357亿元，位居行业第6名；联发集团权益拿地金额达67亿元，位居行业第27名。2022年1-8月，公司旗下建发房产全口径新增货值731亿元，位居行业第7名；联发集团全口径新增货值210亿元，位居行业第31名。

**图21：2022年1-8月，公司旗下建发房产权益拿地金额排名行业领先**


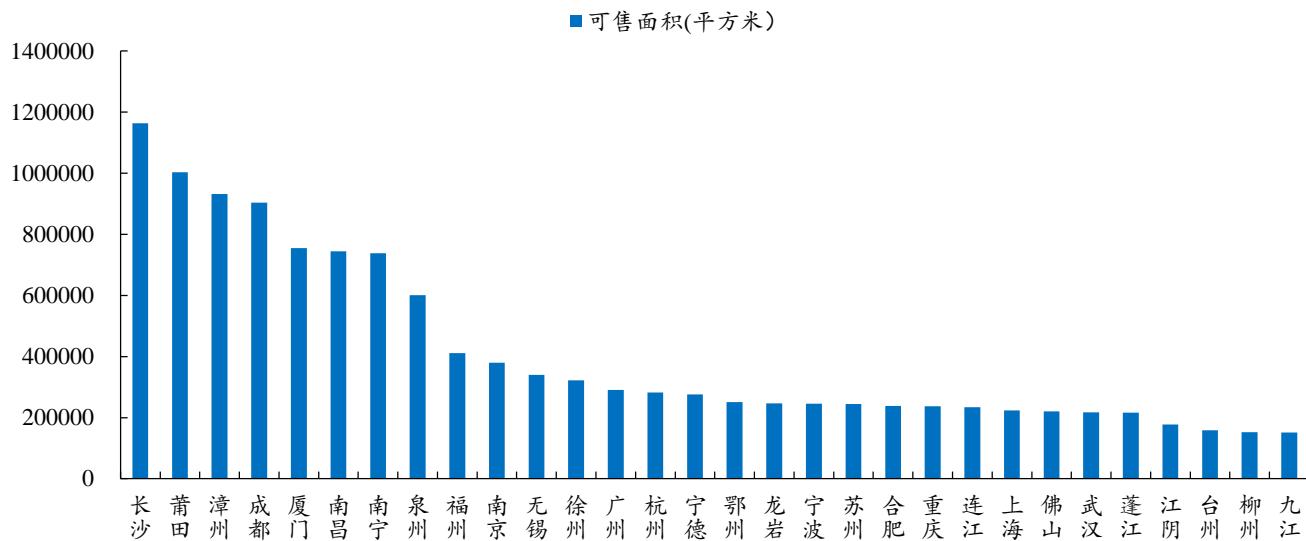
数据来源：中指研究院、开源证券研究所

**图22：2022年1-8月，公司旗下建发房产新增全口径货值排名行业领先**


数据来源：中指研究院、开源证券研究所

根据公司公告，截止2021年末公司总剩余可售计容积率面积1462.94万平方米，至少可以满足未来一年的销售需求。分区域看，剩余可售面积中一二线城市占比63.71%。公司土地储备充沛，且结构布局较为良好。

图23：公司布局城市剩余可售货值充沛



数据来源：公司公告、开源证券研究所

截至 2021 年末，公司已售未结项目金额达 1965.55 亿元，未来待结转资源充足。截至 2022 年 8 月，根据中指研究院数据，公司旗下建发房产与联发集团新增货值约 941 亿元，我们测算公司剩余总货值约 3753 亿元。

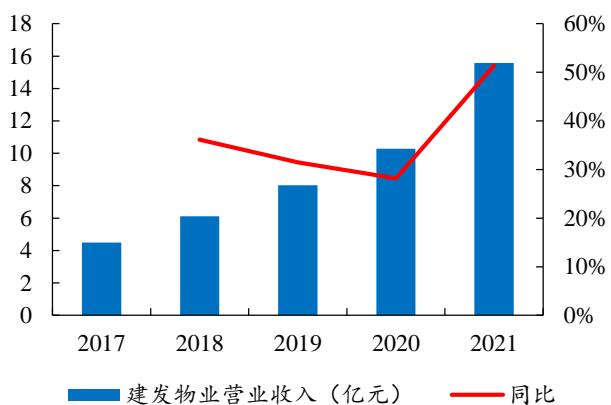
表2：公司剩余总货值达 3753 亿元

公司	剩余可售货值（亿元）	新增项目货值（亿元）	剩余总货值（亿元）
建发房产	2243	731	2974
联发集团	569	210	779
合计	2812	941	3753

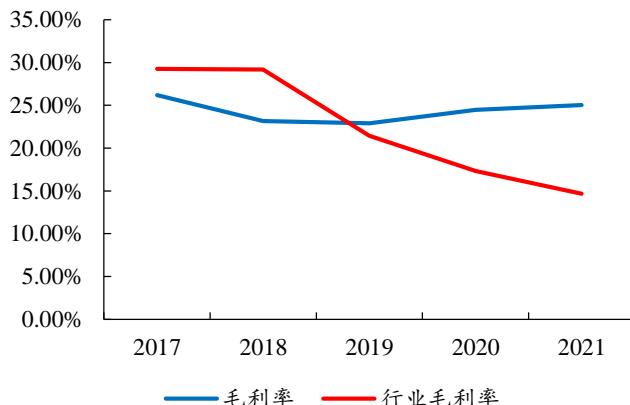
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.3、多元业务有序发展，业务规模稳步提升

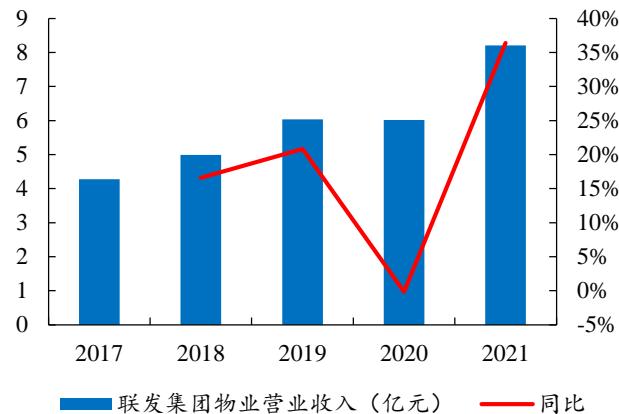
公司坚持“产品+服务”的战略。物业服务方面，建发房产和联发集团坚持以客户为中心，推进服务产品升级和服务价值焕新，品质管理颗粒度持续精进。建发物业 2021 年营业收入为 15.57 亿元，同比增长 51.34%，毛利率为 25.01%，优于行业毛利率水平。联发集团 2021 年物业及租赁管理业务为 8.21 亿元，同比增长 36.38%，毛利率为 37.55%，优于行业毛利率水平。截至 2021 年末，建发房产和联发集团旗下物业管理公司在管项目面积达 4891 万平方米，较 2020 年末增加 1010 万平方米，已连续多年入选全国物业服务企业百强。

**图24：建发物业 2021 年营业收入为 15.57 亿元**


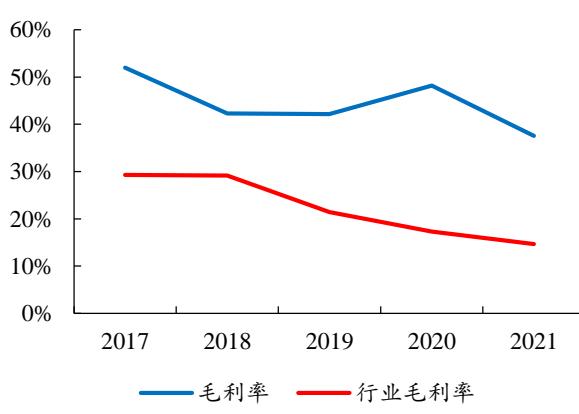
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图25：2021 年建发物业的毛利率水平优于行业水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图26：联发集团 2021 年物业管理收入 8.21 亿元**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图27：联发集团的物业管理业务毛利率水平优于行业**


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司还延伸出了商业管理、代建运营等相关业务协同发展。截至 2021 年末，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 62 个商业项目，管理面积达 245 万平方米。建发房产旗下建发商管公司是专业的商业资产运营公司，历经多年发展已经形成成熟的管理运营体系，在上海、厦门、成都、南宁、福州、漳州、株洲等地持有及服务超 20 个项目，商业形态涵盖综合体、购物中心、商业街区、写字楼、文旅商业等。建发房产的商管业务主要有两大板块构成，分别为自由资产运营和政府及其他商业资产运营管理。截至 2021 年末，在全国各地运营 11 个自持项目、13 个拓展项目，建发商管管理面积超 100 万平方米，运营资产价值超 100 亿元。

图28：建发房产商业管理项目分为自有资产营运和政府及其他商业资产营运



资料来源：建发商管官方公众号

在代建服务领域，建发房产和联发集团报告期内新拓展项目 49 个，新增代建面积超过 680 万平方米。2021 年，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。联发集团代建业务始于 1998 年，业务领域涵盖大型公建、产业园区、酒店、写字楼等业态并拓展至城市更新等领域。联发代建已完成超 500 万平米建设规模，筹建和在建项目超 350 万平米，以精工细作的品质和专业严谨的态度持续为城市发展注入美好活力。

图29：联发集团代建业务涵盖大型公建、产业园区、酒店、写字楼等业态



资料来源：联发集团官网、开源证券研究所

建发建管是实力卓越的建设运营管理服务平台，建发建管业务范围涵盖了项目投资、建设、销售、运营、物业管理等全流程专业服务，代建业态涵盖了住宅、写字楼与工业园区、商业体与酒店、大型公建、医疗、教育等各类公共建筑。建发建管致力于成为房地产开发全产业链服务商，为委托方和资本市场创造价值。

截至 2021 年，建发代建业务的在建项目总数超过 90 个，合约总建筑面积近 1800 万平方米。2022 年获中指院代建榜双料荣誉，“2022 中国房地产代建运营优秀企业”和“2022 中国房地产政府代建运营引领企业”。

图30：建发建管代建业务涵盖了住宅、写字楼与工业园区等业态



资料来源：建发房产官网、开源证券研究所

### 3、供应链业务：打造“LIFT”体系，转型综合服务商

#### 3.1、转型综合服务商，盈利模式发生本质变化

作为供应链龙头企业，公司在 2018 年发布了“LIFT”体系。该体系集合了“物流（Logistics）”、“信息（Information）”、“金融（Finance）”、“商务（Trading）”四大主要服务要素，为客户整合物流、信息、金融、商品、市场五大资源，以客户需求为导向，提供“4→n”的定制化解决方案。

图31：公司打造国内领先的“LIFT”供应链服务体系



资料来源：公司公告

图32：公司提供多项细分物流服务与信息服务



资料来源：公司公告

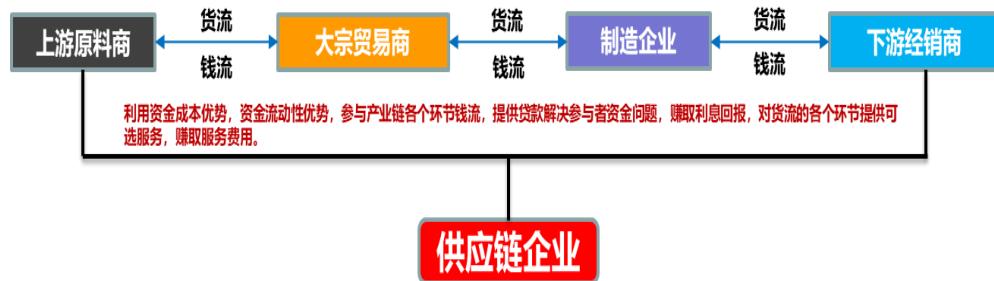
图33：公司提供多项金融与商务服务



资料来源：公司公告

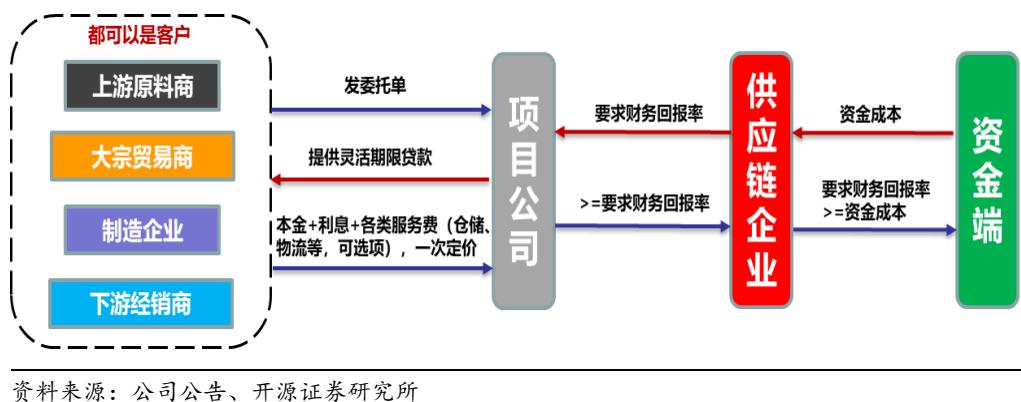
此前，供应链企业的业务模式更偏向贸易商模式，主要通过赚取贸易商品的买卖价差获利。这种商业模式需要承担贸易过程中的商品价格波动风险，同时受限于仓储、物流的缺失，还要承担较大的货权风险。而转型后的供应链企业依托自身的规模、资金、资源、仓储、物流等方面的优势全面参与货物贸易链条过程中的“物流”与“资金流”过程，提供诸如供应链金融、运输仓储、货源拓展、信息服务等一系列定制化服务内容，公司根据其提供服务的货物贸易量或订单金额进行服务收费。因此，虽然大宗商品价格有波动，但商品价格风险给公司增加的风险敞口已经较小。

图34：供应链企业全面参与产业链贸易的各个环节



资料来源：公司公告、开源证券研究所

目前对于国内大宗供应链企业，其提供的供应链金融服务是最主要收入来源。其业务本质为供应链企业依托其充裕的资金体量、较强的融资能力、较高的征信水平对货物贸易链条中的全部参与者提供灵活的金融支持，并获取一定的息差作为收入。而产业链也因为供应链企业的金融支持，大大缩短了货款的到账时间、货物的入库时间，行业整体的周转速度得到了提高。

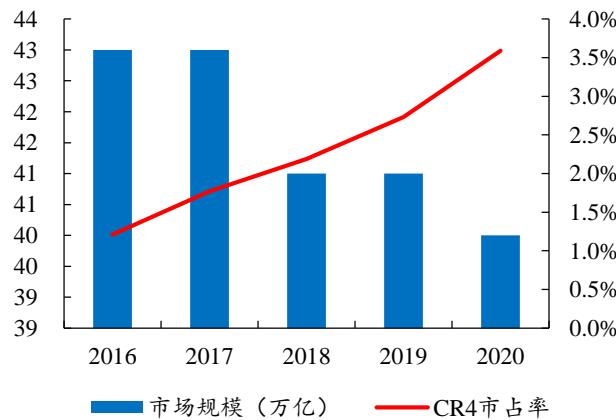
**图35：供应链金融服务是大宗供应链企业的主要收入来源**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

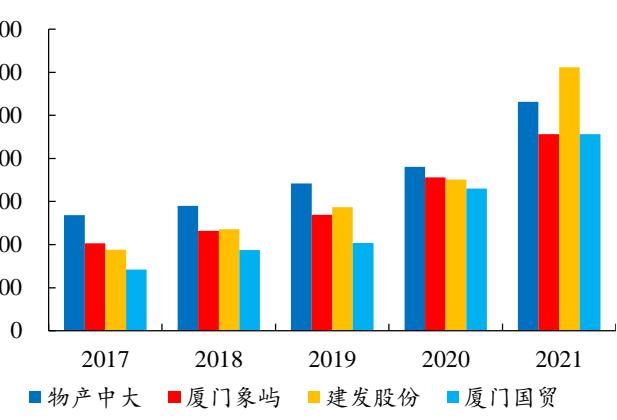
### 3.2、大宗供应链业务市场空间广阔，龙头集中度持续提升

在全球化合作的大背景下，各类型产业链的全球分工明显，对大宗供应链企业所提供的包含采购、分销在内的一系列服务的需求庞大。根据厦门象屿年报披露，近五年，大宗商品供应链服务市场规模略有缩减，但仍稳定在40万亿以上。而国内供应链行业CR4（物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸）市占率从2016年的1.21%快速提升至2020年的3.59%，整体复合增速达到31%，潜在空间仍旧广阔。随着我国制造业在全球产业链中定位的持续提升，专业的产业供应链服务日趋重要，具有资金、平台、资源、仓储、运输、信息系统等全面优势的头部大宗供应链企业的市场份额有望持续提升。

建发股份通过“LIFT”体系的搭建，全面提升了公司的综合服务能力。此外，公司下设四大集团（钢铁集团、浆纸集团、汽车集团、农产品集团）和五大事业部（消费品事业部、矿产有色事业部、能化事业部、机电事业部、金融事业部），进一步增强公司专业化服务能力，公司业务规模持续增长。2021年受益大宗商品价格的上涨，公司供应链业务实现营业收入6115亿，同比增长74.5%。

**图36：2020年CR4市占率为3.59%**


数据来源：厦门象屿公司公告、开源证券研究所

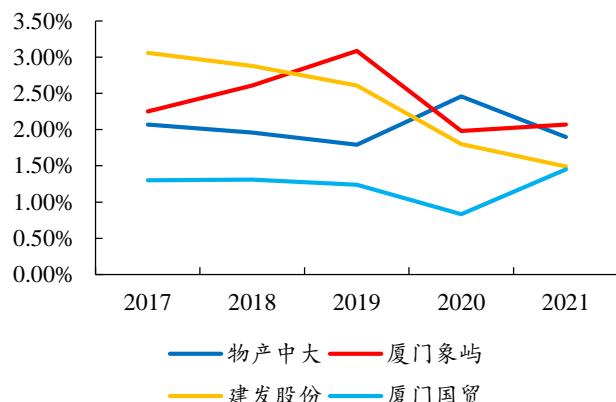
**图37：CR4供应链业务营业收入稳步提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

转型供应链服务商后，行业整体的毛利率水平有所下降。公司2021年供应链业务毛利率1.49%，处于行业中游水平，但得益于公司“LIFT”体系全面提升，公司

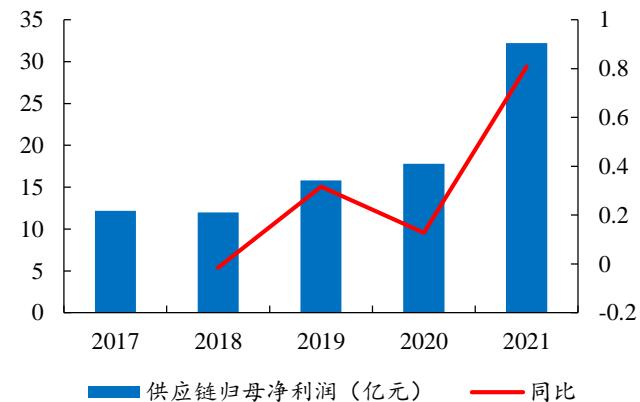
综合服务能力，供应链业务归母净利润从 2017 年至 2021 年持续增长。

图38：公司毛利率水平处于行业中游水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：公司供应链业务归母净利润持续增长

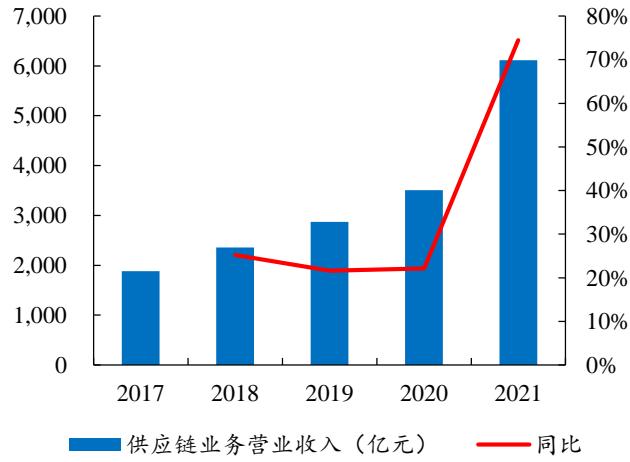


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、传统业务优势明显，科技赋能效率提升

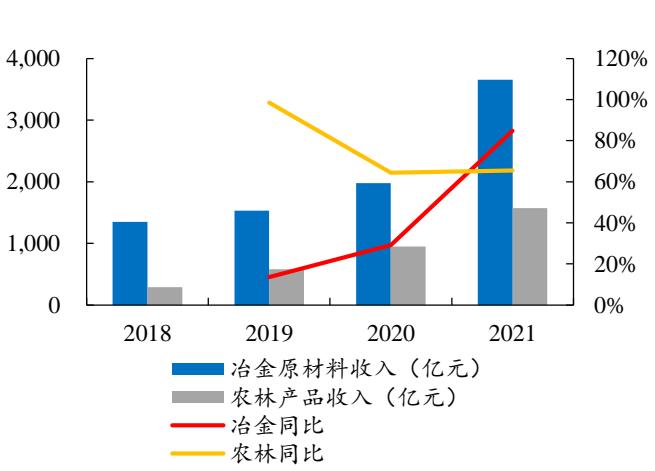
公司在钢铁、矿产品、浆纸等行业优势明显，多个核心品类市场份额行业领先。2021 年，公司经营的黑色、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的经营货量超过 17000 万吨，同比增速超 36%，受益大宗商品价格上涨，公司供应链业务营业收入 6115 亿，同比增长 74.5%。其中冶金原材料业务实现营业收入 3655 亿元，同比增长 84.74%，占供应链运营业务收入比重达到 59.77%；农林产品业务实现营业收入 1575 亿元，同比增长 65.54%，占供应链运营业务收入比重达到 25.75%。

图40：公司 2021 年供应链业务营业收入为 6115 亿元



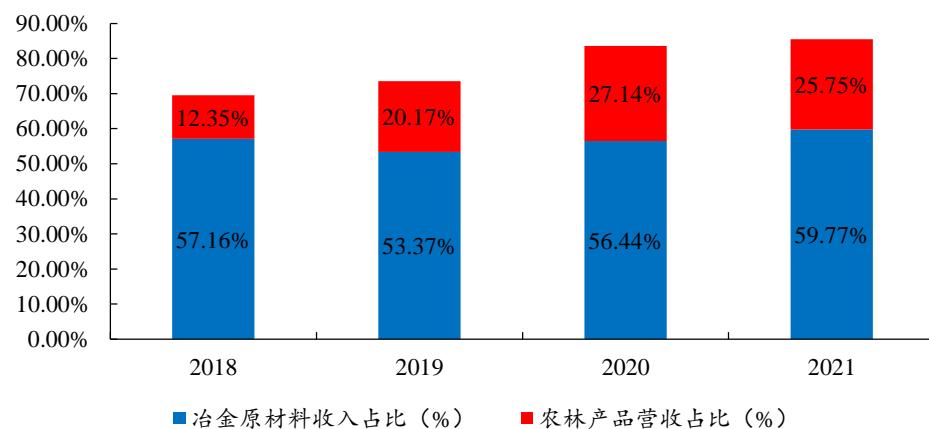
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：公司供应链业务中的传统业务营收稳健提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2021年公司传统业务营收占比达85.52%



数据来源：Wind、开源证券研究所

在钢铁领域，公司 2021 年钢材经营总量达 4500 万吨，位列全国钢铁供应链流通类企业前三位。公司与首钢集团、宝钢集团、鞍钢集团、河钢集团等国内主要大型钢铁集团年合作量均超 100 万吨，与境内外超过 430 个物流供应商建立长期合作关系，在全国主要区域 42 个城市设点布局，在韩国、阿联酋、马来西亚、柬埔寨、越南、印尼、菲律宾、泰国、缅甸、土耳其、美国、秘鲁、智利、肯尼亚、尼日利亚、莫桑比克等国家设立子公司或办事处。

在矿产有色领域，公司年铁矿石经营总量超5000吨，从世界主流矿山直接渠道获取资源占公司铁矿总进口数量60%以上，印证了公司极强的矿山资源获取能力。公司铝材出口排名国内靠前，铝制品行业实现全产业链布局，具备多种业务模式运营能力。此外公司还拥有放射性稀土原料进口解决方案，具有进口伴生放射性稀土原料资质。

图43：钢铁业务与许多大型钢铁集团合作紧密



资料来源：建发股份官网

图44：矿产有色业务合作优质龙头加快全球的扩张步伐



资料来源：建发股份官网

在浆纸行业，公司充分发挥“LIFT”综合服务体系，实现了从上游境外纸浆生产商到中游国内造纸厂、下游印刷厂、包装厂、加工厂等客户的全产业链服务能力。

- **上游**: 公司与境外多个国家的优质纸浆供应商深度合作, 实现从上游到中游国内造纸厂的集约化采购和分销, 此外公司投资纸浆生产商四川永丰浆纸股份有限公司, 利用当地丰富的竹子资源制造竹浆, 目前已形成 12 万吨竹浆纸的生产能力。
- **下游**: 公司依托全国布局的分销网点, 整合分散的下游需求, 到中游国内造纸厂集中采购各类成品纸。公司也同样通过下属子公司参与森信纸业集团 (0731.HK) 重组, 控股森信纸业介入浆纸产业链的生产制造环节。

依托公司极强的产业链服务能力, 公司 2021 年纸张、纸浆经营总量达 1100 万吨, 位列中国贸易流通领域纸张销量、纸浆进口量和销量全国第一。

**图45: 公司在浆纸行业充分发挥“LIFT”综合服务体系**



资料来源: 公司公告

公司在传统行业积极推进科技创新。在钢铁板块公司搭建“建发云钢”产业协同平台综合提升供应链服务效率。在浆纸板块, 公司建立“纸源网”平台, 打通产业链数据网络, 实现行业数据互联、线上交易, 推动产业链整体的降本增效。此外, 公司农产品集团上线了“农 E 点”客户服务 平台; 消费品事业部上线了食品供应链线上购销服务平台“E 建单”。

图46：纸源网上可实现多品类的全国线上线下单



资料来源：纸源网

### 3.4、风控护航，体系复制，拓展消费与新能源产业链

因为要面对价格风险、货权风险和信用风险等一系列贸易过程中的各类风险，风险控制能力是大宗供应链企业的核心能力之一。公司将风险管控列为经营管理的第一工作并提升至战略层面，形成了“专业化、分级化、流程化”的风险管控体系。公司风险采用三级管理架构：董事会下设的风险控制委员会为第一级，经营班子和总部职能部门为第二级，第三级由子公司管理层和相关部门履行风险管控职责。

图47：风险控制能力是大宗供应链企业的核心能力之一

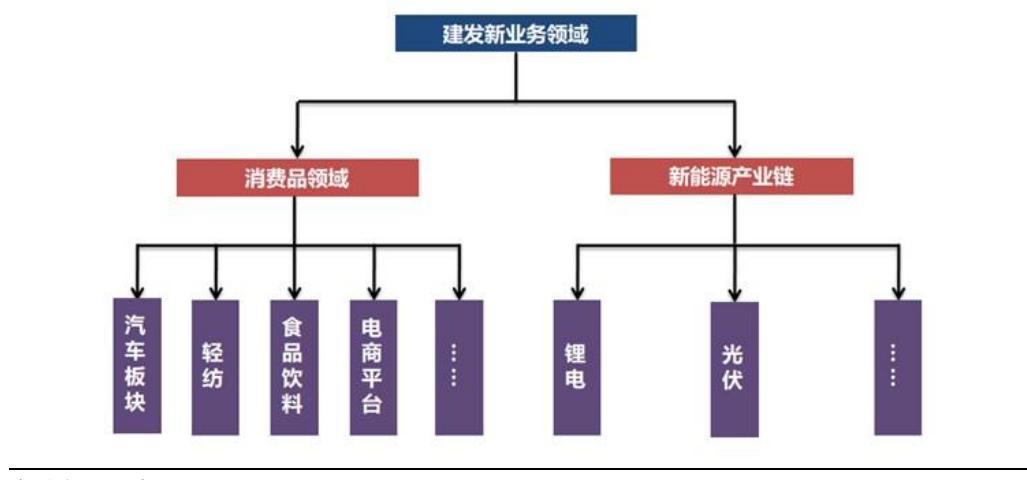


资料来源：公司公告

在完善的风险防控体系的护航下，公司通过“LIFT”综合服务体系的复制，快速扩充业务覆盖范围，积极拓展消费品领域和新能源产业链。消费品方面，在汽车板块，公司拥有近 20 个高端豪华汽车与新能源汽车品牌系列代理权，2021 年位列“营收 100 亿-200 亿中国汽车经销商领跑者集团”综合能力榜榜首，销售高端豪华汽车超 20000 台。同时公司积极布局轻纺、食品饮料、生活用品等多种品类，布局跨境

电商新业务，入驻亚马逊、天猫、拼多多等互联网平台并开设直营店铺，基本形成电商平台和线下渠道相结合的立体布局。在新能源方面，公司布局锂电、光伏等行业的供应链服务，与隆基股份、天合光能等头部企业建立合作关系，旗下汽车集团获得小鹏、smart、威马的代理销售权。此外公司成立合资公司，投资并参与光伏电站的和新能源商用车的销售和换电站的运营。我们认为新业务的持续发展将部分对冲传统大宗供应链业务的周期性，并带来进一步的成长空间。

**图48：新业务的持续发展为公司带来了新的发展空间**



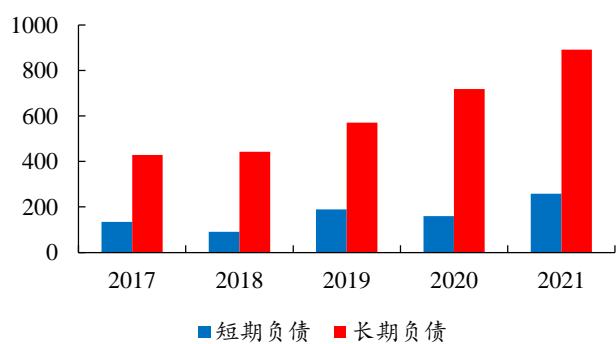
资料来源：建发股份官网

#### 4、财务表现：融资渠道畅通，三道红线全部达标

公司融资渠道畅通，且持续优化自身融资结构。由于公司2021年各业务规模实现大幅增长，融资规模较上期大幅提升。截至2021年末，公司有息负债规模为1310.33亿元，同比增长262.19%；公司2021年融资成本区间为4.5%-5.0%，较2020年融资成本区间有所下降。

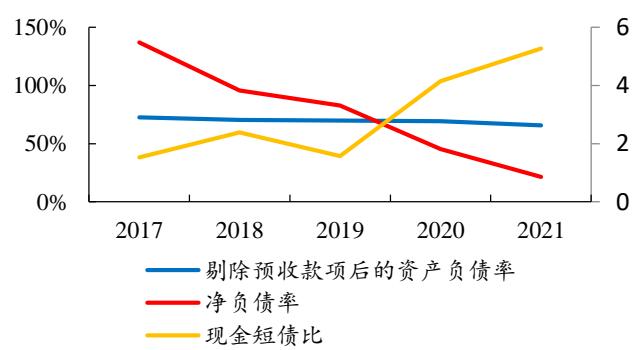
2021年，公司旗下建发房产与联发集团三道红线均达标。建发房产2021年剔除预收款项的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为65.69%、21.39%、5.26；联发集团2021年剔除预收款项的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为64.94%、53.32%、2.88。

**图49：公司2021年有息负债结构保持健康**

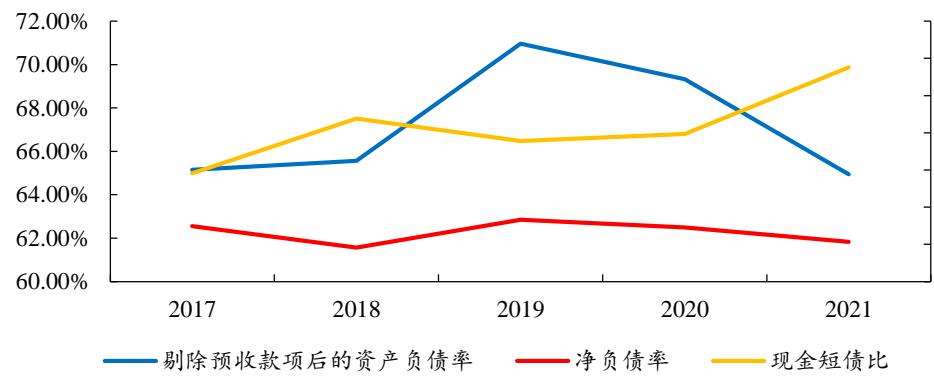


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图50：2017年以来建发房产三道红线均达标**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图51：2017年以来联发集团三道红线均达标**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

我们对公司经营做出以下假设，给出盈利预测：

- (1) 房地产业务：公司深耕重点一二线城市，股东实力强劲，融资渠道通畅，拿地强度保持高位，主要布局城市去化确定性较强，开竣工计划有序进行。预计公司 2022-2024 房地产业务结算收入增速为 15%、10%、10%，毛利率在收到行业影响后短期下滑，长期企稳，预计公司 2022-2024 年毛利率分别为 16%、16.5%、17%。
- (2) 供应链业务：传统大宗供应链业务短期或受大宗商品价格下降影响，但经营货量预计稳定提升；消费品与新能源业务有望高速增长。预计公司供应链业务 2022-2024 结算收入增速分别为 10%、15%、15%，毛利率分别为 1.5%、1.7%、1.7%。

**表3：建发股份预计业绩稳健增长**

指标	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房地产业务（亿元）	459.1	824.2	963.05	1107.5	1218.3	1340.1
YOY	13.1%	79.5%	16.9%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	28.69%	20.89%	16.76%	16.00%	16.50%	17.00%
供应链业务（亿元）	2,870.40	3,505.30	6,115.39	6726.9	7736.0	8896.4
YOY	21.6%	22.1%	74.5%	10.0%	15.0%	15.0%
毛利率	2.61%	1.80%	1.49%	1.50%	1.70%	1.70%
总营业收入（亿元）	3,329.60	4,329.50	7,078.40	7,834.44	8,954.23	10,236.45
YOY	20.3%	28.4%	63.5%	10.7%	14.3%	14.3%
毛利率	6.54%	5.44%	3.57%	3.55%	3.71%	3.70%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选择上市房企万科 A、保利发展、招商蛇口、滨江集团进行估值比较，公司 2022 年业绩对应 PE 估值 7.2 倍，低于可比公司平均水平。

**表4：公司估值水平低于可比公司**

证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
万科A	2,144.8	19.2	1.9	2.1	2.3	2.6	9.9	9.1	8.3	7.5
保利发展	1,926.0	16.1	2.3	2.2	2.4	2.7	7.0	7.3	6.8	5.9
招商蛇口	1,131.5	14.6	1.3	1.2	2.0	2.3	10.9	12.4	7.3	6.4
滨江集团	307.7	9.9	1.0	1.2	1.4	1.6	10.2	8.3	7.0	6.0
平均值							9.5	9.3	7.4	6.5
建发股份	446.9	14.87	2.0	2.1	2.6	2.8	7.3	7.2	5.8	5.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、滨江集团盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2022 年 12 月 6 日。

建发股份房地产业务深耕一二线城市，在当前政策环境下，需求有望先行改善。公司融资渠道通畅，资金充裕，持续受益行业供给侧改革，投资拿地力度行业领先，规模有望持续提升；同时作为供应链业务龙头，在传统大宗供应链品类市场份额持续提升，新拓展行业有望高速发展。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 62.1、77.2、85.6 亿元，EPS 分别为 2.07、2.57、2.85 元，当前股价对应 P/E 估值分别为 7.2、5.8、5.2 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险提示

公司住宅销售增长不及预期，大宗商品价格超预期变化。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	348503	550683	667749	754968	827699	<b>营业收入</b>	432949	707844	783444	895423	1023645
现金	53806	90268	108351	110478	117859	营业成本	409413	682585	755634	862171	985740
应收票据及应收账款	4843	8305	11268	8880	13297	营业税金及附加	2708	900	2350	2686	3071
其他应收款	30315	55087	39436	68597	54906	营业费用	6227	8161	10151	10963	12898
预付账款	26846	32678	33203	42095	43986	管理费用	470	664	966	1043	1154
存货	222072	346825	457960	507159	579847	研发费用	10	74	39	49	59
其他流动资产	10621	17520	17531	17759	17804	财务费用	1355	1616	420	775	992
<b>非流动资产</b>	39322	51776	60467	69518	78521	资产减值损失	-2040	-1423	-783	-895	512
长期投资	8331	14594	21342	28195	34996	其他收益	275	472	374	423	398
固定资产	2440	2813	3340	4283	5428	公允价值变动收益	109	-148	-2	-1	-10
无形资产	830	880	928	971	999	投资净收益	1168	3085	1748	2106	2260
其他非流动资产	27721	33488	34858	36070	37098	资产处置收益	9	20	10	12	13
<b>资产总计</b>	387824	602459	728216	824486	906220	<b>营业利润</b>	12090	15642	15230	19380	21880
<b>流动负债</b>	212721	356236	465873	542438	607193	营业外收入	148	247	176	196	192
短期借款	1706	8999	4904	5203	6369	营业外支出	131	87	91	95	101
应付票据及应付账款	42953	62468	89207	96994	110896	<b>利润总额</b>	12107	15802	15314	19481	21971
其他流动负债	168062	284769	371762	440240	489929	所得税	3924	4839	4528	5871	6742
<b>非流动负债</b>	89045	109305	116356	123955	127226	<b>净利润</b>	8182	10963	10787	13610	15229
长期借款	71797	89145	96195	103794	107065	少数股东损益	3679	4865	4574	5894	6664
其他非流动负债	17248	20160	20160	20160	20160	<b>归属母公司净利润</b>	4504	6098	6213	7716	8565
<b>负债合计</b>	301766	465541	582229	666392	734419	<b>EBITDA</b>	13779	17391	15795	19922	22648
少数股东权益	47671	86074	90648	96542	103206	EPS(元)	1.50	2.03	2.07	2.57	2.85
股本	2864	2863	2863	2863	2863	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	2910	3271	3271	3271	3271	<b>成长能力</b>					
留存收益	30112	34652	42200	51735	62399	营业收入(%)	28.4	63.5	10.7	14.3	14.3
<b>归属母公司股东权益</b>	38387	50844	55339	61552	68595	营业利润(%)	8.4	29.4	-2.6	27.3	12.9
<b>负债和股东权益</b>	387824	602459	728216	824486	906220	归属于母公司净利润(%)	-5.4	35.4	1.9	24.2	11.0
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	5.4	3.6	3.5	3.7	3.7
						净利率(%)	1.0	0.9	0.8	0.9	0.8
						<b>ROE(%)</b>	9.5	8.0	7.4	8.6	8.9
						<b>ROIC(%)</b>	6.5	6.5	5.5	6.2	6.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	77.8	77.3	80.0	80.8	81.0
						净负债比率(%)	56.3	30.0	22.7	29.6	30.7
						流动比率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
						速动比率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.3	1.4	1.2	1.2	1.2
						应收账款周转率	80.8	110.7	81.3	91.0	94.3
						应付账款周转率	16.5	19.6	17.0	17.1	17.1
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.50	2.03	2.07	2.57	2.85
						每股经营现金流(最新摊薄)	3.23	0.14	5.79	-1.30	1.36
						每股净资产(最新摊薄)	12.10	13.70	15.20	17.27	19.61
						<b>估值比率</b>					
						P/E	9.9	7.3	7.2	5.8	5.2
						P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
						EV/EBITDA	10.0	9.7	10.5	9.3	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn