



Research and
Development Center

房地产兼程并进，供应链保持领先

— 建发股份（600153.SH）深度报告

2023 年 09 月 22 日

江宇辉 地产行业首席分析师

执业编号：S1500522010002

联系电话：+86-18621759430

邮箱：jiangyuhui@cindasc.com

证券研究报告

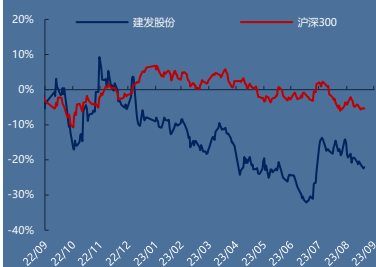
公司研究

深度报告

建发股份(600153.SH)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	10.28
52周内股价	9.05-15.76
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	-9.82
总股本(亿股)	30.05
流通A股比例(%)	94.65
总市值(亿元)	308.93

资料来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 股价为2023年9月21日收盘价

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

建发股份 (600153.SH): 房地产兼程并进, 供应链保持领先

2023年09月22日

本期内容提要:

◆伴随厦门经济特区成立, 40余载积淀成就“供应链+地产”双龙头企业。1980年, 建发股份(600153.SH)的母公司建发集团伴随厦门经济特区的成立而正式设立。在40余年的发展历程中, 逐步从政企合一的平台公司成长为“供应链+地产”双主业、多业态融合发展的综合性现代化企业。

◆近年来地产销售快速扩张, 2023年有望保持较高增速。2017-2021年建发股份全口径地产合同销售金额增速保持在25%以上, 2020-2022年建发房产销售额排名从31升至第10。2022年建发股份年报披露的合同销售额达到2097亿元, 同比下降3.6%, 与其他龙头房企相比表现稳健。2023年1-8月克而瑞统计建发房产、联发集团销售额分别达到1186亿元、424亿元, 累计增速31%/46%。在市场波动加大的背景下, 我们认为公司全年依然有望实现较高的销售增速。

◆逆势拿地补充土储, 具备较高货值弹性。在行业调整周期中, 建发股份逆势扩张、积极补充土储。2022年公司权益拿地金额与拿地面积强度分别保持在45%/47%。根据克而瑞统计, 2023年1-8月建发房产新增土地货值1020.60亿元, 排名仅次于保利、华润和绿城, 位列行业第4。拿地策略方面, 坚持获取流动性高、盈利能力优的土地, 聚焦核心城市群, 聚焦一二线及华东、福建地区重点城市。子公司建发国际集团2022年全口径拿地金额中一二线城市占比约91%。2022年建发股份存量未竣工土储中, 能级方面, 一线/二线/三线占比分别为5%/41%/54%。区域方面, 华东(45%)、福建(39%)占比最高, 在华中(16%)、西南(13%)等区域也有大量土地储备。城市方面, 公司地产业务布局全国70余城市, 2022年厦门、漳州、南昌、莆田、长沙为未竣工建面规模最大的5个城市。

◆供应链业务与地产行业相得益彰。公司供应链业务收入保持较高增速, 2011-2022年营收CAGR达22.67%。对标海外供应链龙头, 我们认为公司供应链业务总营收规模、行业覆盖、净利率等方面仍有提升空间。2023年供应链组织架构调整为“七大专业集团”加“新兴事业部”, 依托钢铁、浆纸、汽车、农产品、消费品、矿产和能化七大专业集团, 保持传统大宗商品优势的同时, 继续深耕开拓消费与新兴产业供应链业务。酒类供应链中, 葡萄酒市占率保持业内领先。原瓶进口葡萄酒的数量和市占率连续多年保持业内领先水平。2022年公司在汽车经销商集团百强排行榜名列第41位。

◆股权与债券融资渠道畅通, 配股增发进一步夯实权益。2022年建发股份地产子公司融资成本位于4.0-4.3%, 相比于2021年的4.5-5.0%进一步下降, 负债成本保持低位。9月3日公司发布配股申报稿, 拟募集资金总额不超过77.88亿元, 资金用于供应链业务补充流动资金及偿还银行借款, 配股完成后有望增厚公司净资产与净利润水平。

◆高分红、低估值条件下配置价值凸显。自2023年1月披露红星美凯龙收购案以来, 公司股价与估值持续下行, 截至9月21日公司市净率不足0.7x, 在龙头国央企中处于低位。公司2018年起分红率保持在30%以上, 2020-2023H1季度平均股息率5.29%, 在龙头房企中均为较高水平。我们认为在高分红、低估值条件下, 公司配置价值凸显。

◆盈利预测与投资评级: 我们预测公司2023-2025E归母净利润分别为67/78/94亿元, EPS分别为每股2.24/2.61/3.14元, 9月21日收盘价对应2023-2025E的PE分别为4.59/3.94/3.28倍。房地产业务方面, 公司产品迭代升级速度较快, 近年来销售金额保持较高增速, 供应链业务方面, 在传统大宗商品类业务之外, 还积极开拓消费品类业务, 未来我们看好公司在国内经济及房地产市场复苏中的业绩弹性。今年美凯龙收购案披露后, 公司估值有所下行, 高分红高股息条件下配置价值凸显, 因此首次覆盖我们给予“买入”评级。

◆风险因素: (1) 市场风险: 宏观经济下行、大宗商品价格波动。(2) 主营业务风险: 房地产调控政策收紧或放松不及预期、地产销售下行幅度超预期。公司供应链运营业务拓展不及预期。(3) 融资风险: 配股事项推进不及预期。(4)

跨市场选取可比公司风险：选取的部分可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	7,078	8,328	8,949	10,406	11,747
增长率 YoY %	63.5%	17.7%	7.5%	16.3%	12.9%
归属母公司净利润 (亿元)	61	63	67	78	94
增长率 YoY%	36.3%	2.3%	7.1%	16.6%	20.2%
毛利率%	3.6%	3.8%	3.8%	3.9%	4.1%
净资产收益率 ROE%	12.1%	10.7%	10.9%	11.8%	12.9%
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.09	2.24	2.61	3.14
市盈率 P/E(倍)	5.06	4.95	4.59	3.94	3.28
市净率 P/B(倍)	0.61	0.53	0.50	0.46	0.42

资料来源：万得，信达证券研发中心预测。注：股价为2023年9月21日收盘价

目 录

投资聚焦	7
1 公司概况：厦门国企龙头，双主业稳健经营	8
1.1 发展历程：逐步确立双主业经营模式	8
1.2 公司治理：股权相对集中	12
2 地产销售：规模快速提升，产品迭代升级	15
2.1 销售规模：规模持续增长，排名快速提升	15
2.2 城市分布：逐步形成全国化布局、重点城市占有率提升	16
2.3 主要产品：差异化发展，产品研发持续迭代	17
3 土地投资：拿地规模行业领先，仍存补库空间	19
3.1 投资强度：2022 年以来销售高增，积极补充土储	19
3.2 拿地布局：2016 年后全国布局加速，兼顾高能级与下沉市场	20
3.3 拿地价格：溢价率适中，2022 年地价压力有所上升	22
3.4 土储分布：二线三线为主，加大一线城市占比	22
4 供应链：行业布局日趋完善，大宗商品贸易保持领先	24
4.1 业务定位：国内供应链行业龙头，对标国际知名贸易商	24
4.2 行业布局：大宗商品优势显著，继续开拓消费与新兴行业	26
5 投融资：股债融资渠道畅通，配股增发增厚净资产	28
5.1 债务结构：资产负债率处于低位，融资成本持续降低	28
5.2 再融资：积极配股增发，满足资金需求	29
5.3 收并购：收购红星美凯龙，拓宽产业链布局	30
5.4 合作：参与化债与旧改	32
6 业绩与估值：供应链地产互补，低估值下凸显配置	33
6.1 业绩影响：收入与利润规模扩大，供应链地产业务模式互补	33
6.2 盈利与估值：国企龙头规模保持扩张，估值有望持续修复	34
盈利预测：预计 2023-25 年 EPS 为 2.24/2.61/3.14 元/股，给予“买入”评级	37
风险因素	39

图 表 目 录

图表 1：建发股份历史沿革	9
图表 2：建发股份主营业务调整过程	9
图表 3：整体营收保持增长，2023H1 有所放缓	9
图表 4：房地产业务毛利率水平显著高于供应链业务	9
图表 5：2018 年到 2023H1 房地产业务营收占比稳中有升	10
图表 6：2018 年到 2023H1 地产归母净利润占比有所下滑	10
图表 7：2020 年后建发股份房地产业务排名迅速提升	10
图表 8：2016 年以来，建发股份历年发展战略变化	10
图表 9：建发股份股权结构（截至 2023H1）	13
图表 10：建发股份组织结构（截至 2023H1）	13
图表 11：建发股份管理层基本情况（截至 2023H1）	14
图表 12：建发股份销售额增速长期保持超全国水平	15
图表 13：2022 年销售面积回落幅度低于全国水平	15
图表 14：行业调整周期中销售均价仍保持较高速增长	15
图表 15：2022 年建发股份销售额市占率提升至 1.57%	15
图表 16：建发股份全口径销售额增速在百强房企中保持优势（单位：亿元）	16
图表 17：2022 年建发股份在主要布局城市的市占率表现	16

图表 18: 2018 年后聚焦一二线城市, 销售面积占比回升	17
图表 19: 深耕城市 2022 年产品均价普遍高于城市新房均价	17
图表 20: 建发房产主要产品线	18
图表 21: 联发集团主要产品线	18
图表 22: 建发股份竣工面积持续增长	18
图表 23: 建发房产品力排名持续提升	18
图表 24: 建发股份权益拿地金额稳中有升	19
图表 25: 2023 年 1-8 月权益拿地金额略超 2020 年同期	19
图表 26: 2021 年以后建发房产新增土地货值排名持续上升	19
图表 27: 2022 年权益拿地金额强度回落	20
图表 28: 2021-22 年拿地面积强度回落	20
图表 29: 2021 年后一线与二线城市拿地建面占比提升	20
图表 30: 2016 年后开启全国化布局	20
图表 31: 华东与福建区域新增拿地金额占比高	21
图表 32: 沿海地区城市新增规划建面占比较高	21
图表 33: 2022 年拿地城市数量增加, 单城金额减少	21
图表 34: 2022 年单城拿地面积有所降低	21
图表 35: 2022 年上海、厦门、杭州拿地金额最高	21
图表 36: 2022 年漳州、上海、厦门拿地面积最大	21
图表 37: 2020 年以来拿地楼面均价上升	22
图表 38: 2023 年拿地楼面价增幅较大	22
图表 39: 建发房产权益土储规模较高但去化周期短	22
图表 40: 当前住宅未售口径土储规模充裕	22
图表 41: 华东与福建区域土储规划建面占比高	23
图表 42: 二三线城市规划建面占比较高	23
图表 43: 2021-22 年建发房产土储分布有所下沉	23
图表 44: 2020 年后联发集团一二线土地储备占比上升	23
图表 45: 建发股份供应链业务收入持续增长	24
图表 46: 供应链业务全球化、多品类、多行业布局	24
图表 47: 国内批发业市场规模持续增长	24
图表 48: 2021 年国内供应链行业 CR5 升至 2.77%	24
图表 49: 2022 年日本五大商社营收增速较高	25
图表 50: 2022 年日本五大商社市占率超 12%	25
图表 51: 2018-2022 年贸易摩擦加剧, 对供应链安全的重视程度持续提高	25
图表 52: 2022 年公司七大专业集团	26
图表 53: 2020-22 年大宗商品经营货量持续增长	27
图表 54: 冶金原材料与农林产品贡献较多营收	27
图表 55: 国际贸易业务收入持续提升, 2020 年以来国际业务收入占比近 40%	27
图表 56: 2019 年后地产子公司融资额增速放缓	28
图表 57: 2020 年末以来地产子公司融资成本下行	28
图表 58: 剔除预收账款资产负债率始终低于 70%	28
图表 59: 2020 年后净负债率下降	28
图表 60: 建发股份债券发行情况	29
图表 61: 2022 年建发国际集团融资成本偏高	29
图表 62: 建发股份三次配股信息	29
图表 63: 建发国际集团历次配售信息	29
图表 64: 2023 年建发股份收购美凯龙过程	30
图表 65: 本次交易前股权结构情况	30
图表 66: 收购完成后美凯龙股权结构情况	30
图表 67: 美凯龙与建发股份收盘价走势	31
图表 68: 交易披露前后, 美凯龙股价涨幅明显	31
图表 69: 2022 年美凯龙净利润同比下降	31
图表 70: 美凯龙销售毛利率基本稳定, 流动比率走低	31
图表 71: 2021 年前美凯龙家装业务保持较快增长	32
图表 72: 美凯龙家装门店数持续增长	32
图表 73: 2018 年后供应链营收增速与 PPI 关联度较高	33
图表 74: 2023H1 建发股份归母净利润增速有所下降	33
图表 75: 供应链与房地产业务营收增速相关性较弱	34
图表 76: 建发股份地产毛利占比通常更高	34
图表 77: 建发股份供应链业务毛利率相对较低	34
图表 78: 建发股份总资产周转率较高	34
图表 79: 建发股份竣工面积增速	34

图表 80: 建发股份新开工面积增速	34
图表 81: 2022 年后厦门市属国有企业定位调整	35
图表 82: 2016-20 年建发股份 ROE 上行但市净率降低	36
图表 83: 建发股份绝对收益率反弹	36
图表 84: 公司主营业务销售及营收预测	37
图表 85: 可比公司每股收益与市盈率情况	38



投资聚焦

报告亮点:

本篇报告详细介绍与分析建发股份的发展历程、经营情况与竞争优势，采用分部估值法对公司进行估值预测。

投资逻辑:

- **近年来地产销售快速扩张，逆势拿地补充土储。**2017-2021 年建发股份（建发房产+联发集团）全口径地产合同销售金额增速保持在 25%以上，2020-2022 年销售额排名从 31 位升至第 10。2022 年建发股份年报披露的合同销售额达到 2097 亿元，同比下降 3.6%，与其他龙头房企相比表现稳健。在行业调整周期中，建发股份也仍然逆势扩张、积极补充土储。根据克而瑞统计，2023 年 1-8 月建发房产新增土地货值 1020.60 亿元，排名仅次于保利、华润和绿城，位列行业第 4。
- **地产与区域政策发力，公司迎来更大的发展机遇。**8 月末至今各地政府积极贯彻政治局、国常会与住建部座谈会等重要会议精神，落实“认房不认贷”、差异化信贷政策调整、存量房贷利率下调等政策措施。建发股份布局集中在一二线重点城市、东南沿海地区，在政策发力托底的背景下，迎来 9-10 月传统销售旺季，我们认为公司销售额有望保持较高增速。9 月 12 日，中共中央、国务院发布《关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路 建设两岸融合发展示范区的意见》，其中提出，要努力在福建全域建设两岸融合发展示范区。适度超前开展交通物流基础设施建设，完善区域物流集散体系。随区域政策推进，作为福建省和厦门市供应链运营与房地产开发领域龙头企业，我们认为建发股份有望深度参与示范区建设，迎来更大的发展机遇。
- **配股增发进一步夯实权益，高分红、低估值条件下配置价值凸显。**2022 年建发股份地产子公司融资成本位于 4.0-4.3%，相比于 2021 年的 4.5-5.0%进一步下降。9 月 3 日公司发布配股申报稿，拟募集资金总额不超过 77.88 亿元，资金用于供应链业务补充流动资金及偿还银行借款，配股完成后有望增厚公司净资产与净利润水平。自 2023 年 1 月披露红星美凯龙收购案以来，公司股价与估值有所下行，截至 9 月 21 日公司市净率不足 0.7x，在龙头国央企中处于低位。公司 2018 年起分红率保持在 30%以上，2020-2023H1 季度平均股息率 5.29%，在龙头房企中均为较高水平。我们认为在高分红、低估值条件下，公司配置价值凸显。

1 公司概况：厦门国企龙头，双主业稳健经营

1.1 发展历程：逐步确立双主业经营模式

1.1.1 历史沿革：厦门经济特区走出的房企龙头

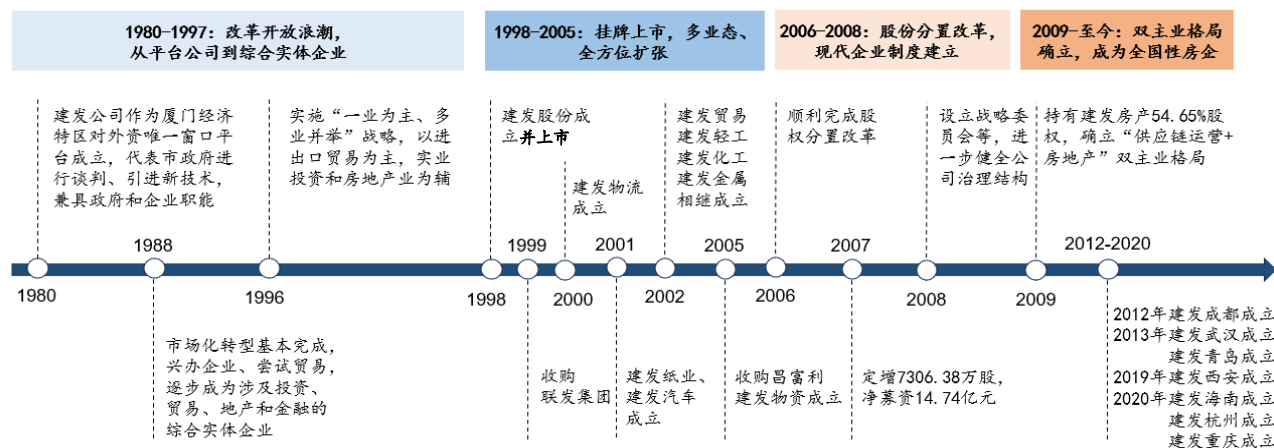
伴随厦门经济特区成立，40 余载积淀成就“供应链+地产”双龙头企业。1980 年，随着改革开放大幕正式拉开，厦门经济特区成为首批四大特区之一，建发股份（600153.SH）母公司建发集团的前身——厦门经济特区建设发展公司伴随厦门经济特区的成立而正式设立。为解决特区建设资金不足的困难，联发集团前身“厦门经济特区联合发展公司”也于 1983 年成立，建发公司代表特区持有其 51% 的股权。从 1980 年至今，在 40 余年的发展历程中，建发股份逐步从政企合一的平台公司成长为“供应链+地产双主业、多业态融合发展”的综合性现代化企业。其发展历程可分为四个阶段：

第一，1980-1997 年，随厦门经济特区而建立，厦门建设发展公司（简称“建发公司”）从政企合一的平台企业逐步发展为综合性实体企业。1980 年 10 月，建发公司和厦门经济特区同期成立。作为厦门经济特区对外引进资金、技术和设备的唯一窗口，建发公司兼具政府和企业双重职能，代表厦门市政府参加所有对外招商谈判和签约，推动了早期厦门经济特区的发展。1981-1984 年建发公司成功开发了厦门市乃至福建省首个中外合作房地产项目——华侨新村。1984 年开始，建发公司开展市场化转型和内部改革，制度上试行岗位聘任制、经营目标责任制，业务上尝试发展贸易业务。1996 年建发公司改制并更名为厦门建发集团有限公司（简称“建发集团”），基本形成“一业为主、多业并举”的发展格局，以进出口贸易为主，实业投资和房地产业并举，其他综合服务业迅速赶上。

第二，1998-2005 年，建发股份成立并挂牌上市，公司进入多业态全方位扩张阶段。1998 年，建发集团将自身与贸易、物流等相关的优质资产折股投入，以募集方式改组设立厦门建发股份有限公司（简称“建发股份”）并成功在 A 股上市。1999 年建发股份收购厦门联发集团 75% 的股份，布局发展房地产开发运营业务。在本阶段，公司先后成立了建发物流、建发纸业、建发汽车、建发金属、建发轻工等供应链业务公司，收购了昌富利（香港）贸易公司，供应链运营业务涉及多种细分业态，进入全方位发展阶段。

第三，2006-2008 年，股份分置改革，现代企业制度建立。2006 年公司制定了 2007-2009 年发展规划，贸易与物流业务全面向供应链运营商转型。同年公司顺利完成股权分置改革，2008 年公司增设战略委员会、投资初审委员会、审计委员会、考核与薪酬委员会等，进一步健全了公司治理结构，现代企业制度基本建立。

第四，2009 年至今，“供应链+地产”双主业确立，聚焦主业快速发展，从区域深耕到全国性双龙头企业。2009 年建发股份与母公司建发集团通过股权置换与现金购买的方式获得了建发房产 54.65% 的股权，并表房地产业务规模扩大，正式确立“供应链运营+房地产”的双主业格局。2012-2020 年公司深耕福建本地市场的同时，加速向全国扩张，先后进入成都、武汉、西安等重点城市。截至 2023H1，公司旗下的“建发房产”和“联发房产”两大品牌合计在全国 70 多个城市进行房地产开发，初步形成全国性战略布局。

图表 1：建发股份历史沿革


数据来源：建发股份官网、建发集团官网，信达证券研发中心

1.1.2 主营业务：供应链与房地产双主业逐步确立

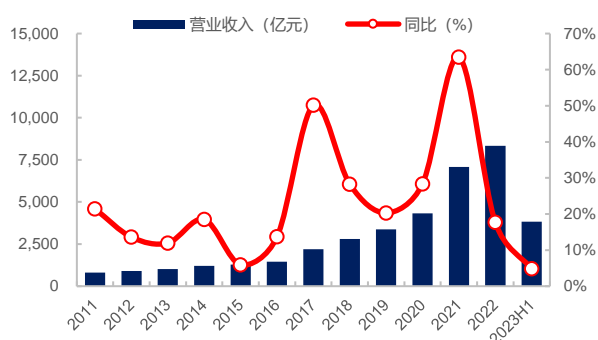
业务涉及领域广泛，供应链运营与房地产开发逐步确立双主业地位。建发股份作为建发集团内上市平台，历史上曾注入涉及外贸、物流、航空、房地产、金融等诸多行业的资产。2006 年建发股份提出贸易与物流业务全面向供应链运营商转型，2009 年建发房产股权由集团公司注入建发股份后，“供应链运营+房地产开发”的双主业格局基本确立，企业愿景为“成为国际领先的供应链运营商、成为中国优秀的房地产运营商”。

图表 2：建发股份主营业务调整过程

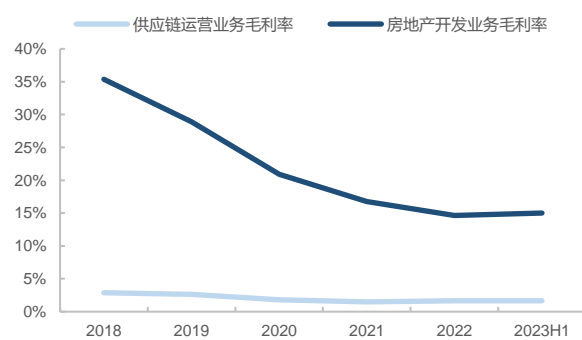
阶段	主营业务	业务特点
1998-2006	进出口贸易	一业为主，多业并举
2006-2009	供应链运营	贸易与物流业务全面向供应链运营商转型
2009 至今	供应链运营、房地产开发	打造“供应链运营+房地产开发”双主业双龙头企业

数据来源：建发股份官网，信达证券研发中心

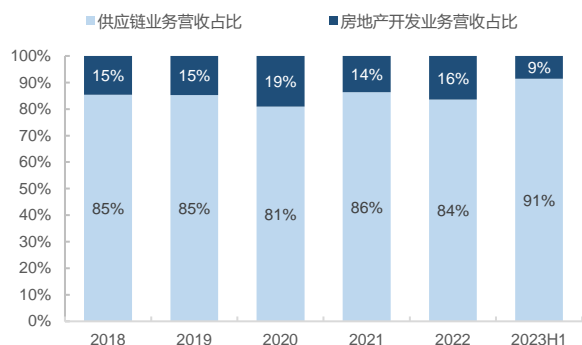
2019 年后公司房地产业务逆势增长，2023H1 建发房产全口径销售额位列全国 TOP10。2018-2022 年公司房地产开发业务年均营收增长 39.95%。根据克而瑞销售排名，子公司建发房产从第 49 位跃居行业第 10 位。若加总建发房产与联发集团销售额，计算公司整体销售排名，则建发股份整体排名可从 2019 年第 32 位提升至 2022 年第 8 位。2023 年上半年子公司建发房产升至第 9 位，联发集团排名较 2022 年大幅上升，从第 43 位跃升至第 26 位。公司整体销售排名可提升至第 7 位。

图表 3：整体营收保持增长，2023H1 有所放缓


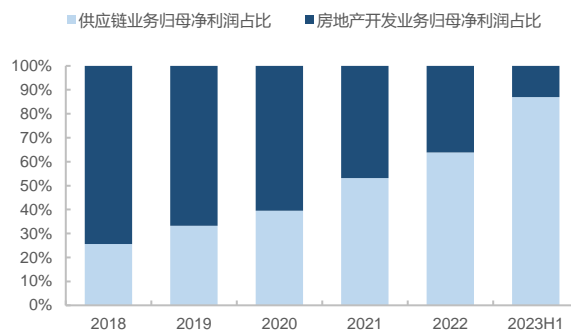
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 4：房地产业务毛利率水平显著高于供应链业务


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 5：2018 年到 2023H1 房地产业务营收占比稳中有升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 6：2018 年到 2023H1 地产归母净利润占比有所下滑


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 7：2020 年后建发股份房地产业务排名迅速提升

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
建发房产	53	49	31	21	10	9
联发集团	74	74	78	59	43	26
建发股份	37	32	20	17	8	7

数据来源：克而瑞，信达证券研发中心。说明：建发股份房企排名为建发房产和联发集团合计重新排名得出

2016 年至今，公司以市场形势变化与政策为导向，适时调整战略与经营计划。

2016 年是“十三五”开局之年，公司判断当年是中国经济结构深化调整的一年、房地产行业集中度进一步提升，制定并开始实施新五年规划，在强调做大做强各核心主业的同时，鼓励支持开拓新业务，积极布局房地产关联产业，推进产业融合发展。在此指引下，公司相继成立建发物流、建发信息技术、建发家具等关联产业链公司。2016 年公司首次进入福布斯全球上市公司前 1000 名（第 919 位）。

2019 年中央继续强调“房住不炒”，公司认为房地产市场不会作为短期经济刺激手段，行业整体增速已经放缓，头部房企的规模、品牌优势更加凸显，公司需要深耕潜力城市。2019 年项目区域已由厦门扩展至全国 30 多个城市。

2022 年公司在年报中指出，房地产市场面临前所未有的挑战，同时行业集中度提升，发展格局进一步分化，公司认为产品力、服务力、融资力和营运能力占优的房企将更具竞争力。区域方面，公司地产业务聚焦一二线核心城市以及强三线城市。运营方面，着力推动房地产业务线数字化运营建设，持续提升运营效率。

图表 8：2016 年以来，建发股份历年发展战略变化

报告年份	当年基本判断	下一年经营计划
2016	<p>-2016 年，是公司实施新五年规划的开局之年，同时也是中国经济结构深化调整的一年。</p> <p>-2016 年，国内房地产市场调控不断升级，行业集中度进一步提升。大型房企通过并购加速获取资源，中小型房企则加速转型，房地产开发企业分化进一步加剧。</p> <p>-创业、教育、物流、养老、度假等广义房地产领域才刚刚起步。广义房地产业在发达国家经济发展中仍然处于支柱地位，而且会随着各类衍生服务得到进一步强化。房地产行业的未来仍然充满机遇。</p>	<p>总体方针：推进五年发展战略，开拓创新，促进公司各核心主业做大做强。</p> <p>-坚持以专业化经营的理念大力发展核心业务板块，开拓创新，不断提升核心主业的竞争力，保持核心业务板块持续发展。</p> <p>-鼓励、支持经营单位开拓新业务，拓展新市场，创新经营模式。</p> <p>-加强干部队伍建设，大胆启用年轻干部，改进绩效考核办法和激励机制。</p> <p>-关注宏观经济形势，管控重大风险，实现业务健康发展。</p> <p>-加强异地平台建设，拓展海外市场。</p>
2017	<p>-2017 年房地产行业集中度进一步提高，各梯队市场份额近年均基本呈现上升趋势，且呈现销售持续向龙头企业集中的态势，房地产行业集中度正加速攀升。</p> <p>-除了单一开发销售模式之外，部分开发商开始切入生活服务业务板块，逐步探索“空间建造”和“生活服务”的统一发展，“硬件”+“软件”轻重并举，快速切入存</p>	<p>总体方针：积极推进五年发展战略规划的落实，聚焦主业，开拓创新，防范风险，提升经营质量和运营效率，促进公司各核心主业继续做大做强。</p> <p>-加强干部建设和企业文宣，营造锐意进取、勇于开拓、艰苦创业的企业氛围。</p> <p>-坚持创新发展的理念，做大做强核心业务板块。</p> <p>-结合国家供给侧结构性改革和经济结构发生变化的新形势，加强市场调</p>

	量运营和生活服务行业，包括商业零售、办公、旅游、养老、租赁、众创共享等，并开始形成产业链协同效应。房地产开发结合服务行业的规模最终会超过房地产开发本身。	研，寻找能发挥自身优势的新业务、新品种，新领域、新模式，通过创新驱动发展。 -持续优化城市布局，多渠道获取优质土地。提升开发速度，确保新增价值。 -加大研发力度，推进产品标准化应用和科技住宅的落地，提高产品竞争力。
2018	-2018 年房地产行业集中程度进一步提高。 -部分开发商开始切入生活服务业务板块，与房地产开发相结合的服务行业的规模，最终会超过房地产开发本身。因此，广义房地产行业未来的发展空间仍非常广阔。	总体方针：聚焦主业，提质增效，防范风险，促进公司创新发展。 -加强党建和干部管理工作，营造勇于担当、主动作为的企业氛围。 -坚持创新发展的理念，核心业务坚持专业化，深耕市场，提升核心竞争力，做大做强做优；围绕主业创新业务模式，积极开拓新的业务品种和新的市场。 -加快周转，提升经营质量和人均效益，追求有效规模；推进信息化平台建设，加强风控体系建设，防范重大风险。 -持续优化区域布局，多渠道获取优质土地资源，加速扩张市场；加大研发力度，不断提高产品竞争力，确保品牌影响力和市场地位。 -土地一级开发业务尽快实现后续土地出让，并积极拓展新的土地一级开发项目；积极对接高铁、轨道、机场以及村发展用地，探索代建+运营的新模式。
2019	-从全国政策层面来看，中央明确继续坚持“房住不炒”定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段，因此房地产调控政策将保持一定的连续性和稳定性，地方政府将因城施策，双向调控，遏制房价过快上涨的同时防范市场急剧降温。 -行业整体规模增速放缓，在当前形势下，头部房企的规模、资金和品牌等优势将更加凸显。	总体方针：聚焦主业，创新发展，防范风险，提质增效。 -制定《建发股份 2021—2025 年发展战略规划》，践行可持续发展之路。 -坚持创新发展，持续聚焦主业，寻找“新模式、新市场、新商品、新客户”，追求高质量发展。 -进一步完善风险控制体系，加强国内外形势分析、行业分析、市场分析，做好各个环节的风险把控，防范重大风险。 -深耕深耕有市场潜力和发展前景的城市，多种渠道获取高质量的土地储备；聚焦客户需求，持续提升产品力和服务力；产业板块按计划推进项目落地，积极寻找拓展机会。
2020	-从行业发展来看，房地产行业将是国民经济长期的支柱性产业，对拉动经济增长具有重要的作用。 -从全国政策层面来看，中央明确继续坚持“房住不炒”定位，出台“集中供地”等政策落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段，因此房地产调控政策将保持一定的连续性和稳定性，地方政府将因城施策，双向调控，遏制房价过快上涨的同时防范市场急剧降温。 -在当前的行业环境下，中小房地产企业生存困难加剧，行业将不断整合，部分兼具规模、资金和运营优势的企业竞争优势将可能持续增强，“强者恒强”是行业未来发展趋势。	总体方针：聚焦主业，开拓创新，防范风险，提质增效。 -专业集团和事业部差异化管理，推动各单位聚焦核心品类，专业化发展。 -完善风控体系建设，加强行业研究和风险信息协同，对重大风险实行预案管控和处置机制，建立风控大数据平台。 -深耕国内市场，加快国际化布局，引进适合公司国际化业务的国内外人才。 -加强数字化建设，推进核心业务板块与部分客商的系统对接，提高协同效率；推进核心业务数据的分析和运用，提升经营决策的数智化水平。 -进一步运用各类金融工具，在控制风险的同时提升竞争力和盈利水平。 -加大对重点区域的市场研判，持续提升运营效率和产品质量，增强品牌竞争力。守住三道红线，优化融资结构，防范资金链风险。聚焦城市更新，提升市场口碑和行业影响力。拓展代建业务规模，加强商业管理业务模式的创新。
2021	-从行业发展来看，房地产行业将是国民经济长期的支柱性产业，对拉动经济增长具有重要的作用。 -2021 年，中央围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的目标，继续坚持“房住不炒、因城施策”的政策主基调，在供需两端精准调控，从而推动房地产行业平稳健康发展。 -2021 年，房地产严峻的政策环境、市场环境进一步倒逼行业整合和变革，行业集中度不断提升，行业发展格局进一步分化，行业梯队已经形成，竞争格局分化加剧。随着 22 个重点城市施行两集中供地新政的实施，对企业现金流管控能力提出更高挑战，具备更好现金流匹配能力和融资能力的房企更具竞争力。	总体方针：提质增效，开拓创新，聚焦主业，稳中求进。 -推动各单位聚焦主业，坚持专业化经营、坚持创新发展理念，支持核心业务向上下游产业链延伸，进一步提高市场占有率和竞争力。 -优化融资结构，控制负债规模，金融工具为核心业务赋能，确保运营安全。 -完善风控体系建设，加强行业研究和风险信息协同，做好对重大风险的识别和防范，建立预案管控和处置机制，确保稳健经营。 -加强数字化建设，推进公司供应链业务“数智化”平台和房地产业务数据流程平台的建设，提高管理效能。 -加大住宅产品研发力度，提升产品创新能力，继续保持“产品力”及“客户满意度”的核心竞争力。 -提升物业服务能力和资源整合能力，精进服务品质，保持品牌美誉度。
2022	-2022 年，国内房地产市场经历了前所未有的挑战，商品房销售规模大幅下降，消费者购房信心疲弱。 -行业集中度不断提升，行业发展格局进一步分化。在“房住不炒”的政策主基调下，房企将持续加速洗牌，在产品力、服务力、营运能力和融资能力方面具备优势的房企将更具竞争力。	总体方针：聚焦主业，提质增效，防范风险，开拓创新。 -坚持创新发展理念，深化“专业化”战略。房地产业务进一步优化管控模式，合理授权。聚焦产品和服务优势打造，提升产品的研发创新能力和标准化能力，完善“建发建筑符号”的产品体系建设。 -聚焦优势区域，优化业务布局。房地产业务围绕获取“流动性高+利润优+地段好”项目，深耕经济增长好、人口净流入的一二线城市及强三线城市。

市。

- 加强数字化建设。推进房地产业务数据流程平台的建设，以数字化手段驱动风控流程、管理流程的高效运行，持续提升运营效率。
- 优化融资结构，拓展融资渠道，控制融资成本，运用各类金融工具为公司核心业务赋能。加大资本运作力度，降低资产负债率。加强现金流管理，确保资金流动性安全。
- 完善风控合规体系建设。房地产业务加强合规和业务流程管理，加大库存去化力度，做好交付和售后服务。

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 公司治理：股权相对集中

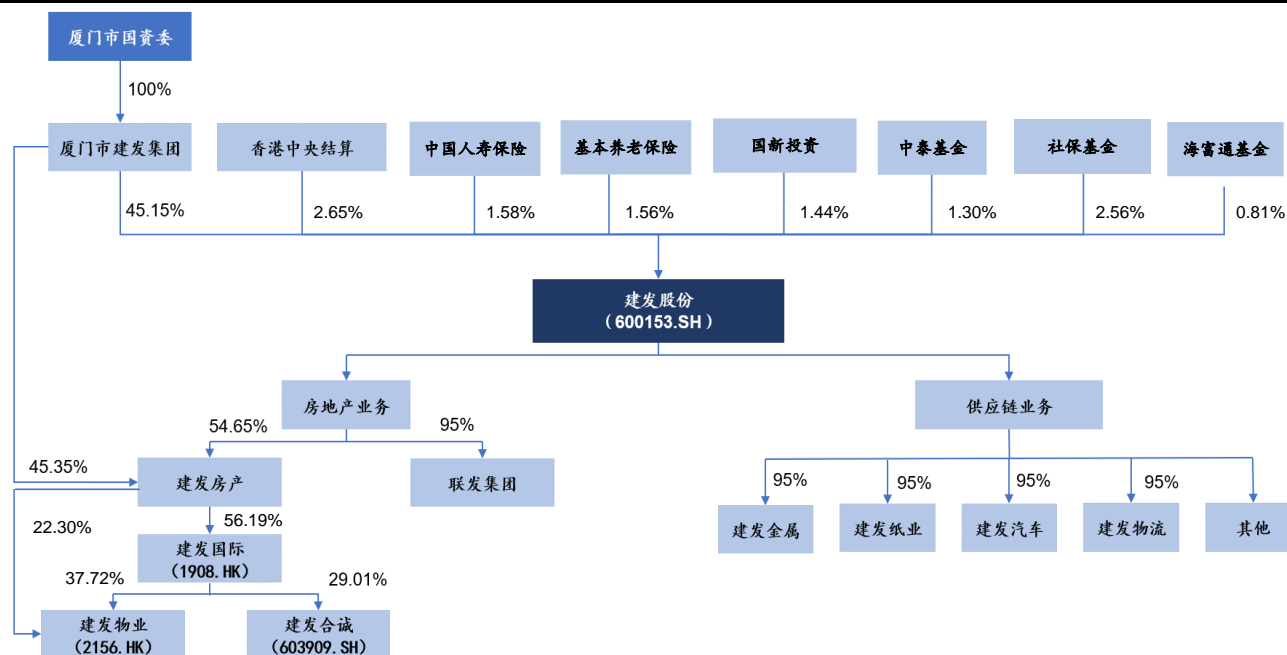
1.2.1 股权结构：集团实力雄厚、地方国资主导

公司股权结构集中并保持稳定，由厦门地方国企建发集团控股。截至 2023H1，厦门建发集团持有建发股份的股权比例为 45.15%，为公司控股股东。建发集团是厦门市属国有企业，主营业务涵盖供应链运营、城市建设与运营、旅游会展、医疗健康和产业投资，建发集团以 1259.7 亿美元营收（2022 年）位列 2023 年《财富》世界 500 强企业第 69 位，连续 7 年入选该榜单，为社会创造直接就业岗位约 6 万个。

公司前十大股东中，除建发集团以外，其他股东为保险、基金、外资或其他投资机构。包括香港中央结算、中国人寿保险、基本养老保险、国新投资、中泰基金、社保基金、海富通基金等，分别持股 2.65%、1.58%、1.56%、1.44%、1.30%、2.56%、0.81%。

集团业务多元，子公司分工明确。截至 2023H1，建发集团体系内拥有 5 家上市主体：建发股份、建发国际、建发物业、建发合诚和建发新胜。建发股份主营为供应链运营和房地产开发运营。建发国际集团主营为房地产开发和新兴产业投资。2018 年建发房产与控股子公司建发国际集团在业务定位上做了划分，建发房产主要负责土地一级开发和商业运营，建发国际集团主要负责房地产开发、物业管理和新兴产业投资。

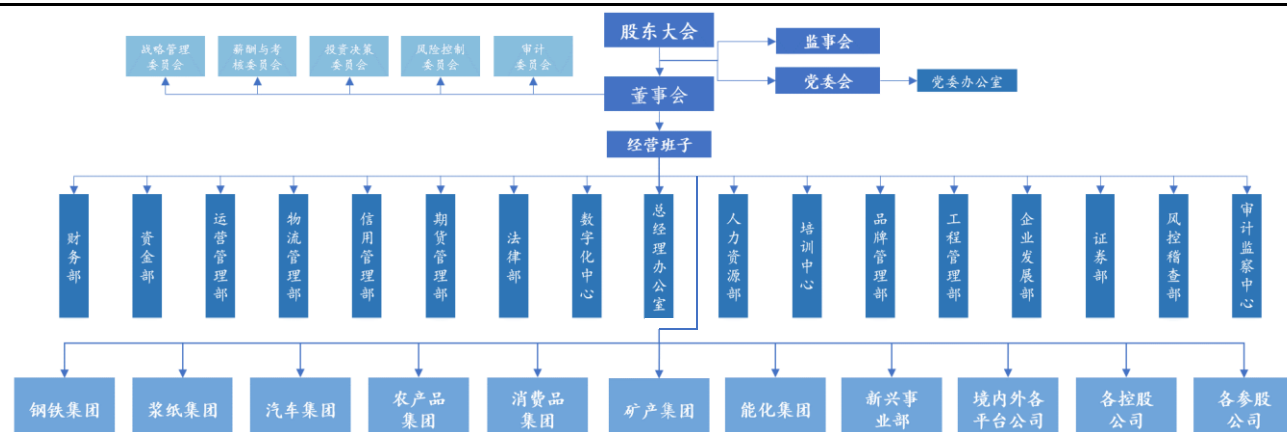
建发物业主营物业运营。2021 年 3 月，建发国际集团分拆建发物业在港独立上市。今年 3 月，建发国际集团以发行代价股份及现金支付方式，回购建发物业 35% 股份，完成对建发物业的重新并表。建发合诚主营为工程咨询与服务。

图表 9：建发股份股权结构（截至 2023H1）


数据来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

1.2.2 管理架构：企业制度健全、内控机制完善

现代企业制度健全，内控体系完善。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”的三级风险管控体系，董事会层面由风险控制委员会开展领导工作，总部职能层面由风控稽查、审计监察等多个职能部门合作开展，最后业务层面由子公司管理层和相关部门履行风险管控职责。在“专业化”理念指引下，公司针对供应链业务和房地产业务不同业务领域设立了对应子公司实施专业化管理。

图表 10：建发股份组织结构（截至 2023H1）


数据来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2.3 管理层：管理层根植于内部，推出多轮股权激励计划

公司管理层根植于集团与公司内部。公司董事长郑永达先生 1998 年加入建发股份进出口部后，先后任职建发包装总经理、建发纸业总经理，2004 年重回建发股份公司后，历任总经理助理、常务副总经理、总经理，2020 年正式担任建发股份党委书记和董事长。

两期限制性股权激励，协调股东与管理层利益，助力公司治理市场化发展。公司分别于2020年11月和2022年5月推出了两期股权激励计划：第一期授予对象共294人，授予2835.20万股，价格5.43元/股，第二期授予对象共1066人，首次授予11453.69万股，价格5.63元/股。对比第一次股权激励，第二次激励对象范围与金额均有明显提高，依托市场化手段协调股东与管理层利益，推动公司利益最大化。

图表 11：建发股份管理层基本情况（截至 2023H1）

姓名	职务	学历	年龄	简介
郑永达	董事长	本科	51	任本公司党委书记、董事长、建发集团党委副书记、董事、总经理，曾任厦门建发纸业有限公司总经理、本公司党委副书记、常务副总经理、总经理等职。
黄文洲	副董事长	硕士	58	任本公司副董事长、建发集团党委书记、董事长，曾任本公司总经理、董事长、建发集团党委副书记、总经理等职。
叶衍榴	董事	本科	50	任本公司董事、建发集团副总经理，曾任本公司监事会主席、建发集团法律事务部总经理、法务总监、总法律顾问等职。
邹少荣	董事	硕士	47	任本公司董事、建发集团总法律顾问、投资总监、董事会秘书，曾任建发集团法律事务部总经理、法务总监等职。
林茂	董事、总经理	硕士	55	任本公司党委副书记、董事、总经理，曾任本公司董事会秘书、副总经理等职。
陈东旭	董事、副总经理	硕士	52	任本公司党委委员、董事、副总经理、建发集团董事等职，曾任厦门建发汽车有限公司总经理等职。
林涛	独立董事	博士	51	任本公司独立董事，厦门大学会计系教授，厦门大学管理会计研究中心成员。
陈守德	独立董事	博士	47	任本公司独立董事，厦门大学管理学院会计系副教授。
吴育辉	独立董事	博士	44	任本公司独立董事，厦门大学管理学院财务学系主任。
林芳	监事会主席	硕士	53	任本公司监事会主席、建发集团审计总监、纪委副书记，曾任本公司监事、建发集团审计部总经理、董事会秘书等职。
李玉鹏	监事	本科	34	任本公司监事、建发集团法律事务部总经理等职，曾任建发集团法律事务部副总经理等职。
王曦	职工监事	本科	26	任本公司职工监事、风控稽查部文员。
王志兵	副总经理	硕士	54	任本公司党委委员、副总经理等职，曾任本公司贸易管理部总经理、贸易管理总监等职。
江桂芝	副总经理、董事会秘书	本科	52	任本公司副总经理、董事会秘书等职，曾任本公司财务部总经理、财务总监等职。
许加纳	副总经理	硕士	44	任本公司副总经理等职，曾任本公司财务部总经理、财务总监等职。
程东方	副总经理	本科	44	任本公司副总经理等职，曾任厦门建发纸业有限公司总经理、本公司总经理助理等职。
吕荣典	副总经理	本科	45	任本公司副总经理等职，曾任厦门建发物产有限公司总经理、本公司总经理助理等职。
魏卓	财务总监	本科	43	任本公司财务总监、财务部总经理，曾任建发物流集团有限公司财务总监、厦门建发纸业有限公司财务总监等职。

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

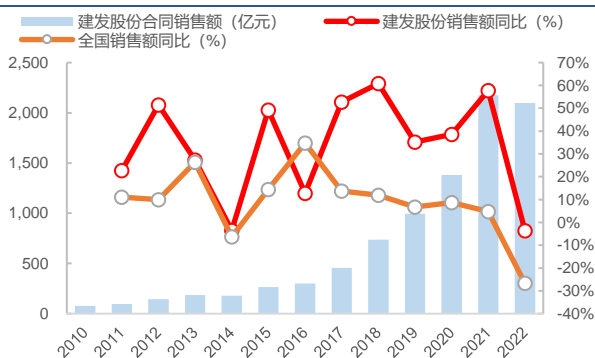
2 地产销售：规模快速提升，产品迭代升级

2.1 销售规模：规模持续增长，排名快速提升

2022 年调整周期增速保持韧性，排名逆势提升。2022 年全年建发股份累计实现合同销售面积 1010.33 万平方米，累计销售金额 2097.25 亿元，2022 年销售额同比小幅下降 3.6%，但仍然优于同期全国销售额表现（下跌 26.73%）。根据克而瑞数据，相较于其他龙头房企，2022 年建发股份全口径销售额（建发房产+联发集团）下跌幅度相对较小。

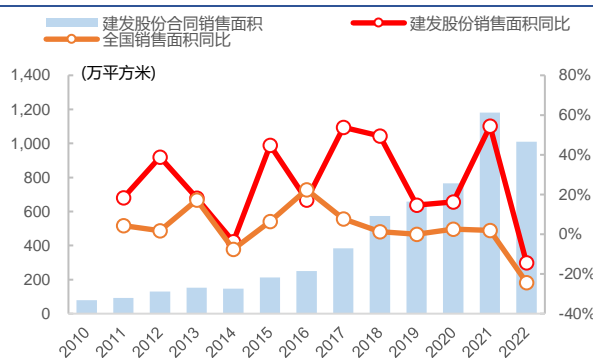
均价方面，2022 年公司销售均价同比上升 13%，一方面反映在区域布局方面，2019 年后重新聚焦高能级城市；另一方面表明公司改善型为主的产品品质不断提升，通过增强交付力与产品力，品牌形象和溢价能力也获得市场认可，在市场调整周期内价格保持较强韧性。公司销售额市场占有率从 2010 年的 0.15% 稳步提升至 2022 年的 1.57%。

图表 12：建发股份销售额增速长期保持超全国水平



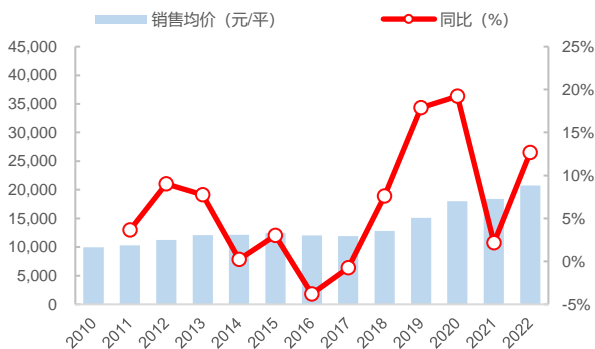
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心。注：建发股份子公司建发房产和联发集团合并计算

图表 13：2022 年销售面积回落幅度低于全国水平



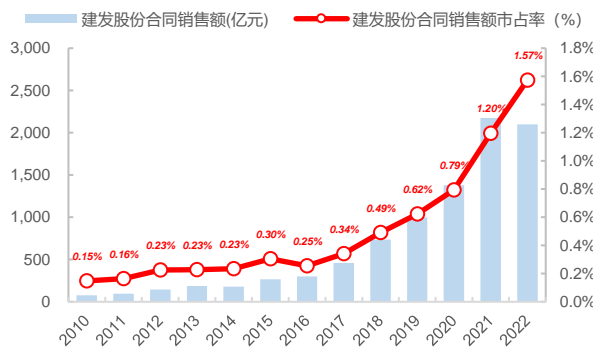
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 14：行业调整周期中销售均价仍保持较高速度增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 15：2022 年建发股份销售额市占率提升至 1.57%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

2018-2021 年销售额增速整体平稳，在头部房企中占据领先地位。从销售额增速来看，2010-2017 年期间，建发股份销售金额增速波动较大，但期间复合增速达到 28.73%，领先于全国复合增速。2017 年后，公司每年销售金额与销售面积同比增速继续超过全国平均增速水平。在主要头部房企中，公司销售稳定性也占据领先地位，除 2022 年之外，每年均保持较快增长。

图表 16：建发股份全口径销售额增速在百强房企中保持优势（单位：亿元）

统计年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 年 1-8 月
建发股份	477	685	866	1,114	1,711	2,310	2,158	1,610
增速(%)		44%	26%	29%	54%	35%	-7%	34%
保利发展	2,203	3,150	4,050	4,702	5,028	5,385	4,573	2,990
增速(%)		43%	29%	16%	7%	7%	-15%	6%
万科地产	3,622	5,239	6,069	6,312	7,011	6,203	4,202	2,463
增速(%)		45%	16%	4%	11%	-12%	-32%	-12%
中海地产	1,925	2,014	2,688	3,301	3,634	3,710	2,955	2,114
增速(%)		5%	33%	23%	10%	2%	-20%	17%
华润置地	1,080	1,512	2,106	2,430	2,850	3,158	3,013	2,077
增速(%)		40%	39%	15%	17%	11%	-5%	21%
碧桂园	3,090	5,500	7,287	7,715	7,888	7,588	4,643	1,889
增速(%)		78%	32%	6%	2%	-4%	-39%	-41%
招商蛇口	735	1,126	1,705	2,206	2,780	3,268	2,926	2,061
增速(%)		53%	51%	29%	26%	18%	-10%	24%
绿城中国	1,136	1,457	1,564	1,354	2,146	2,666	2,128	1,180
增速(%)		28%	7%	-13%	59%	24%	-20%	-7%
龙湖集团	858	1,560	2,007	2,425	2,706	2,901	2,033	1,231
增速(%)		82%	29%	21%	12%	7%	-30%	-3%
滨江集团	330	615	850	1,121	1,364	1,691	1,539	1,133
增速(%)		86%	38%	32%	22%	24%	-9%	22%

数据来源：克而瑞，信达证券研发中心。注：建发股份数据根据建发房产与联发集团相加得到

2.2 城市分布：逐步形成全国化布局、重点城市占有率提升

秉持“布局全国、区域聚焦、城市深耕”战略，持续扩大销售规模。2014-15 年三四线城市面临商品房较高库存压力，公司 2015 年遵循“立足厦门、深入海西、布局全国”发展战略，持续巩固省内三四线城市的优势地位，并逐步进入高能级城市开展项目储备。2017-2018 年，核心城市调控政策趋严，棚改带动三四线楼市复苏。2018 年公司适时调整发展战略，将“布局全国”提升至首位，重点聚焦长三角、华南等地区的高能级城市。从 2022 年销售情况看，公司坚持城市深耕战略卓有成效，厦门、福州等福建地区市占率基本保持稳定，北京、上海等高能级市场占比提升，有力带动整体销售额快速增长。

深耕福建，走向全国，重点城市市占率持续增长。根据公司 2022 年年报，公司开展房地产开发业务已有数十年时间，现已布局厦门、上海、杭州、苏州、无锡、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及其他优势的三线城市，形成一、二、三线城市强有力的互补优势。根据中指院数据计算，2021-2022 年公司在厦门、南昌、无锡、福州、南宁、漳州、莆田、六安的市占率超 5%，其中厦门、莆田、漳州市占率较高，分别为 21.14%（2022 年）、15.79%（2021 年）、11.15%（2021 年）。子公司建发房产在深耕厦门、福州、漳州、莆田等省内城市的同时，外拓主攻上海、成都、苏州等高能级城市；子公司联发集团在省外积极尝试赣州、江门、镇江等具有一定潜力的三四线城市。

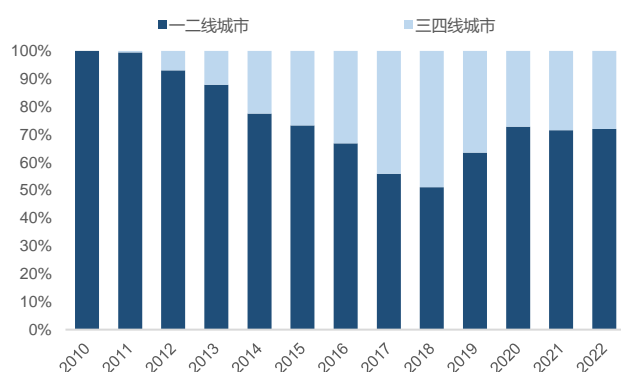
图表 17：2022 年建发股份在主要布局城市的市占率表现

能级	城市	新房销售额（亿元）					建发股份全口径销售额（亿元）					建发股份全口径销售额市占率				
		2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
一线	上海	5,098	5,615	6,862	7,283	7,643	2	61	90	127	212	0.04%	1.08%	1.32%	1.75%	2.78%
	北京	2,771	3,869	4,188	5,555	4,417	-	-	6	51	65	-	-	0.16%	0.93%	1.47%
	深圳	3,908	4,517	5,193	4,711	-	8	11	8	4	17	0.19%	0.24%	0.15%	0.09%	-
	广州	2,675	3,584	4,612	5,505	3,892	-	4	9	20	12	-	0.10%	0.19%	0.36%	0.31%
二线	厦门	-	-	1,215	1,687	1,219	13	100	256	362	258	-	-	21.05%	21.46%	21.14%
	成都	3,103	2,986	3,379	4,248	3,593	9	29	24	83	97	0.29%	0.99%	0.72%	1.95%	2.69%
	南宁	1,358	1,517	1,581	1,240	885	26	9	38	64	53	1.88%	0.59%	2.43%	5.19%	5.95%
	南昌	-	-	-	-	538	17	9	9	11	56	-	-	-	-	10.44%

	南京	1,937	2,209	3,056	3,831	2,204	0	11	44	100	87	0.00%	0.49%	1.43%	2.60%	3.94%
	无锡	-	-	1,313	1,532	898	2	38	72	122	57	-	-	5.47%	7.96%	6.34%
	苏州	1,590	1,952	2,461	2,586	2,216	61	55	71	49	55	3.85%	2.83%	2.88%	1.91%	2.49%
	贵阳	-	-	-	-	676	-	-	4	18	20	-	-	-	-	2.93%
	福州	-	1,569	1,599	1,962	1,115	5	49	69	29	56	-	3.10%	4.34%	1.50%	5.03%
	宁波	-	3,124	3,412	3,402	2,026	0	0	0	12	58	-	0.00%	0.00%	0.36%	2.86%
	杭州	1,591	1,532	1,509	3,595	-	52	54	34	159	92	3.29%	3.52%	2.28%	4.41%	-
	长沙	1,574	1,537	1,788	1,991	1,218	25	30	81	32	18	1.59%	1.98%	4.54%	1.62%	1.46%
	重庆	3,854	3,175	2,811	3,030	1,260	35	41	36	38	9	0.90%	1.29%	1.27%	1.25%	0.73%
三四线	漳州	640	698	637	664	-	5	29	28	74	73	0.85%	4.18%	4.44%	11.15%	-
	莆田	287	385	379	472	-	29	16	46	75	68	10.08%	4.20%	12.14%	15.79%	-
	张家港	328	283	329	294	167	31	35	27	16	7	9.39%	12.46%	8.22%	5.51%	4.23%
	六安	-	248	212	204	110	-	-	-	2	7	-	-	-	1.20%	6.34%
	珠海	651	1,198	1,412	1,628	651	-	4	12	19	6	-	0.30%	0.82%	1.15%	1.00%
	常熟	190	314	254	327	229	-	-	2	7	4	-	-	0.68%	2.00%	1.95%
	太仓	183	214	205	483	295	1	16	45	25	2	0.66%	7.50%	21.82%	5.08%	0.58%
	富阳	211	257	333	335	147	-	-	-	4	3	-	-	-	1.31%	2.06%

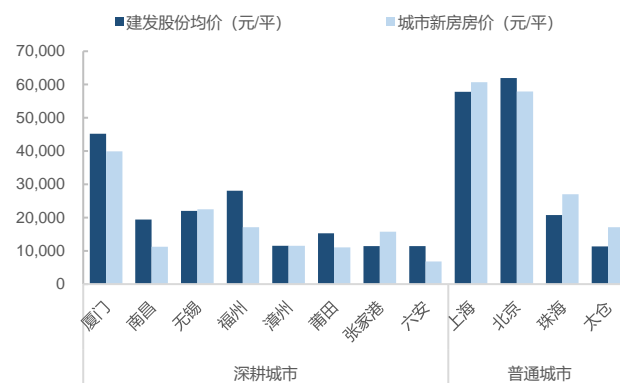
资料来源: Wind, 中指数据, 信达证券研发中心。注: (1) 新房销售额为各城市商品房销售额, 来自各地统计局。(2) 建发股份全口径销售额来自中指研究院。

图表 18: 2018 年后聚焦一二线城市, 销售面积占比回升



资料来源: 中指数据, 信达证券研发中心

图表 19: 深耕城市 2022 年产品均价普遍高于城市新房均价



资料来源: Wind、中指数据、漳州市统计局、莆田市统计局, 信达证券研发中心。注: 深耕城市定义为市占率>5%

2.3 主要产品: 差异化发展, 产品研发持续迭代

2018 年以来, 改善类产品重要性日益提升。在此背景下, 建发股份长期深耕市场积累的良好口碑、凸显人文特质的差异化住宅开发经验为公司带来了发展新机遇。

匠心产品打造差异化品牌竞争力, 住宅产品线不断完善。根据我国家庭住房需求变化, 建发股份旗下子公司分别推出差异化的改善型产品, 形成相互补充的完善住宅产品线: 建发房产以“建设东方, 发献大美”为主张, 打造了“王府中式”、“禅境中式”两类新中式产品; 联发集团以人文精神为指引, 凝炼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。

产品研发持续迭代。在“王府中式、禅境中式”产品的基础上, 2022 年公司又首推“山水唐风”新中式产品及“新现代”产品系列, 打造产品独特的吸引力和竞争力, 强化“建发”品牌的价值。联发集团聚焦现代人文的品质生活, 关注新生代群体的需求转变, 首创的“新厦门装饰风”产品在厦门、深圳等城市落地。

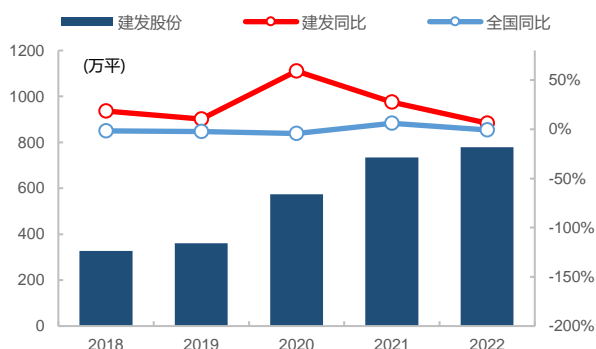
图表 20：建发房产主要产品线


资料来源：建发房产官网，信达证券研发中心

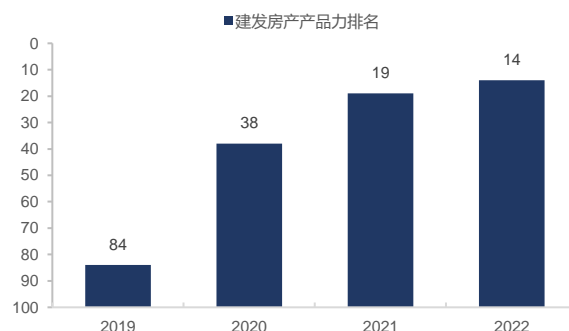
图表 21：联发集团主要产品线


资料来源：联发集团官网，信达证券研发中心

竣工交付保持稳健，近年产品力持续提升。2021 年后中小房企信用事件频繁出现，房企竣工交付能力备受市场关注。2022 年在行业调整、疫情等因素影响下，建发股份权益口径竣工面积仍然实现 6.21% 的增长，同期全国商品房竣工面积下降 0.63%。建发股份子公司建发房产以改善型产品为主，在克而瑞《中国房企产品力 TOP100》榜单中的产品力排名逐年上升，2022 年以第 14 位的名次创下历史新高。

图表 22：建发股份竣工面积持续增长


资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

图表 23：建发房产品力排名持续提升


资料来源：克而瑞《中国房企产品力 TOP100》（2019-2022 年），信达证券研发中心。注：联发集团未上榜。

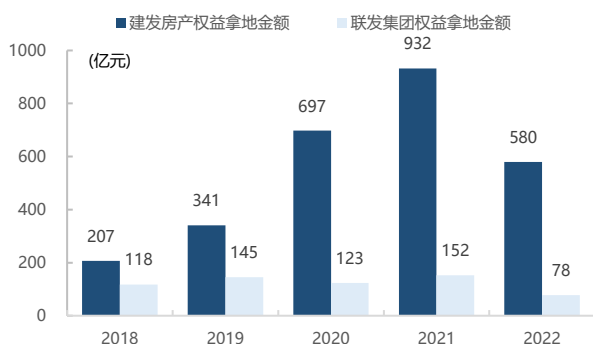
3 土地投资：拿地规模行业领先，仍存补库空间

3.1 投资强度：2022 年以来销售高增，积极补充土储

2018 年以来建发股份权益拿地金额稳中有升，2023 年 1-8 月累计权益拿地金额略超 2020 年同期。从公司公告的拿地权益金额来看，联发集团拿地金额保持稳定；建发房产权益拿地金额保持较快增长，2021 年达到 932 亿元。2023 年 1-8 月建发股份累计权益拿地金额为 424 亿元，略超 2020 年同期。在行业土地购置和开发投资增速偏弱的背景下，我们认为公司仍然保持较高的土地投资金额，有望继续巩固土储规模。

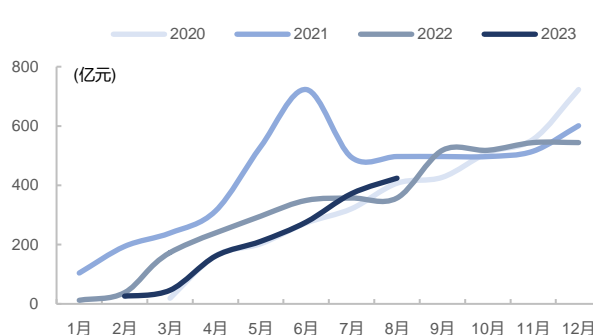
2021 年以后建发房产新增土地货值排名持续上升。根据克而瑞统计，2021-2022 年公司新增土地货值排名从第 12 位上升至第 10 位，2023 年 1-8 月排名进一步升至第 4 位。在销售表现具备韧性的条件下，我们认为今年下半年公司或继续补充土地储备，或为未来销售与业绩提供有力支撑。

图表 24：建发股份权益拿地金额稳中有升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 25：2023 年 1-8 月权益拿地金额略超 2020 年同期



资料来源：中指研究院，信达证券研发中心

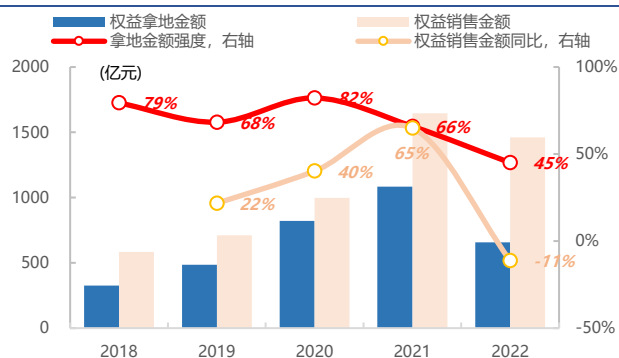
图表 26：2021 年以后建发房产新增土地货值排名持续上升

名次	房企简称	2023 年 1-8 月新增土地货值(亿元)	名次	房企简称	2022 年新增土地货值(亿元)	名次	房企简称	2021 年新增土地货值(亿元)
1	华润置地	1828.8	1	保利发展	2514.80	1	碧桂园	5833.2
2	万科地产	1323.6	2	华润置地	2393.80	2	保利发展	3995.1
3	保利发展	1170.1	3	中海地产	1787.00	3	万科地产	3940.3
4	建发房产	1020.6	4	万科地产	1716.20	4	中海地产	3372.0
5	绿城中国	1007.0	5	滨江集团	1543.20	5	绿城中国	3064.3
6	滨江集团	875.7	6	招商蛇口	1466.80	6	龙湖集团	2880.7
7	招商蛇口	762.6	7	越秀地产	1162.40	7	华润置地	2843.4
8	中海地产	750.2	8	绿城中国	1036.00	8	招商蛇口	2414.4
9	中国铁建	663.3	9	中国铁建	944.00	9	新城控股	2164.9
10	龙湖集团	630.0	10	建发房产	908.50	10	中国金茂	2017.7
11	越秀地产	591.1	11	广州地铁	747.90	11	融创中国	1947.6
12	华发股份	424.6	12	华发股份	717.60	12	建发房产	1766.6
13	长隆集团	408.0	13	深圳地铁	674.00	13	旭辉集团	1698.5
14	中国金茂	339.6	14	龙湖集团	670.60	14	越秀地产	1666.3
15	保利置业	295.6	15	中信泰富	660.30	15	中国铁建	1562.1
16	伟星房产	285.6	16	中国金茂	488.70	16	金地集团	1491.5
17	广州城投	283.6	17	国贸地产	429.70	17	卓越集团	1296.6
18	中建玖合	264.2	18	中交房地产	417.20	18	融信集团	1183.2
19	大家房产	208.1	19	伟星房产	410.80	19	中梁控股	1164.0
20	碧桂园	205.8	20	中建东孚	403.30	20	绿地控股	1139.7

资料来源：克而瑞，信达证券研发中心

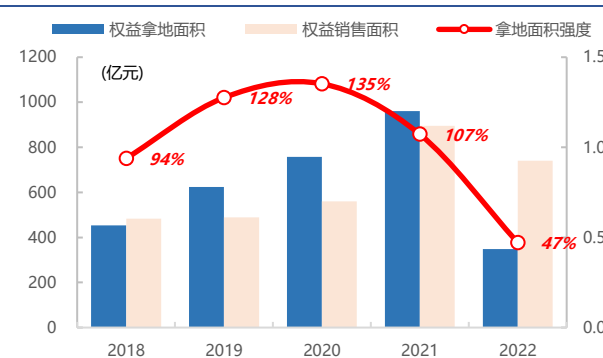
2018-2020 年拿地强度上升，随后有所回落，金额强度保持在 50%左右。2018 年到 2022 年公司整体保持积极稳健的顺周期拿地节奏，销售额增速上行期加大投资强度。2018 年后建发房产销售额反超联发集团，在投资强度方面保持积极。2021 年之后，在稳健经营的政策导向下，公司土地投资强度小幅回落，保持一定投资力度的同时，有助于提高经营的财务稳健性。2022 年，克而瑞统计百强房企拿地金额强度下降至 18%，全行业土地投资收缩的背景下，公司权益拿地金额与拿地面积强度分别保持在 45%、47%的较高水平。

图表 27：2022 年权益拿地金额强度回落



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 28：2021-22 年拿地面积强度回落

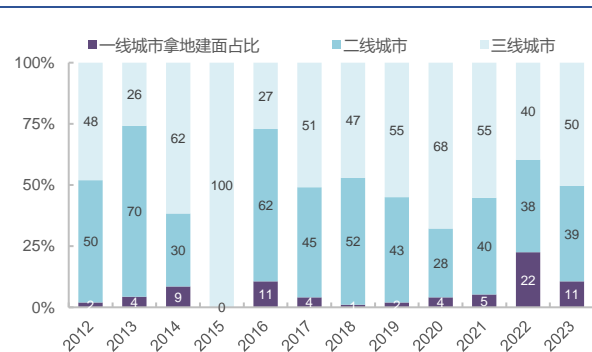


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 拿地布局：2016 年后全国布局加速，兼顾高能级与下沉市场

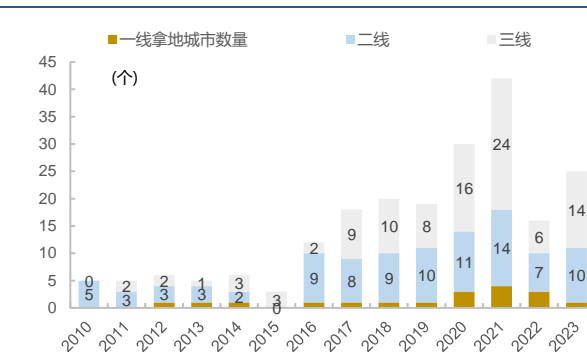
2010-2015 年以区域经营为主，2016 年后加快全国化脚步。从拿地城市数量来看，根据中指院统计，2010-15 年，建发股份拿地布局城市不足 5 个。2014 年在厦门、漳州、上海、苏州拿地，2015 年公司仅在泉州和苏州拿地。区域化拿地布局波动较大，也不利于业绩稳定。2014 年 12 月，建发集团通过下属全资子公司益能国际协议收购西南环保 75% 的股权，西南环保主要在广西南宁从事地产开发及运营业务。2016 年西南环保更名为“建发国际集团”，建发集团地产业务实现借壳上市。2016 年后拿地城市数量明显增多，全国化脚步加快。

图表 29：2021 年后一线与二线城市拿地建面占比提升

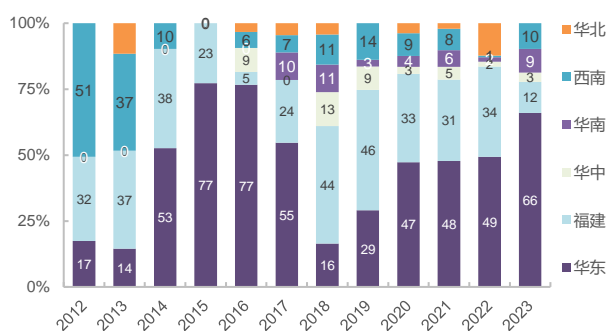


资料来源：中指研究院，信达证券研发中心。注：截至 2023/8

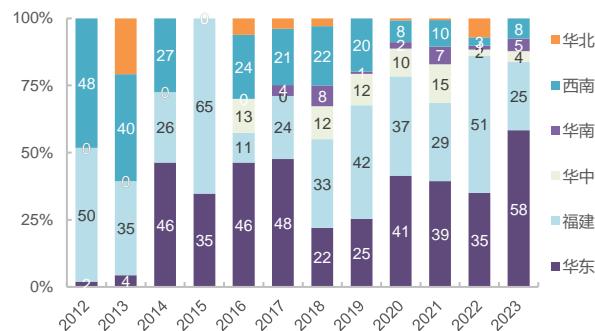
图表 30：2016 年后开启全国化布局



资料来源：中指研究院，信达证券研发中心。注：截至 2023/8

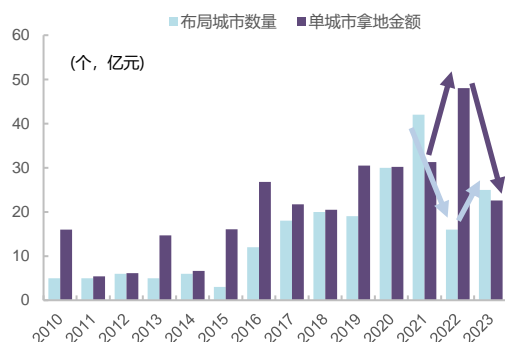
图表 31：华东与福建区域新增拿地金额占比高


资料来源：中指研究院，信达证券研发中心。注：截至 2023/8

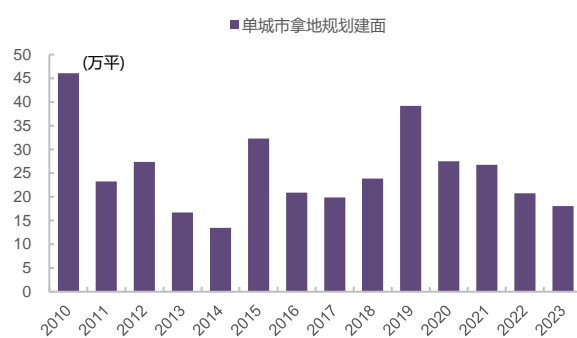
图表 32：沿海地区城市新增规划建面占比较高


资料来源：中指研究院，信达证券研发中心。注：截至 2023/8

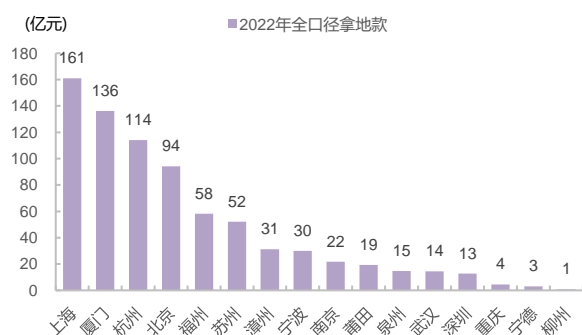
2021 年以来公司加大一二线城市占比，兼顾高能级与下沉市场。2021-22 年建发股份加大了一二线城市拿地面积占比。作为公司地产业务主力，子公司建发国际集团 2022 年全口径拿地金额中一二线城市占比约 91%。根据中指研究院数据，2022 年建发股份也保持一定的二线三线城市拿地面积比例（38%、40%），我们认为可能源自公司对福建等地区优质二三线城市的长期深耕拓展。城市方面，公司地产业务布局全国 70 余城市，2022 年漳州、上海、厦门、杭州、泉州为公司全口径拿地建面规模最大的 5 个城市。

图表 33：2022 年拿地城市数量增加，单城金额减少


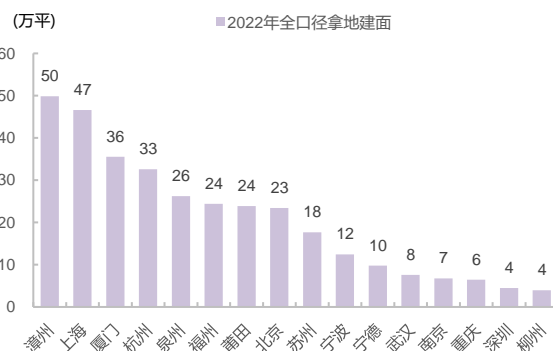
资料来源：中指研究院，信达证券研发中心。注：截至 2023/8

图表 34：2022 年单城拿地面积有所降低


资料来源：中指研究院，信达证券研发中心。注：截至 2023/8

图表 35：2022 年上海、厦门、杭州拿地金额最高


资料来源：中指研究院，信达证券研发中心

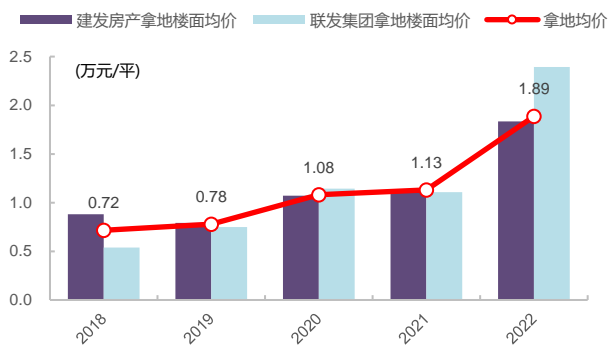
图表 36：2022 年漳州、上海、厦门拿地面积最大


资料来源：中指研究院，信达证券研发中心

3.3 拿地价格：溢价率适中，2022 年地价压力有所上升

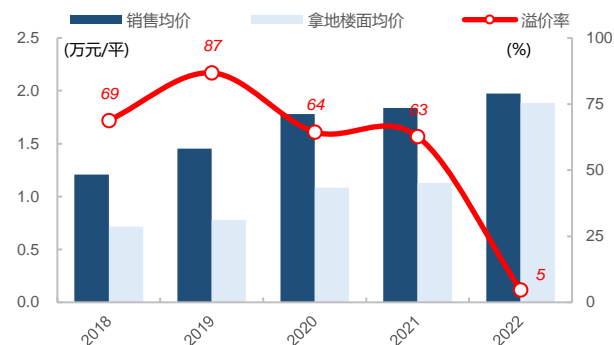
拿地楼面均价稳步上升，盈利空间充裕。2018-2021 年，公司拿地均价稳步上升，同时销售均价相比拿地楼面均价的溢价率均在 60%以上，存在较为充裕的盈利空间。2022 年，公司加强了一线城市核心区位的土地储备，拿地均价大幅上升。未来公司可能存在一定的毛利收缩压力。

图表 37：2020 年以来拿地楼面均价上升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：权益拿地口径

图表 38：2023 年拿地楼面价增幅较大

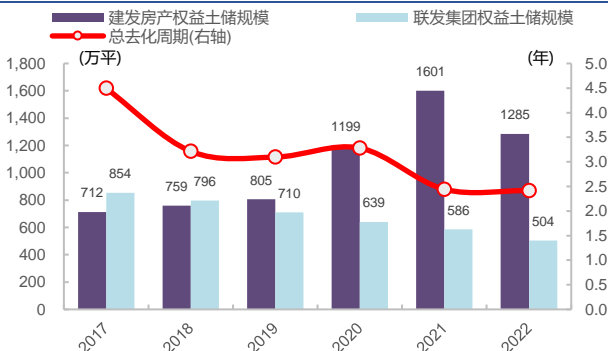


资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：权益拿地口径

3.4 土储分布：二线三线为主，加大一线城市占比

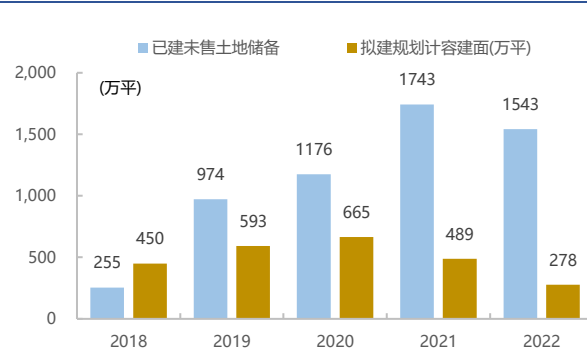
土储规模增长慢于销售，近年来积极补充土地储备。2017 年到 2022 年期间，公司拿地未售口径土储建面规模持续增长，不过销售面积增速也较高，2022 年拿地未售去化周期不足 3 年，因此近年来也积极补充土地储备。拟建土储规划建面自 2020 年后有所回落。2022 年末售土储规模达到 1543 万平，相比 2021 年有所下降。从子公司分项看，建发房产权益土储规模增长较快，联发集团权益土储 2017 年后有所降低。

图表 39：建发房产权益土储规模较高但去化周期短



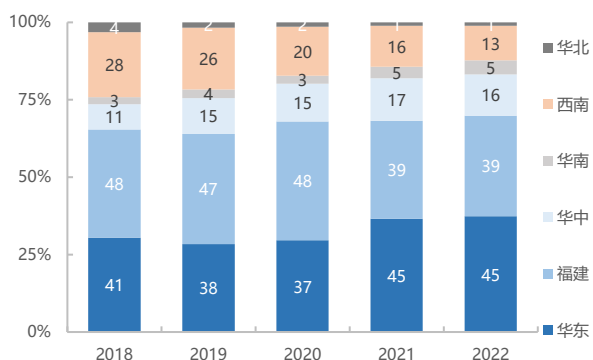
资料来源：Wind，信达证券研发中心。注：权益土储为公司披露，包括待开发及已开发未售建面

图表 40：当前住宅未售口径土储规模充裕

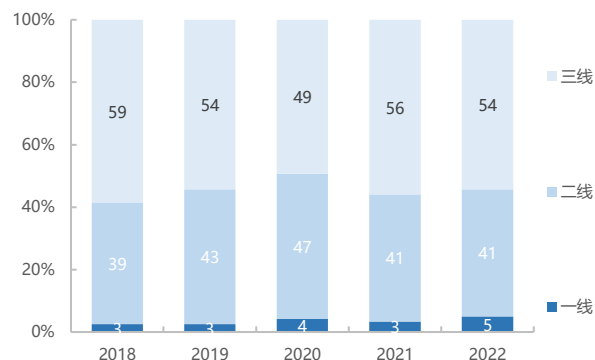


资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：根据项目表统计

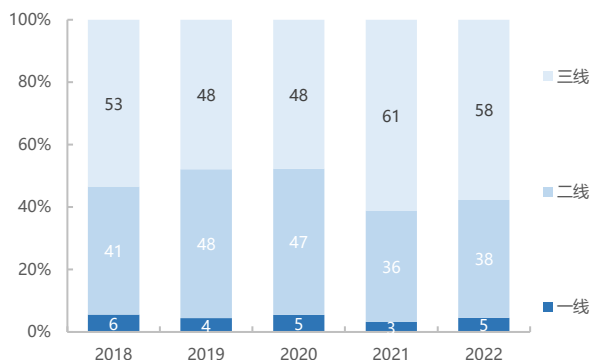
目前土储布局主要分布在二线和三线，在不同能级城市获取优质地块。当前拿地聚焦一二线及华东、福建地区重点城市。2022 年存量未竣工土储中，一线/二线/三线占比分别为 5%/ 41%/ 54%。拿地区域方面，重点深耕华东、福建等沿海地区，2022 年末竣工土储中，华东（45%）、福建（39%）占比最高，在华中（16%）、西南（13%）等区域也有大量土地储备。2021-22 年建发房产土储分布有所下沉，2020 年后联发集团一二线土地储备占比上升。

图表 41：华东与福建区域土储规划建面占比高


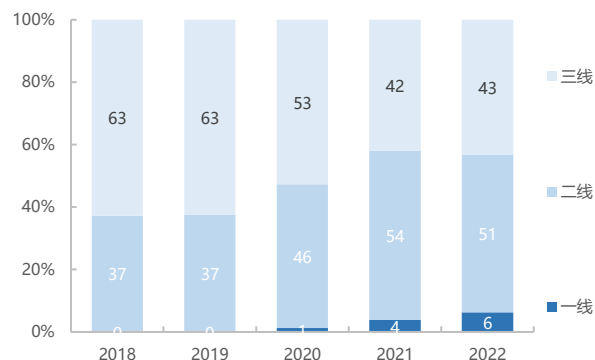
资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：根据 2022 年项目表统计

图表 42：二三线城市规划建面占比较高


资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：根据 2022 年项目表统计

图表 43：2021-22 年建发房产土储分布有所下沉


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 44：2020 年后联发集团一二线土地储备占比上升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

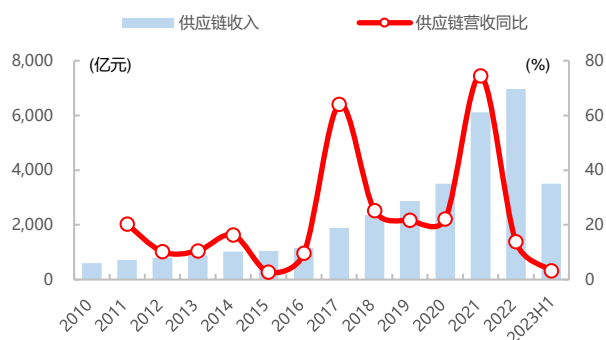
4 供应链：行业布局日趋完善，大宗品贸易保持领先

4.1 业务定位：国内供应链行业龙头，对标国际知名贸易商

供应链业务收入保持较高增速，2010 年到 2022 年期间营收 CAGR 达 22.67%。建发股份 2007 年转型为供应链运营商，此后供应链收入保持较高增速。业务模式方面，建发股份供应链运营以代理模式为主，自营和其他模式也有涉及。

对标海外供应链龙头，总营收规模、行业覆盖、净利率等方面仍有提升空间。建发股份在 2014 年年报中指出，我国已成为世界第二大经济体，中小企业数量众多。供应链行业是一个发展空间较大的朝阳产业，但在营收或其他方面，当时国内尚无供应链运营商可达到三菱这类日本综合商社的万亿级规模。2011-2021 年的 10 年期间，国内批发业营业收入复合增速达到 13%，除了 2014-16 年之外，其余年份收入同比增速均在 12% 以上，增长稳定性较高。截至 2022 年，公司供应链业务营收 6963 亿元。未来在行业覆盖、净利率等方面，公司仍然具备较大的收入和盈利成长空间。

图表 45：建发股份供应链业务收入持续增长



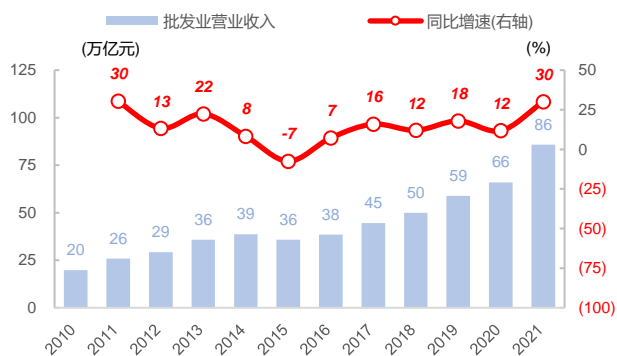
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 46：供应链业务全球化、多品类、多行业布局



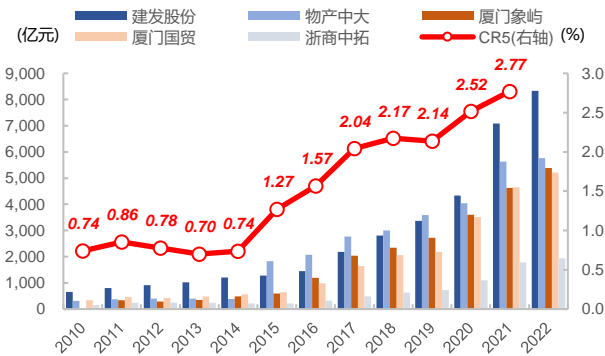
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 47：国内批发业市场规模持续增长



资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

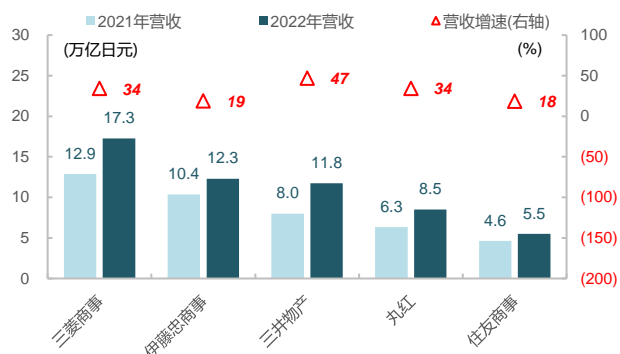
图表 48：2021 年国内供应链行业 CR5 升至 2.77%



资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心。注：集中度根据 5 家供应链企业总营业收入，统计局批发业总营业收入计算

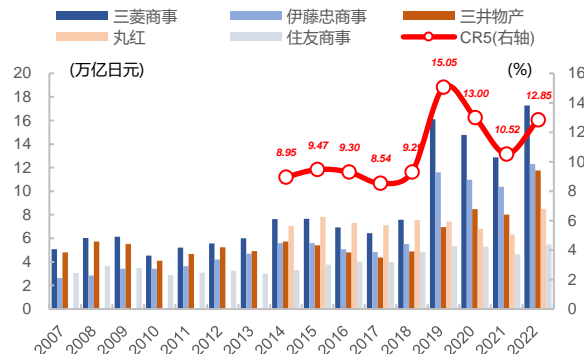
从海外经验来看，供应链或贸易商涉及行业相对广泛，营收规模和行业集中度明显高于国内。农产品领域贸易商以“ABCD”为首，主要包括美国 ADM、邦吉 (Bunge)、嘉吉 (Cargill)、法国路易达孚 (Louis Dreyfus) 等。日本五大综合商社则以多元化业务经营为主，包括三菱商事、伊藤忠商事、三井物产、丸红株式会社和住友商事。日本商社以资源类业务为主，也有丸红这类以非资源类业务为主的综合商社。

图表 49: 2022 年日本五大商社营收增速较高



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图表 50: 2022 年日本五大商社市占率超 12%



资料来源: Bloomberg, 日本财务省, 信达证券研发中心

政策支持下, 供应链行业有望迎来新的增长机遇。在 2018-2022 年国际贸易摩擦加剧, 叠加 2019 年后疫情冲击的背景下, 包括我国在内的世界许多国家对供应链的重视程度提升。二十大报告、十四五规划等重要会议或文件中, 也反复提及供应链韧性与安全性。在此背景下, 国内供应链相关行业有望迎来重要的发展时期和新的增长机遇。

图表 51: 2018-2022 年贸易摩擦加剧, 对供应链安全的重视程度持续提高

时间	内容	会议或文件
2017/10/13	建设一批服务型制造公共服务平台, 发展基于供应链的生产性服务业 。引导传统流通企业 向供应链服务企业转型 , 大力培育 新型供应链服务企业 。鼓励商业银行、供应链核心企业等建立供应链金融服务平台, 为供应链上下游中小微企业提供高效便捷的融资渠道。	国务院办公厅《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》
2017/10/28	深化供给侧结构性改革。建设现代化经济体系, 必须把发展经济的着力点放在实体经济上, 把提高供给体系质量作为主攻方向, 显著增强我国经济质量优势。加快建设制造强国, 加快发展先进制造业, 推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合, 在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、 现代供应链 、人力资本服务等领域培育新增长点、形成新动能。支持传统产业优化升级, 加快发展现代服务业, 瞄准国际标准提高水平。促进我国产业迈向全球价值链中高端, 培育若干世界级先进制造业集群。	十九大报告
2018/4/10	开展供应链创新与应用试点。试点包括城市试点和企业试点, 试点实施期为 2 年。试点城市的主要任务是出台支持供应链创新发展的政策措施, 优化公共服务, 营造良好环境, 推动完善产业供应链体系, 并探索跨部门、跨区域的供应链治理新模式。试点企业的主要任务是应用现代信息技术, 创新供应链技术和模式 , 构建和优化产业协同平台, 提升产业集成和协同水平 , 带动上下游企业形成完整高效、节能环保的产业供应链, 推动企业降本增效、绿色发展和产业转型升级。	商务部等 8 部门《关于开展供应链创新与应用试点的通知》
2020/10/25	要坚持以推动高质量发展为主题, 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来, 增强国内大循环内生动力和可靠性, 提升国际循环质量和水平, 加快建设现代化经济体系, 着力提高全要素生产率, 着力 提升产业链供应链韧性和安全水平 , 着力推进城乡融合和区域协调发展, 推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	二十大报告
2021/3/13	提升产业链供应链现代化水平 。坚持经济性和安全性相结合, 补齐短板、锻造长板, 分行业做好供应链战略设计和精准施策, 形成具有更强创新力、更高附加值、更安全可靠的产业链供应链。推进制造业补链强链, 强化资源、技术、装备支撑, 加强国际产业安全合作, 推动产业链供应链多元化。	《十四五规划》
2022/12/7	要着力扩大国内需求, 充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。要加快建设现代化产业体系, 提升产业链供应链韧性和安全水平 。	中央政治局会议

资料来源: 中国政府网、人民网, 商务部、新华社、共产党员网, 信达证券研发中心

4.2 行业布局：大宗商品优势显著，继续开拓消费与新兴行业

供应链运营业务涉及较多行业，增设专业集团和事业部架构。2020 年开始，公司持续深化“专业化”经营战略，制定了“四大专业集团”和“五大事业部”的内部管理架构改革方向。2022 年提出要集中优势资源做强核心主业，以钢铁、浆纸、汽车和农产品集团“四大专业集团”为重点。2022 年上半年四大专业集团营业收入占比合计约 60%。

“七大专业集团”和“新兴事业部”专业化运营。2023 年进一步优化调整不同专业集团和事业部的组成单位，供应链组织架构调整为“七大专业集团”加“新兴事业部”。七大专业集团包括：钢铁集团、浆纸集团、汽车集团、农产品集团、消费品集团、矿产集团、能化集团；新兴事业部主要经营供应链金融等业务。

图表 52：2022 年公司七大专业集团

集团	细分领域	核心能力	运营单位
钢铁集团	铁矿，焦煤、焦炭等冶金炉料；工业用钢，建筑用钢，钢坯，钢铁再生资源	产业运营、资源获取、数字化运营、产业研究服务、全链路物流体系	厦门建发钢铁集团有限公司、厦门建发物资有限公司、厦门建发金属有限公司、上海建发物资有限公司、昌富利（厦门）有限公司、厦门建发矿业资源有限公司、厦门建发钢铁物流有限公司、冶金炉料部
浆纸集团	林产品、纸浆、纸张、生活用纸、纸制品	产业运营、渠道运营、风控体系、数字化运营、专业资质	厦门建发浆纸集团有限公司、纸张公司、纸浆公司、生活纸事业部、林产品事业部
汽车集团	乘用车品牌销售和售后服务；金融、精品、保险、资产交易等衍生服务；整车（含商用车）和零配件、新能源汽车产业和材料的供应链服务	资源力、专业资质；数字化运营：“洞见”平台、“城建”平台	厦门建发汽车有限公司、乘用车事业部、水平事业部、国贸事业部、新兴事业部
农产品集团	油脂油料、饲料原料、食品原料、预制菜、农用物资	资源获取、产业研究服务、物流运营	厦门建发物产有限公司、油脂油料事业部、饲料原料事业部、农服事业部、海外事业部
消费品集团	轻纺：服装、鞋履及配件、箱包、纺织原料；食品饮料：乳制品、生鲜食品、酒；生活用品：化妆品、个人护理产品；机电产品：成套设备、家电、消费电子产品、汽车配件、五金工具；定制化员工关爱、美居文创解决方案	资源获取、渠道运营、流程管理、集成服务	厦门建发轻工有限公司、厦门建宇实业有限公司、厦门建发通商有限公司、厦门建发生活物资有限责任公司、厦门建发国际酒业集团有限公司、厦门建发美酒汇酒业有限公司、厦门建发恒融供应链有限公司
矿产集团	有色金属矿产、黑色金属矿产、新能源矿产、非金属矿产	产业运营、资源获取、专业资质	建发物流集团有限公司、厦门建发铝业有限公司、厦门建发有色资源有限公司、厦门建发鑫源供应链管理集团有限公司
能化集团	新能源：光伏、储能、氢能、风能、锂电池材料；传统能源：石油及成品油、煤炭、天然气、液化气；化工原辅料：聚烯烃、芳烃、液体散化、化纤聚酯、农化产品、橡胶、PVC 烧碱、纯碱	产业运营、期货工具运用、物流服务	厦门建发高科有限公司、厦门建益达有限公司、厦门建发原材料贸易有限公司、厦门建发能源有限公司、厦门建发化工有限公司、南京建发清洁能源有限公司、建发（杭州）实业有限公司、天津建发能源发展有限公司
新兴事业部	金融行业、船舶行业	专业资质、服务经验	厦门建发船舶贸易有限公司、厦门星原融资租赁有限公司、厦门金原融资担保有限公司

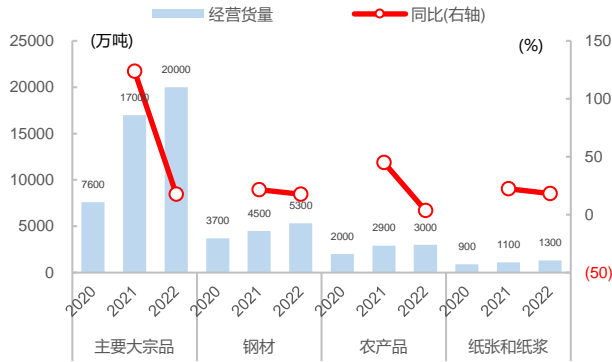
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

消费品方面保持现有优势，积极开拓其他下游消费品供应链业务。浆纸和农产品经营保持优势。酒类供应链中，葡萄酒类业务保持业内领先，2015 年建发酒业成为中国最大的葡萄酒进口商，原瓶进口葡萄酒的数量和市占率连续多年保持业内领先水平。

钢铁经营货量持续增长，开拓新赛道供应链业务。近年来公司积极拓展汽车供应链运营等供应链业务，2021 年，建发汽车营收额突破 120 亿，净利润达 3 亿，位列 2021 年营收 100-200 亿中国汽车经销商领跑者集团综合能力榜榜首。2022 年公司在 2022 年中国汽车经销商集团百强排行榜名列第 41 位。

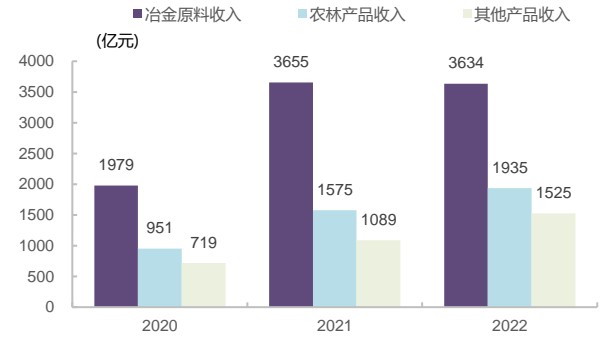


图表 53: 2020-22 年大宗品经营货量持续增长



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 54: 冶金原材料与农林产品贡献较多营收

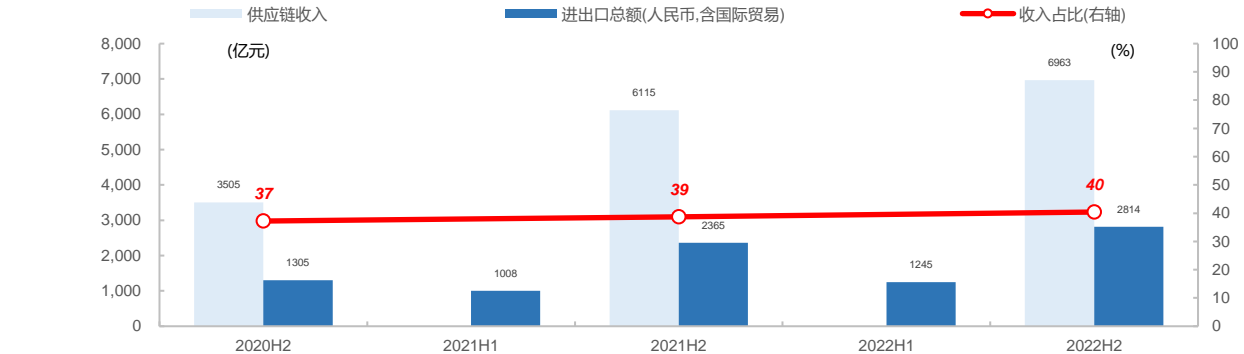


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

通过收并购实现更大协同效应。2022 年, 公司控股子公司建发纸业集团收购森信纸业 (00731.HK) 70% 的股权, 森信集团是香港老牌纸制品贸易商。目前森信纸业已更名为建发新胜, 建发纸业对建发新胜在资产、人员、机构、业务等方面的整合正在进行中, 以实现对接纸业务的产业链整合, 发挥协同效应, 创造更大的企业价值。

2016 年后发力海外业务, 2022 年进出口总额 (含国际贸易) 业务收入占供应链总收入比例达到 40%。公司进口、出口和国际贸易具有一定规模和历史, 具备向海外发展的业务基础和人才基础。2016 年, 为响应国家提出的“一带一路”倡议, 并充分抓住拓展海外业务的历史机遇, 公司在“2016-2020 年发展战略规划”中调整了“走出去”发展战略的内涵, 将侧重点调整为海外。2022 年公司实现进出口和国际贸易业务收入 2814 亿元, 占全年供应链业务营收比例 40%, 国际与国内双循环业务模式也有助于平抑收入波动, 增强公司经营韧性。

图表 55: 国际贸易业务收入持续提升, 2020 年以来国际业务收入占比近 40%



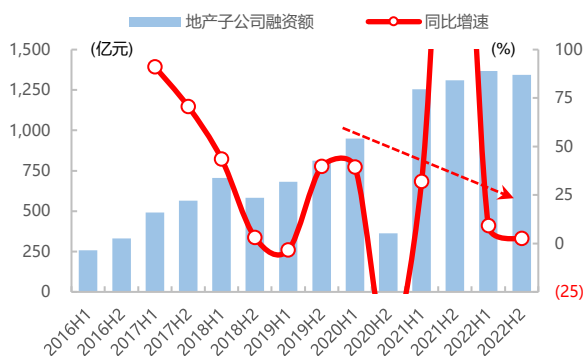
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

5 投融资：股债融资渠道畅通，配股增发增厚净资产

5.1 债务结构：资产负债率处于低位，融资成本持续降低

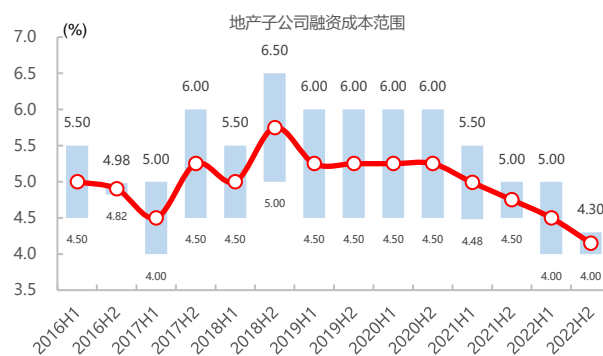
2019 年后控制负债规模，建发股份地产子公司融资额增速放缓，财务表现依然稳健。公司地产子公司融资额增速从 2019 年末的 40% 下降至 2022 年末的 3%。公司负债增速稳健，也使公司得以保持较优的财务结构。尽管因为涉及供应链业务，公司资产负债率处于较高水平，但 2019 年后“三道红线”指标保持绿档。2020-2022 年公司资产负债率分别为 78%、77% 和 75%，剔除预收账款后的资产负债率始终低于 70%。2019 年后现金短债比保持高位，净负债率也持续下行。

图表 56：2019 年后地产子公司融资额增速放缓



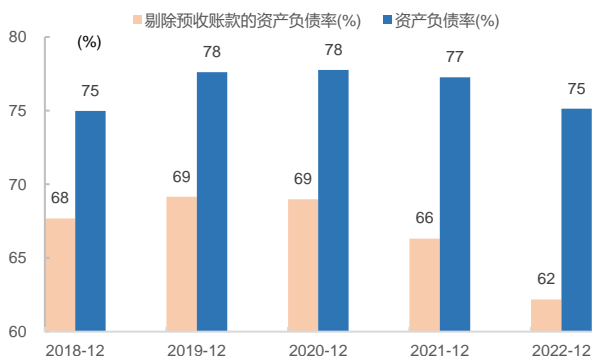
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 57：2020 年末以来地产子公司融资成本下行



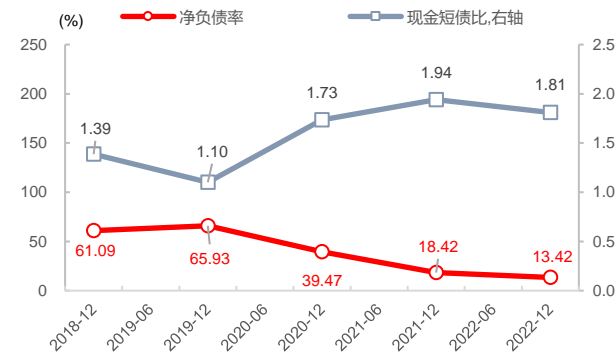
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 58：剔除预收账款资产负债率始终低于 70%



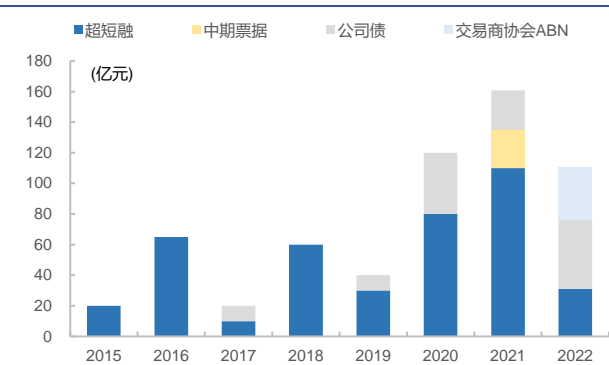
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 59：2020 年后净负债率下降

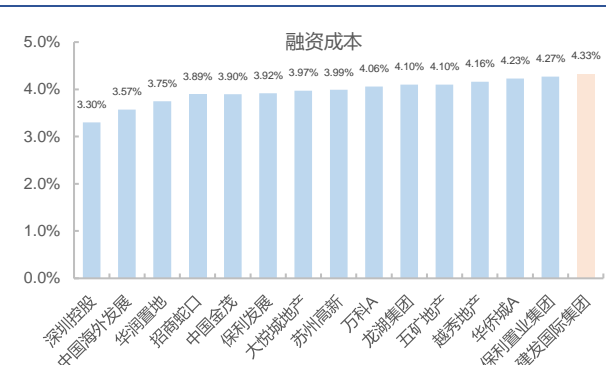


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

通过发行超短融等方式补充流动资金。建发股份主营供应链业务，自营模式下存货采购、代理模式下的垫资，均对公司流动资金提出了较高要求，公司通常采用超短期融资券方式为流动资金融资。2015-2022 年发行债券中，超短期融资券始终占据一定比例。

图表 60：建发股份债券发行情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 61：2022 年建发国际集团融资成本偏高


资料来源：亿翰智库，各公司公告，信达证券研发中心

5.2 再融资：积极配股增发，满足资金需求

2023 年发布 A 股配股方案。由于公司的供应链运营及房地产业务均属于资金密集型行业，对资金投入有较高要求。公司自 2014 年配股完成以来，已有接近 10 年未进行过股权融资，业务发展所需资金主要依靠债权融资和自身经营积累。一方面导致公司的资产负债率长期承压，另一方面也制约了公司的业务发展速度。

2023 年 9 月 3 日，建发股份披露配股预案申报稿。配股有助于夯实权益资本金、增加流动资金，以巩固公司的行业竞争地位、提升公司综合实力。同时，配股与定向增发等再融资方式相比，可减少原始股东权益的稀释。

图表 62：建发股份三次配股信息

股权登记日	10 股配售	股票基数(亿股)	可配售股数(亿股)	配股价(元/股)	募集资金总额(亿元)	对象	投向	进度	实际募集资金(亿元)
2000/7/26	2.31	2.41	0.55	12.00	6.66	全体 A 股股东	收购厦门航空公司部分股权、补充公司流动资金	实施	6.66
2014/4/18	2.77	22.38	6.19	5.13	35.00	全体 A 股股东	15 亿元用于补充供应链运营资金，20 亿元用于偿还供应链业务银行贷款	实施	30.65
待定	3.50	30.05	10.52	待定	77.88	全体 A 股股东	供应链补流、偿还银行借款	股东大会通过	待定

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

建发国际集团多次配售股份，净资产规模持续扩张，同时股票流动性有所提升。建发国际集团为港股上市标的，港股配售方式类似于 A 股的定增，同时审批手续较为简洁快速，建发国际集团通常采用配售方式再融资。建发国际集团上市后，交易换手率较低、流动性偏弱。配售有助于提高流通股数量，改善股票流动性。

图表 63：建发国际集团历次配售信息

公告日	可配售股数(亿股)	配股价(元/股)	募集资金总额(亿元)	方式	占已发行股本比例(%)	投向
2015/5/27	0.60	3.86	2.32	配售	16.67	用作营运资金
2016/12/4	0.68	3.97	2.70	配售	15.89	1 亿港元用于偿还股东贷款，余额用于一般营运资金
2017/8/30	1.96	4.51	8.84	配售	31.41	用于归还因收购长沙悦发房地产有限公司 100% 股权，及收购张家港建丰房地产开发有限公司 70% 股权所产生控股股东借款
2019/4/17	0.55	9.00	4.95	代价发行	6.04	用作向金融机构归还贷款、扩大土地储备及一般营运资金用途
2021/6/3	0.65	14.50	9.43	配售	5.23	85.1%或 8 亿港元用作偿还贷款；12.8%或 1.2 亿港元用于扩充土地储备；2.1%或 0.2 亿港元用作一般营运资金

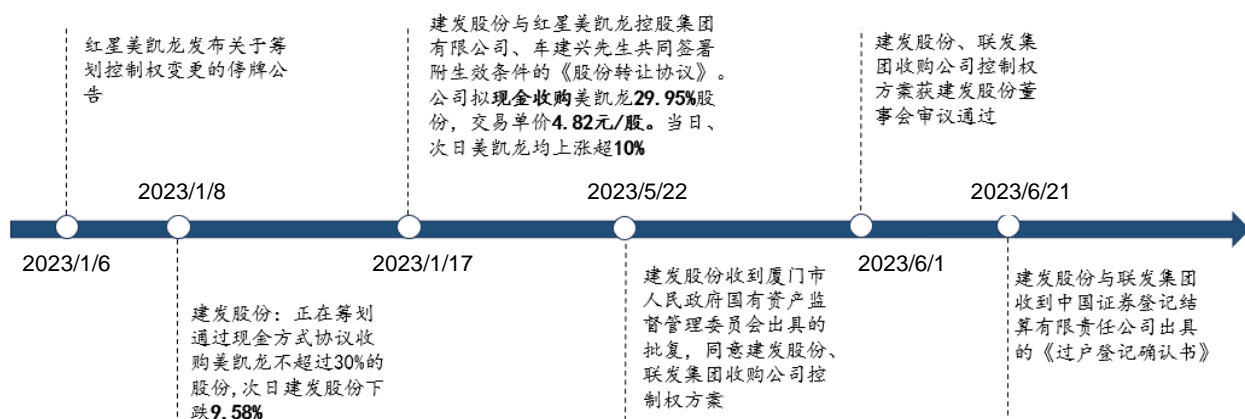
2022/3/29	0.80	14.45	11.56	配售	5.49	从益能手中收购建发物业股份
2022/7/12	0.30	17.00	5.10	配售	1.88	80%或4亿港元用作偿还贷款；20%或1亿港元用作一般营运资金
2022/11/30	0.45	17.98	8.09	配售	2.75	80%或6.4亿港元用作偿还贷款；20%或1.6亿港元用作一般营运资金

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.3 收并购：收购红星美凯龙，拓宽产业链布局

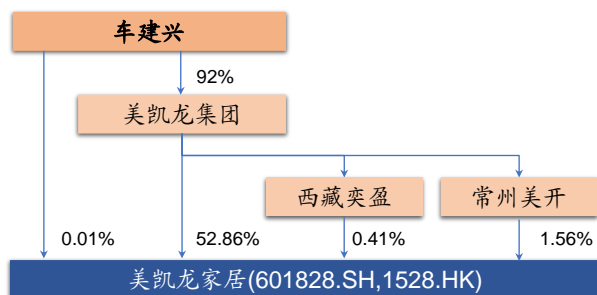
建发股份收购红星美凯龙。2023年6月23日，红星美凯龙在港交所公告称，就厦门建发拟向红星美凯龙控股收购公司29.95%股权，于2023年6月21日，框架协议及补充后的正式协议所载建议收购事项的所有先决条件已完成。

图表 64：2023 年建发股份收购美凯龙过程



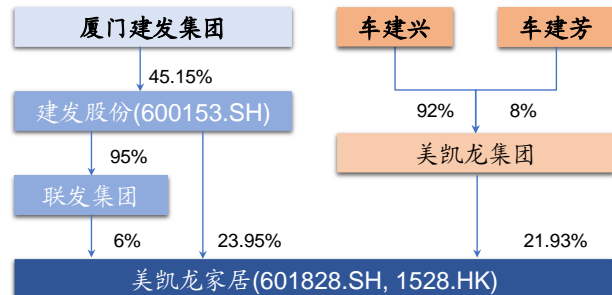
数据来源：美凯龙(601828.SH)公司公告、建发股份(600153.SH)公司公告，信达证券研发中心

图表 65：本次交易前股权结构情况



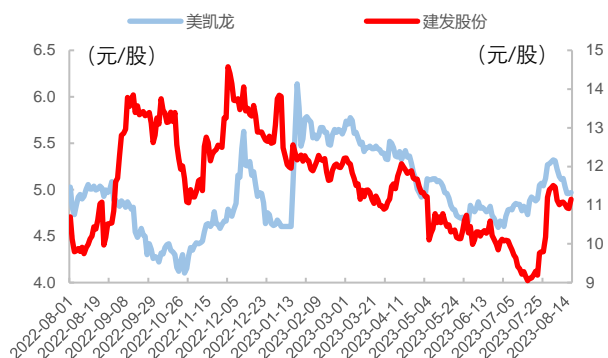
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 66：收购完成后美凯龙股权结构情况

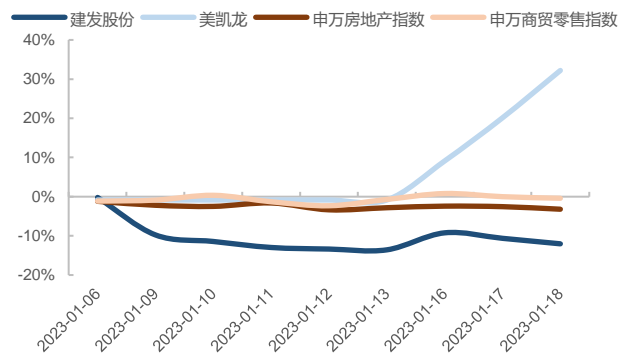


资料来源：Wind，信达证券研发中心

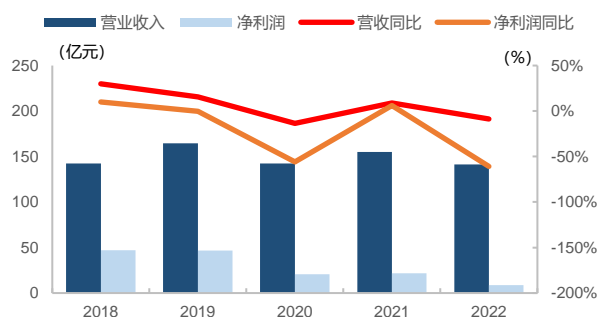
市场对美凯龙流动性存在一定担忧，建发股价有所下行。交易披露到落地期间，行业基准申万房地产和商贸零售指数未出现较大波动，美凯龙股价上涨而建发股份有所下行。2023年1月6日美凯龙发布关于筹划控制权变更的停牌公告后，9日建发股份收盘价13.50元/股（不复权）。1月6日至双方签署协议后的首个交易日1月18日，建发股份股价累计下跌11.86%，而同期美凯龙复牌后涨幅达到33%。我们认为二级市场不看好此次收购的主要原因可能在于：1）近三年在疫情因素和经济下行压力下，2022年美凯龙销售毛利率保持相对稳定，但业绩面临下滑压力，营收同比减少8.86%至141.38亿元，净利润同比减少60.81%至8.57亿元；2）美凯龙流动性也有所承压，2020年至2022年，公司流动比率均低于0.5。

图表 67：美凯龙与建发股份收盘价走势


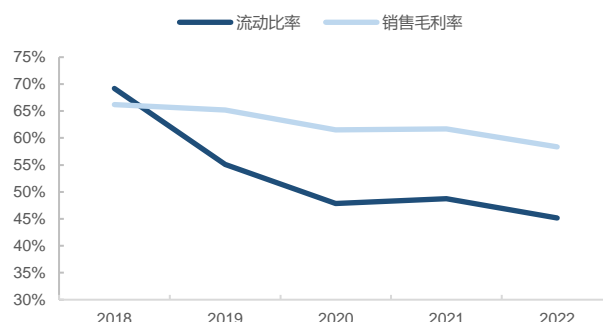
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 68：交易披露前后，美凯龙股价涨幅明显


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 69：2022 年美凯龙净利润同比下降


资料来源：美凯龙(601828.SH)公司公告，信达证券研发中心

图表 70：美凯龙销售毛利率基本稳定，流动比率走低


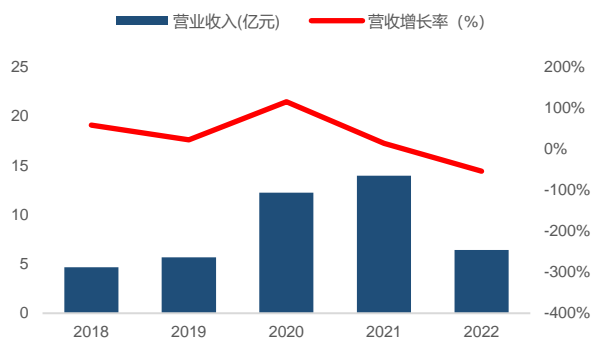
资料来源：美凯龙(601828.SH)公司公告，信达证券研发中心

家居卖场龙头地位牢固，美凯龙业务优势有望与公司现有地产、供应链业务形成协同效应。尽管短期内市场存在质疑，但我们认为此次交易后续有以下几个方面值得关注：

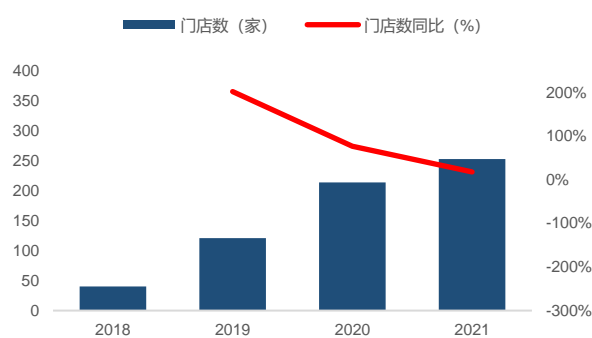
1) 从收购对价看，建发股份以 4.82 元每股的价格收购了 29.95% 股份，与 2022 年美凯龙年报 12.30 元/股的每股净资产相比，收购价格较低，安全边界较高。美凯龙作为国内连锁家居商场龙头，2020 年在国内家居装饰和家具零售市场占有率居首。随着疫情影响逐步消除、地产政策边际调整、消费复苏加快、我们预计国内家居市场或保持增长，其公司盈利也有望持续修复。

2) 流动改善方面，随着未来消费基础设施类商业地产 REITs 政策落地，美凯龙自营商场有望作为发行公募 REITs 的底层资产，我们认为有利于公司优化资本结构、拓展融资渠道，降低企业负债率并提升资产流动性。截至 2023 年半年报，红星美凯龙尚未并表，后续可重点关注公司 2023 年三季度报与年报的相关财务指标。

3) 协同价值方面，通过美凯龙平台，建发股份可触达家居市场及家居品牌商，拓展消费品类的业务，与供应链运营业务方面形成协同，平滑大宗商品的对业绩周期性影响；另一方面，建发股份的房地产业务和美凯龙家装产业在产业链上处于上下游地位，有望整合行业资源、发挥协同效应实现提质增效。

图表 71：2021 年前美凯龙家装业务保持较快增长


资料来源：美凯龙(601828.SH)公司公告，信达证券研发中心

图表 72：美凯龙家装门店数持续增长


资料来源：美凯龙(601828.SH)公司公告，信达证券研发中心

5.4 合作：参与化债与旧改

作为厦门市及福建省龙头房企，未来或将在债务风险化解等方面发挥更大作用。2023 年 7 月 24 日召开的中共中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。7 月 25 日，福建省财政厅召开了党组（扩大）会，其中提到指导有关地区做好隐性债务风险化解试点申报和评审工作，积极争取财政部化债额度支持。

加强与城投平台合作，已承接运营厦门路桥酒店项目。厦门路桥为厦门市本级城投平台，主要负责厦门市道路、桥梁等交通基础设施建设，拥有“四桥两路一隧道”七处路产，构成厦门市主要出岛通道。公司债务结构有待优化，截至 2022 年 3 月末短期有息负债占比较高，达到 73.69%。2022 年 3 月，厦门路桥建设集团下属的厦门市五缘水乡酒店有限公司股权划入厦门建发集团，五缘水乡酒店由建发旅游集团负责运营。未来在化解债务风险方面，公司有望与城投平台加强合作。

深度参与厦门旧改项目，继续开拓业务机会。公司积极参与厦门的城市改造提升工作，已经参与的旧村改造项目包括“厦门后埔-枋湖旧村改造项目”、“厦门钟宅畲族社区旧村改造项目”等。钟宅项目已于 2023 年 1 月完成签约，后续将由建发建管负责代建。公司也在持续加强对城市更新新模式的研究，加快开拓新的业务机会。

多个子公司运营旧改、城市更新领域。作为建发房地产集团有限公司旗下全资子公司，建发城投在 2006 年就已正式进入城市更新改造领域，深耕行业 15 年，积累了丰富的旧村/旧城改造经验，并将业务拓展到基础设施建设、公共配套建设、城市运营等领域，业务版图从厦门延伸至云南、广东、长沙、南宁、福州、上海等多个省市。2023 年 7 月 21 日国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，公司也可以依托建发子公司的城市更新改造经验，积极参与新一轮城中村改造，获得更大的发展空间。

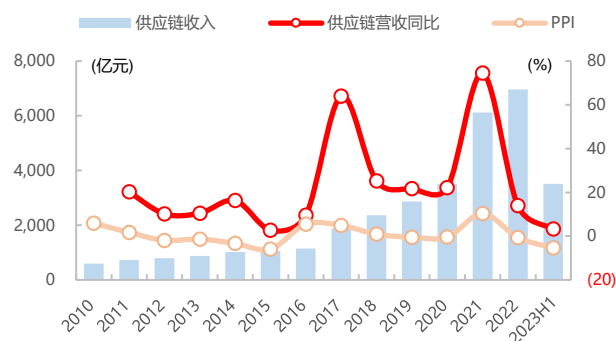
6 业绩与估值：供应链地产互补，低估值下凸显配置

6.1 业绩影响：收入与利润规模扩大，供应链地产业务模式互补

2018-22 年建发股份总营业收入增速复合增速达到 31.28%。2010 年至 2022 年，公司营业收入保持增长。2018-2022 年，近 5 年公司整体营业收入复合增速为 31.28%，2022 年公司总营收规模已达到 8328.12 亿元。除 2012、2014、2020 年外，归母净利润规模持续扩大，2023H1 归母净利润增速有所下滑。

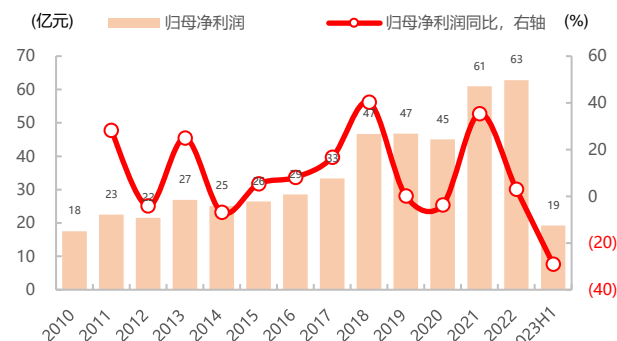
供应链业务收入的周期性较强，与大宗商品、PPI 等价格指数关联度较高。2011-12 年海外业务受欧债危机影响，国内经历钢贸危机，公司供应链业务营收增速放缓至 10.17%。2015 年国际大宗商品价格持续回落，公司供应链业务营收大幅减速至 2.70%。2017 年供给侧改革和环保限产带动大宗商品市场回暖，全球大宗商品价格波动加大，叠加公司供应链“全球化”与“专业化”发展战略持续推进，供应链业务收入大幅提升。供应链业务毛利率相对较低，2022 年农林产品和冶金原材料毛利率分别为 2.25%、1.60%。我们认为主要原因可能在于：供应链交易商品种类主要集中在上游，标准化产品利润空间相对较小。但公司较高的周转率或能弥补净利率偏低的不足。

图表 73：2018 年后供应链营收增速与 PPI 关联度较高



资料来源：Wind，信达证券研发中心

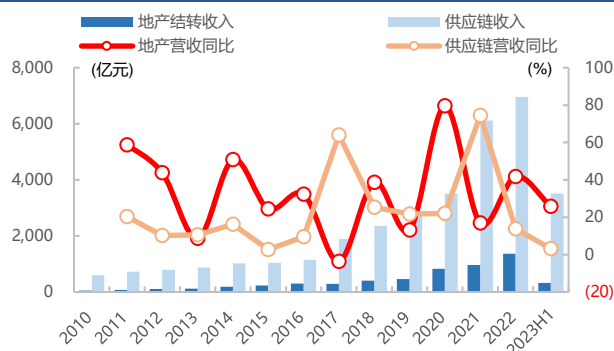
图表 74：2023H1 建发股份归母净利润增速有所下降



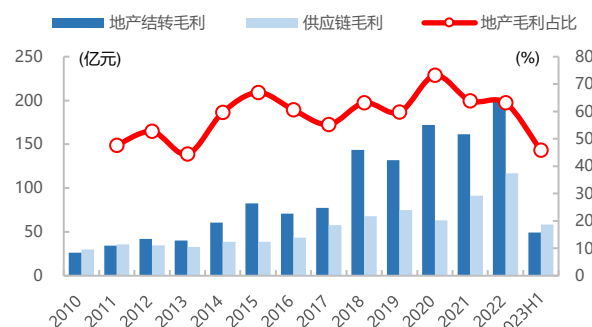
资料来源：Wind，信达证券研发中心

供应链与房地产业务模式互补，对业绩形成正向影响。2018-2022 年建发股份供应链运营业务的营收占比始终保持在 80%以上，占据主要地位，总营收增速受供应链业务的影响较大。地产收入占比较低，但两类业务在经营指标等方面形成互补，对公司整体业绩带来正向影响：一方面，房地产行业收入受竣工结转节奏影响，供应链收入受大宗商品价格波动影响，周期性较强，加总后的主营业务收入波动有所降低。

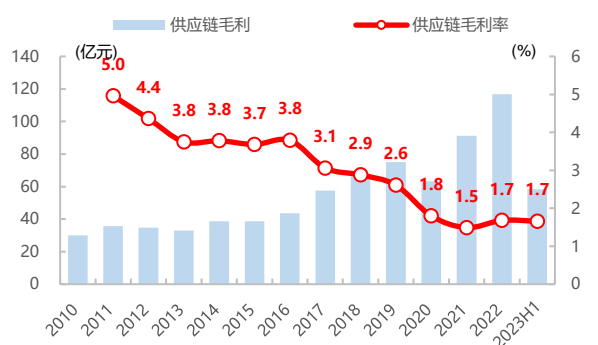
另一方面，供应链业务杠杆率低、周转率较高，毛利率水平较低，2018-2022 年保持在 1%-3%左右。而房地产业务相对其他行业呈现高毛利、低周转、高杠杆的特征，尤其地产结转毛利占比通常较高。2014-2022 年房地产行业毛利占比保持在 50%以上。2022 年房地产开发业务受房地产市场下行，毛利率降至 14.64%的低位，但仍以较小的营收基数贡献了 63.10%的毛利。

图表 75：供应链与房地产业务营收增速相关性较弱


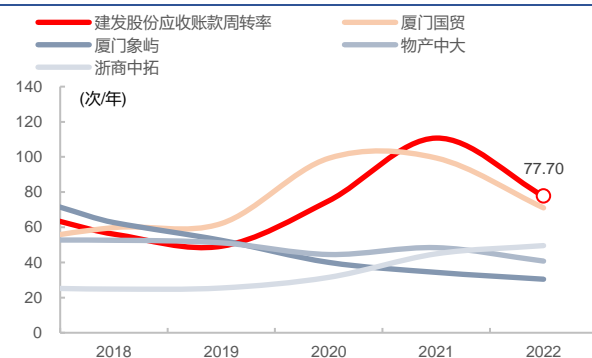
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 76：建发股份地产毛利占比通常更高


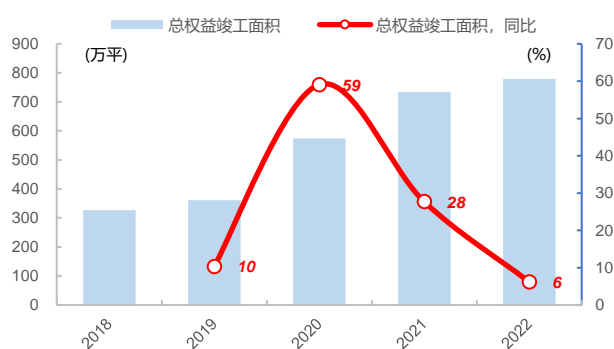
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 77：建发股份供应链业务毛利率相对较低


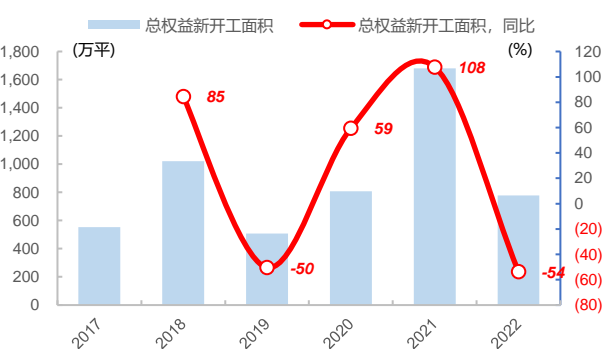
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 78：建发股份总资产周转率较高


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 79：建发股份竣工面积增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 80：建发股份新开工面积增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

6.2 盈利与估值：国企龙头规模保持扩张，估值有望持续修复

地方国企龙头，估值有望持续提升。2022 年 3 月，厦门市政府下发《厦门市国有经济布局优化和结构调整实施方案》，厦门市属国企数量由 19 家整合成 16 家，对市属国企进行整合和定位调整。建发集团定位为现代化、国际化、综合性的国有资本投资集团，主要布局在供应链服务、城市开发运营、医疗健康和城市公共服务、旅游酒店和会展服务、新兴产业和股权投资等板块。

营收规模排名前列。在福建省企业与企业家协会发布的《2022 福建企业 100 强》榜单中，厦门建发集团以 2021 年 7196 亿元的营收位列榜单第 1。在中国企联发布的《2022 中国企业 500 强》中，厦门建发集团排名第 26 位。在进一步深化国企改革，做强做优做大国有资本和国有企业，优化国有资本布局 and 结构的背景下，厦门建发集团有望继续扩大规模。

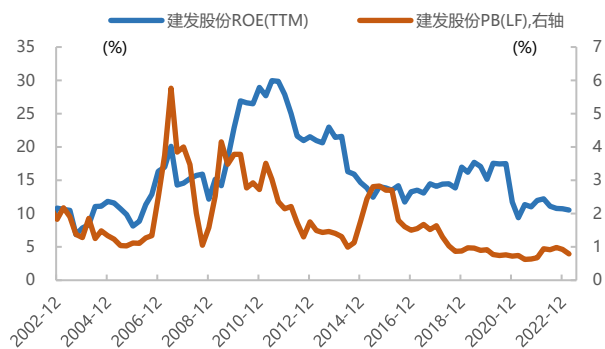
图表 81：2022 年后厦门市属国有企业定位调整

分类	市属国企	定位	主要布局行业	2021 年营业收入(亿元)
市属一类国企	厦门建发集团	现代化、国际化、综合性的	供应链服务、城市开发运营、医疗健康和城市公共服务、旅游酒店和会展服务、新兴产业和股权投资	7196
	厦门国贸控股集团	综合性的	供应链服务、城市建设与运营、消费与健康先进制造、金融服务等	6050
	厦门象屿集团	国有资本	供应链服务、金融服务、城市开发运营、港口航运等	4844
	厦门翔业集团	投资集团	机场业、物流与供应链、旅游酒店、临港经济片区开发运营管理等	178
	厦门夏商集团		以保障“菜篮子”“米袋子”为核心的民生产业综合运营投资商	168
	厦门路桥建设集团		市政基础设施投资建设服务商	834
	厦门轻工集团		国有轻工业制造与投资商	
	厦门安居控股集团		保障性和商品住宅投资、建设、运营等一体化城市综合服务商	
	厦门轨道建设发展集团		轨道交通投资建设运营和出行服务商	
	厦门信息集团		电子信息产业投资控股综合服务商	
	厦门金圆投资集团		全国一流的综合性金融服务商	
	厦门市政集团		城市建设发展运营主体	
	厦门火炬集团		科技创新产业园区的开发建设运营、相关技术服务、相关产业投资和配套金融服务的综合性投资发展集团	108
	厦门国有资本运营有限责任公司		股权运作、价值管理、有序进退、盘活资源等为核心的国有资本运营公司，市属文化体育旅游产业投资运营集团	
市属二类国企	厦门公交集团		国内领先的城市公共交通出行服务商	
	厦门市储备粮管理集团		城市粮食安全保障服务商	

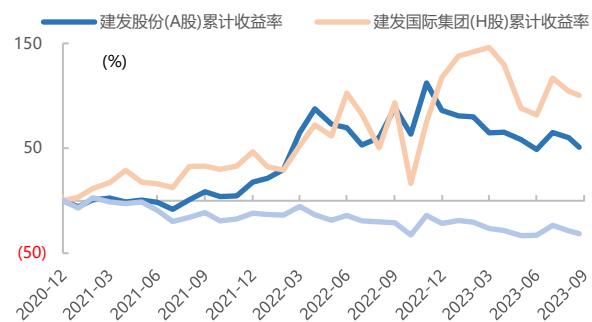
资料来源：厦门市国资委，白鹭洲知政，福建日报，各公司官网，厦门信息集团公众号，厦门金圆集团公众号，信达证券研发中心

2021Q1 建发股份 ROE 下降至 9.37%，至 2023H1 公司 ROE 稳定在 9%以上。2008 年之前，建发股份 ROE 震荡上行，公司市净率同向变化，基本保持在 1xPB 以上。2008-2014 年，受国际大宗商品价格持续下行影响，公司 ROE 开始见顶回落，市净率也出现一定下降。2014-2017 年，尽管建发股份 ROE 持续增长，但公司地产业务规模扩大，在地产调控与杠杆率上升等因素的影响下，公司估值有所降低，建发股份市净率从 2016/3/31 的 2.71x 下降至 2021/9/30 的 0.64x。

随房地产行业企稳复苏、大宗商品库存周期见底回升，公司估值有望进入修复通道。我们认为，受到房地产行业短期波动和收并购事件预期影响，当前公司市净率处在历史较低水平。随着房地产行业风险解除、国际大宗商品价格回升，叠加公司作为地方龙头国企的盈利改善和规模成长性，未来公司有望迎来估值修复。

图表 82：2016-20 年建发股份 ROE 上行但市净率降低


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 83：建发股份绝对收益率反弹


资料来源：Wind，信达证券研发中心。注：截至 2023/9/20

盈利预测：预计 2023-25 年 EPS 为 2.24/2.61/3.14 元/股，给予“买入”评级

我们对公司 2023-2025 年的分业务收入做如下假设：

第一，房地产业务分部收入。公司 2023 年上半年房地产业务营收同比增速达到 26%，考虑到竣工通常集中在下半年，我们预计公司 2023 全年可实现 20%左右的地产营收增长，保持近年来较快的地产营收增速。公司 2019-2021 年地产销售金额增速较高（超过 30%），而此阶段获取的项目将于 2023 年后逐步进入结转周期。我们预计 2023-2025 年开发业务结算收入增速分别为 20%/22%/25%。同时，2019-2021 年期间土地市场热度较高，2022 年及以后公司取得地块的地货比等指标有望逐步优化，我们预计公司地产业务毛利率在 2023-2024 年期间或小幅下行，假设 2023-2025 年开发业务毛利率分别为 13.5%/13.0%/13.0%。

第二，供应链运营分部收入。受上游大宗商品价格下跌因素影响，2023 年上半年公司供应链运营业务营业收入同比增长 3.21%。进入下半年，随着国内经济复苏加速，工业企业有望逐步进入补库阶段，大宗商品、PPI 等价格指数同比增速有望筑底。我们预计公司供应链业务收入与盈利或将受益于经济与企业需求的回升。假设 2023-2025 年供应链业务收入增速为 5%/15%/10%，毛利率为 1.6%/1.7%/1.7%。

综合来看，我们预测公司 2023-25 年营收增速分别为 7%/16%/13%，整体毛利率为 3.8%/3.9%/4.1%。

图表 84：公司主营业务销售及营收预测

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
地产销售金额(亿元)			736	995	1,379	2,176	2,097	2,396	2,713	3,044
同比(%)				35%	39%	58%	-4%	14%	13%	12%
销售面积(万平方米)			574	658	765	1,181	1,010	1,132	1,256	1,382
同比(%)				15%	16%	54%	-14%	12%	11%	10%
销售均价(元/平)			12,832	15,128	18,036	18,426	20,758	21,173	21,597	22,029
同比(%)				18%	19%	2%	13%	2%	2%	2%
营业总收入(亿元)	1,456	2,186	2,804	3,372	4,329	7,078	8,328	8,949	10,406	11,747
同比(%)		50%	28%	20%	28%	63%	18%	7%	16%	13%
整体毛利率(%)	8.0%	6.4%	8.1%	6.5%	5.4%	3.6%	3.8%	3.8%	3.9%	4.1%
地产结算金额(亿元)	304	293	406	459	824	963	1,365	1,638	1,998	2,498
同比(%)				13%	79%	17%	42%	20%	22%	25%
地产业务毛利率(%)	23.3%	26.5%	35.4%	28.7%	20.9%	16.8%	14.6%	13.5%	13.0%	13.0%
地产结算面积(万平方米)			300	376	539	573	647	747	1,011	1,213
同比(%)		2%	-4%	22%	23%	24%	10%	15%	35%	20%
地产结算均价(元/平方米)			13,548	12,209	15,294	16,803	21,105	21,932	19,771	20,598
同比(%)				-10%	25%	10%	26%	4%	-10%	4%
结算价格/销售价格(%)			106%	81%	85%	91%	102%	104%	92%	94%
销售回款(亿元)							2,033	2,156	2,441	2,739
销售回款率(%)							97%	90%	90%	90%
供应链运营收入(亿元)	1,149	1,885	2,360	2,870	3,505	6,115	6,963	7,311	8,408	9,249
同比(%)		64%	25%	22%	22%	74%	14%	5%	15%	10%
供应链业务毛利率(%)	3.8%	3.1%	2.9%	2.6%	1.8%	1.5%	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

按照分部估值法，选择公司两大主营业务的可比公司。第一，房地产业务分部方面，我们选择 A 股上市的国央企房企，如保利发展、招商蛇口，优质混合所有制房企万科 A、金地集团、滨江集团，同时参考港股上市国央企房企华润置地、中国海外发展，可比公司 2023E 平均市盈率为 7.65x。根据财务模型测算，我们预测公司 2023-2025E 房地产业务归母净利润

分别为 44/51/64 亿元，给予 2023 年 PE 7.65x，对应该业务目标市值为 336.67 亿元。

第二，供应链运营分部方面，我们选择主营业务包括原材料供应链服务的物产中大、浙商中拓、瑞茂通、厦门国贸、厦门象屿作为可比公司，它们 2023E 的平均市盈率为 6.73x。而根据财务模型，我们预测 2023-2025E 供应链运营分部归母净利润分别为 24/28/31 亿元，给予 2023 年 PE 6.73x，对应该业务目标市值为 156.54 亿元。

加总来看，我们给予公司 2023E 目标总市值 493.22 亿元。作为房地产与供应链行业地方国企龙头，房地产业务方面，公司产品迭代升级速度较快，近年来销售金额保持较高增速，供应链业务方面，在传统大宗商品类业务之外，还积极开拓消费品类业务，未来我们看好公司在国内经济及房地产市场复苏中的业绩弹性。今年美凯龙收购案披露后，公司估值有所下行，高分红高股息条件下配置价值凸显，因此首次覆盖我们给予“买入”评级。

图表 85：可比公司每股收益与市盈率情况

公司名称	证券代码	最新股价(元)	每股收益(EPS)				市盈率(PE)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
房地产业务分部										
保利发展*	600048.SH	13.26	1.53	1.77	2.11	2.49	8.65	7.42	6.22	5.27
招商蛇口*	001979.SZ	12.75	0.41	0.89	1.26	1.60	24.94	14.28	10.09	7.94
万科 A	000002.SZ	13.26	1.95	1.88	1.93	2.04	6.99	7.09	6.89	6.53
金地集团*	600383.SH	7.04	1.35	1.78	1.95	2.15	5.20	4.01	3.66	3.32
滨江集团	002244.SZ	10.03	1.20	1.42	1.71	2.01	8.34	6.91	5.75	4.88
华润置地	1109.HK	29.76	3.94	4.41	4.85	5.32	7.23	7.30	6.64	6.05
中国海外发展	0688.HK	14.79	2.13	2.41	2.67	3.01	6.66	6.56	5.94	5.27
均值			1.79	2.08	2.35	2.66	9.72	7.65	6.45	5.61
供应链运营分部										
物产中大	600704.SH	4.76	0.74	0.86	1.01	1.16	6.32	5.57	4.74	4.16
浙商中拓	000906.SZ	7.70	1.39	1.49	1.81	2.11	5.67	5.67	4.66	3.99
瑞茂通	600180.SH	5.74	0.44	0.56	0.74	0.99	14.53	11.15	8.48	6.31
厦门象屿	600057.SH	6.35	1.10	1.11	1.40	1.65	5.86	6.17	4.89	4.16
厦门国贸	600755.SH	7.01	1.40	1.47	1.69	1.96	4.61	5.07	4.43	3.81
均值			1.01	1.10	1.33	1.57	7.40	6.73	5.44	4.49
建发股份*	600153.SH	10.28	1.93	2.24	2.61	3.14	0.53	4.62	3.96	3.29

数据来源：Wind，信达证券研发中心。注：（1）保利发展、金地集团、招商蛇口、建发股份 2023-2025E 为信达证券研发中心预期，其余上市公司数据为万得一致预期；（2）数据根据 2023 年 9 月 21 日收盘价计算。

风险因素

(1) 市场风险：宏观经济下行、大宗商品价格波动。

(2) 主营业务风险：房地产调控政策收紧或放松不及预期、地产销售下行幅度超预期。公司供应链运营业务拓展不及预期。

(3) 融资风险：配股事项推进不及预期。

(4) 跨市场选取可比公司风险：选取的部分可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

资产负债表					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,507	5,992	6,350	6,876	7,443
货币资金	903	965	1,016	1,247	1,482
应收票据	1	1	1	2	2
应收账款	82	132	132	135	132
预付账款	327	365	393	456	514
存货	3,468	3,615	3,798	3,860	3,981
其他	726	913	1,010	1,176	1,333
非流动资产	518	655	838	944	1,049
长期股权投资	146	245	308	371	434
固定资产(合计)	28	36	45	54	63
无形资产	9	10	12	13	14
其他	335	364	473	505	538
资产总计	6,025	6,648	7,188	7,820	8,493
流动负债	3,562	3,920	4,273	4,687	5,115
短期借款	90	91	191	291	391
应付票据	207	250	269	312	352
应付账款	418	411	441	513	577
其他	2,848	3,168	3,372	3,571	3,795
非流动负债	1,093	1,074	1,177	1,279	1,381
长期借款	611	564	764	964	1,164
其他	482	510	413	315	217
负债合计	4,655	4,994	5,450	5,966	6,496
少数股东权益	861	1,069	1,123	1,186	1,262
归属母公司股东	508	585	615	668	734
负债和股东权益	6,025	6,648	7,188	7,820	8,493

重要财务指标					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,078	8,328	8,949	10,406	11,747
同比(%)	63.5%	17.7%	7.5%	16.3%	12.9%
归母净利润	61	63	67	78	94
同比(%)	36.3%	2.3%	7.1%	16.6%	20.2%
毛利率(%)	3.6%	3.8%	3.8%	3.9%	4.1%
ROE%	12.1%	10.7%	10.9%	11.8%	12.9%
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.09	2.24	2.61	3.14
P/E	5.14	5.02	4.59	3.94	3.28
P/B	0.62	0.54	0.50	0.46	0.42
EV/EBITDA	3.43	4.44	3.08	2.48	1.97

利润表					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,078	8,328	8,949	10,406	11,747
营业成本	6,826	8,011	8,611	10,004	11,265
营业税金及附加	9	18	29	34	38
销售费用	82	99	115	133	153
管理费用	7	10	14	17	20
研发费用	1	2	2	2	4
财务费用	16	13	20	27	30
减值损失合计	-14	-52	-29	-29	-29
投资净收益	31	35	45	42	35
其他	1	-1	-1	0	1
营业利润	156	157	174	203	244
营业外收支	2	5	2	2	2
利润总额	158	162	176	205	246
所得税	47	49	54	63	76
净利润	111	113	122	142	170
少数股东损益	50	50	54	63	76
归母净利润	61	63	67	78	94
EBITDA	149	142	201	238	283
EPS(当年)(元)	2.07	1.93	2.24	2.61	3.14

现金流量表					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4	155	102	172	193
净利润	111	113	122	142	170
折旧摊销	6	7	5	6	6
财务费用	22	26	39	47	55
投资损失	-32	-37	-45	-42	-35
营运资金变动	-109	-11	-22	-12	-35
其它	7	56	3	31	31
投资活动现金流	-95	-86	-111	-72	-79
资本支出	-6	-13	-23	-22	-22
长期投资	-51	-81	-91	-91	-91
其他	-38	8	2	41	35
筹资活动现金流	433	-31	60	130	120
吸收投资	342	273	2	0	0
借款	1,909	1,951	300	300	300
支付利息或股息	-92	-114	-63	-73	-83
现金净增加额	345	38	51	230	235

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。