

投资评级 优于大市 维持

经营业绩稳中有升，规模效益再创新高

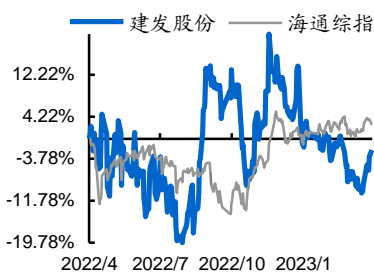
股票数据

04月11日收盘价(元)	13.05
52周股价波动(元)	10.33-15.90
总股本/流通A股(百万股)	3005/2844
总市值/流通市值(百万元)	39217/37119

相关研究

《地产销售降幅收窄，供应链营收利润双增》 2022.10.30
《公司地产和供应链营收保持双增长》 2022.08.28
《地产和供应链保持增长，地方国资龙头标的》 2022.04.20

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.2	-1.0	0.2
相对涨幅(%)	4.9	-0.8	-2.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@haitong.com

证书:S0850510120001

分析师:虞楠

Tel:(021)23219382

Email:yun@haitong.com

证书:S0850512070003

分析师:罗月江

Tel:(010)56760091

Email:lyj12399@haitong.com

证书:S0850518100001

联系人:曾佳敏

Tel:(021)23154399

Email:zjm14937@haitong.com

投资要点:

- 经营业绩稳步增长。**2022年，公司实现营业收入8328.12亿元，同比增长17.65%；净利润112.67亿元，同比增长1.30%；归母净利润62.82亿元，同比增长2.30%；加权平均净资产收益率为12.63%。截至2022年末，公司总资产达到6647.54亿元，净资产达到1653.44亿元，归属于母公司所有者的净资产达到584.80亿元。根据公司2022年年报，董事会拟向全体股东每10股派发现金红利8元（含税），共计派发现金红利24.04亿元，持续回报股东。
- 供应链运营业务：坚持专业化经营，提质增效巩固行业地位。**2022年，公司经营黑色、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的经营货量约2亿吨，同比增速近10%，多个核心品类继续保持行业领先地位。其中：钢材经营货量超5300万吨，同比增长超17%；农产品经营货量超3000万吨，同比增长超9%；纸浆、纸张合计经营货量超1300万吨，同比增长超15%。供应商合作方面，建发钢铁集团大型供应商合作量提升近24%；建发浆纸集团主要供应商合作量提升27%。
- 房地产业务：销售稳步提升，合理布局高效回款。**2022年，公司地产业务板块合计实现全口径合同销售金额2097.25亿元，同比下降3.60%，其中：子公司建发房产实现全口径合同销售金额1781.99亿元，同比增加1.60%；子公司联发集团实现全口径合同销售金额315.26亿元，同比减少25.26%。公司在一、二线城市的权益销售金额占比近80%，销售超50亿的城市达到14个。此外，子公司建发房产和联发集团加强日常资金管理，实现高效回款，子公司建发房产2022年实现全口径回款金额1704亿元，回款比例达96%；联发集团2022年实现全口径回款金额329亿元，回款比例达104%。
- 夯实土储安全边际，构建发展坚实保障。**2022年，公司以多元化方式获取优质土地62宗，全口径拿地金额合计约1030.25亿元，其中一、二线城市拿地金额占比达92%，重点在上海、厦门、北京、杭州等地获取多个优质项目。公司在一、二线城市的土地储备（未售口径）预估权益货值占比约70%，良好的土储结构为公司房地产业务的安全发展提供了坚实保障。
- 投资建议：维持“优于大市”评级。**考虑到公司供应链业务核心品类保持领先，房地产业务土储持续优化，我们预测公司2023年EPS为2.35元，给予公司2023年7-8倍PE估值，对应市值区间为495-565亿元，对应合理价值区间为每股16.46-18.81元。**风险提示：**1)房地产行业新房总量增速具有缩量风险；2)市场修复不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	707844	832812	964043	1111129	1262354
(+/-)YoY(%)	63.5%	17.7%	15.8%	15.3%	13.6%
净利润(百万元)	6140	6282	7067	8046	9200
(+/-)YoY(%)	36.3%	2.3%	12.5%	13.9%	14.3%
全面摊薄EPS(元)	2.04	2.09	2.35	2.68	3.06
毛利率(%)	3.6%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%
净资产收益率(%)	12.1%	10.7%	10.8%	10.9%	11.0%

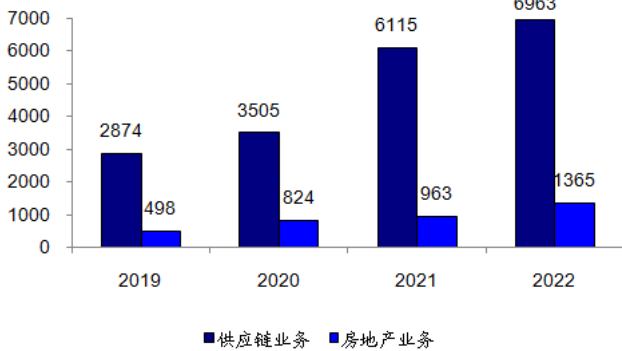
 资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

事件：建发股份公布 2022 年全年业绩

点评：公司 2022 年全年业绩情况

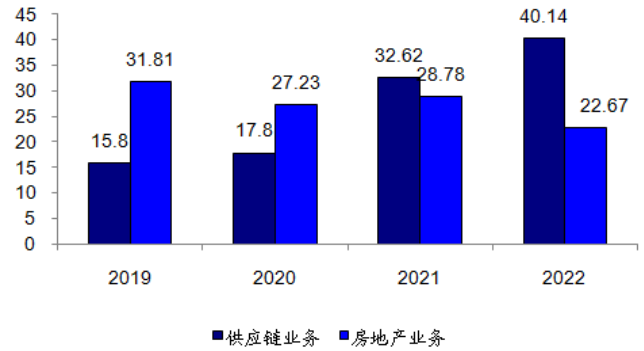
经营业绩稳步增长。2022 年，公司实现营业收入 8328.12 亿元，同比增长 17.65%；净利润 112.67 亿元，同比增长 1.30%；归母净利润 62.82 亿元，同比增长 2.30%；加权平均净资产收益率为 12.63%。截至 2022 年末，公司总资产达到 6647.54 亿元，净资产达到 1653.44 亿元，归属于母公司所有者的净资产达到 584.80 亿元。根据公司 2022 年年报，董事会拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8 元（含税），共计派发现金红利 24.04 亿元，持续回报股东。

图1 公司 2019-2022 各项业务营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

图2 公司 2019-2022 各项业务归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

供应链运营业务：坚持专业化经营，提质增效巩固行业地位。2022 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约 2 亿吨，同比增速近 10%，多个核心品类继续保持行业领先地位。其中：钢材经营货量超 5300 万吨，同比增长超 17%；农产品经营货量超 3000 万吨，同比增长超 9%；纸浆、纸张合计经营货量超 1300 万吨，同比增长超 15%。供应商合作方面，建发钢铁集团大型供应商合作量提升近 24%；建发浆纸集团主要供应商合作量提升 27%。在客户合作方面，下游大客户数占比提升近 5%，交易额占比提升近 10%。

截至 2022 年 12 月 31 日，公司供应链运营业务实现营业收入 6963.19 亿元，同比增长 13.86%；归母净利润 40.14 亿元，同比增长 23.07%；净利率 0.61%，同比增加 0.06 个百分点；净资产收益率为 19.36%。

房地产业务：销售稳步提升，合理布局高效回款。2022 年，公司房地产业务板块合计实现全口径合同销售金额 2097.25 亿元，同比下降 3.60%，其中：子公司建发房产实现全口径合同销售金额 1781.99 亿元，同比增加 1.60%；子公司联发集团实现全口径合同销售金额 315.26 亿元，同比减少 25.26%。公司在一、二线城市的权益销售金额占比近 80%，销售超 50 亿的城市达到 14 个。

根据公司 2022 年年报援引克而瑞研究中心发布的“2022 年 1-12 月·中国房地产企业销售榜”，按全口径销售金额计算，建发房产位列全国第 10 名，较上年提升 11 名。此外，子公司建发房产和联发集团加强日常资金管理，实现高效回款，子公司建发房产 2022 年实现全口径回款金额 1704 亿元，回款比例达 96%；联发集团 2022 年实现全口径回款金额 329 亿元，回款比例达 104%。

截至 2022 年 12 月 31 日，公司房地产业务分部实现营业收入 1364.93 亿元，同比增长 41.73%；实现“归属于母公司所有者的净利润”22.67 亿元，同比下降 21.23%；净利率为 5.15%，同比减少 2.92 个百分点；净资产收益率为 8.93%；公司房地产业务分部 2022 年业绩下降主要系报告期内计提减值准备增加导致。

夯实土储安全边际，构建发展坚实保障。投资拓储方面，子公司建发房产和联发集团持续践行稳健安全的经营策略，坚持“以收定支”并加强现金流统筹管理，紧跟各地政策风向做好项目研判，不断提升管理颗粒度。2022 年，公司以多元化方式获取优质土地 62 宗，全口径拿地金额合计约 1030.25 亿元，其中一、二线城市拿地金额占比达 92%，重点在上海、厦门、北京、杭州等地获取多个优质项目。公司在一、二线城市的土地储备（未售口径）预估权益货值占比约 70%，良好的土储结构为公司房地产业务的安全发展提供了坚实保障。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到公司供应链业务核心品类保持领先，房地产业务土储持续优化，我们预测公司2023年EPS为2.35元，给予公司2023年7-8倍PE估值，对应市值区间为495-565亿元，对应合理价值区间为每股16.46-18.81元。

表1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2023)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023PE/(2021-23年净利润复合增速)
000002.SZ	万科A	1810	1.94	1.94	2.09	8.27	8.27	7.67	2.02
600048.SH	保利发展	1827	2.29	1.53	1.95	6.66	9.97	7.83	-1.01
001979.SZ	招商蛇口	1173	1.31	0.55	1.00	11.57	27.56	15.16	-1.20
600383.SH	金地集团	405	2.08	2.13	2.28	4.31	4.21	3.93	0.84
	均值					7.70	12.50	8.65	-0.06
600153.SH	建发股份	392	2.04	2.09	2.35	6.39	6.24	5.55	0.76

注：收盘价为2023年4月11日价格，EPS为Wind一致预期。

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示： 1) 房地产行业新房总量增速具有缩量风险；2) 市场修复不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	832812	964043	1111129	1262354
每股收益	2.09	2.35	2.68	3.06	营业成本	801147	927597	1067966	1213093
每股净资产	19.46	21.87	24.62	27.77	毛利率%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%
每股经营现金流	5.15	6.28	6.82	10.51	营业税金及附加	1848	2483	2778	3459
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	9851	13497	16667	19365
P/E	6.24	5.55	4.87	4.26	营业费用率%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%
P/B	0.67	0.60	0.53	0.47	管理费用	1039	1350	1589	1818
P/S	0.05	0.04	0.04	0.03	管理费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EV/EBITDA	4.44	2.65	2.04	1.19	EBIT	13474	20519	23654	26211
股息率%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1269	2905	2787	2668
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
毛利率	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	资产减值损失	-5185	-1750	-1506	-1543
净利润率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	投资收益	3497	3858	3889	4355
净资产收益率	10.7%	10.8%	10.9%	11.0%	营业利润	15698	18171	21009	23898
资产回报率	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	营业外收支	476	150	140	140
投资回报率	3.3%	4.8%	5.1%	5.4%	利润总额	16174	18321	21149	24038
盈利增长 (%)					EBITDA	14221	21037	24229	26829
营业收入增长率	17.7%	15.8%	15.3%	13.6%	所得税	4907	5578	6651	7461
EBIT 增长率	-6.1%	52.3%	15.3%	10.8%	有效所得税率%	30.3%	30.4%	31.5%	31.0%
净利润增长率	2.3%	12.5%	13.9%	14.3%	少数股东损益	4985	5677	6451	7376
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	6282	7067	8046	9200
资产负债率	75.1%	76.0%	76.3%	76.7%					
流动比率	1.53	1.46	1.42	1.38	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.46	0.40	0.43	0.37	货币资金	96524	104743	112622	132103
现金比率	0.25	0.23	0.22	0.23	应收账款及应收票据	13333	9215	17527	12469
经营效率指标					存货	361501	421803	435536	507980
应收账款周转天数	4.63	4.17	4.33	4.27	其它流动资产	127873	133150	164047	151113
存货周转天数	159.15	152.00	144.50	140.00	流动资产合计	599231	668911	729732	803665
总资产周转率	1.31	1.37	1.43	1.47	长期股权投资	24475	31975	40062	48252
固定资产周转率	259.68	243.62	238.29	235.26	固定资产	3601	4313	5013	5719
					在建工程	2735	2996	3448	3985
					无形资产	1041	662	537	377
					非流动资产合计	65523	75037	85746	96546
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	664754	743948	815478	900211
净利润	6282	7067	8046	9200	短期借款	9074	11555	13234	15180
少数股东损益	4985	5677	6451	7376	应付票据及应付账款	66084	80898	89040	103721
非现金支出	6972	2988	3161	3361	预收账款	92	114	129	147
非经营收益	-1700	1131	1144	708	其它流动负债	316750	365712	412680	463941
营运资金变动	-1050	2023	1686	10952	流动负债合计	391999	458279	515082	582988
经营活动现金流	15489	18885	20488	31598	长期借款	56424	56424	56424	56424
资产	-1336	-2657	-2891	-2925	其它长期负债	50987	50987	50987	50987
投资	-8092	-9041	-9917	-10070	非流动负债合计	107411	107411	107411	107411
其他	822	3654	3685	4151	负债总计	499411	565690	622493	690399
投资活动现金流	-8607	-8045	-9124	-8844	实收资本	3005	3005	3005	3005
债权募资	2854	2357	1555	1822	归属于母公司所有者权益	58480	65716	73992	83442
股权募资	27333	0	0	0	少数股东权益	106864	112541	118993	126369
其他	-33288	-5028	-5091	-5145	负债和所有者权益合计	664754	743948	815478	900211
融资活动现金流	-3102	-2672	-3536	-3323					
现金净流量	3830	8219	7879	19481					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 11 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
虞楠 交通运输行业
罗月江 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 碧桂园, 华润置地, 华侨城 A, 保利物业, 新湖中宝, 碧桂园服务, 金科股份, 建发股份, 天健集团, 万物云, 融创服务, 卓越商企服务, 保利发展, 锦和商管, 华发股份, 金地集团, 龙湖集团, 中国海外发展, 招商蛇口, 东方雨虹, 美的置业, 远洋服务, 越秀服务, 张江高科, 万科 A, 绿城中国, 陆家嘴, 新城控股, 华润万象生活, 中国金茂

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。