

建发股份 (600153.SH)

供应链运营规模扩张，地产业绩略微下滑

供应链运营业务稳健增长，房地产业务受毛利率和减值影响业绩下滑。2022年公司营业收入8328.1亿元，同增17.7%；归母净利润62.8亿元，（2021年业绩追溯调整后）同增2.3%。其中供应链运营营业收入6963.2亿元，同增13.9%；归母净利润40.1亿元，同增23.1%；房地产开发业务营业收入1364.9亿元，同增41.7%；归母净利润22.7亿元，同降21.2%。业绩增速低于收入增速主要由于：（1）房地产业务毛利率下滑2.1个百分点至14.64%；（2）房地产业务计提减值准备增加，2022年公司信用减值损失加上资产减值损失同比增加281.2%至62.2亿元。

供应链运营业务规模持续扩张，维持优势品种领先地位的同时积极发力新领域。2022年公司经营的主要大宗商品经营货量约2亿吨，同比增长近10%，且在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（YoY超+17%），农产品经营货量超过3000万吨（YoY超+9%），纸浆、纸经营货量超1300万吨（YoY超+15%）。公司持续拓展国际产业链资源，2022年实现进出口和国际业务总额超404亿美元（YoY超+9%），占供应链运营业务比重达40.4%。此外，公司复制“LIFT”能力，继续发力消费品业务，2022年在消费品行业的供应链运营业务实现营收467.5亿元（YoY+42.8%）。

销售排名逆势提升，拿地积极且布局核心城市，土储结构优化。销售方面，2022年公司实现全口径销售金额2097.3亿元（YoY-3.6%），降幅小于百强38个百分点；其中建发房产销售额1782亿元（YoY+1.6%），联发集团315.3亿元（YoY-25.3%），建发房产销售额位列百强第10名，较去年提升11名。公司不断加强现金流管理，2022年建发房产回款金额1704亿元，回款比例达96%；联发集团回款金额329亿元，回款比例达104%。拿地方面，2022年公司获取土储62宗，金额约1030.3亿元，投资强度49%，在行业内居前。且拿地聚焦核心城市，2022年新增拿地金额中中一二线占比达92%。截止2022年，公司未售土储预估权益货值2468亿元，一二线城市占比约70%，土储结构优良，销售安全性更高。

投资建议：维持“买入”评级。考虑到公司土储布局优质，销售去化安全性较高；2022年在核心城市积极拿地，拿地毛利率较以往改善，并为接下来供货形成强力支撑。供应链运营业务作为第一梯队龙头，业务规模稳定扩张，将受益于集中度提升、商业模式优化和品类拓展货量增长。预计2023/2024/2025年公司营收9511/10655/11799亿元；归母净利润68/76/85亿元；对应EPS2.3/2.5/2.8元；对应PE为5.7/5.1/4.6倍。

风险提示：政策放松不及预期，毛利率改善不及预期，结算进度不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	707,844	832,812	951,056	1,065,520	1,179,900
增长率 yoy (%)	63.5	17.7	14.2	12.0	10.7
归母净利润(百万元)	6,098	6,282	6,847	7,613	8,494
增长率 yoy (%)	35.4	3.0	9.0	11.2	11.6
EPS 最新摊薄(元/股)	2.03	2.09	2.28	2.53	2.83
净资产收益率(%)	8.0	6.8	7.0	7.4	7.9
P/E(倍)	6.4	6.2	5.7	5.1	4.6
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6

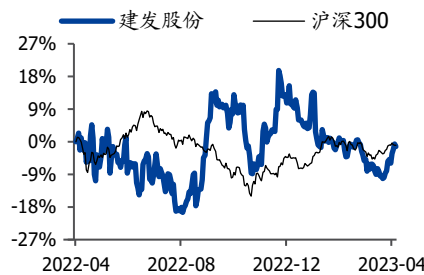
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年4月12日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	物流
前次评级	买入
4月12日收盘价(元)	12.96
总市值(百万元)	38,947.02
总股本(百万股)	3,005.17
其中自由流通股(%)	94.65
30日日均成交量(百万股)	22.57

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

研究助理 肖依依

执业证书编号：S0680121070010

邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

相关研究

- 《建发股份(600153.SH)：拟收购美凯龙30%股份，期待供应链业务协同》2023-01-17
- 《建发股份(600153.SH)：地产+供应链齐驱并进，逆势彰显龙头韧性》2023-01-06



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	550683	599231	662996	738485	809480
现金	90268	96524	119473	148776	178913
应收票据及应收账款	8305	13333	13840	16604	17108
其他应收款	55087	67073	68793	73277	74211
预付账款	32678	36541	45138	45052	54994
存货	346825	361501	396012	433900	463194
其他流动资产	17520	24259	19740	20876	21061
非流动资产	51776	65523	72908	81480	89594
长期投资	14594	24475	28532	32741	37016
固定资产	2813	3601	5012	6395	7905
无形资产	880	1051	1107	1154	1215
其他非流动资产	33488	36395	38257	41191	43458
资产总计	602459	664754	735903	819965	899074
流动负债	356236	391999	444930	508268	567275
短期借款	8999	9074	9981	10979	12077
应付票据及应付账款	62468	66084	65399	81614	80824
其他流动负债	284769	316842	369550	415674	474374
非流动负债	109305	107411	96552	105177	111297
长期借款	89145	89819	77090	83869	88157
其他非流动负债	20160	17592	19462	21308	23140
负债合计	465541	499411	541483	613445	678572
少数股东权益	86074	106864	112253	118542	125908
股本	2863	3005	3005	3005	3005
资本公积	3271	4430	4430	4430	4430
留存收益	34652	38619	46922	56293	66952
归属母公司股东权益	50844	58480	82168	87978	94594
负债和股东权益	602459	664754	735903	819965	899074

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	409	15489	16127	17747	18421
净利润	10963	11267	12235	13903	15860
折旧摊销	371	425	470	586	717
财务费用	1616	1269	1315	1231	1425
投资损失	-3085	-3497	-3524	-3605	-3616
营运资金变动	-10916	-1408	4021	5458	3494
其他经营现金流	1459	7433	1610	174	542
投资活动现金流	-9477	-8607	-5270	-5858	-5803
资本支出	741	1803	3678	3276	3239
长期投资	-4195	-8563	-4057	-4209	-4275
其他投资现金流	-12931	-15366	-5649	-6790	-6839
筹资活动现金流	43269	-3102	12093	17414	17518
短期借款	7293	75	907	998	1098
长期借款	17348	674	6517	6779	4288
普通股增加	0	142	0	0	0
资本公积增加	360	1159	0	0	0
其他筹资现金流	18268	-5152	4668	9637	12132
现金净增加额	34470	3830	22950	29303	30136

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	707844	832812	951056	1065520	1179900
营业成本	682585	801147	920379	1029092	1137067
营业税金及附加	900	1848	2853	3197	3540
营业费用	8161	9851	14266	15983	17699
管理费用	664	1039	1902	2131	2360
研发费用	74	191	285	225	291
财务费用	1616	1269	1315	1231	1425
资产减值损失	-1423	-5185	-3804	-2131	-1180
其他收益	472	887	810	908	1005
公允价值变动收益	-148	-70	-66	-81	-74
投资净收益	3085	3497	3524	3605	3616
资产处置收益	20	141	-454	-383	-504
营业利润	15642	15698	17675	19841	22743
营业外收入	247	583	415	499	457
营业外支出	87	107	97	102	99
利润总额	15802	16174	17993	20239	23100
所得税	4839	4907	5758	6336	7241
净利润	10963	11267	12235	13903	15860
少数股东损益	4865	4985	5389	6290	7366
归属母公司净利润	6098	6282	6847	7613	8494
EBITDA	20528	20903	18827	20777	23472
EPS (元)	2.03	2.09	2.28	2.53	2.83

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	63.5	17.7	14.2	12.0	10.7
营业利润(%)	29.4	0.4	12.6	12.3	14.6
归属于母公司净利润(%)	35.4	3.0	9.0	11.2	11.6
获利能力					
毛利率(%)	3.6	3.8	3.2	3.4	3.6
净利率(%)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	8.0	6.8	7.0	7.4	7.9
ROIC(%)	7.7	7.5	6.5	6.4	6.4
偿债能力					
资产负债率(%)	77.3	75.1	73.6	74.8	75.5
净负债比率(%)	30.4	21.1	4.9	-0.2	-4.8
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	107.7	77.0	70.0	70.0	70.0
应付账款周转率	12.9	12.5	14.0	14.0	14.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.03	2.09	2.28	2.53	2.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	5.15	5.37	5.91	6.13
每股净资产(最新摊薄)	13.71	15.24	16.72	18.65	20.85
估值比率					
P/E	6.4	6.2	5.7	5.1	4.6
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.1	8.6	8.4	7.5	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 12 日收盘价

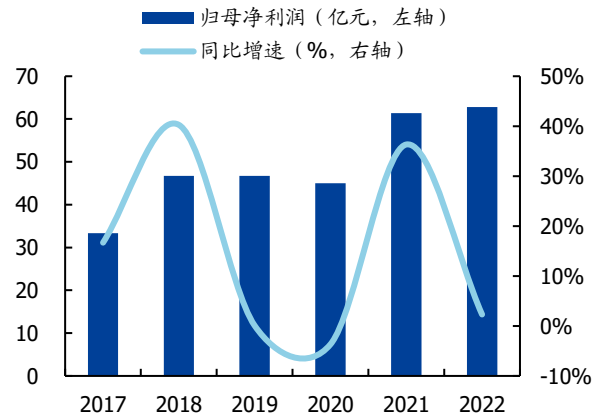
供应链运营业务稳健增长，房地产业务受毛利率和减值影响业绩下滑。2022年公司营业收入8328.1亿元，同增17.7%；归母净利润62.8亿元，（2021年业绩追溯调整后）同增2.3%。其中供应链运营业务收入6963.2亿元，同增13.9%；归母净利润40.1亿元，同增23.1%；房地产开发业务营业收入1364.9亿元，同增41.7%；归母净利润22.7亿元，同降21.2%。业绩增速低于收入增速主要由于：（1）房地产业务毛利率下滑2.1个百分点至14.64%；（2）房地产业务计提减值准备增加，2022年公司信用减值损失加上资产减值损失同比增加281.2%至62.2亿元。

图表1：公司营业收入及同比增速



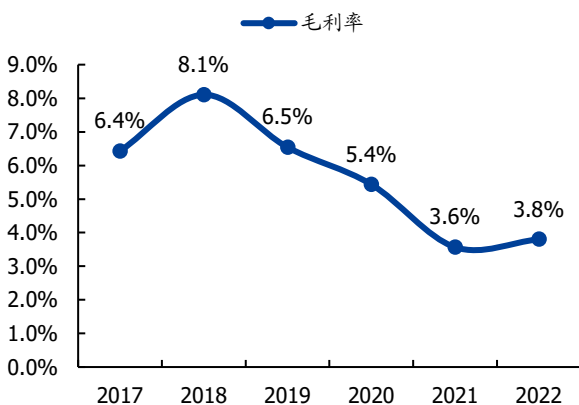
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表2：公司归母净利润及同比增速



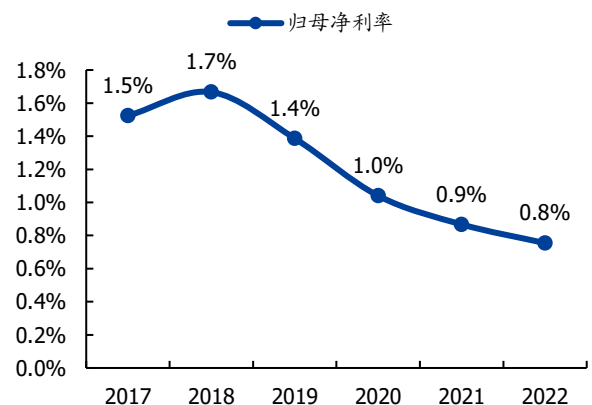
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表5：公司毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

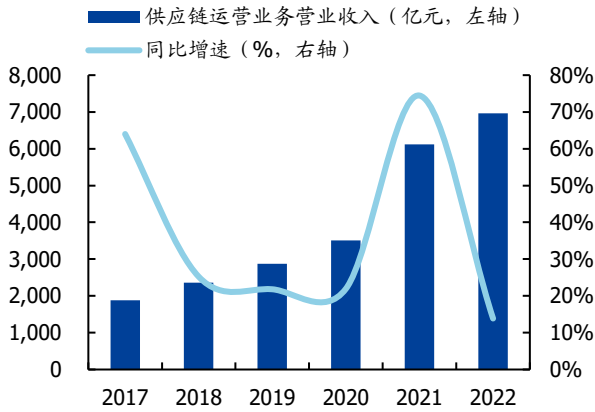
图表6：公司归母净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

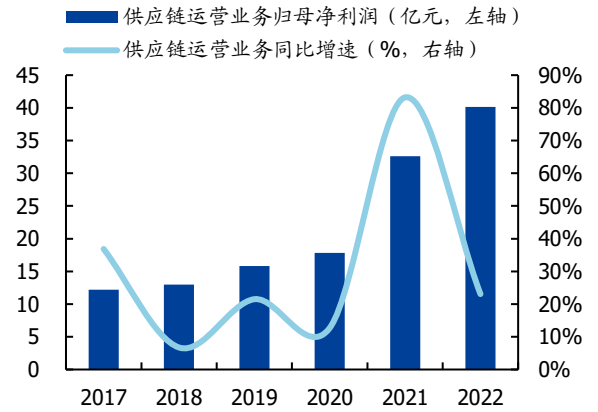
供应链运营业务规模持续扩张，维持优势品种领先地位的同时积极发力新领域。2022年公司经营的主要大宗商品经营货量约2亿吨，同比增长近10%，且在多个核心品类继续保持行业领先地位。其中，钢材经营货量超5300万吨（YoY超+17%），农产品经营货量超过3000万吨（YoY超+9%），纸浆、纸经营货量超1300万吨（YoY超+15%）。公司持续拓展国际产业链资源，2022年实现进出口和国际业务总额超404亿美元（YoY超+9%），占供应链运营业务比重达40.4%。此外，公司复制“LIFT”能力，继续发力消费品业务，2022年在消费品行业的供应链运营业务实现营收467.5亿元（YoY+42.8%）。

图表 7: 公司供应链业务收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

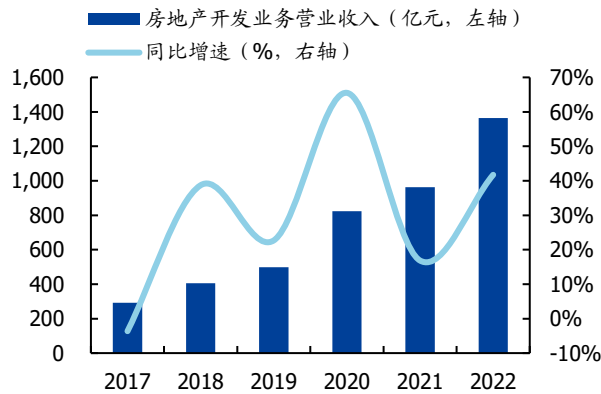
图表 8: 公司供应链业务归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

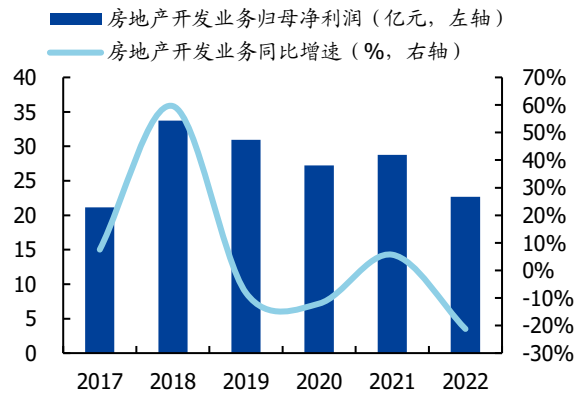
销售排名逆势提升, 拿地积极且布局核心城市, 土储结构优化。销售方面, 2022 年公司实现全口径销售金额 2097.3 亿元 (YoY-3.6%), 降幅小于百强 38 个百分点; 其中建发房产销售额 1782 亿元 (YoY+1.6%), 联发集团 315.3 亿元 (YoY-25.3%), 建发房产销售额位列百强第 10 名, 较去年提升 11 名。公司不断加强现金流管理, 2022 年建发房产回款金额 1704 亿元, 回款比例达 96%; 联发集团回款金额 329 亿元, 回款比例达 104%。拿地方面, 2022 年公司获取土储 62 宗, 金额约 1030.3 亿元, 投资强度 49%, 在行业内居前。且拿地聚焦核心城市, 2022 年新增拿地金额中中一二线占比达 92%。截止 2022 年, 公司未售土储预估权益货值 2468 亿元, 一二线城市占比约 70%, 土储结构优良, 销售安全性更高。

图表 9: 公司房地产开发业务营业收入及同比增速



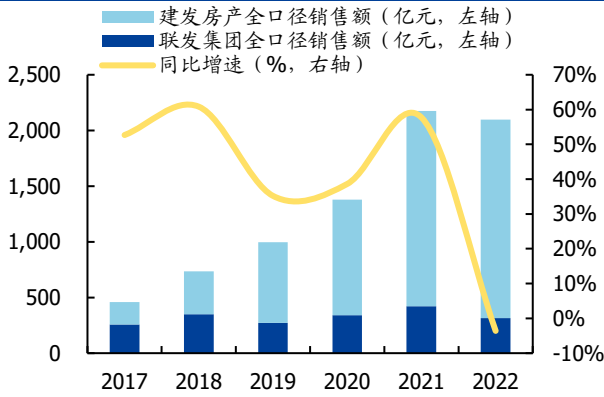
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司房地产开发业务的归母净利率及同比



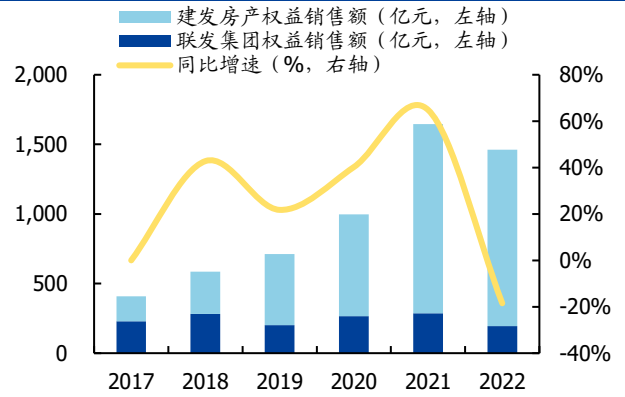
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司合同销售额及同比 (联发+建发)



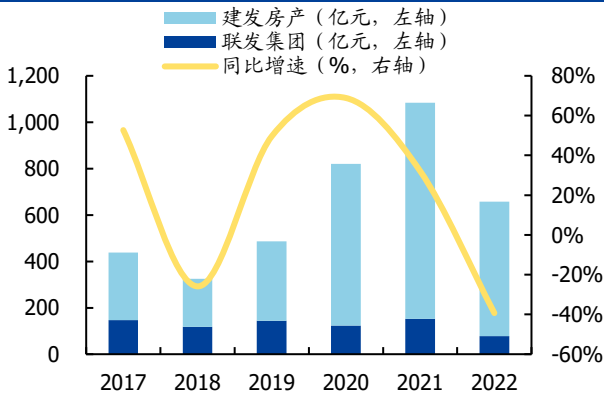
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司权益销售额及同比 (联发+建发)



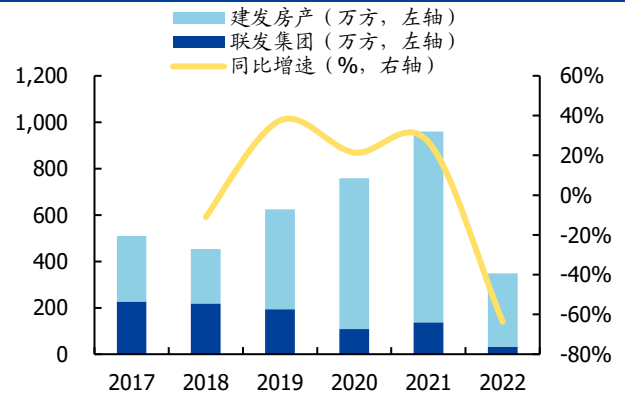
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 公司历年权益拿地金额及同比



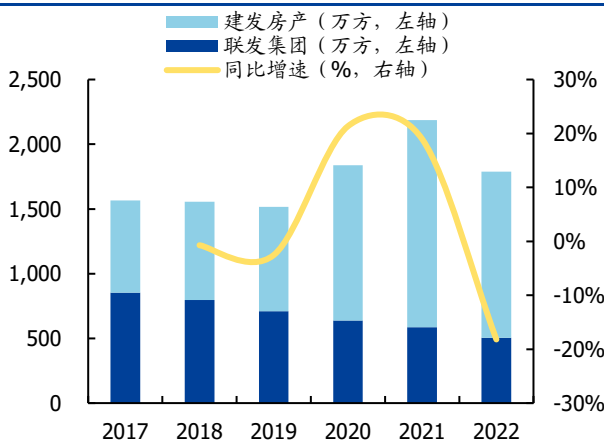
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 公司历年权益拿地建面及同比



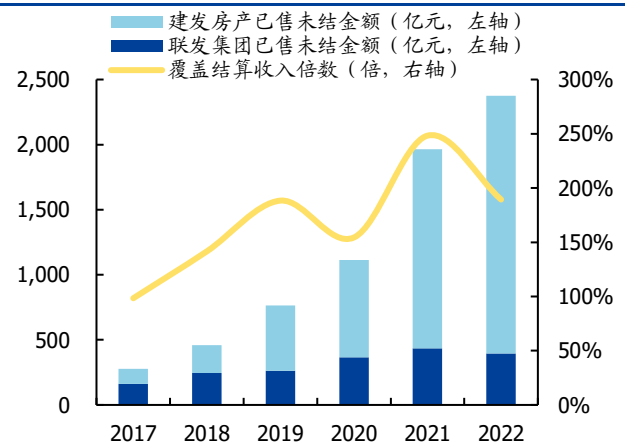
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 期末土储面积 (权益可售建面) 及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 期末土储已售未结金额及覆盖结算收入倍数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

投资建议：维持“买入”评级。考虑到公司土储布局优质，销售去化安全性较高；2022年在核心城市积极拿地，拿地毛利率较以往改善，并为接下来供货形成强力支撑。供应链运营业务作为第一梯队龙头，业务规模稳定扩张，将受益于集中度提升、商业模式优化和品类拓展货量增长。预计2023/2024/2025年公司营收9511/10655/11799亿元；归母净利润68/76/85亿元；对应EPS2.3/2.5/2.8元；对应PE为5.7/5.1/4.6倍。维持“买入”评级。

风险提示：政策放松不及预期，毛利率改善不及预期，结算进度不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com