

建发股份 (600153.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

现金收购美凯龙，扩业务、促协同

事件

2023年1月17日建发股份发布公告，公司与美凯龙控股股东红星控股、实控人车建兴签订正式股份转让协议，拟以现金收购美凯龙29.95%的股份，每股价格定为4.82元/股（较1月17日收盘价折价15%，较1月6日停盘价溢价3%），交易总价62.84亿元，交易完成后公司可能成为美凯龙控股股东。

点评

美凯龙资产保值能力较强，交易保留核心团队维持经营：美凯龙是国内家居卖场龙头，截至2022年末经营94家自营商场、284家委管商场、8家战略合作家居商场和58家特许经营项目。截至3Q22，美凯龙总资产1336亿元，其中投资性房地产963亿元（占比72%），多为位于一二线城市核心区的自营商场，保值能力较强，是租金收入主要来源；总负债760亿元，其中有息负债382亿元（长期借款295亿元），主要是以商场物业作为抵押物进行的融资。股份转让协议明确，3年内美凯龙核心管理团队应当维持稳定，确保经营工作正常开展并持续改善。

收购美凯龙扩展消费版图，与供应链、房地产相互协同：①美凯龙品牌优势突出，收购后可以进一步提升公司形象和全国影响力。②美凯龙平台汇集众多品牌商，为公司大力发展B端消费品供应链运营业务提供良好基础。③美凯龙可在家装、房地产开发、商业地产等方面深度服务地产体系，提高地产业务价值。④美凯龙客户主要为中高端消费人群，共享流量，助力公司其他C端业务。

房地产业务销投两端表现优异，收购不影响投资计划：据克而瑞数据，2022全年子公司建发房产实现销售金额1703亿元，同比-0.5%，居行业第10（2021年为第21）；子公司建发房产2022年权益拿地金额居行业第四，投资强度居行业首位，主要获取厦门、上海、北京等重点城市核心地块。2023年房地产市场或在宽松政策支持下逐步复苏，公司持续拿地可为销售提供充足优质货源，预计销售能实现同比两位数的增长；收购美凯龙由供应链主导，对地产投资计划基本无影响，预计公司仍将保持积极的拿地态度。

投资建议

由于交易尚有不确定性，暂不考虑其影响，我们维持盈利预测不变，预计公司2022-24年归母净利润分别为65.1亿元、76.7亿元和84.2亿元，同比增速分别为6.7%、18.0%和9.7%。当前股价对应2022-24年PE分别为6.2x、5.2x和4.8x，维持买入评级。

风险提示

大宗商品价格剧烈波动；楼市持续下滑；交易有不确定性风险

房地产组

分析师：杜昊旻 (执业 S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

联系人：王祎馨

wangyixin@gjzq.com.cn

联系人：方鹏

fang_peng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：13.37元

相关报告：

- 1.《“双轮”驱动增长，业绩符合预期-建发股份三季报点评》，2022.10.28
- 2.《供应链稳增长，房地产蓄动能-建发股份点评》，2022.8.28
- 3.《双主业齐发力，业绩增长可期-建发股份首次覆盖报告》，2022.6.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	432,949	707,844	848,089	993,736	1,115,800
营业收入增长率	28.38%	63.49%	19.81%	17.17%	12.28%
归母净利润(百万元)	4,504	6,098	6,506	7,675	8,419
归母净利润增长率	-3.68%	35.40%	6.68%	17.98%	9.70%
摊薄每股收益(元)	1.573	2.130	2.165	2.554	2.802
每股经营性现金流净额	3.39	0.14	1.52	1.09	2.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.73%	11.99%	11.55%	12.34%	12.23%
P/E	5.22	4.26	6.18	5.24	4.77
P/B	0.61	0.51	0.71	0.65	0.58

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	337,239	432,949	707,844	848,089	993,736	1,115,800	货币资金	35,349	53,806	90,268	100,322	117,530	131,988
增长率	20.3%	28.4%	63.5%	19.8%	17.2%	12.3%	应收账款	35,128	35,316	63,773	69,878	75,617	77,874
主营业务成本	-315,179	-409,413	-682,585	-815,139	-953,090	-1,070,523	存货	173,261	222,072	346,825	401,584	456,275	497,603
%销售收入	93.5%	94.6%	96.4%	96.1%	95.9%	95.9%	其他流动资产	24,460	37,327	49,817	68,214	74,036	77,667
毛利	22,060	23,537	25,260	32,950	40,646	45,277	流动资产	268,197	348,521	550,683	639,999	723,458	785,132
%销售收入	6.5%	5.4%	3.6%	3.9%	4.1%	4.1%	%总资产	90.8%	90.0%	91.4%	91.8%	92.3%	92.4%
营业税金及附加	-2,142	-2,708	-900	-3,192	-3,740	-4,199	长期投资	18,635	27,639	36,497	39,392	41,458	45,239
%销售收入	0.6%	0.6%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2,176	2,681	2,970	3,613	4,192	4,707
销售费用	-7,761	-6,227	-8,161	-11,873	-15,741	-17,674	%总资产	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
%销售收入	2.3%	1.4%	1.2%	1.4%	1.6%	1.6%	无形资产	1,314	1,428	2,073	2,295	2,471	2,641
管理费用	-410	-470	-664	-795	-932	-1,046	非流动资产	27,201	38,636	51,776	57,206	60,019	64,477
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	%总资产	9.2%	10.0%	8.6%	8.2%	7.7%	7.6%
研发费用	-13	-10	-74	-88	-104	-116	资产总计	295,399	387,157	602,459	697,205	783,477	849,609
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	18,990	15,979	25,805	25,606	33,284	33,671
息税前利润(EBIT)	11,733	14,122	15,462	17,002	20,131	22,241	应付账款	55,507	65,612	103,282	109,893	126,833	143,304
%销售收入	3.5%	3.3%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	其他流动负债	91,740	130,977	227,148	291,302	327,056	347,131
财务费用	-991	-1,355	-1,616	-3,762	-4,327	-4,885	流动负债	166,237	212,567	356,236	426,801	487,173	524,106
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	长期贷款	35,761	43,508	61,103	70,268	80,809	92,930
资产减值损失	-729	-2,237	-1,633	-402	-283	-312	其他长期负债	27,297	45,023	48,202	52,504	55,838	59,549
公允价值变动收益	17	109	-148	127	70	74	负债股东权益合计	229,294	301,099	465,541	549,574	623,820	676,585
投资收益	715	1,168	3,085	3,393	3,732	4,105							
%税前利润	6.5%	9.6%	19.5%	20.0%	18.6%	18.7%							
营业利润	10,912	12,090	15,642	16,900	19,918	21,879							
营业利润率	3.2%	2.8%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%							
营业外收支	143	17	160	88	124	106							
税前利润	11,055	12,107	15,802	16,988	20,042	21,985							
利润率	3.3%	2.8%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%							
所得税	-3,092	-3,924	-4,839	-5,266	-6,213	-6,815							
所得税率	28.0%	32.4%	30.6%	31.0%	31.0%	31.0%							
净利润	7,963	8,182	10,963	11,722	13,829	15,170							
少数股东损益	3,287	3,679	4,865	5,216	6,154	6,751							
归属于母公司的净利润	4,676	4,504	6,098	6,506	7,675	8,419							
净利率	1.4%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7,963	8,182	10,963	11,722	13,829	15,170	每股指标						
少数股东损益	3,287	3,679	4,865	5,216	6,154	6,751	每股收益	1.649	1.573	2.130	2.165	2.554	2.802
非现金支出	1,294	2,583	2,219	744	696	795	每股净资产	10.895	13.405	17.756	18.748	20.702	22.903
非经营收益	-148	-718	-1,928	552	1,978	2,482	每股经营现金净流	3.956	3.394	0.143	1.521	1.089	2.717
营运资金变动	2,105	-329	-10,845	-8,449	-13,230	-10,283	每股股利	0.500	0.500	0.600	0.600	0.600	0.600
经营活动现金净流	11,215	9,719	409	4,570	3,274	8,164	回报率						
资本开支	-541	-476	-571	-1,905	-1,449	-1,552	净资产收益率	15.14%	11.73%	11.99%	11.55%	12.34%	12.23%
投资	-3,123	-639	-5,068	-1,968	-2,695	-2,908	总资产收益率	1.58%	1.16%	1.01%	0.93%	0.98%	0.99%
其他	-7,033	-1,295	-3,838	2,393	4,232	3,105	投入资本收益率	5.91%	5.42%	4.21%	4.20%	4.44%	4.49%
投资活动现金净流	-10,697	-2,411	-9,477	-1,479	88	-1,354	增长率						
股权筹资	7,022	14,399	34,206	794	0	0	主营业务收入增长率	20.28%	28.38%	63.49%	19.81%	17.17%	12.28%
债权筹资	18,388	9,523	22,643	13,230	21,688	16,323	EBIT增长率	-7.34%	20.36%	9.49%	9.96%	18.40%	10.49%
其他	-15,842	-10,110	-13,580	-6,903	-7,732	-8,597	净利润增长率	0.08%	-3.68%	35.40%	6.68%	17.98%	9.70%
筹资活动现金净流	9,568	13,812	43,269	7,121	13,956	7,726	总资产增长率	38.10%	31.06%	55.61%	15.73%	12.37%	8.44%
现金净流量	10,236	21,297	34,470	10,211	17,318	14,537	资产管能力						
							应收账款周转天数	7.4	4.9	3.3	5.8	5.5	5.2
							存货周转天数	178.8	176.2	152.1	180.0	175.0	170.0
							应付账款周转天数	21.1	22.1	18.6	20.0	20.0	20.0
							固定资产周转天数	2.0	2.1	1.5	1.4	1.4	1.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	60.53%	38.38%	17.42%	17.99%	19.15%	18.47%
							EBIT利息保障倍数	11.8	10.4	9.6	4.5	4.7	4.6
							资产负债率	77.62%	77.77%	77.27%	78.83%	79.62%	79.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分, 为“增持”得 2 分, 为“中性”得 3 分, 为“减持”得 4 分, 之后平均计算得出最终评分, 作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1. 00 =买入; 1. 01~2. 0=增持 ; 2. 01~3. 0=中性

3. 01~4. 0=减持

来源: 聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-30	买入	12.93	17.36~17.36
2	2022-08-28	买入	11.37	17.36
3	2022-10-28	买入	12.99	N/A

来源: 国金证券研究所


投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402