

短期业绩承压，销投强劲未来可期

——建发股份（600153.SH）2023 年三季度报点评

2023 年 11 月 08 日

本期内容提要:

◆**营收保持稳定增长，供应链业务承压拖累净利润。**2023 年 Q3 单季公司实现营业收入 2152.78 亿元，同比增长 8.29%，实现归母净利润 104.97 亿元，同比增长 1019.56%；1-9 月公司实现营业收入 5987.04 亿元，同比增加 6.04%，实现归母净利润 124.20 亿元，同比增长 238.52%。公司营收规模实现稳定增长主要由于：1) 房地产业务结转节奏加快，公司 1-9 月房地产业务结转 645.60 亿元，同比增加 75.04%；2) 公司收购美凯龙事项完成，并于 Q3 将其纳入公司合并报表范围，美凯龙所从事的家居商场运营业务实现营收 10.22 亿元。公司 Q3 单季归母净利润出现大幅增加主要由于重组收益确认，公司及其控股子公司以现金方式收购美凯龙 29.95%的股份，交易对价低于美凯龙可辨认净资产公允价值，确认归属于上市公司股东的重组收益 94.91 亿元，该重组收益无相应的现金流入。剔除重组收益后，公司 Q3 单季归母净利润 10.07 亿元，同比增长 7.37%，前三季度归母净利润 29.30 亿元，同比下降 20.14%。前三季度营收保持正增，但归母净利润下滑的主要原因为：1) 供应链业务承压：受宏观经济形势影响，今年以来部分大宗商品价格短期内剧烈波动，汽车行业疲软，公司部分大宗商品集采分销业务和汽车销售业务利润较上年同期下降，1-9 月供应链运营业务净利润同比下滑 16.97%；2) 子公司联发集团归母净利润下降：受行业调控影响，联发集团 1-9 月结转毛利率有所下滑，去年同期处置股票取得税后收益约 1.98 亿元，而本期无此事项。

◆**销售规模大幅增长，核心城市优势明显。**2023 年 1-9 月建发股份子公司建发房产全口径销售额 1326 亿元，同比增长 32.5%，销售面积 599 万方，同比增长 18.7%，行业排名逆势提升，销售总额位居百强房企销售榜单第八位；同期建发股份子公司联发集团全口径销售额 448.1 亿元，同比增长 35.8%，销售面积 165.7 万方，同比微增 2.4%。公司在厦门、福州等城市市占率居前，建发房产位列厦门房企商品房销售面积榜单第二名，联发集团位居厦门房企商品房销售金额 TOP3 梯队，随着近两年土地资源的不外拓，公司在北京、上海等高能级城市的销售份额也在逐步提升。

◆**聚焦核心城市核心区域，持续提升投资力度。**根据克而瑞口径，2023 年 1-9 月建发股份子公司建发房产和联发集团合计全口径拓展金额 768.1 亿元，同比增加 11.3%；合计新增土地货值 1387.2 亿元，同比增加 45.7%。新增货值行业排名位居第三，仅次于华润、万科，考虑销售规模后，公司的投资强度为 43.3%，显著高于华润、万科。公司目前投资策略聚焦高能级核心城市以及三四线城市的优质改善地块，陆续在北京、上海、太仓、佛山等城市有所斩获。公司在行业下行周期牢牢把握窗口机遇，逆势扩储，后续随市场逐步企稳，我们认为公司有望率先受益于土地端的提前布局，进一步实现销售规模增长。

◆**融资：现金短期承压，融资渠道畅通。**截至 9 月 30 日，公司现金短债比 1.94，较中报降低 0.32，但公司融资渠道保持畅通，2023 年 1-9 月，公司成功发行 4 笔短融、1 笔公司债、1 笔中票，合计规模 60 亿元，其中 Q3 发行的公司债，票面利率仅 3.87%。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，融资渠道畅通进一步助力公司规模扩张。

◆**盈利预测与投资评级：**公司保持拿地节奏，未来有望受益于供给端分化实现销售持续增加，保持行业领先地位。因此我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 4.78/2.48/2.99 元/股，11 月 8 日股价对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 2.00/3.86/3.20 倍，维持“买入”评级。

◆**风险因素：**房地产调控政策收紧或放松不及预期。地产行业销售下行幅度超预期，公司房地产销售不及预期。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（亿元）	7,078	8,328	8,949	10,406	11,747
同比(%)	63.5%	17.7%	7.5%	16.3%	12.9%
归属母公司净利润（亿元）	61	63	144	74	90
同比(%)	36.3%	2.3%	128.5%	-48.1%	20.7%
毛利率(%)	3.6%	3.8%	3.8%	3.9%	4.1%
ROE(%)	12.1%	10.7%	20.5%	10.0%	11.1%
EPS（摊薄）（元）	2.04	2.09	4.78	2.48	2.99
P/E（倍）	4.68	4.58	2.00	3.86	3.20
P/B（倍）	0.57	0.49	0.41	0.38	0.36

资料来源：万得，信达证券研发中心预测,股价为 2023 年 11 月 8 日收盘价

资产负债表		单位:亿元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5,992	6,206	6,167	6,724	
货币资金	965	385	529	754	
应收票据	1	1	2	2	
应收账款	132	132	135	132	
预付账款	365	393	456	514	
存货	3,615	4,277	3,860	3,981	
其他	913	1,018	1,185	1,341	
非流动资产	655	1,917	2,024	2,129	
长期股权投资	245	308	371	434	
固定资产(合计)	36	45	54	63	
无形资产	10	12	13	14	
其他	364	1,553	1,585	1,618	
资产总计	6,648	8,123	8,190	8,854	
流动负债	3,920	4,895	4,753	5,181	
短期借款	91	191	291	391	
应付票据	250	269	312	352	
应付账款	411	441	513	577	
其他	3,168	3,994	3,637	3,861	
非流动负债	1,074	1,365	1,467	1,569	
长期借款	564	764	964	1,164	
其他	510	601	503	405	
负债合计	4,994	6,260	6,220	6,750	
少数股东权益	1,069	1,164	1,223	1,294	
归属母公司股东权益	585	699	748	810	
负债和股东权益	6,648	8,123	8,190	8,854	

重要财务指标		单位:亿元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,328	8,949	10,406	11,747	
同比(%)	17.7%	7.5%	16.3%	12.9%	
归属母公司净利润	63	144	74	90	
同比(%)	2.3%	128.5%	-48.1%	20.7%	
毛利率(%)	3.8%	3.8%	3.9%	4.1%	
ROE%	10.7%	20.5%	10.0%	11.1%	
EPS(摊薄)(元)	2.09	4.78	2.48	2.99	
P/E	4.58	2.00	3.86	3.20	
P/B	0.49	0.41	0.38	0.36	
EV/EBITDA	4.44	3.49	5.69	4.70	

利润表		单位:亿元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,328	8,949	10,406	11,747	
营业成本	8,011	8,611	10,004	11,265	
营业税金及附加	18	29	34	38	
销售费用	99	115	133	153	
管理费用	10	14	17	20	
研发费用	2	2	2	4	
财务费用	13	20	40	45	
减值损失合计	-52	-29	-29	-29	
投资净收益	35	215	42	35	
其他	-1	-1	0	1	
营业利润	157	344	190	230	
营业外收支	5	2	2	2	
利润总额	162	346	192	232	
所得税	49	106	59	71	
净利润	113	239	133	161	
少数股东损益	50	96	59	71	
归属母公司净利润	63	144	74	90	
EBITDA	142	371	238	283	
EPS(基本)(元)	1.93	4.78	2.48	2.99	

现金流量表		单位:亿元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	155	231	86	183	
净利润	113	239	133	161	
折旧摊销	7	5	6	6	
财务费用	26	39	47	55	
投资损失	-235	-37	-215	-42	
营运资金变动	-11	55	-89	-35	
其它	56	107	31	31	
投资活动现金流	-86	-995	-72	-79	
资本支出	-13	-23	-22	-22	
长期投资	-81	-1,141	-91	-91	
其他	8	168	41	35	
筹资活动现金流	-31	185	130	120	
吸收投资	273	2	0	0	
借款	1,951	300	300	300	
支付利息或股息	-114	-63	-73	-83	
现金流净增加额	38	-580	144	225	

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都不曾与，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。