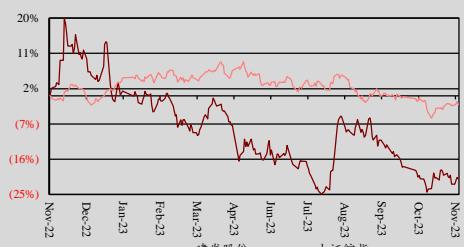


600153.SH 买入

原评级：买入
市场价格：人民币 9.54
板块评级：强于大市

股价表现



	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(32.5)	0.1	(14.4)	(27.3)
相对上证综指	(30.4)	0.8	(11.3)	(25.1)

发行股数(百万)	3,004.07
流通股(百万)	2,844.37
总市值(人民币 百万)	28,658.84
3个月日均交易额(人民币 百万)	242.07
主要股东	
厦门建发集团有限公司	45.15

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年11月16日收盘价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输：物流

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

联系人：刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070018

建发股份

收购美凯龙完成并表，公司主营业务表现稳健

2023Q3 公司实现营收 2152.78 亿元，同比+8.29%，归母净利润 104.97 亿元，同比+1019.56%。Q3 归母净利润大增主要系公司在三季度完成对红星美凯龙的收购并表，在 Q3 确认了 98.84 亿元的营业外收入，前三季度归母净利润同比增长 238.52%。2023 年前三季度，公司房地产业务营收实现 645.60 亿元，同比增长 75.04%，供应链业务业绩小幅下降，我们维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 市场压力下供应链运营业务承压，前三季度盈利能力有所下降。宏观经济方面，2023 年大宗商品价格短期内剧烈波动，汽车行业疲软，公司部分大宗商品采分销业务和汽车销售业务利润较上年同期下降。2023 前三季度供应链运营业务营业收入 5331.22 亿元，同比小幅上升 1.03%；前三季度合计归母净利润为 24.99 亿元，同比下降 16.97%，供应链运营业务分部前三季度毛利率为 1.67%，同比下降 0.01pct。
- 公司房地产业务营收大幅增长，项目结转毛利率明显下降。2023 年前三季度，公司房地产业务营业收入 645.60 亿元，同比大幅上升 75.04%；前三季度合计归母净利润为 4.70 亿元，同比下降 28.69%；前三季度合计净利润为 30.96 亿元，同比上升 35.33%。公司房地产业务归母净利润同比减少 1.89 亿元，主要因宏观调控政策和土地成本影响，子公司联发集团扣除永续债利息后归母净利润同比下降 4.60 亿元，房地产业务分部前三季度毛利率为 13.60%，同比下降 1.2pct。考虑到上半年公司获取优质土地 52 宗，一二线城市拿地金额占比超 87%，在上海、厦门、杭州等地获取多个优质项目，房地产业务盈利能力有望回暖。
- 收购美凯龙完成并表确认重组收益，新增主业家居商场运营业务。根据公司公告，前三季度公司主业合计营业收入 5987.04 亿元，同比增长 6.04%；归母净利润 124.21 亿元，同比大幅增长 238.52%。归母净利润同比增长的 87.52 亿元中，来自美凯龙并表的重组归母收益达 94.91 亿元。同时，公司当前三大主营业务可相互促进，形成“供应链管理、房地产业务、家居商场运营”的三轮驱动循环，进一步扩大协同效应带来的增量影响。
- 展望未来，静待宏观经济修复、大宗商品市场逐步企稳，公司主营业务的优势有望帮助公司加快业务调整进程、实现业绩修复。前三季度公司供应链运营业务在较大的市场下行压力下乏力，但公司核心价值并未减损，我们预计四季度公司将完善全球化供应链服务体系并拓宽服务领域。长期来看，中国经济稳中向好的基本面在政策支持下不会变，大宗商品市场的回暖有待观望，房地产市场有望随相关政策的出台进一步得到稳定。公司内部深化战略布局、外部持续完善国际化布局、数字化建设稳步推进，房地产业务聚焦高能级城市，积极获取优质项目。

估值

- 考虑公司三季度并表红星美凯龙产生较大营业外收入，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 142.69/73.08/83.83 亿元，同比+127.2%/-48.8%/+14.7%，EPS 为 4.75/2.43/2.79 元/股，对应 PE 分别 2.0/3.9/3.4 倍，维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 国内经济复苏不及预期、房地产市场需求疲软、大宗商品市场需求疲软。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	707,844	832,812	887,963	962,276	1,058,504
增长率(%)	63.5	17.7	6.6	8.4	10.0
EBITDA(人民币 百万)	14,415	13,260	21,765	15,935	17,510
归母净利润(人民币 百万)	6,098	6,282	14,269	7,308	8,383
增长率(%)	35.4	3.0	127.2	(48.8)	14.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.03	2.09	4.75	2.43	2.79
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.84	2.31	2.76
调整幅度(%)	-	-	158.2	5.2	1.1
市盈率(倍)	4.7	4.6	2.0	3.9	3.4
市净率(倍)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(倍)	9.3	10.2	3.5	4.7	2.5
每股股息(人民币)	0.6	0.8	1.8	0.9	1.1
股息率(%)	6.6	5.9	19.1	9.8	11.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	707,844	832,812	887,963	962,276	1,058,504
营业收入	707,844	832,812	887,963	962,276	1,058,504
营业成本	682,585	801,147	852,866	929,434	1,022,377
营业税金及附加	900	1,848	1,598	2,406	2,646
销售费用	8,161	9,851	10,656	12,510	13,761
管理费用	664	1,039	1,066	1,155	1,270
研发费用	74	191	105	114	126
财务费用	1,616	1,269	852	540	296
其他收益	472	887	785	785	785
资产减值损失	(1,423)	(5,185)	(1,000)	(1,500)	(1,500)
信用减值损失	(210)	(1,040)	(500)	(1,000)	(1,000)
资产处置收益	20	141	44	60	80
公允价值变动收益	(148)	(70)	60	60	60
投资收益	3,085	3,497	3,500	2,500	3,145
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	15,642	15,698	23,709	17,023	19,598
营业外收入	247	583	10,500	500	500
营业外支出	87	107	1	1	1
利润总额	15,802	16,174	34,208	17,522	20,097
所得税	4,839	4,907	10,427	5,341	6,126
净利润	10,963	11,267	23,781	12,181	13,971
少数股东损益	4,865	4,985	9,512	4,872	5,588
归母净利润	6,098	6,282	14,269	7,308	8,383
EBITDA	14,415	13,260	21,765	15,935	17,510
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.03	2.09	4.75	2.43	2.79

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	550,683	599,231	649,218	703,493	754,862
货币资金	90,268	96,524	102,916	111,529	122,682
应收账款	8,226	13,210	9,483	11,901	14,038
应收票据	79	124	468	173	532
存货	346,825	361,501	401,340	429,987	456,074
预付账款	32,678	36,541	39,269	43,347	47,531
合同资产	831	710	1,185	880	1,392
其他流动资产	71,776	90,621	94,556	105,675	112,614
非流动资产	51,776	65,523	65,835	65,277	64,171
长期投资	17,728	27,078	27,228	27,308	27,388
固定资产	2,813	3,601	5,471	6,039	6,181
无形资产	869	1,041	983	932	879
其他长期资产	30,365	33,803	32,154	30,998	29,724
资产合计	602,459	664,754	715,053	768,770	819,034
流动负债	356,236	391,999	447,531	490,613	541,408
短期借款	8,999	9,074	18,448	20,652	25,158
应付账款	41,765	41,062	47,112	53,576	60,021
其他流动负债	305,472	341,864	381,970	416,385	456,228
非流动负债	109,305	107,411	83,859	85,110	73,817
长期借款	61,103	56,424	32,651	33,231	22,273
其他长期负债	48,202	50,987	51,208	51,879	51,544
负债合计	465,541	499,411	531,390	575,723	615,225
股本	2,863	3,005	3,004	3,004	3,004
少数股东权益	86,074	106,864	116,377	121,249	126,837
归属母公司股东权益	50,844	58,480	67,286	71,798	76,972
负债和股东权益合计	602,459	664,754	715,053	768,770	819,034

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	10,963	11,267	23,781	12,181	13,971
折旧摊销	586	748	1,593	1,777	1,686
营运资金变动	(31,193)	(7,063)	1,831	(5,189)	6,275
其他	20,053	10,538	(111)	(3,401)	(2,329)
经营活动现金流	409	15,489	27,094	5,367	19,603
资本支出	(741)	(1,803)	(2,606)	(713)	(713)
投资变动	(8,605)	(12,094)	2,090	(10)	(10)
其他	(131)	5,291	3,587	2,519	3,231
投资活动现金流	(9,477)	(8,607)	3,071	1,796	2,508
银行借款	24,887	(4,604)	(14,399)	2,784	(6,452)
股权融资	17,233	(5,510)	(5,462)	(2,797)	(3,208)
其他	1,149	7,012	(3,912)	1,463	(1,298)
筹资活动现金流	43,269	(3,102)	(23,773)	1,450	(10,958)
净现金流	34,201	3,781	6,392	8,613	11,153

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	63.5	17.7	6.6	8.4	10.0
营业利润增长率(%)	29.4	0.4	51.0	(28.2)	15.1
归属于母公司净利润增长率(%)	35.4	3.0	127.2	(48.8)	14.7
息税前利润增长率(%)	16.4	(9.5)	61.2	(29.8)	11.8
息税折旧前利润增长率(%)	17.9	(8.0)	64.1	(26.8)	9.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	35.4	3.0	127.2	(48.8)	14.7
盈利能力					
息税前利润率(%)	2.0	1.5	2.3	1.5	1.5
营业利润率(%)	2.2	1.9	2.7	1.8	1.9
毛利率(%)	3.6	3.8	4.0	3.4	3.4
归母净利润率(%)	0.9	0.8	1.6	0.8	0.8
ROE(%)	12.0	10.7	21.2	10.2	10.9
ROIC(%)	3.9	3.4	6.0	4.1	5.0
偿债能力					
资产负债率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
净负债权益比	0.2	0.1	0.0	0.0	(0.1)
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	110.7	77.7	78.3	90.0	81.6
应付账款周转率	20.3	20.1	20.1	19.1	18.6
费用率					
销售费用率(%)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
管理费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.0	2.1	4.7	2.4	2.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	5.2	9.0	1.8	6.5
每股净资产(最新摊薄)	16.9	19.5	22.4	23.9	25.6
每股股息	0.6	0.8	1.8	0.9	1.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	4.7	4.6	2.0	3.9	3.4
P/B(最新摊薄)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.3	10.2	3.5	4.7	2.5
价格/现金流(倍)	70.1	1.9	1.1	5.3	1.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371