

建发股份 (600153.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

扣非业绩当期承压，地产基本面稳健

事件

2024年1月30日建发股份发布公告称，2023年预计实现归母净利润118-142亿元，同比增加约88%-126%；预计实现扣非归母净利润21-28亿元，同比减少约24%-43%。

点评

重组收益拉动归母净利润，扣非业绩表现下滑：公司归母净利润同比大幅提升而扣非归母净利润同比下滑，主要受重组事件影响：公司以62.86亿元的对价收购美凯龙29.95%的股份，于三季度正式并表，取得归母重组收益94.91亿元计入非经常性损益，使得当期归母净利润大幅增长。

三大业务板块当期业绩均有所承压：①供应链板块部分大宗商品价格短期剧烈波动，汽车行业疲软，大宗集采分销和汽车销售业务利润下降。②房地产板块在行业下行期毛利率承压，受市场环境等影响，子公司联发集团房地产开发结转项目净利润大幅下降，同时结合市场情况，对部分项目计提跌价准备所致。③新增家居商场运营板块，由于免租、新增项目减少、资产减值等影响，子公司美凯龙当期业绩亏损。

房地产业务销售逆势增长，投资积极稳健：2023年子公司建发房产销售金额1891亿元，居行业第8（2022年居第10），同比+11%（百强房企销售同比-18%）；子公司联发集团销售金额565亿元，居行业第26（2022年居第43），同比+24%。据中指数据，子公司建发房产2023年权益拿地金额738亿元，居行业拿地榜第4，主要在上海、杭州、厦门、成都等优质城市核心区拿地。

投资建议

公司供应链、房地产和家居商场运营板块当期业绩有所承压，地产板块资产质量优质、经营表现优良，预计未来业绩将有改善。我们下调公司盈利预测，2023-25年归母净利润分别为142.7、67.3和84.7亿元，同比增速分别为127.2%（剔除重组收益为-24.0%）、-52.8%（剔除重组收益为40.8%）和25.8%，公司股票现价对应2023-25年PE估值为2.1/4.5/3.6倍，对应近一年分红的股息率为7.88%，维持“买入”评级。

风险提示

大宗商品价格剧烈波动；房地产市场销售低迷；收购进展不顺利

房地产组

分析师：杜昊旻（执业S1130521090001）

duhaomin@gjzq.com.cn

分析师：王祎馨（执业S1130523090003）

wangyixin@gjzq.com.cn

联系人：方鹏

fang_peng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：10.15元

相关报告：

- 《建发股份公司点评：拟收购建发房产股份，增强盈利能力》，2023.12.24
- 《建发股份公司点评：重组收益增厚业绩，地产经营投销良好》，2023.10.30
- 《建发股份公司点评：业绩短期承压，双主业基本面稳固》，2023.8.30



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	707,844	832,812	896,053	995,688	1,128,047
营业收入增长率	63.49%	17.65%	7.59%	11.12%	13.29%
归母净利润(百万元)	6,098	6,282	14,273	6,732	8,466
归母净利润增长率	35.40%	3.01%	127.23%	-52.83%	25.76%
摊薄每股收益(元)	2.130	2.090	4.751	2.241	2.818
每股经营性现金流净额	0.14	5.15	1.90	2.80	3.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.99%	10.74%	21.48%	9.55%	11.20%
P/E	4.26	6.53	2.14	4.53	3.60
P/B	0.51	0.70	0.46	0.43	0.40

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	432,949	707,844	832,812	896,053	995,688	1,128,047	货币资金	53,806	90,268	96,524	97,053	107,884	122,135
增长率	20.3%	63.5%	17.7%	7.6%	11.1%	13.3%	应收款项	35,316	63,773	81,115	87,846	91,749	97,301
主营业务成本	-409,413	-682,585	-801,147	-862,874	-959,423	-1,085,430	存货	222,072	346,825	361,501	371,438	404,705	450,015
%销售收入	94.6%	96.4%	96.2%	96.3%	96.4%	96.2%	其他流动资产	37,327	49,817	60,091	63,556	70,554	79,148
毛利	23,537	25,260	31,665	33,179	36,266	42,617	流动资产	348,521	550,683	599,231	619,893	674,892	748,599
%销售收入	5.4%	3.6%	3.8%	3.7%	3.6%	3.8%	%总资产	90.0%	91.4%	90.1%	76.6%	77.0%	77.7%
营业税金及附加	-2,708	-900	-1,848	-1,792	-1,991	-2,256	长期投资	27,639	36,497	44,738	159,519	171,152	183,740
%销售收入	0.6%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	2,681	2,970	6,336	9,028	9,368	9,644
销售费用	-6,227	-8,161	-9,851	-12,097	-13,940	-15,793	%总资产	0.7%	0.5%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%
%销售收入	1.4%	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	无形资产	1,428	2,073	2,468	3,434	3,663	3,876
管理费用	-470	-664	-1,039	-1,118	-1,242	-1,408	非流动资产	38,636	51,776	65,523	189,203	201,368	214,408
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	%总资产	10.0%	8.6%	9.9%	23.4%	23.0%	22.3%
研发费用	-10	-74	-191	-205	-228	-258	资产总计	387,157	602,459	664,754	809,097	876,260	963,007
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	15,979	25,805	28,254	119,082	128,919	140,317
息税前利润 (EBIT)	14,122	15,462	18,737	17,967	18,864	22,903	应付款项	65,612	103,282	102,958	108,882	122,169	137,950
%销售收入	3.3%	2.2%	2.2%	2.0%	1.9%	2.0%	其他流动负债	130,977	227,148	260,788	273,588	299,863	336,877
财务费用	-1,355	-1,616	-1,269	-1,638	-2,411	-2,456	流动负债	212,567	356,236	391,999	501,552	550,951	615,144
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	长期贷款	43,508	61,103	56,424	71,067	74,620	79,097
资产减值损失	-2,237	-1,633	-6,225	-6,808	-4,850	-4,664	其他长期负债	45,023	48,202	50,987	58,412	63,294	69,365
公允价值变动收益	109	-148	-70	85	90	94	负债	301,099	465,541	499,411	631,031	688,865	763,606
投资收益	1,168	3,085	4,019	3,215	3,537	3,891	普通股股东权益	38,387	50,844	58,480	66,444	70,483	75,563
%税前利润	9.6%	19.5%	24.8%	13.5%	21.2%	18.2%	其中：股本	2,864	2,863	3,005	3,004	3,004	3,004
营业利润	12,090	15,642	15,698	13,908	16,379	20,982	未分配利润	28,683	33,134	37,030	45,594	49,634	54,713
营业利润率	2.8%	2.2%	1.9%	1.6%	1.6%	1.9%	少数股东权益	47,671	86,074	106,864	111,622	116,911	123,838
营业外收支	17	160	476	9,881	318	397	负债股东权益合计	387,157	602,459	664,754	809,097	876,260	963,007
税前利润	12,107	15,802	16,174	23,789	16,697	21,379	比率分析						
利润率	2.8%	2.2%	1.9%	2.7%	1.7%	1.9%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-3,924	-4,839	-4,907	-4,758	-4,675	-5,986	每股指标						
所得税率	32.4%	30.6%	30.3%	20.0%	28.0%	28.0%	每股收益	1.573	2.130	2.090	4.751	2.241	2.818
净利润	8,182	10,963	11,267	19,031	12,022	15,393	每股净资产	13.405	17.756	19.460	22.118	23.463	25.153
少数股东损益	3,679	4,865	4,985	4,758	5,290	6,927	每股经营现金净流	3.394	0.143	5.154	1.896	2.801	3.246
归属于母公司的净利润	4,504	6,098	6,282	14,273	6,732	8,466	每股股利	0.500	0.600	0.800	1.901	0.896	1.127
净利率	1.0%	0.9%	0.8%	1.6%	0.7%	0.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.73%	11.99%	10.74%	21.48%	9.55%	11.20%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	1.16%	1.01%	0.94%	1.76%	0.77%	0.88%
净利润	8,182	10,963	11,267	19,031	12,022	15,393	投入资本收益率	5.42%	4.21%	4.54%	3.50%	3.09%	3.48%
少数股东损益	3,679	4,865	4,985	4,758	5,290	6,927	增长率						
非现金支出	2,583	2,219	6,972	7,374	5,619	5,511	主营业务收入增长率	28.38%	63.49%	17.65%	7.59%	11.12%	13.29%
非经营收益	-718	-1,928	-1,700	-12,486	-412	-590	EBIT 增长率	20.36%	9.49%	21.18%	-4.11%	4.99%	21.41%
营运资金变动	-329	-10,845	-1,050	-8,223	-8,814	-10,562	净利润增长率	-3.68%	35.40%	3.01%	127.23%	-52.83%	25.76%
经营活动现金净流	9,719	409	15,489	5,696	8,415	9,753	总资产增长率	31.06%	55.61%	10.34%	21.71%	8.30%	9.90%
资本开支	-476	-571	-1,336	5,805	-1,265	-1,260	资产管理能力						
投资	-639	-5,068	-8,092	-113,896	-10,744	-11,694	应收账款周转天数	4.9	3.3	4.7	5.5	5.4	5.2
其他	-1,295	-3,838	822	2,215	2,537	2,891	存货周转天数	176.2	152.1	161.4	160.0	158.4	156.8
投资活动现金净流	-2,411	-9,477	-8,607	-105,876	-9,473	-10,063	应付账款周转天数	22.1	18.6	18.9	18.7	18.7	18.7
股权募资	14,399	34,206	27,333	-600	0	0	固定资产周转天数	2.1	1.5	1.6	2.5	2.4	2.1
债权募资	9,523	22,643	2,854	110,521	19,198	22,550	偿债能力						
其他	-10,110	-13,580	-33,288	-8,550	-6,396	-7,366	净负债/股东权益	38.38%	17.42%	11.73%	72.52%	73.25%	72.87%
筹资活动现金净流	13,812	43,269	-3,102	101,371	12,802	15,184	EBIT 利息保障倍数	10.4	9.6	14.8	11.0	7.8	9.3
现金净流量	21,297	34,470	3,830	1,192	11,744	14,874	资产负债率	77.77%	77.27%	75.13%	77.99%	78.61%	79.29%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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	2022-08-28	买入	11.37	17.36
2	2022-10-28	买入	12.99	N/A
3	2023-01-18	买入	13.37	N/A
4	2023-03-31	买入	11.98	N/A
5	2023-04-30	买入	12.13	N/A
6	2023-08-30	买入	11.45	N/A
7	2023-10-30	买入	9.58	N/A
8	2023-12-24	买入	9.62	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806