

建发股份 (600153.SH) 重组收益增厚利润，联发集团结转项目承压

2024年01月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2024/1/31
当前股价(元)	9.65
一年最高最低(元)	13.37/8.94
总市值(亿元)	289.89
流通市值(亿元)	275.35
总股本(亿股)	30.04
流通股本(亿股)	28.53
近3个月换手率(%)	57.98

● **收入增长扣非后盈利下降，供应链与开发业务持续扩张，维持“买入”评级**
建发股份发布2023年业绩预告，公司预计2023年度实现归母净利润为118-142亿元，同比增长约88%到126%；预计实现扣非归母净利润21-28亿元，同比下降约24%到43%。公司供应链业务保持稳健，开发业务持续扩张，重组收益提升业绩，我们上调盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为135.5、87.1、98.3亿元（原值为76.2、86.8、98.2亿元），EPS分别为4.51、2.90、3.27元，当前股价对应PE估值分别为2.1、3.2、2.8倍，维持“买入”评级。

● **重组收益助力归母净利润高增，联发集团结转项目拖累扣非业绩**

公司归母净利润预计高增主要由于2023年第三季度将美凯龙纳入公司合并报表，确认重组收益所致。2023年，公司及控股子公司联发集团以现金方式收购美凯龙29.95%的股份，交易对价（即合并成本）为62.86亿元，产生重组收益95.87亿元。公司扣非归母净利润同比下降主要源于受销售市场影响，子公司联发集团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；同时美凯龙在地产后周期消费复苏放缓、布局调整租金减免的影响下，租金及管理费收入阶段性下滑，2023年度预计归母净利润-23.8至-19.8亿元。

● **供应链运营业务盈利下滑，经营货量稳步增长**

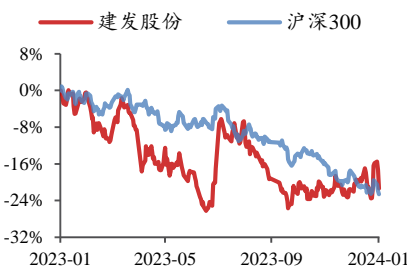
受宏观经济形势影响，部分大宗商品价格短期内剧烈波动，公司2023H1供应链运营业务实现收入3505.1亿元，实现归母净利润16.7亿元，分别同比增长3.2%和下降20.7%。公司上半年经营的主要大宗商品的经营货量约9700万吨，同比增速约11%，其中钢材、农产品和纸浆纸张经营货量分别增长约22%、7%和19%；在消费品行业的供应链运营业务实现营业收入276.4亿元，同比增速35.5%。

● **建发房产销售数据保持增长，土地储备充足**

建发国际集团2023年实现权益销售金额和面积分别为1379.6亿元和666.4万方，同比分别增长13.5%和9.3%。根据克尔瑞数据，建发房产和联发集团2023年实现销售金额分别为1890.6和564.9亿元，分别排名全口径销售榜单的第8和第26位。截至2023年上半年末，公司土地储备2347万方，对应货值为3548亿元。

● **风险提示：**大宗商品经营不及预期、房地产行业恢复不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《重组收益提升整体利润水平，经营性现金流显著改善——公司信息更新报告》-2023.11.16

《供应链经营货量稳步增长，拿地维持较高强度——公司信息更新报告》-2023.9.1

《开发业务稳健发展，家居卖场公募REITs获支持——公司信息更新报告》-2023.7.19

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	707,844	832,812	950,355	1,054,263	1,159,689
YOY(%)	63.5	17.7	14.1	10.9	10.0
归母净利润(百万元)	6,098	6,282	13,549	8,712	9,830
YOY(%)	35.4	3.0	115.7	-35.7	12.8
毛利率(%)	3.6	3.8	3.9	4.0	4.0
净利率(%)	0.9	1.4	2.1	1.4	1.4
ROE(%)	8.0	6.8	11.1	7.6	7.9
EPS(摊薄/元)	2.03	2.09	4.51	2.90	3.27
P/E(倍)	4.6	4.4	2.1	3.2	2.8
P/B(倍)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	550683	599231	650144	653178	685209
现金	90268	96524	99846	91631	77834
应收票据及应收账款	8305	13333	11629	13642	13310
其他应收款	55087	67073	62919	73367	78692
预付账款	32678	36541	39727	43941	48406
存货	346825	361501	415133	408023	445235
其他流动资产	17520	24259	20889	22574	21732
非流动资产	51776	65523	77061	90507	102614
长期投资	14594	24475	33672	43829	53593
固定资产	2813	3601	4805	6070	7341
无形资产	880	1051	1123	1167	1212
其他非流动资产	33488	36395	37461	39440	40467
资产总计	602459	664754	727205	743685	787823
流动负债	356236	391999	440125	454145	497765
短期借款	8999	9074	9981	10979	12077
应付票据及应付账款	62468	66084	74423	87481	90613
其他流动负债	284769	316842	355721	355685	395074
非流动负债	109305	107411	103766	93135	78871
长期借款	89145	89819	84222	74263	59343
其他非流动负债	20160	17592	19544	18873	19528
负债合计	465541	499411	543891	547280	576636
少数股东权益	86074	106864	113690	119870	126701
股本	2863	3005	3005	3005	3005
资本公积	3271	4430	4430	4430	4430
留存收益	34652	38619	51196	60389	70673
归属母公司股东权益	50844	58480	69625	76534	84486
负债和股东权益	602459	664754	727205	743685	787823

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	409	15489	16243	12566	10190
净利润	10963	11267	20375	14893	16661
折旧摊销	371	425	480	592	717
财务费用	1616	1269	1252	1764	2017
投资损失	-3085	-3497	-3940	-3791	-3929
营运资金变动	-10916	-1408	-2864	-694	-5687
其他经营现金流	1459	7433	940	-197	412
投资活动现金流	-9477	-8607	-8205	-10151	-8936
资本支出	741	1803	1976	1963	1423
长期投资	-4195	-8563	-9196	-8751	-9764
其他投资现金流	-12931	-15366	-15425	-16938	-17277
筹资活动现金流	43269	-3102	-4715	-10632	-15050
短期借款	7293	75	907	998	1098
长期借款	17348	674	-5597	-9959	-14919
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	-25	-1671	-1229
现金净增加额	34470	3830	3323	-8216	-13796

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	707844	832812	950355	1054263	1159689
营业成本	682585	801147	913294	1011897	1113087
营业税金及附加	900	1848	1996	2425	2667
营业费用	8161	9851	11214	12967	14264
管理费用	664	1039	1235	1476	1624
研发费用	74	191	94	211	464
财务费用	1616	1269	1252	1764	2017
资产减值损失	-1423	5185	7603	7274	6958
其他收益	472	887	889	891	893
公允价值变动收益	-148	-70	-23	-33	-68
投资净收益	3085	3497	3940	3791	3929
资产处置收益	20	141	44	54	65
营业利润	15642	15698	18518	20951	23426
营业外收入	247	583	9587	700	758
营业外支出	87	107	118	129	142
利润总额	15802	16174	27987	21521	24042
所得税	4839	4907	7613	6629	7381
净利润	10963	11267	20375	14893	16661
少数股东损益	4865	4985	6826	6181	6831
归属母公司净利润	6098	6282	13549	8712	9830
EBITDA	18137	18438	28293	21874	24572
EPS(元)	2.03	2.09	4.51	2.90	3.27

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	63.5	17.7	14.1	10.9	10.0
营业利润(%)	29.4	0.4	18.0	13.1	11.8
归属于母公司净利润(%)	35.4	3.0	115.7	-35.7	12.8
获利能力					
毛利率(%)	3.6	3.8	3.9	4.0	4.0
净利率(%)	0.9	1.4	2.1	1.4	1.4
ROE(%)	8.0	6.8	11.1	7.6	7.9
ROIC(%)	6.7	6.6	10.1	7.4	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	77.3	75.1	74.8	73.6	73.2
净负债比率(%)	30.4	21.1	16.7	16.1	16.3
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5
应收账款周转率	107.7	77.0	76.1	83.4	86.1
应付账款周转率	12.9	12.5	13.0	12.5	12.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.03	2.09	4.51	2.90	3.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	5.16	5.41	4.18	3.39
每股净资产(最新摊薄)	13.72	15.24	18.95	21.25	23.90
估值比率					
P/E	4.6	4.4	2.1	3.2	2.8
P/B	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.5	9.1	6.0	8.1	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn