

评级：买入（维持）

市场价格：9.57元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

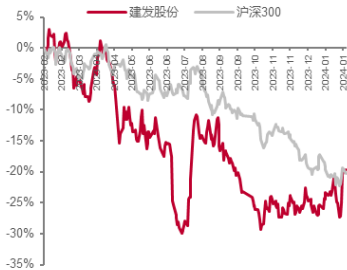
联系人：邵美玲

电话：

Email: shaoml@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,004
流通股本(百万股)	2,853
市价(元)	9.57
市值(百万元)	28,749
流通市值(百万元)	27,307

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 《双主业齐头并进，稳增长未来可期》—建发股份首次覆盖报告 2023.8.17
- 《盈利端短期承压，双主业成长可期》—建发股份 2023 中报点评报告 2023.9.1

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	707,844	832,812	846,538	916,117	1,014,720
增长率 yoy%	63%	18%	2%	8%	11%
净利润(百万元)	6,098	6,282	13,340	6,675	7,737
增长率 yoy%	35%	3%	112%	-50%	16%
每股收益(元)	2.03	2.09	4.44	2.22	2.58
每股现金流量	0.14	5.16	2.43	2.57	1.50
净资产收益率	4%	4%	7%	3%	4%
P/E	4.7	4.6	2.2	4.3	3.7
P/B	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3

备注：股价为 2024 年 2 月 2 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄。

投资要点

- **建发股份于 2024 年 1 月 30 日发布 2023 年度业绩预告：**
 - 公司预计 2023 年度实现归母净利润为 118-142 亿元，与上年同期相比，将增加约 55-79 亿元，同比增加约 88%-126%。公司预计 2023 年度实现扣非归母净利润为 21-28 亿元，与上年同期相比，将减少约 9-16 亿元，同比减少约 24%-43%。
 - 公司 2023 年前三季度实现归母净利润 124 亿元，测算 2023 年第四季度归母净利润为 -6 亿元至 18 亿元。公司 2023 年前三季度实现扣非归母净利润 22 亿元，测算 2023 年第四季度扣非归母净利润为 -1 亿元至 6 亿元。
- **重组收益大幅增厚归母净利润，部分地产项目拖累扣非业绩。** 1) 2023 年度公司归母净利润预计同比高增主要是因为 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，低于取得的美凯龙可辨认净资产公允价值，产生重组收益 95.87 亿元，其中归母重组收益 94.91 亿元。2) 2023 年度公司扣非归母净利润预计同比下降主要是受市场环境等影响，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。
- **供应链业务：经营业绩预计短期承压，市场份额有望持续提升。** 1) 2023 年 1-9 月，公司供应链运营业务分部实现归母净利润 25 亿元，同比下降 17%，主要是由于受宏观经济形势影响，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；上年同期收购建发新胜（0731.HK）控制权产生并购收益，贡献归母净利润约 1.15 亿元，本期无此事项。2) 2023 年上半年，公司在大宗商品价格下行周期实现了经营销量继续增长和市场占有率逐步提升的经营目标，经营的黑色、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的运营销量超 9700 万吨，同比增速超 11%，多个核心品类继续保持行业领先地位。
- **房地产业务：销售同比增长，投资拿地积极。** 1) 根据克而瑞研究中心的数据，2023 年公司子公司建发房产及联发集团合计实现全口径销售金额 2455.5 亿元，同比增长 14%；其中，建发房产实现全口径销售金额 1890.6 亿元，同比增长 11%；联发集团实现全口径销售金额 564.9 亿元，同比增长 24%。2) 根据中指研究院发布的《2023 年中国房地产企业权益拿地金额与面积 TOP100》，公司子公司建发房产及联发集团 2023 年权益拿地金额分别为 738 亿元、103 亿元，分别位列榜单第 4 名、第 26 名。
- **盈利预测、估值及投资评级：** 考虑到美凯龙纳入公司合并报表产生的影响以及行业发展趋势的变化，我们调整公司 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 133/67/77 亿元（原预测值分别为 64/70/79 亿元），对应 P/E 分别为 2.2X/4.3X/3.7X，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 宏观经济下行风险、大宗商品价格波动风险、房地产业务经营风险、行业政策变动风险、业务发展不及预期风险、信息数据更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	96,524	103,491	110,279	117,607	营业收入	832,812	846,538	916,117	1,014,720
应收票据	124	126	136	151	营业成本	801,147	815,054	878,854	972,273
应收账款	13,210	13,427	14,531	16,095	税金及附加	1,848	1,878	2,033	2,252
预付账款	36,541	37,176	40,086	44,347	销售费用	9,851	10,013	10,836	13,191
存货	361,501	376,168	396,983	429,633	管理费用	1,039	1,056	1,143	1,266
合同资产	710	722	781	865	研发费用	191	194	210	232
其他流动资产	91,332	92,803	100,261	110,829	财务费用	1,269	1,567	2,050	2,310
流动资产合计	599,231	623,190	662,275	718,662	信用减值损失	-1,040	-625	-832	-729
其他长期投资	17,660	17,695	17,873	18,127	资产减值损失	-5,185	-5,500	-5,000	-4,500
长期股权投资	24,475	24,475	24,475	24,475	公允价值变动收益	-70	-109	-90	-99
固定资产	3,601	3,721	3,891	4,108	投资收益	3,497	1,000	1,000	1,000
在建工程	2,735	2,835	2,835	2,735	其他收益	887	680	783	732
无形资产	1,041	1,171	1,287	1,392	营业利润	15,698	12,301	16,964	19,696
其他非流动资产	16,011	16,191	16,335	16,450	营业外收入	583	10,030	326	325
非流动资产合计	65,523	66,088	66,697	67,287	营业外支出	107	97	102	99
资产合计	664,754	689,278	728,972	785,948	利润总额	16,174	22,234	17,188	19,922
短期借款	9,074	9,074	9,074	13,143	所得税	4,907	4,447	5,215	6,044
应付票据	25,022	25,456	27,449	30,367	净利润	11,267	17,787	11,973	13,878
应付账款	41,062	41,775	45,045	49,833	少数股东损益	4,985	4,447	5,298	6,140
预收款项	92	93	101	112	归属母公司净利润	6,282	13,340	6,675	7,738
合同负债	227,458	231,207	250,210	277,141	NOPLAT	12,151	19,041	13,401	15,487
其他应付款	36,505	36,505	36,505	36,505	EPS (按最新股本摊薄)	2.09	4.44	2.22	2.58
一年内到期的非流动负债	19,180	19,180	19,180	19,180					
其他流动负债	33,607	34,046	36,095	39,078	主要财务比率				
流动负债合计	391,999	397,336	423,658	465,358	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	56,424	58,424	60,424	62,424	成长能力				
应付债券	33,395	33,395	33,395	33,395	营业收入增长率	17.7%	1.6%	8.2%	10.8%
其他非流动负债	17,592	17,592	17,592	17,592	EBIT增长率	0.1%	36.5%	-19.2%	15.6%
非流动负债合计	107,411	109,411	111,411	113,411	归母公司净利润增长率	3.0%	112.4%	-50.0%	15.9%
负债合计	499,411	506,748	535,070	578,769	获利能力				
归属母公司所有者权益	58,480	71,219	77,293	84,430	毛利率	3.8%	3.7%	4.1%	4.2%
少数股东权益	106,864	111,311	116,609	122,749	净利率	1.4%	2.1%	1.3%	1.4%
所有者权益合计	165,344	182,530	193,902	207,179	ROE	3.8%	7.3%	3.4%	3.7%
负债和股东权益	664,754	689,278	728,972	785,948	ROIC	7.0%	5.3%	6.9%	7.5%
					偿债能力				
					资产负债率	75.1%	73.5%	73.4%	73.6%
					债务权益比	82.1%	75.4%	72.0%	70.3%
					流动比率	1.5	1.6	1.6	1.5
					速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6
					营运能力				
					总资产周转率	1.3	1.2	1.3	1.3
					应收账款周转天数	5	6	5	5
					应付账款周转天数	19	18	18	18
					存货周转天数	159	163	158	153
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.09	4.44	2.22	2.58
					每股经营现金流	5.16	2.43	2.57	1.50
					每股净资产	19.47	23.71	25.73	28.11
					估值比率				
					P/E	5	2	4	4
					P/B	0	0	0	0
					EV/EBITDA	1,633	1,201	1,474	1,277

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。