

建发股份 (600153.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

重组拉动业绩增长，高分红回报股东

事件

2024年4月15日公司发布2023年年报，全年实现营收7636.8亿元，同比-8.3%；归母净利润131.0亿元，同比+108.8%；扣非归母净利润24.1亿元，同比-34.9%。拟每10股派发现金红利7元，占剔除重组收益后的归母净利润比例58.7%，股息率约7.1%。

点评

重组收益拉动归母净利润增长，三大业务当期业绩承压：公司及联发集团以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95.22亿元计入非经常性损益，当期归母净利润大幅增长。剔除重组收益后归母净利润同比下滑，主要因为三大业务板块当期业绩均有一定下滑。

- **供应链板块：**2023年分部实现营收5933.7亿元，同比-14.8%，实现归母净利润39.5亿元，同比-1.4%。在大宗商品价格剧烈波动环境下，凭借稳健的风控能力，经营业绩相对平稳。
- **房地产板块：**2023年分部实现营收1664.5亿元，同比+21.9%，实现归母净利润1.9亿元，同比-91.6%；其中建发房产贡献归母净利润20.5亿元，同比减少0.3亿元，联发集团贡献归母净利润-18.6亿元，同比减少20.5亿元。受市场下行影响，板块毛利率从2022年的14.64%降至2023年的11.51%，建发房产和联发集团分别计提减值14.5亿元和14.8亿元。
- **家居商场运营板块：**2023年美凯龙计提资产和信用减值、下调投资性房地产公允价值、处置项目产生营业外支出合计31.6亿元，致美凯龙实现归母净利润-22.16亿元。2023年9-12月为公司贡献的归母净利润为-5.6亿元。

房地产销售逆势增长，投资稳健“以收定支”：2023年公司总销售金额2295亿元，同比+9.4%；其中建发房产销售金额1891亿元，同比+6.1%，居行业第8（2022年居第10）；联发集团销售金额403亿元，同比+28.0%，居行业第26。2023年公司拿地91宗，总拿地金额1320亿元，其中一二线城市占比超90%，拿地强度0.58。

投资建议

公司供应链风控能力强，地产投销积极稳健，预计未来扣非业绩持续增长。我们调整公司2024/2025年归母净利润至67.6和84.0亿元（原为67.3/84.7亿元），新增2026年归母净利润预测93.2亿元，同比增速分别为-48.4%、24.2%和11.0%，公司股票现价对应2024-26年PE估值为4.4/3.5/3.2倍，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；政策不及预期。

房地产组

分析师：杜昊旻（执业S1130521090001）

duhaomin@gjzq.com.cn

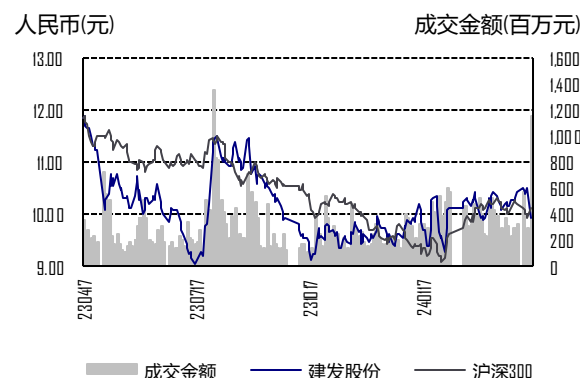
分析师：方鹏（执业S1130524030001）

fang_peng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：9.91元

相关报告：

- 《建发股份公司点评：扣非业绩当期承压，地产基本面稳健》，2024.1.30
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	832,812	763,678	871,328	977,698	1,081,806
营业收入增长率	17.65%	-8.30%	14.10%	12.21%	10.65%
归母净利润(百万元)	6,282	13,104	6,764	8,399	9,320
归母净利润增长率	3.01%	108.61%	-48.38%	24.17%	10.97%
摊薄每股收益(元)	2.090	4.362	2.251	2.796	3.102
每股经营性现金流净额	5.15	9.79	2.15	9.07	10.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.74%	18.85%	9.09%	10.57%	10.96%
P/E	6.53	2.21	4.40	3.54	3.19
P/B	0.70	0.42	0.40	0.37	0.35

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	707,844	832,812	763,678	871,328	977,698	1,081,806
增长率	20.3%	17.7%	-8.3%	14.1%	12.2%	10.6%
主营业务成本	-682,585	-801,147	-730,408	-834,424	-934,781	-1,034,848
%销售收入	96.4%	96.2%	95.6%	95.8%	95.6%	95.7%
毛利	25,260	31,665	33,270	36,904	42,917	46,958
%销售收入	3.6%	3.8%	4.4%	4.2%	4.4%	4.3%
营业税金及附加	-900	-1,848	-1,738	-1,743	-1,955	-2,164
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-8,161	-9,851	-11,841	-11,763	-13,688	-15,145
%销售收入	1.2%	1.2%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-664	-1,039	-2,155	-2,458	-2,758	-3,052
%销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	-74	-191	-237	-270	-303	-335
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	15,462	18,737	17,301	20,671	24,213	26,262
%销售收入	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%
财务费用	-1,616	-1,269	-1,972	-1,351	-1,309	-1,066
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-1,633	-6,225	-5,313	-4,275	-3,920	-3,713
公允价值变动收益	-148	-70	-835	0	0	0
投资收益	3,085	4,019	655	786	943	1,131
%税前利润	19.5%	24.8%	3.1%	4.5%	4.4%	4.6%
营业利润	15,642	15,698	10,890	16,854	21,003	23,748
营业利润率	2.2%	1.9%	1.4%	1.9%	2.1%	2.2%
营业外收支	160	476	9,902	524	577	634
税前利润	15,802	16,174	20,792	17,378	21,579	24,382
利润率	2.2%	1.9%	2.7%	2.0%	2.2%	2.3%
所得税	-4,839	-4,907	-3,943	-5,300	-6,582	-7,437
所得税率	30.3%	30.3%	19.0%	30.5%	30.5%	30.5%
净利润	10,963	11,267	16,850	12,078	14,998	16,946
少数股东损益	4,865	4,985	3,746	5,314	6,599	7,626
归属于母公司的净利润	6,098	6,282	13,104	6,764	8,399	9,320
净利率	0.9%	0.8%	1.7%	0.8%	0.9%	0.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	10,963	11,267	16,850	12,078	14,998	16,946
少数股东损益	4,865	4,985	3,746	5,314	6,599	7,626
非现金支出	2,219	6,972	6,570	5,341	5,163	5,023
非经营收益	-1,928	-1,700	1,786	1,229	1,115	886
营运资金变动	-10,845	-1,050	4,189	-12,203	5,966	8,994
经营活动现金净流	409	15,489	29,395	6,445	27,242	31,849
资本开支	-571	-1,336	-2,495	-3,732	-783	-723
投资	-5,068	-8,092	-9,418	-7,369	-7,815	-8,206
其他	-3,838	822	11,178	-214	-57	131
投资活动现金净流	-9,477	-8,607	-735	-11,316	-8,655	-8,797
股权募资	34,206	27,333	15,295	847	0	0
债权募资	22,643	2,854	-12,906	14,635	646	105
其他	-13,580	-33,288	-33,800	-5,239	-5,991	-6,379
筹资活动现金净流	43,269	-3,102	-31,412	10,243	-5,345	-6,274
现金净流量	34,470	3,830	-2,822	5,372	13,241	16,777

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	90,268	96,524	98,346	102,592	115,063	131,315
应收款项	63,773	81,115	92,594	92,402	96,718	99,310
存货	346,825	361,501	370,186	384,361	401,572	413,372
其他流动资产	49,817	60,091	68,672	70,209	77,329	84,691
流动资产	550,683	599,231	629,798	649,563	690,682	728,689
%总资产	91.4%	90.1%	76.7%	76.2%	76.5%	76.7%
长期投资	36,497	44,738	157,240	165,610	174,425	183,630
固定资产	2,970	6,336	8,469	10,786	10,751	10,652
%总资产	0.5%	1.0%	1.0%	1.3%	1.2%	1.1%
无形资产	2,073	2,468	3,984	4,834	4,965	5,091
非流动资产	51,776	65,523	191,053	202,727	211,776	221,151
%总资产	8.6%	9.9%	23.3%	23.8%	23.5%	23.3%
资产总计	602,459	664,754	820,852	852,290	902,458	949,840
短期借款	25,805	28,254	32,982	40,116	32,682	24,077
应付款项	103,282	102,958	148,103	146,036	161,070	175,477
其他流动负债	227,148	260,788	275,963	285,592	309,069	328,975
流动负债	356,236	391,999	457,048	471,744	502,821	528,528
长期贷款	61,103	56,424	63,232	66,393	69,713	73,199
其他长期负债	48,202	50,987	75,933	79,294	83,428	88,399
负债	465,541	499,411	596,213	617,432	655,962	690,126
普通股股东权益	50,844	58,480	69,511	74,416	79,455	85,047
其中：股本	2,863	3,005	3,004	3,004	3,004	3,004
未分配利润	33,134	37,030	47,307	51,366	56,405	61,997
少数股东权益	86,074	106,864	155,128	160,442	167,041	174,667
负债股东权益合计	602,459	664,754	820,852	852,290	902,458	949,840

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.130	2.090	4.362	2.251	2.796	3.102
每股净资产	17.756	19.460	23.139	24.772	26.449	28.311
每股经营现金净流	0.143	5.154	9.785	2.145	9.068	10.602
每股股利	0.600	0.800	0.700	0.901	1.118	1.241
回报率						
净资产收益率	11.99%	10.74%	18.85%	9.09%	10.57%	10.96%
总资产收益率	1.01%	0.94%	1.60%	0.79%	0.93%	0.98%
投入资本收益率	4.21%	4.54%	3.71%	3.57%	4.06%	4.26%
增长率						
主营业务收入增长率	63.49%	17.65%	-8.30%	14.10%	12.21%	10.65%
EBIT 增长率	9.49%	21.18%	-7.66%	19.48%	17.14%	8.46%
净利润增长率	35.40%	3.01%	108.61%	-48.38%	24.17%	10.97%
总资产增长率	55.61%	10.34%	23.48%	3.83%	5.89%	5.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.3	4.7	8.2	8.4	7.8	7.2
存货周转天数	152.1	161.4	182.8	170.0	160.0	150.0
应付账款周转天数	18.6	18.9	25.2	27.0	26.0	25.0
固定资产周转天数	1.5	1.6	4.0	4.4	3.9	3.4
偿债能力						
净负债/股东权益	17.42%	11.73%	16.00%	19.64%	13.83%	6.82%
EBIT 利息保障倍数	9.6	14.8	8.8	15.3	18.5	24.6
资产负债率	77.27%	75.13%	72.63%	72.44%	72.69%	72.66%

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
买入	6	19	38	78	161
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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	2022-10-28	买入	12.99	N/A
2	2023-01-18	买入	13.37	N/A
3	2023-03-31	买入	11.98	N/A
4	2023-04-30	买入	12.13	N/A
5	2023-08-30	买入	11.45	N/A
6	2023-10-30	买入	9.58	N/A
7	2023-12-24	买入	9.62	N/A
8	2024-01-30	买入	10.37	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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806