

建发股份 (600153.SH)

收购优质资产股权，股东回报确定性提升

核心观点：

- **收购建发房产股权，估值合理低于前次收购。**建发股份发布公告，计划向控股股东建发集团收购建发房产 10% 股权，完成后建发股份、建发集团分别持有建发房产 64.654%、35.346% 的股权。本次收购对价 30.66 亿元，对应 PB 估值 1.07x，而截止 12 月 20 日建发国际（建发房产主要房地产业务运营平台，建发房产持股 56.19%）PB 估值 1.06x，也低于 23 年 12 月的前次建发房产股权收购 PB 估值水平（1.27x），本次收购估值合理，充分考虑并保障中小股东权益。
- **优质资产权益增厚，盈利能力有望提升。**建发房产是公司两大房地产业务平台之一，根据公司财报，2023 年建发房产实现销售金额 1889 亿元，占股份整体销售规模比例达 82%，截至 24 年 6 月末，其主要平台建发国际总可售货值 2577 亿元，权益口径货值 1989 亿元。根据克而瑞及中指院数据，24 年前 11 月建发房产实现全口径销售 1164 亿元，同比-29%，全国排名第 7，新增拿地 370 亿元，金额口径拿地力度 32%，在主流房企中属中上游，新增项目主要分布于杭州、厦门、上海等核心城市，后续具备持续发展动力。本次收购使得公司对优质资产权益分享比例提升，盈利能力将有所改善。
- **承诺分红水平，股东回报确定性提升。**公司承诺 24-25 年现金分红比例不低于 30% 且每股分红不低于 0.7 元，参考 12 月 20 日收盘价对应股息率 6.75%，股东回报确定性提升，将较大程度提升中小股东信心。
- **盈利预测与投资建议。**当前供应链业务依然对公司业绩产生一定影响，美凯龙短期拖累仍存在，9 月末地产行业政策表态及市场改善对地产业务量价均产生正向影响，经营表现弹性突出。预计公司 24-25 年归母净利润分别为 35 亿元、41 亿元，对供应链和地产业务分部进行估值，维持公司合理价值 10.58 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**供应链业务风险暴露，基本面不及预期，包括行业政策面改善力度不及预期等；融资收紧；供给侧改革出清影响市场情绪。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	832812	763678	673066	612307	579995
增长率（%）	17.7%	-8.3%	-11.9%	-9.0%	-5.3%
EBITDA（百万元）	21398	20507	17105	18503	21178
归母净利润（百万元）	6282	13104	3492	4097	4710
增长率（%）	3%	109%	-73.4%	17.3%	15.0%
EPS（元/股）	2.13	4.45	1.18	1.39	1.60
市盈率（x）	4.9	2.3	8.8	7.5	6.5
ROE（%）	10.7%	18.9%	4.7%	5.2%	5.7%
EV/EBITDA（x）	2.9	3.3	8.6	9.4	9.6

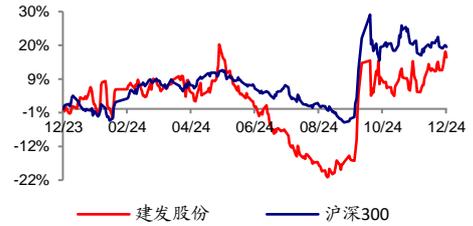
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	10.37 元
合理价值	10.58 元
前次评级	买入
报告日期	2024-12-22

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

谢淼



SAC 执证号：S0260522070007

SFC CE No. BVB342



021-38003637



xiemiao@gf.com.cn

相关研究：

建发股份 (600153.SH) : 供应链业务符合预期，地产投资保持韧性	2024-09-06
建发股份 (600153.SH) : 高分红保障高股息，主业温和扩表	2024-04-19
建发股份 (600153.SH) : 销售挺进前六，投资维持高位	2024-02-01

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	599,231	629,798	678,710	743,105	823,321
货币资金	96,524	98,346	64,015	73,618	77,299
应收及预付	116,947	129,477	203,319	257,964	297,069
存货	361,501	370,186	385,924	386,071	423,501
其他流动资产	24,259	31,789	25,452	25,452	25,452
非流动资产	65,523	191,053	196,147	210,307	227,309
长期股权投资	24,475	35,497	43,342	52,920	64,616
固定资产	3,601	8,290	9,948	11,937	14,325
在建工程	2,735	179	2,151	4,323	6,756
无形资产	2,458	3,969	3,969	3,969	3,969
其他长期资产	32,254	143,119	136,739	137,158	137,644
资产总计	664,754	820,852	874,858	953,412	1,050,630
流动负债	391,999	457,048	472,198	521,319	586,567
短期借款	9,074	9,613	15,166	15,249	17,753
应付及预收	367,232	432,068	407,473	442,363	496,485
其他流动负债	15,694	15,367	49,558	63,707	72,329
非流动负债	107,411	139,165	170,729	192,712	216,120
长期借款	56,424	63,232	98,604	120,159	143,107
应付债券	33,395	41,361	41,361	41,361	41,361
其他非流动负债	17,592	34,573	30,764	31,192	31,652
负债合计	499,411	596,213	642,926	714,031	802,687
股本	3,005	3,004	2,947	2,947	2,947
资本公积	4,430	4,629	5,327	6,147	7,089
留存收益	38,619	48,896	51,689	54,967	58,735
归母股东权益	58,480	69,511	73,946	78,043	82,753
少数股东权益	106,864	155,128	157,985	161,337	165,190
负债和股东权益	664,754	820,852	874,858	953,412	1,050,630

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	832,812	763,678	673,066	612,307	579,995
营业成本	801,147	730,408	638,632	582,971	550,767
营业税金及附加	1,848	1,738	2,085	2,278	2,114
销售费用	9,851	11,841	14,407	10,308	8,129
管理费用	1,039	2,155	4,275	2,194	2,100
研发费用	1,067	666	475	244	233
财务费用	1,269	1,972	2,782	3,833	4,685
资产减值损失	-5,185	-3,896	-1,701	-176	-176
公允价值变动	-70	-835	0	0	0
投资净收益	3,497	735	1,065	1,300	1,588
营业利润	15,698	10,890	9,774	11,603	13,379
营业外收支	476	9,902	0	0	0
利润总额	16,174	20,792	9,774	11,603	13,379
所得税	4,907	3,943	3,426	4,154	4,816
净利润	11,267	16,850	6,349	7,449	8,563
少数股东损益	4,985	3,746	2,857	3,352	3,853
归母净利润	6,282	13,104	3,492	4,097	4,710
EBITDA	21,398	20,507	17,105	18,503	21,178
EPS (元)	2.13	4.45	1.18	1.39	1.60

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	15,489	29,395	-55,250	-4,377	-4,000
净利润	11,267	16,850	6,349	7,449	8,563
折旧摊销	2,471	2,969	3,913	4,191	4,526
营运资金变动	774	43,729	-114,174	-19,903	-22,414
其它	978	-34,152	48,663	3,885	5,324
投资性现金流	-8,607	-735	-16,569	-14,501	-17,410
资本支出	-1,803	-2,732	-11,459	-8,221	-9,690
投资变动	3,386	-1,512	-5,110	-6,281	-7,719
其他	-10,189	3,509	0	0	0
筹资性现金流	-3,102	-31,412	37,488	28,481	25,091
银行借款	195,054	180,766	75,831	76,246	88,764
股权融资	27,333	15,295	0	0	0
其他	-33,288	-33,800	-5,361	-7,306	-8,982
现金净增加额	3,830	-2,822	-34,331	9,602	3,681
期初现金余额	84,914	88,757	85,935	51,604	61,206
期末现金余额	88,745	85,935	51,604	61,206	64,887

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)					
营业收入增长	17.7%	-8.3%	-11.9%	-9.0%	-5.3%
营业利润增长	0.4%	-30.6%	-10.2%	18.7%	15.3%
归母净利增长	3.0%	108.6%	-73.4%	17.3%	15.0%
获利能力					
毛利率	3.8%	4.4%	5.1%	4.8%	5.0%
净利率	1.4%	2.2%	0.9%	1.2%	1.5%
ROE	10.7%	18.9%	4.7%	5.2%	5.7%
ROIC	7.9%	5.8%	2.7%	2.7%	2.9%
偿债能力(%)					
资产负债率	75.1%	72.6%	73.5%	74.9%	76.4%
净负债比率	13.0%	17.5%	50.2%	59.6%	69.8%
流动比率	1.53	1.38	1.44	1.43	1.40
速动比率	0.51	0.49	0.55	0.58	0.59
营运能力					
总资产周转率	1.31	1.03	0.79	0.67	0.58
应收款周转率	77.70	44.75	18.72	8.86	5.45
存货周转率	2.26	2.00	1.69	1.51	1.36
每股指标(元)					
每股收益	2.13	4.45	1.18	1.39	1.60
每股经营现金	5.15	9.79	-18.39	-1.46	-1.33
每股净资产	19.46	23.14	24.62	25.98	27.55
估值比率					
P/E	4.87	2.33	8.75	7.46	6.49
P/B	0.53	0.45	0.42	0.40	0.38
EV/EBITDA	2.92	3.32	8.59	9.36	9.61

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6年房地产研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张 春 娥：资深分析师，厦门大学经济学硕士，7年房地产研究经验，2021年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李 怡 慧：高级分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 辛 恬：高级分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡 正 维：高级分析师，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。