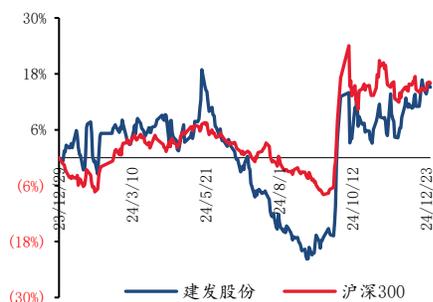


建发股份，点评，增持地产子公司股权，不改出海供应链战略

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	29.47/29
总市值/流通(亿元)	306.2/301.26
12 个月内最高/最低价(元)	11.56/7

相关研究报告

证券分析师：程志峰

电话：010-88321701

E-MAIL: chengzf@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190513090001

■ 事件

近期，建发股份披露 2024 年三季报。从年初到本报告期末，实现营业收入 5021 亿，同比减-16.13%；归母净利 20.58 亿，同比减-83.43%；扣非后的归母净利 13.2 亿，同比减-39.3%；基本每股收益 0.57 元，加权平均净资产收益率 2.95%；经营活动产生的现金流量净额为-141 亿元，同比减-157.9%。公司增持 10%房产子公司股权事宜，已获股东大会投票通过。

■ 点评

建发股份第一大股东为建发集团持股 46.03%，实控人为厦门市国资委。建发股份所从事的主营业务，包括供应链运营业务和房地产业务。

一、业务板块情况

>>供应链业务，今年上半年实现归母净利润 14.21 亿元，同比减少 2.52 亿元，主要是由于受到宏观经济形势、大宗商品价格波动及传统汽车行业疲软影响，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所致。

>>房地产分部之 2 家传统子公司。24 半年报披露，子公司建发房产和联发集团，分别贡献“归母净利润”为 3.46 亿、-2.85 亿。该分部半年度并表到建发股份的“归母净利润”为 1.55 亿元，同比 23 年同期减少 0.95 亿元。

>>房地产分部之美凯龙。该公司是国内领先的家居装饰及家具商场运营商和泛家居业务平台服务商；建发股份 2023 年斥资 62.86 亿元收购美凯龙 29.95%股份，成为第一大股东；由于美凯龙商场出租率阶段性下滑，和公允价值变动损失增加等因素有关，24 半年度并表到建发股份的“归母净利润”为-3.77 亿元。

二、季度业绩情况

今年前三个季度，公司业绩下降的主要原因，是由于 23 年同期将美凯龙纳入本公司合并报表，根据《企业会计准则第 20 号—企业合并》第十三条的规定，确认归属于上市公司股东的重组收益约 95 亿，本年无类似事项。若，剔除上述事项的影响后，2024 年 1-9 月“归属于上市公司股东的净利润”同比减少 8.72 亿元，同比仅下降 29.76%。而公司 2024 年前三季度经营活动产生的现金流量净额下降主要是由于报告期房地产业务销售回款减少所致。

三、子公司股权变更情况

背景：建发房产的第一大股东，为上市公司建发股份持股 54.65%，第二大股东为建发集团持股 45.35%。股东建发集团早先已年报公开披露，为解决历史遗留问题的承诺，经厦门市国有资产监督管理委员会批准后，

其将在合适的时机将建发房产剩余 45.346% 股权转给建发股份。近期，子公司建发房产已开展扣除永续债后的资产评估工作，权益评估值为 306.63 亿元，若过户 10% 股权对应为 30.66 亿元。

12 月 27 日召开的股东大会，其中第 9 项议案，《关于收购建发房产 10% 股权和增强股东回报规划的议案》，获得表决通过。预计 25 年实施后，公司对建发房产的并表比例，将从之前的 54.65% 提升到 64.65%。我们认为此版相比 23 年的股权 8% 的收购议案，步伐更大一些。本交易有利于增强公司 25 年盈利能力，不会损害公司及其股东特别是中小股东的利益。

四、分红回报提升情况

之前，公司已制定 2023-2025 股东回报规划，并得到股东大会批准。本次股东大会，对 2024-2025 回报规划升级调整为：每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属于上市公司股东可供分配利润的 30%，且每年每股分红不低于 0.7 元人民币。

此议案也得到股东大会表决通过，我们认为每股分红最低金额的明确，有望进一步增强中小股东对公司的投资信心。

■ 投资评级

展望未来，在国内国际双循环战略背景下，我国供应链行业将迎来中国企业“走出去”带来的市场机遇。而供应链板块是公司的最主要利润来源，七大专业供应链的出海方向，各具特色。目前，公司不断加快全球的扩张步伐，目前已与超过 170 个国家和地区建立了业务关系。已披露年报的收入结构拆分可看到，境外营收占比，从 2019 年的 10%，连续 5 年，逐步提升到 2023 年的 17%。而境内，则进一步巩固国内头部供应链运营企业的行业地位，进而实现供应链业务内外的良性互利双循环。

我们主要看好公司供应链出海战略的发展，叠加房地产风险可控，分红股息率的提升等综合因素的考虑，继续推荐，维持“增持”评级。

■ 风险提示

供应链业务面临的主要风险是，价格风险、信用风险、货权风险、汇率风险、行业竞争风险、地缘政治波动带来的风险。

房地产业务面临的主要风险是：政策、市场竞争激烈程度、房产开发的管理风险、租赁带来的周期波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	7,636.78	6,812.28	6,641.35	6,785.95
YOY, %	-8.3%	-10.8%	-2.5%	2.2%
归母净利 (亿元)	131.04	33.90	40.68	44.37
YOY, %	108.6%	-74.1%	20.0%	9.1%
摊薄每股收益 (元)	4.36	1.15	1.38	1.51
市盈率 (PE)	2.38	9.03	7.53	6.90

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (亿)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	965.24	983.46	1,086.33	1,368.10	1,288.57
应收和预付款项	1,198.16	1,331.71	1,069.14	1,051.97	1,085.63
存货	3,622.12	3,722.00	3,833.66	3,948.67	4,067.13
其他流动资产	206.80	260.81	-491.26	-587.57	-632.85
流动资产合计	5,992.31	6,297.98	5,497.87	5,781.17	5,808.48
长期股权投资	244.75	354.97	371.29	382.43	393.90
投资性房地产	155.21	1,133.60	1,133.60	1,133.60	1,133.60
固定资产	36.01	82.90	108.59	130.45	145.96
在建工程	27.35	1.79	2.07	2.36	2.50
无形资产开发支出	10.41	17.39	19.26	21.12	22.79
长期待摊费用	5.20	12.08	12.68	13.31	13.98
其他非流动资产	355.11	557.72	563.30	568.93	574.62
资产总计	6,647.54	8,208.52	7,447.49	7,766.38	7,823.11
短期借款	90.74	96.13	96.63	97.14	97.67
应付和预收款项	1,152.76	1,610.63	1,025.74	1,190.67	1,172.37
长期借款	571.96	674.17	697.52	721.57	746.34
其他负债	502.15	717.48	738.47	741.67	744.91
负债合计	4,994.11	5,962.13	5,181.27	5,472.10	5,497.18
股本	30.05	30.04	29.47	29.47	29.47
资本公积	44.30	46.29	46.29	46.29	46.29
留存收益	510.44	618.78	1,030.23	958.47	926.31
归母公司股东权益	584.80	695.11	1,105.99	1,034.24	1,002.08
少数股东权益	1,068.64	1,551.28	1,160.22	1,260.05	1,323.85
股东权益合计	1,653.44	2,246.39	2,266.21	2,294.28	2,325.93
负债和股东权益	6,647.54	8,208.52	7,447.49	7,766.38	7,823.11

现金流量表 (亿)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	154.89	293.95	193.50	369.72	4.72
投资性现金流	-86.07	-7.35	-88.24	-90.04	-87.63
融资性现金流	-31.02	-314.12	-2.39	2.09	3.38
现金增加额	38.30	-28.22	102.87	281.77	-79.53

资料来源: 携宁, 太平洋证券

利润表 (亿)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,328.12	7,636.78	6,812.28	6,641.35	6,785.95
营业成本	8,011.47	7,304.08	6,574.30	6,400.58	6,540.30
营业税金及附加	18.48	17.38	15.97	15.57	15.91
销售费用	98.51	118.41	105.62	104.00	107.33
管理费用	10.39	21.55	19.60	18.92	19.14
财务费用	12.69	19.72	1.63	-2.77	-4.58
资产减值损失	-62.25	-53.13	-57.69	-55.41	-56.55
投资收益	43.84	16.81	23.38	26.05	22.30
公允价值变动	-61.54	-61.20	-56.08	-57.82	-52.04
营业利润	156.98	108.90	60.34	71.15	75.89
其他非经营损益	4.76	99.02	0.20	0.21	0.21
利润总额	161.74	207.92	60.55	71.36	76.10
所得税	49.07	39.43	16.11	18.04	17.96
净利润	112.67	168.50	44.43	53.32	58.15
少数股东损益	49.85	37.46	10.53	12.63	13.78
归母股东净利润	62.82	131.04	33.90	40.68	44.37

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	3.5%	4.1%	3.1%	3.2%	3.1%
销售净利率	1.4%	2.2%	0.7%	0.8%	0.9%
销售收入增长率	17.7%	-8.3%	-10.8%	-2.5%	2.2%
EBIT 增长率	46.0%	-9.4%	-32.6%	2.1%	1.3%
净利润增长率	2.8%	49.6%	-73.6%	20.0%	9.1%
ROE	0.07	0.09	0.02	0.02	0.03
ROA	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
ROIC	0.07	0.06	0.03	0.03	0.03
EPS (X)	2.09	4.36	1.15	1.38	1.51
PE (X)	4.97	2.38	9.03	7.53	6.90
PB (X)	0.53	0.45	0.28	0.30	0.31
PS (X)	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
EV/EBITDA (X)	20.42	22.17	31.56	30.16	28.98

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。