

建发股份 (600153.SH)

增持 (维持)

收购建发房产股权，高分红计划凸显高股息属性

公司收购建发房产 10% 股权，推进建发集团逐步履行历史遗留的向公司转让建发房产少数股权的承诺；且承诺 2024-2025 年每股分红 0.7 元，对应当前股价的股息率为 6.7%；公司 Q3 营业收入同比-14.9%至 1831 亿元，归母净利同比-91.8%至 8.6 亿元，剔除美凯龙重组收益影响后，公司 Q3 归母净利同比-14.6%，降幅环比收窄。

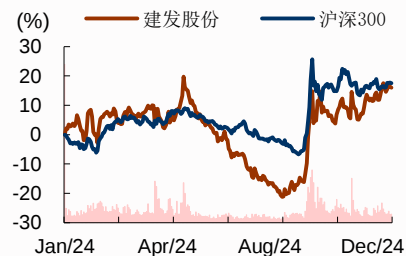
周期/交通运输
目标估值: NA
当前股价: 10.39 元

基础数据

总股本 (百万股)	2947
已上市流通股 (百万股)	2900
总市值 (十亿元)	30.6
流通市值 (十亿元)	30.1
每股净资产 (MRQ)	23.8
ROE (TTM)	3.9
资产负债率	74.0%
主要股东	厦门建发集团有限公司
主要股东持股比例	46.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	17	18
相对表现	7	2	-1



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《建发股份 (600153) 一撤销配股计划或利好估值修复，静待行业景气度转暖》2024-11-12
- 《建发股份 (600153) 一Q3 供应链业绩降幅收窄》2023-11-03
- 《建发股份 (600153) 一供应链业务稳健，房地产受结转节奏影响业绩下滑》2023-05-03

王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn
赵可 S1090513110001
zhaoke@cmschina.com.cn
曹钧鹏 S1090523080002
caojunpeng@cmschina.com.cn

□公告收购建发房产 10% 股权，且承诺 2024-2025 年每股分红 0.7 元。12 月 18 日公司公告拟收购控股股东建发集团持有的建发房产 10% 股权，收购价格为建发房产 10% 股权对应评估值 30.66 亿元。在以 2024 年 10 月 31 日为基准日的审计报告中，建发房产合并报表扣除永续债后的股东全部权益账面价值为 285.29 亿元。根据评估报告，建发房产公司扣除永续债后股东全部权益价值为 306.63 亿元，较审计报告增值率为 7.48%，收购对应 PB 估值为 1.07x。本次交易完成后，公司将持有建发房产 64.65% 的股权。且公司为增强股东回报，拟针对 2024-2025 年度制订如下要求的利润分配预案：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。2024 年分红对应 12 月 27 日收盘价的股息率为 6.7%。

□供应链：Q3 业绩环比有所修复。2024Q3，公司供应链业务收入 1511 亿元，同比-17.3%，环比+7.2%；实现归母净利润 8.2 亿元，同比-0.3%，环比+26.9%。毛利率同比下滑 0.2 个百分点至 1.5%，归母净利率 0.5%，同比持平。公司供应链业务的同比下滑主要是受到宏观经济形势、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同比下降；但从环比看，Q3 公司供应链业务已出现修复。

□房地产：毛利率下滑和资产减值共同拖累地产前三季度业绩。前三季度公司实现地产业务营业收入/净利润/归母净利润 813.4 亿/ 24.4 亿/3.8 亿，分别同比增长 26%/下滑 21.2%/下滑 19%。(1) 地产营业收入增长预计来源于结算量增长。(2) 净利润下滑或主要因为毛利率同比下滑 2pct 至 12%，且计提减值，其中建发房产和联发集团均分别计提 6.7、6.6 亿存货跌价准备。(3) 归母净利润下滑更少或主因少数股东损益占比下降。(4) 归母净利润分子公司情况，其中建发房产实现归母净利 16.05 亿元，为公司房地产业务分部贡献归母净利 6.59 亿元，同比增加 1.01 亿元；联发集团房地产业务实现归母净利为-3.52 亿元，为公司房地产业务分部贡献的归母净利为-3.73 亿元，同比减少 2.85 亿元。单三季度公司实现地产收入/净利润/归母净利润 301 亿/8.4 亿/2.3 亿，分别同比下滑 32%/下滑 48%/增长 6.2%。(1) 地产营业收入下滑预计来源于结算量下滑。(2) 净利润下滑或主要因为毛利率同比下滑 2pct 至 11%，且计提减值，其中建发房产和联发集团均分别计提 2 亿和 0.5 亿存货跌价准备。(3) 归母净利润增长或主因少数股东损益占比下降。单三季度公司少数股东损益占比为 73%，同比下滑 13pct。

□受益政策催化和土储布局优势，建发房产销售排名提升。根据克而瑞数据，2024 前 11 月建发房产全口径销售额为 1163.9 亿元，排名为第 7，较去年同期上升 1 个名次。近期销售改善受益于前期拿地积极和政策催化。

- **家居商场运营：**前三季度业绩主要受美凯龙出租率下滑和投资性房地产公允价值变动损失增加影响。前三季度实现归母净利润为-5.67 亿元，主要是由于美凯龙商场出租率阶段性下滑，为了支持商户持续经营，美凯龙给予商户的稳商留商优惠增加等因素致使其营业收入及利润同比减少；同时，由于投资性房地产的公允价值变动损失增加，影响美凯龙归母净利润-19.11 亿元，最终为建发股份合并报表贡献归母净利为-5.67 亿元。单三季度业绩下滑同样受上述两个因素影响。单三季度美凯龙的归母净利为-6.38 亿，为建发股份合并报表贡献的归母净利为-1.9 亿。
- **投资建议：**考虑到宏观经济有望转暖，以及地产行业竞争格局改善的长逻辑或抬升优质绿档房企估值溢价，且地产政策进一步优化或对高能级城市形成需求提振，公司长期有望保持竞争优势。我们预计公司 2024-26 年归母净利分别为 31.4/40.8/48.4 亿元，当期股价对应 2024-26 年 P/E 分别为 9.7/7.5/6.3 倍。公司公告承诺 2024-2025 年每股分红 0.7 元，对应当前股价的股息率为 6.7%。此外综合考虑行业景气度、地产业务减值、美凯龙公允价值变动等影响，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**大宗商品价格波动风险；地产需求不及预期；毛利率不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	832812	763678	705302	728698	756456
同比增长	18%	-8%	-8%	3%	4%
营业利润(百万元)	15698	10890	6288	8313	9933
同比增长	0%	-31%	-42%	32%	19%
归母净利润(百万元)	6282	13104	3143	4084	4837
同比增长	3%	109%	-76%	30%	18%
每股收益(元)	2.13	4.45	1.07	1.39	1.64
PE	4.9	2.3	9.7	7.5	6.3
PB	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	599231	629798	600952	611479	625146
现金	96524	98346	110997	104960	99145
交易性投资	2160	3294	3294	3294	3294
应收票据	124	16	15	16	16
应收款项	13210	20923	19324	19965	20725
其它应收款	67073	71183	65741	67922	70510
存货	361501	370186	340867	352556	366270
其他	58641	65850	60714	62766	65186
非流动资产	65523	191053	192400	193636	194767
长期股权投资	24475	35497	35497	35497	35497
固定资产	3601	8290	10155	11834	13346
无形资产商誉	1948	2777	2499	2249	2024
其他	35499	144490	144249	144055	143901
资产总计	664754	820852	793352	805114	819914
流动负债	391999	457048	429517	439895	452307
短期借款	9074	9613	8652	7786	7008
应付账款	66084	93058	85688	88626	92074
预收账款	227550	237906	219064	226576	235390
其他	89292	116471	116114	116906	117836
长期负债	107411	139165	137165	135165	133165
长期借款	56424	63232	61232	59232	57232
其他	50987	75933	75933	75933	75933
负债合计	499411	596213	566682	575061	585473
股本	3005	3004	2947	2947	2947
资本公积金	16217	16841	16841	16841	16841
留存收益	39257	49666	50705	52728	55503
少数股东权益	106864	155128	156176	157537	159150
归属于母公司所有者权益	58480	69511	70494	72517	75292
负债及权益合计	664754	820852	793352	805114	819914

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	15489	29395	23605	5613	5229
净利润	11267	16850	4190	5446	6450
折旧摊销	425	760	1350	1461	1565
财务费用	2647	2893	4445	4305	4203
投资收益	(3700)	(982)	319	(281)	(701)
营运资金变动	5427	10811	13299	(5322)	(6292)
其它	(575)	(937)	2	4	4
投资活动现金流	(8607)	(735)	(3019)	(2419)	(1999)
资本支出	(1803)	(2732)	(2700)	(2700)	(2700)
其他投资	(6804)	1997	(319)	281	701
筹资活动现金流	(3102)	(31412)	(7935)	(9231)	(9044)
借款变动	(5639)	(40916)	(1330)	(2865)	(2779)
普通股增加	142	(1)	(57)	0	0
资本公积增加	3458	624	0	0	0
股利分配	(1718)	(2404)	(2103)	(2062)	(2063)
其他	656	11285	(4445)	(4305)	(4203)
现金净增加额	3781	(2752)	12651	(6038)	(5814)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	832812	763678	705302	728698	756456
营业成本	801147	730408	672559	695624	722683
营业税金及附加	1848	1738	3527	3643	3782
营业费用	9851	11841	10936	11298	11729
管理费用	1039	2155	1990	2056	2134
研发费用	191	237	218	226	234
财务费用	1269	1972	4445	4305	4203
资产减值损失	(6084)	(5284)	(5020)	(3514)	(2460)
公允价值变动收益	(70)	(835)	(2000)	(1400)	(980)
其他收益	887	945	945	945	945
投资收益	3497	735	735	735	735
营业利润	15698	10890	6288	8313	9933
营业外收入	583	10324	400	400	400
营业外支出	107	422	380	380	380
利润总额	16174	20792	6308	8333	9953
所得税	4907	3943	2118	2887	3503
少数股东损益	4985	3746	1048	1361	1612
归属于母公司净利润	6282	13104	3143	4084	4837

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	18%	-8%	-8%	3%	4%
营业利润	0%	-31%	-42%	32%	19%
归母净利润	3%	109%	-76%	30%	18%
获利能力					
毛利率	3.8%	4.4%	4.6%	4.5%	4.5%
净利率	0.8%	1.7%	0.4%	0.6%	0.6%
ROE	11.5%	20.5%	4.5%	5.7%	6.5%
ROIC	4.4%	3.6%	2.1%	2.4%	2.7%
偿债能力					
资产负债率	75.1%	72.6%	71.4%	71.4%	71.4%
净负债比率	12.7%	11.7%	12.0%	11.4%	10.9%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9
存货周转率	2.3	2.0	1.9	2.0	2.0
应收账款周转率	77.0	44.6	35.0	37.1	37.2
应付账款周转率	12.5	9.2	7.5	8.0	8.0
每股资料(元)					
EPS	2.13	4.45	1.07	1.39	1.64
每股经营净现金	5.26	9.97	8.01	1.90	1.77
每股净资产	19.84	23.59	23.92	24.61	25.55
每股股利	0.82	0.71	0.70	0.70	0.49
估值比率					
PE	4.9	2.3	9.7	7.5	6.3
PB	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	37.3	48.3	53.2	45.6	40.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。