

建发股份 (600153.SH)

强烈推荐 (维持)

供应链业务稳健，房地产受结转节奏影响业绩下滑

建发股份发布 2023Q1 业绩：实现营收 1674.61 亿元，同比增长 11.2%；实现归母净利润 7.96 亿元，同比下降 22.7%。

- **供应链业务保持稳健。**2023Q1，公司供应链业务收入 1616 亿元，同比增长 13.09%；归母净利润 8.5 亿元，同比下降 8.22%。板块净利润同比下滑主要由于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。剔除该影响后，公司供应链业务归母净利润同比增长 5%，呈现稳健增长。
- **房地产业绩受结转节奏影响出现较为明显下滑，全年增速根据历史销售判断有望转正。**2023Q1，房地产业务实现营收/归母净利润分别为 58.2 亿元/-0.5 亿元，同比分别-24%/转亏，具体看，由于 23Q1 竣工交付的地产项目数量较少，开发结算收入阶段性降低；归母净利增速明显低于营收增速，主要原因是去年同期子公司联发集团处置部分宏发科技股权，取得投资收益约 0.79 亿，而毛利率同比提升 2.3pct 至 16.5% 一定程度对冲归母净利下滑；往后看，考虑到公司 21 年/22 年销售金额同比增速分别为+58%/-4%，根据开发结算滞后于销售约一到两年判断全年开发结算收入同比增速有望转正。公司 2023Q1 实现全口径销售金额 593.1 亿元 (同比+61.8%)，增速明显高于克而瑞销售金额 TOP10 平均水平 (+10%)，为后续开发结算收入增长提供支撑。
- **拟募资不超过 85 亿元用于公司供应链运营业务。**公司公告，拟以配股股权登记日收市后的股份总数为基数，按照每 10 股不超过 3.5 股的比例向全体股东配售，募集资金不超过 85 亿元，扣除发行费用后拟用于公司供应链运营业务补充流动资金及偿还银行借款，以充实营运资金，优化资本结构，从而全面提升公司供应链运营业务的市场竞争力和抗风险能力。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司公告 2023-25 年股东回报计划，在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，原则上每年现金分红比例不低于归母可供分配利润的 30%。我们认为公司：1) 受益于经营货量增长和服务领域拓展，供应链业务持续稳健增长；2) 房地产业务方面，公司房地产销售金额持续高增，明显高于行业平均水平，为后续开发结算收入增长提供支撑。我们预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 74/86/97 亿元，在高基数上仍有增长；目前股价对应 5/4/4 倍 2023-25 年市盈率，维持公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：配股摊薄即期回报；大宗商品景气下行；房地产销售不及预期；资产减值损失超预期。**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	707844	832812	963475	1085344	1218573
同比增长	63%	18%	16%	13%	12%
营业利润(百万元)	15642	15698	20011	23396	26713
同比增长	29%	0%	27%	17%	14%
归母净利润(百万元)	6140	6282	7432	8589	9723
同比增长	36%	2%	18%	16%	13%
每股收益(元)	2.04	2.09	2.47	2.86	3.24
PE	5.9	5.8	4.9	4.2	3.7
PB	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

资料来源：公司数据、招商证券

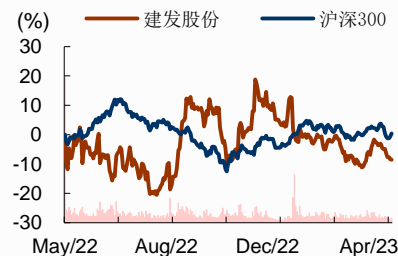
周期/交通运输
目标估值：18.57 元
当前股价：12.13 元

基础数据

总股本(万股)	300517
已上市流通股(万股)	284437
总市值(亿元)	365
流通市值(亿元)	345
每股净资产(MRQ)	19.2
ROE(TTM)	10.5
资产负债率	78.7%
主要股东	厦门建发集团有限公司
主要股东持股比例	45.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-7	-2
相对表现	1	-20	-5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《建发股份(600153)——供应链实现高质量持续增长，房地产优于同业》2023-04-03
- 《建发股份(600153)——三季度业绩同比小幅增长，房地产销售有所回暖》2022-10-28
- 《建发股份(600153)——供应链业务持续增长，房地产销售优于同业》2022-08-27

魏芸 S1090522010002

weiyun@cmschina.com.cn

苏宝亮 S1090519010004

subaoliang@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

李盛天 研究助理

lishengtian@cmschina.com.cn

1. 供应链业务保持稳健

2023Q1，公司供应链业务收入 1616 亿元，同比增长 13.09%；归母净利润 8.5 亿元，同比下降 8.22%。板块净利润同比下滑主要由于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。剔除该影响后，公司供应链业务归母净利润同比增长 5%，呈现稳健增长。

2. 房地产业绩受结转节奏影响出现较为明显下滑，全年增速根据历史销售判断有望转正

2023Q1，房地产业务实现营收/归母净利润分别为 58.2 亿元/-0.5 亿元，同比分别-24%/转亏，具体看，由于 23Q1 竣工交付的地产项目数量较少，开发结算收入阶段性降低；归母净利增速明显低于营收增速，主要原因是去年同期子公司联发集团处置部分宏发科技股权，取得投资收益约 0.79 亿，而毛利率同比提升 2.3pct 至 16.5%一定程度对冲归母净利下滑；往后看，考虑到公司 21 年/22 年销售金额同比增速分别为+58%/-4%，根据结算滞后于销售约一到两年判断全年开发结算收入同比增速有望转正。公司 2023Q1 实现全口径销售金额 593.1 亿元（同比+61.8%），增速明显高于克而瑞销售额 TOP10 平均水平（+10%），为后续结算业绩增长提供支撑。

表 1：2023Q1 分板块业绩（单位：亿元，%）

	2023 年 1-3 月			2022 年 1-3 月			同比 (%)		
	供应链	房地产	合计	供应链	房地产	合计	供应链	房地产	合计
营业收入	1,616.45	58.15	1,674.61	1,429.37	76.62	1,505.99	13.1	-24.1	11.2
归母净利润	8.48	-0.52	7.96	9.24	1.05	10.29	-8.2	-149.3	-22.7

资料来源：公司公告、招商证券

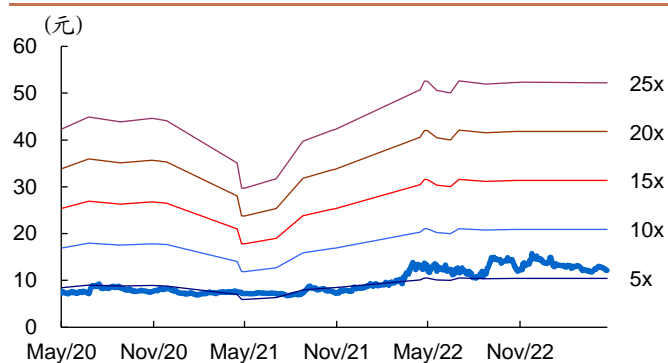
3. 投资建议

公司公告，拟以配股股权登记日收市后的股份总数为基数，按照每 10 股不超过 3.5 股的比例向全体股东配售，募集资金不超过 85 亿元，扣除发行费用后拟用于公司供应链运营业务补充流动资金及偿还银行借款，以充实营运资金，优化资本结构，从而全面提升公司供应链运营业务的市场竞争力和抗风险能力。

公司公告 2023-25 年股东回报计划，在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，原则上每年现金分红比例不低于归母可供分配利润的 30%。

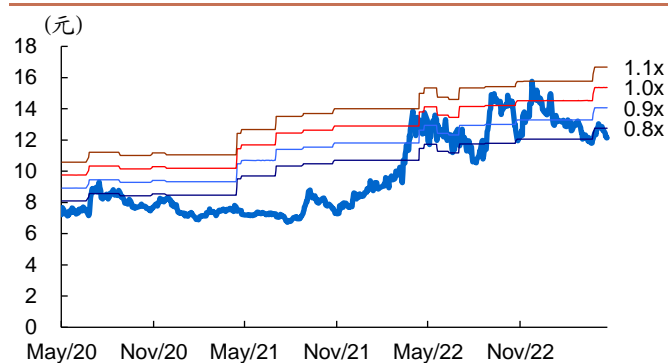
我们认为公司：1）受益于经营货量增长和服务领域拓展，供应链业务持续稳健增长；2）房地产业务方面，公司 23 年一季度房地产业务分部收入受项目结转节奏影响出现较为明显下滑，但根据过去一到两年销售金额增速判断全年开发结算收入同比增速有望转正，同时，值得注意的是，一季度开发结算毛利率有所回升，或出现筑底迹象，全年看，房地产分部业绩增速可期。经营方面，公司房地产销售金额持续高增，明显高于行业平均水平，为后续开发结算收入增长提供支撑。我们预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 74/86/97 亿元，在高基数上仍有增长；目前股价对应 5/4/4 倍 2023-25 年市盈率，维持公司“强烈推荐”评级。

图 1: 建发股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 建发股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

5.风险提示

配股摊薄即期回报; 大宗商品景气下行; 房地产销售不及预期; 资产减值损失超出预期。

参考报告:

- 1、《建发股份(600153)——供应链实现高质量持续增长, 房地产优于同业》2023-04-03
- 2、《建发股份(600153)——三季度业绩同比小幅增长, 房地产销售有所回暖》2022-10-28
- 3、《建发股份(600153)——供应链业务持续增长, 房地产销售优于同业》2022-08-27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	550683	599231	651975	706511	770774
现金	90268	96524	99990	105385	119392
交易性投资	832	2160	2160	2160	2160
应收票据	79	124	143	161	181
应收款项	8226	13210	15259	17189	19299
其它应收款	55087	67073	77596	87411	98141
存货	346825	361501	389013	417766	445760
其他	49366	58641	67814	76439	85842
非流动资产	51776	65523	65976	66409	66821
长期股权投资	14594	24475	24475	24475	24475
固定资产	2813	3601	4353	5045	5681
无形资产商誉	1734	1948	1753	1578	1420
其他	32634	35499	35395	35311	35245
资产总计	602459	664754	717951	772920	837595
流动负债	356236	391999	434269	476062	525875
短期借款	8999	9074	9074	9074	11714
应付账款	62468	66084	74550	81974	89725
预收账款	195985	227550	261228	292474	328497
其他	88784	89292	89417	92540	95939
长期负债	109305	107411	107411	107411	107411
长期借款	61103	56424	56424	56424	56424
其他	48202	50987	50987	50987	50987
负债合计	465541	499411	541680	583473	633286
股本	2863	3005	3005	3005	3005
资本公积金	12759	16217	16217	16217	16217
留存收益	35221	39257	44285	50645	57791
少数股东权益	86074	106864	112763	119579	127296
归属于母公司所有者权益	50844	58480	63508	69868	77014
负债及权益合计	602459	664754	717951	772920	837595

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	409	15489	9322	7814	14094
净利润	11122	11267	13331	15406	17439
折旧摊销	371	425	591	612	634
财务费用	2174	2647	2041	1957	1919
投资收益	(3234)	(3700)	(2817)	(2817)	(2817)
营运资金变动	(8996)	5427	(3831)	(7352)	(3088)
其它	(1029)	(575)	7	7	7
投资活动现金流	(9477)	(8607)	1768	1768	1768
资本支出	(741)	(1803)	(1048)	(1048)	(1048)
其他投资	(8736)	(6804)	2817	2817	2817
筹资活动现金流	43269	(3102)	(7624)	(4187)	(1856)
借款变动	35962	(5639)	(3180)	0	2640
普通股增加	(0)	142	0	0	0
资本公积增加	8007	3458	0	0	0
股利分配	(1432)	(1718)	(2404)	(2230)	(2577)
其他	732	656	(2041)	(1957)	(1919)
现金净增加额	34201	3781	3466	5395	14006

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	707844	832812	963475	108534	121857
营业成本	682585	801147	926242	104443	117307
营业税金及附加	900	1848	2138	2408	2704
营业费用	8161	9851	11396	12838	14414
管理费用	664	1039	1202	1354	1520
研发费用	74	191	221	248	279
财务费用	1616	1269	2041	1957	1919
资产减值损失	(1613)	(6084)	(3042)	(1521)	(760)
公允价值变动收益	(148)	(70)	(70)	(70)	(70)
其他收益	472	887	887	887	887
投资收益	3085	3497	2000	2000	2000
营业利润	15642	15698	20011	23396	26713
营业外收入	247	583	583	583	583
营业外支出	87	107	107	107	107
利润总额	15802	16174	20487	23873	27190
所得税	4680	4907	7156	8467	9751
少数股东损益	4982	4985	5898	6817	7716
归属于母公司净利润	6140	6282	7432	8589	9723

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	63%	18%	16%	13%	12%
营业利润	29%	0%	27%	17%	14%
归母净利润	36%	2%	18%	16%	13%
获利能力					
毛利率	3.6%	3.8%	3.9%	3.8%	3.7%
净利率	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
ROE	13.8%	11.5%	12.2%	12.9%	13.2%
ROIC	5.9%	4.4%	5.3%	5.9%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	77.3%	75.1%	75.4%	75.5%	75.6%
净负债比率	14.4%	12.7%	11.4%	10.5%	10.0%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.5	1.5
存货周转率	2.4	2.3	2.5	2.6	2.7
应收账款周转率	108.0	77.0	67.1	66.3	66.2
应付账款周转率	12.9	12.5	13.2	13.3	13.7
每股资料(元)					
EPS	2.04	2.09	2.47	2.86	3.24
每股经营净现金	0.14	5.15	3.10	2.60	4.69
每股净资产	16.92	19.46	21.13	23.25	25.63
每股股利	0.57	0.80	0.74	0.86	0.97
估值比率					
PE	5.9	5.8	4.9	4.2	3.7
PB	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	31.3	31.7	24.1	21.0	18.7

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。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

赵可：招商证券研究发展中心房地产行业（不动产与综合服务）首席分析师、REITs 研究组执行组长，董事，主要从事不动产及不动产综合服务研究，宏观策略研究；招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，深圳市高层次人才，高级经济师。

李盛天：2022 年加入招商证券，同济大学建筑与土木工程本硕。

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。

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。