

## 买入

## 业绩高增长持续 增速远超行业平均

建发国际集团 (1908.HK)

2020-07-08 星期三

|       |                 |
|-------|-----------------|
| 目标价:  | <b>16.41 港元</b> |
| 现价:   | 12.92 港元        |
| 预计升幅: | 27.0%           |

## 重要数据

| 日期          | 2020-07-07 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元)    | 12.92      |
| 总股本 (百万股)   | 1,177      |
| 总市值 (百万港元)  | 15,206     |
| 净资产 (百万元)   | 19,610     |
| 总资产 (百万元)   | 115,589    |
| 52 周高低 (港元) | 13.50/7.08 |
| 每股净资产 (元)   | 16.66      |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 主要股东

|                                  |
|----------------------------------|
| 益能国际有限公司 (64.87%)                |
| Diamond Firetail Limited (6.64%) |

## 相关报告

首发报告-20190418

## 研究部

姓名: 杨森  
 SFC: BJO644  
 电话: 0755-21519190  
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

## 投资要点

► 业绩高增长持续，增速远超行业平均：

公司处于规模快速扩张时期，18、19 连续两年合同销售大幅提升，同比分别增加 145% 和 105% 至人民币 248 亿元和 508 亿元，增速远超行业平均。受疫情影响，行业销售端承压，公司 2020 年上半年整体销售有所放缓，累计销售金额人民币 258 亿元，销售面积 156 万平米，同比分别增长 53% 和 61%；公司截至 6 月底仍完成全年销售目标近 37%，距实现 700 亿销售大关更进一步。

► 土地储备持续扩张，全国布局更进一步：

截至 2019 年末，公司土地储备建筑面积约 935 万平米，同比大幅提升 68%；2020 年前 5 个月累计拿地 12 幅，新增货值约人民币 479 亿元。公司积极补充优质土地资源，土储规模持续高速增长，上半年首次落子北京，全国布局日臻完善，公司未来销售规模的增长更有保障。

► 融资优势显著，偿债压力较小：

公司 2019 年平均融资成本降低 0.3 个百分点至 5.4%，较同规模房企成本优势明显；全年在手现金大幅增长 155%，净负债率显著下降 66 个百分点至 176%。公司负债状况有所改善，在国有股东背景下，融资优势显著，偿债压力较小。

► 给予目标价 16.41 港元，维持“买入”评级：

公司专注于福建、华东、华中、华南地区的发展，得益于区域深耕所享有的资源优势及较为深厚的品牌沉淀，公司业绩逐渐步入高速发展的通道。在母公司的支持下，公司偿债压力较小，成本优势凸显，未来销售及利润的增长较有保障。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 1.96、2.49 和 3.11 元，给予公司目标价 16.41 港元，维持“买入”评级：

| 百万元人民币           | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额              | 12,371 | 17,995 | 24,337 | 31,605 | 39,519 |
| 同比增长 (%)         | 158.9% | 45.5%  | 35.2%  | 29.9%  | 25.0%  |
| 毛利率              | 33.3%  | 25.9%  | 25.9%  | 25.9%  | 25.9%  |
| 核心净利润            | 1,509  | 1,721  | 2,302  | 2,933  | 3,665  |
| 同比增长 (%)         | 143.9% | 14.1%  | 33.8%  | 27.4%  | 25.0%  |
| 核心净利润率           | 12.2%  | 9.6%   | 9.5%   | 9.3%   | 9.3%   |
| 核心每股盈利           | 2.05   | 1.89   | 1.96   | 2.49   | 3.11   |
| CORE PE@12.92HKD | 5.74   | 6.22   | 6.02   | 4.72   | 3.78   |

数据来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

公司处于规模快速扩张时期，截至 2019 年底，公司录得确认收入人民币 180 亿元，同比增长约 45%；年度利润上升 27%至人民币 20 亿元；归母净利润为人民币 17.2 亿元，同比增长 21%；2019 年现金及银行结余为人民币 116 亿元，比去年同期上升 155%；平均融资成本为 5.4%，同比降低 0.3 个百分点。净负债率为 176%，较去年同期大幅下降 66 个百分点。整体来看，公司经营业绩基本符合我们预期。

### 业绩高增长持续，增速远超行业平均：

公司 2019 年业绩高速增长的状态延续，2018、2019 连续两年合同销售大幅提升，同比分别增加 145%和 105%至人民币 248 亿元和 508 亿元；销售面积分别增长 167%和 79%，销售增速远超行业平均水平。

受疫情影响，2020 年行业销售端整体承压。公司上半年销售增速有所放缓，累计销售金额人民币 258 亿元，销售面积 156 万平方米，同比分别增长 53%和 61%。整体来看，公司上半年销售表现依然出色，增速处于行业较高水平；截至 6 月底已完成全年销售目标的 37%，距实现 700 亿销售大关更进一步。考虑到公司推盘主要集中在下半年度，全年来看，公司大概率可以达成销售目标。

图 1：2018-2020 年 6 月合同销售金额

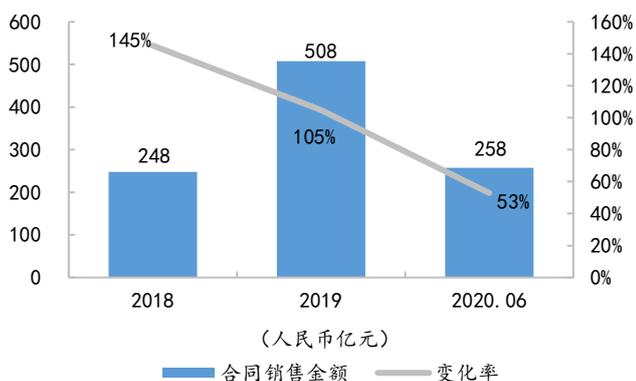
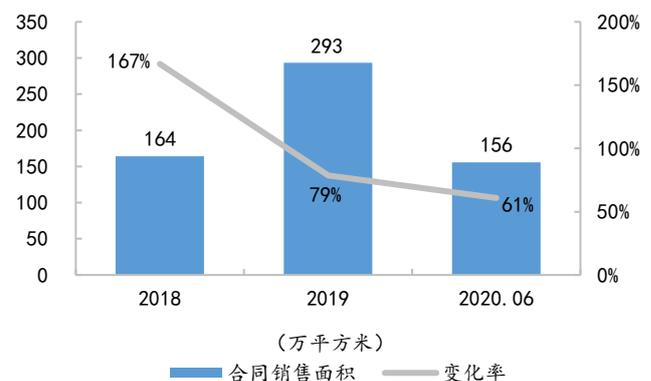


图 2：2018-2020 年 6 月合同销售面积

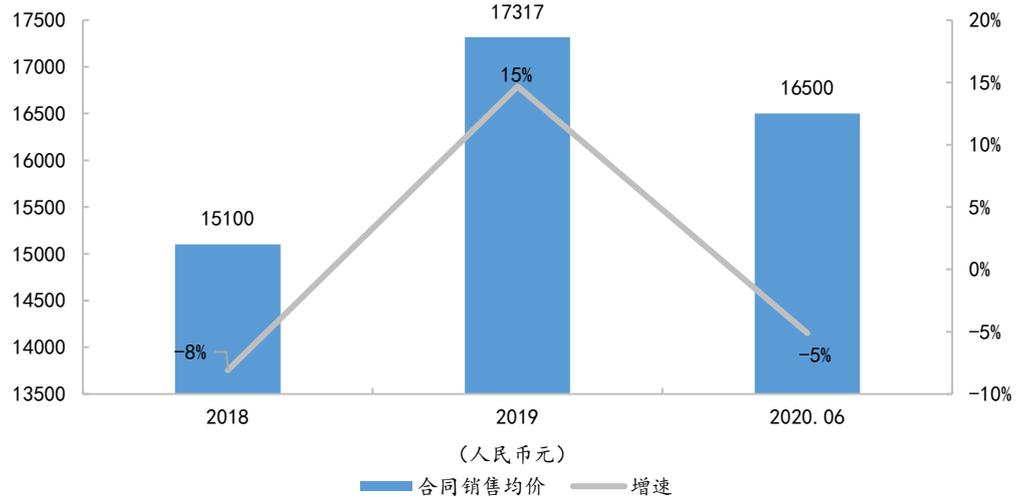


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

销售均价方面，受推盘节奏及疫情影响，公司2020年上半年合同销售均价同比录得5%的小幅下降。而公司厦门建发养云项目预计将在下半年推售，该项目建筑面积23.3万平方米，可贡献货值约人民币126.3亿元。如该项目下半年成功达售，将为公司全年销售做出主要贡献，并可进一步提升合同销售均价，为公司利润的增长提供保障。

图3：2018年-2020年6月合同销售均价

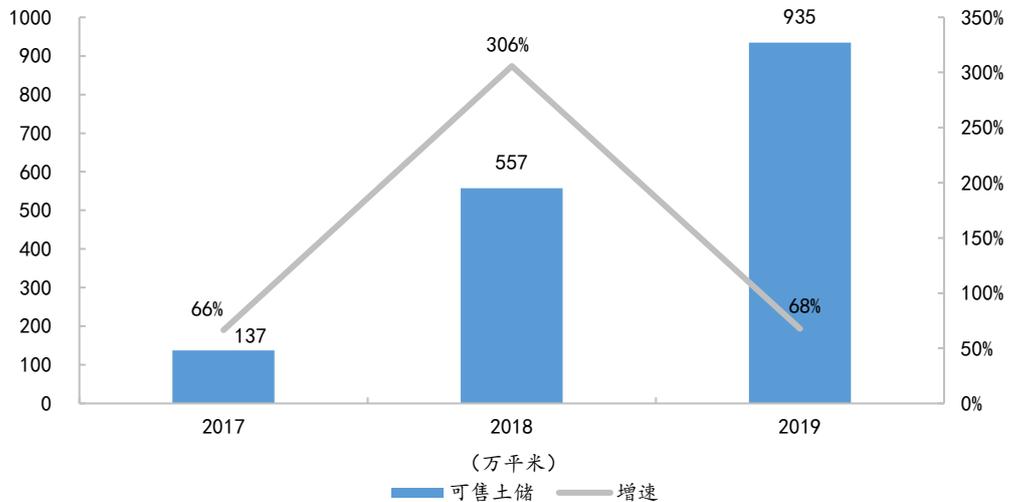


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**土地储备持续扩张，全国布局更进一步：**

公司积极补充优质土地资源，2017年以来土储规模持续高速增长。截至2019年末，公司总土地储备建筑面积约935万平方米，同比大幅提升68%。

图4：2017-2019年土储可售面积变化

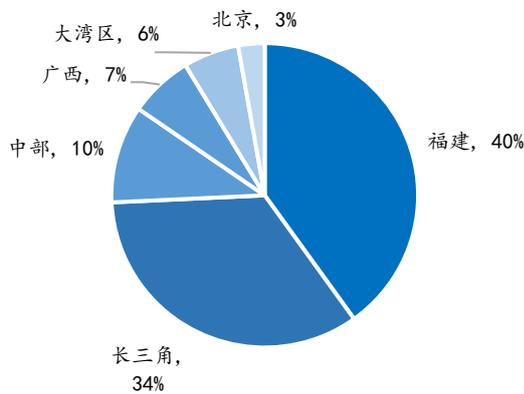


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

公司 2020 年上半年拿地积极，前 5 个月累计获取 12 宗地块，土地成本约人民币 264 亿元，新增货值约人民币 479 亿元，投销比为 1.86。上半年首次进入北京，核心一二线布局再添一城，公司全国布局日臻完善。

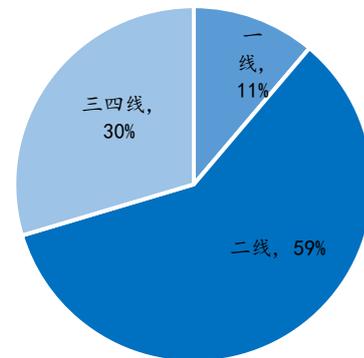
截至 2020 年 5 月底，公司总土地储备货值（含不计容地下车位）超过人民币 1900 亿元，较 2019 年末上升 17%，权益比约 72%。其中大概七成货值位于核心一、二线城市，储备资源优质且充沛，为公司实现全年合同销售目标提供强力支撑。

图 5：截至 2020 年 5 月库存货值分布（按区域）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

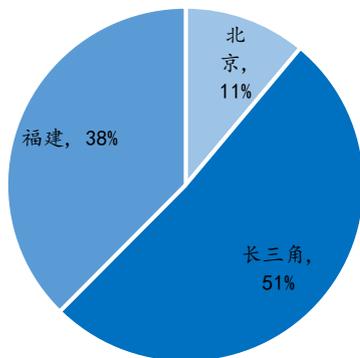
图 6：截至 2020 年 5 月库存货值分布（按城市等级）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

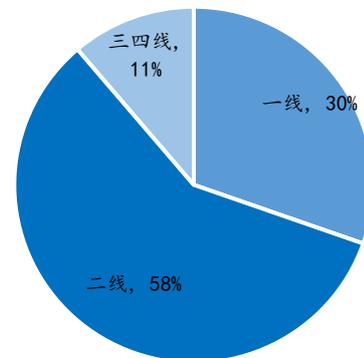
公司 2020 年新增货值中，约 58% 位于厦门、杭州、苏州等二线城市，30% 位于一线城市，主要包括上海金山及泗泾两幅地块及北京石景山一幅地块，余下 11% 来自福建的三四线城市。高一二线城市占比的拿地策略为公司未来年度销售去化提供充足的保障。

图 7：2020 年 1-5 月新增库存货值分布（按区域）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 8：2020 年 1-5 月新增库存货值分布（按城市等级）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

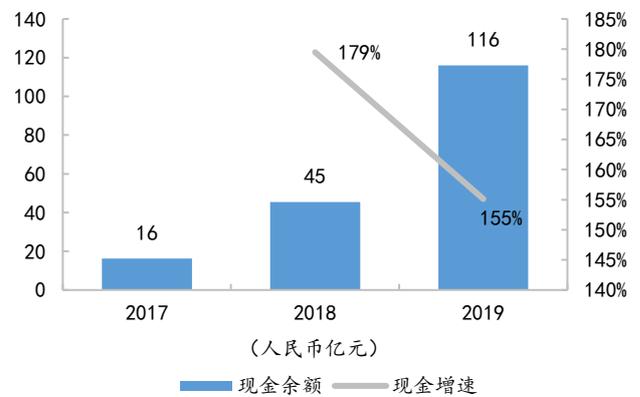
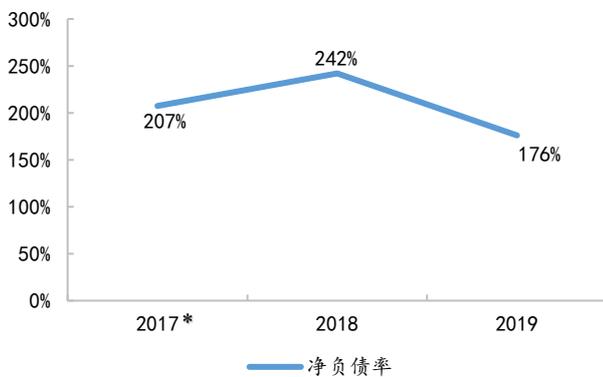
**融资优势显著，偿债压力较小：**

公司 2019 年平均融资成本为 5.4%，同比下降 0.3 个百分点，依托于母公司强有力的财务资源支撑，融资成本处于行业优势地位。

公司在手现金持续高速增长，2019 年底同比大幅增长 155%；净负债率为 176%，较去年同期大幅降低 66 个百分点。公司负债状况有所改善，在国有股东背景下，公司融资优势显著，偿债压力较小。

图 9：2017-2019 年公司净负债率\*

图 10：2017-2019 年公司在手现金余额及增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

\*图 9 净负债率关联之有息负债不包括无息非控股股东借款，其中 2017 年净负债率为 2018 年年报经重列数据。

**给予目标价 16.41 港元，维持“买入”评级：**

公司专注于福建、华东、华中、华南地区的发展，得益于区域深耕所享有的资源优势及较为深厚的品牌沉淀，公司业绩逐渐步入高速发展的通道。在母公司的支持下，公司偿债压力较小，成本优势凸显，未来销售及利润的增长较有保障。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 1.96、2.49 和 3.11 元，给予公司目标价 16.41 港元，维持“买入”评级：

| 百万元人民币           | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额              | 12,371 | 17,995 | 24,337 | 31,605 | 39,519 |
| 同比增长(%)          | 158.9% | 45.5%  | 35.2%  | 29.9%  | 25.0%  |
| 毛利率              | 33.3%  | 25.9%  | 25.9%  | 25.9%  | 25.9%  |
| 核心净利润            | 1,509  | 1,721  | 2,302  | 2,933  | 3,665  |
| 同比增长(%)          | 143.9% | 14.1%  | 33.8%  | 27.4%  | 25.0%  |
| 核心净利润率           | 12.2%  | 9.6%   | 9.5%   | 9.3%   | 9.3%   |
| 核心每股盈利           | 2.05   | 1.89   | 1.96   | 2.49   | 3.11   |
| CORE PE@12.92HKD | 5.74   | 6.22   | 6.02   | 4.72   | 3.78   |

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**

| <b>损益表</b>            |         |          |          |          |          | <b>财务分析</b>     |       |       |       |       |       |
|-----------------------|---------|----------|----------|----------|----------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <百万元人民币>, 财务年度截至<十二月> |         |          |          |          |          |                 |       |       |       |       |       |
|                       | 2018A   | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |                 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|                       | 实际      | 实际       | 预测       | 预测       | 预测       | 增长率(%)          | 实际    | 实际    | 预测    | 预测    | 预测    |
| 营业额                   | 12,371  | 17,995   | 24,337   | 31,605   | 39,519   |                 |       |       |       |       |       |
| -房地产业务                | 11,517  | 17,105   | 23,092   | 30,020   | 37,525   | 收入              | 158.9 | 45.5  | 35.2  | 29.9  | 25.0  |
| -其他                   | 854     | 890      | 1,245    | 1,585    | 1,994    | 经营利润            | 187.1 | 6.5   | 31.1  | 25.6  | 23.6  |
| 销售成本                  | (8,256) | (13,342) | (18,044) | (23,432) | (29,300) | 盈利分析(%)         |       |       |       |       |       |
| 毛利                    | 4,115   | 4,653    | 6,293    | 8,173    | 10,219   | 毛利              | 33.3  | 25.9  | 25.9  | 25.9  | 25.9  |
| 其他收入                  | 5       | (6)      | 0        | 0        | 0        | 经营利润            | 29.2  | 21.4  | 20.7  | 20.0  | 19.8  |
| 行政费用                  | (152)   | (91)     | (126)    | (171)    | (214)    | 净利润             | 11.5  | 9.5   | 9.4   | 9.3   | 9.3   |
| 其他费用                  | (596)   | (1,181)  | (1,628)  | (2,210)  | (2,762)  | 其他(%)           |       |       |       |       |       |
| 经营利润                  | 3,373   | 3,375    | 4,539    | 5,792    | 7,243    | 有效税率            | (8.5) | 43.7  | 48.9  | 41.7  | 41.8  |
| 利息支出                  | (517)   | (417)    | (447)    | (479)    | (515)    | 流动比率            | 228.5 | 183.7 | 175.2 | 168.5 | 163.1 |
| 联营公司收入                | 4       | 6        | 6        | 6        | 6        | 派息比率            | 62.1  | 43.4  | 43.4  | 43.4  | 43.4  |
| 税前利润                  | 2,860   | 2,964    | 4,099    | 5,319    | 6,735    | ROE             | 23.3  | 23.5  | 24.2  | 23.7  | 23.1  |
| 税项                    | (1,512) | (1,428)  | (1,918)  | (2,444)  | (3,054)  | ROA             | 2.3   | 1.5   | 1.7   | 1.9   | 2.0   |
| 税后利润                  | 1,487   | 1,998    | 2,673    | 3,405    | 4,255    | 估值              |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益                | 66      | 280      | 374      | 477      | 595      | P/Sales (x)     | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.4   | 0.4   |
| 净利润                   | 1,420   | 1,718    | 2,299    | 2,928    | 3,659    | PE (x)          | 5.7   | 6.2   | 6.0   | 4.7   | 3.8   |
| 核心净利润                 | 1,509   | 1,721    | 2,302    | 2,933    | 3,665    | P/Cash flow (x) | 1.9   | 0.9   | 1.1   | 1.0   | 0.9   |
| 每股收益(元)               | 2.05    | 1.89     | 1.96     | 2.49     | 3.11     | 派息率(%)          | 62.1  | 43.4  | 43.4  | 43.4  | 43.4  |
| 每股派息(元)               | 1.20    | 0.82     | 0.85     | 1.08     | 1.35     |                 |       |       |       |       |       |

| <b>资产负债表</b>          |        |         |         |         |         | <b>现金流量表</b> |          |          |          |          |          |
|-----------------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <百万元人民币>, 财务年度截至<十二月> |        |         |         |         |         |              |          |          |          |          |          |
|                       | 2018A  | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |              | 2018A    | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|                       | 实际     | 实际      | 预测      | 预测      | 预测      |              | 实际       | 实际       | 预测       | 预测       | 预测       |
| 现金及现金等价物              | 4,547  | 11,562  | 12,718  | 13,990  | 15,389  | 经营利润         | 3,090    | 3,426    | 4,591    | 5,848    | 7,308    |
| 应收帐款                  | 3,008  | 15,338  | 16,872  | 18,559  | 20,415  | 折旧           | 83       | 77       | 74       | 78       | 82       |
| 存货                    | 49,802 | 75,909  | 90,656  | 108,326 | 129,501 | 经营资产变动       | (12,942) | (13,988) | (4,333)  | (5,183)  | (6,157)  |
| 其他固定资产                | 1,392  | 1,846   | 2,012   | 2,195   | 2,396   | 税项           | (467)    | (1,512)  | (1,428)  | (1,918)  | (2,444)  |
| 无形资产                  | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 预收款变动        | 6,900    | 23,339   | 10,927   | 13,258   | 15,758   |
| 其他流动资产                | 900    | 3,133   | 3,424   | 3,743   | 4,092   | 经营现金流        | (12,442) | (14,850) | (4,153)  | (4,454)  | (4,732)  |
| 联营公司                  | 1,822  | 6,481   | 7,129   | 7,842   | 8,626   | 资本支出         | (606)    | (128)    | (27)     | (29)     | (32)     |
| 投资物业                  | 1,239  | 1,256   | 1,256   | 1,256   | 1,256   | 联营公司投资       | (1,547)  | (4,659)  | (648)    | (713)    | (784)    |
| 资产总额                  | 62,711 | 115,525 | 134,067 | 155,911 | 181,675 | 其他           | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 短期负债                  | 5,172  | 8,677   | 9,003   | 9,362   | 9,757   | 投资现金流        | (2,154)  | (4,787)  | (675)    | (742)    | (816)    |
| 应付帐款                  | 5,633  | 10,792  | 12,274  | 13,696  | 15,368  | 新增股份         | 0        | 487      | 687      | 502      | 628      |
| 可转换债券                 | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 债务变动         | 17,662   | 15,074   | 3,334    | 3,632    | 3,958    |
| 长期借款                  | 26,395 | 37,965  | 40,972  | 44,245  | 47,808  | 派息           | (534)    | (451)    | (604)    | (769)    | (961)    |
| 递延税项                  | 1,885  | 2,122   | 2,335   | 2,568   | 2,825   | 其他           | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 其他负债                  | 13,085 | 36,424  | 47,351  | 60,609  | 76,367  | 其他           | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 负债总额                  | 52,171 | 95,979  | 111,934 | 130,480 | 152,125 | 融资现金流        | 17,128   | 15,109   | 3,417    | 3,365    | 3,625    |
| 股东权益                  | 6,094  | 7,298   | 9,512   | 12,332  | 15,856  | 现金变动         | 2,533    | (4,528)  | (1,411)  | (1,831)  | (1,923)  |
| 少数股东权益                | 4,510  | 12,312  | 12,686  | 13,162  | 13,758  | 汇兑改变         | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 总权益                   | 10,604 | 19,610  | 22,198  | 25,494  | 29,614  | 期初现金         | (5,663)  | (3,130)  | (7,657)  | (9,068)  | (10,899) |
| 净负债率*                 | 255%   | 179%    | 168%    | 155%    | 142%    | 期末现金         | (3,130)  | (7,657)  | (9,068)  | (10,899) | (12,822) |
| 每股净资产(元)              | 11.65  | 16.67   | 14.13   | 15.18   | 16.41   | 调整           | (7,677)  | (19,219) | (21,787) | (24,890) | (28,211) |
|                       |        |         |         |         |         | 现金及现金等价物     | 4,547    | 11,562   | 12,718   | 13,990   | 15,389   |

\*净负债率关联之有息负债包括无息非控股股东借款。

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313