

买入

物管分拆在即 业务价值进一步释放

建发国际集团 (1908.HK)

2020-09-30 星期三

投资要点

目标价:	18.43 港元
现价:	13.10 港元
预计升幅:	40.7%

➤ **物管分拆在即，业务价值进一步释放：**

9月30日，公司建议以介绍形式分拆物业管理业务于港交所主板独立上市，并将以实物方式向合格股东分派全部建发物业股份。截至2020年6月底，建发物业营业收入约为人民币4.4亿元，净利润4932万元；合约面积约为3959万方，近三年复合增长率为31%；管理项目超过300个，服务客户13万户；在管面积2165万方，外拓比例为44%，物业客户满意度达到96分。如本次分拆顺利达成，将进一步释放物管业务价值，按照建议分派方式，公司将不再保留建发物业股份，合格股东将充分受益。

➤ **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。受年初疫情影响，行业销售端承压，公司今年上半年销售有所放缓，累计销售金额人民币258亿元，销售面积156万平方米，同比分别增长53%和61%，仍处于行业较高增速水平。考虑到公司项目推盘主要集中在下半年，预计公司全年仍将取得较好的业绩表现。

➤ **上调目标价至18.43港元，重申“买入”评级：**

公司具有国有控股背景，依托母公司背景及资源，公司获取项目及融资更具优势。作为集团房地产开发板块的核心品牌，公司战略性全国布局华东、华中、华南等区域，已形成一定的区域性竞争优势；公司处于规模快速扩张时期，近年来业绩持续高增，增速远超行业平均；物业管理业务独立分拆，在提升市场关注度的同时，业务价值得以释放，公司股东将充分收益。我们预计公司2020至2022年核心EPS分别为1.96、2.49和3.11元，上调公司目标价至18.43港元，重申“买入”评级：

重要数据

日期	2020-09-30
收盘价 (港元)	13.10
总股本 (百万股)	1,177
总市值 (百万港元)	15,419
净资产 (百万元)	19,610
总资产 (百万元)	115,589
52周高低 (港元)	14.10/7.73
每股净资产 (元)	16.67

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 (68.58%)
Diamond Firetail Limited (5.13%)

相关报告

首发报告-20190418
更新报告-20190708
更新报告-20190902

研究部

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

百万元人民币	2018A	2019A	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%
核心归母净利润	1,509	1,721	2,302	2,933	3,665
同比增长(%)	143.9%	14.1%	33.8%	27.4%	25.0%
核心归母净利润率	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@13.10HKD	5.61	6.09	5.88	4.62	3.70

数据来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

物管分拆在即，业务价值进一步释放：

9月30日，公司建议以介绍形式分拆物业管理业务于港交所主板独立上市，并将以实物方式向合资格股东分派全部建发物业股份。截至2020年6月底，建发物业营业收入约为人民币4.4亿元，净利润为人民币4932万元；合约面积约为3959万方，近三年复合增长率为31%；管理项目超过300个，服务客户13万户；在管面积2165万方，外拓比例为44%，物业客户满意度达到96分。如本次分拆顺利达成，将进一步释放物管业务价值，按照建议分派方式，公司将不再保留建发物业股份，合资格股东将充分受益。

图 1：2018 - 2020 年 6 月营收及利润增速 (人民币百万元)

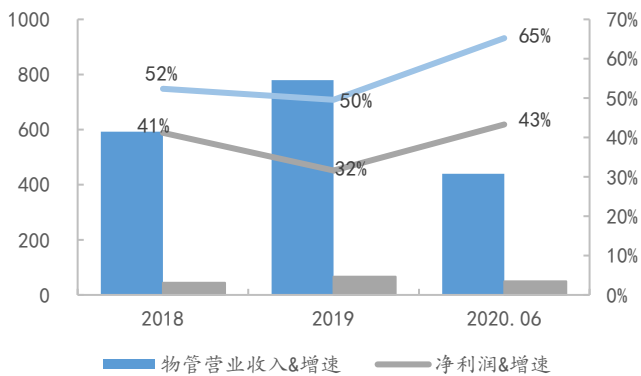
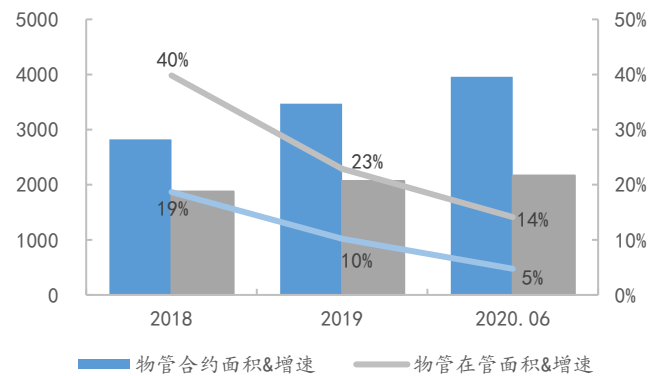


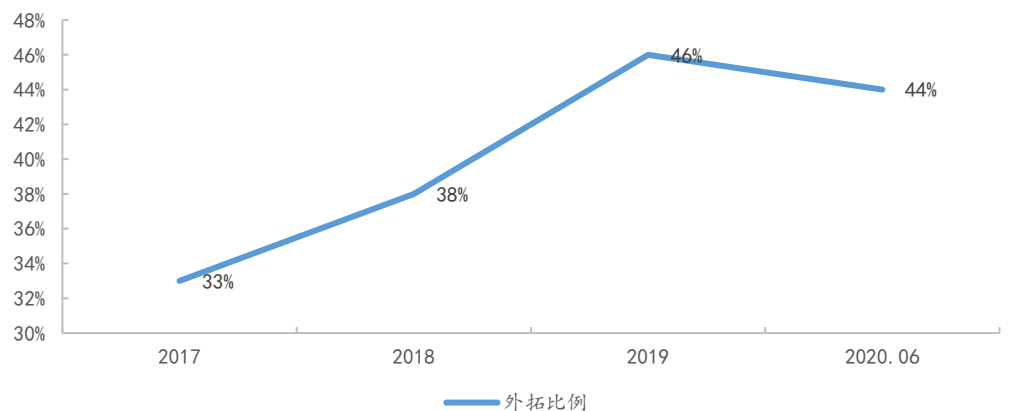
图 2：2018 - 2020 年 6 月合约/在管面积增速 (万平方米)



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

图 3：公司物业管理板块 2017 - 2020 年 6 月独立第三方在管面积占比



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

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，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，考虑到公司推盘主要集中在下半年度，预计公司全年仍将取得较好的业绩表现。

图 4：2018-2020 年 6 月合同销售金额 (人民币亿元)

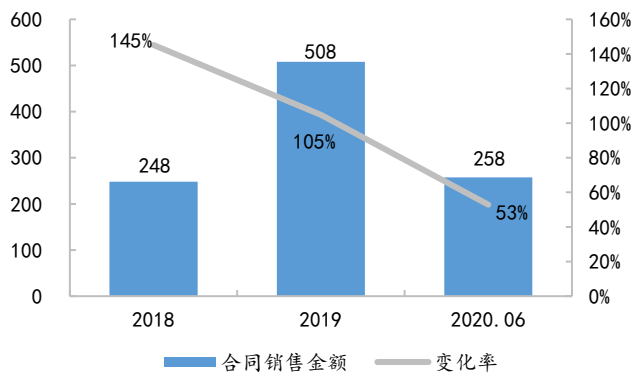
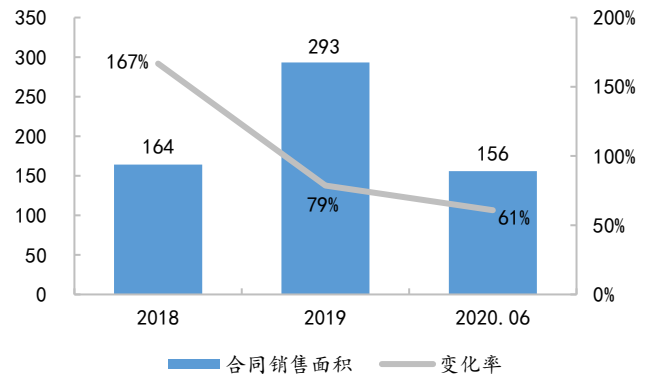


图 5：2018-2020 年 6 月合同销售面积 (万平方米)

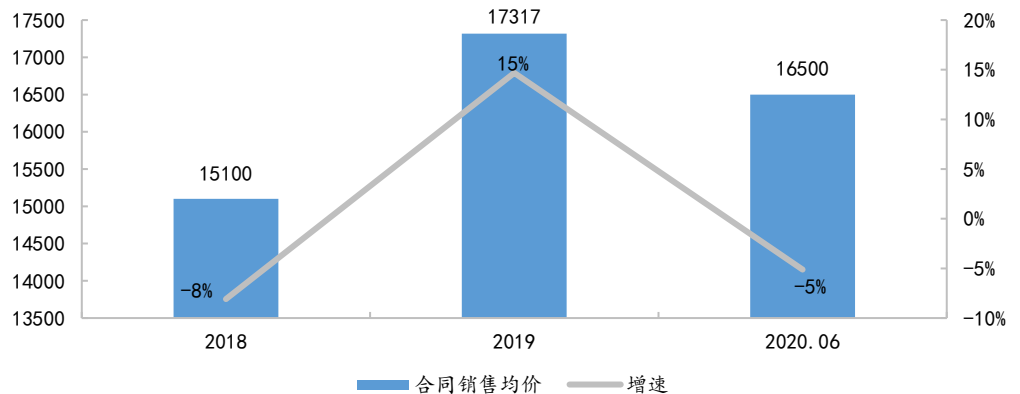


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

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 6：公司 2018 年-2020 年 6 月合同销售均价 (人民币元)



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

上调目标价至 18.43 港元，重申“买入”评级：

公司具有国有控股背景，依托母公司背景及资源，公司获取项目及融资更具优势。作为集团房地产开发板块的核心品牌，公司战略性全国布局华东、华中、华南等区域，已形成一定的区域性竞争优势；公司处于规模快速扩张时期，近年来业绩持续高增，增速远超行业平均；物业管理业务独立分拆，在提升市场关注度的同时，业务价值得以释放，公司股东将充分收益。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 1.96、2.49 和 3.11 元，上调公司目标价至 18.43 港元，重申“买入”评级：

百万元人民币	2018A	2019A	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%
核心归母净利润	1,509	1,721	2,302	2,933	3,665
同比增长(%)	143.9%	14.1%	33.8%	27.4%	25.0%
核心归母净利润率	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@13.10HKD	5.61	6.09	5.88	4.62	3.70

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<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
营业额	12,371	17,995	24,337	31,605	39,519	增长率(%)					
-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	0.3
净利润	1,420	1,718	2,299	2,928	3,659	PE (x)	5.6	6.1	5.9	4.6	3.7
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						

资产负债表						现金流量表					
<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	预售楼变动	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	62,775	115,589	134,132	155,975	181,739	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	494	698	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	融资现金流	17,128	15,116	3,427	3,365	3,625
负债总额	52,171	95,979	111,934	130,480	152,125	现金变动	2,533	(4,520)	(1,400)	(1,831)	(1,923)
股东权益	6,094	7,298	9,512	12,332	15,856	汇兑改变	0	0	0	0	0
少数股东权益	4,510	12,312	12,686	13,162	13,758	期初现金	(5,633)	(3,100)	(7,620)	(9,021)	(10,852)
总权益*	10,604	19,610	22,198	25,494	29,614	期末现金	(3,100)	(7,620)	(9,021)	(10,852)	(12,774)
净负债率	255%	179%	168%	155%	142%	调整	(7,647)	(19,183)	(21,739)	(24,842)	(28,164)
每股净资产(元)	11.65	16.67	14.13	15.18	16.41	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