

建发国际集团

买入（维持评级）

港股公司点评

证券研究报告

(01908.HK)

投销表现积极，高分红提升价值

事件

2024年3月21日建发国际集团发布2023年业绩报告，全年实现营业收入1344.3亿元，同比+35%；归母净利润50.3亿元，同比+2%。以股息息每股分红1.3港元，分红率52%，股息率约10%。

点评

毛利率下行导致归母净利润增速低于营收：2023年公司交付建筑面积852万方，同比+83%，开发业务（占总收入的96.8%）的增长带动整体营收提升。而归母净利润实现低增速主要因为：①房地产市场下行，交付项目毛利率下滑，公司毛利率从2022年的15.3%降至2023年的11.1%，毛利润同比减少3.0亿元；②结算项目权益比例有所下降，2023年少数股东损益14.4亿元，同比增加7.3亿元；③资产减值损失减少，2023年计提存货减值16.4亿元，同比少计提21.5亿元。

销售逆势增长，现金为王回款高效：2023年公司全口径销售额1889亿元，同比+11.7%；权益销售额1380亿元，同比+13.5%；行业排名升至第8。持续深耕核心城市，进驻的70余个城市中46个进入当地销售TOP10，一二线销售贡献占比85%，其中厦门、杭州、上海、苏州、北京单城销售金额超百亿元。坚持现金为王，加快库存去化和资金回笼，2023年全口径回款金额1843亿元，回款比例98%，全口径回款对有息负债覆盖倍数达2.17倍，保障现金流安全。

核心城市积极拓展，保持土储流动性：2023年公司在30个城市获取78个项目，总拿地金额1169亿元；拿地强度（拿地金额/销售金额）0.62，居行业前茅；补充可售货值2180亿元（权益比例73%）；重点在杭州、上海、厦门等优质深耕城市拿地，前十城市投入占比76%。截至2023年末，公司土储可售建面1552万方（权益比例76%），一二线城市占比84%，2022年及以后获取的新货占比70%。

资产结构健康，财务安全稳健：截至2023年末，公司资产4273亿元，同比+8.6%，其中存货及货币资金合计占比76%；三道红线稳居绿档，扣除预收账款后资产负债率61.6%，净负债率33.6%，现金短债比4.7；融资成本持续下降，有息负债平均利率3.75%，同比下降58BP。

投资建议

公司销售投资有积极表现，资产质量优、流动性高，稳健经营持续发展。考虑行业形势和公司结转周期，我们调整公司2024/2025年归母净利润至78.5/82.6亿元（原为85.1/101.7亿元），新增2026年归母净利润预测87.2亿元，同比增速分别为56.0%、5.3%和5.5%。公司股票现价对应PE估值为3.1/3.0/2.8倍，维持“买入”评级。

风险提示

政策落地不及预期；房地产市场销售持续低迷；其他房企违约。

房地产组

分析师：杜昊旻（执业S1130521090001）

duhaomin@gjzq.com.cn

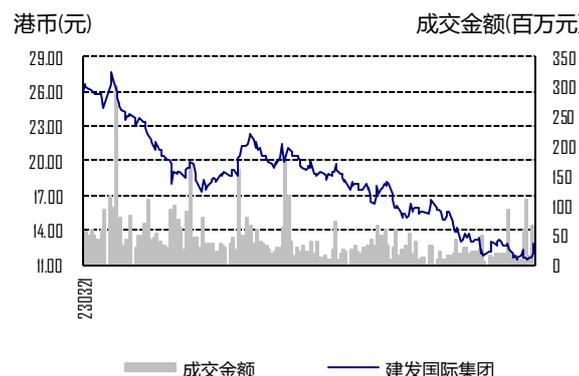
分析师：方鹏（执业S1130524030001）

fang_peng@gjzq.com.cn

市价（港币）：12.880元

相关报告：

- 《建发国际集团港股公司点评：业绩高增，销售有韧性、投资抓机遇》，2023.8.26
- 《建发国际集团港股公司点评：业绩高增超预期，投销表现行业领先》，2023.3.31



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	99,636	134,430	161,248	172,305	182,962
营业收入增长率	86.44%	34.92%	19.95%	6.86%	6.19%
归母净利润(百万元)	4,934	5,035	7,852	8,265	8,717
归母净利润增长率	40.30%	2.04%	55.96%	5.25%	5.48%
摊薄每股收益(元)	2.603	2.656	4.142	4.360	4.598
每股经营性现金流净额	1.86	2.03	2.49	1.92	2.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.60%	15.05%	19.13%	16.86%	15.17%
P/E	4.95	4.85	3.11	2.95	2.80
P/B	0.77	0.73	0.59	0.50	0.43

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	53,442	99,636	134,430	161,248	172,305	182,962
增长率	25.0%	86.4%	34.9%	19.9%	6.9%	6.2%
主营业务成本	44,705	84,416	119,514	140,285	149,560	158,628
%销售收入	83.7%	84.7%	88.9%	87.0%	86.8%	86.7%
毛利	8,736	15,219	14,916	20,962	22,744	24,334
%销售收入	16.3%	15.3%	11.1%	13.0%	13.2%	13.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	2,713	3,564	4,308	4,866	5,353	5,888
%销售收入	5.1%	3.6%	3.2%	3.0%	3.1%	3.2%
管理费用	807	4,442	2,851	2,962	3,025	3,072
%销售收入	1.5%	4.5%	2.1%	1.8%	1.8%	1.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	5,242	7,229	7,761	13,139	14,371	15,379
%销售收入	9.8%	7.3%	5.8%	8.1%	8.3%	8.4%
财务费用	87	96	-649	-78	86	55
%销售收入	0.2%	0.1%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	447	1,012	381	524	557	753
%税前利润	7.9%	11.9%	4.4%	3.8%	3.7%	4.7%
营业利润	5,242	7,229	7,761	13,139	14,371	15,379
%营业利润率	9.8%	7.3%	5.8%	8.1%	8.3%	8.4%
营业外收支	75	340	-208	50	55	61
税前利润	5,678	8,485	8,583	13,790	14,896	16,137
利润率	10.6%	8.5%	6.4%	8.6%	8.6%	8.8%
所得税	1,668	2,923	2,247	3,723	4,022	4,357
所得税率	29.4%	34.5%	26.2%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润	4,009	5,562	6,335	10,067	10,874	11,780
少数股东损益	493	628	1,301	2,215	2,610	3,063
归属于母公司的净利润	3,517	4,934	5,035	7,852	8,265	8,717
净利率	6.6%	5.0%	3.7%	4.9%	4.8%	4.8%

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,517	4,934	5,035	7,852	8,265	8,717
少数股东损益	493	628	1,301	2,215	2,610	3,063
非现金支出	-2,043	2,423	0	2,362	2,729	2,997
非经营收益	4,955	-3,957	-1,187	-5,642	-7,491	-8,007
经营活动现金净流	6,497	3,519	3,848	4,716	3,648	3,856
资本开支	-63	-81	-357	-180	-180	-220
投资	-7,036	-7,259	-3,842	-1,282	-1,346	-1,413
其他	-13,381	-9,031	-4,832	293	316	503
投资活动现金净流	-20,479	-16,372	-9,031	-1,169	-1,210	-1,130
股权募资	1,789	1,160	0	0	0	0
债权募资	48,038	17,856	14,541	1,480	1,509	1,539
其他	-18,627	-5,626	-2,507	-1,992	-816	-747
筹资活动现金净流	31,200	13,390	12,034	-512	694	792
现金净流量	17,219	520	6,793	3,039	3,136	3,522

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	44,587	47,368	54,161	57,200	60,336	63,858
应收款项	44,771	53,724	65,916	75,104	80,254	85,218
存货	229,997	256,689	269,331	280,571	293,256	305,054
其他流动资产	3,149	4,910	1,853	3,225	3,446	3,659
流动资产	322,503	362,691	391,260	416,100	437,291	457,789
%总资产	93.9%	92.2%	91.6%	91.7%	91.7%	91.7%
长期投资	9,165	22,029	25,634	26,916	28,262	29,675
固定资产	320	347	391	385	380	412
%总资产	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	935	938	1,089	1,132	1,173	1,211
非流动资产	21,019	30,772	36,017	37,692	39,447	41,324
%总资产	6.1%	7.8%	8.4%	8.3%	8.3%	8.3%
资产总计	343,522	393,463	427,278	453,791	476,738	499,112
短期借款	6,858	5,890	5,922	4,922	5,122	5,422
应付款项	21,312	18,570	26,851	29,226	31,821	34,484
其他流动负债	176,689	205,073	228,087	241,871	249,842	256,147
流动负债	204,858	229,534	260,860	276,019	286,785	296,053
长期贷款	74,445	83,448	73,984	75,463	76,973	78,512
其他长期负债	962	1,061	1,495	1,569	1,648	1,730
负债	280,265	314,043	336,339	353,562	365,405	376,295
普通股股东权益	26,611	31,637	33,456	41,042	49,026	57,447
其中：股本	117	149	163	163	163	163
未分配利润	26,371	31,589	33,293	40,879	48,863	57,284
少数股东权益	36,646	47,783	57,482	59,697	62,307	65,370
负债股东权益合计	343,522	393,463	427,278	453,791	476,738	499,112

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.855	2.603	2.656	4.142	4.360	4.598
每股净资产	14.038	16.689	17.649	21.650	25.862	30.304
每股经营现金净流	3.427	1.856	2.030	2.488	1.924	2.034
每股股利	1.200	1.300	1.300	1.657	1.744	1.839
回报率						
净资产收益率	13.22%	15.60%	15.05%	19.13%	16.86%	15.17%
总资产收益率	1.02%	1.25%	1.18%	1.73%	1.73%	1.75%
投入资本收益率	2.54%	2.79%	3.32%	5.25%	5.38%	5.38%
增长率						
主营业务收入增长率	25.03%	86.44%	34.92%	19.95%	6.86%	6.19%
EBIT增长率	0.95%	37.90%	7.36%	69.28%	9.38%	7.02%
净利润增长率	52.57%	40.30%	2.04%	55.96%	5.25%	5.48%
总资产增长率	87.28%	14.54%	8.59%	6.21%	5.06%	4.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.7	4.9	6.9	5.8	5.8	5.8
存货周转天数	1,877.8	1,109.9	822.5	730.0	715.7	701.9
应付账款周转天数	174.0	80.3	82.0	76.0	77.7	79.3
固定资产周转天数	2.2	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8
偿债能力						
净负债/股东权益	59.56%	54.18%	29.95%	24.57%	21.02%	17.76%
EBIT利息保障倍数	60.4	75.1	-12.0	-169.3	167.1	278.6
资产负债率	81.59%	79.82%	78.72%	77.80%	76.65%	75.39%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806