

建发国际集团

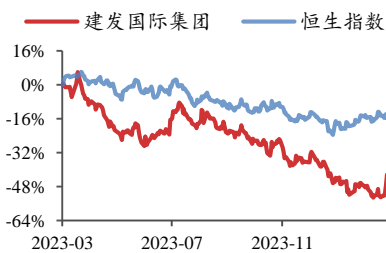
(01908.HK)

2024年03月25日

投资评级：买入（维持）

日期	2024/3/25
当前股价(港元)	13.580
一年最高最低(港元)	27.800/11.240
总市值(亿港元)	257.43
流通市值(亿港元)	257.43
总股本(亿股)	18.96
流通港股(亿股)	18.96
近3个月换手率(%)	6.41

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《借势国资背景扩张稳健，逆周期业绩持续攀升—港股公司深度报告》
-2024.2.23

经营业绩稳健增长，充沛土储保障业绩释放

——港股公司信息更新报告

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

● 经营业绩稳健增长，充沛土储保障业绩释放，维持“买入”评级

建发国际集团发布 2023 年年报，全年实现营收/归母净利润分别为 1344.3/43.4 亿元，同比增长 34.9%/2.8%；基本每股收益 2.29 元/股，拟每股派发现金红利 1.3 港元，分红比例 51%，合计 22.3 亿元，按公告日收盘价计算，股息率约 10%。考虑销售市场下行对公司影响，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 53.2、64.5 和 78.3 亿元（原 2024-2025 年为 68.2、89.8 亿元），对应 EPS 为 2.8、3.4、4.1 元，当前股价对应 PE 为 5.3、4.4、3.6 倍，考虑到公司拿地保持强劲，业绩有望持续增长，故维持“买入”评级。

● 销售排名逆势提升，投资拿地维持高强度

在国内销售市场承压的背景下，公司 2023 年销售数据实现正增长。2023 年全年权益销售金额 1379.6 亿元，权益销售面积 666.4 万平方米，同比分别增长 13.5% 和 9.3%，在克而瑞全口径销售金额榜单排名第 8（2022 年排名第 10）。同时公司持续布局热点区域，土地储备进一步优化。2023 年公司全年获取 78 宗地块，总地价约 1169 亿元，拿地货值 2180 亿元，分别同比增长 42%、48%，拿地权益比 73%，拿地强度高达到 61.9%。截至 2023 年底，公司总土储 1551.5 万平方米，土储货值 2668 亿元，其中一二线城市占比 84%，2022-2023 年高毛利项目占比 70%。

● 物业开发助力营收增长，盈利能力有所下降

公司 2023 年营收同比增长得益于物业开发收益增长，2023 年物业开发收入 1301 亿元，同比增长 34.6%。但公司盈利能力有所下降，2023 年毛利率、净利率分别为 11.1%、4.7%，较 2022 年分别下降 4.2、0.9 个百分点，主要受结转项目毛利水平相对较低影响。公司不断注重控本增效，2023 年管理、销售、财务费率分别为 2.1%、3.2%、0.3%，同比分别下降 2.3、0.4、0.5 个百分点。

● 在手现金充裕，融资成本持续压降

截至 2023 年末公司在手现金 541.6 亿元，同比增长 7.7%。公司一年内到期的有息负债约 107.7 亿元，现金短债比达 5.0，短期偿债压力较小。同时公司融资成本持续压降，截至 2023 年底存量有息负债平均融资成本 3.75%，同比下降 58BP。

● 风险提示：房地产行业恢复不及预期、公司销售去化不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	99,636	134,430	147,117	162,564	176,382
YOY(%)	86.4	34.9	9.4	10.5	8.5
净利润(百万元)	4,220	4,339	5,323	6,445	7,828
YOY(%)	33.1	2.8	22.7	21.1	21.4
毛利率(%)	15.3	11.1	12.1	12.7	13.5
净利率(%)	5.0	3.7	4.1	4.4	4.8
ROE(%)	13.3	13.0	247.1	228.8	239.0
EPS(摊薄/元)	2.23	2.29	2.81	3.40	4.13
P/E(倍)	6.7	6.5	5.3	4.4	3.6
P/B(倍)	0.7	0.6	9.8	7.5	6.5

数据来源：聚源、开源证券研究所。3月25日汇率：1港币=0.9077人民币

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	362,691	391,260	419,962	448,383	476,078
现金	47,368	54,161	58,847	65,026	70,553
应收账款	53,724	65,916	76,373	84,378	91,596
存货	256,689	269,331	282,797	296,937	311,784
其他流动资产	4,910	1,853	1,945	2,043	2,145
非流动资产	30,772	36,017	37,820	40,282	42,929
固定资产及在建工程	347	391	430	473	520
无形资产及其他长期资产	30,425	35,626	37,390	39,809	42,408
资产总计	393,463	427,278	457,782	488,665	519,006
流动负债	229,534	260,860	261,634	273,734	273,236
短期借款	5,890	5,922	6,514	7,166	7,882
应付账款	18,570	26,851	22,857	32,071	27,526
其他流动负债	205,073	228,087	232,263	234,498	237,828
非流动负债	84,509	75,478	77,997	79,117	80,317
长期借款	83,448	73,984	76,203	76,965	77,735
其他非流动负债	1,061	1,495	1,793	2,152	2,583
负债合计	314,043	336,339	339,630	352,852	353,553
股本	149	163	165	166	168
储备	31,589	33,293	1,990	2,651	3,107
归母所有者权益	31,738	33,456	2,154	2,818	3,275
少数股东权益	47,783	57,482	63,231	69,554	76,509
负债和股东权益总计	393,463	427,278	405,015	425,223	433,338

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,519	6,138	6,456	5,889	8,778
税前利润	8,485	8,583	10,322	12,625	14,179
折旧和摊销	119	143	171	206	247
营运资本变动	(3,957)	(1,978)	(327)	(2,087)	(1,464)
其他	(1,128)	(609)	(3,711)	(4,855)	(4,184)
投资活动现金流	(16,372)	(5,884)	(9,777)	(9,108)	(9,803)
资本开支	81	57	64	66	67
其他	(16,453)	(5,941)	(9,841)	(9,174)	(9,870)
融资活动现金流	13,390	6,547	8,015	9,406	6,560
股权融资	1160	0	0	0	0
银行借款	40,697	44,766	49,243	54,167	59,584
其他	(28,467)	(38,219)	(41,228)	(44,761)	(53,024)
汇率变动对现金的影响	(17)	(7)	(8)	(8)	(8)
现金净增加额	520	6,793	4,685	6,179	5,527
期末现金总额	47,368	54,161	58,847	65,026	70,553

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	99,636	134,430	147,117	162,564	176,382
营业成本	84,416	119,514	129,316	141,919	152,571
营业费用	4,442	2,851	2,937	3,040	3,161
管理费用	3,564	4,308	5,149	5,690	7,055
其他收入/费用	16	4	-0	0	0
营业利润	7,229	7,761	9,715	11,916	13,595
净财务收入/费用	(801)	(387)	(736)	(813)	(882)
其他利润	455	435	(129)	(104)	(298)
除税前利润	8,485	8,583	10,322	12,625	14,179
所得税	2,923	2,247	2,787	3,693	4,144
少数股东损益	1,342	1,996	2,212	2,487	2,208
归母净利润	4,220	4,339	5,323	6,445	7,828
EBITDA	9,286	8,969	11,058	13,438	15,061
扣非后净利润	691	3,593	3,894	4,544	7,828
EPS(元)	2.23	2.29	2.81	3.40	4.13

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	86.4	34.9	9.4	10.5	8.5
营业利润(%)	37.9	7.4	25.2	22.7	14.1
归属于母公司净利润(%)	33.1	2.8	22.7	21.1	21.4
获利能力					
毛利率(%)	15.3	11.1	12.1	12.7	13.5
净利率(%)	5.0	3.7	4.1	4.4	4.8
ROE(%)	13.3	13.0	247.1	228.8	239.0
ROIC(%)	21.8	21.3	405.3	375.2	392.0
偿债能力					
资产负债率(%)	79.8	78.7	83.9	83.0	81.6
净负债比率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
流动比率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0
应收账款周转率	76.1	68.9	54.8	55.0	54.3
应付账款周转率	5.0	5.9	5.9	5.9	5.9
存货周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.23	2.29	2.81	3.40	4.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.9	3.2	3.4	3.1	4.6
每股净资产(最新摊薄)	16.7	17.6	1.1	1.5	1.7
估值比率					
P/E	6.7	6.5	5.3	4.4	3.6
P/B	0.7	0.6	9.8	7.5	6.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn