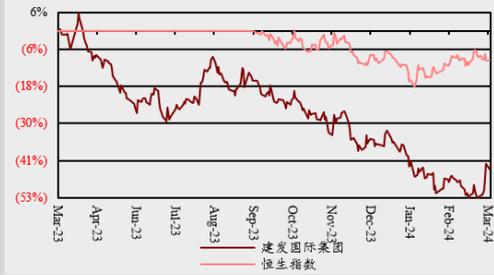


01908.HK
买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 13.58

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.8)	4.9	(12.5)	(48.4)
相对恒生指数	(12.9)	6.5	(13.3)	(23.0)

发行股数 (百万)	1,895.68
流通股 (百万)	1,895.68
总市值 (港币 百万)	25,743.39
3个月日均交易额 (港币 百万)	26.02
主要股东	
益能国际有限公司	56.19

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2024年3月25日收市价为标准

相关研究报告

《建发国际集团: 区域型国企资源禀赋优越, 兼具稳健性与成长潜能》20220708

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

房地产

证券分析师: 夏亦丰

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521070005

证券分析师: 许佳璐

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

建发国际集团

营收业绩均正增长, 在手现金实现双位数增长

摘要: 建发国际公布2023年年报, 公司实现营业收入1344.3亿元, 同比增长34.9%; 归母净利润50.3亿元, 同比增长2.0%。公司拟每股派发现金股息1.3港元, 分红率为49.8%。

- 营收、业绩保持正增长, 利润率水平有所下降。**2023年公司营收增长34.9%, 2023年公司交付面积852.2万平, 同比大幅增加83.4%, 地产业务结算收入(占比97%)同比增长34.6%。归母净利润同比增长2.0%的增长, 增速低于营收增速, 主要是受项目结转毛利率下降以及少数股东损益大幅增加。2023年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为11.1%、4.7%、3.7%, 较2022年分别下降了4.2、0.9、1.2个百分点。受利润率下滑的影响, ROE同比下降了0.6个百分点至15.0%。2023年少数股东损益13.0亿元, 同比增长107.1%, 少数股东损益占净利润的比重提升了9.2个百分点至20.5%。不过, 公司注重费用管控, 三费率同比下滑了3.2个百分点至5.6%。其中管理费用28.5亿元, 同比下降35.8%, 管理费用率下降了2.4个百分点至2.1%, 主要是因为计入其中的计提存货拨备减少所致, 从2022年的37.9亿元大幅减少至2023年的16.4亿元。公司未来业绩保障程度仍然较高, 截至2023年末, 公司预收账款1909亿元, 同比增长7.5%, 预收账款/营业收入仍然高达1.42X。
- 在手现金双位数增长; 公司始终保持合理的杠杆水平。**截至2023年末, 公司持有现金541.6亿元, 同比增长14.3%。公司有息负债799.1亿元, 同比下降10.6%, 有息负债规模有所压降。同时短债占比较小, 一年内到期的短期有息负债占比仅7.4%。截至2023年末, 公司净负债率为28.3%, 剔除预收账款后的资产负债率为61.5%, 同比分别下降了24.5、1.7个百分点, 现金短债比高达9.15X, 较2022年末提升了1.10X, 公司稳居“绿档”。
- 股权激励充分调动公司核心管理骨干的积极性。**公司连续三年发布股权激励计划, 1) 2021年3月公司向271名激励对象授予3530万股限制性股票, 授予价格为7.22港元/股。2) 2022年12月公司向670名激励对象授予1亿股限制性股票, 激励对象可以每股7.01港元的价格认购配发的股份。3) 2023年11月发布2023年限制性股票激励计划, 拟向不超过700名激励对象授予不超过5000万股股份, 激励对象可以每股8.80港元的价格认购配发的股份, 占公司总股本的2.71%。公司三次股份激励强度均较高, 第一次人均激励力度达94万港元, 第二次人均激励力度在105万港元, 第三次人均激励力度为63万港元。
- 公司顺利完成2023年销售目标增速; 销售回款率高达97.5%。**2023年公司销售金额1891亿元, 同比增长11.8%; 权益销售金额1380亿元, 同比增长13.5%, 销售权益比例73%, 同比提升了1个百分点, 权益销售面积666万平, 同比增长9.3%; 销售均价为2.07万元/平, 同比增长3.9%; 基本完成了年初制定的10%~20%的销售目标增速; 克而瑞销售排名第8, 较2022年排名上升了2位。从具体城市销量看, 厦门、上海、杭州、苏州、北京分别贡献了149.4、148.6、133.9、120.6、81.1亿元的销售金额, 以上五个城市销售额贡献度高达46%。公司2023年实现销售回款1843亿元, 同比增长13.6%, 以销售回款/销售金额作为销售回款率, 回款率高达97.5%, 较2022年提升了1.6个百分点。根据克而瑞, 2024年1-2月公司销售金额161亿元, 同比下降34.8%, 权益销售金额121亿元, 同比下降30.8%, 销售权益比例进一步提升至75%, 销售排名提升至第7。公司过去两年的销售规模的快速增长也带动了结转收入的稳定提升。2023年公司房地产开发业务收入1301.3亿元, 同比增长34.6%。
- 国资背书下, 资源、融资等方面的优势也使得公司对优质地块的选择上, 更具主动权, 拿地仍具韧性。**根据中指院, 2023年公司拿地金额888亿元, 同比增长8%, 拿地强度(拿地金额/销售金额)为47%, 同比下降2个百分点。截至2023年末, 公司土地储备1552万平, 同比下降4.2%, 其中上海、无锡、苏州、贵阳、南昌、长沙以上六个城市占比32%。
- 多元业务规模持续扩大。1) 商业资产管理:**2023年物业租赁租金收入8087.7万元, 同比增长22.5%。2) **项目运营管理服务(代建):**业务初具规模, 2023年建设管理服务及代建服务收入11.5亿元, 同比增长8.1%。3) **物业管理:**2023年来自物业管理服务的收入为26.0亿元, 同比大幅增加56.8%。截至2023年末, 建发物业(建发国际和建发房产分别为公司第一、二大股东, 持股比例分别为37.7%、22.3%)合约建筑面积约1.02亿平, 同比增长12.4%。

投资建议与盈利预测:

- 公司充分享受国母公司的支持, 注重市场激励, 销售拿地均具备一定韧性。**公司在长期发展过程中保持了高度的战略定力, 坚持一二线及一二线延伸的周边核心城市的布局, 也为未来高质量发展奠定良好的基础。考虑到当前行业销售持续低迷, 我们下调2024-2025年盈利预测。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为1558/1691/1871亿元, 同比增速分别为16%/9%/11%; 归母净利润分别为53/61/70亿元, 同比增速分别为6%/14%/15%; 对应EPS分别为2.81/3.20/3.68元。当前股价对应的PE分别为4.6X/4.0X/3.5X。不过, 考虑到公司营收、业绩、在手现金仍能保持增长, 同时, 销售与拿地具备一定韧性, 我们仍然维持**买入**评级。

评级面临的主要风险:

- 销售与结算不及预期:** 房地产调控超预期收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

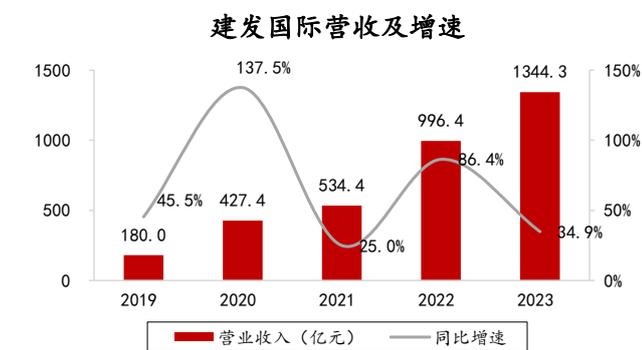
投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币 百万)	99,651.63	134,434.27	155,785.79	169,057.68	187,144.70
变动(%)	86.38	34.90	15.88	8.52	10.70
归母净利润(人民币 百万)	4,933.97	5,034.71	5,328.09	6,066.00	6,968.24
全面摊薄每股收益(人民币)	2.60	2.66	2.81	3.20	3.68
变动(%)	40.30	2.04	5.83	13.85	14.87
原先预测摊薄每股收益(人民币)			4.47	6.07	
调整幅度(%)			(37.12)	(47.28)	
全面摊薄市盈率(倍)	4.96	4.86	4.59	4.03	3.51

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

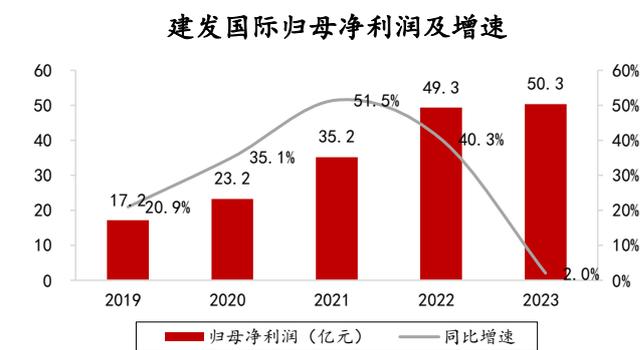
附录：

图表 1. 2023 年建发国际实现营业总收入 1344.3 亿元，同比增长 34.9%



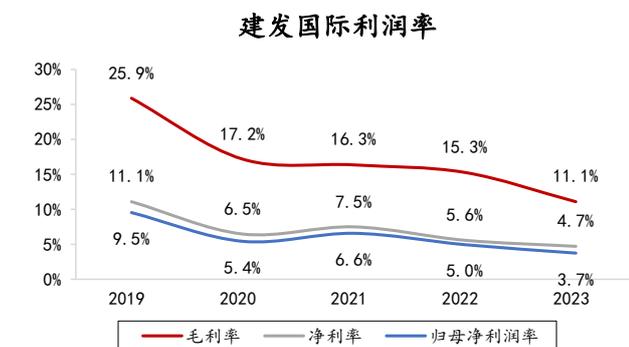
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023 年建发国际实现归母净利润 50.3 亿元，同比增长 2.0%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023 年建发国际毛利率、净利率、归母净利润率分别为 11.1%、4.7%、3.7%



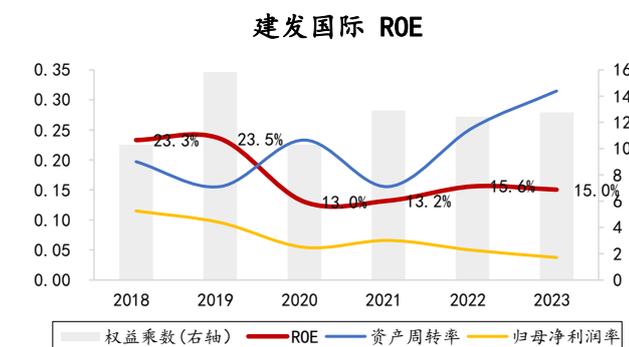
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 截至 2023 年末，建发国际业绩保障倍数为 1.42X



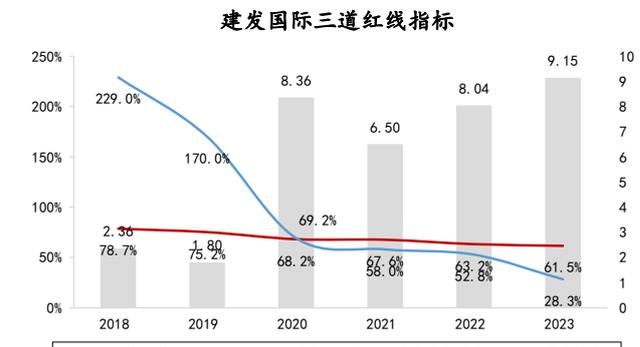
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2023 年建发国际 ROE 为 15.0%，同比下降 0.6 个百分点



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 截至 2023 年末，建发国际剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 61.5%、28.3%、9.15X



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 截至 2023 年末, 建发国际有息负债 799 亿元, 同比下降 10.6%



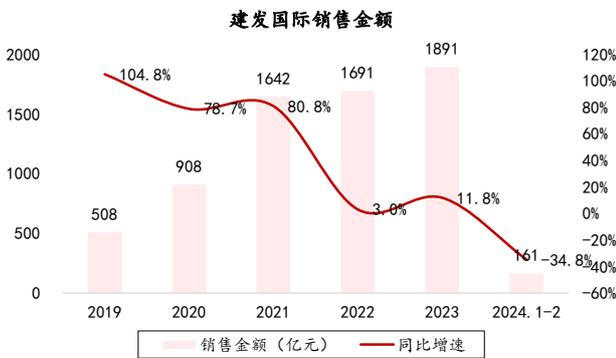
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 8. 截至 2023 年末, 建发国际货币资金 542 亿元, 同比增长 14.3%



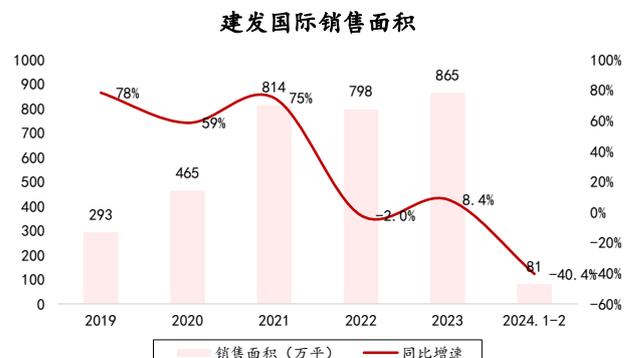
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 9. 2023 年建发国际实现销售金额 1891 亿元, 同比增长 11.8%



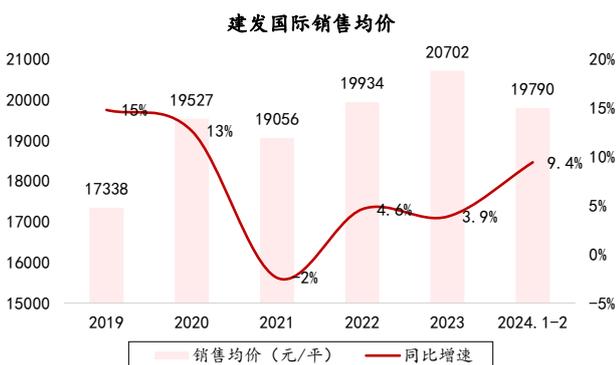
资料来源: 公司公告, 克而瑞, 中银证券

图表 10. 2023 年建发国际销售面积 865 万平, 同比增长 8.4%



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 中银证券

图表 11. 2023 年建发国际销售均价 2.07 万元/平, 同比增长 3.9%



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 中银证券

图表 12. 2023 年建发国际权益销售金额 1380 亿元, 同比增长 13.5%



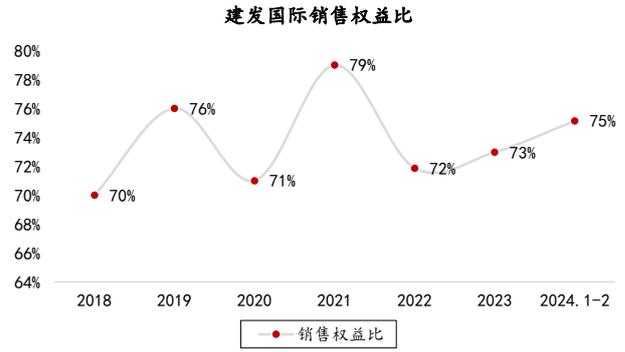
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 13. 2023 年建发国际权益销售面积 666 万平, 同比增长 9.3%



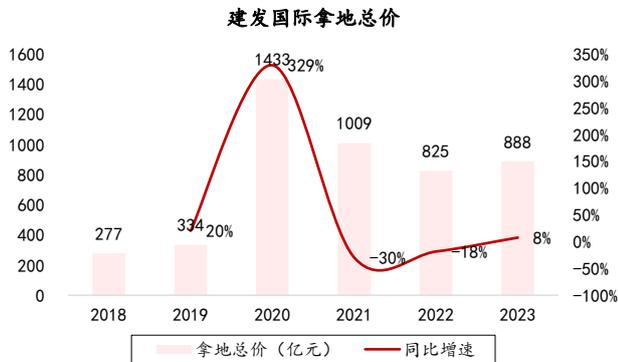
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 14. 2023 年建发国际销售权益比例为 73%, 同比提升 1 个百分点



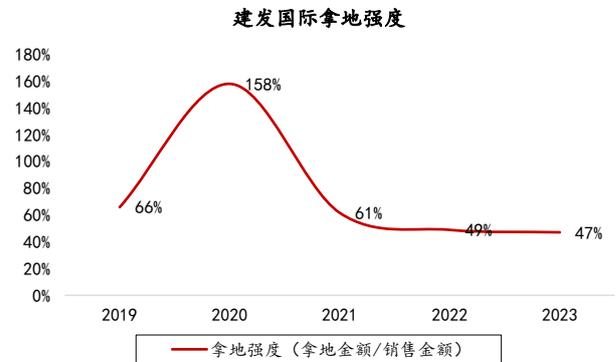
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 15. 2023 年建发国际拿地总价 888 亿元, 同比增长 8%



资料来源: 公司公告, 中指院, 中银证券

图表 16. 2023 年建发国际拿地强度为 47%



资料来源: 公司公告, 中指院, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	99651.63	134434.27	155785.79	169057.68	187144.70
营业成本	84416.09	119513.52	139424.05	151301.97	166927.97
经营费用	8006.23	7159.41	7667.72	8212.13	8795.19
息税折旧前利润	7348.36	7835.42	8768.09	9623.61	11507.25
折旧及摊销	119.04	0.00	74.07	80.03	85.71
经营利润(息税前利润)	7229.31	7835.42	8694.02	9543.58	11421.54
净利息收入/(费用)	-96.30	648.85	354.02	913.97	1102.91
其他收益/(损失)	-412.89	-294.44	-176.66	-106.00	-63.60
税前利润	8485.10	8582.71	9514.45	11631.83	13825.87
所得税	2923.19	2247.48	2854.33	3489.55	4147.76
净利润	5561.90	6335.23	6660.11	8142.28	9678.11
少数股东损益	627.94	1300.51	1332.02	2076.28	2709.87
归母净利润	4933.97	5034.71	5328.09	6066.00	6968.24
每股收益(人民币)	2.60	2.66	2.81	3.20	3.68
每股股息(人民币)	0.00	1.95	1.95	1.95	1.95
收入增长(%)	86.44%	34.92%	15.88%	8.52%	10.70%
息税前利润增长(%)	37.90%	7.36%	12.02%	9.77%	19.68%
息税折旧前利润增长(%)	38.36%	6.63%	11.90%	9.76%	19.57%
净利润增长(%)	38.72%	13.90%	5.13%	22.25%	18.86%
归母净利润增长(%)	40.30%	2.04%	5.83%	13.85%	14.87%

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	86.38	34.90	15.88	8.52	10.70
盈利能力					
息税前利润率(%)	7.25	5.83	5.58	5.65	6.10
毛利率(%)	16.35	15.30	16.50	16.80	16.80
归母净利润率(%)	4.95	3.75	3.42	3.59	3.72
ROE(%)	15.60	15.05	13.74	13.52	13.45
偿债能力					
资产负债率	79.82	78.72	78.65	78.59	78.68
营运能力					
资产周转率	0.25	0.31	0.34	0.34	0.35
存货周转率	0.33	0.44	0.49	0.49	0.49
费用率					
销售费用率(%)	2.72	2.65	2.96	2.92	2.83
管理费用率(%)	0.81	3.30	1.96	1.93	1.87
财务费用率(%)	0.61	0.60	0.27	0.26	0.25
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.60	2.66	2.81	3.20	3.68
每股净资产(最新摊薄)	41.90	47.97	51.48	55.78	60.89
估值比率					
PE(最新摊薄)	4.96	4.86	4.59	4.03	3.51

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	47367.88	54161.32	56448.59	59418.82	64818.86
应收账款	1341.19	2558.26	2964.57	3217.13	3561.33
存货	256688.81	269330.65	282868.80	306757.89	337929.16
其他流动资产	4910.38	1852.79	2147.07	2329.98	2579.26
流动资产总计	362691.30	391260.44	417849.32	451398.99	497088.02
固定资产	347.19	390.97	424.33	456.36	487.11
无形资产	937.60	1088.60	1181.17	1269.11	1352.66
其他非流动资产	5939.48	7119.58	7831.54	8614.69	7753.22
非流动资产合计	30771.87	36017.07	39254.96	42558.08	44210.91
总资产	393463.17	427277.51	457104.28	493957.07	541298.92
应付账款	18570.23	26851.28	31324.62	33993.25	37503.96
短期债务	5890.23	5922.01	5329.80	4796.82	4317.14
其他流动负债	199078.51	222618.45	233671.60	246816.63	265737.37
流动负债总计	229533.51	260860.46	285877.67	316423.78	355906.69
长期借款	83447.73	73983.68	71983.68	69983.68	67983.68
其他长期负债	1061.44	1494.50	1643.95	1808.35	1989.18
股本	148.69	163.15	163.15	163.15	163.15
储备	31589.24	33293.33	38621.42	44687.42	51655.66
股东权益	79420.49	90938.87	97598.98	105741.26	115419.37
少数股东权益	47783.27	57482.39	58814.41	60890.69	63600.57
总负债及权益	393463.17	427277.51	457104.28	493957.07	541298.92
每股净资产(人民币)	41.90	47.97	51.48	55.78	60.89
每股有形资产(人民币)	18.31	20.62	22.38	24.07	25.70

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371