

01908.HK

买入

原评级：买入

市场价格：港币 15.74

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	31.2	7.4	27.3	22.2
相对恒生指数	10.4	6.5	7.2	(18.3)

发行股数 (百万)	2,017.18
流通股 (百万)	2,017.18
总市值 (港币 百万)	31,750.38
3 个月日均交易额 (港币 百万)	37.56
主要股东持股比例 (%)	
益能国际有限公司	55.22

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 3 月 21 日收市价为标准

相关研究报告

《建发国际集团：营收业绩持续正增长，在手现金实现双位数增长》20240326

《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

销售稳居行业前十，拿地仍具韧性

■ 销售稳居行业前十，销售权益比例稳步提升。根据克而瑞，2024 年公司销售金额 1335 亿元，同比下降 29.4%，销售排名行业第 7，较 2023 年提升了 1 位；销售面积 611 万平，同比下降 29.3%。根据公司公告，2024 年公司实现权益销售金额 1034 亿元，同比下降 25.1%；权益销售面积 505 万平，同比下降 24.3%；销售均价 2.05 万元/平，同比下降 1.1%；销售权益比例为 77%，同比提升 4 个百分点。根据克而瑞，2025 年 1-2 月公司销售金额 185 亿元，同比增长 15.3%，销售排名进一步提升至第 6；销售面积 75 万平，同比下降 8.0%；销售均价 2.48 万元/平，同比增长 25.4%；销售权益比例进一步提升至 78%。

■ 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。根据克而瑞，2024 年公司拿地金额 530 亿元，同比下降 40%，拿地金额排名行业第 6，拿地强度（拿地金额/销售金额）为 40%，同比虽然下降 7 个百分点，但仍然较高。2025 年 1-2 月公司拿地金额 101 亿元，拿地强度提升至 55%。截至 2024 年 6 月末，公司土地储备 1445 万平，较 2023 年末下降 7%，其中杭州、上海、厦门、无锡、南昌、福州以上六个城市占比 36%。

■ 公司融资渠道畅通，到期债务压力可控。2024 年公司发行 52.55 亿元国内债券（包括 4 只一般公司债、3 只一般中期票据），平均发行利率 2.78%，2025 年 1-2 月公司发行了 3 只一般中期票据，合计 21.0 亿元，平均发行利率 2.78%。2025、2026、2027 年公司到期债券规模分别为 47.1、35.1、12.0 亿元。

投资建议与盈利预测：

■ 公司充分享受国企母公司的支持，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。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 5% / 14% / 15%；对应 EPS 分别为 2.63 / 3.01 / 3.45 元。当前股价对应的 PE 分别为 5.6X / 4.9X / 4.2X。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。

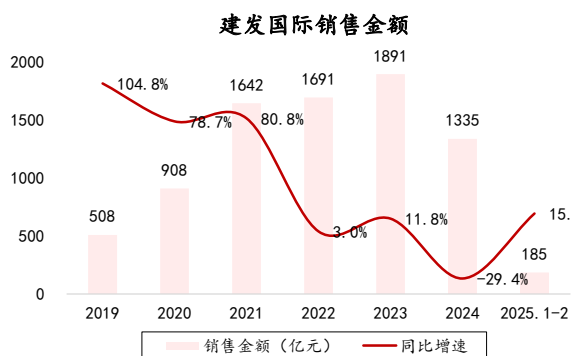
投资摘要

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	187,144.71
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	5,311.06	6,066.00	6,968.24
全面摊薄每股收益 (人民币)	2.45	2.50	2.63	3.01	3.45
变动 (%)	40.30	2.04	5.49	14.21	14.87
全面摊薄市盈率(倍)	5.98	5.86	5.56	4.87	4.24

资料来源：公司公告，中银证券预测

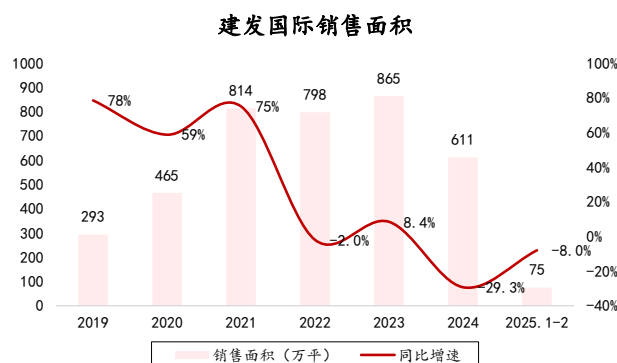
附录：

图表 1. 2024 年建发国际实现销售金额 1335 亿元，同比下降 29.4%



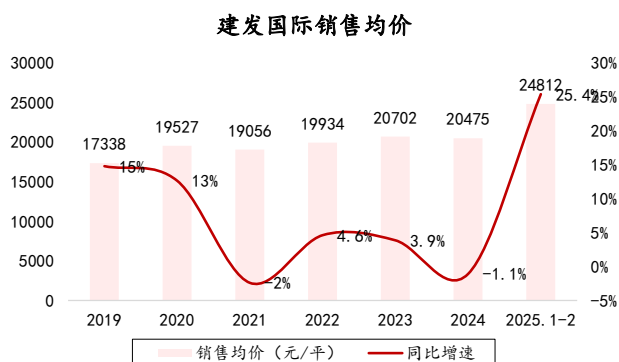
资料来源：公司公告，克而瑞，中银证券

图表 2. 2024 年建发国际销售面积 611 万平，同比下降 29.3%



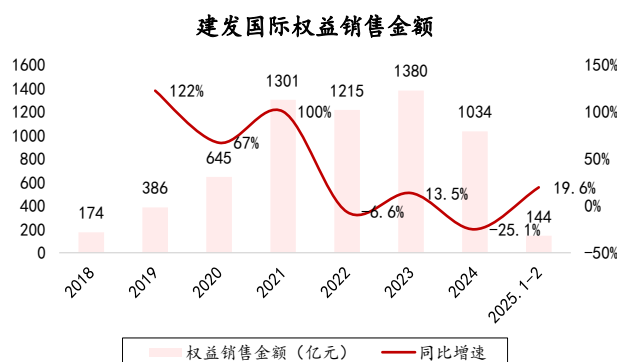
资料来源：公司公告，克而瑞，中银证券

图表 3. 2024 年建发国际销售均价 2.05 万元/平，同比下降 1.1%



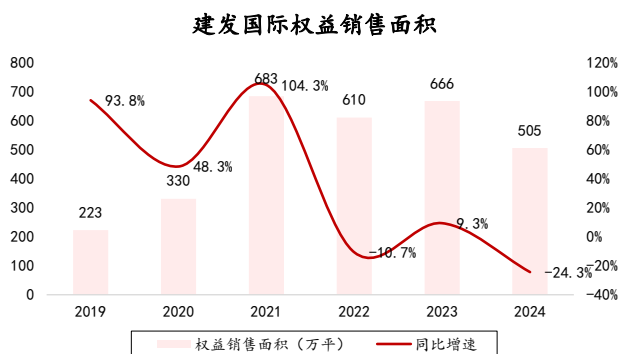
资料来源：公司公告，克而瑞，中银证券

图表 4. 2024 年建发国际权益销售金额 1034 亿元，同比下降 25.1%



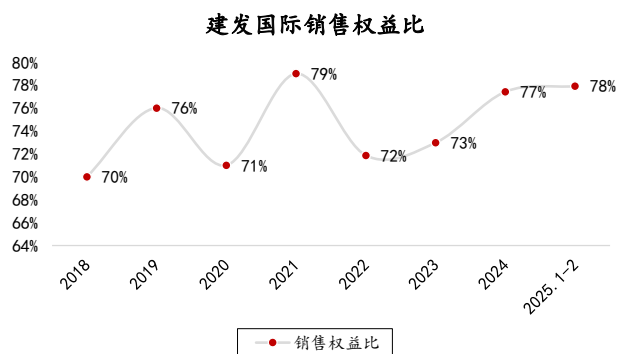
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2024 年建发国际权益销售面积 505 万平，同比下降 24.3%



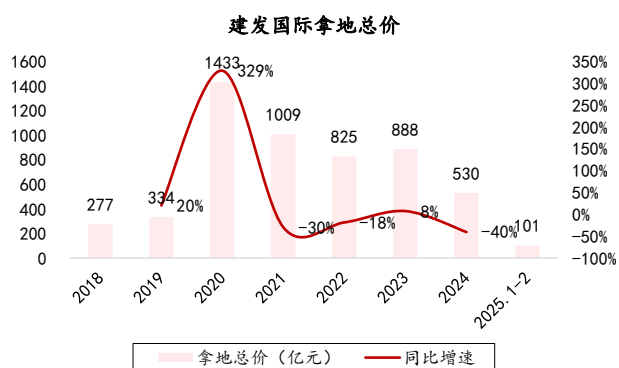
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2024 年建发国际销售权益比例为 77%，同比提升 4 个百分点



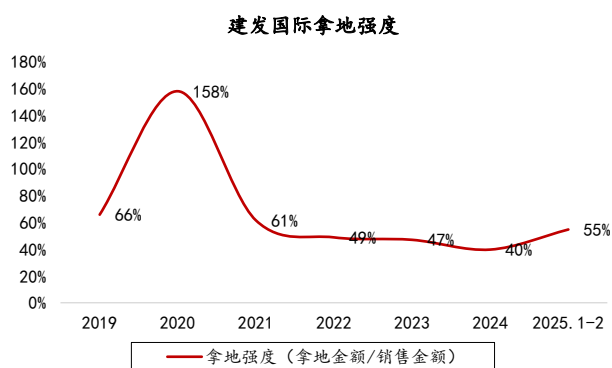
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2024 年建发国际拿地总价 530 亿元, 同比下降 40%



资料来源: 公司公告, 中指院, 中银证券

图表 8. 2024 年建发国际拿地强度为 40%



资料来源: 公司公告, 中指院, 中银证券

损益表(人民币 百万)						财务指标					
年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E	年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	99651.63	134434.27	155785.79	169057.68	187144.71	成长能力					
营业成本	84416.09	119513.52	139424.06	151301.98	166927.98	营业总收入增长率(%)	86.38	34.90	15.88	8.52	10.70
经营费用	8006.23	7159.41	7667.72	8212.13	8795.19	盈利能力					
息税折旧前利润	7348.36	7912.22	8760.88	9616.77	11500.74	息税前利润率(%)	7.25	5.77	5.58	5.65	6.10
折旧及摊销	119.04	150.87	66.86	73.18	79.20	毛利率(%)	16.35	15.30	10.50	10.50	10.80
经营利润 (息税前利润)	7229.31	7761.35	8694.02	9543.58	11421.54	归母净利润率(%)	4.95	3.75	3.41	3.59	3.72
净利息收入/(费用)	-96.30	648.85	323.60	913.97	1102.91	ROE(%)	15.60	15.05	13.70	13.53	13.45
其他收益/(损失)	-412.89	-294.44	-176.66	-106.00	-63.60	偿债能力					
税前利润	8485.10	8582.71	9484.03	11631.83	13825.88	资产负债率(%)	79.82	78.72	78.93	78.99	79.15
所得税	2923.19	2247.48	2845.21	3489.55	4147.76	营运能力					
净利润	5561.90	6335.23	6638.82	8142.28	9678.11	资产周转率	0.25	0.31	0.34	0.34	0.34
少数股东损益	627.94	1300.51	1327.76	2076.28	2709.87	存货周转率	0.33	0.44	0.49	0.49	0.49
归母净利润	4933.97	5034.71	5311.06	6066.00	6968.24	费用率					
每股收益 (人民币)	2.45	2.50	2.63	3.01	3.45	销售费用率(%)	5.08	3.58	2.96	2.92	2.83
每股股息 (人民币)	0.00	1.95	1.95	1.95	1.95	管理费用率(%)	1.51	4.46	1.96	1.93	1.87
主营业务收入增长	86.44%	34.92%	15.88%	8.52%	10.70%	财务费用率(%)	1.14	0.80	0.27	0.26	0.25
息税前利润增长	37.90%	7.36%	12.02%	9.77%	19.68%	每股指标(元)					
息税折旧前利润增长	38.36%	7.67%	10.73%	9.77%	19.59%	每股收益(最新摊薄)	2.45	2.50	2.63	3.01	3.45
净利润增长	38.72%	13.90%	4.79%	22.65%	18.86%	每股净资产 (人民币)	39.37	45.08	48.37	52.41	57.21
归母净利润增长	40.30%	2.04%	5.49%	14.21%	14.87%	估值比率					
						P/E(最新摊薄)	5.98	5.86	5.56	4.87	4.24

资料来源：公司公告，中银证券预测

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	51119.52	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	423932.92	460524.39	509255.22
固定资产	347.19	390.97	424.33	456.36	487.11
无形资产	937.60	944.41	1044.19	1138.98	1229.03
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	39262.17	42572.14	44231.47
总资产	393463.17	427277.51	463195.09	503096.53	553486.69
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	291989.77	325584.54	368115.75
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	33405.94	38716.99	44782.99	51751.23
股东权益	79420.49	90938.87	97577.69	105719.97	115398.08
少数股东权益	47783.27	57482.39	58810.15	60886.44	63596.31
总负债及权益	393463.17	427277.51	463195.09	503096.53	553486.69
每股净资产 (人民币)	39.37	45.08	48.37	52.41	57.21
每股有形资产 (人民币)	17.21	19.38	21.04	22.62	24.15

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得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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，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