

2025 年 03 月 28 日

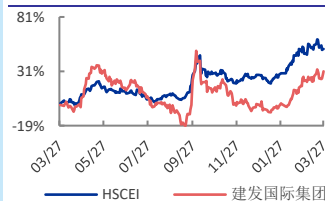
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 27 日

收盘价 (港币)	16.58
恒生中国企业指数	8677.68
52 周最高/最低 (港币)	19.58/10.06
H 股市值 (亿港元)	334.45
流通 H 股 (百万股)	2,017.18
汇率 (人民币/港币)	1.0835

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

联系人

陈鹏
(8621)23297818x
chenpeng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

建发国际集团 (01908)

——毛利率触底回升，核心城市积极拿地，新土储占比近八成

投资要点：

- **24 年归母净利润同比-4.6%、符合市场预期，毛利率触底回升、分红率维持 52%高位。**公司发布 2024 年业绩，2024 年，公司实现营收 1,429.9 亿元，同比+6.4%；其中分业务看，物业开发业务实现收入 1,386.2 亿元，同比+6.5%，占总营收比 97.0%；毛利 189.7 亿元，同比+27.2%；净利润 63.9 亿元，同比+0.9%；归母净利润 48.0 亿元，同比-4.6%，符合市场预期；基本每股收益 2.38 元，同比-8.8%。公司结算毛利率有所回升，公司 24 年毛利率 13.3%，同比+2.2pct，并自 2016 年以来首次结算毛利率回升；归母净利率 3.4%，同比-0.4pct；期间费率（销售、管理、财务费率）合计为 6.5%，同比+0.9pct，其中管理费用率 3.5%，同比+1.4%，源于计提存货减值所致。此外，公司所得税 44.9 亿元，同比+99.7%；少数股东损益 15.9 亿元，同比+22.0%。24 年，公司存货拨备余额 57.5 亿元，同比+30.6%。2024 年公司派付股息每股 1.2 港元，分红率维持 52%，股息率达 7.2%。
- **24 年销售额同比-29%，拿地强度 42%、一二线占 97%，22 年后新土储占比近八成。**公司公告，2024 年，公司实现全口径销售金额 1,335 亿元，同比-29.3%；权益销售金额 1,033.6 亿元，同比-25.1%，权益比 77%；权益销售面积 504.8 万平方米，同比-24.3%；行业景气度下滑导致公司销售规模出现回落。根据克而瑞榜单，建发房产销售排名第 7 位，较 23 年末继续提升 1 名；公司 24 年销售回款率 102%。24 年公司新增项目主要布局在杭州、厦门、武汉、上海、长沙等城市，拿地金额 556 亿元，同比-52%，拿地/销售金额比 42%，显著跑赢行业，拿地货值 1007 亿元。截至 24 年末，公司土储可售面积 1,243 万方，权益比例 77%；可售货值 2,210 亿元，公司后续仍有补土储诉求；从结构看，公司 22 年后拿地新土储占比近八成，预示着后续更强的销售弹性以及更好的盈利能力。
- **财务保持稳健，三条红线维持绿档，融资成本创新低，融资优势凸显。**公司公告，2024 年，公司剔除预收款后的资产负债率 59.5%、净负债率 31.8%、现金短债比 5.0 倍，财务保持稳健，三条红线维持绿档。当前在行业融资持续趋紧背景下，公司国企背景具备明显融资优势。报告期末，加权融资成本 3.56%，较 23 年末继续下降 0.19pct，融资成本持续优化。
- **投资分析意见：毛利率触底回升，核心城市积极拿地，新土储占比近八成，维持“买入”评级。**建发国际集团扎根福建，坚持高品质重点布局，是厦门国资委旗下地产开发平台，且管理层持股，管理架构完善；销售增速可观，兼具国企的稳健性与民企的灵活性；目前三条红线维持绿档，融资优势显著，助力逆境扩张，实现弯道超车。我们认为公司未来结算节奏会有所放缓，因此小幅下调公司 24-26 年归母净利润预测为 51、53 亿元（原值 56.4、61.4 亿元），新增 27 年预测为 59 亿元，考虑到公司土储优质、资金优势明显，现价对应 25 年 PE 分别为 6.6 倍，目前股息率达 7.2%，维持“买入”评级。
- **风险提示：结算利润率超预期下行，销售去化率不及预期。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	134,430	142,986	149,850	157,192	172,283
同比增长率 (%)	34.9	6.4	4.8	4.9	9.6
归母净利润 (百万元)	5,035	4,804	5,064	5,327	5,882
同比增长率 (%)	2.0	-4.6	5.4	5.2	10.4
每股收益 (元/股)	2.36	2.21	2.33	2.45	2.71
净资产收益率 (%)	15.0	12.8	12.6	12.4	12.9
市盈率	6.5	6.9	6.6	6.2	5.7
市净率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

附录 – 财务报表

表 1：利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	134,430	142,986	149,850	157,192	172,283
营业成本	119,514	124,014	129,770	135,971	148,852
销售费用	4,308	3,722	3,900	4,091	4,484
管理费用	2,851	4,980	5,245	5,502	6,030
财务费用	387	636	729	847	898
公允价值变动收益	(243)	(156)	(156)	(156)	(156)
投资收益	381	968	988	1,007	1,028
营业利润	7,761	10,271	10,935	11,628	12,916
营业外收支	826	608	533	435	404
利润总额	8,587	10,878	11,468	12,063	13,321
所得税	2,247	4,488	4,732	4,977	5,496
净利润	6,340	6,390	6,736	7,086	7,825
少数股东损益	1,301	1,586	1,672	1,759	1,942
归属母公司净利润	5,035	4,804	5,064	5,327	5,882

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	51,120	57,259	67,682	77,079	73,486
应收账款及票据	65,916	72,780	76,273	80,010	87,691
存货	269,331	245,003	247,252	251,508	275,652
其他流动资产	4,895	2,343	2,127	2,228	2,439
流动资产合计	391,260	377,385	393,334	410,825	439,270
固定资产	391	512	594	676	771
长期股权投资	356	271	271	271	271
投资性房地产	1,668	2,778	3,056	3,209	3,369
土地使用权	144	0	0	0	0
其他非流动资产	33,458	31,537	32,000	33,568	36,790
非流动资产合计	36,017	35,098	35,921	37,724	41,202
资产合计	427,278	412,483	429,254	448,549	480,472
短期借款	5,922	6,125	6,409	6,715	7,351
应付账款	26,851	25,851	25,954	27,194	29,770
应交税金	5,469	5,351	4,856	5,088	5,570
其他流动负债	222,618	193,818	203,067	212,973	233,371
流动负债合计	260,860	231,145	240,286	251,971	276,063
长期借款	73,984	78,375	82,547	86,510	90,275
其他非流动负债	1,495	459	480	503	551
非流动负债合计	75,478	78,834	83,027	87,013	90,825
负债合计	336,339	309,978	323,312	338,984	366,888

归属母公司所有者权益	33,456	37,560	40,105	42,790	45,772
少数股东权益	57,482	64,945	65,837	66,775	67,811
所有者权益合计	90,939	102,505	105,942	109,565	113,583
负债和股东权益	427,278	412,483	429,254	448,549	480,472

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,340	6,390	6,736	7,086	7,825
折旧与摊销	46	0	0	0	0
营运资本变动	(7,042)	16,784	5,363	4,261	1,177
其他经营活动现金流	248	(177)	(103)	(4)	26
经营活动产生的现金流量	(408)	22,998	11,997	11,343	9,028
资本性支出	88	242	247	165	203
其他投资活动现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(448)	(1,351)	(525)	(317)	(363)
债务增加	14,541	(25,242)	13,726	14,199	24,846
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	2,233	2,242	0	0	0
其他筹资活动现金流	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流	4,623	(12,955)	(833)	(1,730)	(12,468)
现金及现金等价物净增加额	3,752	6,140	10,423	9,397	(3,593)
现金及现金等价物期末余额	51,747	57,887	68,310	77,707	74,114

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。