



品质出众动力充足，模式价值释放在即

——建发国际集团首次覆盖报告

公司是品质出众的厦门国有房企，其围绕海西及长三角等都市圈的布局能够充分享受核心城市发展红利，近年来的高速增长也验证了公司拿地模式的成熟性。管理层高比例持股也使得公司兼具国企优势与市场化机制的灵活性，依托顺畅激励体系和当前合适规模基数，公司具备保持远快于同侪增速的能力与动力。我们认为，城市布局、拿地模式及产品优势将支撑公司未来持续快速增长；当前显著快于同业的销售增速、具备吸引力的估值和股息率水平使得公司在同业中具备一定独特性，公司价值有望随市场认可度提升而逐步释放。

前瞻性都市圈布局与充沛可售资源带来显著高于同业销售增速。公司多年来深耕海西及长三角等区域核心城市，截至2019年末1620亿可售货值中约32%位于福建南（厦门等），27%位于华东（苏州、无锡等），16%位于华南（广东等），一、二线占比分别达5%和71%。得益于布局与资源优势，公司2018/19年销售金额增速达145.2%/104.8%，远快于TOP100整体的36.6%和16.0%。公司2020H1销售额同比增速高达52.9%，疫情之下更加凸显成长性优势。

出色品牌口碑与多元拿地渠道将有效支撑公司成长性与盈利能力。公司目前已形成了招拍挂、品牌合作、收并购及大股东联动等多元拿地方式；特别的，独特资源背景和出色品牌力使得公司拥有较多合作机会（尤其与地方国企合作），实现资源共享与优势互补。2019年，公司新增货值/当年销售额达1.9倍（2018：3.6倍），新增土储货地比2.3倍（2018：2.0倍），新拿地成本约7508元/平（当年销售均价：17317元/平），期末可售货值达1620亿元（+35%），能够保障未来整体增速及盈利能力。另外，集团在城市更新与产业布局方面深耕多年，与股东的一二级联动及产业勾地或成未来公司土储重要潜在增益。

营收业绩稳步增长，财务状况持续改善。2019年，公司实现营收180.0亿元（+45.5%）；归母净利润17.2亿元（+21.0%），整体业绩稳健增长。现金流及融资方面，公司截至2019年末货币资金达115.6亿元（+154.3%）；整体有息负债中一年以上到期占比约82%，货币资金对短期债务覆盖倍数也由2018年末的1.20倍提升至2019年末的1.44倍，而融资成本及净负债率分别下降0.3pct和66pct至5.4%和176%，在规模快速增长的同时实现财务状况持续优化。

估值与股息率具吸引力，首次覆盖给予“买入”评级。预测公司2020-2022年EPS分别为人民币1.90元、2.48元和3.20元，同比增长31.7%、31.0%和28.8%。公司2019年维持了较高派息率，最新股息率超6%，另外可转债悉数转换也降低了潜在不确定性。考虑到公司的高成长性与性价比，给予35%目标NAV折让，目标价16.3港元，对应2020年7.8倍PE，较现价空间达24%。

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。

建发国际集团
(1908.HK)

买入

(首次)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3700 7094

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,779	12,371	17,995	23,495	30,535	38,870
(+/-)%	4490.5%	158.9%	45.5%	30.6%	30.0%	27.3%
毛利润	1,591	4,115	4,653	6,331	8,257	10,560
核心净利润	514	1,394	1,694	2,231	2,922	3,763
(+/-)%	-	171.0%	21.6%	31.7%	31.0%	28.8%
核心 PE	27.14	10.02	8.24	6.26	4.78	3.71
PB	4.83	2.29	1.91	1.58	1.28	1.03



目录

核心观点	4
1. 起家厦门品质出众，股权稳定激励协同	6
2. 深耕核心城市，享受发展红利	8
2.1 深耕海西及长三角，区域销售贡献近九成	8
2.2 拿地聚焦核心城市，充分享受发展红利	9
2.3 产品品质口碑出众，顺应需求支撑发展	12
3. 拿地方式丰富多元，控制成本有效拓储	14
4. 销售业绩快速增长，规模扩张财务改善	17
4.1 营收利润稳步增长，模式优势持续兑现	17
4.2 成本费用控制得当，盈利能力保持稳健	18
4.3 控股股东实力强劲，融资支持助力发展	19
4.4 审慎管控融资现金，财务状况持续优化	19
5. 估值与投资建议	21
6. 风险提示	21

图表目录

图 1：本文核心逻辑图，公司充足经营动力与特色拿地渠道能够支撑未来超越同侪增长速度	4
图 2：物业销售仍为公司最主要收入来源	6
图 3：公司股权结构稳定，大股东实力强大且资源丰富	7
图 4：公司福建南及华东区域销售金额占比较高	8
图 5：公司销售主要分布于国内一二线城市	8
图 6：东南沿海及中西部核心城市人口流入强度较大	10
图 7：公司土储货值集中于重点都市圈	11
图 8：公司土地储备货值中一二线城市占比较高	11
图 9：厦门武地&建发·央著获 WLA 世界景观协会 2019 年居住类一等奖	13
图 10：公司布局城市与项目数量快速增加	14
图 11：多元拿地渠道使得公司土储面积大幅增长	14



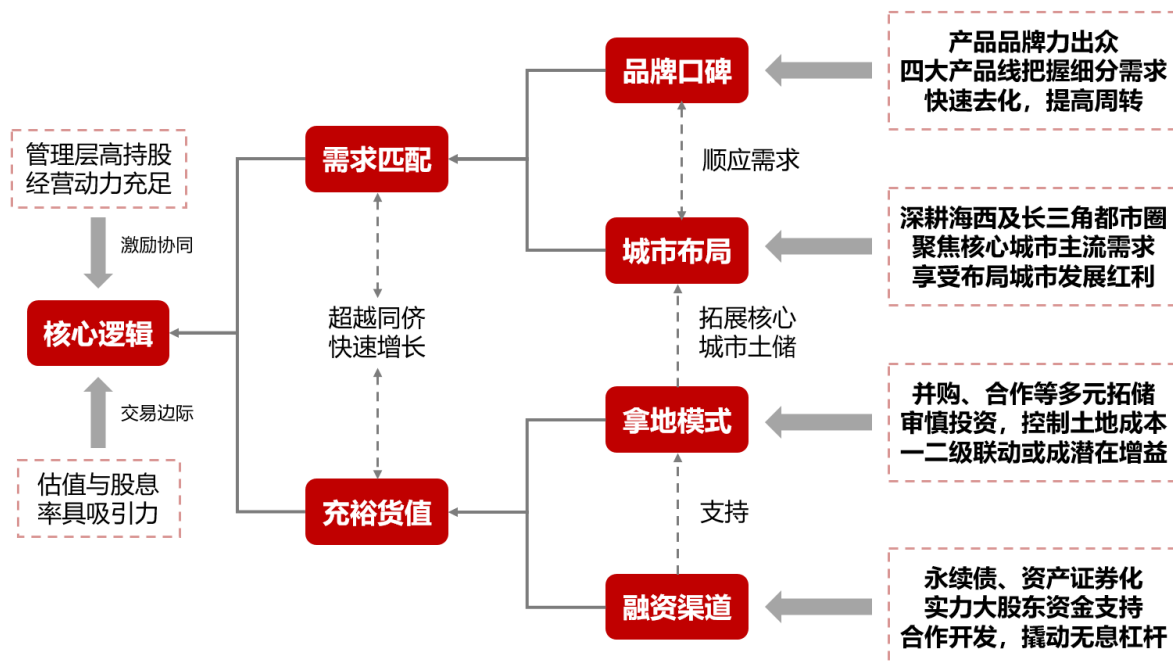
图 12: 集团旗下产业资源丰富, 一二级联动与产业拿地或成未来重要潜在土储来源.....	15
图 13: 公司 2019 年拿地仍集中于核心城市.....	16
图 14: 充沛可售货值将有效支撑公司未来增长.....	16
图 15: 公司 2019 年销售增速显著领先同业上市房企.....	16
图 16: 公司近年来销售面积快速增长.....	16
图 17: 受益于良好销售情况, 公司近年营收快速增长.....	17
图 18: 公司 2019 年毛利稳步增长.....	17
图 19: 公司归母净利润近年来持续较快增长.....	17
图 20: 公司 2019 年扣非净利润同比增长 20.6%.....	17
图 21: 公司 2019 年毛利率有所下滑.....	18
图 22: 成本控制得当, 公司三费率整体保持稳定.....	18
图 23: 公司 2019 年扣非归母净利率有所下滑.....	18
图 24: 公司 ROE 仍维持在 25% 以上的较高水平.....	18
图 25: 回款情况良好, 公司货币资金总额快速上升.....	19
图 26: 公司一年以上到期债务占比较高.....	19
图 27: 公司金融机构借款中一年以上到期占比较高.....	20
图 28: 公司货币资金对短期债务覆盖较为充足.....	20
图 29: 公司净资产总额近年来快速上升.....	20
图 30: 公司净负债率大幅下降.....	20
表 1: 公司战略深耕核心城市, 厦门、福州、苏州、无锡等销售占比较高.....	9
表 2: 公司土地储备集中于海西、长三角、华南及中部核心城市.....	12
表 3: 建发国际集团 NAV 约 25.15 港元/股.....	21



核心观点

公司是品质出众的厦门国有房企，其围绕海西及长三角等都市圈的布局能够充分享受核心城市发展红利，近年来的高速增长也验证了公司拿地模式的成熟性。管理层高比例持股也使得公司兼具国企优势与市场化机制的灵活性，在顺畅的激励体系下，公司具备保持远快于同侪增速的能力与动力。我们认为，城市布局、拿地模式及产品优势将支撑公司未来持续快速增长；当前显著快于同业的销售增速、具备吸引力的估值和股息率水平使得公司在同业中具备一定独特性，公司价值有望随市场认可度提升而逐步释放。

图 1：本文核心逻辑图，公司充足经营动力与特色拿地渠道能够支撑未来超越同侪增长速度



数据来源：中达证券研究

- 1) **管理层高持股促激励协同，充足经营动力撑高速增长。**截至 2019 年末，建发房产管理层持股比例达 5.13%，管理层高比例持股使得公司兼具国企优势与市场化机制的灵活性。依托激励上的一致性与机制上的灵活性，以及当前合适的规模基数，公司具备保持远快于同侪增速的能力与动力。
- 2) **前瞻性都市圈布局与充沛可售资源带来显著高于同业销售增速。**公司多年来深耕海西及长三角等区域核心城市，截至 2019 年末 1620 亿可售货值中约 32%位于福建南区域（厦门等），27%位于华东区域（苏州、无锡等），16%位于华南区域（深圳、广州等），一、二线城市占比分别达 5%和 71%，



城市能级整体较高。得益于布局与资源优势，公司 2018/19 年销售金额增速达 145.2%/104.8%，远快于 TOP100 整体的 36.6%和 16.0%。公司 2020 年上半年销售额同比增速高达 52.9%，疫情之下更加凸显成长性优势。

- 3) **出色品牌口碑与多元拿地渠道将有效支撑公司成长性与盈利能力。**经过多年发展，公司已形成了招拍挂、品牌合作、收并购及大股东联动等多元拿地方式。特别的，独特的资源背景和出色的品牌力使得公司拥有较多的合作机会（尤其与地方国企的合作），实现资源共享与优势互补；凭借较强的开发能力和品牌效应，公司所合作项目多数为建发操盘。2019 年，公司新获土储货值约 963 亿元，新增货值/当年销售额达 1.9 倍（2018: 3.6 倍），新增土储货地比约 2.3 倍（2018: 2.0 倍），新拿地成本约 7508 元/平（当年销售均价：17317 元/平），期末可售货值达 1620 亿元（+35%），能够保障未来整体增速及盈利能力。另外，集团在城市更新与产业布局方面深耕多年，与股东的一二级联动及产业勾地或成未来公司土储重要潜在增益。
- 4) **营收业绩稳步增长，财务状况持续改善。**受益于前期良好的销售状况，公司 2019 年实现营收 180.0 亿元，同比增长 45.5%；归母净利润 17.2 亿元，同比增长 21.0%，整体业绩稳健增长。现金流及融资方面，公司截至 2019 年末货币资金达 115.6 亿元，同比大增 154.3%；整体有息负债中一年以上到期占比较高，货币资金对短期债务覆盖倍数也由 2018 年末的 1.20 倍提升至 2019 年末的 1.44 倍，而融资成本及净负债率分别下降 0.3 个百分点和 66 个百分点至 5.4%和 176%，在规模快速增长的同时实现财务状况持续优化。
- 5) **估值与股息率具吸引力，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 16.3 港元。**预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币 1.90 元、2.48 元和 3.20 元，同比增长 31.7%、31.0%和 28.8%。公司 2019 年维持了较高派息率，最新股息率超 6%，另外可转债悉数转换也降低了潜在不确定性。考虑到公司的高成长性与性价比，给予 35% 目标 NAV 折让，目标价 16.3 港元，对应 2020 年 7.8 倍 PE，较现价空间达 24%。（最新股价为 7 月 10 日收盘价）



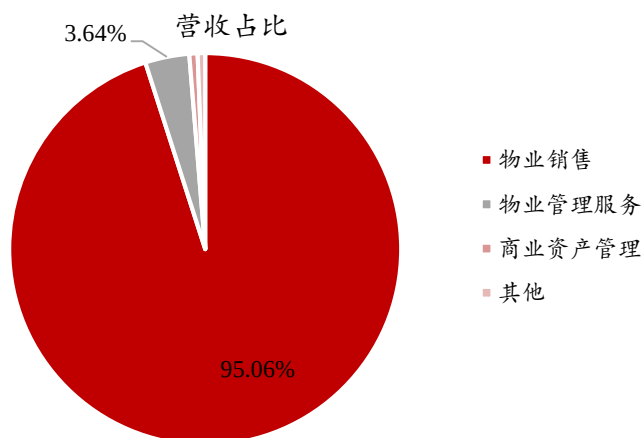
1. 起家厦门品质出众，股权稳定激励协同

公司是世界 500 强厦门建发集团成员企业，2019 年销售规模达 508 亿元。厦门建发集团为厦门国有企业，位列 2019 年《财富》世界 500 强第 277 位；公司控股股东建发房产为中国房地产 50 强。建发国际集团于 2014 年成功登陆香港资本市场；经过多年发展，公司已成功布局福建南、华东、华南、华中和福建北五大区域，2019 年末可售土储货值达约 1620 亿元。2019 年公司合约销售金额首破 500 亿元，达 508 亿元，同比大幅增长约 105%。

深耕海西及长三角重点城市，布局聚焦核心都市圈。公司起家于福建厦门区域，在不断增加福建区域覆盖面的同时，近年来持续加大了对核心都市圈的外拓力度。目前，公司已成功布局福建南、华东、华南、华中和福建北五大区域，所进入城市多为核心一二线城市及都市圈三四线城市。截至 2019 年末，公司可售货值中一线和二线城市占比分别为 5% 和 71%。优质布局使得公司能够充分享受核心城市发展红利。

产品品质出众，拿地方式多元。住宅开发是公司目前核心主业。在产品打造方面，公司聚焦新中式产品研发，成功打造“1+3”产品系列，旗下多个系列项目获得了国内外地产行业设计大奖，如公司福州建发·央著等 6 个项目获 2019 “地产设计大奖”优秀奖等。在拿地方面，除传统的招拍挂外，公司也积极通过收并购、与各类型企业合作等大力拓展优质土地储备；特别的，公司也借助其特殊的背景优势与众多合作方形成资源共享和优势互补。2019 年公司共获取土地达 40 宗，对应总可售货值 963 亿元，远高于公司 2019 年 508 亿元的合约销售金额，能有效支撑未来销售增长。

图 2：物业销售仍为公司最主要收入来源

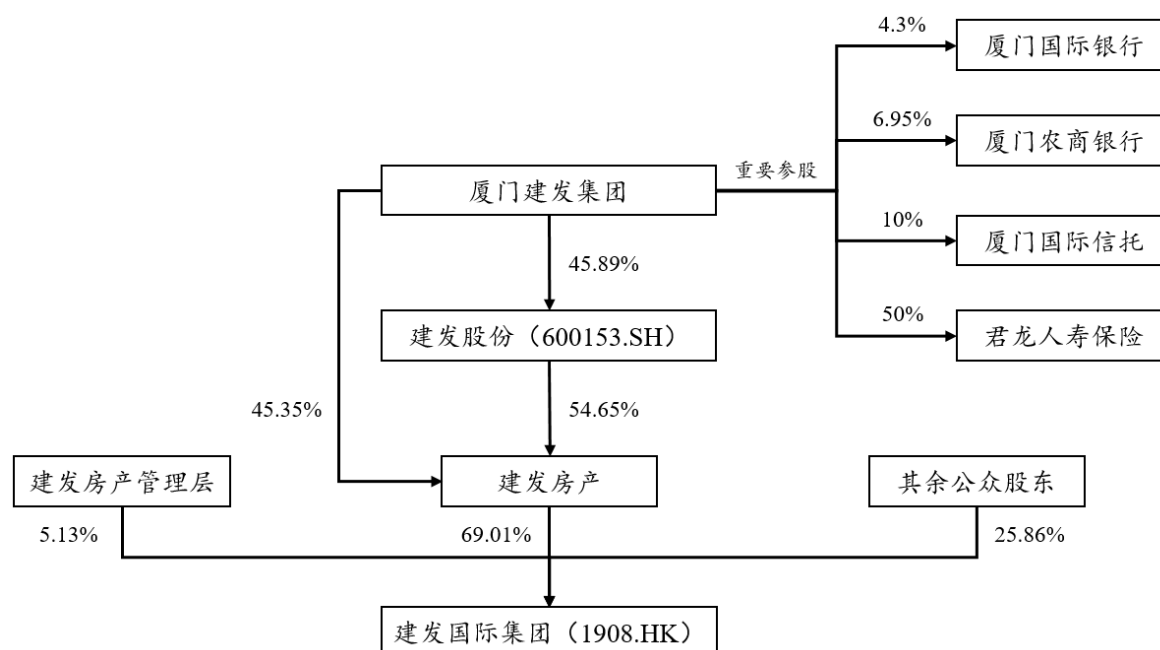


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年数据



股权结构稳定，股东资源丰富。截至 2019 年末，建发房产直接持有建发国际集团（1908.HK）69.01%的股份。厦门建发集团持有 A 股上市公司建发股份（600153.SH）45.89%的股份，而建发股份持有建发房产约 54.65%的股份；另外，厦门建发集团直接持有建发房产约 45.35%的股份。除建发房产外，建发房产管理层持有建发国际集团约 5.13%的股份，其余公众股东持股比例约为 25.86%。厦门建发集团作为《财富》世界 500 强，旗下公司包括旅游集团、会展集团等，重要参股公司包括厦门国际银行、厦门农商行、厦门国际信托等，整体实力强大，能够为公司发展提供强大的资源支持。

图 3：公司股权结构稳定，大股东实力强大且资源丰富



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：持股数据截至 2019 年末

管理层高比例持股，显著增强股东利益一致性。公司多数管理层成员为创业团队，整体服务公司多年，目前持有公司股份比例达约 5.13%，为上市公司重要股东之一。管理层高比例持股能够显著增强管理团队与全体股东利益上的一致性，有效缓解公司治理中普遍存在的委托-代理问题，在公司层面形成正向的激励协同。另一方面，管理层持股也能使公司在分红等方面保持一定的持续性，增强公司股东回报。管理层高比例持股使得公司能够兼具国企优势与市场化机制的灵活性。



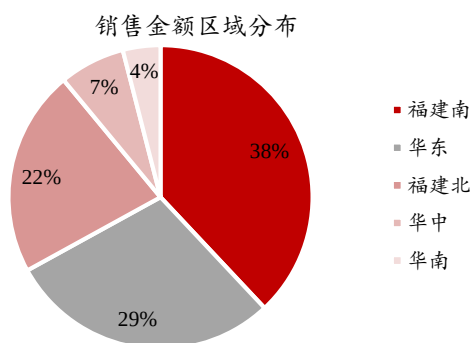
2. 深耕核心城市，享受发展红利

2.1 深耕海西及长三角，区域销售贡献近九成

聚焦海西及长三角区域，两大都市圈销售占比近九成。公司起家于福建厦门，其后不断扩大福建区域覆盖面，目前已将业务覆盖至福建省大部分城市，在海西都市圈具备一定的影响力。随着规模的不断提升，公司近年来也逐步加大了外拓力度，目前长三角区域已成为公司销售占比第二大的区域；另外，公司近期在华中区域（武汉、长沙等）和华南区域（深圳、广州等）的布局也有所加强。按销售金额划分，公司重点布局的福建南区域 2019 年销售占比约为 38%，长三角（华东）区域占比约为 29%，福建北、华中和华南占比分别为 22%、7% 和 4%。随着公司全国化布局持续推进，公司福建以外核心城市销售占比也较为可观，销售贡献较为多元化。

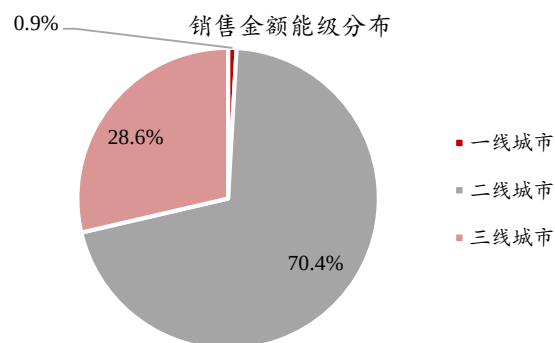
战略深耕核心城市，一二线城市贡献较高。公司多年来坚持围绕主要都市圈的核心城市进行战略布局，在规模增长的同时持续强化城市布局优势，销售金额中高能级城市占比较高。2019 年，公司销售金额按城市能级划分约 0.9% 位于一线城市（深圳、广州），约 70.4% 位于二线城市（厦门、福州、苏州、无锡等），约 28.6% 位于三线城市（主要为海西城市群城市），一二线城市销售贡献较高。在公司重点布局的城市中，厦门 2019 年销售额近百亿元，苏州区域也超 90 亿元，体现出公司在核心城市深耕上的成效。

图 4：公司福建南及华东区域销售金额占比较高



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年数据

图 5：公司销售主要分布于国内一二线城市



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年数据



表 1：公司战略深耕核心城市，厦门、福州、苏州、无锡等销售占比较高

区域/城市	2019 年销售金额 (亿元)	销售金额占比	2019 年销售面积 (万平)	销售面积占比
厦门	99.3	19.6%	22.0	7.5%
漳州 (含长泰、漳浦)	36.8	7.3%	22.0	7.5%
福州 (含连江)	59.8	11.8%	30.8	10.5%
福建其他	108.6	21.4%	97.0	33.1%
福建小计	304.5	60.0%	171.7	58.6%
长沙	25.2	5.0%	15.7	5.4%
武汉	11.5	2.3%	8.4	2.9%
华中小计	36.8	7.2%	24.1	8.2%
苏州 (含太仓、张家港)	90.5	17.8%	51.4	17.5%
无锡	43.8	8.6%	23.9	8.2%
南京	11.5	2.3%	6.9	2.4%
杭州	0.7	0.1%	0.2	0.1%
长三角小计	146.5	28.9%	82.5	28.1%
深圳	0.9	0.2%	0.2	0.1%
广州	3.9	0.8%	0.8	0.3%
珠海	3.5	0.7%	1.8	0.6%
南宁	11.7	2.3%	12.1	4.1%
华南小计	20.0	3.9%	15.0	5.1%
合计	507.8	100.0%	293.2	100.0%

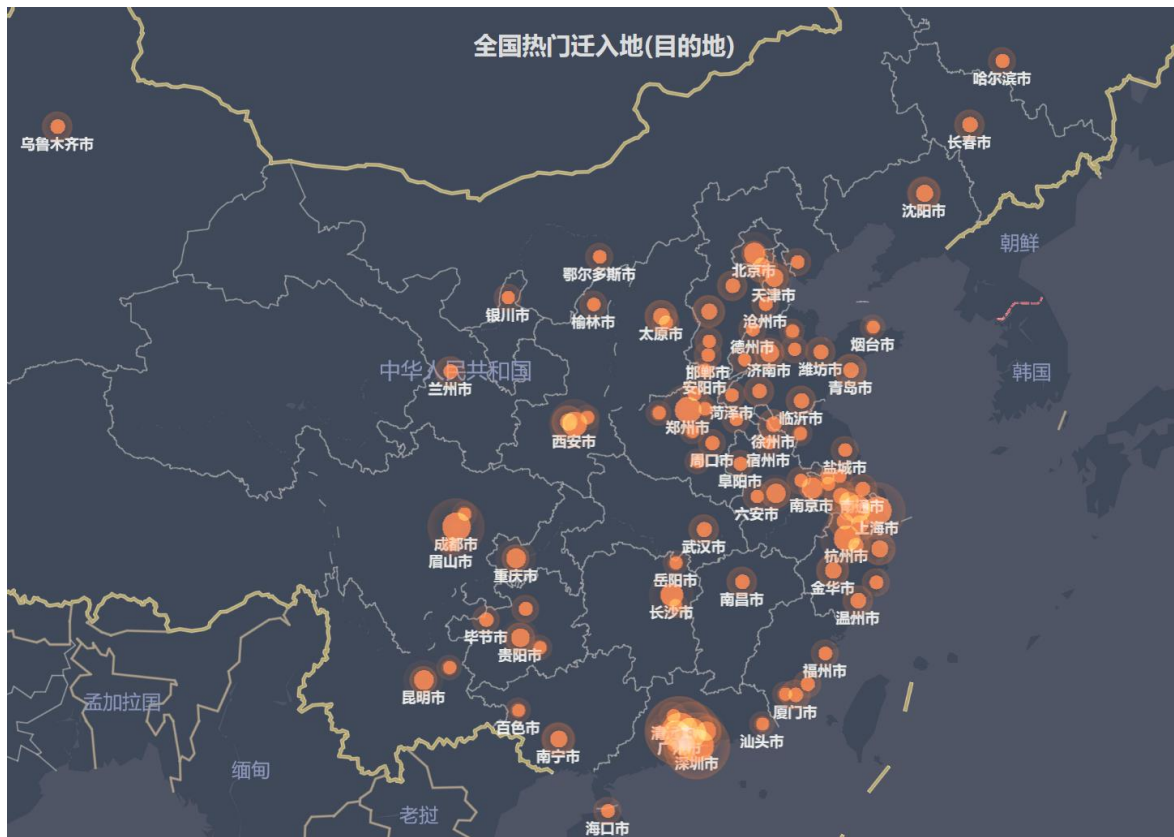
数据来源：公司公告，中达证券研究

2.2 拿地聚焦核心城市，充分享受发展红利

卫星城、大都市圈将是我国下一阶段城镇化发展方向。从海外经验来看，城市发展通常将会经历“城市—都市圈—城市群”的过程。在发展早期，大城市集中了大部分资源，城市发展以虹吸效应为主。而当核心城市资源及人口承载力趋于饱和后，人口与产业开始向周边城镇迁移，核心城市开始城市更新的过程（如城市功能区调整、旧城改造等），产业形态向坪效更高的服务业升级；当前我国中心城市处于此发展阶段。随着外溢效应的扩散，核心城市与周边区县联系更为紧密（郊区化），都市圈、卫星城逐步形成；我国一线城市目前处于郊区化的初级阶段。都市圈及核心二线城市将是下一阶段人口流动的主要方向，而前瞻性布局相关城市的房企也将享受城镇化发展红利。



图 6：东南沿海及中西部核心城市人口流入强度较大

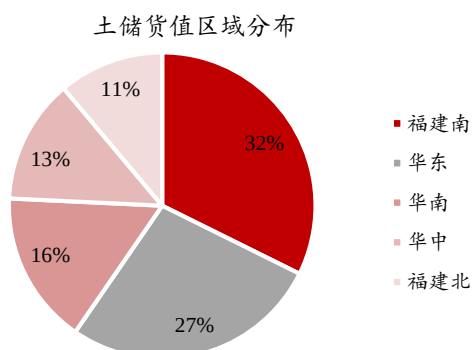


数据来源：百度地图，中达证券研究；注：数据日期为 2020 年 3 月 24 日，圆圈越大代表人口迁入强度越大

土储聚焦核心城市，整体布局更趋均衡。公司作为厦门当地知名房企，在厦门及福建其他区域的布局较为全面。随着规模的不断扩大，公司近年来也逐步加大了福建以外区域的布局力度，如华中及华南区域。在外拓所选择的的城市方面，公司仍然聚焦核心一二线城市及都市圈城市，所进入的福建以外城市均为重点一二线城市，进一步巩固了公司的布局优势。截至 2019 年末，按区域划分，公司可售土地储备货值中约 32%位于福建南区域（厦门、漳州等），27%位于华东区域（苏州、无锡、南京、杭州），16%位于华南区域（深圳、广州、珠海、南宁），13%位于华中区域（武汉、长沙），11%位于福建北区域（福州等）。按城市能级划分，公司截至 2019 年末可售土储货值约 5%位于一线城市，71%位于二线城市。在土地储备布局更加均衡的同时，公司也保持了较高的土地储备城市能级。

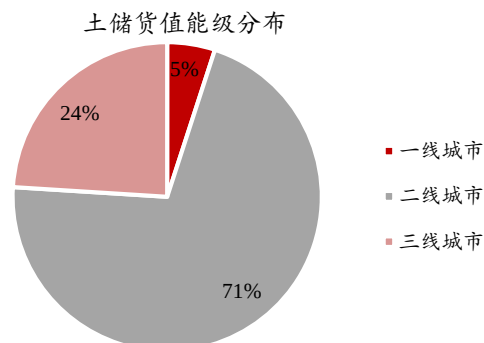


图 7：公司土储货值集中于重点都市圈



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2019 年末

图 8：公司土地储备货值中一二线城市占比较高



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2019 年末

依托前瞻性核心城市布局，充分享受城市发展红利。当前我国城镇化仍处于快速发展的第二阶段；随着发改委逐步放开放宽大城市落户门槛，人口将持续向核心二线城市及一线城市周边卫星城聚集，行业成长性也将向上述区域转移。公司多年来围绕核心二线城市进行布局，土地储备较多分布于厦门、苏州、福州、长沙、长沙、无锡、南宁等城市，使得公司能够充分享受布局城市的发展红利，进而驱动了公司销售规模的高速成长。2018 年，公司全年合同销售金额达 247.9 亿元，同比增长 145.2%，销售面积达 164.2 万平，同比增长 166.7%。2019 年，公司累计实现合同销售金额约 507.8 亿元，同比增长约 104.8%，为销售金额增速最高的内房之一。2020 年，公司销售目标为 700 亿元，对应增速近 40%，目标增速较同业也具有明显优势。



表 2：公司土地储备集中于海西、长三角、华南及中部核心城市

区域/城市	可售土储面积 (万平)	占比	可售土储货值 (亿元)	占比
厦门	54.6	5.8%	191.9	11.8%
福州（含连江）	81.3	8.7%	115.6	7.1%
漳州（含长泰、漳浦）	82.0	8.8%	225.5	13.9%
福建其他	164.3	17.6%	163.7	10.1%
福建小计	382.1	40.9%	696.8	43.0%
长沙	145.5	15.6%	176.6	10.9%
武汉	30.0	3.2%	39.8	2.5%
华中小计	175.5	18.8%	216.4	13.4%
苏州（含代管市）	139.6	14.9%	216.1	13.3%
无锡	57.6	6.2%	125.3	7.7%
南京	40.4	4.3%	67.1	4.1%
杭州	5.9	0.6%	32.2	2.0%
长三角小计	243.5	26.0%	440.7	27.2%
深圳	3.4	0.4%	14.1	0.9%
广州	17.6	1.9%	63.4	3.9%
珠海	20.1	2.2%	45.3	2.8%
南宁	91.8	9.8%	141.0	8.7%
华南小计	132.8	14.2%	263.7	16.3%
悉尼	0.8	0.1%	2.2	0.1%
合计	934.7	100.0%	1,619.8	100.0%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：可售土储为项目未签约部分，含不计容地下车位

2.3 产品品质口碑出众，顺应需求支撑发展

匹配主流客户需求的优质产品是加快周转的关键因素之一。随着我国住房市场逐步告别总量紧缺，购房者对于产品品质的需求与日俱增，产品力也成为项目能否快速去化的重要影响因素之一。特别的，建发重点布局的海西与长三角城市客群对产品品质的要求普遍较高，公司出众的产品力成为开疆拓土以及加速周转的一大推动力。经过多年快速发展，公司“新中式”产品线已日趋成熟，成为匹配目标客群需求的重要支撑因素。

“1+3”产品线业已成熟，“新中式”产品系口碑出众。建发房产起家于厦门，拥有近 40 年的成熟开发经验，在发展过程中始终强调对产品力的打造。目前，公司已形成精粹系、城央系、自然系和远见系的“1+3”产品系列，其中“精粹系”是建发房产新中式产品线中专属定制的顶级之作，仅以“央玺”命名。得益于出色的产品力，公司旗下产品也屡获行业大奖，如福州建发·央著等 6 个项目获 2019“地产设计大奖”优秀奖、厦门武地&建发·央著获 WLA 世界景观



协会 2019 年居住类一等奖等。根据赛惟咨询调查数据，建发房产住宅客户满意度在房企榜单中位列第一。产品口碑已成为公司快速发展过程中的重要竞争优势。

图 9：厦门武地&建发·央著获 WLA 世界景观协会 2019 年居住类一等奖



数据来源：公司网站，中达证券研究；注：项目二期实景图

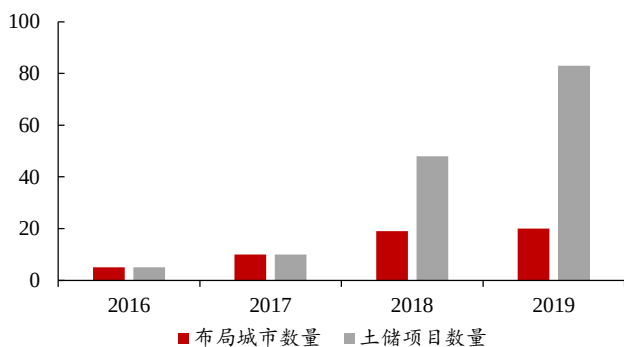
优质物业服务助力公司打造良好品牌口碑。公司多年来持续关注物业服务质量，近年来物业客户满意度逐年升高。2019 年，建发物业集团荣膺蓝筹物业企业 50 强及中国物业服务百强企业第 41 位。根据赛惟咨询数据，公司 2019 年物业服务满意度位列赛惟榜单房地产行业第 3 位。公司良好的物业服务质量也赢得了客户的较高评价。



3. 拿地方式丰富多元，控制成本有效拓储

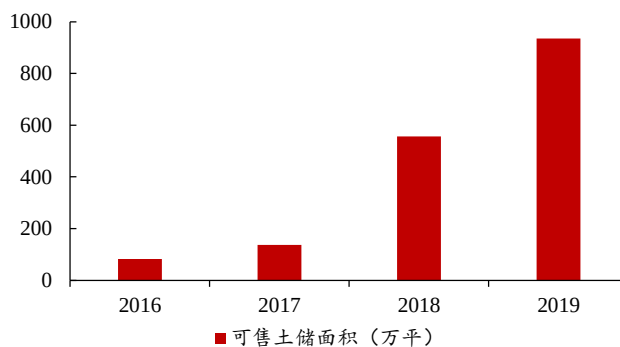
拿地方式丰富多元，土储资源有效扩充。经过多年快速发展，公司目前已形成了招拍挂、品牌合作、收并购及大股东联动等多元拿地渠道，借此有效扩充土地储备资源以支撑公司销售增长。布局城市方面，公司已由 2016 年的 5 座城市增加至 2019 年末的约 20 座；土地储备方面，2019 年末公司可售土地储备面积达到约 934.7 万平方米，较 2018 年末大增约 67.9%；可售货值约 1619.8 亿元，同比增长约 34.9%。多元的拿地渠道有效支撑了公司土储以及销售规模的增长。

图 10：公司布局城市与项目数量快速增加



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：多元拿地渠道使得公司土储面积大幅增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

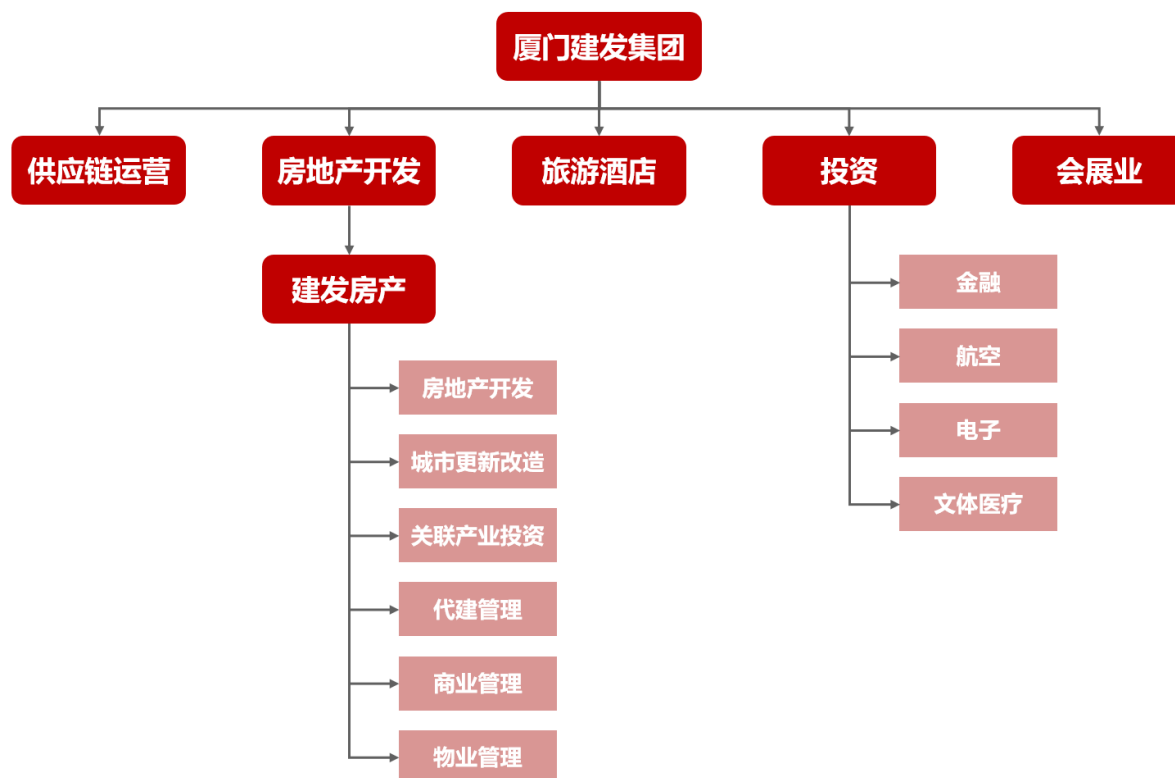
良好的品牌合作成为公司拓展土储重要手段。作为以品质著称的厦门知名国有房企，股东资源与品牌力上的优势使得公司能够拥有更多的合作机会，实现土地储备的有效扩张。公司的项目合作并非简单的降低权益比例以换取规模，而是通过与知名房企合作扩大规模和影响力以及降低运营风险，实现优势互补与资源共享。例如，公司在厦门与武汉地产合作开发了武地&建发·央著后，又在武汉与武汉地产合作了武地&建发·玺院。凭借公司较强的开发能力和品牌效应，公司所合作项目多数为公司操盘。按拿地金额计，2019 年公司拿地权益比例约为 75%，截至 2019 年末可售土地储备权益比例约 72%，在积极合作拓储的同时也维持了合理的土储权益比例。

股东一二级联动与产业拿地或成重要潜在土储贡献。在城市更新改造领域，公司控股股东建发房产不仅在城市旧村改造、征地拆迁等方面积累了丰富的经验，而且业务还拓展到了基础设施建设、公共配套建设、城市运营、军产置换等领域，并成功摸索出一套城市更新的“建发模式”，并已成功改造厦门金山国际、金榜世家及金榜至尊等城市更新项目。产业拿地方面，公司所属的厦门建发集团旗下拥有诸多产业布局，能够在产业拿地方面与建发国际形成一定的协同。从目前地方土地出让情况来看，通过优质产业导入获取配套开发用地已成为房



企取得优质低价土地的重要手段，而此模式成功的核心竞争力即为产业导入能力。公司近年来的快速发展已证明大股东资产注入模式的可持续性；未来一二级联动及产业勾地会成为公司土储资源的新增长来源。

图 12：集团旗下产业资源丰富，一二级联动与产业拿地或成未来重要潜在土储来源

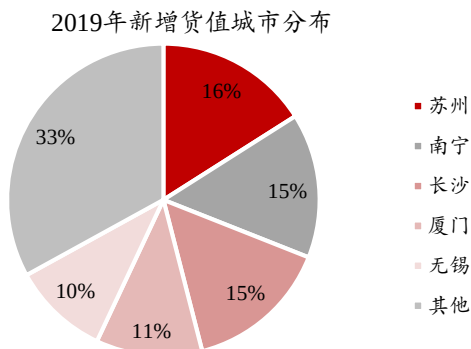


数据来源：公司网站，中达证券研究

聚焦核心城市发力拿地，成本控制保障未来盈利空间。多元的拿地渠道与顺畅的融资渠道有力支撑了公司近年来高强度的拿地。2019 年，公司以总地价约 420 亿元取得 40 幅土地，预计总可售货值约 963 亿元，新增土储货值/当年销售金额达 1.9 倍（2018 年：3.6 倍）。在高强度拿地的同时，公司也着力控制拿地成本，2019 年新增土储货地比约 2.3 倍（2018 年：2.0 倍），全年新拿地成本约 7508 元/平（2019 年销售均价：17317 元/平），能够保障公司未来整体盈利能力。整体来看，公司近年来围绕重点城市发力拓储，截至 2019 年末可售土储货值约 1,620 亿元，同比增长约 35%，充裕且成本合理的土地储备能够助力公司未来持续快速发展。



图 13：公司 2019 年拿地仍集中于核心城市



数据来源：公司公告，中达证券研究

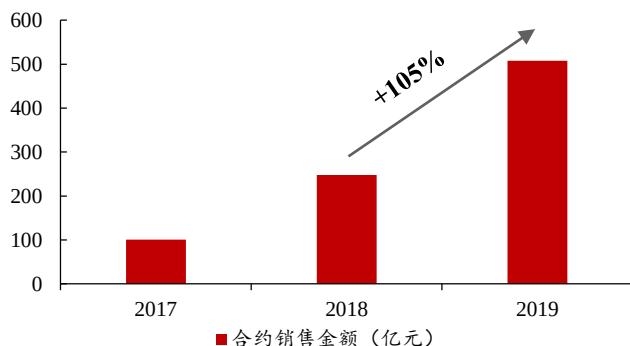
图 14：充沛可售货值将有效支撑公司未来增长



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2019 年末

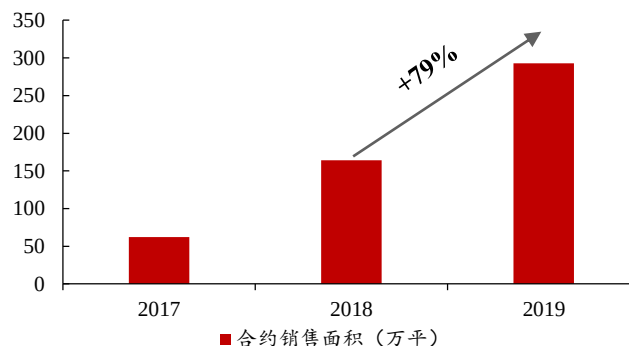
受益于良好城市布局与多元拿地渠道，公司销售增速显著快于同业。2018 年，公司实现销售金额约 247.9 亿元，同比大增约 145.2%；销售面积约 164.2 万平，同比增长 166.7%。2019 年，公司销售金额在 2018 年的基础上继续大增约 104.8% 至 507.8 亿元，销售面积同比增长约 78.6% 至 293.2 万平，销售金额及销售面积增速远快于 TOP 100 房企的 16.0% 和 14.1%（亿翰数据），为近两年销售增速最快的内房之一，体现出公司在城市布局 and 拿地模式方面的独特优势。2020 年公司全年销售目标为 700 亿元，对应同比增速近 40%，疫情之下更加凸显公司高成长的稀缺性。

图 15：公司 2019 年销售增速显著领先同业上市房企



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 16：公司近年来销售面积快速增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

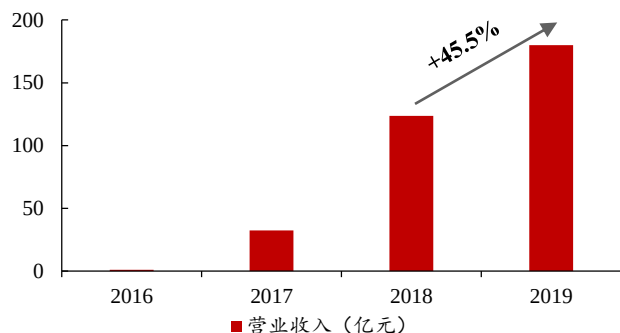


4. 销售业绩快速增长，规模扩张财务改善

4.1 营收利润稳步增长，模式优势持续兑现

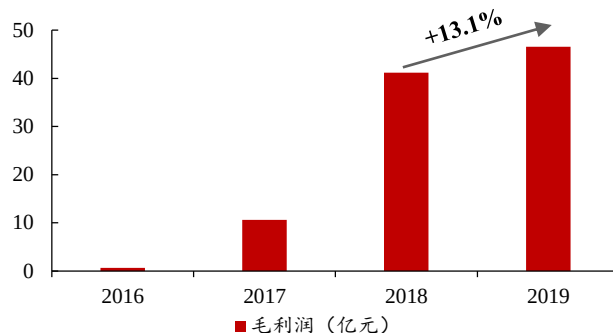
受益于前期良好销售情况，公司营收利润稳步增长。随着前期销售逐步进入结算期，公司营业收入与利润呈稳步增长之势。2019 年，公司实现营业收入约 180.0 亿元，同比增长约 45.5%；归母净利润约 17.2 亿元，同比增长约 21.0%；扣非归母净利润约 16.7 亿元，同比增长约 20.6%。公司 2019 年销售金额同比增长约 104.8%，2020 年销售目标为 700 亿元，对应增速近 40%，未来公司业绩有望保持较快增长。

图 17：受益于良好销售情况，公司近年营收快速增长



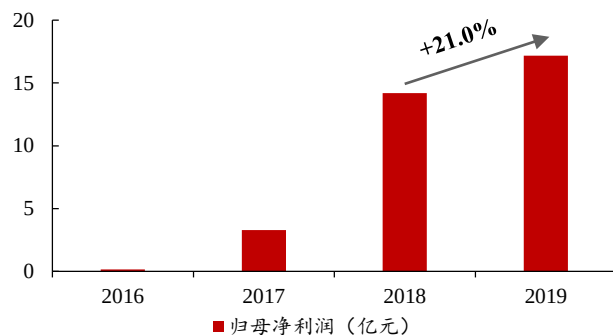
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：未经重列

图 18：公司 2019 年毛利稳步增长



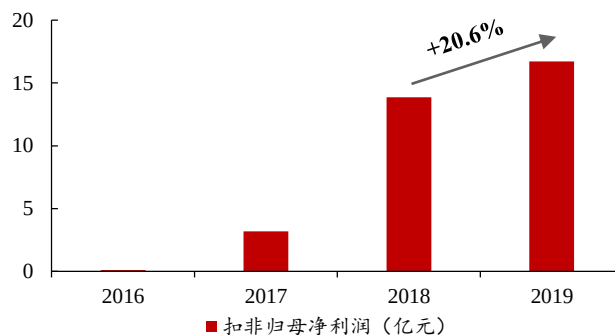
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：未经重列

图 19：公司归母净利润近年来持续较快增长



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：未经重列

图 20：公司 2019 年扣非净利润同比增长 20.6%



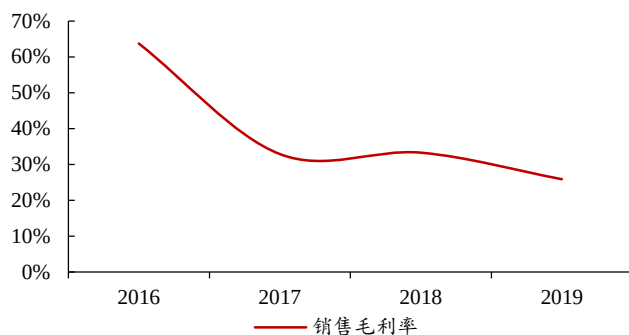
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：未经重列



4.2 成本费用控制得当，盈利能力保持稳健

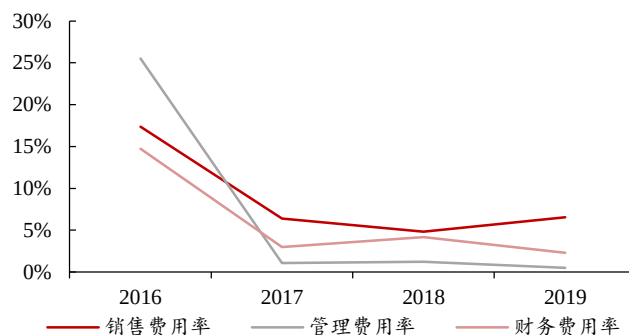
毛利率有所下滑，ROE 维持高位。建发旗下房地产项目 2017 年起开始逐步贡献营收与利润。受结转项目成本结构影响，2019 年公司毛利率小幅下滑至 25.9%；三项费用率整体控制得当，管理费用率与财务费用率在 2019 年出现下降，销售费用率随销售规模大增而小幅上升。由于当年结算毛利率有所下降，公司扣非归母净利润率及平均 ROE 2019 年均有所下降，但平均 ROE 仍达 25.7%，连续两年超过 25% 的水平。整体而言，公司盈利能力虽出现一定波动，但仍属行业中较高水平。

图 21：公司 2019 年毛利率有所下滑



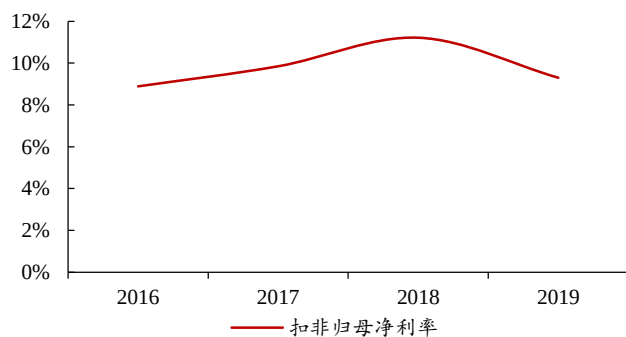
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 22：成本控制得当，公司三费率整体保持稳定



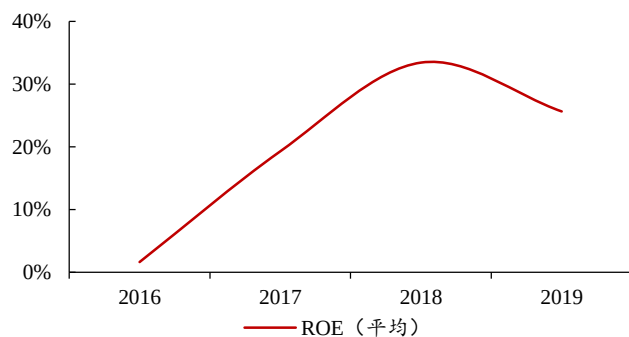
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 23：公司 2019 年扣非归母净利润率有所下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 24：公司 ROE 仍维持在 25% 以上的较高水平



数据来源：公司公告，中达证券研究



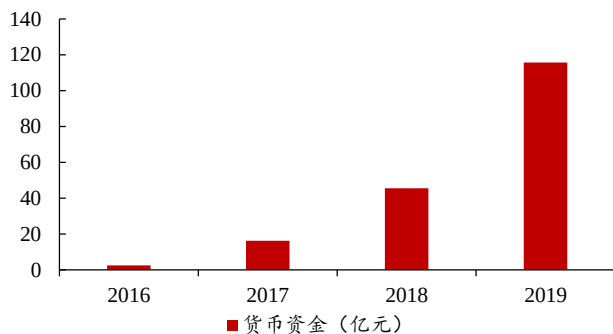
4.3 控股股东实力强劲，融资支持助力发展

股东旗下资源丰富，多元融资助力发展。公司所属的厦门建发集团旗下参股了多家银行、信托及保险等金融机构，丰富的金融资源能为公司提供一定的资金支持。另外，公司也与控股股东建发房产签订本金总额不超过人民币 300 亿元的股东贷款框架协议，贷款年利率为较优惠的 5.7%，借此公司能够获得充足且成本合理的开发资金支持。除此之外，公司也积极通过资产证券化、可转换债券、永续债等方式获取资金，丰富多元的融资渠道将有力支撑公司规模进一步提升。

4.4 审慎管控融资现金，财务状况持续优化

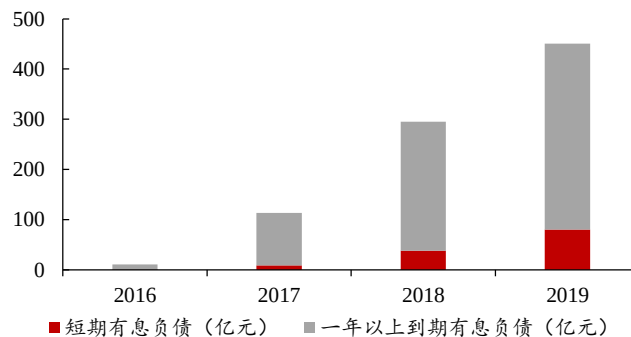
现金回款表现优异，财务状况持续优化。受益于良好的城市布局和产品品质，公司维持了较高的回款率，2019 年回款率达 94%。较快的销售增速和较高的回款率使得公司货币资金总额快速增长，截至 2019 年末公司货币资金达 115.6 亿元，同比大增 154.3%。在规模快速增长的同时，公司也着力控制债务结构，整体有息负债中一年以上到期债务占比较高，货币资金对短期债务覆盖倍数也由 2018 年末的 1.20 倍提升至 2019 年末的 1.44 倍，短期债务覆盖倍数较为充足。虽然规模及融资规模有所提升，但公司融资成本及净负债率在 2019 年出现下降，2019 年综合融资成本下降 0.3 个百分点至 5.4%，净负债率大幅下降约 66 个百分点至 175.7%，财务状况持续优化。

图 25：回款情况良好，公司货币资金总额快速上升



数据来源：公司公告，中达证券研究

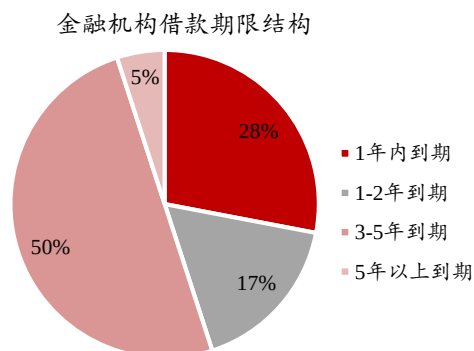
图 26：公司一年以上到期债务占比较高



数据来源：公司公告，中达证券研究

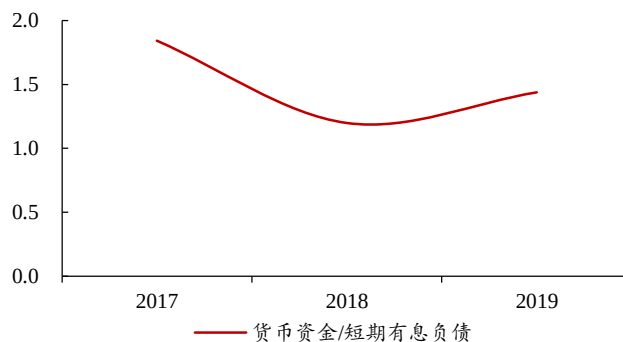


图 27：公司金融机构借款中一年以上到期占比较高



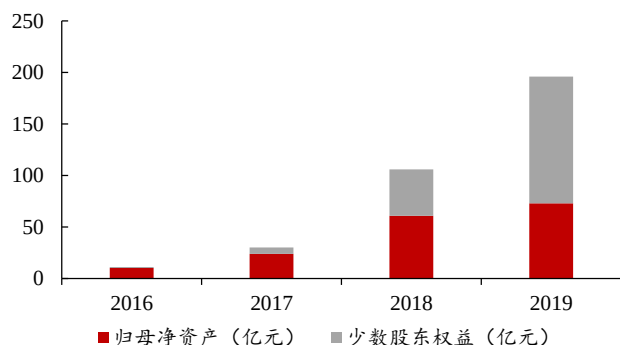
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2019 年末

图 28：公司货币资金对短期债务覆盖较为充足



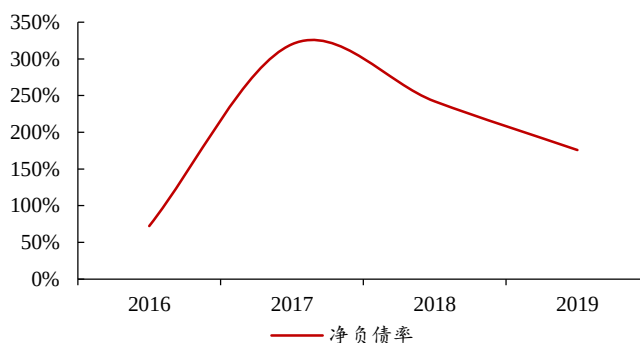
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 29：公司净资产总额近年来快速上升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 30：公司净负债率大幅下降



数据来源：公司公告，中达证券研究



5. 估值与投资建议

估值与股息率具吸引力，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 16.3 港元。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币 1.90 元、2.48 元和 3.20 元，同比增长 31.7%、31.0% 和 28.8%。公司 2019 年维持了较高派息率，最新股息率超 6%，另外可转债悉数转换也降低了潜在不确定性。考虑到公司的高成长性与性价比，给予 35% 目标 NAV 折让，目标价 16.3 港元，对应 2020 年 7.8 倍 PE，较现价空间达 24%。（最新股价为 7 月 10 日收盘价）

表 3：建发国际集团 NAV 约 25.15 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	64,463
投资物业总计	723
总资产估值	65,185
净负债	35,595
NAV 估值	29,591
每股 NAV（港元/股）	25.15
股价（港元，7 月 10 日）	13.18
NAV 折让	48%

数据来源：公司公告，中达证券研究

注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整

6. 风险提示

行业调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。



损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,371	17,995	23,495	30,535	38,870
营业成本	-8,256	-13,342	-17,164	-22,278	-28,310
毛利润	4,115	4,653	6,331	8,257	10,560
销售及行政开支	-747	-1,273	-1,950	-2,657	-3,576
EBIT	3,390	3,409	4,409	5,629	7,012
利息成本	-517	-417	-644	-770	-740
利息收入	154	238	321	309	297
联营公司利润	24	159	608	803	930
其他收入	5	-6	0	0	0
税前利润	3,090	3,426	4,694	5,971	7,499
所得税	-1,512	-1,428	-1,610	-2,159	-2,801
少数股东权益	-157	-280	-853	-890	-935
净利润	1,420	1,718	2,231	2,922	3,763
核心净利润	1,394	1,694	2,231	2,922	3,763
股权数	735	855	1,177	1,177	1,177
核心 EPS	1.90	1.98	1.90	2.48	3.20
每股分红	1.31	0.78	0.75	0.98	1.26

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	1,239	1,256	1,906	1,958	1,991
长期股权投资	1,822	6,481	7,943	5,310	4,784
其他非流动资产	1,456	1,910	2,452	2,995	3,040
非流动资产合计	4,517	9,647	12,302	10,263	9,815
发展中物业	48,913	75,213	77,458	78,388	79,540
竣工待售物业	1,732	3,151	4,491	5,084	5,495
应收账款	2,394	6,604	6,472	6,343	5,391
现金及银行存款	4,547	11,562	12,808	16,538	19,092
其他流动资产	673	9,412	9,412	9,412	9,412
总资产	62,775	115,589	122,943	126,028	128,745
流动负债合计	25,497	57,665	59,951	61,648	61,148
长期借款	26,395	38,074	40,740	40,740	40,740
其他非流动负债	0	0	0	0	0
递延所得税	279	239	251	264	290
非流动负债合计	26,674	38,314	40,991	41,003	41,030
少数股东权益	4,510	12,312	13,141	12,474	13,053
归属母公司股东权益	6,094	7,298	8,861	10,903	13,513
总负债和权益合计	62,775	115,589	122,943	126,028	128,745

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,420	1,718	2,231	2,922	3,763
营运资本变动	-13,714	-235	202	2,100	616
其他	1,180	-237	-1,052	-879	-752
经营性现金流合计	-11,114	1,246	1,381	4,143	3,627
投资物业	0	-16	-651	-51	-33
其他	-3,653	-12,535	-2,020	2,075	469
投资性现金流合计	-3,653	-12,550	-2,671	2,023	435
自由现金流	-14,767	-11,304	-1,290	6,166	4,062
每股自由现金流	-20	-13	-1	5	3
权益融资	0	416	0	0	0
债权融资	7,120	7,887	3,228	0	0
其他	9,922	9,722	-692	-2,436	-1,508
融资性现金流合计	17,042	18,025	2,536	-2,436	-1,508
现金变动合计	2,275	6,721	1,246	3,730	2,554
期初现金	1,390	3,665	10,386	11,632	15,362
期末现金	3,665	10,386	11,632	15,362	17,916

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	33.3%	25.9%	26.9%	27.0%	27.2%
经营利润率	27.4%	18.9%	18.8%	18.4%	18.0%
核心净利率	11.3%	9.4%	9.5%	9.6%	9.7%
营收增长率	158.9%	45.5%	30.6%	30.0%	27.3%
EBIT 增长率	176.6%	0.6%	29.3%	27.7%	24.6%
核心净利增长率	171.0%	21.6%	31.7%	31.0%	28.8%
EPS 增长率	60.2%	4.5%	-4.3%	31.0%	28.8%
每股净资产	8.29	8.54	7.53	9.27	11.48
利息覆盖倍数	2.30	2.05	2.46	2.89	3.54
净负债资本率	69%	60%	58%	51%	45%
净负债率	242%	176%	166%	140%	114%
总资产周转率	0.26	0.20	0.20	0.25	0.31
资产权益比	10.30	15.84	13.87	11.56	9.53
ROA	3.0%	1.6%	2.0%	2.6%	3.2%
ROE	31.0%	25.3%	27.6%	29.6%	30.8%
ROCE	5.1%	3.6%	3.7%	4.6%	5.7%



分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；

增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；

持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；

卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；

中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。