



销售营收快速增长，全国拓展支撑成长

——建发国际集团 2020 中报点评

销售及营收快速增长，结算毛利率下滑影响利润情况。公司 2020 年中期实现营收 28.54 亿元，同比增长 123.3%；归母净利润 1.51 亿元，同比下降 27.9%。归母净利润有所下降主要系公司 2020 年中期毛利率较去年同期下降约 18.7 个百分点至 21.9%，以及分占合联营企业业绩由 2019 年同期的 0.6 亿元下降至 2020 年中期的 0.3 亿元。综上，公司 2020 年中期营收增长较快但归母净利润有所下降。公司 2020 年上半年签约金额增速达 53%，疫情影响之下成长性价值凸显；随着优质土地储备价值的逐步释放与低毛利项目影响的减弱，公司未来整体销售业绩有望继续快速增长。

全国布局稳步推进，高强度拿地支撑增长。公司 2020 年上半年持续推进全国化布局力度，在深耕原有高价值区域的基础上新进入了北京、上海和贵阳三座一二线城市。2020 年上半年，公司合计取得 18 个新项目，总可售面积约 288 万方，总可售货值约 667 亿元（+145%），当期新增货值/签约销售金额约为 2.6 倍（2019 年：1.9 倍），较高的拿地强度能够有效支撑公司未来的销售业绩增长。截至 2020 年 6 月末，公司总土储未签约可售货值约 2015 亿元，较 2019 年末增长约 24%，按能级划分约 8%位于一线城市，75%位于二线城市。优质充裕的土储使得公司未来具备较强的增长动力。

控股股东资源丰富，财务状况整体稳健。公司 2020 年上半年把握市场窗口大力获取优质土储，因此现金总额小幅下降至 99.3 亿元（2019 年末：115.6 亿元），净负债率由去年末的 175.74%上升至 2020 年中期的 247.68%。但从有息负债结构看，公司 541.8 亿元的总有息负债中约 276.9 亿元为股东贷款；考虑到此部分资金偿还压力不大，公司整体债务情况实际较为稳定。另一方面，公司现金短债比由 2019 年末的 1.44 倍上升至 2020 年中期的 3.70 倍，6 月末银行已批未提金额达 207 亿元，较 2019 年末增长约 55%。考虑到公司当前所处的快速发展阶段与资金来源，当前杠杆水平整体可控，未来财务状况有望随着规模和现金流的提升而逐步改善。

维持“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%。公司近年来增长较快，疫情之下亦保持了超过 50%的销售额增速。考虑到公司的高成长性与性价比，维持 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 20%。（最新股价为 8 月 24 日收盘价）

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

建发国际集团
(1908.HK)

买入

(维持)

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

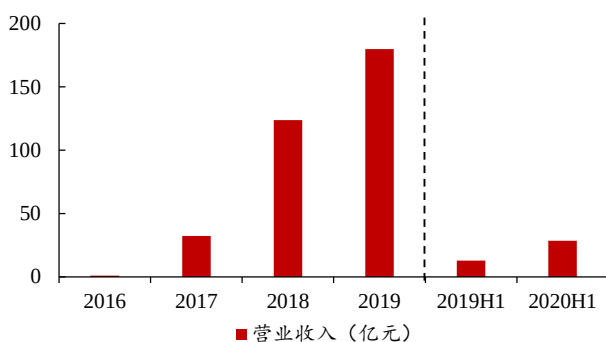
SFC CE Ref: BPK 909

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	27.96	10.32	8.49	6.45	4.92	3.82
PB	4.98	2.36	1.97	1.62	1.32	1.06



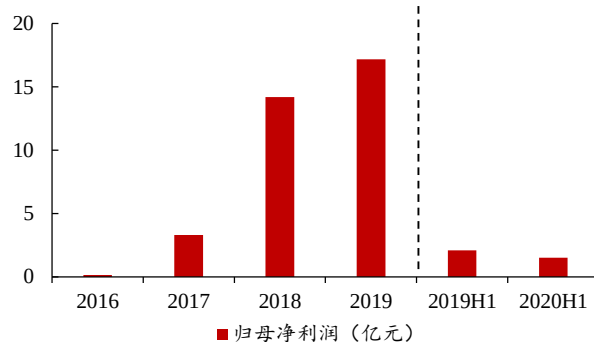
销售及营收快速增长，结算毛利率下滑影响利润情况。公司 2020 年中期实现营收 28.54 亿元，同比增长 123.3%；归母净利润 1.51 亿元，同比下降 27.9%。归母净利润有所下降主要系公司 2020 年中期毛利率较去年同期下降约 18.7 个百分点至 21.9%，以及分占合联营企业业绩由 2019 年同期的 0.6 亿元下降至 2020 年中期的 0.3 亿元。综上，公司 2020 年中期营收增长较快但归母净利润有所下降。公司 2020 年上半年签约金额增速达 53%，疫情影响之下成长性价值凸显；随着优质土地储备价值的逐步释放与低毛利项目影响的减弱，公司未来整体销售业绩有望继续快速增长。

图 1：公司 2020 年中期营业收入快速增长



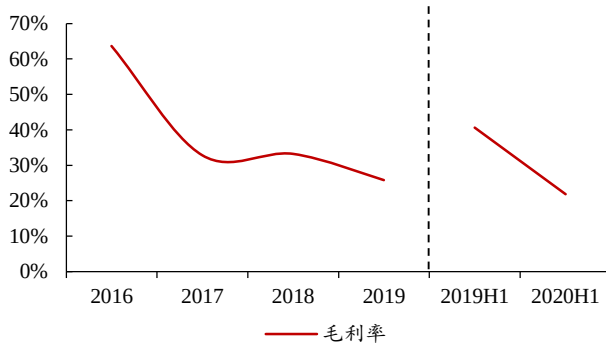
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 2：公司 2020 年中期归母净利润有所下降



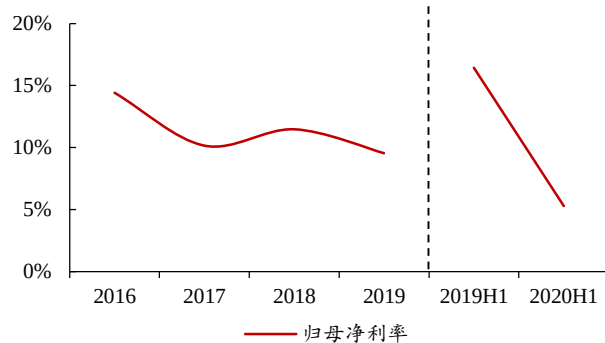
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 3：公司 2020 年中期毛利率水平有所下滑



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 4：公司 2020 年中期归母净利率有所下降

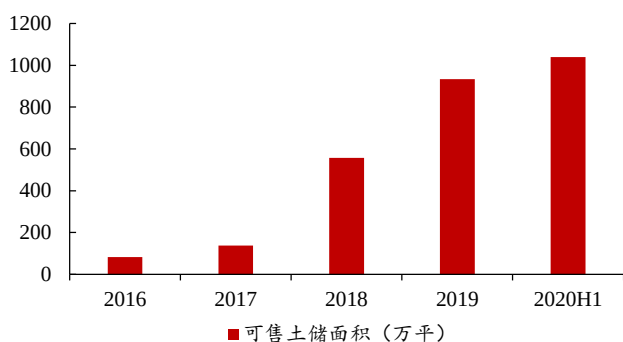


数据来源：公司公告, 中达证券研究



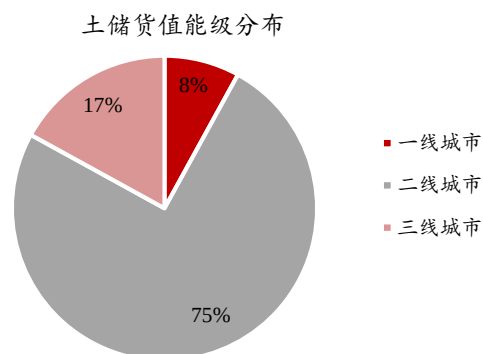
全国布局稳步推进，高强度拿地支撑增长。公司 2020 年上半年持续推进全国化布局力度，在深耕原有高价值区域的基础上新进入了北京、上海和贵阳三座一二线城市。2020 年上半年，公司合计取得 18 个新项目，总可售面积约 288 万方，总可售货值约 667 亿元（+145%），当期新增货值/签约销售金额约为 2.6 倍（2019 年：1.9 倍），较高的拿地强度能够有效支撑公司未来的销售业绩增长。截至 2020 年 6 月末，公司总土储未签约可售货值约 2015 亿元，较 2019 年末增长约 24%，按能级划分约 8% 位于一线城市，75% 位于二线城市。优质充裕的土储使得公司未来具备较强的增长动力。

图 5：公司土地储备稳步增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司土储集中于一二线核心城市

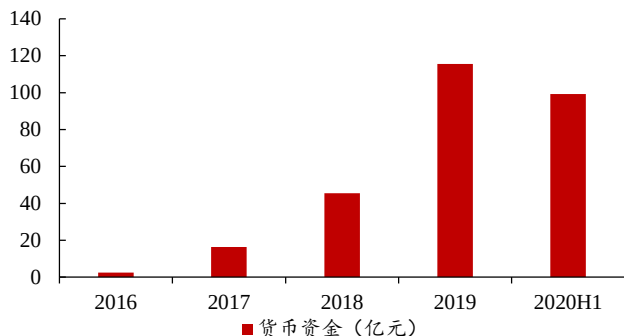


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2020 年中期数据

控股股东资源丰富，财务状况整体稳健。公司 2020 年上半年把握市场窗口大力获取优质土储，因此现金总额小幅下降至 99.3 亿元（2019 年末：115.6 亿元），净负债率由去年末的 175.74% 上升至 2020 年中期的 247.68%。但从有息负债结构看，公司 541.8 亿元的总有息负债中约 276.9 亿元为股东贷款；考虑到此部分资金偿还压力不大，公司整体债务情况实际较为稳定。另一方面，公司现金短债比由 2019 年末的 1.44 倍上升至 2020 年中期的 3.70 倍，6 月末银行已批未提金额达 207 亿元，较 2019 年末增长约 55%。考虑到公司当前所处的快速发展阶段与资金来源，当前杠杆水平整体可控，未来财务状况有望随着规模和现金流的提升而逐步改善。

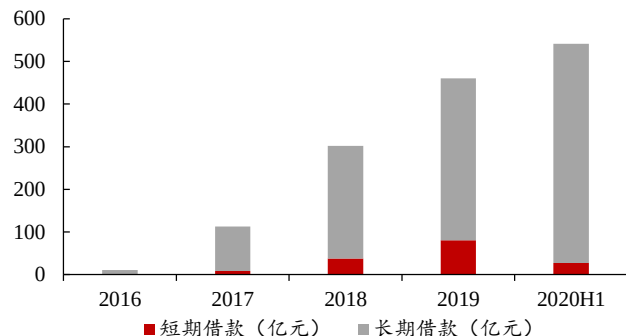


图 7：拿地强度提升使得公司货币资金总额有所下降



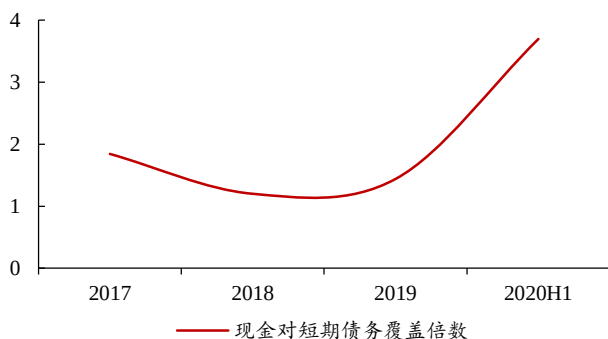
数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：包含全部货币资金

图 8：公司有息负债结构整体稳定



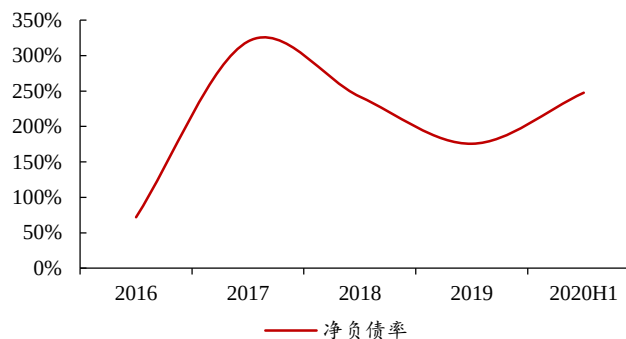
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 9：公司现金短债比明显提升



数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：包含全部货币资金

图 10：拿地支出增多使得公司净负债率有所上升



数据来源：公司公告, 中达证券研究

维持“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%。公司近年来增长较快，疫情之下亦保持了超过 50%的销售额增速。考虑到公司的高成长性与性价比，维持 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 20%。（最新股价为 8 月 24 日收盘价）



表 1：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，8 月 24 日）	13.58
NAV 折让	46%

数据来源：公司公告，中达证券研究

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。



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。