

強烈推薦

核心竞争力推动未来高速增长

建发国际集团 [1908.HK]

2019-05-06 星期一

目标价: 21.40
现价: 10.70
预计升幅: 100%

股本数据

流通股本 (亿份): 7.35
总市值 (亿港元): 78.65
52 周高/低 (\$): 10.78/5.64
所属行业: 房地产

52 周行情图 (Vs 恒生指数)



资料来源: Wind

相关报告: /

国元国际研究部

电话: 0755-21519190

投资要点

公司 2018 年全年合同销售金额人民币 247.9 亿元, 同比增长 145.2%; 合同销售面积约为 164.2 万平方米, 较 2017 年同期增长 166.7%; 公司 2018 年全年确认销售收入为 123.7 亿元人民币, 同比增长 158.9%; 毛利同比增长 158.7% 至 41.2 亿元人民币; 股东应占溢利录得人民币 14.2 亿元, 同比增长 169.1%, 毛利率和净利率为 33.3% 和 12.7%, 比去年同期分别增加 0.39 和减少 1.39 个百分点; 公司 2019 年拟定全年合同销售目标 500 亿元人民币, 等同于同比增长 100%。

受益于良好的股东背景, 公司无论销售还是利润均保持高速增长。在当前政策严监管, 市场融资整体收紧的环境下, 公司的背景优势将逐渐体现。在当前推盘节奏下, 预计公司完成 2019 年销售目标难度不大。短期内, 因公司 2018 年业绩增速大幅提升, 整体基数大比例提高, 2019 年增速预计相应放缓, 按照公司目前货值分布及推盘节奏, 预计未来公司业绩的高速增长将会延续, 逐渐步入高速发展的轨道。

业绩增长强劲, 拟高额派息:

公司 2018 年财务表现强劲, 盈利能力持续增强, 各项营收及盈利指标同比增速均在 1.5 倍左右, 净利率及毛利率维持在行业中等或较为优秀水平, 公司计划 2019 年每股分红 1.2 元港币, 按照目前股价, 股息收益率达到 12%。在营收及盈利高速增长的背景下, 公司近两年派息率均维持在 50% 左右。

依托集团资源, 深耕房地产主业:

公司股东具有国有控股背景, 依托母公司背景及资源, 公司在拿地、获取项目及融资上, 比一般民营企业更具优势。近年来, 得益于控股股东资产注入, 公司业绩迅速步入高速发展的轨道。作为集团房地产开发板块的核心品牌, 公司战略性全国布局华东、华中、华南等区域, 已形成一定的区域性竞争优势。

财务成本较低, 融资享有优势:

依托于集团强大的背景及股东给予资金及优质资源方面的支持, 公司维持着较低的融资成本, 融资难度相对较低。公司的盈利能力维持在相对稳定的水平, 资产负债率较 2017 年有所下降。未来, 随着集团优质资源的不断注入及公司享有的区域优势, 相信公司经营业绩的高速增长仍将持续。

产业链延伸发展, 有望对利润形成良好补充:

作为集团资本运作的国际平台以及品牌展示的国际窗口, 公司在专注于房地产开发主业的同时, 积极布局及培育产业链相关项目, 新兴产业领域投资已见成效, 未来在整体市场预期增速放缓的背景下, 有望对公司的销售和利润形成良好补充。

管理层持股，为高速发展奠定基础：

公司采用了更为市场化的管理机制，由集团管理层持有公司股份作为激励，对公司的整体经营和发展将起到一定的促进作用。资料显示，公司管理层持股的份额从2018年年中以来有所增加，维持在相对稳定的水平。

潜在港股通标的，流动性有望改善：

截至2019年4月11日，公司总市值78.65亿港元，前9个月月末平均市值已达55亿元；公司2018年平均成交额超过495万港元，2019年至今平均成交额超过800万港元。参照恒指纳入标准，未来公司有望纳入恒生综合小型股指数，亦有较大机率被列入港股通合格股份名单，从而利好公司流动性及估值的改善。

估值低位，有待进一步修复：

目前房地产政策的调控基调，已基本明确，未来房地产市场将逐渐回归理性，维持平稳健康的发展。在此环境下，将促进行业集中度的加速提升，资源进一步向优质企业集中；从融资层面来看，国有背景，经营良好兼具规模的企业也将更容易得到政策的倾斜。以目前房地产板块的表现来看，行业整体估值仍处于相对低位，而公司目前PE在4.79倍左右，处于近两年行业平均估值底部。未来随着公司基本面改善及盈利能力的持续增强，估值或有待进一步修复。

投资建议：

公司专注于福建、华东、华中、华南地区的发展，得益于区域深耕所享有的资源优势及较为深厚的品牌沉淀，公司业绩逐渐步入高速发展的通道，未来销售及利润的增长较有保障。预计公司2019和2020年EPS分别为2.14和2.76元，按照目前行业整体平均估值测算，给予公司2019年8.6x PE，对应股价21.4元。

(2019年4月11日收盘价10.7港币)

百万人民币	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12371	18928	24228	31012
增长率(%)	159%	53%	28%	28%
归母净利润	1412	1574	2039	2708
增长率(%)	173%	11%	30%	33%
每股收益(EPS)	1.92	2.14	2.76	3.69
市盈率(P/E)	4.79	4.30	3.32	2.50

公司簡介

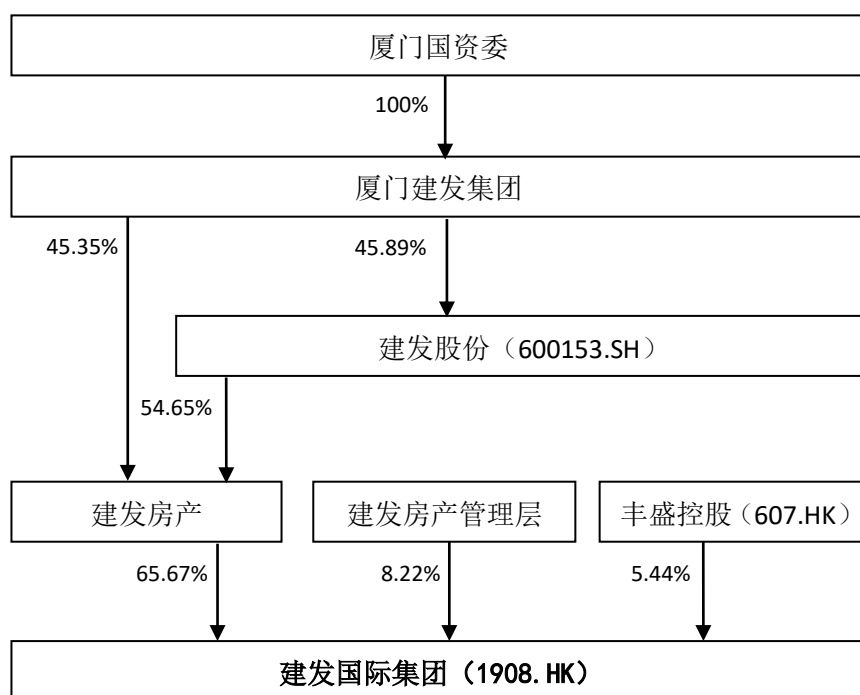
建发国际投资集团有限公司(简称“建发国际”)成立于2011年2月,是福建省最大的国有企业厦门建发集团有限公司(简称“建发集团”)成员企业—建发房地产集团有限公司(简称“建发房产”)的控股子公司。其前身为港交所创业板上市的西南环保(8291.HK),于2014年5月16日,西南环保由创业板转至主板上市(1908.HK);2014年12月10日,建发房产协议收购西南环保,并于2016年3月1日正式更名为建发国际投资集团有限公司。

股权架构

公司实际控制人**厦门建发集团**有限公司成立于2000年12月6日,注册资本为人民币50亿元,是厦门市国有独资企业,为厦门市国资委100%持有。建发集团资产总额超过2100亿元,年营业收入超过2200亿元,主要业务包括供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展业和投资业务等。公司2018年位列《财富》“世界500强”第362名、中国企业500强第85名、中国服务业500强第43名,并连续多年位居福建省企业集团100强首位。下属建发股份、建发房产、建发旅游、联发集团、厦门会展集团等控股企业,以及厦门航空、厦门国际银行、厦门农商行、厦门国际信托、君龙人寿保险、厦门法拉电子、厦门华侨电子等参股企业。

建发房产是建发国际的控股股东,成立30余年,具有国家一级房地产开发资质,总资产超过人民币1000亿元。公司主要从事房地产开发,项目包括城市核心精品、高端别墅、近郊大盘、高端写字楼、商业及综合体、大型公建等类型项目,以建筑品质和全程客服而著称,并先后位列中国房地产50强第39位,中国房地产开发企业综合发展10强第5位。

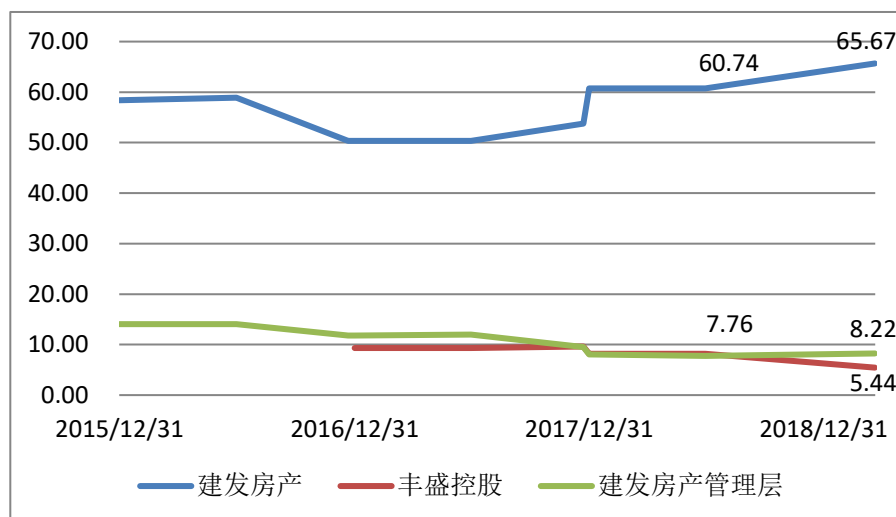
表1、最新持股情况



数据来源:公司资料、国元国际

截至 2018 年 12 月，建发房产持有公司 60.74% 的股份；公司于 2015 年 5 月通过定向增发方式引入管理层持股计划，目前建发房产管理层持有公司 8.22% 股份；丰盛控股于 2016 年 12 月认购公司股份，目前持股 5.44%。

表 2、股东持股变化



数据来源：公司资料、国元国际

发展历程

● 2014 年

- 前身为西南环保 (1908.HK)，2014 年建发房产协议收购西南环保，正式入主。

● 2015 年

- 进入长沙、泉州、漳州房地产市场；
- 涉足项目运营管理业务 (含工程代建)；
- 正式布局房地产产业链相关的轻资产及商业资产管理业务；
- 定向增发方式引入管理层持股计划；

● 2016 年

- 正式更名为建发国际投资集团有限公司；
- 进入苏州、澳洲房地产市场；
- 与深圳平安成立合资公司 (厦门万家) 布局医疗健康养老；
- 布局消费金融行业 (建信小贷)；
- 定向增发引入丰盛控股 (607.HK)，优化公司股权结构。

● 2017 年

- 进入福州、龙岩、无锡、杭州、张家港、南京、三明及广州等地市场；
- 合约销售金额突破百亿人民币；
- 代建及商业管理业务盈利超亿元人民币；
- 建信小贷累计发放贷款规模超 1.4 亿元人民币；

-廈門萬家首家綜合門診部開業；

● **2018 年**

-進入珠海市場；

-收購怡家園及匯嘉物業管理有限公司，進一步豐富房地產產業鏈綜合業務；

● **2019 年 1 月**

-競得福建莆田荔城區玉湖片區住宅用地，總代價人民幣 8.58 億元，佔地面積約 46881.92 平方米，預計計容建面不超過 121892.99 平方米；

-附屬益悅獲福建寧德閩東路住宅、商業項目，預計權益佔比 50%，承擔投資人民幣 5.67 億元，計容建面約 108189 平方米。

● **2019 年 3 月**

-競得福建福州晉安區住宅用地，總代價人民幣 7.75 億元，佔地面積約 23256 平方米，預計計容建面不超過 65117 平方米；

-競得珠海香洲區春風路南側住宅、商業用地，總代價人民幣 14.6 億元，佔地面積約 19703.04 平方米，計容建面約 59109.12 平方米。

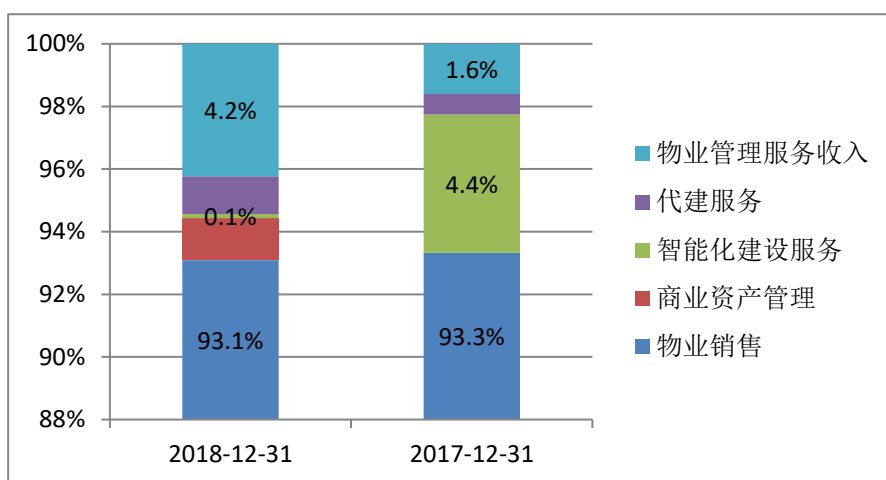
-附屬益悅獲福建莆田仙游縣中心區住宅、商業項目，預計權益佔比 51%，承擔投資人民幣 4 億元，計容建面約 107574 平方米。

主营业务

公司作为建发集团及建发房产资本运作的国际平台以及品牌展示的国际窗口，依托母公司背景及资源，在专注于房地产开发主业的同时，积极布局商业运营管理、工程代建咨询服务、消费和产业金融、文创产业园、智慧家居和智慧城市等领域。

截至 2018 年底，公司房地产开发业务板块中，物业销售收入占比达到 93.1%，物业管理收入占比为 4.2%。房地产开发业务维持稳定，而物业管理服务板块占比从 1.6%增加 2.6 个百分点至 4.2%；智能化建设服务下降 4.3 个百分点至 0.1%。主要是由于房地产开发板块的高速增长而摊薄其他业务板块收入。

表 3、收入结构



数据来源：公司资料、国元国际

表 4、各业务板块盈利情况

业务版块 (亿元人民币)	2017年				2018年			
	营收	净利润	毛利率	净利率	营收	净利润	毛利率	净利率
房地产开发	41.43	4.89	32%	12%	115.2	13.8	32%	12%
物业服务	4.21	0.21	27%	5%	5.92	0.37	25%	6%
代建业务	0.52	0.35	98%	67%	1.49	1.07	95%	72%
商业运营	1.46	0.66	65%	45%	1.69	0.59	54%	35%
智能化建设	0.21	0.06	52%	28%	0.15	0.01	25%	6%

注：2017 年为经调整财务数据。

表 5、各业务板块利润占比

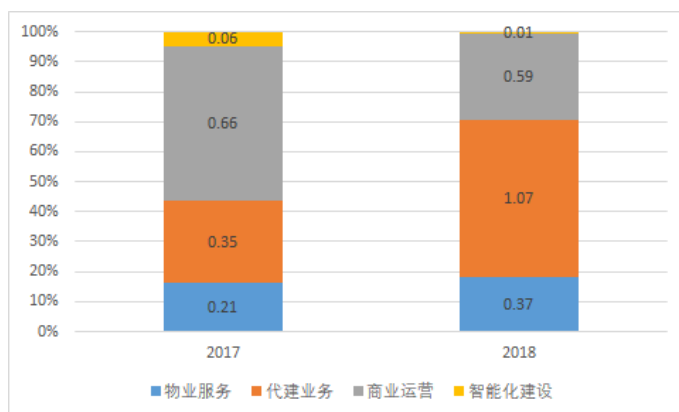
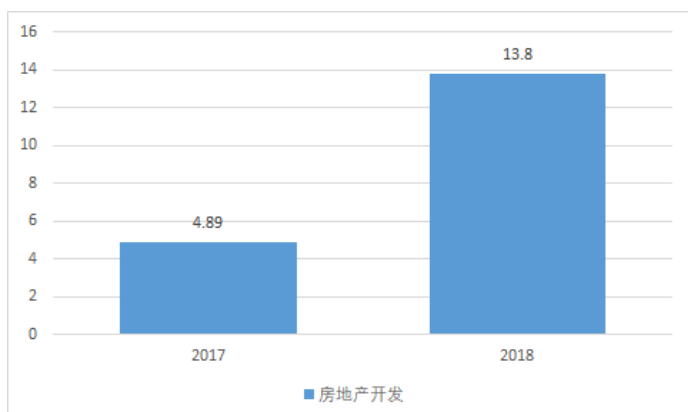
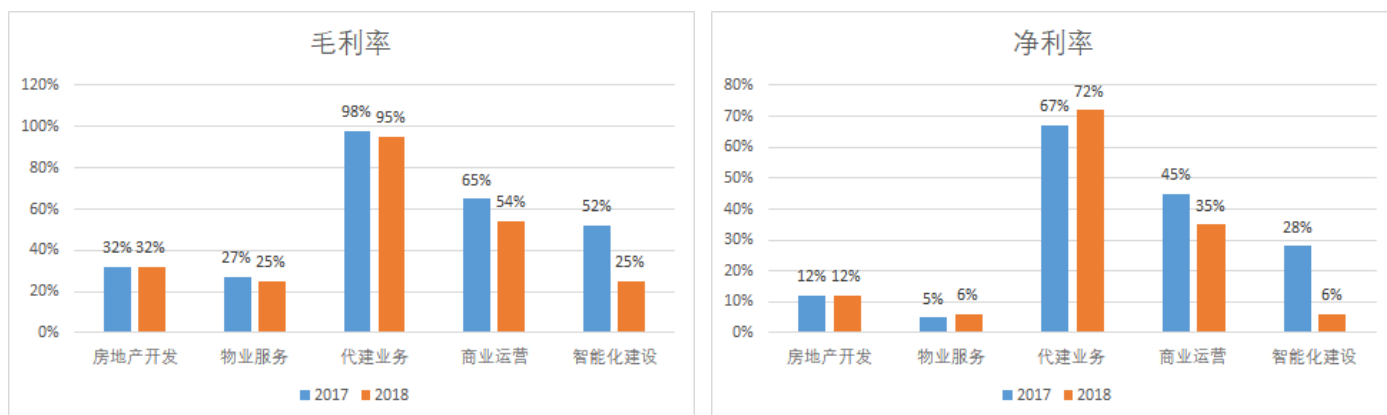


表 6、股东持股变化盈利能力变化



数据来源：公司资料、国元国际

核心业务：房地产开发

建发国际作为建发集团核心房地产开发平台，在集团的品牌及资源的支持下，逐渐步入快速发展的轨道。



公司依托于母公司资源及背景，聚焦房地产主业，深耕福建、华东、华中、华南等区域市场。2015 年以来，公司通过多种渠道积极获取优质土地资源，先后进入厦门、福州、苏州、南京、杭州、长沙、武汉、广州、深圳、珠海、南宁等 19 个城市。其中，于招拍挂，收并购及合作开发模式所获取的土地资源平均占比分别为 60%、40%及 10%，资源获取渠道较为广泛及通畅。

截至 2018 年底，公司土地储备面积 557 万平方米，同比增长 306%，货值达到人民币 1200 亿元，项目数量合计 48 个；其中，2018 年新增计容建筑面积 442 万平方米，货值约人民币 900 亿元；土地分布上，一线城市占比 8%，二线城市占比达到 63%。

2019 年公司预计可售货值在人民币 700-800 亿元，加上 2018 年已售未结转的 170 亿人民币左右的货值，公司可售资源较为充裕。考虑到公司在 2018 年下半年市场环境欠佳的情况下全年仍然保持 70%左右的去化，再加上手头充沛的可售资源，未来公司销售端相对较为明确。

表 7、土地储备情况：

地区	项目数量	土地储备 (万㎡)	货值 (人民币亿元)
华中区域	5	82	116
华东区域	13	163	317
华南区域	5	43	131
福建区域	24	269	635
澳洲	1	1	2

在集团及大股东的支持下，公司积极补充土地储备，2019年新增5个项目。其中，招拍挂获取项目3个，合作开发项目2个，累计计容建面46.19万平方米。资金方面，大股东承诺给予300亿元人民币低成本贷款支持，用于公司土地储备扩张，年化利率5.94%。目前仅使用150亿元，公司未来获取土地方面的资金相对较为充裕。

表 8、2019 年新增土地储备：

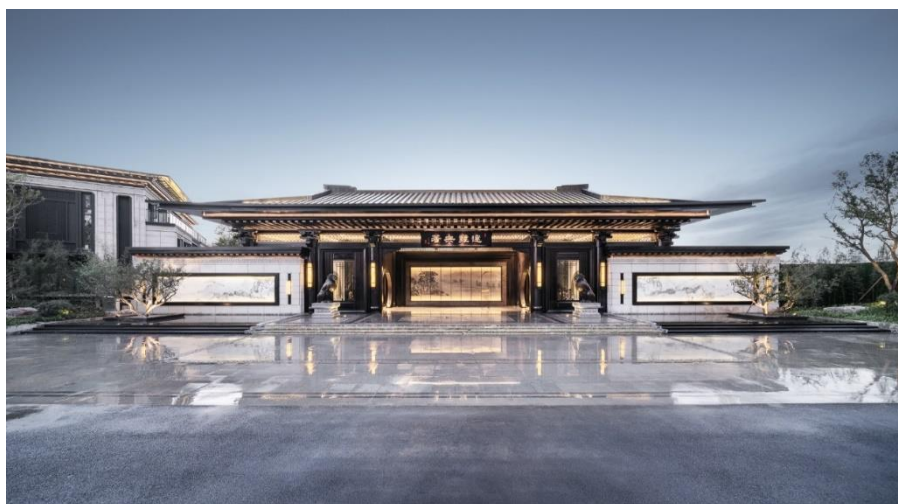
No.	项目位置	总代价 (人民币亿元)	占地面积 (m ²)	计容建面 (m ²)	性质	获取方式	获取时间
1	福建莆田荔城区玉湖片区	8.58	46882	121893	住宅	招拍挂	2019.01
2	福建宁德闽东路	50%权益、承担投资5.67亿	49177	108189	住宅、商业	合作开发	2019.01
3	福建莆田仙游县中心区	51%权益、承担投资4亿元	32598	107574	住宅、商业	合作开发	2019.03
4	福建福州晋安区	7.75	23256	65117	住宅	招拍挂	2019.03
5	珠海香洲区春风路南側	14.6	19703	59109	住宅	招拍挂	2019.03

数据来源：公司资料、国元国际

产品系列

公司聚焦于“高端改善型项目”，重视研究了新中式产品，提炼出“儒门、道园、唐风、华纹”的新中式匠造理念及“精粹系、城央系、远见系、自然系”的“1+3”产品系，既保留和延续了中国传统建筑文化的韵味，又将中式产品存在使用性材料、工艺等各种缺陷加以改进，打造出市场上颇受欢迎的成熟的新中式产品，目前公司已申请获批50多项新中式专利。

在地产设计领域，建发国际产品屡获行业大奖，如“苏州建发独墅湾”、“长沙建发央著”荣膺2018“金盘奖”，“长泰建发山外山”荣获“地产设计大奖”；在产品品质上，建发国际有一套远高于国标及行业标准的内部管控标准，在赛惟出具的第三方客户满意度调研结果中，连续多年居全国标杆水平，在2018年最新客户满意度调研结果中位居全国前三。建发国际在推进房地产业务快速增长的同时，以优质产品打造口碑，实现了可持续、高质量、受认可的价值增长。



武地&建发·央著—全球卓越设计奖（教育类）



长泰建发·山外山——“地产设计大奖”、意大利 A`Design Award 银奖



苏州建发·独墅湾——“年度最佳预售楼盘奖”

利润催化剂：房地产产业链

商业资产管理

公司旗下上海兆昱资产管理有限公司（“上海兆昱”），专业从事商业地产收购、招商、运营、处置的商业资产管理公司，业务覆盖商业和办公物业、文创孵化及城市更新等商业资产管理全产业链。

- 公司自有的租赁物业在上海及南宁地区已涵盖商场、写字楼、主题街区等，经营规模达约11万平方米，发展态势良好，其整体出租率高达86%。2018年内公司商业运营业务录得收入1.69亿元。

- 2018年2月，上海兆昱顺利完成收购上海芳汇广场，探索和实施“资产收购+运营提升+出售退出”商业资产管理模式，待进行改造运营、提升租金后再对外出售退出。

公司持续优化和提升商业资产管理效率，聚焦品牌、业态升级，构建线上线下融合的客户体验平台，探索和实施“资产收购+运营提升+出售退出”商业资产管理新模式。

物业服务

2018年建发国际全资附属公司厦门建发物业管理服务有限公司（“建发物业”）收购了两家国家一级物业服务资质企业，为建发国际的房地产产业链服务体系加入了重要环节。2018年全年物业服务营收录得5.92亿元人民币，合同管理面积近3,000万平方米，覆盖超过30个城市。

高美誉度物业服务：2018年，建发物业成为中国物业管理协会常务理事单位，获评“2018中国物业服务百强企业”、“2018厦门物业行业企业综合实力评价TOP30第一名”等荣誉。在第三方机构评级中，2018年公司物业服务指标位居行业前三，凭借高品质服务在市场广受赞誉。

“产品+服务”协同驱动：物业服务已覆盖物业前期介入、物业顾问服务、物业全委管理、物业资产管理、物业增值服务等物业项目全生命周期服务，为公司的房开项目配套优质物管服务，实现“产品+服务”双驱动满足改善性需求，有助于保证客户居住品质，以品牌创造价值。

轻资产业务

代建管理：建发国际承接政府部门委托的工程代建和项目管理业务，提供项目定位、规划设计、施工管理、策划营销等项目全周期运营管理，将代建业务和项目运营能力有效结合。2018年代建业务录得收入约1.49亿元，同比增长188%。未来建发国际将继续加大外拓代建项目规模，推广全过程运营管理模式，提升代建业务利润空间。

商业运营：2018年2月，建发国际顺利完成收购上海芳汇广场，探索和实施“资产收购+运营提升+出售退出”商业资产管理模式，待进行改造运营、提升租金后再对外出售退出。2018年公司商业运营业务录得收入1.69亿元，同比增长18%。未来建发国际将持续优化和提升商业资产管理效率，聚焦品牌、业态升级，构建线上线下融合的客户体验平台。

未来公司计划继续加大外拓代建项目规模，将代建业务和卓越的项目运营能力有效结合，推广全过程运营管理模式，提升代建业务利润空间。

利润催化剂：新兴产业链业务

公司密切关注发展前景广阔、投资潜力较大的新兴产业投资机会，择机在大健康、高端教育等领域参与项目投资，努力形成公司新的业务增长点。

2016年8月，公司收购 C-Bridge Healthcare Fund L.P. (C-Bridge 基金) 份额，C-Bridge 基金主要投资于医疗健康产业。目前在投项目 8 个，其中已上市项目 4 个。

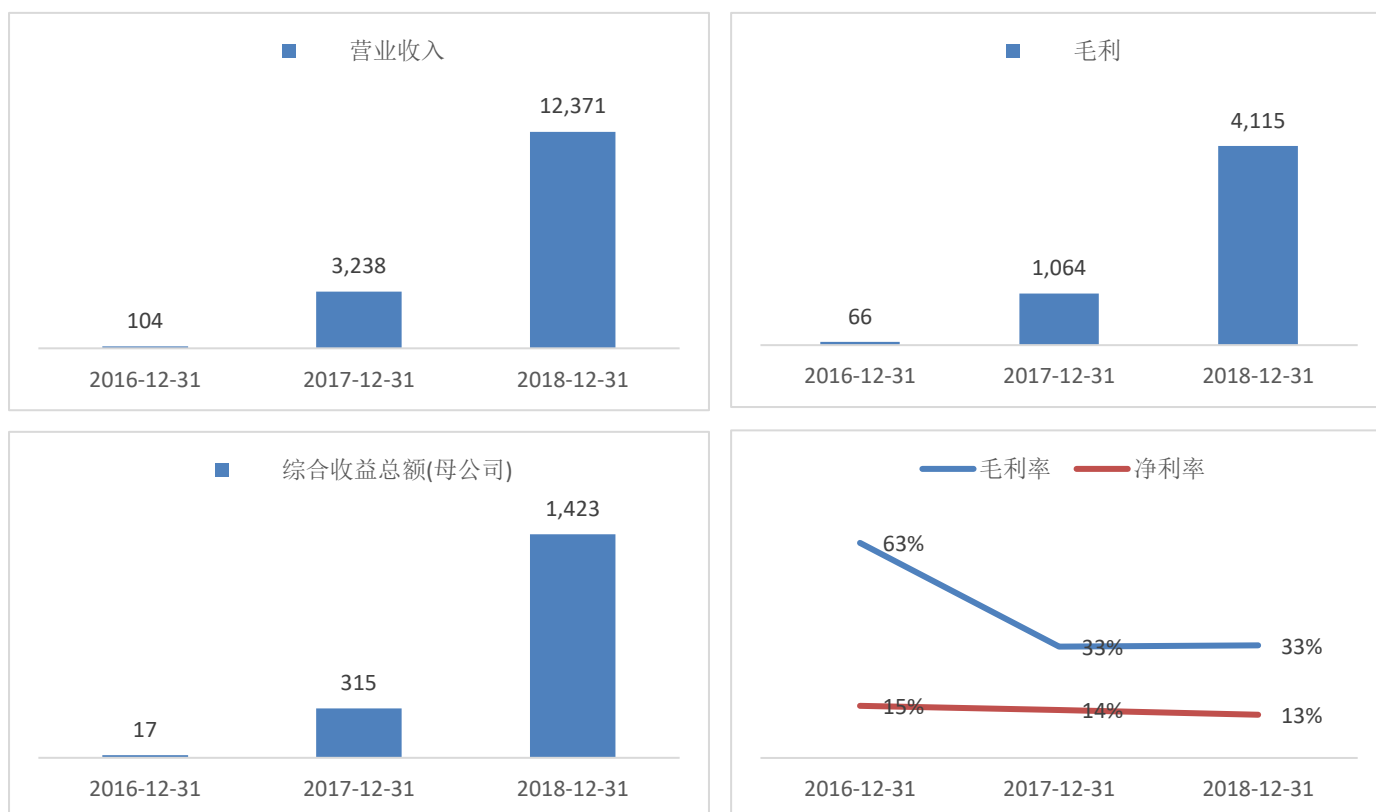
2018年12月，公司与上海佰仁健康产业有限公司合作，承接厦门市湖里区社会福利服务中心项目。该中心床位近 700 床，目标为打造以“医养护结合”为核心，以护理照料服务为主的中高端综合性养老服务机构。

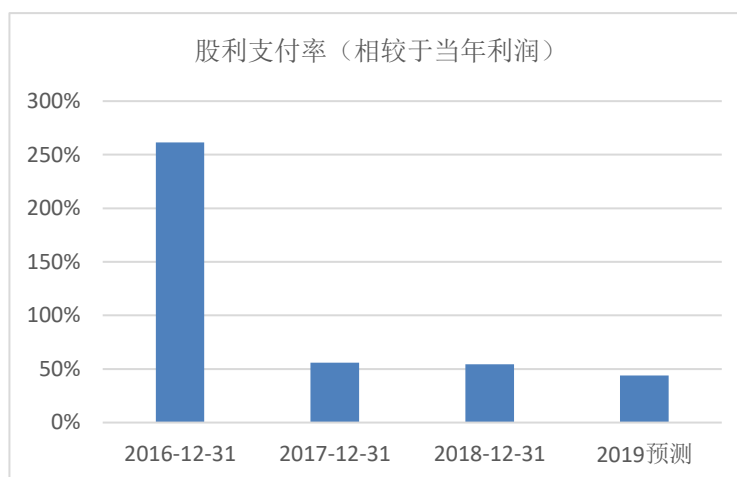
综合经营表现

建发国际 2018 年全年合同销售金额人民币 247.9 亿元，同比增长 145.2%；合同销售面积约为 164.2 万平方米，较 2017 年同期增长 166.7%；公司 2018 年全年确认销售收入为 123.7 亿元人民币，同比增长 158.9%，其中来自福建地区和华东地区的确认销售收入占比分别达到 55% 和 41%；毛利同比增长 158.7% 至 41.2 亿元人民币；股东应占溢利录得人民币 14.2 亿元，同比增长 169.1%，毛利率和净利率为 33.3% 和 12.7%，比去年同期分别增加 0.39 和减少 1.39 个百分点；预计每股分红 1.2 元港币，按照目前股价计算，股息收益率达到 12%。（公司于 2018 年 1 月 1 日采用香港财务报告准则第 9 号及第 15 号，2017 年同比数据为经重列数据。）

表 9、业绩增速及派息比例

(单位：人民币百万元)





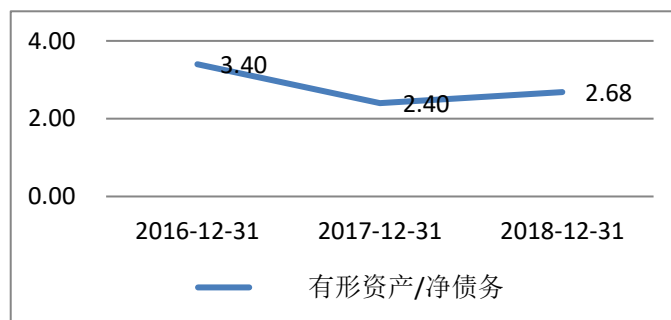
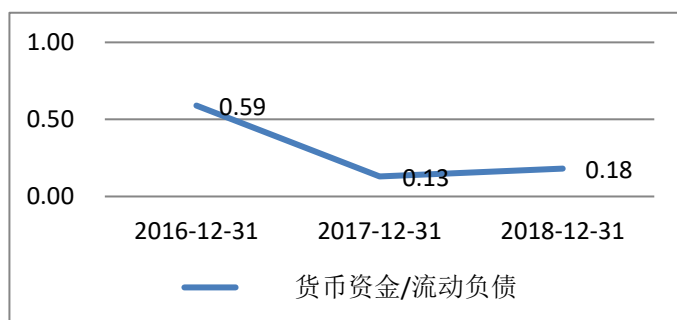
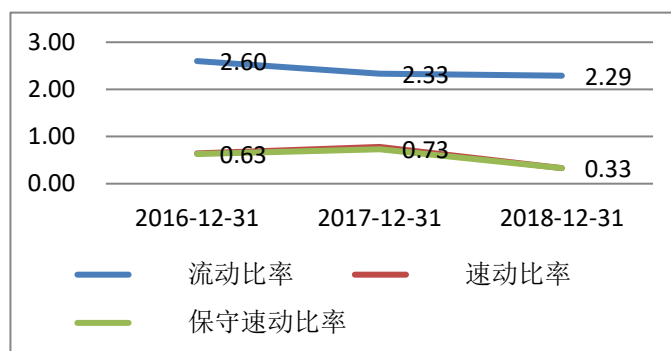
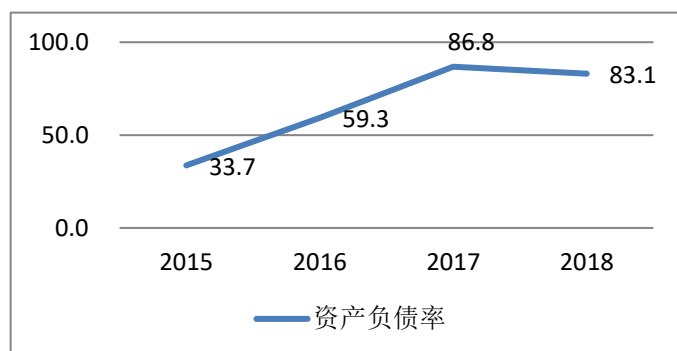
数据来源：公司资料、国元国际

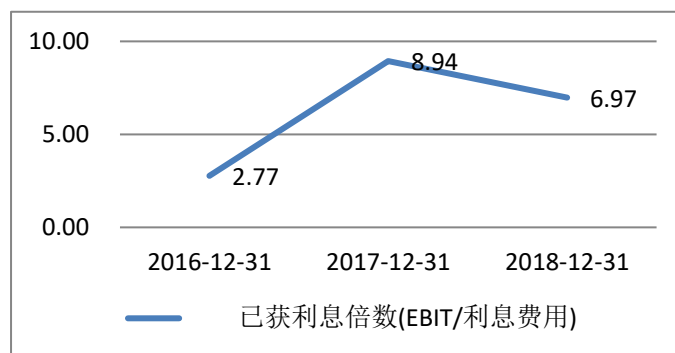
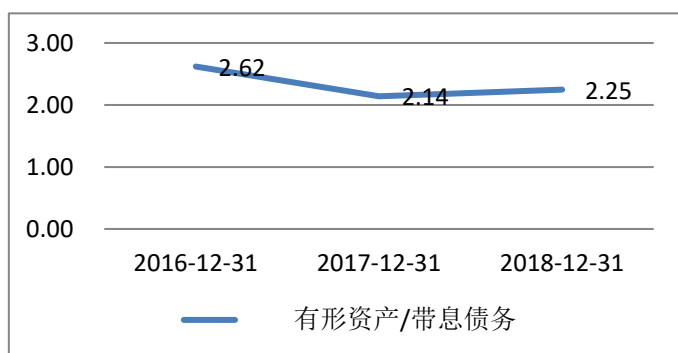
公司盈利能力维持在相对稳定的水平，资产负债率有所下降。作为集团核心房地产开发品牌，未来随着集团资源的不断注入及公司享有的区域资源优势，相信公司经营业绩的高速增长仍将持续。

(公司于 2018 年 1 月 1 日采用香港财务报告准则第 9 号及第 15 号，2017 年同比数据为经重列数据。)

表 10、偿债能力

(单位：%)





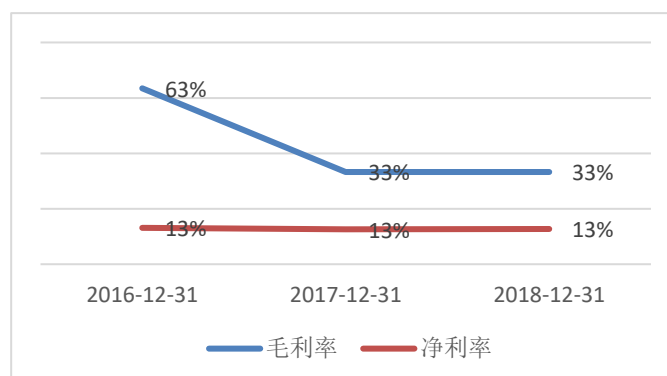
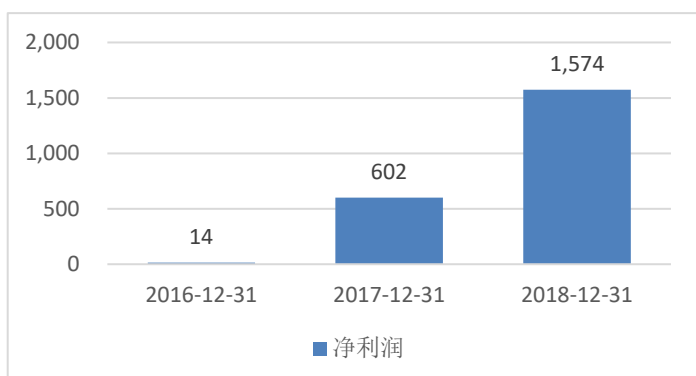
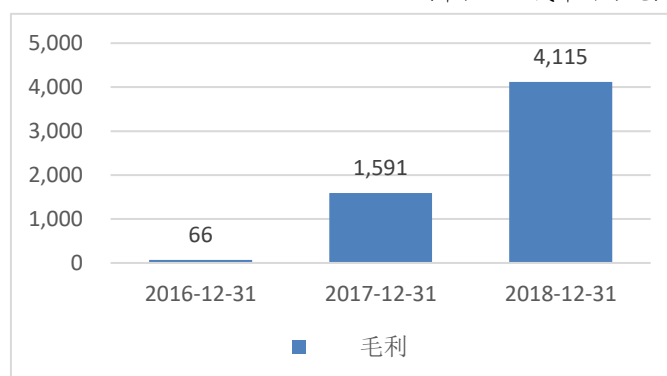
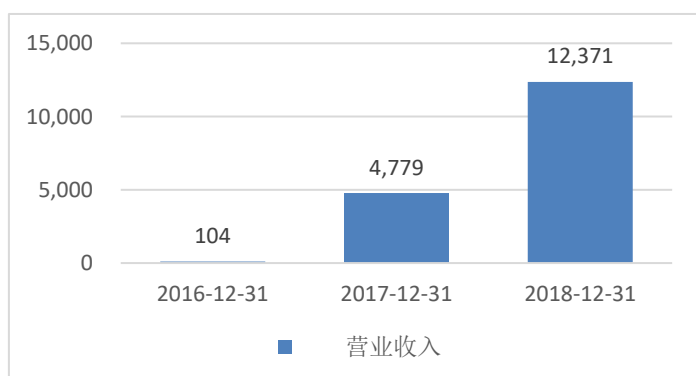
业绩增长强劲，维持高额派息

数据来源：WIND、公司资料、国元国际

公司 2018 年财务表现强劲，销售大幅增长，盈利能力持续增强，各项营收及盈利指标同比均维持高速增长，净利率及毛利率维持在行业中等或较为优秀水平，公司设定 2019 年合同销售目标为 100% 的增长。在营收及盈利高速增长的背景下，公司近两年派息率均维持在 50% 左右。

表 11、盈利能力

(单位：人民币百万元)



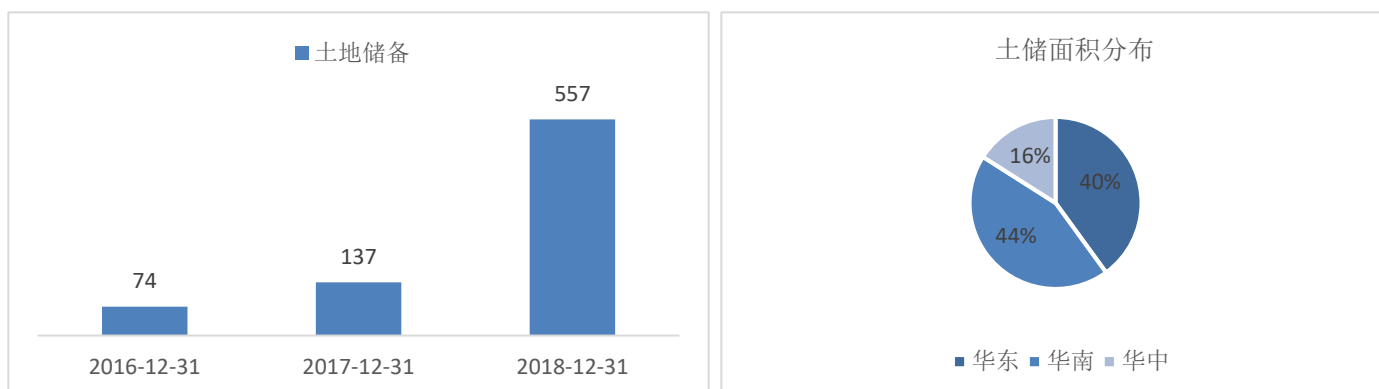
数据来源：公司资料、国元国际

依托集团资源，深耕房地产主业

公司股东具有国有控股背景，依托母公司背景及资源，公司在拿地、获取项目及融资上，比一般民营企业更具优势。近年来，得益于控股股东资产注入，公司业绩迅速步入高速发展的轨道。作为集团房地产开发板块的核心品牌，公司战略性全国布局华东、华中、华南等区域，已形成一定的区域性竞争优势。

2018 年公司总土地储备面积 557 万平方米，货值超过人民币 1200 亿元，同比增长达到 3 倍。其中，2018 年新增计容建筑面积 442 万平方米，新增货值人民币 900 亿元；土地分布上，华东、华南和华中分别占比达到 40%、44%和 16%。其中，一线城市占比 8%，二线城市占比 63%。

表 12、土地储备情况



数据来源：公司资料、国元国际

财务成本较低，融资享有优势

依托于集团强大的背景及股东给予资金及优质资源方面的支持，公司维持着较低的融资成本，融资难度相对较低。公司的盈利能力维持在相对稳定的水平，资产负债率较 2017 年有所下降。未来，随着集团优质资源的不断注入及公司享有的区域优势，相信公司经营业绩的高速增长仍将持续。

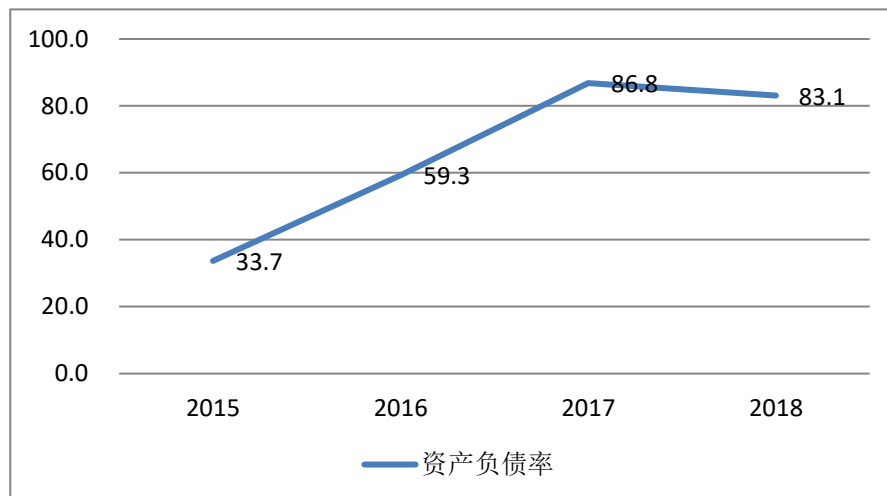
在国有企业股东背景及大股东资金支持的双重保障下，建发国际的融资成本具备优势，相对同行处于较低水平。

1. 境内融资：公司控股股东建发房产为国有企业，主体评级为 AA+，为建发国际的项目贷款提供无偿担保等合理的增信措施。借助于母公司的股东背景和项目担保，建发国际的融资成本显著低于同类型房企。目前公司项目融资（项目贷款、并购贷、ABS 等）综合借款成本约 5.1%/年；

2. 境外融资：建发国际于 2018 年下半年首次开展境外融资，目前在香港已取得兴业香港、中银香港（银团）2 亿美金的贷款，综合利率在 5.25%/年。

3. 大股东的资金支持：根据建发国际与大股东建发房地产集团有限公司签署的股东贷款框架协议，大股东将在未来三年向公司提供人民币 300 亿元的股东贷款支持，平均利率约 6%/年，为公司未来规模的扩张提供了充足的资金支持和杠杆空间。

表 13、公司历年资产负债率

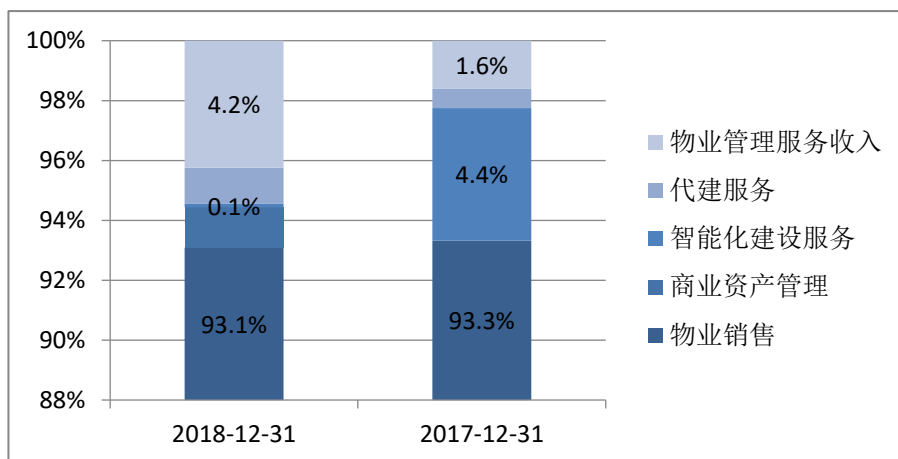


数据来源：WIND, 国元国际

产业链延伸发展，有望对利润形成良好补充

作为集团资本运作的国际平台以及品牌展示的国际窗口，公司在专注于房地产开发主业的同时，积极布局及培育商业运营管理、工程代建咨询服务、消费和产业金融、文创产业园、智慧家居和智慧城市等产业链相关项目，新兴产业领域投资已见成效，未来在整体市场预期增速放缓的背景下，有望对公司的销售和利润形成良好补充。

表 14、营业收入分析



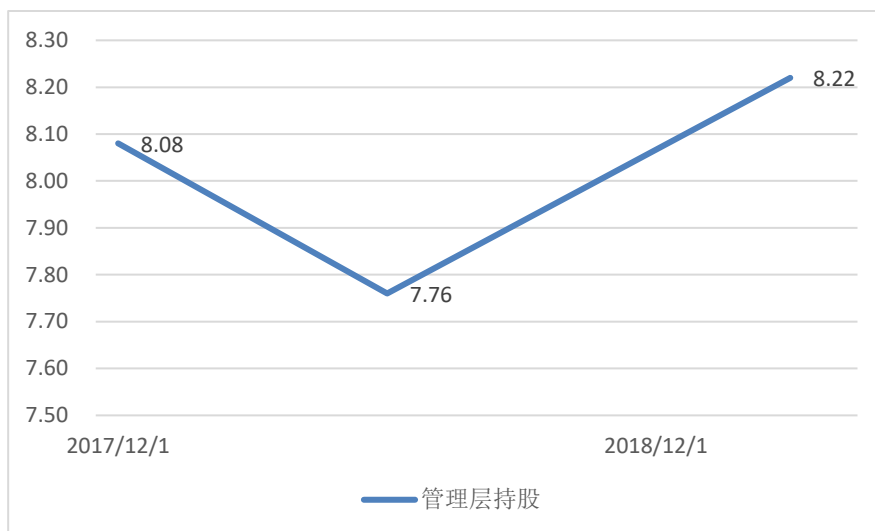
数据来源：WIND, 国元国际

管理层持股计划，为高速发展奠定基础

公司采用了更为市场化的管理机制，由集团管理层持有公司股份作为激励，对公司的整体经营和发展将起到一定的促进作用。

资料显示，公司管理层持股的份额从 2018 年年中以来有所增加，维持在相对稳定的水平。

表 15、管理层持股比例变化



数据来源：WIND, 国元国际

估值低位，有待进一步修复

目前房地产政策的调控基调，已基本明确，未来房地产市场将逐渐回归理性，维持平稳健康的发展。在此环境下，将促进行业集中度的加速提升，资源进一步向优质企业集中；从融资层面来看，国有背景，经营良好兼具规模的企业也将更容易得到政策的倾斜。

以目前房地产板块的表现来看，行业整体估值仍处于相对低位，平均估值在 7.8 倍左右。而公司 2018 年 PE 在 4.8 倍左右，处于行业平均估值底部。未来随着公司基本面改善及盈利能力的持续增强，估值或有待进一步修复。

(按行业整体估值计算，其中包括上市房企控股的已上市物业管理公司。)

表 16、行业整体平均估值



数据来源：WIND、中信 HK 房地产指数、国元国际

投资建议：

- 公司专注于福建、华东、华中、华南地区的发展。得益于良好的股东背景及区域深耕所享有的资源优势，公司业绩逐渐步入高速发展的通道。
- 公司战略布局良好，产品线完整，同时经过集团多年房地产行业的深耕与积累，具有较好的品牌沉淀，已逐渐形成了良好的区域性的竞争优势。
- 得益与大股东品牌及资金层面的支持，公司在当前并不宽松的融资环境下依然可以较低成本获取优质资源，为公司未来销售和利润的增长奠定基础。
- 在房地产行业整体预期增速放缓的市场环境下，公司布局的产业链及新兴产业业务未来也有望对公司的利润形成良好的补充。

整体来看公司经营稳健，得益于良好的股东背景，及品牌核心竞争优势，公司未来的业绩增长相对较有保障。预计公司 2019 和 2020 年 EPS 分别为 2.14 和 2.76 元，按照目前行业整体平均估值测算，给予公司 2019 年 8.6x PE，对应股价 21.4 元。

(2019 年 4 月 11 日收盘价 10.7 港币)

百万人民币	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12371	18928	24228	31012
增长率 (%)	159%	53%	28%	28%
归母净利润	1412	1574	2039	2708
增长率 (%)	173%	11%	30%	33%
每股收益 (EPS)	1.92	2.14	2.76	3.69
市盈率 (P/E)	4.79	4.30	3.32	2.50

附录 I. 可比公司

No.	代码	证券简称	总市值	总收入	每股收益EPS			市盈率PE			市净率PB	销售毛利率			销售净利率			ROE (%)
					18A	19E	20E	TTM	19E	20E		2018年	2017年	2016年	2018年	2017年	2016年	
1	1813.HK	合景泰富集团	25510	7848	1.28	1.64	2.00	6.47	4.89	4.02	0.88	32.78	34.83	34.63	52.94	30.42	38.37	14.12
2	1233.HK	时代中国控股	25051	34477	2.40	2.68	3.38	5.83	5.10	4.04	1.51	30.9	27.91	26.23	13.95	14.38	12.2	27.05
3	0123.HK	越秀地产	25046	26444	0.22	0.21	0.24	9.40	7.60	6.63	0.76	31.75	25.67	20.79	11.49	9.8	8.27	8.24
4	0604.HK	深圳控股	23334	14599	0.37	0.36	0.40	7.98	7.59	6.91	0.65	35.88	34.63	38.73	22.2	50.07	16.24	8.21
5	3883.HK	中国奥园	22325	31006	0.90	1.43	1.99	9.49	5.82	4.19	1.92	31.07	26.74	27.71	9.48	10.19	8.5	21.87
6	1638.HK	佳兆业集团	19129	38748	0.45	0.51	0.55	7.12	6.17	5.69	0.90	28.75	27.26	13.01	8.5	9.29	-1.96	13.51
7	1628.HK	禹洲地产	19023	24408	0.78	0.94	1.16	5.73	4.23	3.41	1.00	30.72	35.4	36.27	15.27	14.39	15.23	19.54
8	0754.HK	合生创展集团	17144	11648	2.28	0.78	0.87	3.47	9.83	8.89	0.30	49.11	36.79	27.56	43.8	42.04	23.64	8.9
9	3301.HK	融创中国	16292	34490	1.38	2.32	3.07	7.76	4.35	3.29	1.31	23.47	16.56	20.24	10.07	8.71	14.96	18.71
10	0535.HK	金地商置	14681	7448	0.14	0.22	0.27	6.67	4.26	3.43	1.27	58.04	36.61	44.22	36.95	39.84	22.7	19.8
11	1238.HK	宝龙地产	13993	19619	0.71	0.77	0.99	5.05	4.54	3.53	0.52	38.55	33.51	33.42	18.59	24.79	19.23	10.78
12	1966.HK	中骏集团控股	13773	17876	0.88	0.79	0.98	4.17	4.21	3.41	0.91	34.56	34.06	25.04	20.57	21.36	19.51	24.23
13	0173.HK	嘉华国际	13159	9665	1.13	0.79	0.73	3.80	5.32	5.80	0.43	44.89	50.12	47.02	37.87	39.07	32.79	11.46
14	0081.HK	中国海外宏洋集团	13098	22789	0.64	0.80	1.02	6.30	4.80	3.76	0.79	29.09	20.06	17.17	9.62	6.22	5.46	14.66
15	0095.HK	绿景中国地产	11168	4523	0.25	0.28	0.34	9.24	8.22	6.56	1.01	59.49	65.3	50.02	27.2	34.91	17.58	11.69
16	0119.HK	保利置业集团	10781	20663	0.54	0.52	0.52	5.62	5.68	5.65	0.42	36.66	20.63	16.34	11.03	8.05	0.72	7.71
17	2868.HK	首创置业	8164	21084	0.45	0.92	1.00	6.08	2.92	2.68	0.29	19.61	24.04	10.85	11.46	13.83	15.22	7.68
18	1777.HK	花样年控股	7895	14012	0.13	0.21	0.25	11.10	6.56	5.43	0.62	29.92	29.62	32.31	8.34	14.38	9.72	5.69
19	0978.HK	招商局置地	5878	11994	0.25	0.36	0.46	4.95	3.30	2.63	0.74	33.36	32.97	28.75	18.39	16.96	9.6	15.66
20	1107.HK	当代置业	3463	9405	0.19	0.33	0.39	6.75	3.71	3.22	0.62	23.25	21.05	19.46	7.04	9.7	8.43	9.67
		平均值	15445	19137	0.77	0.84	1.03	6.65	5.46	4.66	0.84	35.09	31.69	28.49	19.74	20.92	14.82	13.96

数据来源: WIND, 国元国际

附录 II. 财务和估值摘要

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	104.10	4778.85	12371.42	18928.26	24228.18	31012.07
增长率(%)	-22.18%	4490.50%	158.88%	53.00%	28.00%	28.00%
归属母公司股东净利润	11.04	516.63	1412.20	1574.26	2038.90	2707.68
增长率(%)	32.71%	4578.35%	173.35%	11.48%	29.51%	32.80%
每股收益(EPS)	0.015	0.703	1.922	2.142	2.775	3.685
销售毛利率	63.69%	33.29%	33.26%	28.00%	28.00%	28.00%
销售净利率	12.25%	12.39%	12.69%	9.24%	9.35%	9.70%
净资产收益率(ROE)	1.09%	17.89%	23.17%	22.88%	25.81%	29.26%
投入资本回报率(ROIC)	3.47%	35.80%	11.72%	5.68%	5.72%	6.00%
市盈率(P/E)	612.36	13.09	4.79	4.30	3.32	2.50
市净率(P/B)	6.67	2.34	1.11	0.98	0.86	0.73

附录 III. 报表预测

报表预测						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	104.10	4778.85	12371.42	18928.26	24228.18	31012.07
减: 营业成本	37.80	3188.12	8256.26	13628.35	17444.29	22328.69
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	18.35	337.68	595.62	1481.86	1695.97	1860.72
管理费用	26.95	47.04	151.56	275.19	336.24	430.38
财务费用	32.78	201.43	666.73	754.78	1026.72	1318.78
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	21.33	40.97	233.93	24.06	24.06	24.06
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	9.55	1045.55	2935.18	2812.14	3749.02	5097.55
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	209.88	209.88	209.88
利润总额	9.55	1045.55	2935.18	3022.02	3958.90	5307.43
减: 所得税	-3.20	453.68	1365.53	1272.23	1692.67	2297.85
净利润	12.75	591.86	1569.65	1749.79	2266.23	3009.58
减: 少数股东损益	1.71	75.24	157.46	175.53	227.33	301.90
归属母公司股东净利润	11.04	516.63	1412.20	1574.26	2038.90	2707.68
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	246.43	1985.20	4547.44	7039.11	8980.44	11549.98
应收和预付款项	18.90	6987.87	3104.45	5418.59	5222.22	8102.47
存货	821.50	23248.16	49933.59	70933.59	90933.59	110933.59
其他流动资产	0.00	193.48	672.95	672.95	672.95	672.95
长期股权投资	871.95	274.28	1821.66	2076.76	2322.49	2557.89
投资性房地产	682.13	642.33	1238.73	1238.73	1238.73	1238.73
固定资产和在建工程	70.91	99.44	113.07	98.93	84.80	70.67
无形资产和开发支出	0.30	99.56	95.94	86.34	76.75	67.16
其他非流动资产	71.07	491.22	1247.13	1371.84	1509.03	1659.93
资产总计	2783.19	34021.52	62774.95	88936.86	111040.99	136853.37
短期借款	3.24	258.24	1554.08	1709.48	1880.43	2068.48
应付和预收款项	393.28	15894.65	22336.11	35883.62	44220.28	54936.51
长期借款	1059.89	11922.44	26395.48	37891.81	50241.56	63493.92
其他负债	194.54	661.06	1885.24	1885.24	1885.24	1885.24
负债合计	1650.94	28736.38	52170.91	77370.16	98227.51	122384.15
股本	35.22	61.53	61.53	61.53	61.53	61.53
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	978.02	2826.35	6032.49	6819.62	7839.07	9192.91
归属母公司股东权益	1013.24	2887.88	6094.02	6881.15	7900.60	9254.44
少数股东权益	119.01	2397.26	4510.02	4685.55	4912.88	5214.78
股东权益合计	1132.25	5285.14	10604.05	11566.70	12813.48	14469.22
负债和股东权益合计	2783.19	34021.52	62774.96	88936.86	111040.99	136853.37
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	3.51	-11645.77	-11318.90	-7446.08	-8358.04	-8019.67
投资性现金净流量	-920.14	-968.23	-3652.94	-166.91	-170.00	-173.40
筹资性现金净流量	1090.71	13366.08	17047.48	10104.66	10469.36	10762.61
现金流量净额	174.75	752.07	2075.64	2491.67	1941.33	2569.55

附录 IV. 财务分析
财务分析和估值指标汇总

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	63.69%	33.29%	33.26%	28.00%	28.00%	28.00%
三费/销售收入	75.01%	12.27%	11.43%	13.27%	12.63%	11.64%
EBIT/销售收入	40.82%	26.11%	29.16%	19.98%	20.60%	21.38%
EBITDA/销售收入	46.72%	26.56%	29.35%	20.11%	20.70%	21.46%
销售净利率	12.25%	12.39%	12.69%	9.24%	9.35%	9.70%
资产获利率						
ROE	1.09%	17.89%	23.17%	22.88%	25.81%	29.26%
ROA	1.53%	3.67%	5.75%	4.25%	4.49%	4.85%
ROIC	3.47%	35.80%	11.72%	5.68%	5.72%	6.00%
增长率						
销售收入增长率	-22.18%	4490.50%	158.88%	53.00%	28.00%	28.00%
EBIT 增长率	20.11%	2837.05%	189.04%	4.85%	31.96%	32.87%
EBITDA 增长率	32.92%	2509.31%	186.13%	4.81%	31.76%	32.72%
净利润增长率	15.21%	4542.45%	165.21%	11.48%	29.51%	32.80%
总资产增长率	117.36%	1122.39%	84.52%	41.68%	24.85%	23.25%
股东权益增长率	33.82%	185.01%	111.02%	12.92%	14.82%	17.14%
经营营运资本增长率	18.36%	3255.75%	114.93%	34.36%	28.92%	24.21%
资本结构						
资产负债率	59.32%	84.47%	83.11%	86.99%	88.46%	89.43%
投资资本/总资产	70.77%	47.95%	57.62%	53.49%	54.42%	54.27%
带息债务/总负债	64.40%	42.39%	53.57%	51.18%	53.06%	53.57%
流动比率	2.60	1.95	2.28	2.14	2.22	2.24
速动比率	0.64	0.54	0.30	0.32	0.30	0.34
股利支付率	346.69%	35.67%	54.71%	50.00%	50.00%	50.00%
收益留存率	-246.69%	64.33%	45.29%	50.00%	50.00%	50.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.04	0.14	0.20	0.21	0.22	0.23
固定资产周转率	1.47	48.06	109.42	191.32	285.71	438.85
应收账款周转率	5.51	2.17	5.17	4.08	5.55	4.33
存货周转率	0.05	0.14	0.17	0.19	0.19	0.20
EBIT	42.49	1247.95	3607.08	3781.97	4990.78	6631.38
EBITDA	48.64	1269.06	3631.14	3805.69	5014.51	6655.10
NOPLAT	32.00	705.11	1912.22	2053.00	2719.34	3623.69
净利润	11.04	516.63	1412.20	1574.26	2038.90	2707.68
EPS	0.015	0.703	1.922	2.142	2.775	3.685
BPS	1.379	3.930	8.293	9.364	10.751	12.593
PE	612.36	13.09	4.79	4.30	3.32	2.50
PEG	1.45	0.23	0.20	0.15	0.11	-0.02
PB	6.67	2.34	1.11	0.98	0.86	0.73
PS	64.96	1.42	0.55	0.36	0.28	0.22
PCF	1926.01	-0.58	-0.60	-0.91	-0.81	-0.84
EV/EBIT	30.14	11.21	8.50	10.91	10.64	9.89
EV/EBITDA	26.33	11.03	8.44	10.84	10.59	9.85
EV/NOPLAT	40.02	19.84	16.03	20.10	19.52	18.10
EV/IC	0.65	0.86	0.85	0.87	0.88	0.88
ROIC-WACC	0.03	0.36	0.12	0.04	0.04	0.04

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元國際控股有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元國際”)編寫，所載資料的來源皆被國元國際認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元國際或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元國際於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元國際事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元國際保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元國際控股有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元國際控股有限公司

香港中環干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>