

融资优势助力快增长，国企背书提质稳经营

建发国际集团 01908.HK 信用深度分析

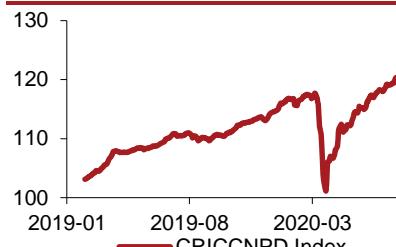
基础数据

现金及等价物 (亿)	81.7
总资产 (亿)	1,391.5
总负债 (亿)	1,212.8
所有者权益 (亿)	178.7
净债务 (亿)	1,131.1

近一年股价走势图



克而瑞中国地产债券领先指数走势图



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券
相关报告

核心观点

- 公司评级:** 暂无境外评级机构对上市主体作出信用评级。建发系 A 股上市主体建发股份；2019 年 6 月 6 日中诚信国际予以 AAA 级评级；2020 年 7 月 20 日联合资信予以 AAA 级评级，评级展望均稳定。
- 发行两笔永久可换股债券，票面利率较低。**公司发行两笔永久可换股债券，面值及票面利率分别为 5 亿 HKD 及 30 亿 HKD，4% 及 4.25%，均已全部换股。
- 合约销售快速增长，积极扩张土地储备。**2019 年合约销售额为 507.8 亿元，合约销售均价为 17317 元/m²，2020H1 合约销售额为 258 亿元，2020 年全年目标销售 700 亿元。公司拿地策略积极，扩张土地储备，地价房价比逐年改善，2019 年为 43.4%，2020H1 升高至 88.2%，机会型进入北京、上海等地，拉高整体土地成本，这些城市销售均价较高，新增地块地价房价比仍较合理。2019 年总土地储备达 934.7 万 m²，同比增长 67.9%，主要分布于二线城市，深耕海西及长三角中心区域。
- 营收增长稳健，利润率水平略有下行，净负债率有所改善，有息负债中间接控股股东借款占比达 52.8%，2020H1 综合融资成本为 5.35%，公司仍有一定安全边际。**2019 年公司营收为 180.0 亿元，同比增长放缓至合理水平。2019 年公司毛利率与净利润分别为 25.9% 及 11.1%，公司利润率水平略有下行。2019 年扣除合约负债资产负债率为 75.2%；净负债率为 170.0%，考虑受限制现金后，净负债率为 164.0%。
- 根据 1-6 月公司销售数据，进行现金流压力测算，短期偿债有较高安全边际。**若仅考虑通过销售回款来偿债，2020 年一年内销售扣掉各类费用支出后，只考虑偿还公司短债，2019 年 7-12 月已发生销售金额超过还款所需 2020 同期合约销售金额，无需计算覆盖比率；若进一步考虑土地款支出，销售回款偿还短期债务之后，剩余的金额能够支撑 0.88 倍的 2019 年拿地力度，销售回款对于债务及费用的覆盖程度较高，资金的使用情况较为灵活。（测算过程详见下文）
- 公司投资及筹资力度同步加强，短期偿债能力稳定，关联方交易对公司影响不大。**2019 年公司短债现金比为 1.8，短期偿债能力良好。2019 年公司应收非控股股东款项占流动资产比为 8.0%，应付关联方及非控股股东款项占流动负债比为 9.5%，整体关联交易对公司影响不大。抵押资产获款比为 64.0%，作为借款抵押品的存货占总存货比为 22.3%，作为借款抵押品的投资物业占总投资物业比为 49.5%。
- 综上，公司偿债能力有安全边际。**
- 风险提示：**政策风险，融资风险，信用风险，销售业绩未完成风险，数据风险（详见报告末页风险提示）

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	104	3,238	12,371	17,995	2,854
净利润	15	329	1,420	1,718	151
EBITDA Margin (%)	47%	27%	29%	22%	11%
自由现金流量	-0.6	-67.4	-111.4	12.2	-
扣除合约负债的资产负债率 (%)	58%	83%	79%	75%	79%
资本负债率 (X)	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
net debt/EBITDA	16.7	10.7	6.7	8.5	144.0

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	104	3238	12371	17995	2854
营业成本	38	2173	8256	13342	2229
毛利	66	1064	4115	4653	625
销售费用	18	208	596	1181	451
管理费用	27	35	152	91	43
财务费用	16	98	517	417	159
其他费用/(-收入)	22	52	239	462	181
除税前溢利	27	776	3090	3426	154
所得税费用	11	317	1512	1428	38
净利润	16	459	1578	1998	115
少数股东损益	2	130	66	280	-36
归属于母公司净利润	15	329	1420	1718	151

财务指标	2016	2017	2018	2019	2020H1
------	------	------	------	------	--------

盈利能力					
ROE	1.7%	19.3%	33.4%	25.7%	2.2%
毛利率	63.7%	32.9%	33.3%	25.9%	21.9%
除税前利润率	26.4%	24.0%	25.0%	19.0%	5.4%
销售净利率	15.5%	14.1%	12.7%	11.1%	4.0%
成长能力					
营业收入增长率	-	-	282.1%	45.5%	123.3%
除税前溢利增长率	-	-	298.1%	10.9%	-53.9%
净利润增长率	-	-	243.4%	26.6%	-39.0%

偿债能力					
资产负债率	59.3%	86.8%	83.1%	83.0%	87.2%
流动比	2.60	2.33	2.29	1.84	1.87
速动比	0.64	0.78	0.33	0.52	0.44

每股指标与估值	2016	2017	2018	2019	2020H1
每股指标					
EPS	0.0	0.7	1.9	2.0	0.1
BVPS	2.4	3.3	8.3	8.0	5.5
估值					
P/E	976.4	40.5	9.9	8.3	-
P/B	14.1	5.6	2.3	2.0	-
P/S	135.3	4.1	1.1	0.8	-

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018	2019	2020H1
现金及现金等价物	244	1169	3665	10386	8172
应收账款及其他应收款项	19	5559	3777	17763	20224
存货	822	14323	49802	75909	99248
其他流动资产	2	458	1014	1884	2213
流动资产合计	1087	21509	58258	105942	129856
固定资产及在建工程	71	65	113	109	138
长期股权投资	872	107	475	2449	5273
无形资产、商誉	0	0	0	211	199
其他非流动资产	754	1176	3928	6878	3681
非流动资产合计	1696	1348	4517	9647	9290
资产总计	2783	22857	62775	115589	139146
短期借款	3	248	1554	3263	1775
应付账款及其他应付款项	322	3044	9251	13569	12933
合同负债	71	5619	13085	36424	53091
其他流动负债	21	330	1606	4410	1741
流动负债合计	417	9240	25497	57665	69540
长期借款	0	5451	6795	13980	20767
长期应付账款及其他应付款项	-	-	-	-	-
其他长期负债	1234	5152	19880	24334	30974
非流动负债合计	1234	10604	26674	38314	51741
负债合计	1651	19844	52171	95979	121281
股本	35	62	62	77	101
储备	978	2339	6032	7221	6328
少数股东权益	119	612	4510	12312	11436
负债和股东权益总计	2783	22857	62775	115589	139146
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018	2019	2020H1
净利润	16	459	1578	1998	-
营运资本变动	-24	-7218	-13714	-235	-
利息净支出	-2	82	363	179	-
其他	14	-52	659	-695	-
经营活动现金流	4	-6729	-11114	1246	-
资本支出	64	10	27	30	-
投资净额	-839	-185	-1487	-4747	-
其他	-17	-1067	-2139	-7774	-
投资活动现金流	-920	-1262	-3653	-12550	-
债务融资净额	1081	37030	79117	110569	-
权益融资净额	-	-	-	-	-
其它	9	-28468	-62070	-92541	-
筹资活动现金流	1091	8562	17047	18028	-
汇率变动	1	-9	-5	-4	-
现金净增加额	175	561	2275	6721	-

内容目录

公司概况	6
一年内到期综合债务规模占比 17.8%，永久可换股债券定增大股东	9
国企背书，发展势头强劲	10
销售增长较快，拿地成本逐年降低	10
土地储备布局中部地区，深耕二、三线	17
公司快速扩张的同时，营运指标稳健	19
营收增长稳健，利润水平有进一步提升空间	19
三费占比合理，维持在较低水平	25
存货周转率水平偏低，权益乘数稳定	26
扩张势头强劲，融资优势显著	28
扩张势头强劲，筹资及投资力度同步加强	28
若销售回款只考虑偿还短期债务，建发国际集团安全边际良好	29
综合考虑土地款支出和货币现金后，对多元渠道偿付有一定需求	29
有息负债合理增长，净负债率有所改善，融资成本优势明显	32
抵押资产规模扩大，开发中物业抵押为主导	34
应收款对公司影响有所上升，应付关联交易对公司影响有所下降	36
风险提示	38
评级指南及免责声明	39

图表目录

图 1：截止 2020 年 7 月 31 日公司股权结构图	6
图 2：建发房产销售排名斤三年逐年上升，稳定于前 50 名	7
图 3：公司一年内到期银行借款占比 18.9%，需偿还银行贷款 32.6 亿元	9
图 4：2019 年公司合约销售总额同比增速有所回落	10
图 5：2019 年公司合约销售建筑面积同比增速有所回落	10
图 6：2019 年公司合约销售均价平稳增长	11
图 7：2019 年合约销售金额集中于海西及长三角中心区	11
图 8：2019 年合约销售面积集中于海西及长三角中心区	11
图 9：2019 年粤港澳地区合约销售均价最高	12
图 10：2019 年公司合约销售金额主要集中在二线城市	12
图 11：2019 年公司合约销售面积主要集中在二线城市	12
图 12：2019 年一线城市物业项目合约销售均价最高	13
图 13：2019 年拿地总地价集中于海西及长三角中心地区	13
图 14：2019 年拿地总计容面积集中于海西及长三角中心地区	13
图 15：2019 年公司拿地粤港澳地区拿地均价最高，长江中游地区拿地均价最低	14
图 16：2019 年公司拿地总地价二线城市占主导	14

图 17: 2019 年公司拿地总面积二线城市占主导	14
图 18: 2019 年公司拿地二线城市拿地均价最高	15
图 19: 2019 年公司土地成本进一步降低, 地价房价比逐年改善, 2020H1 回升	15
图 20: 2019 年公司拿地金额占销售金额比略有下降, 2020H1 回升	16
图 21: 公司自 2018 年拿地力度加大, 土地储备增长较快	17
图 22: 2019 年公司土地储备集中在海西地区	17
图 23: 2019 年公司土地储备主要分布于二线城市	18
图 24: 公司拿地综合权益比逐年提高	18
图 25: 公司近两年积极拿地, 货值大幅增长	19
图 26: 2019 年公司营收增长稳健	19
图 27: 2019 年公司物业销售营收占比进一步增长	20
图 28: 2019 年公司合同负债规模同比增速上涨	20
图 29: 2019 年公司归母净利润同比增速放缓	22
图 30: 2019 年公司 ROE 水平、净利率以及毛利率均有所回落	22
图 31: 2019 年公司权益性投资损益占除税前溢利占比提升较大, 企业对外投资态度积极	23
图 32: 2019 年公司少数股东损益占净利润比例回升	24
图 33: 2019 年公司少数股东权益占所有者权益比提升较大	24
图 34: 少数股东权益/所有者权益>>少数股东损益/净利润, 母公司盈利能力强于子公司	25
图 35: 2019 年公司三费占比略有下降	25
图 36: 2019 年公司管理和销售费用占销售金额比有所下降	26
图 37: 2019 年公司权益乘数有所下降, 周转率水平受结算结构影响偏低	26
图 38: 2019 年公司筹资及投资力度加强, 经营活动现金流由负转正	28
图 39: 2019 年公司受限制现金的比例有所下降	28
图 40: 2019 年公司短期偿债能力略有下降	31
图 41: 2019 年公司扣除合同负债资产负债率略有下降	31
图 42: 2019 年公司有息负债同比增长 56.4%, 净负债率有所下降	32
图 43: 2019 年公司间接控股股东借款占总有息负债比为 52.8%	33
图 44: 2020H1 公司综合融资成本略有下降, 融资优势显著	34
图 45: 2019 年公司抵押资产规模上升, 所获有抵押的银行及其他贷款比例也有所上升	34
图 46: 2019 年公司投资物业抵押比例略有下降, 开发中物业抵押比例进一步上升	35
图 47: 2019 年公司作为借款抵押品的存货比例略有下降	35
图 48: 2019 年作为借款抵押品的投资物业比例保持稳定	36
图 49: 2019 年公司应收款项占流动资产比升高	36
图 50: 2019 年公司应收非控股股东款项占流动资产比升高	37
图 51: 2019 年公司应付款项占流动负债比例下降	37

图 52: 2019 年应付关联方及非控股股东款项占流动负债比例下降 37

表 1: 目前建发国际集团暂无境外信用评级	7
表 2: 核心财务数据	8
表 3: 发行人债券明细	9
表 4: 建发国际集团未来净利润率测算结果为 7.0%	16
表 5: 2019 年建发国际集团业绩保障系数在重点房企公司中处于较高水平	21
表 6: 2019 年建发国际集团 ROE 在对比公司中处于中等偏上水平, 仍有进一步提升空间	23
表 7: 2019 年公司权益乘数在对比公司中处于中等水平	27
表 8: 2019 年公司存货周转率在对比公司中处于较低水平	27
表 9: 偿债能力指标稳健	30
表 10: 2019 年公司扣除合同负债的资产负债率在对比公司中处于中等偏高水平	32
表 11: 2019 年公司净负债率在对比公司中处于中等偏高水平	33

详细报告请联系

分析师 孙杨

执业证号: BOI804

852-25105555

yang.sun@cricsec.com

联系人 杜晔婕

852-25105555

duyejie@cric.com

风险提示

政策风险

行业政策风险: 如全国发布更加严格的房地产限购、限贷、限售、限价政策，行业的市场销售压力会增大。

棚改政策风险: 棚改政策进一步明确，如果未来有大量降低的趋势，对行业三、四线城市的销售压力有一定影响。

城市政策风险: 如建发国际集团进入的主要城市发布更加严格的房地产限购、限贷、限售、限价政策，公司的市场销售压力会增大。

融资风险

企业融资: 如果后期出现人民币或美元的相关政策导致社会整体的资金出现收紧，如银行发放贷款审核条件更加严格，房企海外发债审核更加严格，房企发债未达预期等情况都有可能造成房企的融资压力加大。

居民加杠杆: 如贷款利率进一步提升，增加购房成本，可能影响销售速度。

信用风险

如房地产企业在处理债务上，出现违约等情况，有可能影响市场对行业发展风险的评判。

销售业绩未完成风险

房地产市场波动大，企业原定的销售目标存在未完成的风险。

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞及其子公司，母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥补不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管,除了向CEO直接汇报外,分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序,以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序,并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall),以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司,其股东,及其关联公司,或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是,本文所表达的意见,估算和预测完全是本文作者的意见,估计和推测,而不是作为上述被研究公司,其股东,及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见,估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息,但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实,以及其中所表达的意见,估计,预测和推测,截至本报告日期,如有变更,恕不另行通知。对于本报告所含信息,意见,估计,预测和推测的公正性,准确性,完整性或合理性,不作任何明示或暗示的陈述或保证,也不应依赖于这些信息,意见,估计,预测和推测的公正性,准确性,完整性或合理性,而且克而瑞证券有限公司,上述被研究公司,其股东,或任何其他人,对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失,均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约,邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约,邀请或要约招揽的一部分,本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础,也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定,必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考,不得以任何目的复制,分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国,加拿大或日本取得或传送,也不得在美国,加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制,持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

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。

本报告所载之意见,估计,预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前,客户应考虑该等意见是否适合其特定情况,并在必要时寻求专业建议。

预测,推测和估值纯属猜测,且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测,推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测,推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产,未经克而瑞事前书面同意,任何人士或机构均不得复制,分发,传阅,广播或作任何商业用途,而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险,过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情,包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779),为香港证券及期货事务监察委员会持牌人,获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。