

中骏置业 (1966 HK)

以小控大

- ❖ **上半年核心利润增长 27.6%**。18 年上半年，公司收入增长 15.3% 至 94.1 亿元人民币(下同)，净利润增长 97.0% 至 20.5 亿元。由于上海的高利润产品贡献增加，毛利率增长 1.6 个百分点至 32.7%。同时，由于约有 1 亿元的销售佣金被资本化，并且在 18 年上半年没有其他支出，因此 SG&A 费用占收入比从去年同期的 9.4% 下降至今年上半年的 5.9%。18 年上半年息税前利润率增长 5.9 个百分点至 27.8%。剔除投资物业重估和其他非现金项目后，核心利润增长 27.6% 至 12 亿元。
- ❖ **2019 年销售目标为 800-900 亿元**。上半年，公司在 23 个城市推出了 60 个项目。合约销售额增长 34.1% 至 208.1 亿元，销售面积增长 93.1% 至 165 万平方米。按区域看，由于北京和天津推出热销项目(合约销售额分别为 32 亿和 35 亿)，期内环渤海经济区占总销售额的 52.1%。截至 2018 年 6 月，已售未结转金额达 200 亿元，根据公司指引，其中 33% 将于下半年结算。公司已将 500 亿元作为今年的销售目标，并透露 2019 年目标为 800-900 亿元。
- ❖ **有竞争力的土地成本**。上半年，公司收购了 31 块土地，权益总建面 209 万平。权益总价 881 亿元。公司在上半年新进入 7 个城市，包括无锡、连云港、扬州、嘉兴、九江、唐山和洛阳。截至 2018 年 6 月，公司总土储达 1,986 万平，权益土储 1,091 万平，平均土地成本为 4,020 元/平，占合约平均售价的 31.8%。
- ❖ **健康的资产负债表**。融资成本从 2017 年上半年的 7.2% 下降至 18 年上半年的 6.4%，而净负债比率则从 17 年底的 71.8% 略微下降至今年 6 月的 69.2%。我们认为公司优良地管理资产负债表。截至 2018 年 6 月，现金余额和 1 年内到期的债务分别为 171 亿元和 103 亿元。同时，利息覆盖率为 3.6 倍。所有指标均显示其财务状况良好。
- ❖ **重申买入**。考虑到非核心利润增长及营销费用资本化，我们上调 2018 年盈利预测 42.4% 至 342 亿，核心利润由 240 亿上调至 260 亿。但由于负债假设上升，我们下调了 18 年底预测每股资产净值由 8.84 港元至 7.89 港元。因此目标价由 4.99 港元下调至 4.73 港元。潜在升幅为 34.9%，重申买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	12,481	16,105	21,193	25,386	34,767
净利润(百万港元)	2,072	2,840	3,423	3,618	5,065
EPS(港元)	0.61	0.80	0.90	0.95	1.32
EPS 变动(%)	125.6	32.1	12.0	5.7	40.0
市盈率(x)	5.0	3.8	3.4	3.2	2.3
市帐率(x)	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5
股息率(%)	4.0	5.4	6.3	8.0	9.1
权益收益率(%)	24.6	22.8	22.4	20.0	23.1
净财务杠杆率(%)	80.2	71.8	72.8	73.7	56.1

资料来源：公司及招银国际研究

买入 (维持)

目标价	HK\$4.73
(过去目标价)	HK\$4.99
潜在升幅	+34.9%
当前股价	HK\$3.51

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	13,422
3 月平均流通量(百万港元)	37
5 周内股价高/低(港元)	4.86/3.03
总股本(百万)	3,824

资料来源: 彭博

股东结构

黄朝阳	52.38%
陈元来	4.29%
郑晓乐	3.77%
自由流通	39.58%

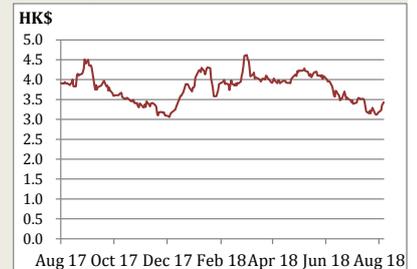
资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.0%	1.1%
3-月	-18.7%	-10.5%
6-月	-11.8%	-1.8%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: Ernst & Young

公司网站: www.sce-re.com

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
收入	12,481	16,105	21,193	25,386	34,767
物业发展	11,705	15,574	20,496	24,562	33,808
投资物业	137	123	198	220	250
物业管理	165	270	351	439	527
土地发展	397	86	90	101	113
项目管理	76	52	58	64	69
销售成本	(9,355)	(10,620)	(14,030)	(16,147)	(22,342)
毛利	3,126	5,485	7,163	9,239	12,425
销售费用	(407)	(531)	(339)	(381)	(522)
行政费用	(472)	(963)	(1,102)	(1,269)	(1,634)
其他收益	212	(210)	(18)	(85)	(159)
息税前收益	2,459	3,781	5,704	7,504	10,110
融资成本	(317)	(392)	(446)	(525)	(567)
联营公司	803	808	630	75	88
特殊收入	548	1,263	327	-	-
税前利润	3,494	5,461	6,216	7,054	9,631
所得税	(1,053)	(2,012)	(2,187)	(3,030)	(3,885)
非控制股东权益	(318)	(557)	(552)	(352)	(627)
永久债支出	(50)	(52)	(54)	(54)	(54)
净利润	2,072	2,840	3,423	3,618	5,065
核心净利润	1,380	1,903	2,601	3,618	5,065

来源:公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	19,914	24,586	33,488	33,603	34,413
物业、厂房及设备	8,661	7,043	5,705	6,400	7,280
投资物业	7,429	10,252	19,000	20,000	21,200
联营公司	1,404	3,424	1,500	1,800	2,000
无形资产	4	3	3	3	3
其他	2,416	3,864	7,280	5,400	3,930
流动资产	30,921	41,589	53,484	58,781	69,510
现金及现金等价物	8,603	9,642	13,804	13,031	16,410
应收贸易款项	1,782	2,939	3,500	4,200	4,800
存货	19,371	24,707	30,000	36,000	43,000
关连款项	534	3,469	5,400	4,800	4,500
其他	631	831	780	750	800
流动负债	22,886	34,638	44,600	44,600	51,450
借债	3,427	7,958	8,000	7,000	8,000
应付贸易账款	17,036	23,289	32,800	33,200	38,500
应付税项	855	1,644	1,800	2,000	2,150
关连款项	1,568	1,707	2,000	2,400	2,800
其他	-	40	-	-	-
非流动负债	15,877	14,979	22,160	24,735	25,350
借债	14,851	13,565	20,000	22,500	23,000
递延税项	994	1,226	2,000	2,100	2,200
其他	33	188	160	135	150
少数股东权益	2,764	3,400	4,240	4,300	4,380
净资产总值	9,308	13,158	15,972	18,749	22,743
股东权益	8,408	12,458	15,272	18,049	22,043

来源:公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,459	3,781	5,704	7,504	10,110
折旧和摊销	46	39	59	89	95
营运资金变动	(439)	1,968	468	(8,700)	(6,100)
税务开支	(1,137)	(1,326)	(1,257)	(2,730)	(3,635)
其他	(1,209)	(1,038)	147	3,757	3,851
经营活动所得现金净额	(280)	3,424	5,122	(80)	4,321
购置固定资产	(487)	(3,889)	(9,379)	(1,164)	(1,353)
联管公司	19	(4,035)	1,924	(300)	(200)
其他	(121)	(154)	0	-	-
投资活动所得现金净额	(588)	(8,078)	(7,455)	(1,464)	(1,553)
股份发行	-	1,223	-	-	-
净银行借贷	3,070	5,035	6,477	1,500	1,500
股息	(436)	(1,029)	(642)	(739)	(899)
其他	588	364	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,221	5,593	5,835	761	601
现金增加净额	2,353	939	3,502	(783)	3,369
年初现金及现金等价物	4,835	7,212	8,145	11,657	10,884
汇兑	24	(5)	10	10	10
年末现金及现金等价物	7,212	8,145	11,657	10,884	14,263
受限制现金	1,391	1,497	2,147	2,147	2,147
资产负债表上的现金	8,603	9,642	13,804	13,031	16,410

来源:公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业发展	93.8	96.7	96.7	96.8	97.2
投资物业	1.1	0.8	0.9	0.9	0.7
物业管理	1.3	1.7	1.7	1.7	1.5
土地发展	3.2	0.5	0.4	0.4	0.3
项目管理	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	25.0	34.1	33.8	36.4	35.7
税前利率	28.0	33.9	29.3	27.8	27.7
净利润率	16.6	17.6	16.2	14.3	14.6
核心净利润率	11.1	11.8	12.3	14.3	14.6
有效税率	30.1	36.8	35.2	43.0	40.3
增长(%)					
收入	16.8	29.0	31.6	19.8	37.0
毛利	3.8	75.5	30.6	29.0	34.5
息税前收益	5.2	53.8	50.8	31.6	34.7
净利润	125.6	37.0	20.5	5.7	40.0
核心净利润	122.5	37.9	36.7	39.1	40.0
资产负债比率					
流动比率(x)	1.4	1.2	1.2	1.3	1.4
平均应收账款周转天数	26.1	33.3	30.1	30.2	25.2
平均应付帐款周转天数	566.6	693.0	729.6	746.0	585.7
平均存货周转天数	729.4	757.5	711.6	746.0	645.3
净负债/总权益比率(%)	86.6	74.9	72.8	73.7	55.2
回报率(%)					
资本回报率	24.6	22.8	22.4	20.0	23.0
资产回报率	4.1	4.3	3.9	3.9	4.9

每股数据

每股盈利(人民币)	0.605	0.799	0.895	0.946	1.325
每股股息(人民币)	0.140	0.190	0.220	0.280	0.320
每股账面值(人民币)	2.46	3.26	3.99	4.72	5.76

来源:公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。