

中骏置业 (1966 HK)

力争未来3年年复合增长30%

- ❖ **核心利润增长 38%。**2017 年，公司实现收入 161 亿元人民币(下同)，增长 29%，净利润 20.7 亿，增 37%，收入增长主要受惠于确认均价上升，2017 年确认均价由 2016 年的 8,406 元/平上涨至 12,397 元/平。毛利率因此提升 9.1 个百分点至 34.1%。由于 2017 年产生了 1.35 亿的汇兑损益及 0.54 亿的股权结算购股权开支，因此营销及管理费占收入比由 2016 年的 8.1%扩大至 11.3%。除去投资物业重估及其他一次性收入，2017 年公司实现核心利润 19 亿，同比增长 37.9%。公司选派期末股息每股 0.13 港元。
- ❖ **2018 年销售目标 500 亿。**2017 年，公司物业销售金额为 332 亿，增长 41.3%，销售面积 192 万平方米，增长 15.4%。上海、北京、泉州是公司前三销售区域，分别占 2017 年物业销售金额的 21%、20%、20%。公司 2018 年可售货值为 800 亿，销售目标为 500 亿。公司也在考虑通过大型并购来加速自身发展吗，目标在 2020 年达成千亿的销售目标。
- ❖ **2017 年底土储 1,557 万平。**2017 年，公司共收购 38 块项目，总建面 645 万平，其中 14 个项目通过并购获取，15 个为合作项目。总地价和权益地价分别为 322 亿和 125 亿。2018 年，公司计划投资 200 亿(权益)补充土储。截止到 2017 年底，公司土地储备 1,557 万平，权益面积 970 万平。平均土地成本为 3,611 元/平，占 2017 年平均销售价格(17,365 元/平)的 20.8%。我们相信低廉的土地成本能够保证公司合理的利润率。根据公司指引，未来几年的毛利率能够维持在 30%左右。
- ❖ **2017 年底净负债率 72%。**截止到 2017 年底，公司总有息负债为 215 亿(不包括 7 亿的永续债)，现金约 91 亿。去年 8 月，公司增发 4 亿股，每股 3.64 港元，总募资 14.36 亿港元作为未来发展的用途。因此净负债率由 2016 年底的 80.1%下降至 71.7%。同时平均借贷成本也有 2016 年的 6.8%下降至 6.5%。
- ❖ **4.5 倍历史 PE，估值吸引。**公司目前已售未确认收入的物业值 210 亿元，其毛利率在 28-30%。若未来 3 年合约销售年复合增长为 44% (2020 年实现千亿)，我们预计未来 3 年净利润年复合增长达 30%。目前，公司股价处在 4.5 倍历史 PE，我们认为估值相对较低。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	10,690	12,481	16,105
净利润(百万人民币)	1,167	2,122	2,892
EPS(人民币)	0.27	0.61	0.80
EPS 变动(%)	0.0	125.6	32.1
市盈率(x)	13.5	6.0	4.5
市帐率(x)	1.8	1.5	1.1
股息率(%)	2.3	3.2	4.4
权益收益率(%)	13.3	24.6	22.8
净财务杠杆率(%)	70.7	80.1	71.7

资料来源：彭博、招银国际

未评级

当前股价 HK\$4.32

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	16,519
3 月平均流通量(百万港元)	51.6
5 周内股价高/低(港元)	4.59/2.74
总股本(百万)	3,424

资料来源：彭博

股东结构

黄朝阳	52.30%
陈元来	4.29%
郑晓乐	3.77%
自由流通	39.64%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	16.8%	9.4%
3-月	31.4%	22.0%
6-月	-2.3%	-13.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: 安永

公司网站: www.sce-re.com

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 45/46 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作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。

本公司或其附属关联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。