

中駿置業 (1966 HK)

從廈門走向全國

- ❖ **首次覆蓋給予買入評級。**自中駿置業將總部從廈門遷至上海後蛻變成一家全國性房企，投資覆蓋全國 23 個城市。目前公司股值在 5.4 倍 18E PER，相當於 52.3% 的每股淨資產折讓，我們認為公司當期估值吸引。我們將目標價設定在 HK\$6.19，相當於 30% 的每股淨資產折讓，首次覆蓋給予買入評級。
- ❖ **覆蓋 23 個主要城市。**截止到 2017 年底，中駿置業擁有土地儲備 1,557 萬平，權益儲備 970 萬平。我們相信公司全國化布局不僅能加速規模增長，同時能夠分散風險，提高經營的靈活性。泉州和鞍山分別占 16.6% 和 13.3% 的土儲面積，是份額最大的兩個城市。但泉州和鞍山僅占我們對公司全部項目總評估價值的 8.7% 和 4.7%。
- ❖ **2017 年積極拿地。**在 2017 年，公司共獲取了 38 個項目，總建面 645 萬平。其中 14 個項目通過收并購獲得，另外 24 個通過公開市場。此外，在 24 個通過公開市場拿地的項目中，15 個是與其他開發商合作拿地，這有助於擴大項目數量，分散風險以及控制地價。公司權益土儲由 2016 年底的 689 萬平增加到 2017 年底的 970 萬平。我們認為中駿目前儲備良好，足夠支持未來發展。
- ❖ **2018 年銷售目標 500 億。**今年前四個月，公司實現合約銷售 141.5 億，增長 67%，銷售面積 113 萬平，增長 128%。公司 2018 年的可售貨值約 800 億，約 30 個新項目開售。充足的可售資源對今年的增長起到很好的支撐作用。因此公司將今年的銷售目標設定在 500 億，相當於 62.5% 的去化率。對於未來三年的規劃，公司將努力在 2020 實現 1000 億銷售。
- ❖ **未來 3 年預計核心盈利複合增長 37%。**我們預計公司 2018-2020 收入達 212 億、254 億及 348 億。收入年複合增長率為 29.2%。項目銷售仍然是主要增長動力，占 2018-2020 年收入的 96.7%、96.8%、97.2%。除去投資物業重估後的核心盈利，我們預計在 2018-2020 年將達 24 億、35.4 億及 48.6 億，年複合增長率為 36.7%

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	12,481	16,105	21,196	25,386	34,766
淨利潤 (百萬人民幣)	2,072	2,840	2,404	3,543	4,857
EPS (人民幣)	0.61	0.80	0.63	0.93	1.27
EPS 變動 (%)	125.6	32.1	-21.4	47.4	37.1
市盈率 (x)	5.6	4.3	5.4	3.7	2.7
市帳率 (x)	1.4	1.0	0.9	0.8	0.6
股息率 (%)	3.3	4.5	4.5	5.5	6.6
權益收益率 (%)	24.6	22.8	16.9	20.8	23.1
淨財務杠杆率 (%)	80.1	71.7	71.8	77.7	64.0

資料來源：彭博、招銀國際

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$6.19
潛在升幅	+46.7%
當前股價	HK\$4.22

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值 (百萬港元)	16,519
3 月平均流通量 (百萬港元)	51.6
5 周內股價高/低 (港元)	4.59/2.74
總股本 (百萬)	3,424

資料來源：彭博

股東結構

黃朝陽	52.30%
陳元來	4.29%
鄭曉樂	3.77%
自由流通	39.64%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	16.8%	9.4%
3-月	31.4%	22.0%
6-月	-2.3%	-13.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.sce-re.com

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	12,481	16,105	21,196	25,386	34,766
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	94	106	118
项目管理	76	52	56	59	62
销售成本	(9,355)	(10,620)	(14,032)	(16,146)	(22,341)
毛利	3,126	5,485	7,164	9,239	12,425
销售费用	(407)	(531)	(699)	(838)	(1,147)
行政费用	(472)	(963)	(1,060)	(1,142)	(1,391)
其他收益	212	(210)	(82)	(112)	(189)
息税前收益	2,459	3,781	5,323	7,147	9,698
融资成本	(317)	(392)	(383)	(409)	(469)
联营公司	803	808	42	34	50
特殊收入	548	1,263	-	-	-
税前利润	3,494	5,461	4,982	6,772	9,280
所得税	(1,053)	(2,012)	(1,977)	(2,827)	(3,746)
非控制股东权益	(318)	(557)	(552)	(352)	(627)
永续债	(50)	(52)	(50)	(50)	(50)
净利润	2,072	2,840	2,404	3,543	4,857
核心净利润	1,380	1,903	2,404	3,543	4,857

来源:公司资料,招银国际则预测

资产负债表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	19,914	24,586	27,146	29,663	31,679
物业、厂房及设备	8,661	7,043	7,703	8,500	9,296
投资物业	7,429	10,252	11,900	12,800	13,600
联营公司	1,404	3,424	4,200	5,000	5,400
无形资产	4	3	3	3	3
其他	2,416	3,864	3,340	3,360	3,380
流动资产	30,921	41,589	42,966	49,115	59,277
现金及现金等价物	8,603	9,642	7,886	6,965	9,377
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	800	1,200	1,300
其他	631	831	780	750	800
流动负债	22,886	34,638	34,800	38,250	44,350
借债	3,427	7,958	6,000	7,000	8,000
应付贸易账款	17,036	23,289	25,600	27,500	32,000
应付税项	855	1,644	1,200	1,350	1,550
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	16,360	18,160	19,610
借债	14,851	13,565	15,000	16,800	18,200
递延税项	994	1,226	1,280	1,300	1,340
其他	33	188	80	60	70
少数股东权益	2,764	3,400	4,000	4,600	5,250
永续债	900	700	700	700	700
净资产总值	8,408	12,458	14,252	17,068	21,046
股东权益	8,408	12,458	14,252	17,068	21,046

来源:公司资料,招银国际则预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,459	3,781	5,323	7,147	9,698
折旧和摊销	46	39	59	72	79
营运资金变动	(439)	1,968	(6,732)	(7,200)	(6,900)
税务开支	(1,137)	(1,326)	(2,367)	(2,657)	(3,506)
其他	(1,209)	(1,038)	5,537	1,320	2,610
经营活动所得现金净额	(280)	3,424	1,820	(1,317)	1,982
购置固定资产	(487)	(3,889)	(1,677)	(939)	(841)
联营公司	19	(4,035)	(776)	(800)	(400)
其他	(121)	(154)	0	-	-
投资活动所得现金净额	(588)	(8,078)	(2,453)	(1,739)	(1,241)
股份发行	-	1,223	-	-	-
净银行借贷	3,070	5,035	(523)	2,800	2,400
股息	(436)	(1,029)	(610)	(675)	(739)
其他	588	364	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,221	5,593	(1,133)	2,125	1,661
现金增加净额	2,353	939	(1,766)	(931)	2,402
年初现金及现金等价物	4,835	7,212	8,145	6,389	5,468
汇兑	24	(5)	10	10	10
年末现金及现金等价物	7,212	8,146	6,389	5,468	7,880
受限制现金	1,391	1,497	1,497	1,497	1,497
资产负债表的现金	8,602	9,642	7,886	6,965	9,377

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	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	0.2	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	23.5	26.7	26.7
净利润率	16.6	17.6	11.3	14.0	14.0
核心净利润率	11.1	11.8	11.3	14.0	14.0
有效税率	30.1	36.8	39.7	41.7	40.4

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	40.8	34.3	35.7
净利润	125.6	37.0	(15.4)	47.4	37.1
核心净利润	122.5	37.9	26.3	47.4	37.1

资产负债比率

流动比率(x)	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3
平均应收账款周转天数	26.1	33.3	30.1	30.2	25.2
平均应付账款周转天数	566.6	693.0	635.9	600.2	486.0
平均存货周转天数	729.4	757.5	711.5	746.0	645.3
净负债/总权益比率 (%)	86.6	74.9	71.8	77.7	64.0

回报率 (%)

资本回报率	24.6	22.8	16.9	20.8	23.1
资产回报率	4.1	4.3	3.4	4.5	5.3

每股数据

每股盈利(人民币)	0.605	0.799	0.629	0.926	1.270
每股股息(人民币)	0.140	0.190	0.190	0.230	0.280
每股账面值(人民币)	2.46	3.26	3.73	4.46	5.50

来源: 公司资料, 招银国际预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45/46樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。