招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

弘阳地产（1996 HK）

南京为骨干

买入（首次覆盖）

目标价	HK$3.37
潜在升幅	+36.4%
当前股价	HK$2.47

我们首次覆盖弘阳，并给予「买入」评级。我们预测公司截至 2020 年底的每股资产净值为 5.61 港元，并将目标价定为 3.37 港元，相对每股资产净值折让 40%。强劲的合约销售、旗下名牌购物中心及强大的管理团队将成为公司未来的增长催化剂。

- **深耕长三角。**弘阳于 1999 年在南京成立，专注于房地产开发和商用物业业务营运。目前公司已进驻 39 个内地城市的房地产市场。截至 2019 年 6 月，公司已覆盖江苏省主要城市，位于江苏省的项目已占公司总土储 67%。
- **合约销售增长超过 40%。**今年首 10 个月，公司合约销售金额及面积分别大幅上升 42.8%至 495 亿元（人民币，下同）及 44.6%至 373 万平。截至 2019 年 10 月底，按照弘阳 2019 年 600 亿元的销售目标计算，公司已实现 83%达成率，相信弘阳能够完成其全年销售目标。根据新收购的土地，我们预计 2020 年公司销售目标为 800 亿元。
- **总土储 1,569 万平。**2019 上半年，弘阳在国内 20 个城市收购了共 35 幅土地（其中 11 个为新进入市场），计划建筑面积 407 万平。截至 2019 年 6 月，弘阳已投资 134 个房地产项目。公司总土储达 1,569 万平，应占土储 816 万平。平均土地成本估计每平 5,005 元。
- **推广「弘阳广场」品牌。**弘阳拥有和经营用于长期投资的商用物业。其主要投资物业包括南京弘阳广场和常州弘阳广场。除拥有自营商用物业外，公司还采用轻资产运营模式。未来将有 12 座弘阳广场开业，其中五座将于 2019 下半年开业，另外四座将于 2020 年开业。
- **预测 2018-21 年间，核心利润将以 28.5%复合年增长率增加。**净负债比率处于合理水平，我们预测 2019 年底末的净负债比率为 68%。我们预计公司收入将从 2018 年的 92 亿元以 41.3%的复合年增长率增加至 2021 年的 261 亿元，而毛利率则将从 2018 年的 31.2%下降至 2021 年的 25.5%。因此，我们预测 2019-21 年的核心利润分别为 14.3 亿元、19.7 亿元及 25.8 亿元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入 (百万元人民币)	6,140	9,239	14,692	20,019	26,088
同比增长 (%)	-30.0	50.5	59.0	36.3	30.3
净利润 (百万元人民币)	1,221	1,412	1,646	1,968	2,580
每股盈利 (元人民币)	N.A.	0.66	0.50	0.59	0.78
每股盈利变动 (%)	N.A.	N.A.	-25.2	19.5	31.1
市盈率 (倍)	N.A.	3.3	4.5	3.7	2.9
市帐率 (倍)	N.A.	0.6	0.5	0.5	0.4
股息率 (%)	N.A.	4.3	5.7	8.1	10.1
权益收益率 (%)	14.7	11.1	11.7	12.7	14.8
净负债率 (%)	87.7	68.3	68.3	71.3	72.4

资料来源：公司数据，招银国际证券预测

中国房地产行业

文千森，CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	8,200
3 月平均流通量 (百万港元)	7.63
52 周内股价高/低 (港元)	3.62/2.16
总股本 (百万)	3,320

资料来源：彭博

股东结构

曾焕沙	72.3%
自由流通	27.7%

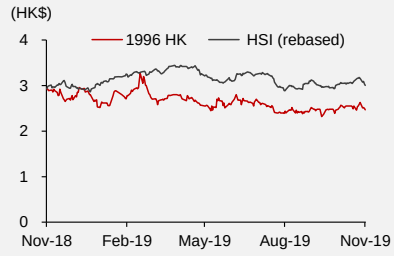
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.6%	0.6%
3-月	4.6%	-0.5%
6-月	-2.7%	4.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务报表

利润表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	**6,140**	**9,239**	**14,692**	**20,019**	**26,088**
物业发展	5,938	8,843	14,352	19,575	25,620
投资物业	166	359	300	400	420
物业管理	35	37	40	44	48
销售成本	-3,648	-6,352	-10,834	-14,878	-19,424
毛利	**2,492**	**2,887**	**3,857**	**5,141**	**6,664**
其他收益	283	236	294	279	302
销售费用	-240	-342	-485	-601	-730
行政费用	-305	-686	-881	-1,081	-1,304
其他费用	-17	-48	-29	-40	-52
息税前收益	**2,212**	**2,047**	**2,755**	**3,698**	**4,879**
融资成本	-442	-499	-595	-649	-687
联营/合营公司	418	367	400	420	395
特殊收入	-287	261	285	0	0
税前利润	**1,901**	**2,175**	**2,845**	**3,470**	**4,587**
所得税	-705	-852	-1,184	-1,454	-1,947
非控制股东权益	25	89	-15	-48	-60
永续债	0	0	0	0	0
净利润	**1,221**	**1,412**	**1,646**	**1,968**	**2,580**
基础盈利	**1,436**	**1,217**	**1,433**	**1,968**	**2,580**

现金流量表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	2,212	2,047	2,755	3,698	4,879
折旧和摊销	63	80	56	65	71
营运资金变动	-3,581	-6,322	-9,369	-6,380	-7,490
税务开支	-913	-454	-1,193	-1,379	-1,847
其他	-1,279	2,021	8,550	5,099	5,050
经营活动所得现金净额	**-3,498**	**-2,628**	**799**	**1,104**	**663**
购置固定资产	-712	-1,469	-1,791	-1,376	-899
联营公司	997	-3,434	-2,661	-900	-880
其他	894	923	-135	-110	-136
投资活动所得现金净额	**1,179**	**-3,980**	**-4,587**	**-2,386**	**-1,915**
股份发行	2,124	3,113	0	0	0
净银行借贷	3,564	9,523	6,281	1,900	3,700
股息	-639	0	-319	-417	-596
其他	-2,651	-2,273	795	0	0
融资活动所得现金净额	**2,399**	**10,363**	**6,757**	**1,483**	**3,104**
现金增加净额	79	3,755	2,969	201	1,852
年初现金及现金等价物	2,399	2,478	6,233	9,212	9,423
汇兑	0	0	10	10	10
年末现金及现金等价物	**2,478**	**6,233**	**9,212**	**9,423**	**11,285**
受限制现金	1,733	6,223	8,000	8,000	8,000
资产负债表的现金	4,211	12,456	17,212	17,423	19,285

资产负债表

年结: 12 月 31 日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	**11,160**	**13,609**	**18,190**	**20,487**	**22,261**
物业、厂房及设备	747	989	925	940	972
投资物业	8,723	9,397	11,200	12,500	13,300
联营公司	1,445	2,739	5,400	6,300	7,180
无形资产	14	12	13	12	11
其他	230	472	652	735	798
流动资产	**30,166**	**54,313**	**70,112**	**78,123**	**88,935**
现金及现金等价物	4,211	12,456	17,212	17,423	19,285
应收贸易款项	2,548	2,600	3,500	4,200	4,850
存货	18,802	30,869	40,000	46,500	54,200
其他	4,604	8,388	9,400	10,000	10,600
其他					
流动负债	**23,953**	**40,649**	**52,700**	**58,520**	**67,380**
借债	4,637	10,827	12,000	11,300	13,800
应付贸易账款	5,208	6,638	7,300	8,120	8,980
合同负债	10,290	16,639	25,000	30,000	35,000
应付税项	982	1,604	1,600	1,600	1,600
其他	2,837	4,941	6,800	7,500	8,000
非流动负债	**8,915**	**13,423**	**19,525**	**22,320**	**23,780**
借债	6,993	11,093	16,200	18,800	20,000
其他	1,922	2,330	3,325	3,520	3,780
股东权益	**8,298**	**12,695**	**14,037**	**15,540**	**17,456**
少数股东权益	159	1,155	2,040	2,230	2,580
永续债	0	0	0	0	0
总权益	8,457	13,850	16,077	17,770	20,036

主要比率

年结: 12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业发展	96.7	95.7	97.7	97.8	98.2
投资物业	2.7	3.9	2.0	2.0	1.6
物业管理	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2
合计	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40.6	31.2	26.3	25.7	25.5
税前利率	36.0	22.2	18.8	18.5	18.7
净利润率	19.9	15.3	11.2	9.8	9.9
有效税率	37.1	39.2	41.6	41.9	42.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
平均应收账款周转天数	151.5	102.7	87.0	76.6	67.9
平均应付帐款周转天数	309.6	262.3	181.4	148.1	125.6
平均存货周转天数	1881.2	1773.9	1347.6	1140.8	1018.5
	87.7	68.3	68.3	71.3	72.4
回报率 (%)					
资本回报率	14.7	11.1	11.7	12.7	14.8
资产回报率	3.0	2.1	1.9	2.0	2.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	N.A.	0.7	0.5	0.6	0.8
每股股息(人民币)	N.A.	0.1	0.1	0.2	0.3
每股账面值(人民币)	N.A.	3.8	4.2	4.7	5.3

资料来源：公司及招银国际证券预测

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之分析员，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。

招银国际证券投资评级

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 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

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("招银国际证券")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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。招银国际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投资银行相关业务联系。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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年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，未经招银国际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 年证券交易法规则 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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。