

中駿置業 (1966 HK)

以小控大

- ❖ **上半年核心利潤增長 27.6%。** 18 年上半年，公司收入增長 15.3% 至 94.1 億元人民幣(下同)，淨利潤增長 97.0% 至 20.5 億元。由於上海的高利潤產品貢獻增加，毛利率增長 1.6 個百分點至 32.7%。同時，由於約有 1 億元的銷售佣金被資本化，並且在 18 年上半年沒有其他支出，因此 SG&A 費用占收入比從去年同期的 9.4% 下降至今年上半年的 5.9%。18 年上半年息稅前利潤率增長 5.9 個百分點至 27.8%。剔除投資物業重估和其他非現金項目後，核心利潤增長 27.6% 至 12 億元。
- ❖ **2019 年銷售目標為 800-900 億元。** 上半年，公司在 23 個城市推出了 60 個項目。合約銷售額增長 34.1% 至 208.1 億元，銷售面積增長 93.1% 至 165 萬平方米。按區域看，由於北京和天津推出熱銷項目(合約銷售額分別為 32 億和 35 億)，期內環渤海經濟區占總銷售額的 52.1%。截至 2018 年 6 月，已售未結轉金額達 200 億元，根據公司指引，其中 33% 將于下半年結算。公司已將 500 億元作為今年的銷售目標，並透露 2019 年目標為 800-900 億元。
- ❖ **有競爭力的土地成本。** 上半年，公司收購了 31 塊土地，權益總建面 209 萬平。權益總價 881 億元。公司在上半年新進入 7 個城市，包括無錫、連雲港、揚州、嘉興、九江、唐山和洛陽。截至 2018 年 6 月，公司總土儲達 1,986 萬平，權益土儲 1,091 萬平，平均土地成本為 4,020 元/平，占合約平均售價的 31.8%。
- ❖ **健康的資產負債表。** 融資成本從 2017 年上半年的 7.2% 下降至 18 年上半年的 6.4%，而淨負債比率則從 17 年底的 71.8% 略微下降至今年 6 月的 69.2%。我們認為公司優良地管理資產負債表。截至 2018 年 6 月，現金餘額和 1 年內到期的債務分別為 171 億元和 103 億元。同時，利息覆蓋率為 3.6 倍。所有指標均顯示其財務狀況良好。
- ❖ **重申買入。** 考慮到非核心利潤增長及營銷費用資本化，我們上調 2018 年盈利預測 42.4% 至 342 億，核心利潤由 240 億上調至 260 億。但由於負債假設上升，我們下調了 18 年底預測每股資產淨值由 8.84 港元至 7.89 港元。因此目標價由 4.99 港元下調至 4.73 港元。潛在升幅為 34.9%，重申買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬港元)	12,481	16,105	21,193	25,386	34,767
淨利潤(百萬港元)	2,072	2,840	3,423	3,618	5,065
EPS(港元)	0.61	0.80	0.90	0.95	1.32
EPS 變動 (%)	125.6	32.1	12.0	5.7	40.0
市盈率(x)	5.0	3.8	3.4	3.2	2.3
市帳率(x)	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5
股息率 (%)	4.0	5.4	6.3	8.0	9.1
權益收益率 (%)	24.6	22.8	22.4	20.0	23.1
淨財務杠杆率 (%)	80.2	71.8	72.8	73.7	56.1

資料來源：公司及招銀國際研究

買入 (維持)

目標價	HK\$4.73
(過去目標價)	HK\$4.99
潛在升幅	+34.9%
當前股價	HK\$3.51

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)	13,422
3 月平均流通量(百萬港元)	37
5 周內股價高/低(港元)	4.86/3.03
總股本(百萬)	3,824

資料來源：彭博

股東結構

黃朝陽	52.38%
陳元來	4.29%
鄭曉樂	3.77%
自由流通	39.58%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.0%	1.1%
3-月	-18.7%	-10.5%
6-月	-11.8%	-1.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Ernst & Young

公司網站: www.sce-re.com

利潤表

年結: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: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結: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: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結: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)
联营公司	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

現金增加净额	2,353	939	3,502	(783)	3,369
年初現金及現金等价物	4,835	7,212	8,145	11,657	10,884
汇兑	24	(5)	10	10	10
年末現金及現金等价物	7,212	8,145	11,657	10,884	14,263
受限制現金	1,391	1,497	2,147	2,147	2,147
资产负债表的現金	8,603	9,642	13,804	13,031	16,410

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
物業發展	93.8	96.7	96.7	96.8	97.2
投資物業	1.1	0.8	0.9	0.9	0.7
物業管理	1.3	1.7	1.7	1.7	1.5
土地發展	3.2	0.5	0.4	0.4	0.3
項目管理	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2
總額	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
稅前利率	28.0	33.9	29.3	27.8	27.7
淨利潤率	16.6	17.6	16.2	14.3	14.6
核心淨利潤率	11.1	11.8	12.3	14.3	14.6
有效稅率	30.1	36.8	35.2	43.0	40.3

增長 (%)

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
淨利潤	125.6	37.0	20.5	5.7	40.0
核心淨利潤	122.5	37.9	36.7	39.1	40.0

資產負債比率

流動比率 (x)	1.4	1.2	1.2	1.3	1.4
平均應收賬款周轉天數	26.1	33.3	30.1	30.2	25.2
平均應付賬款周轉天數	566.6	693.0	729.6	746.0	585.7
平均存貨周轉天數	729.4	757.5	711.6	746.0	645.3
淨負債/總權益比率 (%)	86.6	74.9	72.8	73.7	55.2

回報率 (%)

資本回報率	24.6	22.8	22.4	20.0	23.0
資產回報率	4.1	4.3	3.9	3.9	4.9

每股數據

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
每股賬面值(人民币)	2.46	3.26	3.99	4.72	5.76

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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 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。而過去表現亦不代表未來的表現，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責任。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。接收本報告之行爲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。