

中駿置業 (1966 HK)

力爭未來3年年複合增長30%

- ❖ **核心利潤增長 38%**。2017年，公司實現收入 161 億元人民幣(下同)，增長 29%，淨利潤 20.7 億，增 37%，收入增長主要受惠于確認均價上升，2017年確認均價由 2016 年的 8,406 元/平上漲至 12,397 元/平。毛利率因此提升 9.1 個百分點至 34.1%。由於 2017 年產生了 1.35 億的匯兌損益及 0.54 億的股權結算購股權開支，因此營銷及管理費占收入比由 2016 年的 8.1%擴大至 11.3%。除去投資物業重估及其他一次性收入，2017 年公司實現核心利潤 19 億，同比增長 37.9%。公司選派期末股息每股 0.13 港元。
- ❖ **2018 年銷售目標 500 億**。2017 年，公司物業銷售金額為 332 億，增長 41.3%，銷售面積 192 萬平方米，增長 15.4%。上海、北京、泉州是公司前三銷售區域，分別占 2017 年物業銷售額的 21%、20%、20%。公司 2018 年可售貨值為 800 億，銷售目標為 500 億。公司也在考慮通過大型併購來加速自身發展嗎，目標在 2020 年達成千億的銷售目標。
- ❖ **2017 年底土儲 1,557 萬平**。2017 年，公司共收購 38 塊項目，總建面 645 萬平，其中 14 個項目通過併購獲取，15 個為合作項目。總地價和權益地價分別為 322 億和 125 億。2018 年，公司計劃投資 200 億(權益)補充土儲。截止到 2017 年底，公司土地儲備 1,557 萬平，權益面積 970 萬平。平均土地成本為 3,611 元/平，占 2017 年平均銷售價格(17,365 元/平)的 20.8%。我們相信低廉的土地成本能夠保證公司合理的利潤率。根據公司指引，未來幾年的毛利率能夠維持在 30%左右。
- ❖ **2017 年底淨負債率 72%**。截止到 2017 年底，公司總有息負債為 215 億(不包括 7 億的永續債)，現金約 91 億。去年 8 月，公司增發 4 億股，每股 3.64 港元，總募資 14.36 億港元作為未來發展的用途。因此淨負債率由 2016 年底的 80.1%下降至 71.7%。同時平均借貸成本也有 2016 年的 6.8%下降至 6.5%。
- ❖ **4.5 倍歷史 PE，估值吸引**。公司目前已售未確認收入的物業值 210 億元，其毛利率在 28-30%。若未來 3 年合約銷售年複合增長為 44% (2020 年實現千億)，我們預計未來 3 年淨利潤年複合增長達 30%。目前，公司股價處在 4.5 倍歷史 PE，我們認為估值相對較低。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬人民幣)	10,690	12,481	16,105
淨利潤(百萬人民幣)	1,167	2,122	2,892
EPS(人民幣)	0.27	0.61	0.80
EPS 變動(%)	0.0	125.6	32.1
市盈率(x)	13.5	6.0	4.5
市帳率(x)	1.8	1.5	1.1
股息率(%)	2.3	3.2	4.4
權益收益率(%)	13.3	24.6	22.8
淨財務杠杆率(%)	70.7	80.1	71.7

資料來源：彭博、招銀國際

未評級

當前股價 HK\$4.32

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@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

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。