

新力控股 (2103 HK)

崛起中的地產新秀

- **來自江西的後起之秀。**新力控股是國內一家大型綜合物業開發商，專注於住宅及商業物業的開發。公司總部位於上海，於2010年在江西南昌開始第一個項目。經過近10年的營運，新力已在江西省住宅物業開發企業中確立了領先地位，並將業務拓展至長江三角洲地區、粵港澳大灣區及華中華西核心城市及其他高增長潛力地區。
- **發力南昌和惠州市場。**截至2019年7月31日，新力權益土儲約1,500萬平方米，並且在江西市場處於領先地位。根據C&W數據，公司2018年住宅物業的合約銷售額在當地領跑同業，若以住宅物業銷售面積計算，公司在南昌和贛州的地產開發商中排名第一。此外，公司在惠州擁有較多項目儲備。截至2019年7月31日，公司在江西和大灣區的土儲分別為740萬和350萬平方米，佔公司總土儲50%和23%。具體而言，南昌和惠州是新力兩個最重要市場，佔公司總土儲40%和20%。
- **預計2018年至2021年間的淨利潤複合年增長率達106%。**2016-18年股東應佔淨利潤分別為6,200萬、9,500萬和4.14億元人民幣，淨利潤率2.8%、1.8%和4.9%。我們預測公司未來三年將維持良好的項目交付節奏，預計2019-21年股東應佔淨利潤分別為14.68億、27.39億和36.18億元人民幣，三年的複合年增長率達到106.0%。
- **首次覆蓋，給予「買入」評級。**我們利用資產淨值折讓推算公司估值，估計至20財年末新力每股資產淨值為8.69元人民幣。基於50%折讓以及0.90元人民幣=1.00港元的假設，我們把目標價定於4.83港元，首次覆蓋給予買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	5,241	8,416	22,444	40,681	55,001
同比增長(%)	135.8	60.6	166.7	81.3	35.2
淨利潤(百萬人民幣)	95	414	1,468	2,739	3,618
EPS(人民幣)	n.a.	n.a.	0.41	0.77	1.01
EPS變動(%)	n.a.	n.a.	n.a.	86.5	32.1
市盈率(x)	n.a.	n.a.	8.8	4.7	3.6
市帳率(x)	n.a.	n.a.	1.8	1.4	1.1
股息率(%)	n.a.	n.a.	3.4	6.3	8.4
權益收益率(%)	2.4	9.7	20.7	30.4	31.4
淨財務杠杆率(%)	269.7	237.9	119.5	103.5	87.9

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$4.83
潛在升幅	+20.8%
當前股價	HK\$4.00

中國房地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	14,281
3月平均流通量(百萬港元)	15.7
52周內股價高/低(港元)	4.13/3.81
總股本(百萬)	3,570

資料來源：彭博

股東結構

張國林	83.19%
自由流通	16.81%

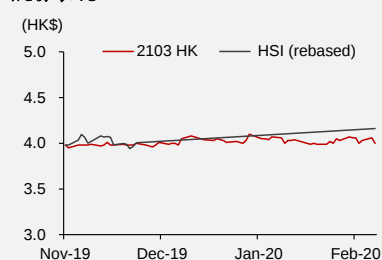
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.5%	2.9%
3-月	n.a	n.a
6-月	n.a	n.a
12-月	n.a	n.a

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：Ernst & Young

財務報表

利潤表						現金流量表					
年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	5,241	8,416	22,444	40,681	55,001	稅後利潤	842	1,863	4,057	7,169	9,091
物業銷售	5,230	8,389	22,404	40,629	54,939	折舊、攤銷	9	20	21	21	21
其他	11	26	40	51	62	營運資金變動	(5,895)	1,673	2,104	(760)	(665)
銷售成本	(3,474)	(5,273)	(15,245)	(28,453)	(39,571)	其他	(1,504)	(1,831)	(2,297)	(3,314)	(3,991)
毛利	1,767	3,143	7,199	12,227	15,429	經營活動所得現金淨額	(6,548)	1,725	3,886	3,117	4,456
其他收入	34	112	86	129	160	購置固定資產及投資	(84)	(220)	(180)	(180)	(180)
銷售費用	(458)	(658)	(1,571)	(2,644)	(3,410)	聯營及合營公司	(3,688)	(961)	(3,500)	(4,000)	(5,000)
行政費用	(225)	(430)	(1,010)	(1,627)	(1,925)	其他	(740)	(139)	-	-	-
	(47)	(46)	(55)	(67)	(80)	投資活動所得現金淨額	(4,511)	(1,320)	(3,680)	(4,180)	(5,180)
息稅前收益	1,070	2,121	4,648	8,019	10,175	注資	3,000	4	1,818	-	-
應佔聯營和合營公司收益	3	39	47	57	68	淨銀行借貸	11,981	3,821	11,829	10,429	11,230
財務費用	(317)	(426)	(645)	(906)	(1,152)	其他	(1,793)	-	(440)	(822)	(1,085)
特殊收入	86	129	7	-	-	融資活動所得現金淨額	13,188	3,825	13,207	9,607	10,145
稅前利潤	842	1,863	4,057	7,169	9,091	現金增加淨額	2,129	4,230	13,413	8,544	9,421
所得稅	(564)	(1,309)	(2,222)	(3,257)	(3,923)	年初貨幣資金及等價物	700	2,877	7,084	20,496	29,040
年度利潤	278	555	1,835	3,913	5,168	匯兌	48	(24)	-	-	-
非控制股東權益	(183)	(141)	(367)	(1,174)	(1,550)	年末貨幣資金	2,877	7,084	20,496	29,040	38,461
歸屬母公司股東淨利潤	95	414	1,468	2,739	3,618						
資產負債表						主要比率					
年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流動資產	40,320	67,887	93,334	108,620	123,627	銷售組合 (%)					
物業存貨	30,152	47,655	55,420	61,979	67,423	物業銷售	99.8	99.7	99.8	99.9	99.9
營運關聯方款項	4,515	5,112	7,344	7,344	7,344	其他	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
現金及現金等價物	2,877	7,084	20,496	29,040	38,461	合計	100	100	100	100	100
其他	2,776	8,037	10,073	10,256	10,399	盈利能力比率 (%)					
非流動資產	8,480	9,720	13,713	17,929	23,156	毛利率	33.7	37.3	32.1	30.1	28.1
非流動資產	109	114	124	134	144	息稅前利潤率	20.4	25.2	20.7	19.7	18.5
投資物業	894	1,153	1,330	1,480	1,630	淨利潤率	1.8	4.9	6.5	6.7	6.6
聯營及合營公司投資	3,574	4,574	8,185	12,242	17,310	有效稅率	67.0	70.2	54.8	45.4	43.2
其他	3,904	3,879	4,074	4,073	4,072	增長 (%)					
總資產	48,801	77,608	107,047	126,549	146,784	收入	135.8	60.6	166.7	81.3	35.2
流動負債	36,628	59,549	77,814	89,143	99,311	毛利	221.5	77.9	129.1	69.8	26.2
應收賬款	2,465	3,142	7,622	14,227	19,786	息稅前利潤	332.1	98.1	119.2	72.5	26.9
合同負債	20,064	40,196	47,107	46,484	45,848	淨利潤	52.2	335.2	255.1	86.5	32.1
應付關聯方款項	2,295	1,400	2,963	2,963	2,963	資產負債比率					
短期借款	9,249	9,225	13,905	19,252	24,498	流動比率 (X)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
其他	2,555	5,586	6,217	6,217	6,217	平均應收賬款周轉天數	0	0	4	4	4
非流動負債	7,578	12,998	20,960	26,041	32,026	平均應付帳款周轉天數	259	218	183	183	183
長期借款	7,427	12,878	20,696	25,778	31,762	平均存貨周轉天數	3,168	3,299	1,327	795	622
其他	152	120	264	264	264	淨負債/總權益 (%)	269.7	237.9	119.5	103.5	87.9
總負債	44,206	72,547	98,774	115,185	131,337	回報率 (%)					
歸屬母公司股東權益	3,924	4,244	7,089	9,007	11,539	資本回報率	2.4	9.7	20.7	30.4	31.4
非控股權益	671	817	1,184	2,358	3,908	資產回報率	0.6	0.7	1.7	3.1	3.5
總淨資產	4,595	5,060	8,273	11,364	15,447	每股數據					
						每股盈利(人民幣)	n.a.	n.a.	0.41	0.77	1.01
						每股股息(人民幣)	n.a.	n.a.	0.12	0.23	0.30
						每股賬面值(人民幣)	n.a.	n.a.	2.0	2.5	3.2

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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）發表於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並無直接或間接關係。

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。

披露

招銀國際證券或其他關聯機構曾在過去12個月內與報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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。招銀國際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。招銀國際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國際證券編寫，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。

本報告基於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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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聞，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。