

弘陽地產 (1996 HK)

南京為骨幹

我們首次覆蓋弘陽，並給予「買入」評級。我們預測公司截至 2020 年底的每股資產淨值為 5.61 港元，並將目標價定為 3.37 港元，相對每股資產淨值折讓 40%。強勁的合約銷售、旗下名牌購物中心及強大的管理團隊將成為公司未來的增長催化劑。

- **深耕長三角。**弘陽於 1999 年在南京成立，專注於房地產開發和商用物業業務營運。目前公司已進駐 39 個內地城市的房地產市場。截至 2019 年 6 月，公司已覆蓋江蘇省主要城市，位於江蘇省的项目已佔公司總土儲 67%。
- **合約銷售增長超過 40%。**今年首 10 個月，公司合約銷售金額及面積分別大幅上升 42.8% 至 495 億元（人民幣，下同）及 44.6% 至 373 萬平。截至 2019 年 10 月底，按照弘陽 2019 年 600 億元的銷售目標計算，公司已實現 83% 達成率，相信弘陽能夠完成其全年銷售目標。根據新收購的土地，我們預計 2020 年公司銷售目標為 800 億元。
- **總土儲 1,569 萬平。**2019 上半年，弘陽在國內 20 個城市收購了共 35 幅土地（其中 11 個為新進入市場），計劃建築面積 407 萬平。截至 2019 年 6 月，弘陽已投資 134 個房地產項目。公司總土儲達 1,569 萬平，應佔土儲 816 萬平。平均土地成本估計每平 5,005 元。
- **推廣「弘陽廣場」品牌。**弘陽擁有和經營用於長期投資的商用物業。其主要投資物業包括南京弘陽廣場和常州弘陽廣場。除擁有自營商用物業外，公司還採用輕資產運營模式。未來將有 12 座弘陽廣場開業，其中五座將於 2019 年下半年開業，另外四座將於 2020 年開業。
- **預測 2018-21 年間，核心利潤將以 28.5% 複合年增長率增加。**淨負債比率處於合理水平，我們預測 2019 年底末的淨負債比率為 68%。我們預計公司收入將從 2018 年的 92 億元以 41.3% 的複合年增長率增加至 2021 年的 261 億元，而毛利率則將從 2018 年的 31.2% 下降至 2021 年的 25.5%。因此，我們預測 2019-21 年的核心利潤分別為 14.3 億元、19.7 億元及 25.8 億元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	6,140	9,239	14,692	20,019	26,088
同比增長 (%)	-30.0	50.5	59.0	36.3	30.3
淨利潤(百萬元人民幣)	1,221	1,412	1,646	1,968	2,580
每股盈利(元人民幣)	N.A.	0.66	0.50	0.59	0.78
每股盈利變動 (%)	N.A.	N.A.	-25.2	19.5	31.1
市盈率(倍)	N.A.	3.3	4.5	3.7	2.9
市帳率(倍)	N.A.	0.6	0.5	0.5	0.4
股息率 (%)	N.A.	4.3	5.7	8.1	10.1
權益收益率 (%)	14.7	11.1	11.7	12.7	14.8
淨負債率 (%)	87.7	68.3	68.3	71.3	72.4

資料來源：公司數據，招銀國際證券預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$3.37
潛在升幅	+36.4%
當前股價	HK\$2.47

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(百萬元)	8,200
3 月平均流通量(百萬元)	7.63
52 周內股價高/低(港元)	3.62/2.16
總股本(百萬)	3,320

資料來源：彭博

股東結構

曾煥沙	72.3%
自由流通	27.7%

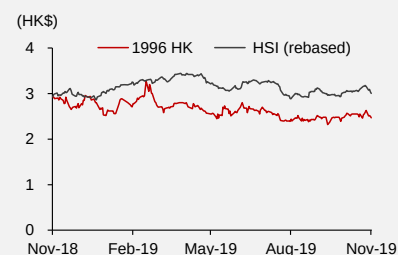
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.6%	0.6%
3-月	4.6%	-0.5%
6-月	-2.7%	4.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	6,140	9,239	14,692	20,019	26,088
物業發展	5,938	8,843	14,352	19,575	25,620
投資物業	166	359	300	400	420
物業管理	35	37	40	44	48
銷售成本	-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
銷售費用	-240	-342	-485	-601	-730
行政費用	-305	-686	-881	-1,081	-1,304
其他費用	-17	-48	-29	-40	-52
息稅前收益	2,212	2,047	2,755	3,698	4,879
融資成本	-442	-499	-595	-649	-687
聯營/合營公司	418	367	400	420	395
特殊收入	-287	261	285	0	0
稅前利潤	1,901	2,175	2,845	3,470	4,587
所得稅	-705	-852	-1,184	-1,454	-1,947
非控制股東權益	25	89	-15	-48	-60
永續債	0	0	0	0	0
淨利潤	1,221	1,412	1,646	1,968	2,580
基礎盈利	1,436	1,217	1,433	1,968	2,580

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	2,212	2,047	2,755	3,698	4,879
折舊和攤銷	63	80	56	65	71
營運資金變動	-3,581	-6,322	-9,369	-6,380	-7,490
稅務開支	-913	-454	-1,193	-1,379	-1,847
其他	-1,279	2,021	8,550	5,099	5,050
經營活動所得現金淨額	-3,498	-2,628	799	1,104	663
購置固定資產	-712	-1,469	-1,791	-1,376	-899
聯營公司	997	-3,434	-2,661	-900	-880
其他	894	923	-135	-110	-136
投資活動所得現金淨額	1,179	-3,980	-4,587	-2,386	-1,915
股份發行	2,124	3,113	0	0	0
淨銀行借貸	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
融資活動所得現金淨額	2,399	10,363	6,757	1,483	3,104
現金增加淨額	79	3,755	2,969	201	1,852
年初現金及現金等價物	2,399	2,478	6,233	9,212	9,423
匯兌	0	0	10	10	10
年末現金及現金等價物	2,478	6,233	9,212	9,423	11,285
受限制現金	1,733	6,223	8,000	8,000	8,000
資產負債表的現金	4,211	12,456	17,212	17,423	19,285

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	11,160	13,609	18,190	20,487	22,261
物業、廠房及設備	747	989	925	940	972
投資物業	8,723	9,397	11,200	12,500	13,300
聯營公司	1,445	2,739	5,400	6,300	7,180
無形資產	14	12	13	12	11
其他	230	472	652	735	798
流動資產	30,166	54,313	70,112	78,123	88,935
現金及現金等價物	4,211	12,456	17,212	17,423	19,285
應收貿易款項	2,548	2,600	3,500	4,200	4,850
存貨	18,802	30,869	40,000	46,500	54,200
其他	4,604	8,388	9,400	10,000	10,600
流動負債	23,953	40,649	52,700	58,520	67,380
借債	4,637	10,827	12,000	11,300	13,800
應付貿易賬款	5,208	6,638	7,300	8,120	8,980
合同負債	10,290	16,639	25,000	30,000	35,000
應付稅項	982	1,604	1,600	1,600	1,600
其他	2,837	4,941	6,800	7,500	8,000
非流動負債	8,915	13,423	19,525	22,320	23,780
借債	6,993	11,093	16,200	18,800	20,000
其他	1,922	2,330	3,325	3,520	3,780
股東權益	8,298	12,695	14,037	15,540	17,456
少數股東權益	159	1,155	2,040	2,230	2,580
永續債	0	0	0	0	0
總權益	8,457	13,850	16,077	17,770	20,036

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.7	95.7	97.7	97.8	98.2
投資物業	2.7	3.9	2.0	2.0	1.6
物業管理	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2
合計	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
稅前利率	36.0	22.2	18.8	18.5	18.7
淨利潤率	19.9	15.3	11.2	9.8	9.9
有效稅率	37.1	39.2	41.6	41.9	42.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
平均應收賬款周轉天數	151.5	102.7	87.0	76.6	67.9
平均應付賬款周轉天數	309.6	262.3	181.4	148.1	125.6
平均存貨周轉天數	1881.2	1773.9	1347.6	1140.8	1018.5
	87.7	68.3	68.3	71.3	72.4
回報率 (%)					
資本回報率	14.7	11.1	11.7	12.7	14.8
資產回報率	3.0	2.1	1.9	2.0	2.3
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	N.A.	0.7	0.5	0.6	0.8
每股股息 (人民幣)	N.A.	0.1	0.1	0.2	0.3
每股賬面值 (人民幣)	N.A.	3.8	4.2	4.7	5.3

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。

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	: 招銀國際證券並未給予投資評級

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(“招銀國際證券”)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，並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，並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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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)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。

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，並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。