

**買入**

2017年8月28日

**戰略佈局清晰，重申買入評級**

➤ **1H2017 物業結轉較少：**截至 1H2017 公司物業結算收入 2.36 億元（人民幣），同比下降 93%，主要因公司主力項目綠景虹灣及紅樹灣一號都將於下半年推出銷售並結轉，其他收入仍錄得穩健增長，總收入 5.95 億元，同比下降 84%。總體毛利率上升 12.6 個百分點到 57.8%，其中，物業銷售毛利率同比下降 5.3 個百分點到 37.5%，因為上半年結轉收入中沒有來自深圳的項目，但因為投資物業收入占比提升，拉高整體毛利水準。期內結轉收入下滑但費用並未下降，導致費用率上升。公司期內錄得 2.2 億公允價值變動收益，部分被融資成本的上升（上升 1.15 億元）所抵消。公司有效稅率基本穩定（1H2017 62% VS 1H2016 59%），期內，公司錄得歸屬股東淨利潤 4300 萬元，同比下降 92.35%。

➤ **主力項目即將入市，全年業績有保障：**下半年公司綠景虹灣項目已開始銷售，總共 25 億元貨值，目前銷售超過 10 億元，預計 2017 年內將全部去化。紅樹灣一號項目下半年亦將推出銷售，預計可實現銷售 10 億元，此外，深圳以外項目可實現銷售約 10 億元。因此，若紅樹灣一號項目順利推出，公司全年預計可達成 45 億元銷售目標。由於公司深圳項目都是以接近現房的形式銷售，故銷售以後可在當年結轉。預計公司 2017 年物業銷售收入及總收入與 2016 年基本持平。公司物業銷售毛利率將上升到 55% 左右帶動整體毛利率提升到接近 60% 的水準，但毛利潤的較大幅增長將被費用、利息以及稅費成本的上升部分抵消。我們預計 2017 年歸屬股東核心淨利潤將錄得輕微上升。

➤ **戰略佈局清晰，重申買入評級：**公司堅持三大戰略：1) 堅持與控股股東聯動的方式獲取城市更新專案；2) 堅持粵港澳大灣區佈局；3) 堅持物業銷售和優質投資物業自持雙輪驅動。公司發展戰略清晰，與自身優勢高度吻合。我們考慮潛在舊改項目對公司 NAV 增厚，公司攤薄後每股 NAV 為 6.1 港元。我們給予公司 NAV 50% 的折讓，目標價為 3.05 港元。

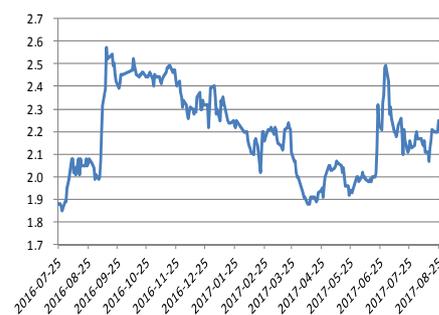
**王師奮**
**852-25321960**
**Lucas.wang@firstshanghai.com.hk**

行業	房地產
股價	2.25 港元
目標價	3.05 港元 + (36%)
股票代碼	95
已發行股本	46.9 億股
市值	105.6 億港元
52 周高/低	2.57/1.88 港元
每股淨值	2.2 港元
主要股東	黃康境 (75%) 萬科 (6.39%) 平安銀行 (6.39%)

**盈利摘要**

年結日：31/12	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(百萬人民幣)	1,210	4,590	4,619	7,977	10,197
變動(%)	171.6%	279.3%	0.6%	72.7%	27.8%
核心淨利潤(百萬人民幣)	98	605	645	1,370	1,902
變動(%)	385.9%	519.9%	6.6%	112.3%	38.9%
攤薄核心EPS(人民幣元)	0.01	0.07	0.08	0.17	0.23
變動(%)	-8.9%	461.0%	6.6%	112.3%	38.9%
市盈率@2.25(倍)	146.1	26.0	24.4	11.5	8.3
每股股息(人民幣元)	0.01	0.05	0.04	0.09	0.12
息率(%)	0.4%	2.3%	2.1%	4.5%	6.3%

來源：公司資料，第一上海

**股價表現**


來源：彭博

## 附錄 1：主要財務報表

損益表						財務分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	1,210	4,590	4,619	7,977	10,197	增长率 (%)					
-物业销售	576	3,956	3,900	7,000	8,837	收入	171.6%	279.3%	0.6%	72.7%	27.8%
-其他	634	634	719	977	1,360	毛利	589.1%	261.3%	15.7%	77.4%	25.1%
销售成本	-575	-2,294	-1,962	-3,265	-4,302	税前利润	1545.0%	213.6%	8.5%	96.7%	28.0%
毛利	635	2,296	2,656	4,712	5,895	核心利润	385.9%	519.9%	6.6%	112.3%	38.9%
其他收入	87	108	50	50	50	盈利分析 (%)					
行政及销售费用	-296	-407	-472	-572	-653	毛利率	52.5%	50.0%	57.5%	59.1%	57.8%
经营利润	427	1,997	2,235	4,190	5,292	有效税率	28.2%	56.4%	58.0%	60.0%	58.0%
利息支出	-263	-407	-478	-496	-500	净利润率	34.5%	17.5%	18.1%	19.6%	20.6%
联营公司收入	-0	-0	-0	0	0	核心净利润率	8.1%	13.2%	14.0%	17.2%	18.7%
公允值变动	427	263	255	263	270	回报率 (%)					
税前利润	591	1,853	2,011	3,956	5,063	派息比率	41.1%	34.9%	30.0%	30.0%	30.0%
税项	-166	-1,045	-1,167	-2,373	-2,937	ROE	5.3%	9.5%	9.0%	15.2%	17.8%
总利润	425	809	845	1,582	2,126	ROA	1.8%	3.2%	3.2%	5.3%	6.2%
少数股东权益	7	6	8	16	21	回报率 (%)					
归属股东利润	418	802	836	1,566	2,105	流动比率(倍)	1.44	1.98	2.03	2.10	2.14
归属股东核心利润	98	605	645	1,370	1,902	利息覆盖率(倍)	0.80	3.29	2.89	5.16	6.46
派息	40	211	194	411	571	净负债率	68.6%	80.9%	78.3%	56.3%	44.8%
核心EPS (元)	0.02	0.13	0.14	0.29	0.41						
摊薄核心EPS (元)	0.01	0.07	0.08	0.17	0.23						
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,515	2,792	2,764	4,083	3,920	税前利润	591	1,853	2,011	3,956	5,063
预付款及应收	1,941	1,235	1,242	2,146	2,743	调整项	-187	226	261	277	278
存货	5,404	5,534	5,811	7,264	9,080	营运资金变动	1,450	-2,237	70	826	-336
投资物业	11,973	12,227	12,982	13,745	14,515	税项	-382	-585	-1,167	-2,373	-2,937
无形资产	232	232	232	232	232	经营现金流	1,472	-743	1,175	2,685	2,069
联营公司资产	525	528	528	528	528	投资物业	-79	-26	-500	-500	-500
固定资产	333	294	466	512	563	限制性银行存款	-493	-486	-348	-417	-501
其他长期资产	2,068	3,082	3,132	3,784	4,478	其他	-0	-1	-0	-0	-0
总资产	23,992	25,925	27,158	32,294	36,060	投资现金流	-1,000	-1,495	-1,085	-1,036	-1,132
短期贷款	1,676	3,580	3,759	3,872	3,988	发行股份	1,483	-	-	-	-
应付账款	5,047	1,468	1,477	2,551	3,261	债务变动	96	3,158	571	360	-189
长期贷款	6,558	7,837	8,229	8,476	8,730	派息	-16	-40	-211	-194	-411
可换股债券	0	559	559	559	0	利息支出	-594	-650	-478	-496	-500
递延税负债	2,268	2,394	2,409	4,160	5,318	发行可转债	-	694	-	-	-
其他负债	471	889	893	1,455	1,827	其他	-1	0	-	0	0
总负债	16,019	16,727	17,326	21,074	23,124	融资现金流	-373	3,315	-119	-330	-1,099
股东权益	7,881	8,965	9,590	10,963	12,657	现金变动	99	1,077	-28	1,319	-162
少数股东权益	92	233	242	257	279	汇兑变动	1.2	0.8	-	-	-
合计	7,973	9,198	9,831	11,220	12,936	初期现金	1,415	1,515	2,792	2,764	4,083
每股净资产(元)	1.57	1.91	2.04	2.34	2.70	末期现金	1,515	2,792	2,764	4,083	3,920

資料來源：公司資料、第一上海預測

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號  
永安集團大廈 19 樓  
電話：(852) 2522-2101  
傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關聯人士不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關聯人士可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。