

## 眾安集團(0672.HK) — 土儲充足，逆勢擴張

2022年10月10日

**長三角領先房地產發展商：**眾安集團成立於1997年，深耕長三角市場，以杭州為核心，至今已發展成為中國長三角地區具領先地位的房地產發展商。根據上海易居房地產研究院發佈《2022房地產開發企業華東華中區域測評研究報告》，公司位列2022房地產開發企業浙江省10強。公司目前長三角土儲佔比高達87%。眾安深耕浙江，相較於全國佈局房企，市場下行周期依靠本土優勢、市場熟悉，更能靈活開發應對市場變化。

**穩健財務，銀行項目開發貸及經營性物業貸為主要債務：**眾安集團房產項目以銀行項目開發貸和經營性物業貸款撥付，並未發行債券包括美元債。三道紅線保持綠檔達標，於6月末，資產負債比率(扣除預收款)為67.9%、淨負債比率及現金短債比分別為82.9%及1.65倍。公司一直恪守財務紀律，沒有追求規模，以合理土地成本及充裕土地儲備為公司長遠發展奠定堅實的基礎。房地產開發貸監管嚴格，銀行嚴格把關貸款投向和資金用途，會根據工程完工進度放款。公司具有充裕資金保障項目竣工。上半年已確認銷售同比增加1.9倍至47.4億元人民幣。上半年合同銷售金額為52.7億元人民幣，按先前3月份設定的300億元人民幣及6月末有整體可售貨值646億元人民幣，去化率38%即可完成目標。此外，43%集中於杭州，去化相具有保障。下半年共有9個項目計劃首開。

**逆週期策略增加優質土儲資源：**眾安集團一直注重項目回報率、理性拿地。去年以來房產行業整體資金面偏緊，中小型民營房企降低土地儲備規模，但具財務資源房企拿地空間則更大。眾安集團去年開始採取逆週期策略，積極擴張土儲。2022年上半年，新增7個項目，總建築面積約為52萬平方米，總代價48.85億元人民幣，拿地銷售金額比為0.92，高於百強平均的0.16。截至2022年6月30日，土地儲備總建築面積約為1,044萬平方米，土地儲備平均收購成本為每平方米3,229元人民幣。土地儲備足夠未來五年以上發展，為未來銷售提供保障。另外，公司亦獲中國農業銀行浙江省分行授予70億元人民幣併購意向融資額度，通過收併購亦可望成為公司另一方式獲取優質土儲/項目。

**估值：**按彭博，當前股價對應為5倍動態市盈率。

**主要風險：**項目開發、竣工交付不及預期、銷售及回款不及預期、政策調控放鬆不及預期。

### 主要財務摘要

百萬人民幣	12/18	12/19	12/20	12/21
收入	5,169.4	6,204.7	7,438.9	4,968.7
同比(%)	17.6	20.0	19.9	(33.2)
淨利潤	286.9	637.1	827.9	73.1
同比(%)	(47.6)	122.1	29.9	(91.2)
每股基本盈利(人民幣分)	5.0	11.0	14.6	1.3
同比(%)	(50.0)	120.0	32.7	(91.1)
市盈率(倍)	3.7	1.7	1.3	14.4
市淨率(倍)	0.14	0.13	0.12	0.11
股息率(%)	0.0	9.6	0.0	0.0

資料來源：彭博及方正證券(香港)

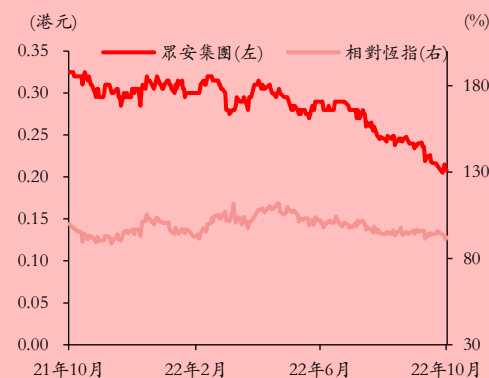
評級：未評級

### 最新主要資料

股價(港元)	0.208
52週高(港元)	0.335
52週低(港元)	0.191
市值(百萬港元)	1,172.2
3個月平均成交量(百萬)	0.561

股價變動	1個月	3個月	本年
絕對值	(13.33)	(25.71)	(35.00)
相對恆生指數	(2.25)	(4.96)	(8.58)

### 股價走勢圖



資料來源：彭博及方正證券(香港)

葉海燕, CFA  
中央編號: ANF284  
(852) 3798 3306  
eva.yip@hkfoundersc.com

## 1H22 業績摘要

2022 年上半年眾安集團收入約為 50.8 億元人民幣，較 2021 年同期上漲 156.2%。歸屬於母公司利潤約 1.377 億元人民幣，去年同期則為 1,243 萬元人民幣。來自物業銷售的收入約為 47.4 億元人民幣，較 2021 年同期 16.5 億元人民幣，同比增加 187.9%。上漲主要是大量項目進入結算期。期內確認銷售總建築面積約為 21 萬平方米，同比增加 2.96 倍。整體毛利率約為 34.0%，較去年同期 31.7%，同比增加 2.3 個百分點。受益收入結構優化。

上半年公司合同銷售金額為 52.66 億元人民幣，銷售面積則為 27.7 萬平方米，主要內地購房需求放緩及疫情影響新盤銷售。於 2022 年 6 月末，剩餘可售貨值為 646 億元人民幣，6%為尾盤、43%為在售、30%為售及 20%為待開發。

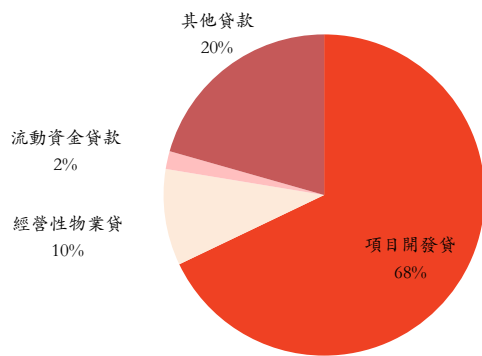
眾安集團嚴控負債規模，截至 2022 年 6 月 30 日，總計息銀行及其他借款為 173 億元人民幣，較去年末升 2%。集團三條紅線的關鍵性財務指標保持綠檔。淨負債比率較去年末略升 1 個百分點至 67.9%。

圖表1：業績摘要

百萬人民幣	1H22	1H21	2H21	1H22 同比
住宅	4,820.5	1,435.1	2,662.5	235.9%
商業	257.1	547.1	324.0	-53.0%
<b>收入</b>	<b>5,077.6</b>	<b>1,982.2</b>	<b>2,986.5</b>	<b>156.2%</b>
毛利	1,726.1	628.4	847.7	174.7%
經營費用	(438.1)	(455.1)	(741.4)	-3.7%
<b>經營溢利</b>	<b>1,374.0</b>	<b>272.0</b>	<b>107.1</b>	<b>405.2%</b>
融資成本	(102.9)	(118.5)	(106.6)	-13.1%
應佔合營企業之業績	(7.5)	109.0	(131.3)	不適用
應佔聯營企業之業績	(81.0)	(17.7)	172.3	357.9%
除稅前溢利	1,087.0	231.0	(5.0)	370.6%
所得稅	(1,016.8)	(197.0)	9.6	416.0%
年內溢利	70.2	34.0	4.6	106.9%
<b>應佔公司權益股東</b>	<b>137.7</b>	<b>12.4</b>	<b>60.7</b>	<b>1,007.5%</b>
每股盈利(人民幣分)	2.44	0.22	1.08	1,009.1%
財務比率 (%)				<b>1H22 同比 (百分點)</b>
毛利率	33.99	31.70	28.39	2.29
經營溢利率	27.06	13.72	3.59	13.34
淨利率	1.38	1.71	0.15	(0.33)
經營費用佔收入	8.63	22.96	24.82	(14.33)

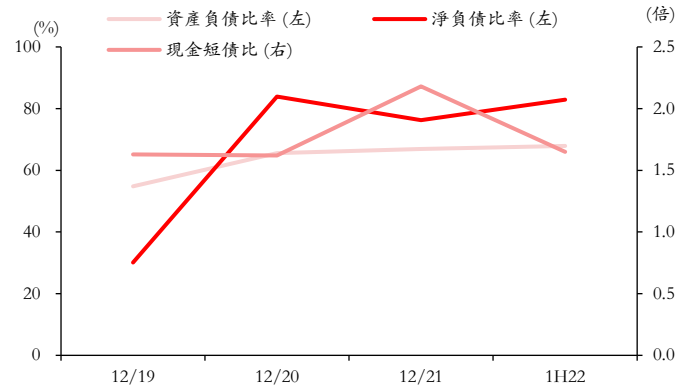
資料來源：公司及方正證券(香港)

圖表2: 1H22 債務結構



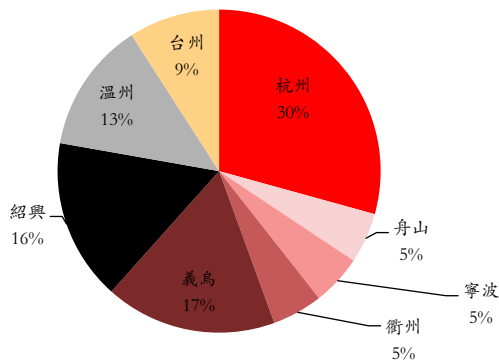
資料來源: 公司及方正證券(香港)

圖表3: 三道紅線



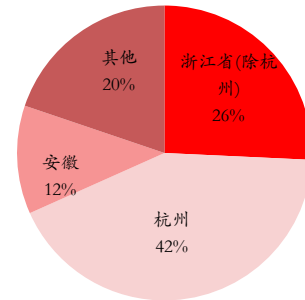
資料來源: 公司及方正證券(香港)

圖表4: 1H22 浙江省合同銷售金額分佈



資料來源: 公司及方正證券(香港)

圖表5: 土儲地區劃分



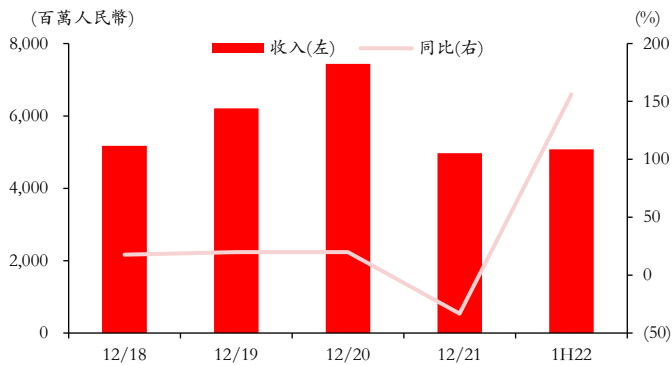
資料來源: 公司及方正證券(香港)

## 公司背景

眾安集團業務可分為: 1) 住宅分部, 在中國內地及加拿大開發及銷售住宅物業, 並向住宅物業提供物業管理服務, 項目管理服務及其他服務; 2) 商業分部, 在中國內地、日本及英國開發及銷售商業物業, 租賃投資物業, 擁有及經營酒店, 並向商業物業提供物業管理服務, 項目管理服務及其他服務。

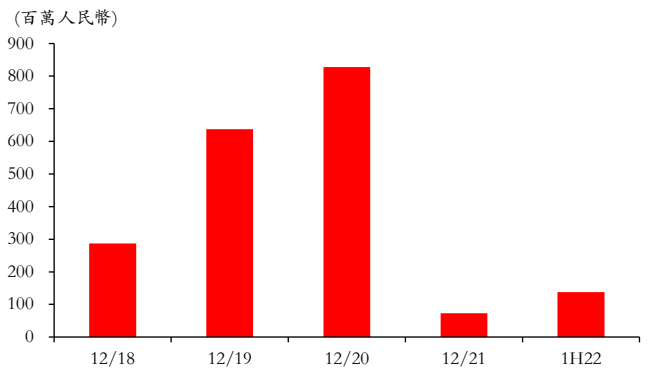
主要圖表

圖表6: 收入及收入同比走勢



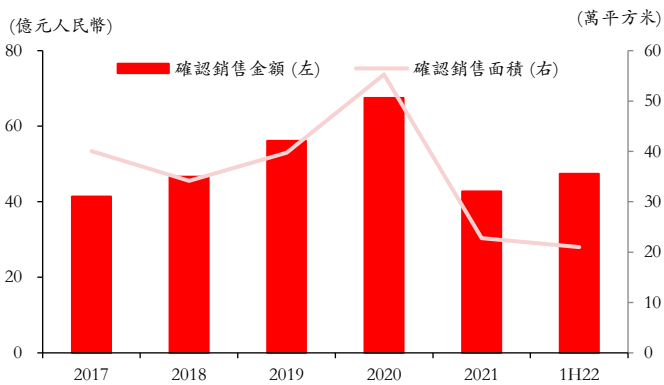
資料來源: 彭博、公司及方正證券(香港)

圖表7: 淨利潤走勢



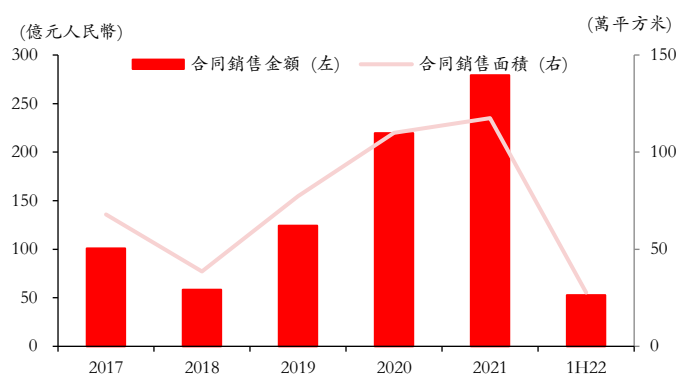
資料來源: 彭博、公司及方正證券(香港)

圖表8: 2017-1H22 確認銷售金額及面積



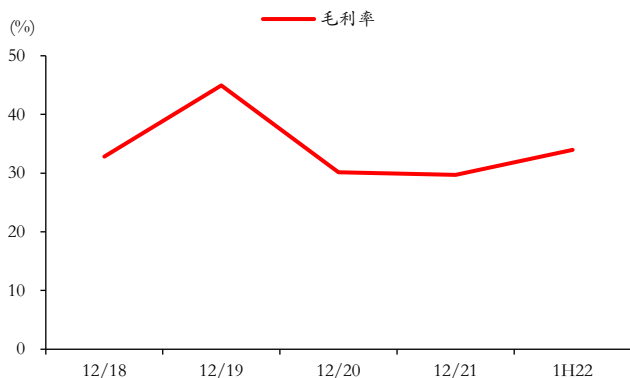
資料來源: 公司及方正證券(香港)

圖表9: 2017-1H22 合同銷售金額及面積



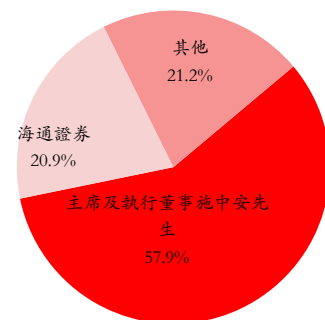
資料來源: 公司及方正證券(香港)

圖表10: 近年毛利率維持於30%以上



資料來源: 公司及方正證券(香港)

圖表11: 股東結構



資料來源: 港交所、公司及方正證券(香港)

## 財務摘要

### 合併損益表

千人民幣	12/18	12/19	12/20	12/21
<b>收入</b>	<b>5,169,369</b>	<b>6,204,683</b>	<b>7,438,948</b>	<b>4,968,682</b>
銷售成本	(3,471,274)	(3,415,866)	(5,194,014)	(3,492,546)
毛利	1,698,095	2,788,817	2,244,934	1,476,136
經營開支	(778,747)	(782,989)	(575,654)	(1,448,497)
<b>經營利潤</b>	<b>968,037</b>	<b>2,054,382</b>	<b>1,792,014</b>	<b>273,310</b>
融資成本淨額	(114,693)	(190,382)	(250,089)	(225,076)
聯營公司應佔溢利/虧損	(2,629)	6,450	96,129	132,301
稅前利潤	883,572	1,920,559	1,677,937	226,011
稅項	(520,509)	(916,528)	(566,692)	(187,485)
年內溢利	363,063	1,004,031	1,111,245	38,526
<b>公司擁有人應佔年內溢利</b>	<b>286,881</b>	<b>637,144</b>	<b>827,874</b>	<b>73,132</b>
每股盈利(人民幣分)	5.00	11.00	14.60	1.30
每股股息(人民幣分)	0.00	1.81	0.00	0.00

資料來源：公司、彭博及方正證券(香港)

### 合併資產負債表

千人民幣	12/18	12/19	12/20	12/21
<b>總資產</b>	<b>25,065,934</b>	<b>30,172,439</b>	<b>41,819,964</b>	<b>57,240,309</b>
<b>流動資產</b>	<b>15,056,385</b>	<b>18,534,702</b>	<b>29,453,076</b>	<b>43,408,732</b>
現金	2,140,781	4,058,864	5,911,701	2,569,617
應收賬款	56,029	80,065	84,717	113,329
存貨	11,639,753	12,295,395	20,299,546	31,629,953
其它流動資產	1,219,822	2,100,378	3,157,112	9,095,833
<b>非流動資產</b>	<b>10,009,549</b>	<b>11,637,737</b>	<b>12,366,888</b>	<b>13,831,577</b>
固定資產淨額	8,776,712	9,668,058	9,726,568	10,406,715
其它非流動資產	1,232,837	1,969,679	2,640,320	3,424,862
<b>總負債</b>	<b>15,515,815</b>	<b>19,651,753</b>	<b>30,406,027</b>	<b>45,310,225</b>
<b>流動負債</b>	<b>9,881,315</b>	<b>13,603,171</b>	<b>17,280,796</b>	<b>30,848,800</b>
應付帳款	1,700,198	1,315,415	1,487,283	2,131,544
短期借貸	1,384,960	2,523,639	3,698,919	3,658,170
其它流動負債	6,796,157	9,764,117	12,094,594	25,059,086
<b>非流動負債</b>	<b>5,634,500</b>	<b>6,048,582</b>	<b>13,125,231</b>	<b>14,461,425</b>
長期債務	3,383,125	5,067,739	12,177,299	13,525,067
其它非流動負債	2,251,375	980,843	947,932	936,358
權益總額	9,550,119	10,520,686	11,413,937	11,930,084
<b>公司擁有人應佔權益</b>	<b>7,755,210</b>	<b>8,436,293</b>	<b>9,128,046</b>	<b>9,244,718</b>
少數股東權益	1,794,909	2,084,393	2,285,891	2,685,366

資料來源：公司、彭博及方正證券(香港)

**合併現金流量表**

千人民幣	12/18	12/19	12/20	12/21
經營活動現金流	(1,288,395)	(173,501)	(6,680,926)	(268,888)
資本開支	(238,579)	(320,607)	(143,408)	(141,135)
投資活動現金流	129,232	(395,895)	(4,910)	(1,309,734)
自由現金流	(1,526,974)	(494,108)	(6,824,334)	(410,023)
融資活動現金流	184,990	2,155,713	8,364,102	2,023,152
淨現金流	(974,173)	1,586,317	1,678,266	444,530

資料來源：公司、彭博及方正證券(香港)

**主要財務指標**

	12/18	12/19	12/20	12/21
<b>增長率(%)</b>				
收入	17.6	20.0	19.9	(33.2)
息稅前利潤	(26.7)	112.2	(12.8)	(84.7)
公司擁有人淨利潤	(47.6)	122.1	29.9	(91.2)
每股盈利	(50.0)	120.0	32.7	(91.1)
<b>利潤率(%)</b>				
毛利率	32.8	44.9	30.2	29.7
息稅前利潤率	18.7	33.1	24.1	5.5
淨利潤率	7.0	16.2	14.9	0.8
<b>其它(%)</b>				
有效稅率	58.9	47.7	33.8	83.0
派息比率	0.0	16.4	0.0	0.0
平均淨資產回報率	3.8	7.9	9.4	0.8
平均總資產回報率	1.5	3.6	3.1	0.1
利息覆蓋倍數(倍)	8.4	10.8	7.2	1.2
淨負債比率	33.9	41.9	109.2	158.1

資料來源：公司、彭博及方正證券(香港)

## 免責聲明及披露

### 公司投資評級的說明：

強烈推薦：分析員預計未來半年公司股價有 20% 或以上的潛在漲幅；

推薦：分析員預計未來半年公司股價有 10% 至 20% 的潛在漲幅；

中性：分析員預計未來半年公司股價在 -10% 和 10% 之間波動；

減持：分析員預計未來半年公司股價有 10% 或以上的潛在跌幅。

未評級：分析員對投資於該個股於未來半年的表現並無觀點。

### 行業投資評級的說明：

推薦：分析員預計未來半年行業表現強於恒生指數；

中性：分析員預計未來半年行業表現與恒生指數持平；

減持：分析員預計未來半年行業表現弱於恒生指數。

### 分析員聲明

本報告準確表述了分析員及其發行人對所提及的證券之個人觀點及意見。

分析員聲明：他們所得報酬的任何組成部分無論是在過去、現在及將來均不會直接或間接地與本報告所表述的具體建議或觀點相聯繫；分析員獨立於任何業務部門並不直接受監管於及匯報予其他業務部門。本報告所述任何上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向他們提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

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)沒有擔任本報告所述上市公司之高級職員；並無擁有有關證券的任何權益；並沒有在發表本報告 30 日前處置或買賣該等證券；不會在發表本報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券。

### 權益披露事項

(1) 方正證券(香港)有限公司及其相關公司(統稱：方正證券(香港))為一家綜合性、從事資產管理、經紀人等業務的金融集團。方正證券(香港)於編制本報告時，會盡可能避免利益衝突及影響對相關公司的評價的事件。唯投資者應注意本報告可能存在的可能影響客觀性及利益衝突的情況，方正證券(香港)將不會承擔任何責任。

(2) 方正證券(香港)有限公司及其相關公司員工並無擔任本報告所述上市公司之高級職員。

(3) 方正證券(香港)有限公司及其相關公司可能持有本報告所述上市公司的任何類別的普通股證券 1% 或以上的財務權益。

### 免責聲明

本報告由方正證券(香港)有限公司(簡稱：本公司)提供及編制。

本報告內所載之資料乃源自本公司可靠之來源，於本報告發行時認為真實、無誤。方正證券(香港)對本報告資料的準確度及完整性，並沒有作出任何擔保、表述或保證。本報告內之意見可隨時更改而毋須事先通知任何人。在任何情況下，方正證券(香港)概不就本報告的任何意見或陳述而引致的任何損失承擔任何責任。

本報告對於收件人而言屬高度機密，只有收件人才能使用。本報告並非意圖發送、發佈給在當地法律或監管規則下不允許向其發送、發佈該研究報告的人員。本報告僅為參考之用，在任何地區均不應被視為買賣任何證券、金融工具的要約或要約邀請。本報告僅供我們的客戶使用。方正證券(香港)並不因收件人收到本報告而視其為方正證券(香港)的客戶。本報告所包含的觀點及建議並未考慮個別客戶的特殊狀況、目標或需要，不應被視為對特定客戶關於特定證券或金融工具的建議或策略。對於本報告中提及的任何證券或金融工具，本報告的收件人須根據自身的情況、條件、投資目標、風險偏好、財務能力等個人因素，作出符合其個人因素的判斷。如有需要，請向獨立專業人士提出諮詢。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

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，未經方正證券(香港)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。

本報告受版權保護的。未取得方正證券(香港)書面同意之前均不得複製、分發、傳閱、廣播或作任何商業用途。方正證券(香港)版權所有並保留一切權利。

方正證券(香港)有限公司為香港證監會第一類和第四類受規管活動之持牌機構。

地址：香港中環康樂廣場 1 號怡和大廈 1715-1719A 室

電話：+852-3798 3333 傳真：+852-3798 3391