

# 更新报告

2017-10-11 星期三



國元(香港)  
GY(HK)

## 众安房产 (672. HK) 评级: 强烈推荐

更新报告: 2017-10-11

目标价: HK\$ 1.54

现价: HK\$ 1.09

预计升幅: 41%

### 股本数据

总股本(亿股) 58.37

总市值(亿港元) 63.62

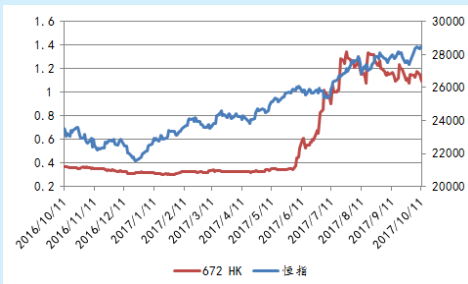
52周高/低(HK\$) 1.4/0.295

所属行业: 房地产开发

### 主要股东

Whole Good Management Limited  
(55.8%)

### 52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



资料来源: Wind

### 相关报告

众安房产首发报告 20170801

国元证券(香港)研究部

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9190

电邮: liusy@gyzq.com.hk

## 盈利能力改善: 低成本优势开始显现

### 投资要点:

#### 毛利率改善, 盈利能力大幅度提升:

根据公司披露之 2017 年中未经审计之年中报告显示, 其销售收入较 2016 年年中同比大幅增长 68%, 录得 31.72 亿人民币。毛利同比增长 143%, 录得 6.74 亿人民币, 改善情况比较乐观。而归属于母公司的净利润同比增长 1684% 至 4.3 亿人民币, 主要是由于公司销售收入、毛利率大幅提升及公司投资物业的公允价值变动。剔除投资物业价值变动的影响, 调整后归属于母公司的净利润为 2.41 亿人民币, 同比实际增长率达到 1244%。可见, 随着核心市场的物业价格的提升, 公司低成本土地储备及优质自持物业的优势已经开始逐渐显现, 预计未来公司的盈利能力将进一步提高。

#### 经营稳健, 负债率低:

公司 2012-2016 年资产负债率保持在 62-66% 的健康水平, 而从 2017 第二季度开始呈现明显的下降趋势。截至 2017 年第二季度末, 公司计息负债为人民币 49.7 亿元, 货币资金为人民币 24.6 亿元, 净负债对权益比率仅为 29%, 较先前均有较大程度改善, 且远远低于行业平均水平。

#### 合同销售增长强劲:

随着公司土地储备所在城市价格的大幅升值, 公司已经进入快速开发周期。从实际数据来看, 公司于 2017 年前两个季度合同销售收入达到 42.35 亿人民币, 较 2016 年全年的 50.3 亿人民币相差仅 7.95 亿人民币销售额。公司预计 2017 年全年合同销售额将突破 70 亿人民币, 2018 年更有望突破 110 亿人民币。充足的低成本土地储备及火爆的市场销售, 为公司未来的业绩提升提供了良好的支撑。

#### 维持“强烈推荐”评级, 目标价 1.54 港元:

结合 NAV 和行业估值水平, 我们给予公司目标价 1.54 港元, 相当于 2017 年 1 倍 PB, 目标价较现价有 41% 上升空间, 维持“强烈推荐”评级。

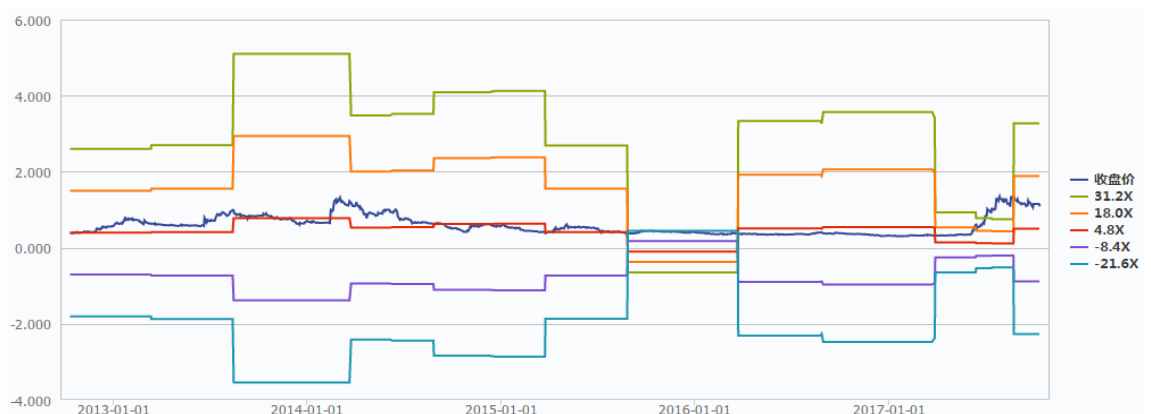
截止 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额(百万人民币)	2,883	5,007	5,508	7,839	10,190
变动(%)	86%	74%	10%	42%	30%
净利润(百万人民币)	421	125	809	1,172	1,593
变动(%)	32%	-70%	546%	45%	36%
每股盈利(元人民币)	0.18	0.05	0.14	0.20	0.27
市盈率@1.10港元(倍)	5.0	18.1	6.5	4.5	3.3
市净率@1.10港元(倍)	0.3	0.3	0.6	0.5	0.4

图表 1、行业相关公司估值

H股地产行业										
名称	代码	股价	PE				PB			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
华润置地	1109 HK	27.00	6.2	9.9	8.5	7.5	1.0	1.4	1.3	1.1
龙光地产	3380 HK	9.44	3.2	10.5	7.9	6.3	0.7	1.8	1.6	1.5
中国海外发展	688 HK	28.00	5.6	8.6	7.6	6.7	1.0	1.2	1.1	1.0
绿城中国	3900 HK	10.78	6.3	10.1	9.3	8.7	0.5	0.7	0.7	0.6
中国金茂	817 HK	4.43	7.9	11.2	9.1	7.2	0.7	1.2	1.1	1.0
龙湖地产	960 HK	21.95	5.6	11.1	9.1	7.6	0.8	1.6	1.4	1.2
大悦城地产	207 HK	1.57	16.9	21.7	16.6	15.0	0.5	0.7	0.7	0.7
富力地产	2777 HK	21.25	4.0	7.2	6.0	5.3	0.6	1.1	1.0	0.9
深圳控股	604 HK	3.86	7.3	8.7	7.4	6.6	0.7	0.8	0.8	0.7
世茂房地产	813 HK	17.40	6.0	7.0	5.9	5.2	0.6	0.8	0.8	0.7
远洋集团	3377 HK	5.70	6.3	9.3	7.7	6.9	0.5	0.8	0.7	0.7
合景泰富	1813 HK	9.69	3.4	7.1	5.9	4.7	0.5	1.0	0.9	0.7
融创中国控股有限公司	1918 HK	36.55	8.1	43.1	17.7	12.7	1.0	4.5	3.5	2.7
雅居乐集团	3383 HK	12.42	6.0	9.2	8.0	7.2	0.4	1.0	0.9	0.9
碧桂园	2007 HK	14.14	7.4	15.9	11.7	8.3	1.2	3.1	2.6	2.1
中国恒大	3333 HK	29.05	11.6	11.4	9.5	8.2	1.3	4.6	3.6	3.0
绿地香港	337 HK	3.29	5.2	5.2	4.9	4.2	0.6	1.7	1.7	1.7
花样年控股	1777 HK	1.13	6.3	7.0	5.1	4.2	0.5	0.5	0.5	0.4
禹洲地产	1628 HK	4.94	5.1	6.0	4.6	3.8	0.9	1.3	1.1	0.9
时代地产	1233 HK	7.84	3.0	5.3	4.2	3.6	0.6	1.0	0.8	0.7
建业地产	832 HK	3.54	9.2	6.6	5.3	5.1	0.6	1.0	0.8	0.7
中国奥园	3883 HK	5.21	4.9	8.3	6.3	5.2	0.5	1.2	1.0	0.9
旭辉控股集团	884 HK	5.05	4.5	8.1	6.5	5.3	0.8	1.6	1.4	1.2
平均			6.5	10.8	8.0	6.8	0.7	1.5	1.3	1.1
众安房产	672 HK	1.09	18.1	6.5	4.5	3.3	0.3	0.6	0.5	0.4

资料来源：公司资料、国元证券（香港）

图表 2、PE/PB BAND



资料来源：WIND、国元证券（香港）

风险因素

房地产市场销售可能低于预期，房地产行业调控政策持续出台，房地产融资持续收紧，市场集中性风险。

## 財務報表摘要

### 損益表

人民幣百萬元，財務年度截至12月31日

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>收入</b>	2,883	5,007	5,508	7,839	10,190
經營成本	(2,426)	(4,382)	(4,393)	(5,252)	(6,522)
其他收入	276	30	30	45	46
行政費用	(300)	(312)	(266)	(433)	(591)
財務開支	(34)	(12)	(11)	(16)	(24)
應占聯營公司利潤	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他開支	611	(83)	741	150	72
<b>營業利潤</b>	219	137	662	1,870	2,675
<b>稅前盈利</b>	1,009	249	1,609	2,332	3,170
所得稅	(415)	(88)	(570)	(826)	(1,123)
少數股東應占利潤	173	36	230	334	454
<b>淨利潤</b>	421	125	809	1,172	1,593
折舊及攤銷	18	21	16	16	16
<b>EBITDA</b>	782	252	1,604	2,319	3,163
<b>增長</b>					
總收入 (%)	86%	74%	10%	42%	30%
EBITDA (%)	27%	-68%	537%	45%	36%

### 資產負債表

人民幣百萬元，財務年度截至12月31日

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
現金	1,454	947	1,914	2,782	3,961
應收賬款	72	78	93	95	96
存貨	11	16	16	17	17
其他流動資產	9,899	9,529	7,506	7,656	7,809
<b>流動資產</b>	11,436	10,570	9,529	10,549	11,884
固定資產	183	1,362	1,837	1,856	2,041
其他固定資產	10,471	8,338	9,163	9,998	10,910
<b>非流動資產</b>	10,653	9,700	11,000	11,853	12,951
<b>總資產</b>	22,089	20,270	20,529	22,402	24,835
<b>流動負債</b>	9,563	8,394	6,969	7,109	7,251
應付賬款	2,320	1,939	1,654	1,687	1,721
短期銀行貸款	2,213	2,132	1,607	1,639	1,672
其他短期負債	5029	4323	3708	3782	3858
<b>非流動負債</b>	4,974	4,165	4,586	4,946	5,333
長期貸款/債券	3,982	3,137	3,361	3,601	3,858
其他負債	992	1,029	1,226	1,346	1,476
<b>總負債</b>	14,537	12,559	11,555	12,055	12,584
少數股東權益	1,143	1,172	1,320	1,654	2,108
<b>股東權益</b>	6,410	6,539	7,653	8,693	10,143
每股賬面值(港元)	2.73	2.78	1.54	1.77	2.10
營運資金	(12,191)	(10,741)	(13,023)	(14,746)	(17,026)

### 財務分析

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 率 (%)	27%	5%	29%	30%	31%
淨利率 (%)	15%	3%	15%	15%	16%
<b>營運表現</b>					
SG&A/收入 (%)	10%	6%	5%	6%	6%
實際稅率 (%)	41%	35%	35%	35%	35%
股息支付率 (%)	0%	3%	16%	14%	13%
庫存周轉	2	1	1	1	1
應付賬款天數	349	162	137	117	96
應收賬款天數	9	6	6	4	3
ROE (%)	7%	2%	11%	13%	16%
ROA (%)	2%	1%	4%	5%	7%
<b>財務狀況</b>					
淨負債/股本	0.7	0.7	0.4	0.3	0.2
收入/總資產	0.13	0.25	0.27	0.35	0.41
總資產/股本	3.45	3.10	2.68	2.58	2.45
收入對利息倍數	84.1	427.3	510.6	484.4	419.8

### 現金流量表

人民幣百萬元，財務年度截至12月31日

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>EBITDA</b>	782	252	1,604	2,319	3,163
融資成本	(34)	(12)	(11)	(16)	(24)
營運資金變化	1,004	986	735	(214)	(656)
所得稅	(112)	(45)	(174)	(178)	(182)
<b>營運現金流</b>	405	591	1,001	1,253	1,607
資本開支	(14)	(131)	(111)	(113)	(115)
其他投資活動	866	(63)	294	91	93
<b>投資活動現金流</b>	853	(194)	184	(22)	(23)
負債變化	(771)	(926)	(301)	(307)	(313)
股本變化	0	0	363	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融資活動	(9)	13	(102)	(51)	(87)
<b>融資活動現金流</b>	(781)	(913)	(41)	(358)	(400)
<b>現金變化</b>	477	(516)	972	872	1,184
期初持有現金	969	1,454	947	1,914	2,782
匯率變動	8	8	(5)	(5)	(5)
期末持有現金	1,454	947	1,914	2,782	3,961

## 投資評級定義和免責條款

### 投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%-20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%-20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

### 免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任何責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在进行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

### 規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在在本報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

### 國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>