

未评级

众安房产 (00672.HK)

## 乘杭州战略机遇 土储增值空间大

## 市场数据

报告日期 2017.07.31

收盘价(港元)	2.59
流通股(亿股)	29.18
总股本(亿股)	29.18
流通市值(亿港元)	75.58
总市值(亿港元)	75.58
净资产(亿港元)	86.21
总资产(亿港元)	226.21
每股净资产(港元)	2.78

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度	2013A	2014A	2015A	2016A
营业收入(百万港元)	3,100.37	1,964.97	3,441.41	5,597.64
增长率(%)	4.94%	-36.62%	75.14%	62.66%
净利润(百万港元)	534.88	405.29	502.05	140.05
增长率(%)	28.99%	-24.23%	23.87%	-72.10%
毛利率(%)	37.67%	25.19%	15.85%	12.48%
净利润率(%)	18.75%	25.87%	20.54%	3.21%
每股收益(港仙)	0.23	0.18	0.21	0.06
市盈率	4.35	4.31	3.85	10.67

数据来源: Wind、众安房产公司资料、兴证国际投资服务部

## 相关报告

## 投资要点

- **杭州区域地产龙头，深耕长三角：**集团是长三角领先的房地产开发商，集团创办于杭州萧山，业务立足大杭州地区并逐渐扩张之到安徽合肥、淮北等地。当前已成为杭州及长三角区域的地产知名企业。
- **携杭州战略机遇，拥江发展提升资产价值：**集团土地储备一半以上位于大杭州地区，尤其是在萧山的土地较多。近年来杭州在二线城市中发展迅速，去年成功举办 G2 峰会，未来又将举办亚运会，城市建设正处于大发展时期。尤其是拥江发展战略令集团在萧山的土地储备获得巨大的升值潜力。2017 年初萧山拍卖土地楼面价超过了 3 万元人民币。而集团在萧山土储的平均成本只 1200 多元每平方米，土储增值空间很大。
- **稳健中求进发展战略：**集团早年拿地较多，为后期的发展打下了良好的基础。近年来更采取逆周期的拿地策略，即在楼市相对平静或低迷时入市拿地，有效降低了经营风险和土地购买成本。
- **财务状况稳定，分红有望提高：**集团的财务状况较为稳健，截至 2016 年底拥有 14 亿元现金，同时资产负债率在 50%左右，是房地产企业中很低的水平，有加杠杆提高增速的空间。未来集团亦有可能通过增加股息的发放来提高股东回报。
- **我们的观点：**集团主营成立以来稳步发展，未来有望继续以大杭州地区为核心发展。集团坐拥萧山逾百万平方米土地，可以从杭州的拥江发展战略中获益匪浅，带来更高的毛利。其历史拿地成本非常低，资产重估增值空间较大。目前市值相对于其 NAV 价值仍有较大折让。
- **风险提示：**房地产业行政政策变动风险。潜在的土地增值税成本较高。

兴证国际投资服务部

分析师: 田勇  
(SFC: BAV474)(852) 3509-5999  
tianyong@xyzq.com.hk

## 一、集团简介

- **起于杭州 扩展长三角：**众安房产有限公司（00672.HK）成立于1997年，于2007年11月13日在香港联合交易所有限公司主板上市，成为浙江省第二家在香港主板上市的房产企业，集团的业务主要集中于长江三角地区，开发项目涵盖中高端住宅、酒店及城市综合体等不同物业。  
集团以杭州为中心向周边辐射，现有项目覆盖杭州、宁波、合肥、淮北及环渤海核心城市天津等相关城市。未来集团将沿着国家核心城市群发展战略，继续扩大长三角城市投资布局，积极拓展环渤海、珠三角、成渝及长江中游城市群核心城市投资。集团现有土地储备约592.5万平方米，主要位于经济发达的长三角地区，可满足未来10年发展需要。
- 集团从1997年成立以来，有20年的房地产发展经验。公司的房产开发以浙江杭州本土市场为核心，率先进入合肥、淮北、苏州等长三角地区主要城市，并在当地建立了稳固的品牌优势。
- 集团亦同时开发及持有商用物业作长线投资，包括购物中心、办公大楼、酒店和服务式公寓等。集团已将商业地产项目整合于另外一家上市公司—中国新城市（01321.HK）。
- 集团未来将继续立足大杭州地区，并适度向新的区域扩张。随着杭州拥江发展战略，公司拥有较多土地储备的萧山地区迎来重大的发展机遇，土地升值空间巨大。这令公司资产重估增值的空间较大。

## 集团发展历程

2017年，众安房产6月及7月两次配售集资4.1亿港元。中国新城市7月配售集资逾2亿港元。

2014年，分拆旗下商业地产在香港主板上市，股票代码1321.HK，集资净额6亿港元。至此拥有两家境外上市公司。

2011年，配售集资7000万港元。

2007年，众安房产在香港主板上市，股票代码0672.HK。集资净额约34亿港元。

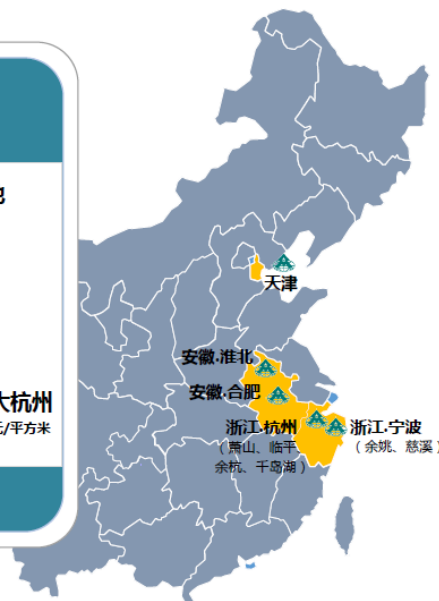
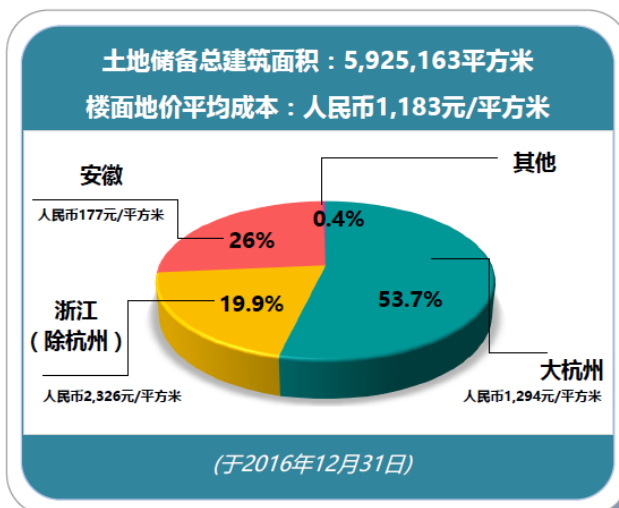
1997年，众安集团成立。



数据来源：Wind、公司资料、兴证国际投资服务部

## 二、主营分析

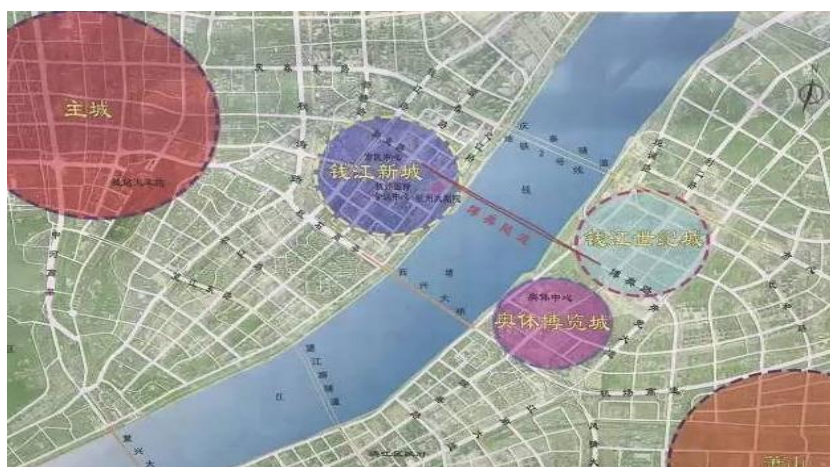
集团主营主要是房地产开发及销售、商业物业的开发和运营。普通住宅业务主要由集团自身开展。商业地产则由绝对控股的中国新城市来运作。对于地产企业来说，土地储备是最为重要的因素。集团的土地主要位于大杭州地区（占到一半以上），其次是浙江宁波下属的余姚和慈溪、安徽的合肥、淮北。



\*包括已取得土地使用权证以及拥有合约权益之土地

目前来看，集团在杭州的土地最具发展潜力和价值。得益于杭州最近几年在中国大城市竞争中加快发展。尤其是去年的 G20 峰会在杭州召开，令杭州城市建设水平整体上了一个台阶，已进入二线强城市之列，或称为准一线城市。杭州已获得 2022 年亚运会举办权。浙江省提出计划仿效粤港澳大湾区，研究建立杭州湾大湾区，杭州将成为湾区的中心城市之一。

G20 峰会之后到 2022 亚运前，是杭州的难得的战略机遇期，大规模的城市建设正在进行中，将建设一大批地铁、高铁、高速公路等基础设施。从城市规划来看，杭州推进拥江发展战略，这个战略是以杭州境内 235 公里钱塘江为主轴，打造“沿江开发、跨江发展”升级版，实现跨江发展向拥江发展的大跨越。拥江发展是世界很多著名大城市发展经验的总结。很多拥有江河岸线作为城市发展轴，例如伦敦的泰晤士河、巴黎的塞纳河、上海的黄浦江。此战略将扩大杭州的城市发展空间版图，对原来相对欠发达的钱塘江南岸包括萧山地区有巨大的带动作用，实现了从近郊到核心主城区的巨大跨越。



数据来源：Wind、公司资料、兴证国际投资服务部

地铁建设对于交通的改善提升、土地价值的推动都有非常重要的作用。杭州目前已有两条过江地铁，未来过江规划线路将提升到六条。

### 杭州地铁规划



资料来源：杭州日报、兴证国际

萧山是杭州拥江发展的主战场和主阵地，以钱江世纪城为拥江发展的核心区域。萧山东部可依托萧山国际机场以及刚刚获批的国家级临空经济示范区，建设一个空港新都市；萧山西部依托优异的生态资源，打造生态景区化城市，同时还可以联接辐射绍兴市。在拥江发展战略的推进下，萧山正迎来前所未有的发展机遇，多条现有及规划的地铁线迅速便捷地连接老城区。交通和商业更加便利。

未来萧山有望发展为新的主城区，类似于当年1990年代之后的上海浦东开发，萧山市核心区域的土地增值空间非常可观。而众安房产正是起家于萧山，并且在萧山仍然有大量储备的一家上市公司。

杭州近年来楼市持续升温。集团拥有较多土储的萧山、及余杭地区的房价近一年来涨幅可观，目前平均售价可达到每平米2-3万元人民币。市场普遍认为杭州楼市仍有较大上升空间。2017年初萧山拍卖土地楼面价超过了3万元人民币。相比之下，众安房产在萧山土地储备项目的平均历史成本只有一千多元每平米，增值空间非常之大。

	项目名称	物业性质	剩余土地储备 (M2)	楼面地价 (人民币元/M2)
萧山	景海湾	住宅	67,593	485
	隐龙湾	住宅/商办	132,545	1,491
	汇丰广场(住宅)	住宅/商办	68,345	4,107
	汇丰广场(商业)	商业	12,520	679
	国际办公中心(IOC)A期	商业	725,933	269
	朝阳8号	住宅/商办	199,224	3,696
	良仓地块	住宅/商办	114,788	5,836
余杭	理想湾	住宅/商办	340,156	1,548
	学君里	住宅/商办	195,293	1,328
千岛湖	千岛湖酒店	住宅/酒店	46,691	4,728
西湖区	蒋村地块	商业	59,555	4,720
小和山	白马山庄	住宅	119,825	2,259

数据来源：Wind、公司资料、兴证国际投资服务部

### 三、重点项目介绍

杭州范围内土地储备是集团的核心资产。在拥江发展战略下，位于萧山钱江世纪城区域内的国际办公中心项目（IOC）正如同集团资产皇冠上的明珠。

钱江世纪城地处钱塘江南岸，与杭州钱江新城隔江相望。规划总用地 22.27 平方公里，规划人口 16 万人。根据杭州市城市总体规划，钱江世纪城将与钱江新城共同构成杭州城市新中心和杭州中央商务区，类似上海浦东陆家嘴的兴起。

集团的重点项目国际办公中心（IOC）属于钱江世纪城的一部分。分为 ABC 三个区域。其中拿到土地正式运作的是 A 区。而 B、C 两区则是与当地政府签订了备忘录，尚未正式拿到土地。因此我们暂时只考虑 A 区的价值。目前 A 区剩余土地储备约为 72.6 万平米。

国际办公中心前期已售项目平均售价在 2.5 万人民币左右，随着杭州城市拥江发展战略的深化推进，价格还有继续上行空间。因此剩余土储建成后市值有望达到 200 亿人民币左右，而项目的净值（NAV）有望超过 100 亿人民币，单此一项就远高于集团目前的市值。

#### 钱江世纪城规划效果图



钱江世纪城的交通规划非常优越，规划有 2 号、6 号、7 号线三条地铁，其中地铁 2 号线已实现通车，地铁 6 号线一期工程正在建设之中，地铁 7 号线规划为一条机场专线。从钱江世纪城出发，8 分钟可进入沪杭甬高速和绕城高速，15 分钟可抵达杭州萧山国际机场，20 分钟可达杭州各大火车站。

数据来源：公司资料、兴证国际投资服务部

集团的国际办公中心（IOC）项目是钱江世纪城内首个大型的城市综合体杭州的组成部分之一。最先开发的 A3 地块定位为精装修酒店式公寓——嘉润公馆。尚未开发的 A2 地块将复制 A3 的发展模式。另一地块 A1 规划为甲级写字楼、五星级酒店、高端商业配套。



数据来源：房乐网、公司资料、兴证国际投资服务部

### 国际办公中心开发进度

项目分部	物业种类	占地面积（平方米）	总建筑面积（平方米）	楼面地价（元/平方米）	开发情况
国际办公中心（A3地块）	商业综合体	39,060	327,996	269	已竣工
国际办公中心（A2地块）	商业综合体	28,017	105,390	269	2017年开工
国际办公中心（A1地块）	商业综合体	25,533	365,409	269	持作未来开发
总计		92,610	798,795		

### 2017 年计划推出项目

项目名称	地区	产品
朝阳八号	杭州萧山	高层公寓、商业
白马御府	杭州萧山	多层公寓、排屋
学君里	杭州余杭	高层公寓、商铺
时代广场	宁波余姚	SOHO
翡翠珑湾	宁波余姚	排屋
山水苑	宁波慈溪	高层公寓、商业
温哥华城	安徽淮北	公寓
<b>2017年预计新增可售面积约430,000平方米</b>		

数据来源：Wind、公司资料、兴证国际投资服务部

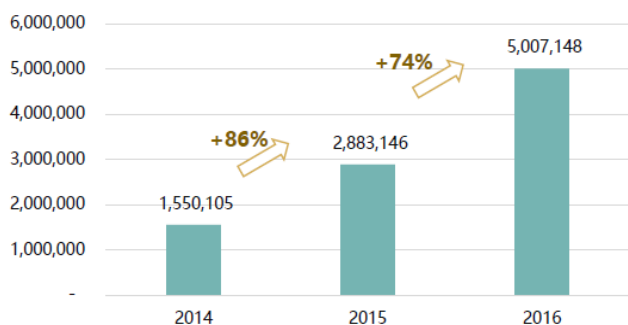
#### 四、财务分析

##### ● 主营收入及毛利

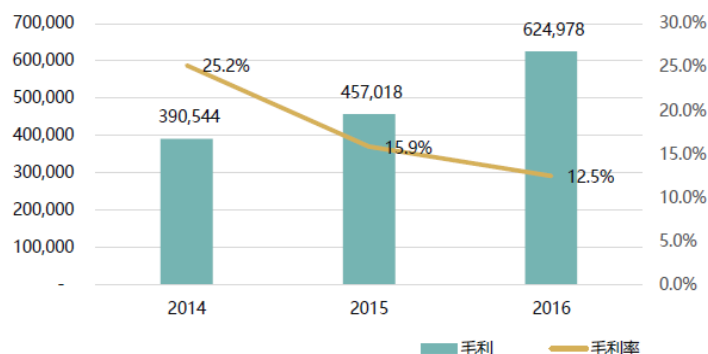
集团的主营业季收入在经历 2014 年的相对低谷之后，随着杭州楼市的转暖，最近两年出现大幅增长，但去年的毛利率有所下降。预计随着新的高毛利项目入市，今年公司的毛利率有望回升到 20% 以上，到 2018 年可能进一步提升到 30% 左右。

集团今年的销售目标是在去年 50 亿元人民币的基础上增长 40% 左右至 70 亿元人民币，从杭州楼市的旺销状况来看完成目标概率较大。

2014至2016年公司收入（人民币千元）



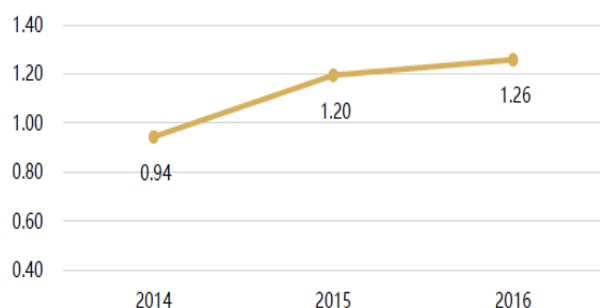
2014至2016年公司毛利（千元）和毛利率（%）



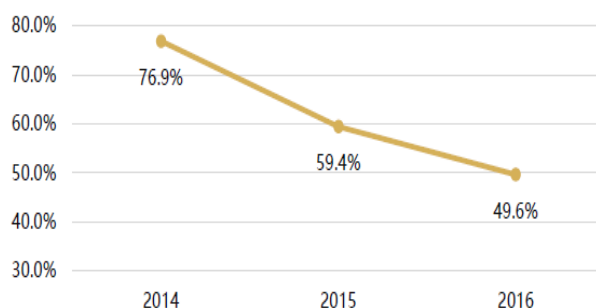
##### ● 财务状况非常稳健、有扩张杠杆空间

集团手中现金较为丰富，去年底持有约 14 亿元人民币。同时集团的财务杠杆较低在同业中属于较低水平，资产负债率仅为 50% 左右。今年以来集团完成三次配股，集资约 6 亿港元，进一步增强了财务流动性。未来有机会通过适度提高杠杆来扩大经营规模、驱动盈利增长。

2014至2016年公司流动比率



2014至2016年公司净息贷款对总权益比率



数据来源：Wind、公司资料、兴证国际投资服务部

香港市场投资较为注重分红。过往集团的现金分红不多。但未来有意愿适当增加派发股息，甚至根据集团盈利增长情况派发特别股息。

## 五、投资总结及风险提示

### ● 投资总结：

集团有以下的看点：

- 业务集中于大杭州地区，受益杭州在中国城市竞争格局中的快速上升势头。
- 早年拿地较多，成本非常低廉，随着杭州跻身准一线城市，以及拥江发展战略对萧山发展的带动，集团的土地储备升值空间非常可观。
- 集团经营战略十分稳健，未来十年土地开发有保障。财务杠杆很低，有提高杠杆加速发展的空间。
- 市值相对 NAV 有较大幅度折让。

### ● 风险提示：

近年来房地产行业政策变化较为频繁。尤其是信贷、限购政策会对房价产生较大影响。

较高的土地增值税累进税率会在一定程度抵消土地增值收益。

三线城市项目开发周期可能相对较长。



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 以报告发布日后的 12 个月内公司股票的涨跌幅度衡量, 投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于 15%

增持: 涨幅在 5%~15%之间

中性: 涨幅在-5%~5%之间

减持: 涨幅小于-5%

### 投资服务部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

**【免责声明】**

本研究报告乃由兴证国际证券有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证国际证券有限公司、兴证国际期货有限公司、兴证国际资产管理有限公司及兴证国际融资有限公司（统称「兴证国际」）违反当地的法律或法规或可致使兴证国际受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券不能在某些司法管辖区出售。未经兴证国际事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证国际相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证国际并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证国际或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证国际或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证国际没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证国际的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证国际并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证国际及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证国际及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

**【分析师声明】**

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。