

买入

2022年7月22日

财务稳健，融资成本低，扎根高能级城市，高质量发展

- 2022 上半年销售表现优于百强房企：**2022 年 1-6 月，预计公司全口径销售额约 75.2 亿元，同比下降 15.3%，表现优于百强房企（同比降幅 50%）。公司 6 月开盘的杭州项目认购金额超过 70 亿元，创杭州有史以来单日销售额新纪录，并创下杭州最高限价 69,800 元/m² 高端住宅最多登记报名记录。
- 土储丰富，高能级城市布局：**公司在香港和内地拥有高质量土储，截止 2022 上半财年，公司拥有香港土储 980 万平方米，其中物业发展和投资物业各占一半；内地土储 552 万平方米，其中大湾区及长三角地区占比 60%，核心土储位于广州、深圳、佛山、武汉、上海、宁波、杭州、北京、沈阳等重点一二线城市。另外，公司在香港北部农地发展的辐射范围约 1500 万平方米，未来将随着政府规划将逐步纳入土储。公司也积极参与广州、深圳的城市更新项目，截止 2022 上半财年，公司在手旧改项目已达 10 个。
- 租金收入未来可期：**由于香港及内地受疫情影响，租金收入短期可能会受影响，但是随着疫情逐步缓解并进入常态化，公司租金收入有望在 2022 年下半年迎来更高增长。公司目前已在运营中的 K11 项目有 17 个，其中香港 6 个，内地 11 个，整体运营楼面面积为 135.6 万平方米。储备项目 21 个，其中 12 个位于一线城市，总楼面面积约 280 万平方米，将在未来五年逐步开业。公司高效的运营效率加上丰富的储备，将有望带动经常性收入每年 30% 的复合增长。
- 融资成本持续保持行业低位，财务实力稳健：**2022 年上半财年报告显示，公司的平均融资成本 2.52%，同比下降 0.41ppt，为行业低位水平。公司净负债比率 41.3%，亦处于较低水平。另外公司融资渠道保持畅通，在 2022 年 6 月分别发行了 5 亿美元绿色永续债及 2 亿美元社会责任债券，为大中华区首间在公开债券市场发行以美元计价的绿色永续债券的企业，及亚洲首间于公开债券市场发行以美元计价的非金融企业的社会责任债券。
- 目标价 40 港元，维持买入评级：**公司香港+内地双引擎布局，开发及持有物业并重，并一直保持稳健经营、良好财务结构以及持续稳定的派息（按当前股价 26.1 港元计算，2021 财年股息率为 7.9%）。未来，随着公司进军内地商场轻资产管理市场及大湾区医疗健康市场，以及通过 K Dollar 及 CRM 系统打造全生命周期综合服务商，三大引擎加上与央企国企强强联手，公司将在房地产存量时代迈向更高质量发展。我们预计公司未来三年的归母净利润分别为 12 亿、14 亿及 16 亿港元。基于公司历史 PB 估值中枢 0.4X-0.6X，我们给予公司 2022 年 0.45X 的 PB 估值，得出目标价 40 港元，维持买入评级。
- 风险因素：**宏观不确定性、房地产调控政策、租金增长不及预期

罗凡环

+ 852-25321962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要资料

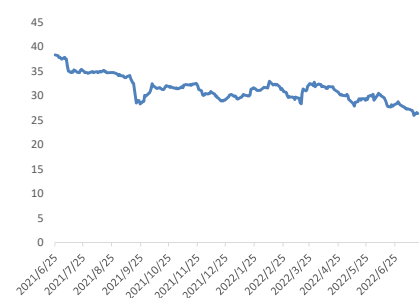
行业	地产
股价	26.10 港元
目标价	40.00 港元 (+53%)
股票代码	17
已发行股本	25.17 亿股
总市值	657.0 亿港元
52 周高/低	25.85 港元/36.04 港元
每股净资产	87.8 港元
主要股东	周大福企业 45.2%

表 1: 盈利摘要

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万港元)	59,008	68,233	72,185	79,787	87,277
变动(%)	-23.1%	15.6%	5.8%	10.5%	9.4%
归母核心净利润(百万港元)	1,096	1,172	1,211	1,408	1,628
变动(%)	-87.6%	6.9%	3.4%	16.2%	15.7%
每股核心盈利(港元)	0.36	0.41	0.43	0.51	0.59
变动(%)	-57.9%	12.8%	4.3%	18.2%	17.3%
市盈率@26.1港元	71.8	63.7	61.1	51.7	44.0
DPS(港元)	2.04	2.06	2.08	2.10	2.12
股息率(%)	7.8%	7.9%	8.0%	8.0%	8.1%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



资料来源: 彭博

主要财务报表

损益表

(港币) (百万元), 财务年度截至6月30日					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	59,007.8	68,233.2	72,184.6	79,787.0	87,277.0
毛利	19,931.2	19,151.2	18,413.6	21,012.3	23,800.9
其他收入净额	588.3	(61.8)	(48.7)	(34.9)	(20.4)
销售及分销费用	(1,937.2)	(2,413.6)	(2,553.4)	(2,822.3)	(3,087.2)
行政开支	(7,121.5)	(6,676.5)	(7,063.1)	(7,807.0)	(8,539.9)
其他	1,653.2	1,135.6	1,135.6	1,135.6	1,135.6
营业利润	12,035.4	8,528.9	8,548.6	10,148.3	11,953.5
财务开支	(2,010.9)	53.3	56.4	62.3	68.2
联营与合营公司	769.9	1,783.3	1,872.5	1,966.1	2,064.4
税前盈利	10,794.4	10,365.5	10,477.5	12,176.7	14,086.1
所得税	(7,528.0)	(5,661.6)	(5,722.8)	(6,650.9)	(7,693.8)
少数股东应占利润	481.9	1,249.7	1,236.2	1,436.7	1,662.0
永续资本证券持有人应占利润	1,688.3	2,282.6	2,307.3	2,681.4	3,101.9
净利润	3,266.4	4,703.9	4,754.7	5,525.8	6,392.3
归母净利润	1,096.2	1,171.6	1,211.2	1,407.7	1,628.4
每股盈利	0.36	0.41	0.43	0.51	0.59
每股派息(元)	2.04	2.06	2.08	2.10	2.12

资产负债表

(港币) (百万元), 财务年度截至6月30日					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及银行存款	67,631.3	61,955.1	63,389.9	66,297.5	68,983.0
发展中物业	84,081.7	91,326.7	95,893.0	105,482.3	116,030.6
待售物业	17,724.1	21,052.2	22,104.8	23,210.1	24,370.6
无形资产	22,432.7	22,526.9	22,526.9	22,526.9	22,526.9
固定资产	30,099.9	22,300.0	24,530.0	26,983.0	29,681.3
投资性房地产	169,717.5	195,883.5	197,019.1	198,154.7	199,290.3
合营及联营公司	64,157.0	61,239.1	67,363.0	74,099.3	81,509.2
其他资产	144,351.7	150,793.9	159,364.9	162,966.9	167,517.7
总资产	600,195.9	627,077.4	652,191.6	679,720.7	709,909.6
长期银行贷款	134,787.9	137,828.7	140,585.3	143,397.0	146,264.9
短期银行贷款	56,601.1	38,188.2	40,750.1	43,568.2	46,668.2
合同负债	54,101.2	63,977.8	70,375.6	77,413.1	85,154.5
应付税项	11,067.4	10,626.3	10,626.3	10,626.3	10,626.3
递延所得税	11,545.6	11,128.5	11,684.9	12,269.2	12,882.6
其他负债	52,347.6	61,135.5	66,635.8	72,685.6	79,339.9
总负债	320,450.8	322,885.0	340,658.0	359,959.4	380,936.4
股东权益	213,023.3	223,328.8	224,540.0	225,947.7	227,576.1
少数股东权益	29,629.8	31,925.4	33,161.6	34,598.3	36,260.3
永续资本证券	37,092.0	48,938.2	53,832.0	59,215.2	65,136.7
合计	279,745.1	304,192.4	311,533.7	319,761.2	328,973.2
每股净资产	83.4	87.7	88.9	89.4	90.1

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析

(港币) (百万元), 财务年度截至6月30日					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
增长率					
收入	-23.1%	15.6%	5.8%	10.5%	9.4%
营业利润	-56.0%	-29.1%	0.2%	18.7%	17.8%
净利润	-83.9%	44.0%	1.1%	16.2%	15.7%
每股盈利	-57.9%	12.8%	4.3%	18.2%	17.3%
盈利分析					
综合毛利率	33.8%	28.1%	25.5%	26.3%	27.3%
税前净利率	18.3%	15.2%	14.5%	15.3%	16.1%
净利率	5.5%	6.9%	6.6%	6.9%	7.3%
基本净利率	1.9%	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%
回报率					
派息比率	561%	503%	487%	416%	358%
ROA	0.6%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%
ROE	1.5%	2.2%	2.1%	2.5%	2.8%
偿付能力					
流动比率(倍)	1.19	1.39	1.34	1.32	1.30
净负债率	58.3%	51.2%	52.5%	53.4%	54.5%

现金流量表

(港币) (百万元), 财务年度截至6月30日					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业利润	12,035.4	8,528.9	10,477.5	12,176.7	14,086.1
调整项目	1,510.2	2,150.5	3,099.4	3,522.9	3,988.7
营运资金变化	(12,206.3)	16,392.0	1,872.6	(1,297.3)	(1,368.7)
所得税	(8,798.6)	(8,261.6)	(5,722.8)	(6,650.9)	(7,693.8)
营运活动现金流	(7,459.3)	18,809.8	9,726.7	7,751.4	9,012.4
投资与并购	(19,361.1)	(1,328.6)	(6,447.3)	(7,268.3)	(8,174.6)
其他	2,286.7	4,370.5	(1,831.3)	(2,969.9)	(2,753.7)
投资活动现金流	(17,074.4)	3,041.9	(8,278.6)	(10,238.2)	(10,928.3)
借贷变化	28,341.1	(14,310.7)	5,318.5	5,629.8	5,967.9
其他	192.2	(3,594.4)	(4,943.6)	(3,937.7)	(931.8)
融资活动现金流	28,533.3	(17,905.1)	374.9	1,692.1	5,036.0
期初持有现金	63,729.1	67,291.2	61,615.0	63,389.9	66,297.5
现金变动	3,999.6	3,946.6	1,823.0	(794.7)	3,120.2
汇兑损失	(241.5)	2,435.3	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	63,317.3	60,535.7	62,358.7	61,564.0	64,684.2

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。