

买入

2024年3月6日

核心盈利同比增长12%，旗舰项目深圳K11 Ecoast年内开业

- 来自持续经营业务的核心盈利同比增长12%：**23/24 上半财年，公司的持续经营业务收入170.6亿港元，同比下跌25%，主要由于香港的物业发展收入减少40.2%至67.4亿港元。公司严格控制成本，持续经营业务的资本开支及营运费用分别减少21%及16%。来自持续经营业务核心盈利同比增长12%至48.6亿港元，拟派发中期股息每股0.2港元。
- 土储丰富，有望支持销售回稳：**受高息环境影响，期内公司在香港合同销售额明显下降至1.43亿港元；内地实现合同销售额75.5亿元，已完成全年目标的50%。2024年2月底，香港财政预算案宣布全面“撒辣”刺激楼市。公司在香港拥有800万平方尺权益土储（其中物业发展面积323.4万平方尺）；另外公司在新界约1634万平方尺的农地面积，其中90%位于“北部都会区”，发展潜力强。公司也将在未来半年加推2500伙抢占先机，短期内有望为公司带来良好现金流。公司在内地公司拥有土储435万平方米，其中大湾区及长三角地区占比64%，核心土储均位于重点一二线城市。另外公司在广深拥有8个旧改项目，可售面积达200万方。其中，深圳188工业区项目已经动工，预计2025财年进行销售，其他项目亦有序推进中，旧改业务步入收成阶段。
- 投资收入稳定增长，两大项目如期推进：**期内公司租金收入同比增长12%至26.7亿港元，其中香港租金收入增长17%至17.5亿港元，内地租金收入同比增长3.7%至9.3亿港元。公司目前运营18个K11项目，其中香港6个，内地12个。备受瞩目的深圳K11 ECOAST将于2024年底开业，香港启德体育公园亦将于2024年底落成。预计至2026财年，K11将覆盖内地10个重点城市，共38个项目，总面积达297万平米，高效的运营效率加上丰富的储备，将有望带动经常性租金收入为整体收入带来更大比例的贡献。
- 财务稳健，净负债率有望下降：**截止2023年12月底，公司净负债率为49.9%，较2023年6月底的48.7%略有上升。截止2023年底，公司可动用资金约520亿港元，其中现金及银行存款390亿港元，可动用银行贷款130亿港元。公司亦将出售非核心项目的目标由60亿港元增加至80亿港元，加快资金回流。2024年3月1日，公司以40.2亿港元成功出售香港荃湾愉景新城，处置进度理想。未来公司净负债率有望进入下降通道。
- 目标价15.6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，一直保持稳健经营及良好的财务结构，品牌效应显著。与此同时，公司持续提高营运效率、出售非核心资产、积极回购及赎回公司债券，财务结构不断优化。预计公司未来三年的归母净利润分别为6.7亿、7.1亿及7.5亿港元。基于公司历史PB估值，我们给予公司2024年0.2X的PB估值，得出目标价15.6港元，维持买入评级。

罗凡环

+ 852-25321962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	地产
股价	8.77 港元
目标价	15.6 港元 (+78%)
股票代码	17
已发行股本	25.17 亿股
总市值	220.74 亿港元
52 周高/低	20.75 港元/8.36 港元
每股净资产	77.9 港元
主要股东	周大福企业 45.2%

表 1：盈利摘要

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(百万港元)	68,213	95,214	45,910	46,937	48,219
变动(%)	0.0%	39.6%	-51.8%	2.2%	2.7%
归母核心净利润(百万港元)	1,249	901	670	715	751
变动(%)	8.5%	-27.9%	-25.6%	6.6%	5.1%
每股核心盈利(港元)	0.50	0.37	0.27	0.29	0.30
变动(%)	24.8%	-26.7%	-25.4%	5.8%	4.5%
市盈率@8.77港元	17.4	23.8	31.9	30.2	28.8
DPS(港元)	2.06	0.76	0.40	0.40	0.40
股息率(%)	23.5%	8.7%	4.6%	4.6%	4.6%

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	68,212.7	95,213.8	45,910.5	46,937.3	48,218.7
毛利	18,245.7	21,449.5	14,816.8	14,871.8	15,028.6
其他收入净额	(1,210.3)	827.5	868.9	912.3	957.9
销售及分销费用	(2,430.4)	(3,670.6)	(1,652.8)	(1,642.8)	(1,591.2)
行政开支	(6,872.5)	(6,852.8)	(3,213.7)	(3,285.6)	(3,375.3)
其他	(127.0)	(299.6)	(239.7)	(191.7)	(153.4)
营业利润	8,133.0	11,111.2	9,549.2	9,839.7	10,042.4
财务开支	259.0	(1,697.2)	(2,754.6)	(2,581.6)	(2,410.9)
联营与合营公司	822.5	682.3	716.4	752.2	789.8
税前盈利	9,214.5	10,096.3	7,511.0	8,010.4	8,421.3
所得税	(4,912.7)	(6,015.4)	(4,475.1)	(4,772.6)	(5,017.4)
少数股东应占利润	675.4	639.9	476.0	507.7	533.7
永续资本证券持有人应占利润	2,377.2	2,540.1	1,889.7	2,015.3	2,118.7
净利润	4,301.8	4,080.9	3,035.9	3,237.8	3,403.9
归母净利润	1,249.2	900.9	670.2	714.8	751.4
每股盈利	0.50	0.37	0.27	0.29	0.30
每股派息(元)	2.06	0.76	0.40	0.40	0.40

资产负债表

(港币) (百万元), 财务年度截至6月30日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及银行存款	59,552.8	55,101.1	58,590.3	64,449.3	70,894.3
发展中物业	85,376.8	72,539.7	79,793.7	87,773.0	96,550.3
待售物业	21,770.6	21,536.4	22,613.2	23,743.9	24,931.1
无形资产	21,406.6	21,611.7	21,611.7	21,611.7	21,611.7
固定资产	19,684.3	15,566.3	17,122.9	18,835.2	20,718.7
投资性房地产	211,220.7	209,478.8	209,239.1	209,047.4	208,894.0
合营及联营公司	64,938.3	68,384.7	75,223.2	82,745.5	91,020.0
其他资产	151,953.9	152,280.3	157,207.7	160,732.7	164,721.1
总资产	635,904.0	616,499.0	641,401.8	668,938.7	699,341.2
长期银行贷款	143,038.9	138,222.9	140,987.4	143,807.1	146,683.2
短期银行贷款	50,269.6	52,178.8	53,717.7	55,410.4	57,272.4
合同负债	70,233.5	59,613.7	65,575.1	72,132.6	79,345.8
应付税项	10,614.1	11,104.5	11,104.5	11,104.5	11,104.5
递延所得税	10,318.2	9,537.0	10,013.9	10,514.5	11,040.3
其他负债	63,310.8	77,334.9	84,581.1	92,551.4	101,318.2
总负债	347,785.1	347,991.8	365,979.5	385,520.5	406,764.4
股东权益	213,360.1	196,052.4	196,722.6	197,437.4	198,188.8
少数股东权益	27,124.5	24,999.7	24,760.7	24,553.4	24,372.2
永续资本证券	47,614.2	47,439.3	52,183.2	57,401.6	63,141.7
合计	288,098.8	268,491.4	273,666.6	279,392.4	285,702.7
每股净资产	84.7	77.9	78.2	78.5	78.8

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
增长率					
收入	0.0%	39.6%	-51.8%	2.2%	2.7%
营业利润	-3.8%	36.6%	-14.1%	3.0%	2.1%
净利润	-7.9%	-5.1%	-25.6%	6.6%	5.1%
每股盈利	24.8%	-26.7%	-25.4%	5.8%	4.5%
盈利分析					
综合毛利率	26.7%	22.5%	32.3%	31.7%	31.2%
税前净利率	13.5%	10.6%	16.4%	17.1%	17.5%
净利率	6.3%	4.3%	6.6%	6.9%	7.1%
基本净利率	1.8%	0.9%	1.5%	1.5%	1.6%
回报率					
派息比率	410%	206%	146%	138%	132%
ROA	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
ROE	2.0%	2.0%	1.5%	1.6%	1.7%
偿付能力					
流动比率(倍)	1.12	0.96	0.98	0.99	1.00
净负债率	63.6%	69.9%	69.2%	68.3%	67.1%

现金流量表

(港币) (百万元), 财务年度截至6月30日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业利润	8,133.0	10,096.3	7,511.0	8,010.4	8,421.3
调整项目	5,172.7	5,444.8	4,312.9	4,672.3	5,082.0
营运资金变化	7,035.1	(4,729.0)	(807.6)	(832.1)	(856.2)
所得税	(4,912.7)	(6,015.4)	(4,475.1)	(4,772.6)	(5,017.4)
营运活动现金流	15,428.1	4,796.7	6,541.2	7,078.0	7,629.7
投资与并购	(2,353.7)	(8,234.2)	(9,142.2)	(10,011.8)	(10,984.1)
其他	(907.0)	(746.1)	(1,882.3)	(2,656.9)	(3,475.5)
投资活动现金流	(3,260.7)	(8,980.3)	(11,024.5)	(12,668.8)	(14,459.6)
借贷变化	16,625.1	(2,906.8)	4,303.3	4,512.5	4,738.2
其他	(22,347.2)	(5,697.2)	(3,754.6)	(1,414.9)	1,755.7
融资活动现金流	(5,722.1)	(8,604.0)	548.7	3,097.6	6,493.9
期初持有现金	61,615.0	57,715.6	53,263.9	58,590.3	64,449.3
现金变动	6,445.3	(12,787.6)	(3,934.6)	(2,493.2)	(336.1)
汇兑损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	66,981.0	54,193.4	50,258.8	47,765.6	47,429.6

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。