



沽出

日期：2017年3月14日
恒生指数：23,827.95

收市价：13.04 港元
12个月目标价：11.40 港元
下降潜力：-12.58%

内地房地产

股份资料

股票代码：2777 HK
市值：158.73 亿港元
总发行股数：10.15 亿股
企业值：1,403.99 亿港元
净负债比率：160%
每股账面值：15.18 港元
市帐率：0.86 倍
每日平均成交：6,874 万港元
估计流通量：93.7%
平均股本回报率：13.3%
资产回报率：3.4%
12个月高/低：港元 1.32 / 0.90
主要股东：BlackRock, Inc. - 5.63%

兑换率 1 人民币 = 1.12 港元
1 美元 = 7.75 港元

来源：公司、彭博

股价图



来源：彭博、南华资料研究

	1个月	3个月	6个月	12个月
股价变动	+22.1%	+34.7%	+4.2%	+17.5%
相对恒生指数	+21.5%	+27.0%	+1.4%	+0.8%

分析员：岑智勇 (CE: APR850)
☎：(852) 3196 6284
✉：sam.sam@sctrade.com

重要提示：请参阅本报告页尾之披露及免责声明。

广州富力地产 (2777 HK)

毛利率下降、高周息率难以维持、且估值已偏高

- **2017年销售持续但毛利率受压** - 展望2017年，广州富力地产（「富力」）的销售目标为人民币730亿元（单位下同），比2016年高20%，但综观其1,400亿元的土地储备，富力有意将发展重点由一线城市转移至二、三线城市，毛利率及高派息策略有可能受影响。然而，正面因素是富力在A股上市所募集资金可大幅减低其负债比率。我们以过往3年平均市帐率加一标准偏差即0.69倍及2017年预测每股账面值14.8元作估算，目标价11.40港元，建议沽出。
- **2016年合同销售符预期** - 富力2016年营业额达537.3亿元，按年上升21.3%，权益持有人应占盈利为67.56亿元，按年上升20.3%，每股盈利2.0997元，全年派息1元。营业额增长主要由于2013年至2015年合同销售增速强劲，2013年合同销售为420亿、2014及2015年均均为544亿元。但是2016年合同销售达609亿元，按年只上升12%，与富力销售目标600亿元相若；合约销售总面积为469.35万平方米，按年上升14%。
- **一线城市销售比重下降推低毛利率** - 富力毛利率由2015年的32.1%下降至2016年的28.3%，逊于市场估算的32.6%，是连续第四年下跌。2011年的毛利率为41.8%。2016年毛利率逊于市场预期，主因是其销售于一线城市比重下降所致。若按富力地区销售收入计算，北京、天津及广州的收入贡献最高，各占17%、14%及12%，亦是毛利率最高的三个城市（2016年分别为36%、42%和30%）。然而广州及北京项目的占总体收入比重却由去年的55%下降至29%，令整体毛利率下降3.8个百分点至28.3%。由此可见，富力在二、三线城市销售量虽多，抬高其总体销售额，但毛利率远远不及一线城市，根据富力统计，以太原、南京、海南为例，毛利率分别为27%、21%及27%。
- **一线城市土储比例占比低，估计长期毛利率低企，能否维持高派息也成疑** - 富力2017年销售目标为730亿元，比2016年高20%，但综观其1400亿元的土地储备，分布散落国内32个城市及海外3个城市，以往支撑高毛利率的一线城市土储比例只有18%，2016年按年减少3个百分点，二线城市比例则升至55%。长远而言，富力的毛利率将可能持续低企。富力今年派息1元，派息比率为48%，周息率高达8.5%，为业内之首。面对毛利率下降，富力称来年能维持30-40%的派息比率，2017年的周息率有可能回落至5.1%-7.6%。
- **富力负债比率升至历史高位** - 富力年内持有现金提升至459.7亿元，但借贷总额达1,208.5亿元，净负债比率达160%，大幅高于业内平均水平。原因是年内行使2019-2020年的美元有抵押优先票据后，再重组融资发行425亿元人民币境内债券，以及总值7.25亿美元2022年到期的有抵押优先债券。再融资后，富力的非银行融资加权平均成本由9.2%下降至6.7%，其非人民币贷款占贷款总额亦减至17.1%。虽然富力已尽力减低人民币兑美元进一步贬值所带来的汇率风险，然而，管理层称暂无计划减轻负债比例，其负债比率加重所造成的庞大利息支出将成为富力一大隐忧，以息税前利润计算，利息覆盖率已进一步下降至2.15%，去年为2.28%，为业内下限。
- **富力A股上市对H股股价可能有支持作用** - 2015年富力已恢复A股上市申请，自2016年下半年起，中国证监对新上市审批程序进一步加快，根据监管部数据显示，富力的上市排行102位，有可能2017年下半年成功上市。鉴于国内估值较高，加上富力在A股上市所募集资金可大幅减低其负债比率，对富力H股股价可能有支持作用，亦需取决于当时A股走势。富力的招股书显示，此次在A股市场公开发行新股不超过10.7亿股，募集资金总额不超过350亿元。

盈利资料

截至12月31日		2016年	2017年预测*	2018年预测*	2019年预测*
权益持有人应占盈利	百万人民币	6,756	7,138	7,986	9,517
按年增长	%	+20.3	+5.7	+11.9	+19.2
每股盈利	人民币	2.100	2.218	2.482	2.958
每股账面值	人民币	13.59	14.80	16.40	18.36
每股派息	人民币	1.000	0.887	0.993	1.183
市盈率	倍	5.5	5.2	4.7	3.9
市帐率	倍	0.86	0.78	0.71	0.63
周息率	%	8.6	7.6	8.6	10.2
平均股本回报率	%	13.3	15.6	15.9	17.0

注：2017年至2019年的预测数字乃彭博提供的市场预测，*周息率以40%派息比率计算

来源：公司、彭博



香港总行

中环花园道壹号
中银大厦 28 楼
电话：(852) 2820 6333
图文传真：(852) 2845 5765
网址：http://www.sctrade.com
电邮：info@sctrade.com
电传机：69208 SCSL

伦敦办事处

4/F, Sabadell House, 120 Pall Mall,
London SW1Y 5EA, United Kingdom
电话：(4420) 7930 9037
图文传真：(4420) 7925 2189

湾仔办事处

皇后大道东 28 号
金钟汇中心 19 楼
电话：(852) 3196 6233
图文传真：(852) 2537 0606

炮台山分行

英皇道 255 号
国都广场 1502 室
电话：(852) 2570 4422
图文传真：(852) 2570 4688

红磡分行

芜湖街 69 号 A
南安商业大厦 10 楼 1002-03 室
电话：(852) 2330 5881
图文传真：(852) 2627 0001

观塘分行

成业街 7 号
宁晋中心 15 楼 G1 室
电话：(852) 2191 2822
图文传真：(852) 2793 3000

元朗分行

康乐路 25-31 号
嘉好楼地下 D 辅
电话：(852) 2442 4398
图文传真：(852) 2479 4418

荃湾分行

沙咀道 289 号
恒生荃湾大厦 17 楼 A-B 室
电话：(852) 2614 1775
图文传真：(852) 2615 9427

披露：此研究报告是由南华资料研究有限公司的研究部团队成员（“分析员”）负责编写及审核。分析员特此声明，本研究报告中所表达的意见，准确地反映了分析员对报告内所述的公司（“该公司”）及其证券的个人意见。根据香港证监会持牌人操守准则所适用的范围及相关定义，分析员确认本人及其有联系者均没有(1)在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；(2)在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任报告内该公司的高级人员；(4)持有该公司的财务权益。分析员亦声明过往、现在或将来没有、也不会因本报告所表达的具体建议或意见而得到或同意得到直接或间接的报酬、补偿及其他利益。

南华金融控股有限公司包括其子公司或其关联公司(“南华金融”)可能持有该公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额可能相等或高于该公司的市场资本值的 1%或该公司就新上市已发行股本的 1%。一位或多位南华金融的董事、行政人员及/或雇员可能是该公司的董事或高级人员。南华金融及其管理人员、董事和雇员等（不包括分析员），将不时持仓或短仓、作为交易当事人，及买进或卖出此研究报告中所述的公司的证券或衍生工具（包括期权和认股权证）；及/或为该等公司履行服务或招揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。南华金融可能曾任本报告提及的任何机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。南华金融可能在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托及/或可能现正寻求该公司投资银行委托。

重要说明：此报告和报告中提供的信息和意见，由南华数据研究有限公司及/或南华金融向其或其各自的客户提供信息而准备，并且以合理谨慎的原则编制，所用数据、信息或资源均于出版时为真实、可靠和准确的。南华资料研究有限公司对本报告或任何其他内容的准确性或完整性或其他方面，无论明示或暗示，无作出任何陈述或保证。南华资料研究有限公司及/或南华金融，及其或其各自的董事、管理人员、合伙人、代表或雇员并不承担由于使用、出版、或分发全部或部分本报告或其任何内容，而产生的任何性质的任何直接或间接损失或损害的任何责任。本报告所载信息和意见会或有可能在没有任何通知的情况下而变动或修改。

南华资料研究有限公司及/或南华金融，及其或其各自的董事、管理人员、合伙人、代表或雇员可能在本报告中提到的公司直接或间接拥有股权，或可能不时购买、出售、或交易或向客户要约购买、出售、或交易此类证券，而该等交易可能是为其帐户作为交易当事人或代理人或任何其他身份或代表他人。这份报告不是、也不是为了、也不构成任何要约或要约购买或出售或以其他方式交易本报告提及的证券。本报告受版权保护及拥有其他权利。据此，未经南华资料研究有限公司明确表示同意，本报告不得用于任何其他目的，也不得出售、分发、出版、或以任何方式转载。本刊物批准在英国由南华证券（英国）有限公司分派。南华证券（英国）有限公司为一间获英国金融服务局授权和受该局监管的公司。投资者参阅此报告时，应明白及了解其投资目的及相关投资风险，投资前亦应咨询其独立的财务顾问。