



股票研究 | 中国 | 房地产

2017年12月13日

## 多元化及轻资产有助估值提升

- 华南城是中国领先的物流和交易中心发展和运营商，有超过 15 年经营历史。公司重点发展大型综合项目，并保留 50% 发展面积用于发展综合性交易中心（B2B/B2C）以自营或出租，这逐步提高公司收入的稳定性和可见度。
- 我们看好中国未来商业地产发展前景，尤其物流、仓储及以交易中心为主体的综合性多元化项目。中国的蓬勃发展的电子商务是未来这类地产项目需求的重要推动力。
- 展望未来，公司会以多元化及轻资产为发展战略。根据彭博统计分析师预测均值，公司目前估值仅为预测 0.5 倍市净率，这对于一家以商业多元化及轻资产为发展方向的地产公司来说，意味着具有估值提升空间。

一个领先的特色多元化地产发展及运营商。华南城成立于 2002 年，并于 2009 年 9 月份在香港交易所主板上市。经过 15 年的发展，华南城已经成为中国领先的物流和交易中心发展商和运营商。公司的运营模式有别于中国大部分地产发展商，主要开发大型综合交易中心类型地产项目。公司的许多项目都超过 1,000 万平方米，其中有一半左右是交易中心而其余部分发展多元功能如物流及仓储、居民住宅、购物中心、写字楼及酒店等。目前公司累计土地储备总建筑面积超过 8,000 万平方米。根据公司发展战略，公司一般保留 50% 的发展面积用于发展综合性交易中心自营或出租，这会增加公司收入的稳定性和可见度。

**中国商业地产前景光明。**虽然市场持续担心中国居民住宅价格的飙升会带来房价泡沫，尤其在大中城市，但中国的经济结构转型以及蓬勃发展的电子商务为中国的商业地产行业带来广阔的发展空间。尤其，中国电子商务的蓬勃发展为综合性交易中心类型地产项目带来巨大需求，比如物流仓储以及交易中心。长远来看，阿里巴巴希望将中国的电子商业模式复制到全球运营（跨境速递及结算），届时会极大增加对物流仓储及交易中心类型项目需求。

**多元化及轻资产战略提升估值。**华南城未来将继续发展其多元化业务，在运用其重资产业务的规模优势的基础上，强化奥特莱斯、电子商贸及物业管理等轻资产业务，并围绕商户生态圈适当加入金融及文化旅游等相关配套的设施及服务。另外，「互联网+」仍然是华南城第四代综合商贸物流及商品交易平台的一项核心战略，将在 B2B 电子商贸、物流、仓储服务及供应链金融等领域有所发展。根据彭博统计分析师预测均值，华南城目前估值仅为预测市净率 0.5 倍，这对于一家向多元化及轻资产方向发展的地产公司来说，应当意味着具有估值提升的空间。

## 华南城 (1668 HK)

### 未评级

Close price	HKD1.88
Market cap.	USD2,052mn
Free float	37.4%
52-week range	HKD1.41 – HKD2.56
3-mth ave. T/O	HKD121.1mn

Price as of 12 December, 2017

Stock rel HSI performance (%)



柳太胜, Steven Liu, CFA, PhD  
(CE No.: AMO971)  
[stevenliu@csci.hk](mailto:stevenliu@csci.hk) +852 3465 5652

许绮雯, XU Qiwen  
(CE No.: BIC457)  
[xuqiwen@csci.hk](mailto:xuqiwen@csci.hk) +852 3465 8690

## 公司业务

### 多元化且灵活的商业模式

华南城拥有多元化的业务模式，布局中国 8 个省会及直辖市，当中主要是商品交易中心，并辅以仓储物流、住宅及商办物业等重资产配套设施。此外，公司会选择性地保留一部分发展项目包括商品交易中心、商业及其他配套设施拟作为投资性物业，以提供稳定且长期的收入来源。

公司根据不同地区的项目发展阶段及市场需求对其销售组合作出战略性调整，在 2017/18 财年上半年，各项目发展渐趋成熟的支持下，华南城策略性地增加住宅配套销售的比例，同时加快为综合商贸物流及交易中心的商户提供多种配套服务，逐步释放公司在过往投资中所累积的潜在价值，在本期间，华南城的合约销售显著增长 26.3% 至 5,449.8 百万港元。

目前，公司来自奥特莱斯运营、电子商贸、贸易博览会及展览会，以及金融服务及文化旅游业务的贡献在逐步递增。这些多元及稳定的持续性收入可减轻商品交易中心市场及房地产市场的周期性波动所带来的影响，为长远业务可持续性发展带来贡献，进而有助于华南城业务的长远发展。

### 土地储备

华南城在长期规划保留不少于 50% 的商品交易中心商铺作为自营和出租用途。在 2017/18 财年上半年，华南城在合肥及重庆合共新购面积约 764,700 平方米的土地。土地储备的增加，有望推动公司的长远发展。

表 1: 华南城项目

项目 (平方米)	已竣工物业		发展中物业	将于2017/18财年竣工的物业	按已购地建筑面积已规划作未来发展物业	总规划建筑面积	已购地规划总建筑面积	占总规划建筑面积百分比
	已售	未出售						
深圳华南城	809,800	1,582,500	185,000	-	66,700	2,644,000	2,644,000	100%
南昌华南城	1,165,000	835,000	400,800	324,200	2,229,900	7,297,000	4,630,700	63%
南宁华南城	570,700	1,054,800	324,200	324,200	530,300	4,880,000	2,480,000	51%
西安华南城	698,600	867,000	228,500	228,500	2,882,500	17,500,000	4,676,600	27%
哈尔滨华南城	473,600	1,053,600	546,200	301,500	2,666,000	12,000,000	4,739,400	39%
郑州华南城	1,127,600	1,513,500	2,033,300	310,000	4,008,300	12,000,000	8,682,700	72%
合肥华南城	980,100	666,700	1,570,400	486,100	2,775,800	12,000,000	5,993,000	50%
重庆华南城	235,000	1,203,600	385,200	-	4,608,600	12,430,000	6,432,400	52%
<b>总计</b>	<b>6,060,400</b>	<b>8,776,700</b>	<b>5,673,600</b>	<b>2,051,100</b>	<b>19,768,100</b>	<b>80,751,000</b>	<b>40,278,800</b>	<b>50%</b>

资料来源：公司

### 未来发展战略：将更多适当地扩展住宅配套的开发及销售，并发展其多元化的轻资产业务

华南城未来将继续发展其多元化业务，在运用其重资产业务的规模优势的基础上，强化奥特莱斯、电子商贸及物业管理等轻资产业务，并围绕商户生态圈适当加入金融及文化旅游等相关配套的设施及服务。另外，「互联网+」仍然是华南城第四代综合商贸物流及商品交易平台的一项核心战略，将在 B2B 电子商贸、物流、仓储服务及供应链金融等领域有所发展，公司预计在 2017/18 财年下半年推出一个全新的线上 B2B 五金工业产品采购及交易平台。

管理层预期公司在 2017/18 财政财年将实现 100 亿-120 亿港元的销售目标（上半年：已录得 54.5 亿港元的合约销售额）。

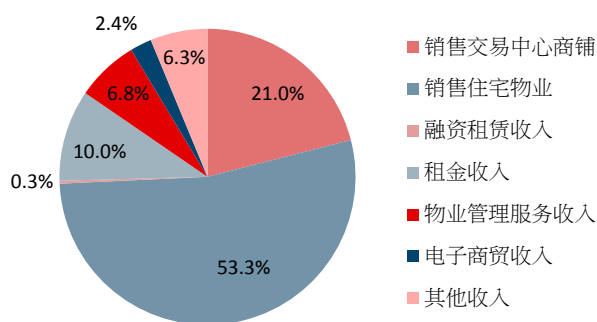
## 财务表现

**2017/18 财年上半年财务表现：住宅销售收入增长强劲，持续性收入保持稳定增长**  
在 2017/18 财年上半年，华南城录得合约销售额为 5,449.8 百万港元，同比增长 26.3%；收入为 3,620.4 百万港元，同比增长 25.2%；毛利同比增长 19.6%至人民币 1,485.5 百万港元，毛利率为 41.0%（上年同期:43.0%）。归属于母公司拥有人净利润为 990.5 百万港元，同比增长 15.6%；母公司拥有人应占核心净利润为 331.9 百万港元，同比增长 28.4%。公司的收入增长主要原因是位于南宁及南昌项目有较多的物业销售及交付，以及持续性收入的增长。

从业务分部来看，在 2017/18 财年上半年，华南城物业销售及融资租赁收入同比增长 25.2%至 2,699.9 百万港元，占总收入 74.9%，其中销售住宅物业收入增长显著，同比增长 117.2%。此外，持续性收入同比增长 25.0%至 920.5 百万港元。持续性收入中的各个收入来源均继续正增长，来自租金、物业管理、电子商务、物流及仓储服务以及奥特莱斯运营的收入分别同比增长 2.3%、61.3%、34.6%、15.0%及 56.9%。

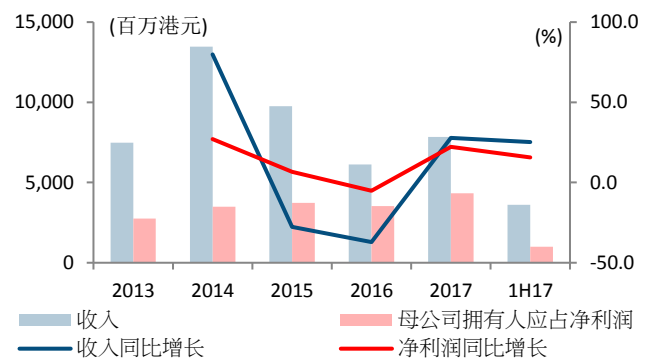
在成本控制上，公司通过多项成本控制及精简人员措施，使得销售及分销开支及行政开支从 2016/17 财年上半年占收入的 33.1%降至 2017/18 财上半年的 22.8%。

表 2: 分部收入 (2017/18 财年上半年)



资料来源：公司、中信建投国际研究部

表 3: 收入及母公司拥有人应占净利润



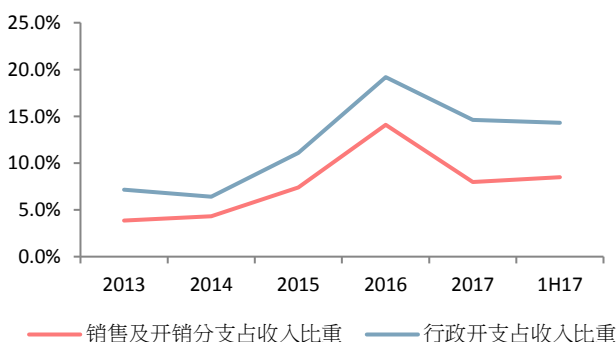
资料来源：公司、中信建投国际研究部

### 其他财务数据：因增加土地储备，净债务比率上升，流动比率下降

截至 2017 年 9 月 30 日，公司的净债务为 25,977.2 百万港元，净债务比率为 85.6%（2017 年 3 月 31 日：78.2%）。平均融资成本维持在 6.2%，现金及现金等价物及受限制现金为 9,285.2 百万港元（2017 年 3 月 31 日：10,490.9 百万港元）。

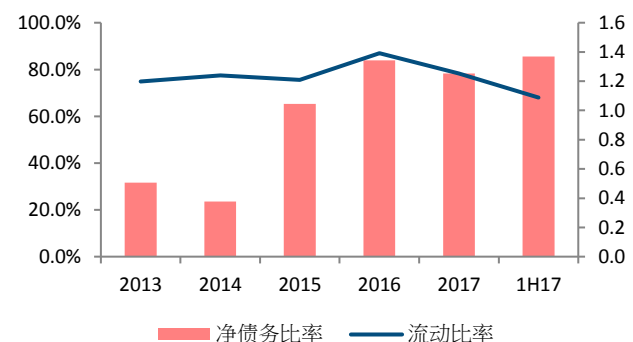
截至 2017 年 9 月 30 日，公司的流动资产净值为 3,360.0 百万港元，（2017 年 3 月 31 日：7,485.0 百万港元），流动比率为 1.09（2017 年 3 月 31 日：1.25）。

表 4: 成本分析



资料来源：公司、中信建投国际研究部

表 5: 净债务比率及流动比率

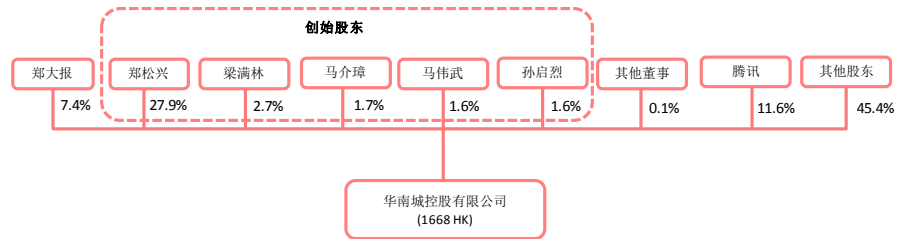


资料来源：公司、中信建投国际研究部

## 附录

### 股东架构

表 6: 股东架构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



资料来源：公司、中信建投国际研究部

### 公司里程碑

表 7: 公司里程碑

时间	重大事件
2002 年	华南城控股有限公司成立
2003 年	自深圳市政府购得土地，深圳华南城开始开工建设
2007 年	签订南昌项目框架协议 发行 125 百万美元可换股债券 签订南宁项目框架协议
2009 年	签订西安交易中心项目的谅解备忘录 于香港联交所上市，股份代号：1668，募得资金 31.5 亿港元 取得南宁、南昌项目的首批用地
2011 年	发行面值为 250 百万美元的优先票据 取得西安项目的首批用地 签订关于哈尔滨项目的框架协议
2012 年	签订郑州、合肥项目框架协议 取得哈尔滨、郑州项目的首批用地 发行 125 百万美元的优先票据
2013 年	亚洲领先的另类投资基金管理集团——太盟投资集团（PAG）向公司作出策略性投资，以 975 百万港元购买公司的可换股票据，新股换股价为每股 1.56 港元 取得合肥项目的首批用地 签订认购协议，收购好百年家居 75% 股权
2014 年	腾讯策略性入股华南城，认购价每股 2.2 港元，约占公司扩大股本后的 9.9%，随后腾讯悉数形式认购权，对华南城的股本增持至 11.55% 发行面值为 4 亿美元的优先票据 总计在中国发行人民币 42 亿元的短期及中期票据
2015 年	在中国发行总计人民币 56 亿元的短期及中期票据及公司债券
2016 年	提早赎回面值 1.25 亿美元的 2012 年票据 发行 3.5 亿美元的优先票据 在中国发行合计人民币 56 亿元的短期票据及公司债
2017 年	发行合计 6 亿美元的优先票据 赎回 2019 年到期的 4 亿美元优先票据 在中国发行人民币 10 亿元的短期票据

资料来源：公司、中信建投国际研究部

**财务报表**
**表 8: 合并利润表**

(FYE: 31 March, HKDmn)	2013	2014	2015	2016	2017	YoY	1H16	1H17	YoY
<b>收入</b>	<b>7,488</b>	<b>13,468</b>	<b>9,758</b>	<b>6,136</b>	<b>7,839</b>	<b>27.7</b>	<b>2,893</b>	<b>3,620</b>	<b>25.2</b>
销售成本	(3,311)	(6,921)	(4,582)	(3,177)	(4,328)	36.2	(1,650)	(2,135)	29.4
<b>毛利</b>	<b>4,177</b>	<b>6,547</b>	<b>5,176</b>	<b>2,959</b>	<b>3,510</b>	<b>18.6</b>	<b>1,243</b>	<b>1,486</b>	<b>19.6</b>
毛利率 (%)	55.8	48.6	53.0	48.2	44.8	-3.4ppts	43.0	41.0	-1.9ppts
其他收入及收益/(亏损)	58	188	334	1,066	726	(31.9)	684	250	(63.5)
投资物业公允价值收益	1,251	1,266	2,399	3,233	4,550	40.7	963	1,066	10.7
销售及开销分支	(289)	(581)	(722)	(865)	(625)	(27.8)	(396)	(307)	(22.3)
行政开支	(537)	(863)	(1,084)	(1,177)	(1,146)	(2.6)	(563)	(518)	(8.0)
其他开支	(55)	(235)	(70)	(153)	(147)	(3.6)	(85)	(121)	42.7
融资成本	(133)	(153)	(166)	(159)	(275)	72.8	(110)	(118)	7.5
应占联营公司的利润及亏损	1	0	-	-	-	N/A	-	-	N/A
应占联营公司的利润及亏损	(0)	(1)	(7)	-	-	N/A	-	-	N/A
<b>税前利润</b>	<b>4,473</b>	<b>6,169</b>	<b>5,859</b>	<b>4,904</b>	<b>6,592</b>	<b>34.4</b>	<b>1,736</b>	<b>1,737</b>	<b>0.0</b>
所得税开支	(1,606)	(2,472)	(2,145)	(1,370)	(2,269)	65.6	(882)	(752)	(14.7)
<b>本年度利润</b>	<b>2,867</b>	<b>3,696</b>	<b>3,715</b>	<b>3,534</b>	<b>4,323</b>	<b>22.3</b>	<b>854</b>	<b>984</b>	<b>15.2</b>
<b>下列各方应占:</b>									
母公司拥有人	2,750	3,494	3,728	3,537	4,323	22.2	857	991	15.6
非控股权益	117	202	(13)	(3)	0	(110.4)	(3)	(6)	N/A
<b>每股盈利</b>									
- 基本 (HKDcent)	45.6	55.7	48.7	44.2	54.0	22.1	10.7	12.4	15.6
- 摊薄 (HKDcent)	45.6	47.9	45.3	44.1	54.0	22.5	10.7	12.4	15.6

资料来源：公司、中信建投国际研究部

**表 9: 合并资产负债表**

(FYE: 31 March, HKDmn)	2013	2014	2015	2016	2017	1H17
<b>流动资产</b>						
持作融资租赁物业	571	246	298	169	305	404
持作销售物业	9,381	13,455	22,970	25,179	23,847	28,843
存货	937	2,806	1,637	54	138	180
应收贸易账款	643	729	654	1,149	1,238	1,315
预付款项、按金及其他应收款项	-	-	-	728	1,067	1,377
透过损益以公允价值列账之持作买卖投资	118	29	33	27	-	32
现金及现金等价物及受限制现金	6,778	12,777	8,673	11,687	10,491	9,285
<b>流动资产总值</b>	<b>18,428</b>	<b>30,042</b>	<b>34,264</b>	<b>38,992</b>	<b>37,086</b>	<b>41,435</b>
<b>非流动资产</b>						
物业、厂房及设备	601	659	1,328	1,507	1,455	1,696
投资物业	19,426	24,034	30,218	34,814	42,192	45,748
发展中物业	2,382	2,933	3,697	4,253	4,494	5,221
预付土地出租金	105	143	788	996	1,146	1,296
商誉	-	34	34	34	34	34
于合营公司的投资	9	9	5	-	-	-
于联营公司的投资	(3)	4	35	60	82	95
可供出售金融投资	-	-	176	176	176	176
其他长期应收款项	30	18	9	4	6	12
购买土地使用权支付的按金	781	1,052	1,225	403	15	16
递延税项资产	586	1,033	1,475.323	2,145	2,290	2,756
<b>非流动资产总值</b>	<b>23,917</b>	<b>29,919</b>	<b>38,990</b>	<b>44,393</b>	<b>51,890</b>	<b>57,050</b>
<b>总资产</b>	<b>42,345</b>	<b>59,961</b>	<b>73,254</b>	<b>83,385</b>	<b>88,976</b>	<b>98,486</b>
<b>流动负债</b>						
贸易及其他应付款项	8,166	13,810	13,535	13,270	16,763	21,472
计息银行及其他借贷	4,418	5,842	6,825	7,657	7,043	8,811
短期融资券	-	-	2,751	2,525	1,353	1,174
应付税项	2,790	4,411	5,235	4,569	4,442	4,241
衍生金融工具	-	181	-	-	-	-
中期票据	-	-	-	-	-	2,377
<b>流动负债总额</b>	<b>15,374</b>	<b>24,243</b>	<b>28,346</b>	<b>28,021</b>	<b>29,601</b>	<b>38,075</b>
<b>非流动负债</b>						
计息银行及其他借贷	4,582	6,611	8,640	8,966	6,370	8,424
优先票据	2,853	4,057	4,083	4,113	6,426	4,968
可换股票据	-	1,009	-	-	-	-
中期票据	-	-	2,704	5,027	4,723	2,373
企业债券	-	-	-	1,891	1,779	1,792
境内公司债券	-	-	-	3,629	5,079	5,343
递延税项负债	3,493	3,896	4,459	5,369	6,518	7,167
<b>非流动负债总额</b>	<b>10,928</b>	<b>15,573</b>	<b>19,887</b>	<b>28,996</b>	<b>30,895</b>	<b>30,068</b>
<b>总负债</b>	<b>26,302</b>	<b>39,817</b>	<b>48,232</b>	<b>57,017</b>	<b>60,496</b>	<b>68,143</b>
<b>权益</b>						
股本	61	4,684	7,035	7,044	7,054	7,054
其他储备	15,793	15,285	17,832	19,135	21,244	23,115
<b>母公司拥有人应占权益</b>	<b>15,853</b>	<b>19,970</b>	<b>24,867</b>	<b>26,179</b>	<b>28,298</b>	<b>30,169</b>
非控股权益	190	175	155	190	181	174
<b>权益总额</b>	<b>16,043</b>	<b>20,144</b>	<b>25,022</b>	<b>26,368</b>	<b>28,479</b>	<b>30,343</b>

资料来源：公司、中信建投国际研究部



## Research

**LIU Taisheng, Steven**  
TMT  
(852) 3465 5652  
stevenliu@csci.hk

**SO Lai Shan, Jennifer**  
Consumer  
(852) 3465 5781  
jenniferso@csci.hk

**CHAN Ka Yeung, Duncan**  
Commodity  
(852) 3465 5654  
duncanchan@csci.hk

**TIAN Yang**  
Automotive  
(852) 3465 5775  
tianyong@csci.hk

**SUN Lingxiao, Roger**  
Industrials  
(852) 3465 5785  
rogersun@csci.hk

**YAO Xue, Snowy**  
Utilities & Coal  
snowyyao@csci.hk  
+852 3465 5675

**SHEN Xiangfei, Thomas**  
(852) 3465 8689  
thomasshen@csci.hk

**XU Qiwen**  
(852) 3465 8690  
xuqiwen@csci.hk

## Institutional Sales & Trading

**XIANG Xinrong, Ron**  
(852) 3465 5633  
ronxiang@csci.hk

**HO Wen Hao, Jack**  
(852) 3465 5685  
jackho@csci.hk

**WANG Zhuo, Gary**  
(852) 3465 8655  
wangzhuo@csci.hk

**LEE Ying Ju, Rose**  
(852) 3465 5707  
roselee@csci.hk

**LI Jiageng, Mike**  
(852) 3465 5636  
mikeli@csci.hk

**XIA Tian**  
(852) 3465 5670  
xiatian@csci.hk

**XU Xiaowei, Vincent**  
(852) 3465 5795  
vincentxu@csci.hk

## Company Rating Definition

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index; Time Horizon: 12 months

<b>Buy</b>	12-month absolute total return: $\geq 10\%$
<b>Hold</b>	12-month absolute total return: $> -10\%$ but $< 10\%$
<b>Sell</b>	12-month absolute total return: $\leq -10\%$

### Disclosure of Interests

As of the date of this report,

- The research analysts primarily responsible for the preparation of all or part of this report hereby certify that:
  - the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and
  - no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.
- The research analysts primarily responsible for the preparation of all or part of this report, or his/her associate(s), do not have any interest (including any direct or indirect ownership of securities, arrangement for financial accommodation or serving as an officer) in any company mentioned in this report,
- This report has been produced in its entirety by China Securities (International) Brokerage Company Limited ("China Securities (International)") (CE Number: BAU373, regulated by the Securities and Futures Commission in Hong Kong)
- China Securities (International) and each of its group companies that carry on a business in Hong Kong in investment banking, proprietary trading or agency broking in relation to securities have no financial interest, in aggregate, equal to or more than 1% of the market capitalization in the stocks reviewed in this report.
- China Securities (International) and each of its group companies that carry on a business in Hong Kong in investment banking, proprietary trading or agency broking in relation to securities may receive compensation from or mandates for investment banking services in the past 12 months from listed corporations whose stocks are being reviewed by China Securities (International) in this report.
- China Securities (International) and each of its group companies that carry on a business in Hong Kong in investment banking, proprietary trading or agency broking in relation to securities do not have any individual employed by or associated with them serving as an officer of a listed corporation whose stocks are being reviewed by China Securities (International) in this report.
- China Securities (International) and each of its group companies that carry on a business in Hong Kong in investment banking, proprietary trading or agency broking in relation to securities may act as the market makers in the stocks reviewed by China Securities (International) in this report.

### Disclaimer

This report is for information purposes only and should not be construed as an offer to sell or to solicitation of an offer to buy or sell any securities in any jurisdiction. The securities referred to in this research report may not be eligible for sale in some jurisdictions. This information contained in this report has been compiled by China Securities (International) from sources that it believes to be reliable and the opinions, analysis, forecasts, projections and expectations contained in this report are based on such information and are expressions of belief only and no representation, warranty or guarantee is made or given by China Securities (International) or any person for its accuracy or completeness. All opinions and estimates expressed in this report are (unless otherwise indicated) entirely those of China Securities (International) as of the date of this report only and are subject to change without notice. Such opinions and estimates may be different from or contrary to the opinions presented by the other business departments, units or affiliates of China Securities (International), as different assumptions and standards, different views and analytical methods may be adopted in the preparation of such other materials, and China Securities (International) is under no obligation to bring such other materials to the attention of any recipient of this report. Neither China Securities (International) nor its holding companies and affiliates accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this report or otherwise arising in connection therewith.

Any investment referred to herein may involve significant risk, may be illiquid and may not be suitable for all investors. The value of or income from any investment referred to herein may fluctuate and be affected by changes in exchange rates. Past performance is not indicative of future results. This report does not take into account the investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. Investors are expected to make their own investment decision without relying on this publication. Before entering into any transactions in any securities referred to in this research report investor should consider their own individual investment objectives and financial situation and seek professional financial, tax and legal advice, as necessary.

This report is strictly confidential to the recipient. It is being supplied to you solely for your information and may not be reproduced, redistributed or passed on, directly or indirectly, to any other person or published, in whole or in part, for any purpose. The distribution of this report in other jurisdictions may be restricted by law, and persons into whose possession this report comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions.

### China Securities (International) Research

18/F, Two Exchange Square, Central, Hong Kong

Tel: (852) 34655600 Fax: (852) 21809495

Bloomberg: CSCR <Go>