中投证券(香港)
CHINA INVESTMENT SECURITIES (HK)

当代置业 (1107)

评级：强烈买入 (维持) / 目标价：$2.05 (下调)

估值低廉，未来增长尚未反映

当代置业 2017 年收入上升 0.6%至 85 亿人民币，受惠于毛利率上升至 21.0%，毛利上升 8.7%至 17.9 亿人民币，股东应占利润上升 6.3%至 7.05 亿人民币，合约销售则增长 35%至 221.9 亿人民币，胜年度目标的 220 亿人民币。于 2017 年，集团继续扩大业务布局，年内获取 13 个新项目，新增建筑面积 290 万平方米，并进入 7 个新城市如广州和无锡等。集团亦积极开拓高毛利代建业务，现时手持 6 个代建项目，合同额达 4 亿人民币，对毛利率上升有正面作用。

利好因素

合约销售增长迅速，大致锁定未来收入增长。 当代置业 2017 年合约销售增长 35%至 221.9 亿人民币，集团为 2018 年定下 320 亿人民币的销售目标，于首 4 个月，集团累计合约销售达 65.85 亿人民币，同比增幅 33.5%，完成销售目标的 20.6%。 纵使仍有约 80%的销售尚未达成，然而我们认为问题不大，主因为集团于下半年将有多个项目推盘，对推动销售有帮助。此外，集团本年的可售资源达 540 亿人民币，以 320 亿销售目标计算，去化率达 60%，根据去化往绩，我们认为集团可达成此销售目标。截至 2017 年底，集团总未结转销售达 131 亿人民币，连同首 4 个月合约销售，总未结转销售近 200 亿人民币，若集团成功完成销售目标，我们预料大部分销售将于 2019 年确认，收入和利润将有大幅增长。

卓越绿色生活技术，以 MOMA 品牌拓展代建服务。 除了传统房地产业务外，集团积极利用其绿色地产技术拓展代建业务。现时集团已获取 6 个代建项目，合同额达 4 亿人民币，据我们了解，代建业务毛利率高达 80%，净利率不少于 40%，主要由于除绿色建筑收入外，若项目的销售价格超过特定水平，集团能根据合同获得超越部分金额的分成，因此集团能于代建项目获得高利润率。此外，绿色代建业务的目标客户群为小型房地产商或土地持有人，它们项目操盘经验和知名度较低，因此绿色代建业务具有发展空间，加上业务的利润率高，风险却因缺少拿地等的初始成本而较传统的低，我们认为此业务将为集团利润增长的驱动力之一。

多元化的土地补充策略，为长期持续发展定下基础。 集团以多个途径获取项目，除了以招拍挂投地外，集团以股权合作、并购和代建方式获取项目。于 2017 年，集团于武汉、广州和佛山等城市以并购或合作方式获取项目，三城市项目的计容面积分别为 44 万平方米、28.5 万平方米和 6.7 万平方米。此外集团亦与政府合作，以发展特色小镇方式获取巨型土地，项目如惠州旭日文旅小镇和九华山莲花小镇，项目占地分别为 5,000 亩和 600 亩，以观光休闲为基础，发展其传统房地产业务外的业务。

我们下调目标价至 2.05 港元。集团拥有近 200 亿人民币未结转收入，大部份项目将于下半年开盘，因此我们对集团完成销售目标抱有信心，预计 2019 年利润将有大幅增长。然而，净负债率上升显著，融资成本因而将上升，因此我们下调目标价至 2.05 港元，鉴于其估值仍是十分低廉，我们维持「强烈买入」评级。

分析师

黄恩赐

(852) 3983 0882

johnwong @china-invs.hk

主要数据

评级	强烈买入 (维持)
目标价	2.05 (下调)
当前股价	1.47
总股本 (百万股)	2,778
总市值 (百万港元)	4,084
3 个月平均成交 (百万港元)	4
52 周股价波幅	0.967 – 2.060
主要股东	张雷 (~66.7%)

公司业务

从事房地产发展、物业投资等业务

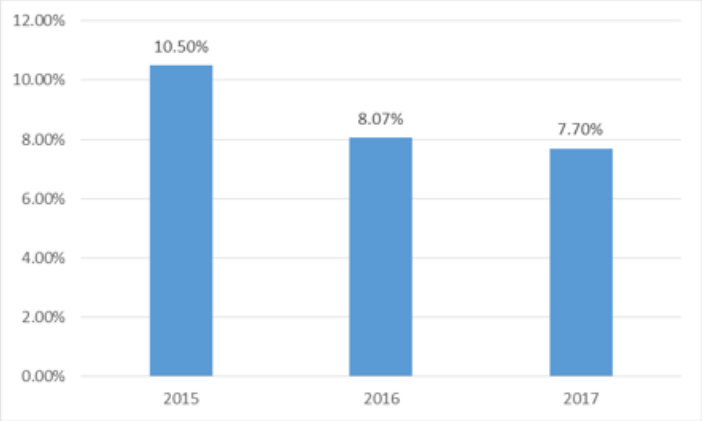
财务数据

(百万元人民币)	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
收入	8,506	9,195	14,327	16,334
毛利	1,790	2,223	3,452	3,922
经营利润	1,751	1,721	2,500	2,885
报告利润	706	798	1,116	1,338
每股利润(分)	25.60	28.75	40.19	48.20
市盈率 (倍)	5.47	5.11	3.66	3.05
市账率 (倍)	0.75	0.59	0.52	0.46
股息率 (%)	1.25	4.89	6.84	8.20
股本回报率 (%)	10.06	10.39	12.82	13.46
净债务股本 (%)	211.82	231.45	229.43	225.34

股价表现

净负债率上升，外资评级机构调整评级展望。 一间外资评级机构于 1 月时公布维持集团信贷评级于 B+，但评级展望却从稳定下调至负面，此是由于集团的高杠杆导致。根据财报显示，集团于 2017 年的净负债比率为 83.1%，较 2016 年上升 14.2%。集团的高杠杆是由于并购和拿地所导致，而此等业务动作与未来增长息息相关，因此，纵使集团净负债比率于行业内属较高水平，从业务增长方面来说，此乃无可避免。我们认为，当集团步入高增长期后，销售资金回笼和初始成本较低和较高利润率的代建业务成熟后，净负债比率将逐步下降至正常水平。 从融资成本角度来看，2015 年、2016 年和 2017 年平均融资成本分别为 10.50%、8.07%和 7.70%，而集团于 2018 年 2 月发行的 3.5 亿美元绿色债券的票息为 7.95%，较 2017 年的平均融资成本和上两笔债券的票息 6.875%和 6.5%高。

集团历年平均融资成本



来源: 当代置业、中投证券(香港)

集团近年发行境外债券

	发行日期	金额 (美元)	票息
2016年美元票据	14/10/2016	350,000,000	6.875%
2017年美元票据I	29/12/2016	150,000,000	6.875%
2017年美元私募票据	1/6/2017	100,000,000	6.50%
2017年美元票据II	29/6/2017	130,000,000	6.50%
2018年美元票据	27/2/2018	350,000,000	7.95%

纵使评级展望被下调至负面，从财务实力而言，集团资金仍然充裕。于 2017 年，集团合共获得授信 675 亿人民币，当中信达的授信为 200 亿人民币，为最大笔授信，而中国信达亦为集团战略投资者，与另一战略投资者长城环亚合共持有约 4.16 亿股。此外，集团于 9/5/2018 亦获得建设银行北京分行授信 120 亿人民币，加上集团 2017 年底达 100 亿人民币的手持现金，价值 1,000 亿人民币的总货值，足以支持集团未来数年高速发展，即使集团的融资成本上升和评级展望被下调至负面，我们仍对集团的未来发展感到乐观。

集团授信规模

授信概况	金额
2017年授信规模:	675亿人民币
- 主要合作方为	
信达	200亿人民币
中国银行姑苏分行	60亿人民币
徽商银行合肥分行	50亿人民币
中国银行湖北分行	50亿人民币
晋商银行	18亿人民币
2018年主要新增授信	
- 主要合作方为	
建设银行北京分行	120亿人民币

来源: 当代置业、中投证券(香港)

财务数据

综合收益表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
收益	8,458	8,506	9,195	14,327	16,334
销售成本	(6,812)	(6,716)	(6,972)	(10,875)	(12,412)
毛利	1,646	1,790	2,223	3,452	3,922
其他收入	170	653	199	110	137
物业重估收益	196	102	0	0	0
联营和合营企业应占盈利	(98)	(14)	35	84	133
经营开支	(648)	(780)	(736)	(1,146)	(1,307)
经营溢利	1,266	1,751	1,721	2,500	2,885
财务成本	(182)	(393)	(362)	(438)	(413)
除税前溢利	1,084	1,358	1,359	2,062	2,472
所得税	(369)	(531)	(498)	(755)	(905)
除税后溢利	715	827	861	1,307	1,567
非控股权益	(50)	(121)	(63)	(191)	(229)
年内溢利	665	706	798	1,116	1,338

现金流量表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
除税前溢利	1,084	1,358	1,359	2,062	2,472
折旧	24	29	25	26	27
财务成本	182	393	362	438	413
利息收入	(107)	(90)	(199)	(110)	(137)
物业重估收益	(196)	(102)	0	0	0
联营和合营企业应占盈利	98	14	(35)	(84)	(133)
其他	(50)	(698)	1	1	1
存货减少/(增加)	(449)	(7,087)	(4,964)	(2,276)	5,094
应收贸易账款减少/(增加)	(580)	617	(244)	(1,816)	(710)
并购土地已付的押金减少/(增加)	0	0	0	0	0
应付贸易账款增加/(减少)	(2,154)	1,979	1,776	2,516	(4,109)
已付所得税	(676)	(808)	(1,940)	(498)	(755)
经营获得所得现金流量净额	(2,824)	(4,395)	(3,859)	259	2,163
利息收入	90	90	199	110	137
购入物业、厂房及设备	(49)	(11)	(31)	(33)	(34)
购入无形资产	0	0	0	0	0
收购附属公司之代价	481	185	0	0	0
其他	(2,578)	(2,380)	(476)	(591)	(734)
投资活动所用现金流量净额	(2,056)	(2,116)	(308)	(514)	(631)
财务成本	(767)	(1,143)	(362)	(438)	(413)
派发股息	(173)	(186)	(200)	(279)	(335)
贷款增加/(减少)	3,269	6,714	1,377	2,000	2,309
股份配售或其他集资项目所得款项	410	1,730	0	0	0
其他	4,216	2,352	0	0	0
融资活动所用现金流量净额	6,955	9,467	815	1,283	1,561
现金及现金等价物增加/(减少)净额	2,075	2,956	(3,352)	1,028	3,093
年初现金及现金等价物	2,521	4,584	7,534	4,181	5,210
汇率变动的影响，净额	(12)	(6)	(1)	1	0
年末现金及现金等价物	4,584	7,534	4,181	5,210	8,303

资产负债表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
投资物业	1,820	1,965	2,441	3,031	3,765
物业，厂房和设备	517	484	490	496	503
持作发展的土地	32	30	30	30	30
其他	3,230	6,469	6,503	6,587	6,721
非流动资产总值	5,599	8,948	9,464	10,144	11,019
存货，发展中和待售物业	12,613	22,577	27,541	29,817	24,723
应收贸易账款	2,776	3,010	3,253	5,070	5,779
现金及现金等价物	4,584	7,534	4,181	5,210	8,303
其他	2,935	3,104	3,106	3,103	3,104
流动资产总值	22,908	36,225	38,081	43,200	41,909
应付贸易账款	9,263	16,847	18,622	21,138	17,029
借款，票据和债券	2,463	6,713	6,695	617	2,156
其他	4,018	4,490	3,048	3,305	3,456
流动负债总额	15,744	28,050	28,365	25,060	22,641
借款，票据和债券	7,558	9,528	10,923	19,001	19,770
其他	474	578	578	577	577
非流动负债总额	8,032	10,106	11,501	19,578	20,347
资产净值	4,731	7,017	7,679	8,706	9,940
股本	156	174	174	174	174
储备	4,492	5,004	5,603	6,440	7,445
公司拥有人应占权益	4,648	5,178	5,777	6,614	7,619
非控股权益	83	1,839	1,902	2,092	2,321
总权益	4,731	7,017	7,679	8,706	9,940

比率分析	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
同比增长					
收入	33.2%	0.6%	8.1%	55.8%	14.0%
毛利	-16.2%	8.7%	24.2%	55.3%	13.6%
净利	15.0%	6.2%	13.0%	39.8%	19.9%
盈利能力					
毛利率	19.5%	21.0%	24.2%	24.1%	24.0%
净利率	7.9%	8.3%	8.7%	7.8%	8.2%
资本回报率	4.5%	3.0%	3.2%	3.9%	4.2%
净资产收益率	14.1%	10.1%	10.4%	12.8%	13.5%
流动性和偿付能力					
流动比率	1.5	1.3	1.3	1.7	1.9
速冻比率	0.7	0.5	0.4	0.5	0.8
现金比率	0.3	0.3	0.1	0.2	0.4
总债务与权益	2.1	2.3	2.3	2.3	2.2
营运资金管理					
应收账款天数	119.8	129.2	129.1	129.2	129.1
应付账款天数	496.3	915.6	974.9	709.5	500.8
存货周转天数	675.8	1227.0	1441.8	1000.8	727.0
杜邦分析					
净利率	7.9%	8.3%	8.7%	7.8%	8.2%
资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
杠杆比率	6.0	6.4	6.2	6.1	5.3

来源：当代置业、中投证券(香港)

免责声明

公司评级定义：
强烈买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 20%以上
买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间
持有：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于±10%之间
沽售：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：
看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于恒生指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对恒生指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视作为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司（统称「中投证券(香港)」）须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及／或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与这报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员（包括编制或刊发本报告之相关人士）可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及／或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及／或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策：
刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。
研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
禁止研究分析员或其联系人从事其研究／分析／涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
禁止研究分析员或其联系人担任其研究／分析／涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。
中投证券(香港)或其集团公司在现在或过去 12 个月内与本研究报告所评论的当代置业(中国)有限公司存在投资银行业务的关系。
中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。