



## 千亿元土储有待注入

三盛控股 (2183.HK) 是三盛集团旗下在港上市的房地产发展平台，透过对利福地产作全面收购易手得来。截至 2018 年 6 月公司土储 126 万平方米，分布在济南、福州、沈阳等地，估计货值 143 亿元 (人民币·下同，特别指明除外)。集团未上市之土储货值估计超过 1,000 亿元，2018 年整体销售额约 350 亿元，位列全国百强发展商。我们估计集团将注入其他房地产发展项目资产于上市公司内，以体现融资优势。按公司 2018 年 6 月净资产 13 亿元计算，市净率约 3.2 倍，虽然高于同业水平，但考虑其资产注入的潜力，我们认为公司仍可关注。

### 报告摘要

**全面收购以把公司易手。**公司易手前之控股股东为刘奎鸿先生，时称利福地产，为“利福系”之上市公司之一。大股东林荣滨先生通过其直接控股公司“Mega Regal”，在 2017 年 4 月提以每股 5.18 元向市场提出全面收购，要约后持股一度高达 81.73%，其后 7 月以每股 5.33 元把 2,961.6 万股配售予第三方人仕，以维持公众人士持股 25% 的上市规定。截至 2019 年 2 月，大股东林先生持股约 74%，刘先生持股 9.97%。据了解刘先生意向维持 10% 以下之持股量，作为财务投资人并不参与公司管理工作。

**房地产业务变相上市。**公司易手后，分别以约 5.5 亿元及 8,640 万元收购香港中盛置业的 90% 股权及章丘正大天源置业的 80% 股权，间接取得位于福建平潭约 63 万平方米及位于山东济南约 20 万平方米之土地储备。截至 2018 年 6 月公司合共有 6 个发展项目总土储约 126 万平方米分布在济南、福州、宁德及沈阳。我们认为三盛控股会定位为集团房产发展融资平台，有关非上市房地产业务亦会被整合至上市平台中。

**三盛集团高速发展。**三盛集团旗下有多源业务，包括工业化工、教育、养老、金融等不同板块并控股三家香港上市公司：三盛控股、三盛教育 (300282 SZ) 及千照光电 (300102 SZ)，其中房地产发展为集团之战略发展产业之一，并细分物业管理及项目开发：伯尔尼物业管理为“2018 中国物业服务百强企业”中排名 36，包括环北京、华东及成渝等重点区域，规模已具独立上市条件；在项目开发业务中，三盛控股只占集团总房产开发之一小部分，其余大部分之开发业务都在三盛地产这平台上进行，集团位列中国房地产百强，销售额以年复合增长率 60% 由 2016 年的 138 亿元上升至 2018 年的 350 亿元。

**期待资产注入以体现集团价值。**公司深耕福建，布局环渤海、西南及长三角区域，根据克而瑞数据，三盛集团截至 2018 年 6 月整体土储货值约 1,310 亿元，权益货值 1,061 亿元。我们认为集团未来会把有关房地产业务整合并注入三盛控股这上市平台中，以体现其融资能力。公司销售排名位列百强之内，受惠行业整合。按公司 2018 年 6 月净资产 13 亿元计算，市净率约 3.2 倍，虽然高于同业水平，但考虑其资产注入的潜力，我们认为公司仍可关注。

**风险提示：**调控政策放松不如预期；经济下行对销售造成压力；资产注入时间表慢于预期；公司净杠杆比率较高。

(31/12 年结; 百万港元)	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	4.49	-	-	-	-
增长率 (%)	-	-	-	-	-
净利润	58.66	(13.88)	17.24	(31.02)	(0.02)
增长率 (%)	-	不适用	不适用	不适用	不适用
毛利率 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
净利润率 (%)	1306%	不适用	不适用	不适用	不适用
<b>每股收益 (港元)</b>	<b>0.38</b>	<b>(0.03)</b>	<b>0.04</b>	<b>(0.07)</b>	<b>(0.00)</b>
每股账面价值 (港元)	4.19	4.04	3.84	3.53	3.77
市盈率	30.0	不适用	279.6	不适用	不适用
市净率	2.7	2.8	3.0	3.3	3.0
净资产收益率 (%)	5%	-1%	1%	-2%	0%
股息收益率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%

数据来源：公司资料、彭博、安信国际

## 公司探访

证券研究报告

房地产行业

投资评级: 不适用

目标价格: 不适用

现价 (2019-2-11): 11.46 港元

总市值(百万港元)	4,803.05
流通市值(百万港元)	770.41
总股本(百万股)	419.11
流通股本(百万股)	67.23
12 个月低/高(港元)	7.65/15.14
平均成交(百万港元)	1.05

### 股东结构

林荣滨	73.99%
刘奎鸿	9.97%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-9.23	-7.24	34.85
绝对收益	-3.70	2.69	30.23

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 房地产行业分析师

+852-22131402

stevewong@eif.com.hk

公司原名“利福地产”，当时控股股东为刘奎鸿先生，主要从事房地产发展及投资业务，持有包括位于山东青岛市北区、黑龙江哈尔滨市道里区和辽宁沈阳市沈河区的项目。于2017年4月13日，利福国际作为卖方，与买方（林荣滨先生）签订了买卖协议，据此，利福国际向林总出售其持有的利福地产全部股权，代价为约12.93亿港元，相当于每股销售股份5.18港元。按照联交所的规则，买方应当向其余全部股东发出无条件收购的要约。

图 1：三盛控股借壳上市

日期	事件
12/14/2016	证监会刊发公司股权集中度高。
2/20/2017	发出盈利警告
13/04/2017	公司停牌，随后发出每股5.18港元之要约，代价约12.9亿港元，收购刘奎鸿先生的59.56%股份
5/11/2017	委任林荣滨先生及程璇女士为执行董事
5/31/2017	要约截止，公司以代价约4.8亿港元，收购额外22.17%股份，公众持股量变为18.27%
7/7/2017	控股股东配售股份，以维持公众持股量25%
8/8/2017	利福地产通过改名为三盛控股

资料来源：公司资料、安信国际

截至2018年6月，公司土储约126万平方米，我们估计货值约143亿元。根据克而瑞数据，三盛集团截至2018年6月整体土储货值约1,310亿元，权益货值1,061亿元。以全口径计算，集团整体规模约为上市公司之9倍。

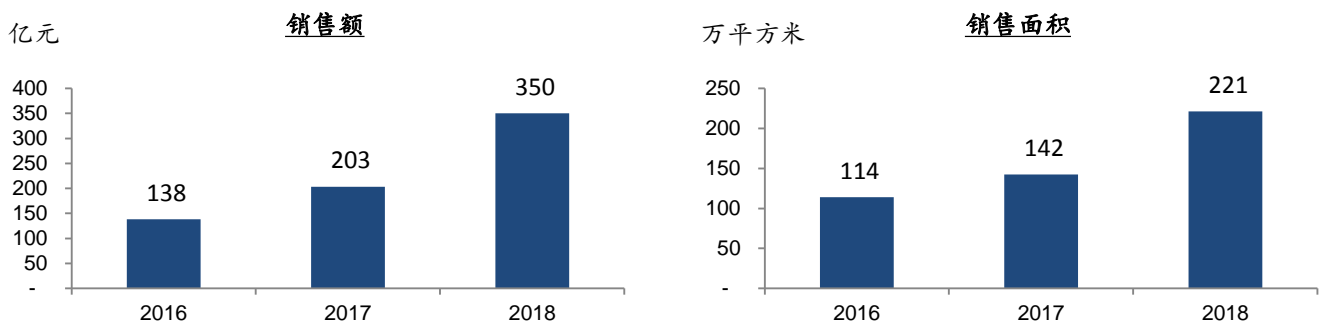
图 2：三盛控股之土储

	总占地面积 (平方米)	估计总建筑面积 (平方米)	均价 (每平方米)	货值 (百万元)
济南章丘/璞悦湾	60,032	204,112	10,500	2,143
福州平潭/三盛国际海岸(一期)	122,122	443,507	12,500	5,544
福州平潭/三盛国际海岸(二期)	75,500	187,051	12,500	2,338
霞浦/滨江国际	23,860	65,306	7,500	490
福州琅岐/未来城	75,805	174,308	11,000	1,917
沈阳/怡富项目	31,376	186,065	10,000	1,861
<b>总计</b>	<b>388,695</b>	<b>1,260,349</b>	<b>11,340</b>	<b>14,293</b>

资料来源：公司资料、安信国际

三盛控股(2183.HK)只占集团总房产开发之一小部分，其余大部分之开发业务都在三盛地产这平台上进行，集团位列中国房地产百强，销售额以年复合增长率60%由2016年的138亿元上升至2018年的350亿元。销售面积以销售额以年复合增长率40%由2016年的114万平方米上升至2018年的221万平方米。

图 3：三盛集团整体销售情况



资料来源：克而瑞、安信国际

## 附表：财务报表

综合损益表 人民币千元	2017年 上半年	2018年 上半年	综合财务状况表 人民币千元	2017年 12月31日	2018年 6月30日
收入	-	680,846	非流动资产	1,207,738	1,182,585
销售成本	-	(647,132)	投资物业	598,550	599,028
毛利	-	33,714	物业、厂房及设备	1,490	2,017
毛利率(%)	不适用	5%	发展中物业	110,312	110,312
其他收益	13,511	3,093	预付租赁款项	478,478	471,228
销售及市场推广开支	-	(11,135)	递延税项资产	18,908	-
行政开支	(20,950)	(24,640)	流动资产	4,538,291	5,364,257
经营溢利(亏损)	(7,439)	1,032	存货	3,471,868	3,852,735
融资成本	-	(32,489)	预付租赁款项	14,499	14,499
税前亏损	(7,439)	(31,457)	应收账款	145,445	886,779
所得税	-	11,951	金融资产	58,033	60,926
期内亏损	(7,439)	(19,506)	三个月以上定期存款	26,000	-
以下人士应占：			受限制存款	16,423	24,856
本公司权益股东	(7,439)	(18,024)	现金及现金等价物	806,023	524,462
非控股权益	-	(1,482)	流动负债	3,207,752	3,404,189
期内亏损	(7,439)	(19,506)	银行及金融机构借款	750,508	1,055,800
每股亏损			应付债券	871,303	891,323
基本(人民币分)	(1.77)	(4.30)	应付账款	1,408,569	1,020,976
			合约负债	-	247,318
			应付税项	177,372	188,772
			流动资产净值	1,330,539	1,960,068
			总资产减流动负债	2,538,277	3,142,653
净杠杆	2017年	2018年	非流动负债	1,139,613	1,770,761
人民币千元	12月31日	6月30日	银行贷款	30,000	799,590
总负债	2,639,741	3,628,258	关联方贷款	987,930	881,545
现金	848,446	549,318	递延税项负债	121,683	89,626
净负债	1,791,295	3,078,940	净资产	1,398,664	1,371,892
净资产	1,398,664	1,371,892	总权益	1,398,664	1,371,892
净杠杆(%)	128%	224%	股东应占权益总额	1,316,077	1,290,787
			股本	33,184	33,184
			储备	1,282,893	1,257,603
			非控股权益	82,587	81,105

资料来源：公司资料、安信国际

## 客戶服務熱線

香港：2213 1888

國內：40086 95517

## 免責聲明

此報告只提供給閣下作參考用途，並非作為或被視為出售或購買或認購證券的邀請或向任何特定人士作出邀請。此報告內所提到的證券可能在某些地區不能出售。此報告所載的資料由安信國際證券(香港)有限公司(安信國際)編寫。此報告所載資料的來源皆被安信國際認為可靠。此報告所載的見解，分析，預測，推斷和期望都是以這些可靠數據為基礎，只是代表觀點的表達。安信國際，其母公司和/或附屬公司或任何個人不能擔保其準確性或完整性。此報告所載的資料、意見及推測反映安信國際於最初發此報告日期當日的判斷，可隨時更改而毋須另行通知。安信國際，其母公司或任何其附屬公司不會對因使用此報告內之材料而引致任何人士的直接或間接或相關之損失負上任何責任。

此報告內所提到的任何投資都可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也可能不適合所有的投資者。此報告中所提到的投資價值或從中獲得的收入可能會受匯率影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此報告沒有把任何投資者的投資目標，財務狀況或特殊需求考慮進去。投資者不應僅依靠此報告，而應按照自己的判斷作出投資決定。投資者依據此報告的建議而作出任何投資行動前，應諮詢專業意見。

安信國際及其高級職員、董事、員工，可能不時地，在相關的法律、規則或規定的許可下 (1)持有或買賣此報告中所提到的公司的證券，(2)進行與此報告內容相異的倉盤買賣，(3)與此報告所提到的任何公司存在顧問，投資銀行，或其他金融服務業務關係，(4)又或可能已經向此報告所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。投資銀行或資產管理可能作出與此報告相反投資決定或持有與此報告不同或相反意見。此報告的意見亦可能與銷售人員、交易員或其他集團成員專業人員的意見不同或相反。安信國際，其母公司和/或附屬公司的一位或多位董事，高級職員和/或員工可能是此報告提到的證券發行人的董事或高級人員。(5)可能涉及此報告所提到的公司的證券進行自營或莊家活動。

此報告對於收件人來說是完全機密的文件。此報告的全部或任何部分均嚴禁以任何方式再分發予任何人士，尤其(但不限於)此報告及其任何副本均不可被帶往或傳送至日本、加拿大或美國，或直接或間接分發至美國或任何美國人士(根據1933年美國證券法S規則的解釋)，安信國際也沒有任何意圖派發此報告給那些居住在法律或政策不允許派發或發布此報告的地方的人。

收件人應注意安信國際可能會與本報告所提及的股票發行人進行業務往來或不時自行及/或代表其客戶持有該等股票的權益。因此，投資者應注意安信國際可能存在影響本報告客觀性的利益衝突，而安信國際將不會因此而負上任何責任。

此報告受到版權和資料全面保護。除非獲得安信國際的授權，任何人不得以任何目的複製，派發或出版此報告。安信國際保留一切權利。

## 規範性披露

- 本研究報告的分析員或其有聯繫者(參照證監會持牌人守則中的定義)並未擔任此報告提到的上市公司的董事或高級職員。
- 本研究報告的分析員或其有聯繫者(參照證監會持牌人守則中的定義)並未擁有此報告提到的上市公司有關的任何財務權益。
- 安信國際擁有此報告提到的上市公司的財務權益少於1%或完全不擁有該上市公司的財務權益。

## 公司評級體系

收益評級：

- 買入 — 預期未來6個月的投資收益率為15%以上；
- 增持 — 預期未來6個月的投資收益率為5%至15%；
- 中性 — 預期未來6個月的投資收益率為-5%至5%；
- 減持 — 預期未來6個月的投資收益率為-5%至-15%；
- 賣出 — 預期未來6個月的投資收益率為-15%以下。

## 安信國際證券(香港)有限公司

地址：香港中環交易廣場第一座三十九樓

電話：+852-2213 1000

傳真：+852-2213 1010