

新力控股 (2103 HK)

崛起中的地产新秀

- **来自江西的后起之秀。**新力控股是国内一家大型综合物业开发商，专注于住宅及商业物业的开发。公司总部位于上海，于2010年在江西南昌开始第一个项目。经过近10年的营运，新力已在江西省住宅物业开发企业中确立了领先地位，并将业务拓展至长江三角洲地区、粤港澳大湾区及中华西核心城市及其他高增长潜力地区。
- **发力南昌和惠州市场。**截至2019年7月31日，新力权益土储约1,500万平方米，并且在江西市场处于领先地位。根据C&W数据，公司2018年住宅物业的合约销售额在当地领跑同业，若以住宅物业销售面积计算，公司在南昌和赣州的地产开发商中排名第一。此外，公司在惠州拥有较多项目储备。截至2019年7月31日，公司在江西和大湾区的土储分别为740万和350万平方米，占公司总土储50%和23%。具体而言，南昌和惠州是新力两个最重要市场，占公司总土储40%和20%。
- **预计2018年至2021年间的净利润复合年增长率达106%。**2016-18年股东应占净利润分别为6,200万、9,500万和4.14亿元人民币，净利润率2.8%、1.8%和4.9%。我们预测公司未来三年将维持良好的项目交付节奏，预计2019-21年股东应占净利润分别为14.68亿、27.39亿和36.18亿元人民币，三年的复合年增长率达到106.0%。
- **首次覆盖，给予「买入」评级。**我们利用资产净值折让推算公司估值，估计至20财年末新力每股资产净值为8.69元人民币。基于50%折让以及0.90元人民币=1.00港元的假设，我们把目标价定于4.83港元，首次覆盖给予买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	5,241	8,416	22,444	40,681	55,001
同比增长(%)	135.8	60.6	166.7	81.3	35.2
净利润(百万人民币)	95	414	1,468	2,739	3,618
EPS(人民币)	n.a.	n.a.	0.41	0.77	1.01
EPS变动(%)	n.a.	n.a.	n.a.	86.5	32.1
市盈率(x)	n.a.	n.a.	8.8	4.7	3.6
市帐率(x)	n.a.	n.a.	1.8	1.4	1.1
股息率(%)	n.a.	n.a.	3.4	6.3	8.4
权益收益率(%)	2.4	9.7	20.7	30.4	31.4
净财务杠杆率(%)	269.7	237.9	119.5	103.5	87.9

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$4.83
潜在升幅	+20.8%
当前股价	HK\$4.00

中国房地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	14,281
3月平均流通量(百万港元)	15.7
52周内股价高/低(港元)	4.13/3.81
总股本(百万)	3,570

资料来源：彭博

股东结构

张园林	83.19%
自由流通	16.81%

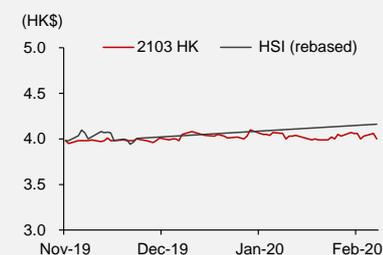
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.5%	2.9%
3-月	n.a	n.a
6-月	n.a	n.a
12-月	n.a	n.a

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：Ernst & Young

财务报表

利润表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	5,241	8,416	22,444	40,681	55,001
物业销售	5,230	8,389	22,404	40,629	54,939
其他	11	26	40	51	62
销售成本	(3,474)	(5,273)	(15,245)	(28,453)	(39,571)
毛利	1,767	3,143	7,199	12,227	15,429
其他收入	34	112	86	129	160
销售费用	(458)	(658)	(1,571)	(2,644)	(3,410)
行政费用	(225)	(430)	(1,010)	(1,627)	(1,925)
	(47)	(46)	(55)	(67)	(80)
息税前收益	1,070	2,121	4,648	8,019	10,175
应占联营和合营公司收益	3	39	47	57	68
财务费用	(317)	(426)	(645)	(906)	(1,152)
特殊收入	86	129	7	-	-
税前利润	842	1,863	4,057	7,169	9,091
所得税	(564)	(1,309)	(2,222)	(3,257)	(3,923)
年度利润	278	555	1,835	3,913	5,168
非控股股东权益	(183)	(141)	(367)	(1,174)	(1,550)
归属母公司股东净利润	95	414	1,468	2,739	3,618

资产负债表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流动资产	40,320	67,887	93,334	108,620	123,627
物业存货	30,152	47,655	55,420	61,979	67,423
营收关联方款项	4,515	5,112	7,344	7,344	7,344
现金及现金等价物	2,877	7,084	20,496	29,040	38,461
其他	2,776	8,037	10,073	10,256	10,399
非流动资产	8,480	9,720	13,713	17,929	23,156
非流动资产	109	114	124	134	144
投资物业	894	1,153	1,330	1,480	1,630
联营及合营公司投资	3,574	4,574	8,185	12,242	17,310
其他	3,904	3,879	4,074	4,073	4,072
总资产	48,801	77,608	107,047	126,549	146,784
流动负债	36,628	59,549	77,814	89,143	99,311
应收账款	2,465	3,142	7,622	14,227	19,786
合同负债	20,064	40,196	47,107	46,484	45,848
应付关联方款项	2,295	1,400	2,963	2,963	2,963
短期借款	9,249	9,225	13,905	19,252	24,498
其他	2,555	5,586	6,217	6,217	6,217
非流动负债	7,578	12,998	20,960	26,041	32,026
长期借款	7,427	12,878	20,696	25,778	31,762
其他	152	120	264	264	264
总负债	44,206	72,547	98,774	115,185	131,337
归属母公司股东权益	3,924	4,244	7,089	9,007	11,539
非控股权益	671	817	1,184	2,358	3,908
总净资产	4,595	5,060	8,273	11,364	15,447

现金流量表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税后利润	842	1,863	4,057	7,169	9,091
折旧、摊销	9	20	21	21	21
营运资金变动	(5,895)	1,673	2,104	(760)	(665)
其他	(1,504)	(1,831)	(2,297)	(3,314)	(3,991)
经营活动所得现金净额	(6,548)	1,725	3,886	3,117	4,456
购置固定资产及投资	(84)	(220)	(180)	(180)	(180)
联营及合营公司	(3,688)	(961)	(3,500)	(4,000)	(5,000)
其他	(740)	(139)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(4,511)	(1,320)	(3,680)	(4,180)	(5,180)
注资	3,000	4	1,818	-	-
净银行借贷	11,981	3,821	11,829	10,429	11,230
其他	(1,793)	-	(440)	(822)	(1,085)
融资活动所得现金净额	13,188	3,825	13,207	9,607	10,145
现金增加净额	2,129	4,230	13,413	8,544	9,421
年初货币资金及等价物	700	2,877	7,084	20,496	29,040
汇兑	48	(24)	-	-	-
年末货币资金	2,877	7,084	20,496	29,040	38,461

主要比率

年结: 12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
物业销售	99.8	99.7	99.8	99.9	99.9
其他	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率(%)					
毛利率	33.7	37.3	32.1	30.1	28.1
息税前利润率	20.4	25.2	20.7	19.7	18.5
净利润率	1.8	4.9	6.5	6.7	6.6
有效税率	67.0	70.2	54.8	45.4	43.2
增长(%)					
收入	135.8	60.6	166.7	81.3	35.2
毛利	221.5	77.9	129.1	69.8	26.2
息税前利润	332.1	98.1	119.2	72.5	26.9
净利润	52.2	335.2	255.1	86.5	32.1
资产负债比率					
流动比率(x)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	0	0	4	4	4
平均应付帐款周转天数	259	218	183	183	183
平均存货周转天数	3,168	3,299	1,327	795	622
净负债/总权益(%)	269.7	237.9	119.5	103.5	87.9
回报率(%)					
资本回报率	2.4	9.7	20.7	30.4	31.4
资产回报率	0.6	0.7	1.7	3.1	3.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	n.a.	n.a.	0.41	0.77	1.01
每股股息(人民币)	n.a.	n.a.	0.12	0.23	0.30
每股账面值(人民币)	n.a.	n.a.	2.0	2.5	3.2

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其他关联机构曾在过去12个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D) 在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。