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

嘉里建设 (683)

评级：买入 (维持) / 目标价：$35.70 (下调)

项目明年陆续推出

嘉里建设于下半年继续推售部分项目如香港的满名山和皓畋的剩余单位，集团亦公布其龙驹道低密度豪宅项目一期已获得入伙纸，将于明年以现楼发售。集团的中国物业业务增长潜力丰厚 纯投资物业项目于 2020 年至 2021 年能新增约 309 万平方呎的面积，为现时中国投资物业组合面积的 40%，而综合发展项目的总面积约为 742 万平方呎，有利集团未来租金和销售收入增长。

利好因素

发展业务尚能提供额外增长动力。嘉里建设本年继续推出香港大型项目皓畋货尾单位，截至 9 月中，集团于本年售出超过 260 个皓畋单位，套现约 56 亿港元。根据资历显示，集团尚余下约 100 个 单位，将于明年销售，连同满名山余下约 100 个单位，我们估计该批单位大约能为集团提供约 40 亿港元的销售收入。此外，于 7 月，集团已为其九龙毕架山龙驹道低密度豪宅项目一期取得入伙纸，一期面积约 11.6 万平方呎，将于明年以现楼销售方式出售，二期项目将于 2020 年完工，面积约 34.3 万平方呎，为集团香港业务提供可观的可售资源。集团于宁波的合资项目泊璟廷二期将于 2018 年第四季完工，应占面积达 31 万平方呎，437 个单位已获全数预售，此外，位于杭州的云荷廷三期项目应占面积 116 万平方呎，97%的单位已获预售，预料将于 2019 年完工，有利集团未来业绩增长。

投资物业具有庞大增长空间。集团投资物业组合庞大，香港和中国组合的应占面积分别为 286 万平方呎和 761 万平方呎。集团未来数年有多个大型项目陆续完工，包括沈阳嘉里中心和深圳前海嘉里中心等，若以用作纯投资物业用途的项目计算，集团中国投资物业将增加应占面积约 309 万平方呎，为现时中国组合应占面积的 41%，将于 2020 年和 2021 年间交付，倘若全数租出，我们预计它们将提供每年额外约 15 亿港元的收入。此外，集团亦有数个包含销售和出租的综合发展项目，总应占面积达 742 万平方尺，将从 2018 年下半年至 2023 年分阶段完工。集团租金收入回报吸引，以成本计算，集团于 2016 年投运的杭州嘉里中心的租金回报率为 9%，而过去于 1998 年至 2013 年投运的北京，上海和深圳项目的租金回报率介乎于 17%至 23%，为十分可观水平。

财务结构十分稳健。截至 2018 年中期，集团总负债达 324.5 亿港元，净负债比率为 18.9%，属于低水平。集团于 2016 年净负债比率曾高达 34.9%，于后来积极减少负债，加上销售回款，导致净负债比率维持于低水平。除了集团于 9 月以 64 亿人民币现金收购武汉一块土地，集团于土地市场仍较为不活跃，因此我们相信净负债比率仅会轻微回升至约低 20%水平，仍为十分低的水平。

我们下调目标价至 35.70 港元。我们的估值是基于资产净值模型，鉴于集团于中国有大型的投资物业和销售业务，受人民币汇价影响和土地市场回归理性，我们下调其租金回报和收入预测，受此等因素影响，我们调整资产净值预测至 71.4 港元，目标价从 37.40 港元下调至 35.70 港元，维持折让 50%和「买入」评级。

分析师

黄恩赐
(852) 3983 0882
johnwong @china-invs.hk

主要数据

评级	买入 (维持)
目标价	35.70 (下调)
当前股价	26.65
总股本 (百万股)	1,455
总市值 (百万港元)	38,766
3 个月平均成交 (百万港元)	84
52 周股价波幅	23.85 – 44.50
主要股东	Kerry Group Ltd (58%)

公司业务

从事房地产发展、物业投资等业务

财务数据

(百万港元)	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
收入	35,548	25,387	25,499	26,875
毛利	9,745	7,668	8,076	8,954
经营利润	13,625	7,025	7,827	8,763
报告利润	9,241	4,555	5,096	5,730
调整后核心利润	7,866	4,555	5,096	5,730
每股利润 (分)	640	313	350	394
市盈率 (倍)	5.37	8.10	7.24	6.44
市账率 (倍)	0.63	0.39	0.38	0.37
股息率 (%)	3.64	4.25	4.75	5.35
股本回报率 (%)	9.79	4.68	5.06	5.49
总债务与权益 (%)	35.30	35.81	36.23	36.55

股价表现

集团未来数年项目完工时间表

香港物业销售项目	落成日期	城市	权益	权益建筑面积 (平方呎)
笔架山龙翔道 NKIL6532地块	已落成	香港	100%	116,376
何文田界限街/喇沙利道项目	2020年上半年	香港	100%	45,180
笔架山龙翔道 NKIL6533地块	2020年下半年	香港	100%	342,769
黄竹坑站第二期发展项目	2023年上半年	香港	50%	246,496
				750,821

香港投资物业项目	落成日期	城市	权益	权益建筑面积 (平方呎)
西营盘兴汉道5-8号项目	2019年上半年	香港	100%	67,560

中国综合发展项目	落成日期	城市	权益	权益建筑面积 (平方呎)
沈阳嘉里中心 II / III	2018年下半年起	沈阳	60%	5,309,788
南昌综合发展项目	2021年	南昌	80%	414,862
郑州综合发展项目	2022年起	郑州	55%	1,156,771
天津嘉里中心 II	2023年	天津	49%	535,769
				7,417,190

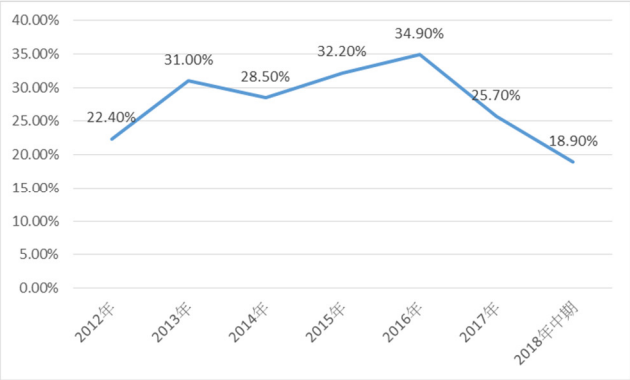
投资物业项目	落成日期	城市	权益	权益建筑面积 (平方呎)
深圳前海嘉里中心	2020年	深圳	100%	2,173,844
莆田酒店发展项目	2020年	莆田	60%	220,509
昆明综合发展项目	2021年	昆明	55%	371,517
深圳前海综合发展项目	2021年	深圳	25.0%	322,830
				3,088,700

物业销售项目	落成日期	城市	权益	权益建筑面积 (平方呎)
泊璟廷 II	2018年下半年	宁波	50%	308,351
杭州云荷廷 III	2019年	杭州	100%	1,174,154
				1,482,505

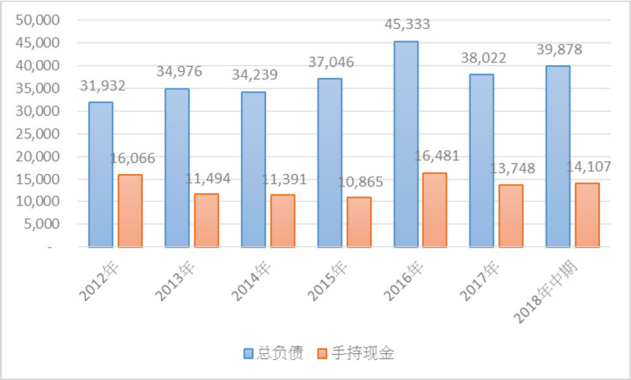
总面积	12,806,776

来源: 嘉里建设、中投证券(香港)

集团历年净负债比率



总负债和手持现金（百万港元）



来源: 嘉里建设、中投证券(香港)

财务数据

综合收益表 (百万港元)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
收益	12,991	35,548	25,387	25,499	26,875
销售成本	(7,135)	(25,803)	(17,719)	(17,423)	(17,921)
毛利	5,856	9,745	7,668	8,076	8,954
其他收入	1,116	884	448	650	720
物业重估收益	3,244	1,934	0	0	0
联营和合营企业应占盈利	1,801	2,060	307	506	569
经营开支	(1,276)	(998)	(1,398)	(1,405)	(1,480)
经营溢利	10,741	13,625	7,025	7,827	8,763
财务成本	(411)	(628)	(459)	(480)	(502)
除税前溢利	10,330	12,997	6,566	7,347	8,261
所得税	(2,595)	(2,787)	(1,342)	(1,502)	(1,689)
除税后溢利	7,735	10,210	5,224	5,845	6,572
非控股权益	(1,198)	(969)	(669)	(749)	(842)
年内溢利	6,537	9,241	4,555	5,096	5,730
调整	(2,053)	(1,375)	0	0	0
调整后核心利润	4,484	7,866	4,555	5,096	5,730

现金流量表 (百万港元)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
除税前溢利	10,330	12,997	6,566	7,347	8,261
折旧	555	468	569	579	589
财务成本	411	628	459	480	502
利息收入	(301)	(540)	(367)	(570)	(640)
物业重估收益	(3,244)	(1,934)	0	0	0
联营和合营企业应占盈利	(1,801)	(2,060)	(307)	(506)	(569)
股息收入	(105)	(78)	(80)	(80)	(80)
其他	(799)	(17)	0	0	0
发展中物业及物业存货减少/(增加)	(10,388)	9,594	4,582	(109)	(4,491)
应付贸易账款增加/(减少)	10,060	(4,508)	11,545	(316)	4,747
财务成本	(1,226)	(1,409)	(459)	(480)	(502)
已付所得税	(1,329)	(2,057)	(1,758)	(1,342)	(1,502)
经营获得所得现金流量净额	2,163	11,084	20,750	5,003	6,315
利息收入	313	514	367	570	640
购入物业、厂房及设备和投资物业	(1,681)	(98)	(1,699)	(1,739)	(1,780)
向合营企业及联营公司注资	2,095	(2,462)	0	0	0
股息收入	105	78	80	80	80
其他	(4,225)	(2,491)	0	0	0
投资活动所用现金流量净额	(3,393)	(4,459)	(1,252)	(1,089)	(1,060)
发行新股	0	90	0	0	0
银行和其他贷款增加/(减少)	12,062	(3,223)	1,857	1,953	2,055
定息债券增加/(减少)	(3,258)	(4,654)	0	0	0
派发股息	(1,299)	(1,804)	(1,567)	(1,754)	(1,972)
其他	(276)	(1,456)	(16,000)	(2,000)	(3,000)
融资活动所用现金流量净额	7,229	(11,047)	(15,710)	(1,801)	(2,917)
现金及现金等价物增加/(减少)净额	5,999	(4,422)	3,788	2,113	2,338
年初现金及现金等价物	10,498	16,014	12,651	16,439	18,553
汇率变动/和三个月后到期存款	(222)	1,560	500	501	501
年末现金及现金等价物	16,275	13,152	16,939	19,053	21,392

资产负债表 (百万港元)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
投资物业	56,950	64,341	65,859	67,414	69,006
物业、厂房和设备	5,758	6,109	5,781	5,445	5,102
土地使用权	1,893	2,114	2,054	1,995	1,938
其他	48,124	55,328	55,635	56,141	56,711
非流动资产总值	112,725	127,892	129,329	130,995	132,757
存货、发展中和待售物业	38,772	23,722	23,426	23,923	28,002
应收贸易账款	2,492	7,596	3,310	2,921	3,334
现金及现金等价物	16,275	13,152	16,939	19,053	21,392
其他	2,382	943	16,607	18,607	21,607
流动资产总值	59,921	45,413	60,282	64,504	74,335
应付贸易账款	6,659	7,631	17,037	17,498	21,366
借款	8,508	8,903	6,494	6,832	7,187
其他	15,767	10,227	11,615	10,998	12,064
流动负债总额	30,934	26,761	35,146	35,328	40,617
借款	36,825	29,119	33,384	35,000	36,699
其他	9,669	9,714	9,713	9,710	9,715
非流动负债总额	46,494	38,833	43,097	44,710	46,414
资产净值	95,218	107,711	111,368	115,461	120,061
股本和股份溢价	13,852	13,962	13,962	13,962	13,962
储备	68,892	80,387	83,374	86,718	90,476
公司拥有人应占权益	82,744	94,349	97,336	100,680	104,438
非控股权益和永久资本工具	12,474	13,362	14,032	14,781	15,623
总权益	95,218	107,711	111,368	115,461	120,061

比率分析	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
同比增长					
收入	25.0%	173.6%	-28.6%	0.4%	5.4%
毛利	49.7%	66.4%	-21.3%	5.3%	10.9%
净利	18.2%	41.4%	-50.7%	11.9%	12.4%
盈利能力					
毛利率	45.1%	27.4%	30.2%	31.7%	33.3%
净利率	50.3%	26.0%	17.9%	20.0%	21.3%
资本回报率	4.7%	6.3%	3.0%	3.2%	3.5%
净资产收益率	6.9%	8.6%	4.1%	4.4%	4.8%
流动性和偿付能力					
流动比率	1.9	1.7	1.7	1.8	1.8
速冻比率	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1
现金比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
总债务与权益	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
营运资金管理					
应收账款天数	70.0	78.0	47.6	41.8	45.3
应付账款天数	340.6	107.9	351.0	366.6	435.2
存货周转天数	1983.4	335.6	482.6	501.2	570.3
杜邦分析					
净利率	50.3%	26.0%	17.9%	20.0%	21.3%
资产周转率	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
杠杆比率	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7

来源: 嘉里建设、中投证券(香港)

免责声明

公司评级定义：
买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 10%以上
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)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。
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。