

### 景瑞控股(1862.HK)反向路演纪要

我们于近日参加了景瑞控股在上海及杭州举办的反向路演，以下为纪要：

#### 重回一二线，地产开发业务已走出低谷

公司的毛利率于17年全年及18年上半年达到16.1%与27.2%，较15年的3%有明显改善，主要得益于房价上涨及销售中一二线城市贡献增加（图1）。截止18年中，公司有524.6百万平方米的建面土储，其中94%位于核心一二线城市（图2），公司自14年起积极的在三四线去库存，并且坚决执行回归一二线的战略。我们认同公司的这一战略调整，我们此次调研了公司位于上海的尚滨江、杭州法兰公园及阳明谷项目，对公司设计、营销高端及别墅项目的能力印象深刻（图3、4），我们认为这意味着公司在一二线更具竞争优势，同时由于建安成本高，在三四线不具备成本优势。我们对公司地产开发业务的未来发展持乐观态度：1) 销售态势持续恢复，18年前11月公司合约销售同比增43.5%达216.1亿元，平均售价同比增27%达22,370元/平；2) 开拓新市场节奏积极，公司17年收购武汉大洲村近60万方的旧改地块，楼面价8000/平，首批货源年底即将面世。另外，我们认为地产业务的改善将有助公司降低净负债率（图6）。

#### 前瞻性布局一线城市存量物业租赁市场，潜力较大

据管理层介绍，公司目前重点在一线城市发展长租公寓及办公业务，主要的模式是低价收购核心地段的二手住宅及商办物业，改造后出租获得较好回报，同时多元化融资渠道（基金、资本化产品等）降低自有资金占用。自2017年，公司已在北京、上海收购了10万平的物业，预计在2019年中前全部开业（图5）。我们对公司的这一策略较乐观，因为1) 国家政策支持这一业务的发展。住建部等八部门于2017年7月联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，鼓励积极盘活存量房屋用于租赁。之后多个城市包括上海发文支持将商办房屋改建为租赁住房。北京目前虽未全面放开商改租，但已在积极讨论。2) 公司已通过成熟项目初步证明其运营能力，比如三全公寓已成功通过发行CMBS完成资本化，北京NAGA上院已整体租赁给Wework。由于公司的投资物业组合规模不大，并且考虑公司已做了充足的前期准备，我们预计公司很大概率可以将其成功运营经验复制至其他待开业物业，从而吸引更多的资本支持，以加快公司租赁业务的扩张。长期看，集约使用土地、活化一线城市存量物业是大势所趋，政府有机会释放更多政策利好，我们建议投资人关注公司这一业务的发展。

#### 估值较低，建议投资者关注

公司目前的股价对应3.53倍17年市盈率，0.76倍的17年市净率以及11.4%的17年股息率。上海大都市圈概念升温及租赁住房利好政策出台将成为股价催化剂。建议投资者关注。

**风险提示：**（一）中国宏观经济进一步下行、（二）房地产调控加码、（三）人民币汇率波动。

#### 主要财务数据

年结:12月31日 (百万人民币)	2013年 (实际)	2014年 (实际)	2015年 (实际)	2016年 (实际)	2017年 (实际)
总收入	3,939	5,273	5,759	15,051	15,668
增长率:	-3.0%	33.9%	9.2%	161.3%	4.1%
毛利	868	964	173	610	2,518
增长率:	-3.4%	11.1%	-82.0%	252.4%	312.6%
股东应占净利润	476	274	-353	106	806
增长率:	75.3%	-42.5%	不适用	不适用	658.0%
毛利率:	22.0%	18.3%	3.0%	4.1%	16.1%
股东应占净利润率:	12.1%	5.2%	-6.1%	0.7%	5.1%
每股盈利(人民币)	0.48	0.22	-0.27	0.08	0.62
每股股息(人民币)	0.07	0.06	0.00	0.00	0.25
每股净资产(人民币)	2.47	2.86	2.62	2.56	2.89

来源：公司资料、中泰国际研究部

### 评级:无评级

#### 公司基本资料 (更新至2018年12月4日)

最新价	2.50 (港元)
市值	3,513.99 (百万港元)
流通股比例	32.87 (%)
已发行总股本	1,405.59 (百万股)
52周价较高目前格区间	1.81-5.10 (港元)
3个月平均每日成交	5.47 (百万港元)
主要股东	闫浩 占37.82%
	陈新戈 占29.21%

资料来源：彭博

#### 价格及成交量走势



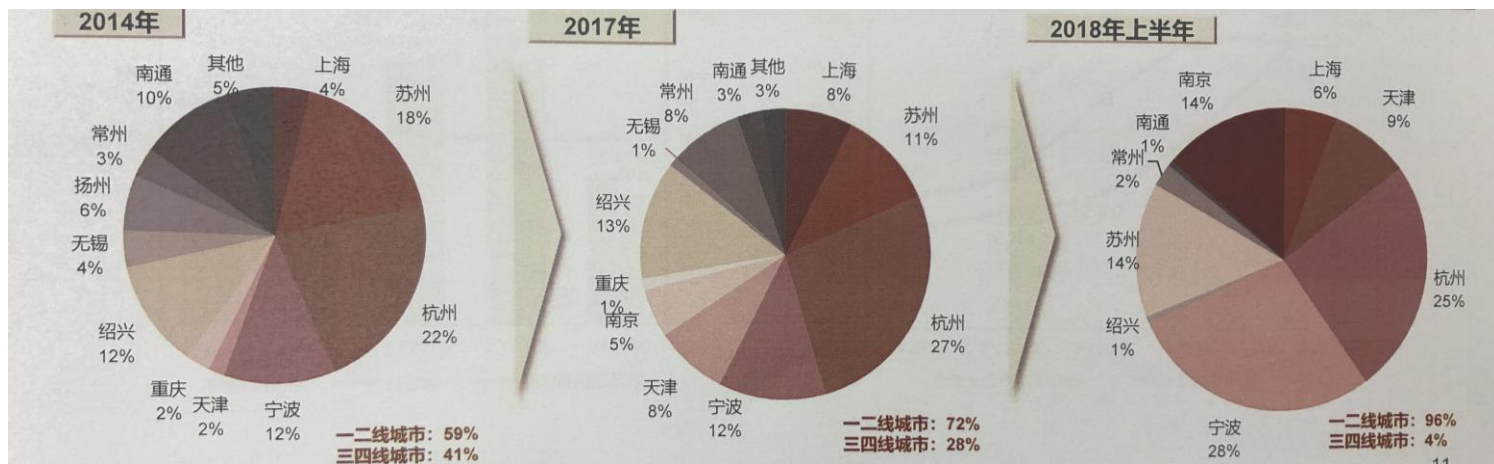
资料来源：彭博

#### 分析师

刘洁琦 (LIU Jieqi)

[Jieqi.liu@ztsc.com.hk](mailto:Jieqi.liu@ztsc.com.hk)

图表 1. 景瑞控股合约销售城市贡献



图表 2. 景瑞控股土地储备

(平方米)	2013年12月31日				2018年6月30日			
	总建筑面积	占比	权益建筑面积	占比	总建筑面积	占比	权益建筑面积	占比
总计	5,014,496	100%	4,517,061	100%	5,246,876	100%	2,829,251	100%
一线城市 (上海 北京)	269,417	5%	214,882	5%	203,893	4%	197,182	7%
二线城市 (宁波 杭州 天津 苏州 武汉重庆)	2,218,110	44%	2,041,211	45%	4,726,062	90%	2,315,148	82%
三四线城市 (常州 台州 舟山 绍兴 南通 湖州 扬州 无锡 泰州)	2,526,969	50%	2,260,968	50%	316,921	6%	316,921	11%

资料来源：公司资料 · 中泰国际

图表 3. 景瑞控股 项目实景 - 上海 尚滨江



图表 4. 景瑞控股 项目实景 - 杭州 阳明谷



资料来源：中泰国际

图表 5. 景瑞控股 - 长租公寓及办公项目列表

项目名称	城市	总建筑面积 (平方米)	收购时项目性质	收购楼面价(元/平方米)	定位产品类型	预计开业时间
三全公寓	北京	24,300	住宅	52,675	公寓	已开业
新华文化大厦	北京	4,262	商业	53,610	公寓	2019-07-07
北京金台里甲25号	北京	2,209	商业	48,742	公寓	2019-06-11
程远大厦	北京	9,699	综合	27,735	公寓	已开业
西藏南路中山大楼	上海	3,013	综合	26,884	公寓	2018-12-30
中山北路项目	上海	3,207	综合	25,321	公寓	2019-03-01
上海银桥项目	上海	8,883	商业	14,164	公寓	2019-03-15
申信项目	上海	3,361	商办	30,348	公寓	已开业
易里项目	上海	9,916	住宅	43,127	公寓	2019-02-14
苏州广运姑苏大楼	苏州	12,081	商服	12,995	公寓	2019-01-30
NAGA上院	北京	5,768	办公	48,541	办公	已整体出租给we work, 待开业
中关村项目	北京	5,369	办公	56,246	办公	已整体出租给办伴, 已开业
张江科苑项目	上海	10,061	综合	32,051	办公	已开业

资料来源：公司资料·中泰国际研究部

图表 6. 景瑞控股 - 历史净负债率

(人民币 百万)	2012 12月31日	2013 6月30日	2013 12月31日	2014 6月30日	2014 12月31日	2015 6月30日	2015 12月31日	2016 6月30日	2016 12月31日	2017 6月30日	2017 12月31日	2018 6月30日
<b>总有息负债 (1)</b>	<b>3,982</b>	<b>4,665</b>	<b>7,182</b>	<b>9,388</b>	<b>9,619</b>	<b>9,607</b>	<b>10,336</b>	<b>13,480</b>	<b>13,221</b>	<b>15,384</b>	<b>14,115</b>	<b>17,581</b>
长期借款	1,972	2,880	4,071	4,323	4,560	3,789	4,523	7,832	9,261	10,879	9,310	9,750
短期借款	2,011	1,785	3,112	5,066	5,058	5,818	5,813	5,648	3,960	4,505	4,805	7,831
<b>现金 (2)</b>	<b>1,376</b>	<b>1,544</b>	<b>3,368</b>	<b>3,113</b>	<b>4,381</b>	<b>3,723</b>	<b>3,683</b>	<b>4,351</b>	<b>10,725</b>	<b>7,381</b>	<b>9,513</b>	<b>4,757</b>
货币资金	674	981	2,444	1,827	2,358	1,131	1,603	3,200	9,447	5,742	8,265	2,540
受限制现金	702	562	923	1,287	2,023	2,592	2,080	1,151	1,277	1,638	1,248	2,217
<b>股东权益合计 (3)</b>	<b>2,102</b>	<b>1,860</b>	<b>3,354</b>	<b>3,118</b>	<b>4,759</b>	<b>4,424</b>	<b>4,827</b>	<b>4,663</b>	<b>4,558</b>	<b>3,678</b>	<b>6,133</b>	<b>6,139</b>
股东权益	1,847	1,653	3,102	2,891	3,690	3,426	3,381	3,127	3,304	2,715	3,732	3,649
少数股东权益	255	207	253	227	518	511	934	1,006	716	964	2,401	2,490
永久资本工具	0	0	0	0	551	487	512	530	538	0	0	0
<b>净负债率 ((1) - (2)) / (3)</b>	<b>124%</b>	<b>168%</b>	<b>114%</b>	<b>201%</b>	<b>110%</b>	<b>133%</b>	<b>138%</b>	<b>196%</b>	<b>55%</b>	<b>218%</b>	<b>75%</b>	<b>209%</b>

资料来源：公司资料·中泰国际研究部

# 公司及行业评级定义

## 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~ 5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

## 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数



## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。