

# 五矿地产(230 HK)

## 公司研究报告

### 稳步增长的高息股

#### 投资要点

- ◆ **物业销售量齐升** - 五矿地产 2019 年上半年的物业签约销售额同比增长 46.3%，销售均价同比上升 17.2%。由于大部分项目将集中在下半年开盘销售，因此我们相信集团能完成今年 100 亿元的签约销售目标，即较去年实际的签约销售金额有 46.7% 的同比增幅。
- ◆ **往绩良好，盈利前景正面** - 自 2015 年起，五矿地产的每股净利润、每股核心净利润及核心股本回报率均持续录得增长。截至去年末，集团仍有约 84 亿港元尚未入账的签约销售额，预料大部份将于今年确认为收入 (2018 年物业销售收入为 99 亿港元)，加上今年上半年集团的签约销售额同比增长理想，相信将带动未来盈利及核心股本回报率的表现。
- ◆ **股息率吸引** - 自 2015 年起，集团持续增加每股派息，派息比率亦逐步提升。集团目前的股息率达 6.8%，优于绝大部分在香港上市的房产信托基金及主要公用股。我们预计集团未来 3 年的每股派息将以 9% 的复合年增长率稳步提升。
- ◆ **负债较高，但风险可控** - 若将永久资本工具归类至债务，五矿地产于 2018 年末的净负债比率达 138%，属偏高水平。但由于集团有央企背景及得到母公司的支持，其融资成本仅约 5%，料整体债务风险仍处于可控范围之内。
- ◆ **估值偏低，建议买入** - 五矿地产的市净率为 0.47 倍，较过去 3 年的平均水平低约 1 个标准差，亦低于市值相若同业的平均水平，反映集团现时的估值偏低。我们将五矿地产未来 12 个月的目标价定于 1.63 港元，较现价有 38% 的潜在上升空间。

### 财务数据与估值

会计年度 (12 月 31 日)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万港元)	11,936	10,931	12,559	13,271	15,076
同比增长(%)	+3.1	-8.4	+14.9	+5.7	+13.6
核心净利润(百万港元)	723	870	936	980	1,148
同比增长(%)	+71.9	+20.3	+7.5	+4.7	+17.2
每股核心净利润(港元)	0.216	0.260	0.280	0.293	0.343
同比增长(%)	+71.9	+20.3	+7.5	+4.7	+17.2
核心市盈率(倍)	5.5	4.5	4.2	4.0	3.4
市净率(倍)	0.47	0.47	0.44	0.41	0.38
股息率(%)	5.1	6.8	7.1	7.4	8.7

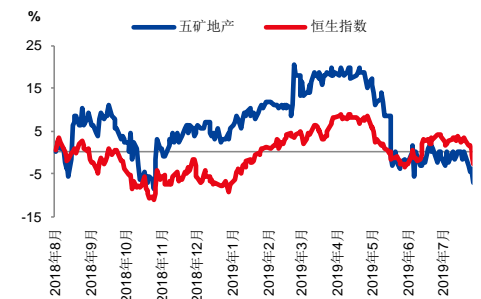
资料来源：华金研究(国际)、彭博

投资评级	买入
12 个月目标价	1.63 港元
股价 (2019 年 8 月 2 日)	1.18 港元
上升潜力	+38%

#### 交易数据

市值 (亿港元)	39.5
估计流通量(%)	38%
每日平均成交 (万港元)	107
12 个月价格区间 (港元)	1.11 - 1.55

#### 一年股价回报



资料来源：彭博、华金研究(国际)

升幅	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
绝对回报	-4.8%	-19.2%	-15.7%	-7.8%
相对恒指回报	+2.1%	-10.1%	-12.5%	-5.1%

分析师 - 蔡荣楷  
[kaiserchoi@hji.com.hk](mailto:kaiserchoi@hji.com.hk)  
 +852 3108-7762

## 物业销售价量齐升

**2019年上半年物业签约销售额同比增长46.3%** 五矿地产 2019年上半年录得物业签约销售额 41.1 亿元人民币(下同)，同比增长 46.3%；签约销售面积为 23.2 万平方米，同比增加 24.1%；销售均价约每平方米 1.77 万元，同比上升 17.2%，物业销售实现价量齐升。

**料全年销售额同比增长46.7%至100亿元**

集团 2019 年全年的签约销售目标为 100 亿元，上半年完成全年目标的 41.1%。从以下“物业项目签约销售明细”表中可见，销售额最高的 3 个项目分别为“南京五矿·澜悦栖原”、“南京五矿·澜悦方山”及“佛山五矿·崇文金城”，均是去年下半年才开盘销售的较新项目。根据集团的销售计划，2019 年销售的大部分项目将集中在下半年开盘销售，因此我们相信集团能完成今年 100 亿元的签约销售目标，即较去年实际的签约销售金额有 46.7%的同比增幅。

### 物业项目签约销售明细

项目名称	权益	签约销售额 (亿人民币)	销售面积 (平方米)	销售均价 (人民币)	签约销售额 (亿人民币)	销售面积 (平方米)	销售均价 (人民币)
		2019年上半年			2018年上半年		
北京如园	51%	0.2	5,222	3,436	9.7	12,809	75,628
营口五矿·铂海湾	100%	2.0	31,173	6,527	2.7	40,566	6,757
廊坊哈洛小镇	50%	0.1	868	13,759	-	-	-
南京五矿·九玺台	100%	-	-	-	0.2	931	22,448
南京五矿·崇文金城	100%	0.4	674	54,566	1.3	2,814	44,287
南京晏山居	100%	0.2	304	52,955	0.9	1,114	82,225
<b>南京五矿·澜悦栖原</b>	<b>100%</b>	<b>10.1</b>	<b>32,373</b>	<b>31,093</b>	-	-	-
<b>南京五矿·澜悦方山</b>	<b>100%</b>	<b>11.8</b>	<b>43,655</b>	<b>27,058</b>	-	-	-
长沙五矿·龙湾国际社区#	100%	0.1	351	36,443	1.4	5,208	26,260
长沙格兰小镇	100%	0.0	98	10,521	0.3	2,830	8,819
长沙五矿·沁园金城	100%	2.1	23,987	8,898	10.2	108,746	9,410
武汉五矿·澜悦云玺	100%	1.6	12,889	12,477	-	-	-
武汉万境水岸	100%	2.1	15,683	13,326	-	-	-
惠州五矿·哈施塔特	100%	4.1	46,677	8,865	1.5	11,556	12,633
<b>佛山五矿·崇文金城</b>	<b>100%</b>	<b>4.4</b>	<b>15,352</b>	<b>28,904</b>	-	-	-
广州万樾台	100%	1.8	2,538	71,475	-	-	-
		----	-----	-----	----	-----	-----
<b>合计</b>		<b>41.1</b>	<b>231,844</b>	<b>17,729</b>	<b>28.1</b>	<b>186,574</b>	<b>15,006</b>

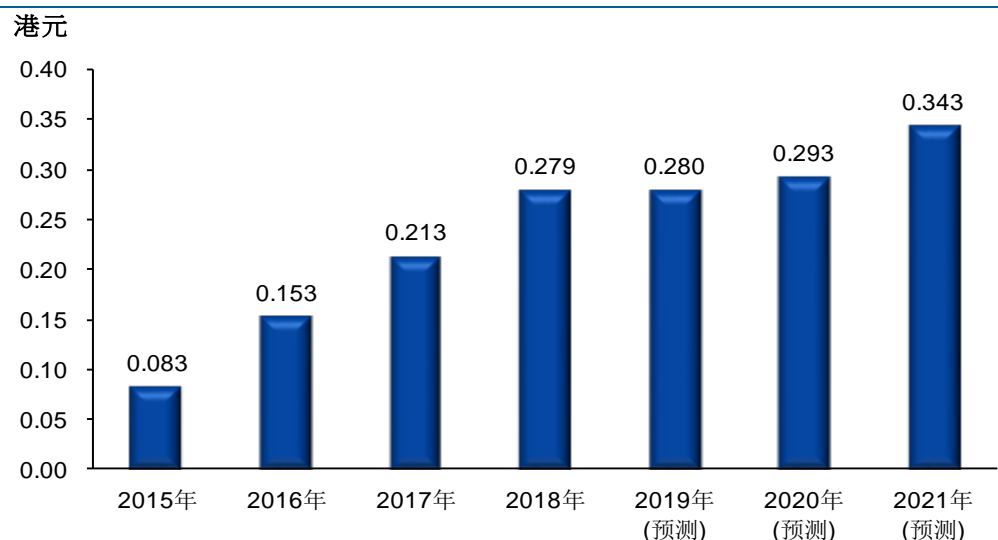
资料来源：五矿地产、华金研究(国际)

## 往绩良好，盈利前景正面

### 签约销售额的理想增长料将带动未来盈利表现

自2015年起，五矿地产的每股净利润和每股核心净利润（关于核心净利润的计算方法，请见下图备注）均持续录得增长。2018年集团的毛利率达35.6%，高于行业一般介乎20-30%的水平。由于过去几年土地市场竞争较大，我们预计集团未来的毛利率将难以维持在2018年的水平，料有较大机会回落至30%左右。不过截至去年末，集团仍有约84亿港元尚未入账的签约销售额，预料大部份将于今年确认为收入（2018年物业销售收入为99亿港元），加上今年上半年集团的签约销售额同比录得46%的理想增长，相信将持续带动未来每股核心净利润的表现。

### 每股净利润



资料来源：五矿地产年报、华金研究(国际)

### 预计2019-2021年每股核心净利润将以10%的复合年增长率上升

### 每股核心净利润

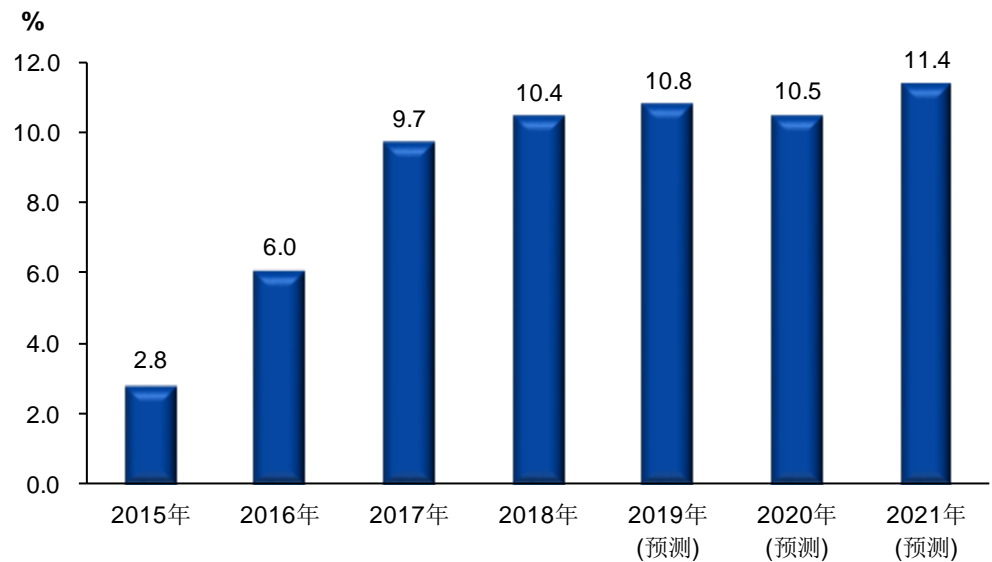


资料来源：五矿地产年报、华金研究(国际)

备注：核心净利润是将投资物业及财务负债的公允价值变动、减值拨备、预期信贷亏损及汇兑变动的影响从净利润中剔除

另一方面，自 2015 年起五矿地产的核心股本回报率亦见持续改善，由 2015 年只有 2.8% 大幅提升至 2018 年的 10.4%，反映集团的营运效率、盈利能力及企业管理素质持续进步，随着集团核心净利润于未来三年继续上扬，我们预计核心股本回报率亦将反复上升。

核心股本回报率改善反映 **核心股本回报率**  
企业管理素质持续进步



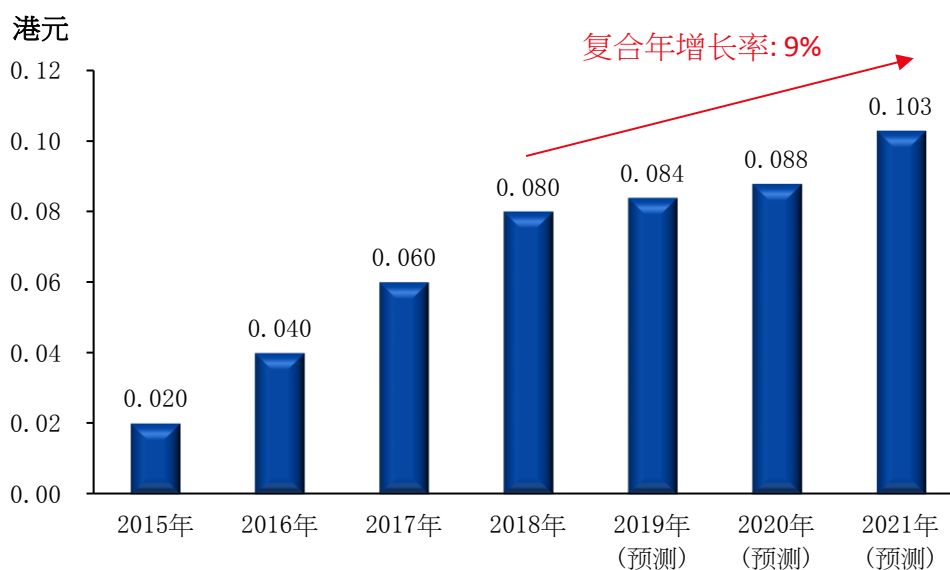
资料来源：五矿地产年报、华金研究(国际)

## 股息率吸引

五矿地产的派息记录良好。自 2015 年起，集团持续增加每股派息，派息比率亦逐步提升。根据集团过去数年派息比率的趋势，我们预计未来该比率有机会提升到 30%，而每股派息料将从去年的 0.08 港元增加至 2021 年的 0.103 港元，复合年增长率为 9%。

### 每股派息持续增加

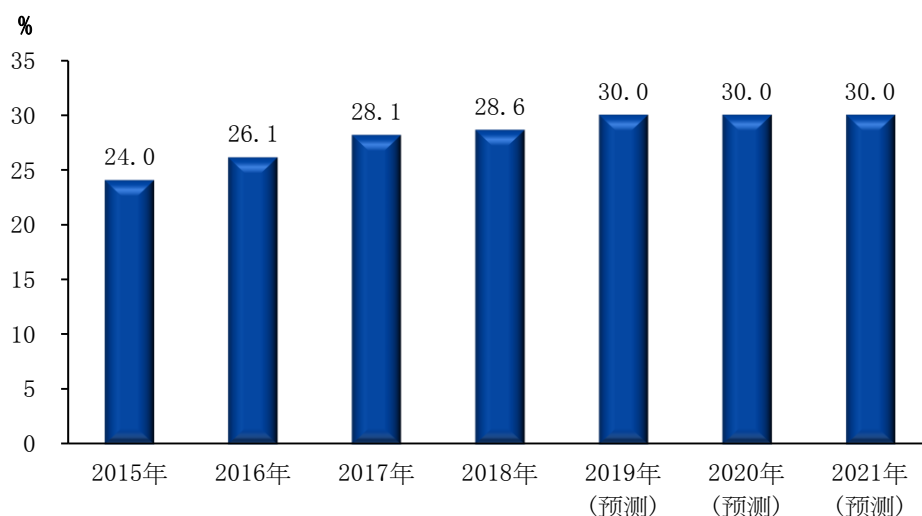
#### 每股派息



资料来源：五矿地产年报、华金研究(国际)

### 派息比率逐步提升

#### 派息比率



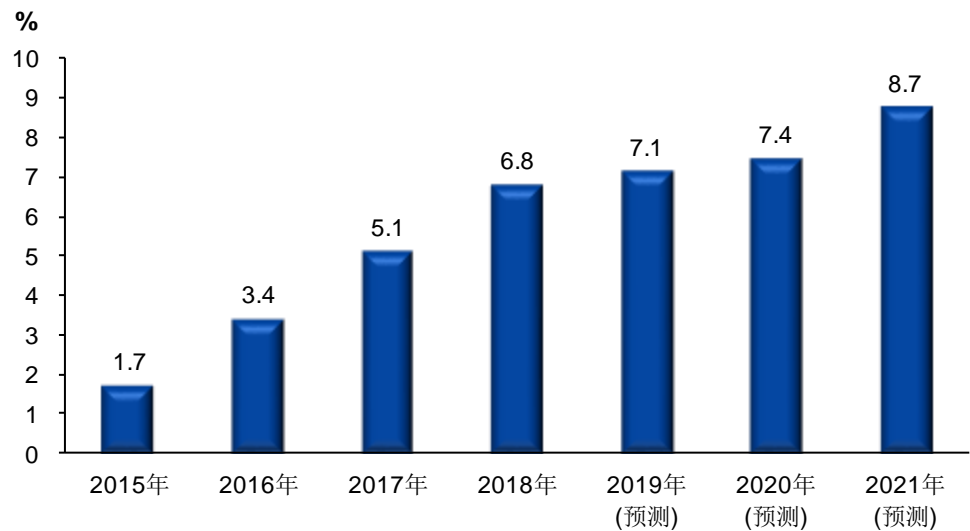
资料来源：五矿地产年报、华金研究(国际)

备注：派息比率是每股派息除以每股净利润；经五矿地产的管理层确认，集团过去的派息均是以此计算方法为基础

以五矿地产去年的派息计算，集团目前的股息率已达 6.8%，优于绝大部份在香港上市的房产信托基金及主要公用股。随着集团未来盈利及派息进一步提升，我们预计其股息率将上升至 2019 年的 7.1% 及 2021 年的 8.7%，属吸引水平。

目前股息率达 6.8%

股息率



资料来源：五矿地产年报、华金研究(国际)、彭博

集团的股息率优于绝大部份房产信托基金及公用股

五矿地产与房产信托基金及公用事业企业的股息率比较

股票编号	公司名称	股息率 %
<b>房产信托基金</b>		
87001	汇贤产业信托	7.3
1881	富豪产业信托	6.7
1275	开元产业信托	6.6
405	越秀房产信托	5.9
1426	春泉产业信托	5.6
808	泓富产业信托	5.5
778	置富产业信托	5.2
435	阳光房产信托	4.8
2778	冠君产业信托	4.8
823	领展房产基金	2.9
<b>平均</b>		<b>5.5</b>
<b>公用事业企业</b>		
6	电能实业	5.1
2638	港灯	4.5
2	中电控股	3.6
270	粤海投资	3.3
3	香港中华煤气	1.8
<b>平均</b>		<b>3.7</b>
230	五矿地产	6.8

资料来源：彭博、华金研究(国际)、五矿地产年报

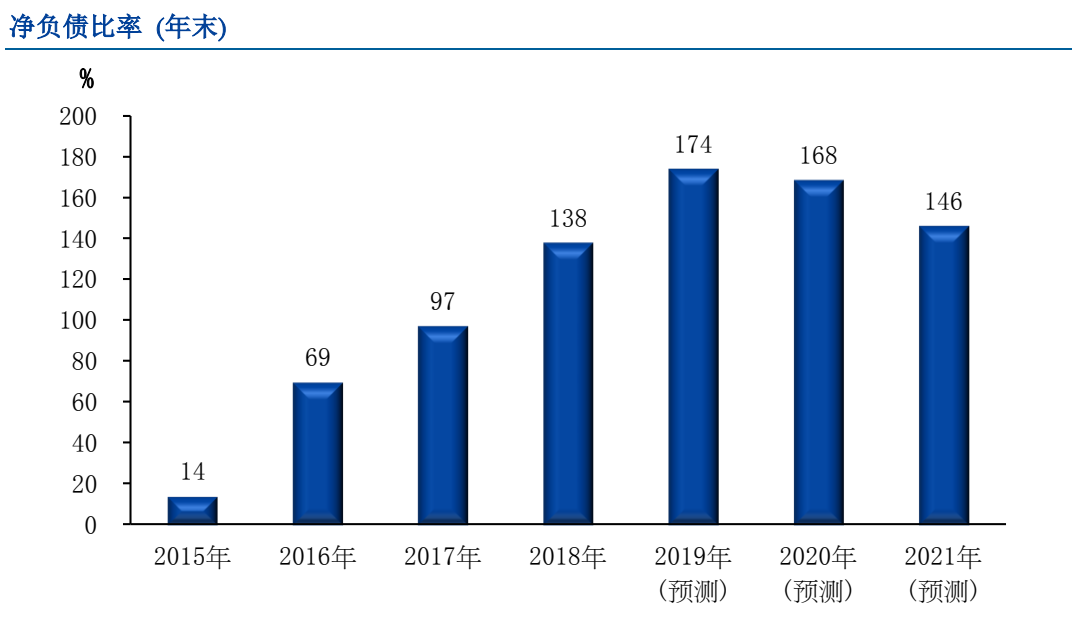
## 负债较高，但风险可控

五矿地产于 2018 年末的净负债比率达 138%，属偏高水平。值得注意的是，虽然永久资本工具会计上属于资本权益的一部分，但其本质较接近债务，故我们将此项目归类至负债。因此我们所计算的净负债比率高于五矿地产年报显示的数字(76%)。

但另一方面，由于五矿地产的控股股东中国五矿集团是中国中央企业，投资者一般认为得到母公司支持的五矿地产债务违约风险极低，故集团一直以来的融资成本均优于行业平均水平。我们估计五矿地产去年平均融资成本低于 5%，预计今年平均融资成本亦将维持在 5%左右。

五矿地产今年计划购买约 60 亿元人民币(约 69 亿港元)的新土地，假设年内需支付一半的土地款，加上去年 18 亿港元的购地余款须于今年付清，我们预计集团 2019 年末的净负债比率将上升至 174%，但将逐步回落至 2021 年末 146%，主要由于我们预期集团的物业销售于未来仍将稳步上升。我们相信集团的整体债务风险仍处于可控范围之内。

### 净负债比率较高，但央企背景令债务风险可控



资料来源：五矿地产年报、华金研究(国际)

## 估值偏低，建议买入

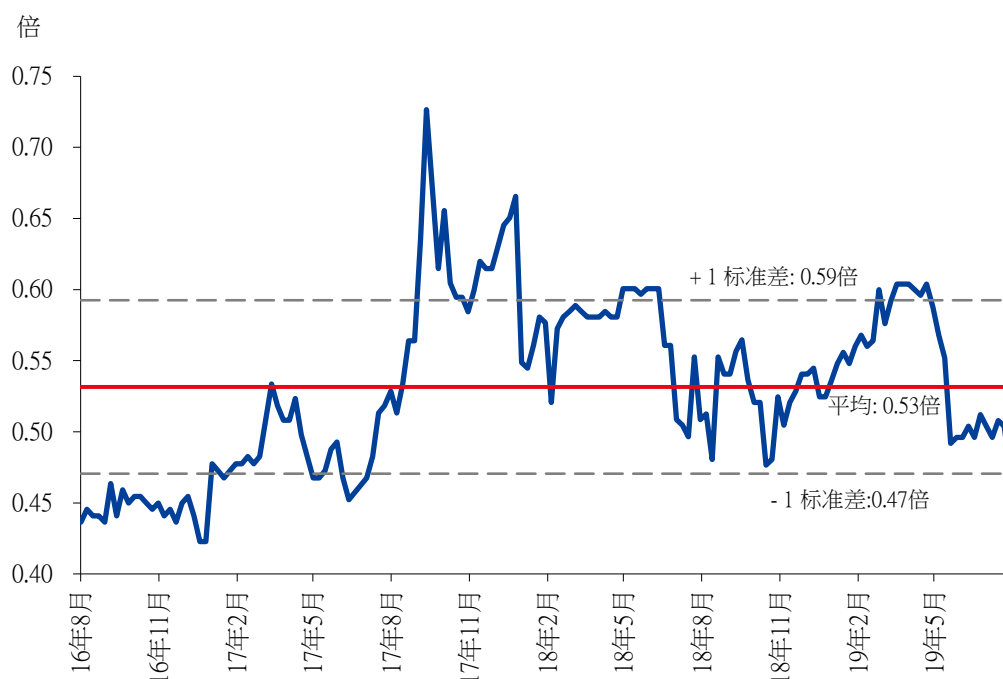
未来 12 个月股价有 38% 的潜在上升空间

基础 2018 年末的股东权益计算，五矿地产现时的市净率为 0.47 倍，低于过去 3 年的平均水平(0.53 倍)。目前在香港上市且与集团市值相若的同业之平均市净率为 0.65 倍(详见下页)，两项指标均反映五矿地产的估值偏低。考虑到集团正面的盈利前景以及较低的财务风险，我们认为集团的股价有条件上升。基于目前同业的平均市净率，我们将五矿地产未来 12 个月的目标价定于 1.63 港元，较现价有 38% 的潜在上升空间。

主要的投资风险包括：1) 中美贸易战恶化，令中国经济受到显著负面冲击，导致国内及香港房地产价格下跌及普遍的项目滞销；2) 香港整体股市显著下跌；3) 人民币兑美元或港元出现显著或持续贬值；4) 集团未来的物业销售或核心净利润逊于市场预期；5) 集团减少派息；6) 集团进行较大规模的股权融资，其发售价较现价有显著折让；7) 控股股东减持五矿地产，以及中国五矿集团或五矿地产出现突发性的资金短缺。

现时市净率较历史水平低约 1 个标准差，亦低于市值相若同业的平均水平

五矿地产的市净率



资料来源：五矿地产年报、华金研究(国际)、彭博

备注：基于 2019 年 8 月 2 日收盘价；市净率指往绩市净率



**五矿地产与市值相若的同业比较**

股票编号	公司名称	股价 港元	市值 亿港元	市净率 倍	市盈率 倍
2329	国瑞置业	1.35	60.0	0.45	5.3
3639	亿达中国	2.23	57.6	0.45	6.1
6166	中国宏泰发展	3.04	50.2	0.89	4.0
798	中电光谷	0.58	43.9	0.64	7.3
258	汤臣集团	2.22	43.8	0.35	10.8
106	朗诗绿色集团	0.92	43.4	0.88	3.0
2608	阳光100中国	1.40	35.9	0.43	-
1862	景瑞控股	2.53	35.4	0.67	3.0
910	中国三迪	0.56	28.5	0.81	-
845	恒盛地产	0.36	27.7	0.39	5.0
2118	天山发展控股	2.67	26.9	1.00	14.0
593	梦东方	7.79	22.2	0.78	12.8
2699	新明中国	1.12	21.0	0.93	41.8
3366	华侨城(亚洲)	2.79	20.9	0.44	2.5
<b>同业平均</b>				<b>0.65</b>	<b>9.6</b>
<b>230</b>	<b>五矿地产</b>	<b>1.18</b>	<b>39.5</b>	<b>0.47</b>	<b>4.2</b>

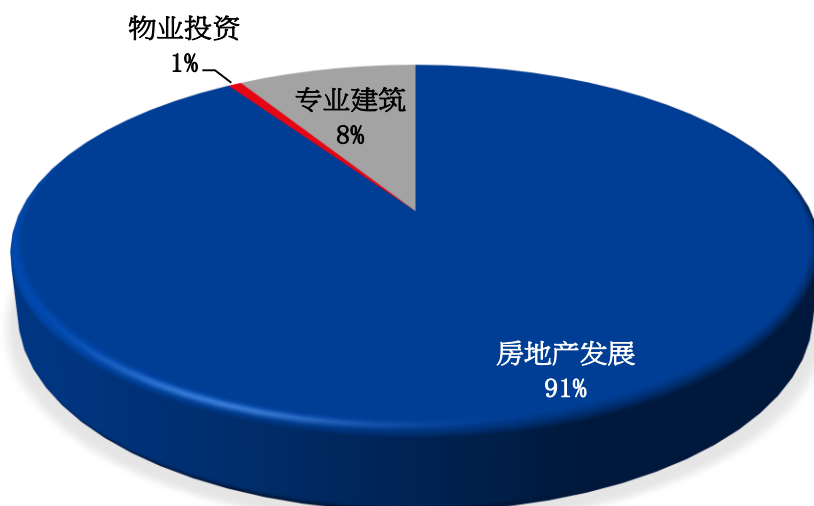
资料来源：彭博、华金研究(国际)

备注：基于2019年8月2日收盘价；市净率及市盈率均基于各上市公司之最近年度业绩

## 企业背景

五矿地产是中国五矿集团旗下的房地产企业，其主要业务为房地产发展、物业投资以上专业建筑(主要为玻璃幕墙)。中国五矿集团于 2003 年收购五矿地产的前身、于香港上市的东方有色集团有限公司，后者在 2007 年更名为五矿建设，其后在 2016 年 6 月改名为五矿地产。于 2018 年，房地产发展占五矿地产总收入的 91%。

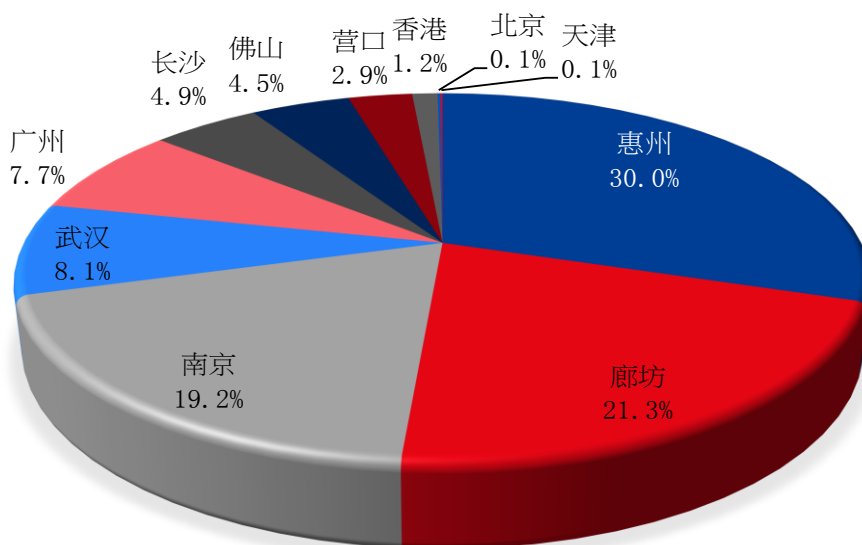
### 2018 年收入分布



资料来源：五矿地产年报、华金研究(国际)

2018 年末，集团拥有 456 万平方米的土地储备，分布于中国境内外 11 个城市。

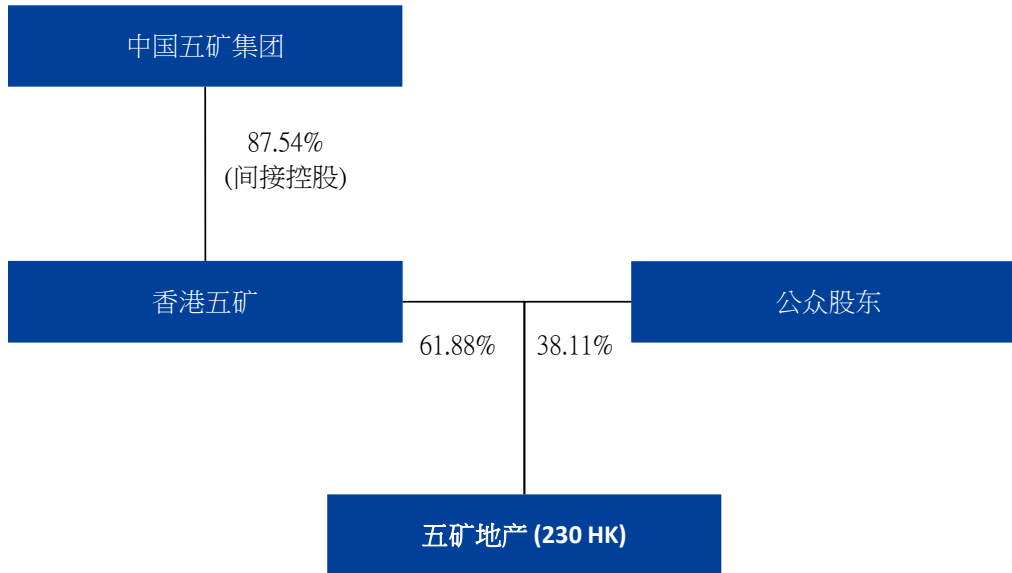
### 2018 年末土地储备分布 (按建筑面积计算)



资料来源：五矿地产年报、华金研究(国际)

在股权架构方面，五矿地产的母公司中国五矿集团是隶属国务院国资委的中央企业，并透过其非全资附属公司香港五矿，间接持有五矿地产约 62% 的股权。

股权架构



资料来源：五矿地产、华金研究(国际)

**财务报表预测和估值资料汇总**
**损益表 (截至 12 月 31 日止年度)**

(百万港元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
房地产发展	10,907	9,919	11,547	12,259	14,064
物业投资	64	70	70	70	70
专业建筑	964	942	942	942	942
收入	11,936	10,931	12,559	13,271	15,076
销售成本	(7,842)	(7,044)	(8,818)	(9,317)	(10,584)
毛利	4,094	3,887	3,742	3,954	4,492
其他收益净额	103	121	152	189	237
销售及营销开支	(186)	(176)	(250)	(299)	(358)
行政开支	(481)	(493)	(566)	(598)	(680)
利息净额	32	51	(17)	(56)	(58)
经营溢利	3,563	3,391	3,060	3,190	3,633
特殊项目	0	86	0	0	0
分占联营/附属公司业绩	(5)	(14)	0	0	0
税前溢利	3,558	3,463	3,060	3,190	3,633
税项	(2,109)	(1,716)	(1,594)	(1,669)	(1,899)
税后盈利	1,449	1,747	1,466	1,521	1,734
非控股股东权益	(735)	(628)	(308)	(319)	(364)
永久资本工具持有人	(1)	(184)	(222)	(222)	(222)
净利润	713	935	936	980	1,148
扣除: 非核心项目	10	(65)	0	0	0
<b>核心净利润</b>	<b>723</b>	<b>870</b>	<b>936</b>	<b>980</b>	<b>1,148</b>
每股核心净利润(港元)	0.216	0.260	0.280	0.293	0.343
每股派息(港元)	0.060	0.080	0.084	0.088	0.103

**资产负债表 (于 12 月 31 日)**

(百万港元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
存货	25,353	25,787	28,505	29,635	28,865
现金及银行存款(包括受限现金)	6,256	3,809	3,188	3,079	3,041
预付款项、应收款项及其他	12,122	12,334	14,103	14,876	16,835
<b>流动资产</b>	<b>43,731</b>	<b>41,931</b>	<b>45,796</b>	<b>47,589</b>	<b>48,741</b>
物业、厂房及设备	190	197	197	197	197
投资物业	1,814	2,256	2,256	2,256	2,256
于联营及合营公司之权益	1,318	1,249	1,249	1,249	1,249
财务资产	869	841	841	841	841
其他非流动资产	1,097	779	1,519	2,386	3,209
<b>非流动资产</b>	<b>5,287</b>	<b>5,322</b>	<b>6,062</b>	<b>6,929</b>	<b>7,753</b>
借款	3,978	1,015	8,068	3,227	887
贸易及其他应付款项	9,517	10,683	13,372	14,130	16,051
递延收入 / 合约负债	10,384	6,125	2,094	2,059	2,172
其他流动负债	598	446	446	446	446
<b>流动负债</b>	<b>24,477</b>	<b>18,270</b>	<b>23,980</b>	<b>19,862</b>	<b>19,557</b>
借款	10,770	14,039	11,971	17,744	18,857
递延税项及其他	169	134	134	134	134
<b>非流动负债</b>	<b>10,939</b>	<b>14,173</b>	<b>12,105</b>	<b>17,878</b>	<b>18,991</b>
<b>股东应占权益</b>	<b>8,353</b>	<b>8,368</b>	<b>9,023</b>	<b>9,708</b>	<b>10,512</b>
非控股股东权益	2,856	2,588	2,896	3,216	3,580
永久资本工具	2,394	3,854	3,854	3,854	3,854
权益总额	13,603	14,810	15,773	16,778	17,946

**现金流量表 (截至 12 月 31 日止年度)**

(百万港元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
未计营运资金变动前之现金流量	3,552	3,347	3,085	3,254	3,699
营运资金变动	(995)	(2,764)	(5,828)	(1,180)	846
利息支出	(654)	(691)	(902)	(1,054)	(1,046)
税项支出	(2,088)	(1,549)	(1,594)	(1,669)	(1,899)
<b>营运净现金流量</b>	<b>(185)</b>	<b>(1,657)</b>	<b>(5,239)</b>	<b>(648)</b>	<b>1,599</b>
购买物业、厂房及设备	(9)	(16)	(8)	(8)	(8)
还款自/(垫资予)关联方	(6,092)	(87)	0	0	0
已收利息	147	189	131	118	115
<b>投资活动之净现金流量</b>	<b>(5,954)</b>	<b>87</b>	<b>123</b>	<b>109</b>	<b>107</b>
借款之净增加	5,446	1,831	4,985	932	(1,227)
(还款予/垫资自)关联方	1,037	(1,180)	0	0	0
派付予股东之股息	(134)	(201)	(268)	(281)	(294)
其他分派/股息	0	(904)	(222)	(222)	(222)
其他	(10)	1	0	0	0
<b>融资活动之净现金流量</b>	<b>6,339</b>	<b>(453)</b>	<b>4,495</b>	<b>429</b>	<b>(1,743)</b>
<b>现金之增加净额</b>	<b>200</b>	<b>(2,024)</b>	<b>(621)</b>	<b>(110)</b>	<b>(37)</b>

**主要财务比率 (截至 12 月 31 日止年度 / 于 12 月 31 日)**

(%)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>年增长率</b>					
收入增长率	3.1	-8.4	14.9	5.7	13.6
核心净利润增长率	71.9	20.3	7.5	4.7	17.2
每股核心净利润增长率	71.9	20.3	7.5	4.7	17.2
<b>盈利能力</b>					
毛利率	34.3	35.6	29.8	29.8	29.8
净利润率	6.0	8.6	7.4	7.4	7.6
核心净利润率	6.1	8.0	7.4	7.4	7.6
<b>费用率</b>					
销售和管理费用率	5.6	6.1	6.5	6.8	6.9
财务费用率(不计资本化)	5.5	6.3	7.2	7.9	6.9
三费费用率	11.1	12.4	13.7	14.7	13.8
<b>偿债能力</b>					
净负债比率	97.1	137.8	173.7	168.3	145.9
流动比率 (倍)	1.8	2.3	1.9	2.4	2.5
利息保障倍数 (倍)	5.4	4.8	3.4	3.1	3.5
<b>投资回报率</b>					
股本回报	9.5	11.2	10.8	10.5	11.4
核心股本回报	9.7	10.4	10.8	10.5	11.4
核心资产回报	1.6	1.8	1.9	1.8	2.1
<b>股息</b>					
派息比率	28.1	28.6	30.0	30.0	30.0
核心派息比率	27.7	30.8	30.0	30.0	30.0
股息率	5.1	6.8	7.1	7.4	8.7
<b>估值</b>					
市盈率 (倍)	5.5	4.2	4.2	4.0	3.4
核心市盈率 (倍)	5.5	4.5	4.2	4.0	3.4
市净率 (倍)	0.47	0.47	0.44	0.41	0.38

资料来源: 五矿地产年报、华金研究(国际)、彭博

## 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 12 个月的投资收益率达 15% 以上;

增持 — 未来 12 个月的投资收益率为 5% 至 15%;

中性 — 未来 12 个月的投资收益率为 -5% 至 5%;

减持 — 未来 12 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%;

卖出 — 未来 12 个月的投资收益率低于 -15%;

## 权益披露

本研究报告的作者乃香港证券及期货事务监察委员会(「证监会」)第 4 类受规管活动(就证券提供意见)的持牌人士。本人特此声明:在本研究报告的意见已准确地反映本人的个人观点及本人的酬劳的任何部分不论在过去、现在及将来、直接或间接,均与本研究报告的具体建议或意见并无任何关连。此外,本人确认 (i)本人或本人的有联系者并没有在本研究报告中所专述的香港上市公司担任高级职员;及 (ii)本人或本人的有联系者并没持有在本研究报告中所专述的公司之任何财务权益。

## 免责声明

本研究报告(包括任何附带的资料)(「报告」)只供私人阅览。本报告由华金研究(国际)有限公司(「华金研究」)编写。本报告的资料来自华金研究相信可靠的来源取得,惟华金研究并不保证此等资料的准确性、正确性及/或完整性,读者不应完全依赖本报告之内容作投资准则。本报告内的资料、意见及预测只反映分析员的个人意见及见解,报告内所载的观点并不代表华金研究的立场,同时并不构成华金研究对投资者买进或卖出股票的确实意见。报告中全部的意见和预测均反映分析员在报告发表时的判断,日后如有改变,恕不另行通告。

华金研究、其最终控股公司及其最终控股公司的每间关联公司、及/或其各自的董事、行政人员和雇员可能有在本报告中所提及的证券的权益和不就其准确性或完整性作出任何陈述及不对使用本报告之资料而引致的损失负上任何责任。故此,读者在阅读本报告时,应连同此声明一并考虑,并必须小心留意此声明内容。本报告提及的投资产品可能并不适合所有投资者,投资者必须根据自己的风险承受程度及投资目标作出适当的投资决定或可能需要咨询独立专业意见。

不得未经华金研究之事前书面同意而以任何形式复印、复制、传送、传播、分发、出版、广播、或传阅本报告之任何部份。

华金研究(国际)有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 11 楼 1101 室

电话: +852 3103 3000

网址: [www.hjfi.hk](http://www.hjfi.hk)