

公司研究報告
 2017年9月27日

五礦地產有限公司(230.HK)

張健民, CFA
 研究部主管
ivan.cheung@sinopac.com

李文傑
 研究員
mkli@sinopac.com

伍其峰
 研究員
dkfng@sinopac.com

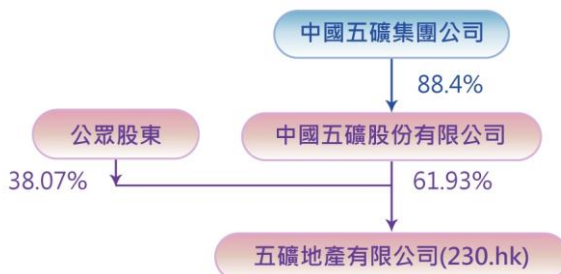
股票資料

股份編號:	230HK
市價:	HKD1.22
市值:	約 HKD40.8 億
52 周低/高位:	HKD0.88-1.48
市帳率:	0.55 倍
股息率:	3.3%(2016 年)

公司背景

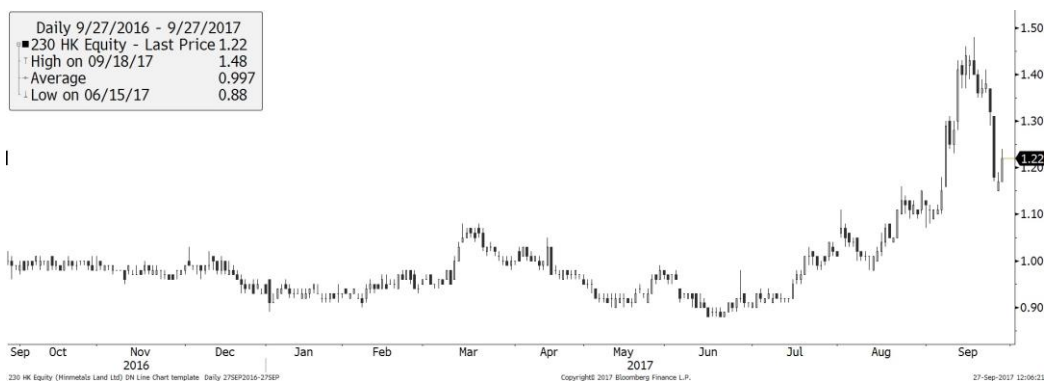
- 公司為中國五礦集團公司的附屬公司及其房地產業務的香港上市旗艦，以房地產發展及專業建築為主營業務。目前，五礦地產有限公司的房地產發展業務涵蓋環渤海、長三角、華中及珠三角地區；而專業建築業務則以上海及香港為基地，推衍至全國超過五十個城市。
- 公司前身為東方有色集團有限公司，2003 年被中國五礦集團公司收購，2007 年更改公司名稱為五礦建設有限公司，2016 年 6 月改名為五礦地產有限公司。
- 經營分部分別有房地產發展、專業建築、物業投資及證券投資。以營業額計算，2017 年上半年物業銷售為公司最主要的業務（88.2%），其次為專業建築（11.1%），投資物業的租金及管理費佔收入最小份額（0.7%）。
- 於 2017 年 6 月 30 日，公司旗下十七個房地產發展項目，分佈北京、營口、廊坊、天津、南京、長沙、武漢、惠州、佛山、廣州及香港等十一個城市，合共可開發土地儲備總樓面面積約為 320 萬平方米。

圖 1：股權架構



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

圖 2：五礦地產股價圖

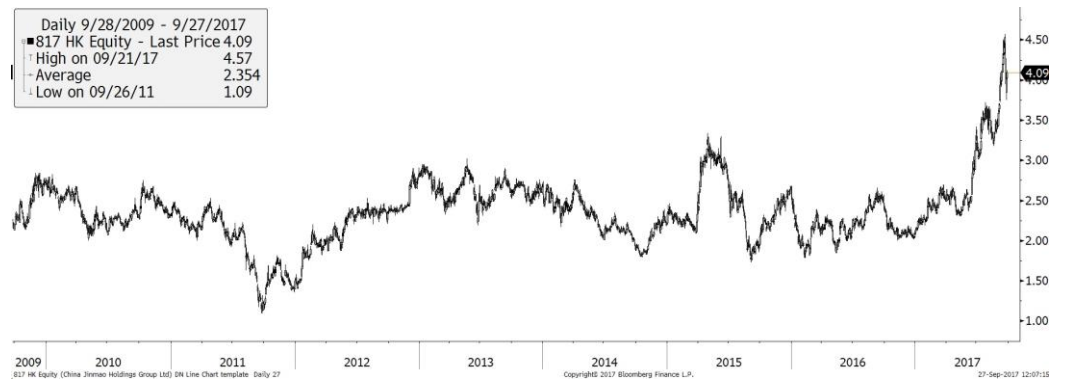


資料來源：彭博，永豐金證券(亞洲)

潛在利潤 — 持有中國金茂股份

- 母公司五礦集團在 2009 年對公司進行注資，把集團持有的中國金茂(817.HK)股份注入公司，注入價為 2.42 元，股份數量約 2.3 億股。公司目前仍然持有相關股份，以現時股價 4.09 元計算，帳面利潤為 69%。
- 相關股票升值的收益沒有在列於損益表上，而是反映在公司的資產負債表上，以市價計算公允值，重估可供出售財務資產。
- 雖然金茂股價升值沒有直接為公司貢獻利潤，但股東權益仍可受惠。

圖 3：中國金茂股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券(亞洲)

母公司擬再注資

- 2016 年 3 月，公司與母公司中國五礦集團訂立資產托管協議，集團將托管資產之管理事項委托予公司，公司就托管資產向集團提供為期兩年的管理服務，至 2018 年 3 月 17 日止，費用為每個項目每年一百萬元人民幣。
- 托管資產包括集團旗下五間附屬公司，該等公司主要從事房地產開發及投資、物業管理及其他相關業務，旗下持有 25 個房地產發展及房地產代管項目。該等項目位於北京、天津、瀋陽、遼寧、山東、青海、江蘇、湖南及廣東。
- 儘管母公司從未正式透露向公司注資的具體計劃，惟根據上述協議，公司於有需要時可適當地處理托管資產，或將之出售。公司將與集團探討透過注資活動以擴大及增加集團資產及業務之所有可能性。
- 集團銳意將五礦地產發展為其唯一房地產上市旗艦，作為國企進行任何注資需要一定時間進行審批，我們相信上市的五礦地產托管母公司的資產，是為日後注資鋪路。

未來兩年銷售收入入帳將顯著提升

- 由於 2017 年上半年較高利潤的產品獲確認入帳，綜合毛利率由 22.4% 顯著上升至 37.2%，較中小型內房同業優勝。
- 隨著較高利潤的項目完工及陸續交付買家，例如北京如園第二期及南京五礦·崇文金城等項目，相關銷售收入將陸續入帳，預期未來兩年公司的可確認收入及毛利率將顯著提升。

圖 4：在建項目

項目名稱	地點	總樓面面積(GFA)	預期竣工日期	所佔權益
北京如園第二期	北京	約 414,000 平方米	1Q18	51%
五礦·鉑海灣	營口	約 521,000 平方米	4Q18(第四期一區)	100%
五礦萬科城	廊坊	約 704,000 平方米	4Q17(第二期高層單位)	50%
五礦·崇文金城	南京	約 482,000 平方米	4Q18	100%
南京 G55 九龍湖項目	南京	約 179,000 平方米	3Q19	100%
瀾悅方山	南京	約 98,000 平方米	3Q18	100%
南京 G25	南京	約 208,200 平方米	(規劃中)	50.8%
南京 G30	南京	約 169,000 平方米	(規劃中)	33.9%
五礦·龍灣國際社區	長沙	約 1,084,000 平方米	4Q18	100%
五礦·沁園金城	長沙	約 534,000 平方米	4Q19	100%
武漢項目	武漢	約 128,000 平方米	2Q20	100%
(新投得地塊)	武漢	約 150,000 平方米	(規劃中)	100%
五礦·哈施塔特	惠州	約 1,003,000 平方米	4Q19	100%
佛山項目	佛山	約 150,000 平方米	2Q22	100%
廣州項目	廣州	約 17,500 平方米	4Q19	100%
油塘項目	香港	約 53,000 平方米	3Q22	100%

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

估值較同業落後

- 於 2017 年 6 月 30 日，每股資產淨值（扣除非控股股東權益）為 2.21 港元，市帳率為 0.55 倍，預料能夠成為股價進一步上升的催化劑。今年股價累計升幅約三成多，與其他規模相近的同業相比，預料仍有追落後的空間。
- 於 2017 年 6 月 30 日，負債率（借款淨額對權益總額）為 61.6%（2016 年 12 月 31 日：69.5%），財務狀況穩健而且優於眾多規模相近的同業。
- 公司的央企背景是一大競爭優勢，可通過各種融資管道吸納低成本資金，融資成本平均約 3.5% 的低廉水平。

圖 5：同業比較

股份編號	公司名稱	年初至今股價變動 (%)	每股帳面值 (HKD)	股價 (HKD)	市帳率 (倍)	市值 (HKD 十億)
1124	沿海家園	23.9	1.11	0.29	0.26	1.19
1232	金輪天地控股	40.4	2.30	0.80	0.35	1.44
298	莊士中國投資	41.1	1.72	0.65	0.38	1.53
542	新嶺域集團	62.0	0.08	0.24	2.90	1.65
755	上海証大	-9.3	0.21	0.13	0.59	1.89
1329	首創鉅大	-24.1	4.81	2.05	0.43	1.97
216	建業置業	125.4	9.48	3.90	0.41	2.15
199	德祥地產	-7.3	6.28	2.91	0.46	2.58
733	合富輝煌	92.6	3.76	3.99	1.06	2.67
1383	太陽城集團	120.6	-0.11	0.45	-4.24	2.71
129	泛海集團	35.4	12.91	2.14	0.17	2.82
1321	中國新城市	-14.0	3.94	1.72	0.44	3.18
1838	中國地產	-1.1	20.53	1.78	0.09	3.22
1862	景瑞控股	-17.0	2.10	2.53	1.20	3.27
2118	天山發展控股	2.2	2.22	3.26	1.47	3.28
190	香港建設	67.7	23.03	6.39	0.28	3.38
160	漢國置業	72.6	10.88	5.23	0.48	3.77
230	五礦地產	31.2	2.21	1.22	0.55	4.08
1207	上置集團	3.5	0.41	0.21	0.50	4.24
1125	麗豐控股	62.7	39.97	13.10	0.33	4.27
1369	五洲國際	16.7	0.78	0.91	1.17	4.54
1168	百仕達控股	72.7	1.83	1.52	0.83	5.38
3688	萊蒙國際	55.9	5.22	4.63	0.89	5.56
6166	中國宏泰發展	20.2	2.27	3.75	1.65	6.14
3639	億達中國	-15.0	3.88	2.38	0.61	6.15
672	眾安房產	250.0	3.01	2.24	0.74	6.54
1777	花樣年控股	16.2	1.87	1.15	0.61	6.63
1224	中渝置地	-21.0	4.12	1.76	0.43	6.83
845	恒盛地產控股	15.8	0.90	0.88	0.98	6.86
258	湯臣集團	51.6	6.39	3.91	0.61	7.37
1387	人和商業	-13.6	0.16	0.17	1.07	7.56
1176	珠光控股	63.0	0.73	1.19	1.63	7.65
832	建業地產	107.1	2.83	3.50	1.24	8.56
2608	陽光 100	0.5	2.63	3.72	1.42	8.84

資料來源：彭博·公司資料·永豐金證券(亞洲)

預期增加派息

- 2016 年度派息比率為 26.1%，管理層透露派息比率目標能提升至 30%或以上，與同類型內房股看齊。基於 2017 上半年業績遠較去年同期優勝，我們預計今年末期息能提高 50%至每股 6 港仙，股息率因而能達 4 厘半以上（以股價 1.30 港元計算）。

表 1：損益表（港幣千元，除非另有註明）

	FY15	FY16	1H16	1H17
收益	7,253,266	11,576,345	3,787,639	4,375,868
分部				
物業銷售	6,501,484	10,557,010	3,310,480	3,858,724
專業建築合約收入	681,881	954,791	445,835	484,152
投資物業之租金及管理費收入	69,901	64,544	31,324	32,992
銷售成本	(5,661,879)	(9,316,033)	(2,939,313)	(2,750,145)
毛利	1,591,387	2,260,312	848,326	1,625,723
其他收益·淨額	67,502	81,644	34,746	35,099
銷售及營銷費用	(291,198)	(218,096)	(72,819)	(74,442)
行政及其他開支	(511,593)	(423,903)	(172,961)	(186,115)
投資物業公允值變動	195,563	123,977	25,360	43,000
經營溢利	1,051,661	1,823,934	662,652	1,443,265
財務收入	162,809	241,362	130,180	66,418
財務成本	(57,511)	(55,669)	(32,222)	(33,808)
分佔聯營公司業績	16,442	(12,135)	98	127
除稅前溢利	1,173,401	1,997,492	760,708	1,476,002
所得稅開支	(553,794)	(1,000,313)	(299,814)	(723,682)
年度溢利	619,607	997,179	460,894	752,320
非控股權益	(341,451)	(485,121)	(203,810)	(356,896)
本公司權益持有人	278,156	512,058	257,084	395,424

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 2：盈利與股息（港幣，除非另有註明）

	FY15	FY16	1H16	1H17
每股盈利(基本)	0.08	0.15	0.04	0.06
每股盈利(攤薄)	0.08	0.15	0.04	0.06
每股派息	0.02	0.04	N/A	N/A
股息率	1.6%	3.3%	N/A	N/A
派息比率	24.0%	26.1%	N/A	N/A

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 3：增長

	FY15	FY16	1H16	1H17
收益增長	21.2%	59.6%	75.7%	15.5%
毛利率	21.9%	19.5%	22.4%	37.2%
毛利率增長	29.7%	42.0%	53.4%	91.6%
純利率	3.8%	4.4%	6.8%	9.0%

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

表 4：估值

	FY15	FY16
市盈率	14.7	8.0
市帳率	0.6	0.6

表 5：財務狀況表（港幣千元，除非另有註明）

	FY16	1H17
非流動資產		
物業、廠房及設備	186,661	187,792
投資物業	1,662,326	1,705,609
於聯營公司之權益	1,141,052	1,176,153
透過其他全面收益按公允值計量之財務資產	481,682	742,113
遞延稅項資產	560,757	718,048
其他	124,516	56,417
	4,156,994	4,586,132
流動資產		
存貨	18,919,140	26,889,954
應收客戶之合約工程款項	347,537	340,524
預付款項、貿易及其他應收款項	11,764,690	5,696,176
受限制現金及銀行存款	242,201	683,352
不受限制現金及銀行存款	5,431,519	8,395,072
	36,705,087	42,005,078
資產總額	40,862,081	46,591,210
流動負債		
借款	299,564	1,983,863
其他財務負債	-	15,145
貿易及其他應付款項	7,753,209	9,423,445
遞延收入	12,419,623	12,002,212
應付稅項	393,488	129,427
	20,865,884	23,554,092
非流動負債		
借款	11,314,859	13,119,902
遞延稅項負債	131,080	137,024
其他負債	386	386
	11,446,325	13,257,312
負債總額	32,312,209	36,811,404
權益		
股本	334,444	334,444
儲備	6,247,680	7,064,477
本公司權益持有人應佔權益	6,582,124	7,398,921
非控股權益	1,967,748	2,380,885
權益總額	8,549,872	9,779,806
權益及負債總額	40,862,081	46,591,210
資產總額減流動負債	19,996,197	23,037,118
流動資產淨值	15,839,203	18,450,986

資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其關係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其關係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2017 年 9 月 27 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。