

0604.HK 深圳控股

未评级

“聚焦深圳”策略取得成效

2016年04月01日

市场数据

报告日期	2016.04.01
收盘价(港元)	3.09
总股本(亿股)	73.84
总市值(亿港元)	228.17
股东净资产(亿元)	333.26
总资产(亿元)	910.85
每股净资产(元)	4.51

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度: 31/12	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万港元)	8,568	10,066	13,827	18,428
增长率(%)	17.0%	17.5%	37.4%	33.3%
毛利	3,089	3,704	4,073	6,374
毛利率	36.0%	36.8%	29.5%	34.6%
净利润	2,156	2,738	3,131	2,869
增长率(%)	41.7%	27.0%	14.3%	-8.4%
净利率	25.2%	27.2%	22.6%	15.6%
每股收益(港仙)	59.23	58.97	53.62	40.56
每股股息(港仙)	18	19	16	16

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

相关报告

投资要点

- **核心净利同比增长 32.9%，好于预期：**深圳控股 2015 年营业收入 184.28 亿港元（下同），同比增长 33.3%，毛利为 63.74 亿元，同比增长 56.5%，毛利率升至 34.6%，主要由于结算的深圳地区项目毛利率高达 49.6%。上市公司股东应占净利润为 28.68 亿元，同比降低 8.4%，主要由于本年三、四线城市项目拨备以及上年廉价收购利得，核心净利润为 21.6 亿元，同比增长 32.9%，好于预期。公司末期派息每股 13 港仙，加上中期股息每股 3 港仙，全年派息达到 16 港仙，与去年同期持平，并没有受增发利润摊薄的影响。
- **我们的观点：**深圳控股自实施“聚焦深圳”这一策略以来，土地储备结构得到完善，目前深圳土地储备按面积算占比达到 30%，按价值算达到 70%；另外，公司正逐步退出三、四线城市，聚焦核心城市的战略被证明是正确的。公司未来将加大持有深圳的优质商业项目，保持稳定的租金收入。深圳“限购”政策比预期要宽松，对公司的影响不大。从估值来看，目前公司 7 倍 PE，息率为 5.2%，建议关注。
- **风险提示：**地产去库存不及预期，宏观经济增长放缓，深圳限购政策加紧。

海外房地产研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

联系人: 宋健
songjian@xyzq.com.cn

报告正文

- **核心净利同比增长 32.9%，好于预期：**深圳控股 2015 年营业收入 184.28 亿港元（下同），同比增长 33.3%，毛利为 63.74 亿元，同比增长 56.5%，毛利率升至 34.6%，主要由于结算的深圳地区项目毛利率高达 49.6%。上市公司股东应占净利润为 28.68 亿元，同比降低 8.4%，主要由于本年三、四线城市项目拨备以及上年廉价收购利得，核心净利润为 21.6 亿元，同比增长 32.9%，好于预期。公司末期派息每股 13 港仙，加上中期股息每股 3 港仙，全年派息达到 16 港仙，与去年同期持平，并没有受增发利润摊薄的影响。
- **合约销售大爆发：**2015 年公司合约销售额 160 亿元人民币，同比增长 116%，合约销售面积 95 万平方米，同比增 49%，销售均价同比增长 45%。按城市划分，深圳贡献了合约销售的 70%，三四线城市的占比降至 17%，公司“聚焦深圳”的策略显现成效。公司制定 2016 年的合约销售目标为 185 亿元人民币，同比增长 15%。公司今年新推的深圳项目包括塘朗城商业部分、深业中城以及新收购的东岭项目。

图 1、公司合约销售金额

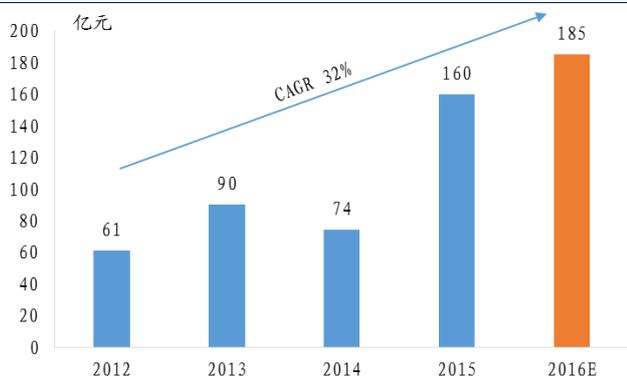


图 2、公司合约销售面积以及销售均价



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

- **注入母公司深圳项目：**公司 2015 年以 4.13 港元配售 6.7 亿新股，获得资金 27 亿港元，主要用于收购母公司深圳资产，也大大优化了公司的负债结构。2015 年底，公司以 19.14 亿元人民币的价格收购了母公司东岭项目 95% 的股权，该项目位于深圳罗湖区黄贝岭，土地总占地面积为 5.5 万平方米，总计容建筑面积为 24.8 万平方米，另有 11 万平方米的地下面积，按收购价，折合楼面地价 1.5 万每平方米左右。该项目 2016 年将开盘销售，预计销售额可达到 25 亿元。
- **深圳土地储备提升：**截至 2015 年底，公司总的土地储备为 963 万平方米，其中计容建筑面积为 723 万平方米，其中仅在深圳的土地储备达到 300 万平方米，按

面积占比达到 30%，按价值占比达到 70%，总货值接近 3000 亿元人民币。未来几年公司的业绩将得到保障。

表 1、深圳控股土地储备

省份	城市	规划建筑面积 (平方米)	计容建筑面积 (平方米)	占比
	深圳	3,279,199	2,223,728	31%
	河源	273,827	221,143	3%
广东	惠州	1,141,796	841,001	12%
	顺德	245,242	180,390	2%
	三水	651,831	464,553	6%
	常州	125,939	100,439	1%
江苏	泰州	655,796	513,899	7%
	姜堰	376,961	315,806	4%
	巢湖	104,384	92,679	1%
安徽	马鞍山	974,072	760,647	11%
湖北	武汉	948,203	806,362	11%
湖南	长沙	373,699	299,409	4%
辽宁	沈阳	40,200	36,197	1%
四川	成都	383,000	313,000	4%
其他		59,952	59,952	1%
	合计	9,634,101	7,229,205	100%

数据来源:公司资料,兴业证券研究所

- **财务状况稳定:** 受益于火爆市场,公司现金回流加快,在偿还部分高息债务以后,公司的净负债率降至 36.5%,平均融资成本降至 4.6%,截至 2015 年底持有现金 138 亿元港币,财务状况稳定。公司的债务结构也得到优化,总有息负债降至 261.6 亿元港币,其中非人民币债务占比 40%,总额为 104.6 亿元港币,比同期减少了 20 亿元,公司将进一步优化债务结构,减少人民币汇率波动产生的影响。
- **我们的观点:** 深圳控股自实施“聚焦深圳”这一策略以来,土地储备结构得到完善,目前深圳土地储备按面积算占比达到 30%,按价值算达到 70%;另外,公司正逐步退出三、四线城市,聚焦核心城市的战略被证明是正确的。公司未来将加大持有深圳的优质商业项目,保持稳定的租金收入。深圳“限购”政策比预期要宽松,对公司的影响不大。从估值来看,目前公司 7 倍 PE,息率为 5.2%,建议关注。
- **风险提示:** 地产去库存不及预期,宏观经济增长放缓,深圳限购政策加紧。

表 2、深圳控股 2015 年全年业绩主要财务指标变动情况

(单位: 千元 RMB)	2014	2015	变动	评价
收益	13,827,105	18,428,172	33.3%	结算项目深圳地区占比提升至 57%，结算均价大幅提升。
销售成本	-9,754,161	-12,053,688	23.6%	
毛利	4,072,944	6,374,484	56.5%	深圳地区结算物业面积占比达到 57%，毛利率达到 49.6%。
其他收入及利得	2,447,607	615,869	-74.8%	2014 年收购产生了一次性的收入。
投资物业公允价值增加	1,610,905	1,514,278	-6.0%	
销售及分销成本	-412,084	-483,087	17.2%	
行政开支	-1,000,185	-867,298	-13.3%	
其他开支	-820,054	-542,978	-33.8%	
融资成本	-742,762	-708,484	-4.6%	
合营公司	46,484	7,092	-84.7%	
联营公司	650,117	600,753	-7.6%	
除税前溢利	5,852,972	6,510,629	11.2%	
所得税开支	-2,348,878	-3,423,377	45.7%	土地增值税同比提升 87%。
净利润	3,504,094	3,087,252	-11.9%	
非持续业务净利润	1,947		-100.0%	一次性处置。
年内溢利	3,506,041	3,087,252	-11.9%	
下列应占:				
母公司拥有人	3,131,316	2,868,796	-8.4%	
非控股权益	374,725	218,456		
每股盈利	53.62	40.56	-24.4%	2014 年配股有摊薄效果。
股息	1,064,969	1,181,443	10.9%	

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

2015 年度业绩会 Q&A**Q1、对深圳房地产市场和竞争格局的看法？**

深圳刚出台调控政策，相对比较温和。深圳的供求关系仍然处于失衡状态，尤其是住宅。深圳对住宅的需求每年都在增长，人口每年净流入达到 80-100 万，在货币宽松的情况下，投资需求也很强劲。虽然政府开始调控，但需求大于供应的状况会长期维持。公司未来依然看好深圳的市场。

Q2、公司在深圳的土地储备达到 400 万平米，按货值算大概有 3000 亿元，如果按每年 10-20%的增长，是不是过于保守？

这是一个公司资源如何释放的问题，首先，行业的增速已经放缓，其次，10-20%的增长是一个很稳健的增速，公司对未来的价格没有做太乐观的预期，因此对销售的速度也比较保守，最终达到 400-500 亿元的年销售额，让价值有序的释放；最后，公司的产品结构也在发生变化，会持有更多的投资物业，这部分不会体现在合同销售上。

Q3、汇兑损失达到 17 亿元，未来如何应对人民币汇率波动的影响？

汇兑损失 17 亿元是因为公司的资产在国内，以人民币计值，但公司的财报是以港币计值的，反应了人民币汇率的波动，内地和香港的资本流动还没有完全放开，随着国内债市的放开，公司会考虑加大人民币融资，主要基于买地和开发。

Q4、三、四线城市项目的处置计划？塘朗城和东岭项目今年的推盘计划？

对于一些有所回暖的三四线城市，公司会继续销售，有些也会加大开工。而那些没有气色的城市，将坚决处置掉。塘朗城目前只剩下公寓部分，9 月份将开售。深业东岭项目，今年将会有住宅项目推出，总销售额可达到 25 亿元。

Q5、深圳旧改项目的工期？

旧改项目主要受制于拆迁。一般情况下需要 6-8 年，长的可能需要 10-14 年。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhUSD@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyiqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。