

买入 (维持)

目标价: 4.61 港元

现价: 3.05 港元

预期升幅: 51.1%

市场数据

报告日期	20160612
收盘价(港元)	3.05
总股本(亿股)	73.84
总市值(亿港元)	215.75
股东净资产(亿元)	333.26
总资产(亿元)	910.85
每股净资产(元)	4.70

数据来源: Wind

相关报告

《“聚焦深圳”策略取得成效》
20160401 业绩点评
《聚焦深圳, 与城市共同成长》
20160606 深度报告

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

00604.HK 深圳控股**5 月合同销售符合预期, 深圳土地价值提升**

2016 年 06 月 12 日

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	18,428	22,247	26,395	31,464
同比增长(%)	33.3	20.7	18.6	19.2
净利润(百万元)	2,869	3,444	4,104	4,942
同比增长(%)	-8.4	20.1	19.1	20.4
毛利率(%)	34.6	32.2	33.0	34.0
净利润率(%)	15.6	15.5	15.5	15.7
净资产收益率(%)	8.6	9.8	11.0	12.3
每股收益(港元)	0.41	0.49	0.58	0.70
每股派息(港元)	0.16	0.15	0.17	0.21

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

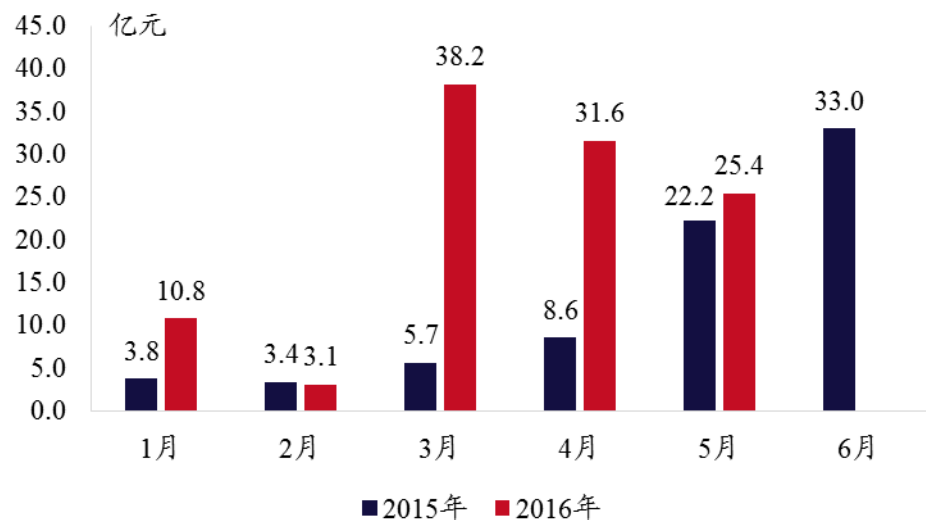
投资要点

- **5 月份合同销售符合预期:** 公司公布 5 月份未经审计合同销售额达到人民币 25.37 亿元, 比 2015 年同期上升 14.3%, 合同销售面积为 10.7 万平方米, 比 2015 年同期下降 25.2%, 合同销售主要由深业上城、深业中城、观澜玫瑰苑等项目。1-5 月份公司累计合同销售金额为 108.94 亿元, 比 2015 年同期大幅上升 1.5 倍, 合同销售面积为 48.2 万平方米, 比 2015 年同期上升 42%, 平均售价为 22619 元每平方米。截至 5 月底, 公司已经完成全年销售目标的 58%。
- **我们的观点:** 5 月份深圳房地产市场继续高位盘整, 公司 5 月份合同销售继续表现强劲, 完成全年 185 亿元的销售目标是大概率事件。“深圳地王”项目的出现, 抬升了整个土地市场的价格, 对现有大量深圳土地储备的公司是利好。并且深圳控股不需要去公开市场上争抢地王, 通过母公司项目注入或者获取旧改项目降低了公司的土地成本和运营风险, 大大提升了公司的安全边际。我们维持深圳控股的“买入”评级, 目标价 4.61 港元, 相当于公司 NAV 折让 27%, 较现价有 51.1% 的上升空间。
- **风险提示:** 公司面临的主要风险包括 1) 中国宏观经济增长不及预期以及房地产行业政策的变动, 2) 深圳出台更严格地产政策, 3) 公司深圳旧改项目进展具有不确定性。

报告正文

- **5 月份合同销售符合预期：**公司公布 5 月份未经审计合同销售额达到人民币 25.37 亿元，比 2015 年同期上升 14.3%，合同销售面积为 10.7 万平方米，比 2015 年同期下降 25.2%，合同销售主要由深业上城、深业中城、观澜玫瑰苑等项目。其中，3 月份通过大宗交易方式预售给深圳国际控股有限公司的深业中城写字楼于 5 月份确认为合同销售，金额为 11.68 亿元。1-5 月份公司累计合同销售金额为 108.94 亿元，比 2015 年同期大幅上升 1.5 倍，合同销售面积为 48.2 万平方米，比 2015 年同期上升 42%，平均售价为 22619 元每平米。截至 5 月底，公司已经完成全年销售目标的 58%。

图 1、1-5 月份公司合同销售金额

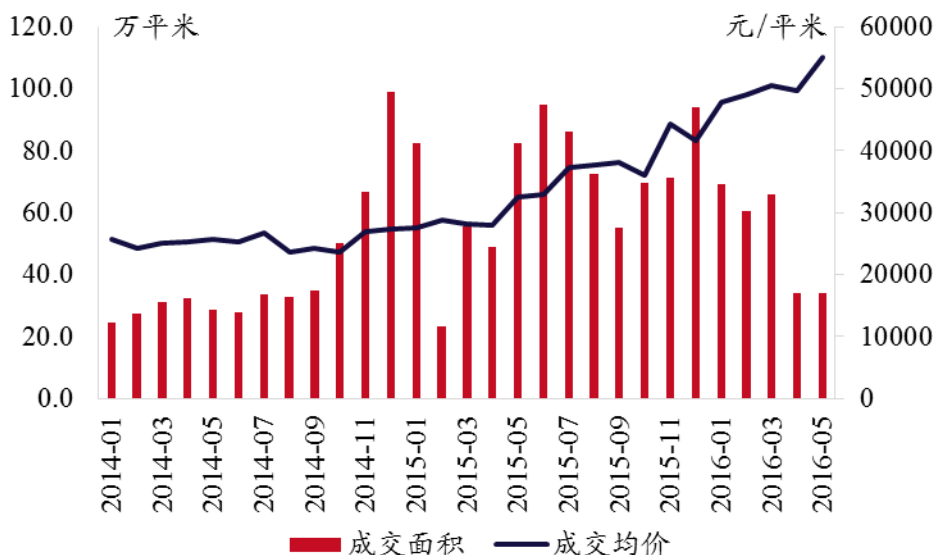


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **深圳地王频出，深圳土地价值提升：**电建金茂联合体于 6 月 2 号以总价 82.89 亿元人民币竞得龙华地块，该项目占地面积 3.57 万平方米，规划建筑面积 14.6 万平方米，折合楼面地价 5.68 万元每平米，该项目是深圳市商品房现售试点项目，即仅当项目取得不动产权证书以后才能以现售形式对外销售，加大了开发期间的财务成本，预计 2 年后的售价可达 9-10 万每平米。6 月 8 日，龙光地产以总价 140.6 亿元竞得深圳市光明新区的一宗商住用地，总建筑面积为 50.9 万平方米，折合楼面地价 27620 元每平米，是 2016 年全国总价地王。深圳控股位于深圳的 300 万平方米的土地价值大大提升，公司并不需要在公开市场上争抢地王，通过母公司项目注入或者获取旧改项目，大大降低了公司的土地成本以及运营风险，提升了公司的安全边际。
- **5 月份深圳房地产市场继续高位盘整：**5 月份商品房成交面积为 34.2 万平方米，

与4月份基本持平，与2015年同期比下降了58.5%；成交均价为5.5万元每平方米，环比增长10.9%，同比增长69.1%。当前的市场状况有利于公司深圳项目的去化。

图 2、深圳商品房月度成交面积及均价



资料来源：Wind，兴业证券研究所

- **我们的观点：**5月份深圳房地产市场继续高位盘整，公司5月份合同销售继续表现强劲，完成全年185亿元的销售目标是大概率事件。“深圳地王”项目的出现，抬升了整个土地市场的价格，对现有大量深圳土地储备的公司是利好。并且深圳控股不需要去公开市场上争抢地王，通过母公司项目注入或者获取旧改项目降低了公司的土地成本和运营风险，大大提升了公司的安全边际。我们维持深圳控股的“买入”评级，目标价4.61港元，相当于公司NAV折让27%，较现价有51.1%的上升空间。
- **风险提示：**公司面临的主要风险包括 1) 中国宏观经济增长不及预期以及房地产行业政策的变动，2) 深圳出台更严格地产政策，3) 公司深圳旧改项目进展具有不确定性。

附表

资产负债表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
单位:百万元				
流动资产	55,498	60,760	67,257	74,171
货币资金	9,708	12,207	14,642	16,255
受限制性现金	4,111	4,111	4,111	4,111
应收账款	528	610	795	862
其他流动资产	1,709	1,709	1,709	1,709
存货	39,442	42,123	45,999	51,234
非流动资产	35,587	35,780	35,963	36,137
物业、厂房及设备	4,144	4,337	4,520	4,694
商誉	323	323	323	323
投资物业	20,908	20,908	20,908	20,908
联营、合营公司投资	6,875	6,875	6,875	6,875
其他非流动资产	1,950	1,950	1,950	1,950
递延税项资产	1,387	1,387	1,387	1,387
资产总计	91,085	96,540	103,220	110,308
流动负债	30,677	32,694	34,963	37,179
短期借款	9,248	10,998	12,998	14,998
应付账款	14,934	15,201	15,470	15,686
应付税项	6,495	6,495	6,495	6,495
非流动负债	24,839	26,589	28,589	30,589
长期借款	17,416	19,166	21,166	23,166
递延收入	32	32	32	32
递延所得税负债	7,391	7,391	7,391	7,391
负债合计	55,516	59,283	63,552	67,768
股本	17,478	17,478	17,478	17,478
储备	15,847	17,535	19,946	22,818
少数股东权益	2,243	2,243	2,243	2,243
股东权益合计	35,569	37,256	39,667	42,540
负债及权益合计	91,085	96,540	103,220	110,308

现金流量表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	6511	7361	8717	10435
折旧和摊销	156	207	217	226
公允价值变动损失	-1514	-1514	-1514	-1514
财务费用	364	295	379	469
所得税开支	-2168	-2331	-2761	-3305
营运资金的变动	2137	-2495	-3793	-5086
经营活动产生现金流量	3756	275	-87	-197
投资活动产生现金流量	3007	-419	-419	-419
融资活动产生现金流量	-5209	2865	3162	2449
现金净变动	1554	2721	2656	1834
现金的期初余额	8375	9708	12207	14642

利润表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
单位:百万元				
营业收入	18,428	22,247	26,395	31,464
营业成本	-12,054	-15,073	-17,673	-20,778
其它收益	615	890	1,056	1,259
销售费用	-483	-578	-660	-787
管理费用	-867	-1,001	-1,135	-1,290
其他费用	-543	-667	-792	-944
营业利润	5,096	5,817	7,191	8,924
财务费用	-708	-639	-724	-814
公允价值变动	1,514	1,514	1,514	1,514
联营收益	608	669	735	809
税前盈利	6,511	7,361	8,717	10,435
所得税	-3423	-3680	-4358	-5217
税后盈利	3,087	3,680	4,358	5,217
少数股东损益	-218	-236	-255	-275
归属母公司净利润	2,869	3,444	4,104	4,942
EPS(元)	0.41	0.49	0.58	0.70

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性(%)				
营业收入增长率	33.3	20.7	18.6	19.2
营业利润增长率	18.8	14.1	23.6	24.1
净利润增长率	-8.4	20.1	19.1	20.4
盈利能力(%)				
毛利率	34.6	32.2	33.0	34.0
净利率	15.6	15.5	15.5	15.7
ROE	8.6	9.8	11.0	12.3

偿债能力(%)

资产负债率	39	40	41	44
流动比率	1.8	1.9	1.9	2.0

营运能力(次)

资产周转率	20.2	23.0	25.6	28.5
-------	------	------	------	------

每股资料(元)

每股收益	0.41	0.49	0.58	0.70
每股净资产	4.71	4.95	5.29	5.70

估值比率(倍)

PE	7.8	6.5	5.5	4.6
----	-----	-----	-----	-----

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
朱元贱	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	zengyayi@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。