

02777.HK 富力地产

未评级

维持高分红派息带来吸引力

2016年08月26日

市场数据

报告日期	2016.08.26
收盘价(港元)	12.46
总股本(亿股)	32.22
港股股本(亿股)	10.15
总市值(亿港元)	401.51
港股值(亿港元)	129.92
股东净资产(亿元)	429
总资产(亿元)	1837.3
每股净资产(元)	16.45

数据来源: Wind

相关报告

《恢复派息, 静候 A 股上市》2015 年度业绩点评 20160311

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

主要财务指标

会计年度: 31/12	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(亿元)	304	363	347	443
增长率(%)	11.0%	19.4%	-4.4%	27.7%
毛利	124	142	123	142
毛利率	40.8%	39.1%	35.4%	32.1%
净利润	57	77	65	67
增长率(%)	17.2%	35.2%	-14.9%	3.1%
净利率	18.6%	21.1%	18.8%	15.1%
每股收益(元)	1.72	2.39	1.63	1.75
每股股息(元)	0.6	0.62	-	1.2

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

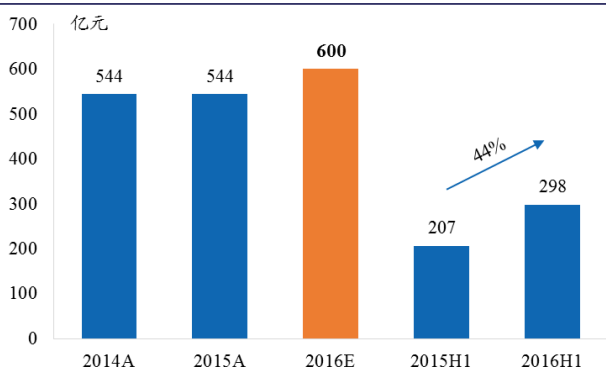
投资要点

- **中期业绩好于市场预期:** 2016 年上半年富力地产实现营业收入 223.9 亿元人民币(下同), 同比增加 76.0%, 毛利为 57 亿元, 同比上升 51.6%, 毛利率为 25.4%, 同比降低 4.1 个百分点, 核心净利润为 18.9 亿元, 同比增长 70.3%, 中期业绩好于市场预期。公司继续派发中期股息, 达到每股 0.3 元, 半年派息总额占核心净利润的 43%, 维持高分红派息。
- **合约销售保持规模:** 1-6 月份合约销售额为 297.9 亿元, 同比增长 44.0%; 合约销售面积 243.5 万平方米, 同比增长 43.0%; 每平方米销售单价 12,234 元, 约完成全年销售目标 600 亿的 50.0%, 公司继续保持合约销售规模, 希望 2016-2018 三年的累计合约销售额能达到 2000 亿元, 从目前公司持有的储备来看是可以实现的。从前 7 个月合约销售额分布来看, 一线城市占比 46%, 二线城市占比 49%, 三线城市和海外分别占比 3% 和 2%。公司预计 2016 年下半年将新增 340 亿货值, 总可售货值达到 860 亿元, 预计可以轻松超过全年 600 亿元销售目标。
- **股息收益率高:** 公司自 2015 年恢复派息以来, 继续保持高派息的政策, 期内公司决定派息每股 0.3 元, 派息比例达到核心净利润的 43%, 未来派息政策维持稳定。上半年结算项目仅占全年的 30% 左右, 如果下半年结算按计划进行, 并维持上半年的盈利水平和派息率, 下半年的派息有望达到 0.6 元, 全年派息将达到 0.9 元, 按照当前股价, 股息收益率将达到 8%。
- **我们的观点:** 公司继续保持稳健的发展策略, 合约销售稳中有升; 土地储备优质, 绝大部分位于一、二线城市, 在本轮土地价格上涨的同时, 公司的土地价值提升更为明显, 公司将继续深耕现有城市, 加大对一线城市的土地布局, 进入了全部的四个一线城市; 公司的净负债率有所提升, 但债务结构优化, 风险可控。从估值来看, 公司目前 6 倍 PE, 股息收益率达到 8%, 对长线资金有很大吸引力, 建议关注。
- **风险提示:** 宏观经济增长放缓、行业政策转向。

报告正文

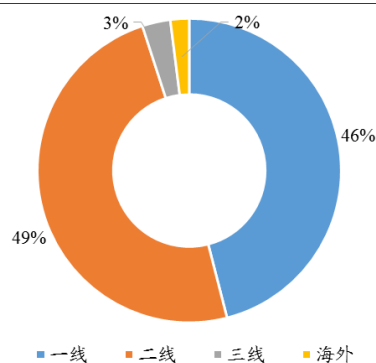
- **中期业绩好于市场预期:** 2016年上半年富力地产实现营业收入223.9亿元人民币(下同),同比增加76.0%,毛利为57亿元,同比上升51.6%,毛利率为25.4%,同比降低4.1个百分点,核心净利润为18.9亿元,同比增长70.3%,中期业绩好于市场预期。公司继续派发中期股息,达到每股0.3元,半年派息总额占核心净利润的43%,维持高分红派息。

图 1、合约销售情况



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

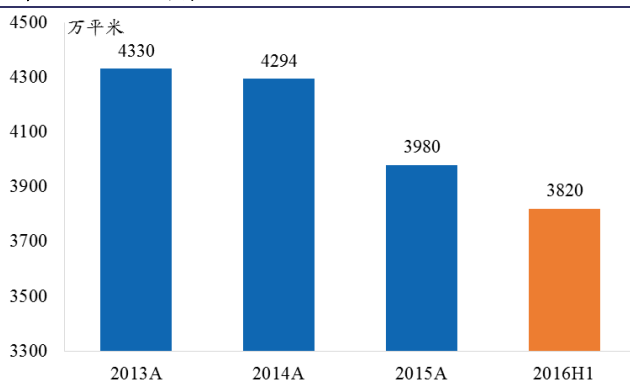
图 2、合约销售金额按城市划分



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

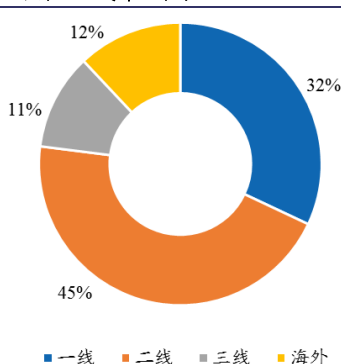
- **合约销售保持规模:** 1-6月份合约销售额为297.9亿元,同比增长44.0%;合约销售面积243.5万平方米,同比增长43.0%;每平方米销售单价12,234元,约完成全年销售目标600亿的50.0%,公司继续保持合约销售规模,希望2016-2018三年的累计合约销售额能达到2000亿元,从目前公司持有的储备来看是可以实现的。从前7个月合约销售额分布来看,一线城市占比46%,二线城市占比49%,三线城市和海外分别占比3%和2%。公司预计2016年下半年将新增340亿货值,总可售货值达到860亿元,预计可以轻松超过全年600亿元销售目标。

图 3、土地储备



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 4、土地储备按城市划分

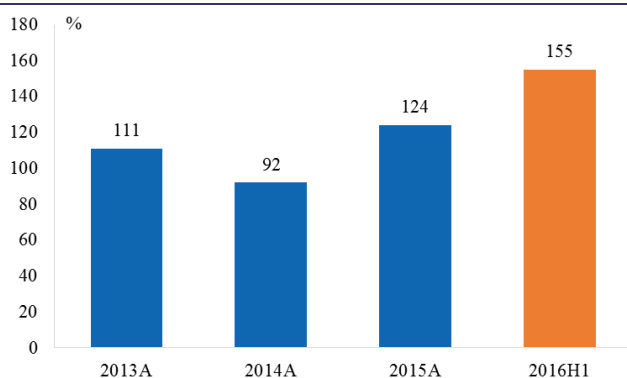


资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

- **审慎的土地收购策略:** 基于目前地价走势,公司对土地收购保持审慎态度,土地储备战略继续着眼于长三角,京津,广深,太原和海南这五大区域。上半年合计收购土地149万平方米,权益应占土地款为54.7亿元。目前公司总

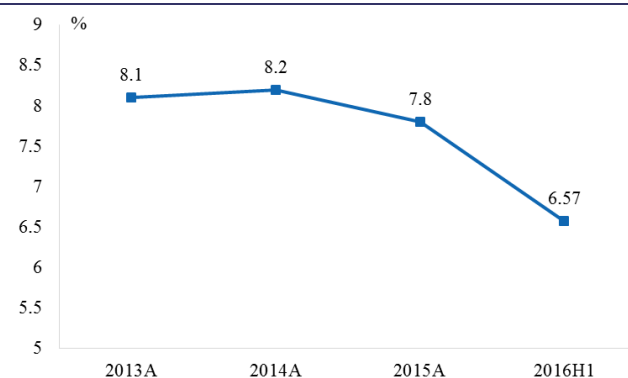
土地储备约为 3,820 万平方米, 平均土地均价为 1,700 元每平方米。按区域划分, 一线城市占 32%, 二线城市占 45%, 其余为次级城市及海外地区, 土地储备相当优质。公司于上半年正式进军深圳, 获得两个城市更新项目, 总可售面积 24.8 万平方米。公司完成在四个一线城市的布局, 总可售面积达到 383 万平方米, 总可售货值达到 790 亿元, 而平均土地成本仅为 5,400 元每平方米。

图 5、净负债率



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

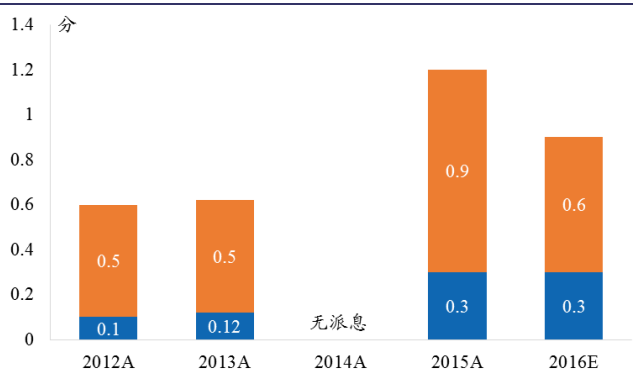
图 6、融资成本



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

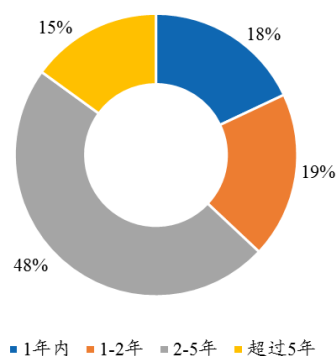
- **财务状况有待改善:** 公司目前现金储备充足, 达到人民币 373 亿元。有息负债总计 1,077 亿元, 债务结构比较合理, 1-2 年期债务占比 19%, 2-5 年期债务占 48%, 超过 5 年的债务占 15%。净负债率由于偿还永续债的原因提升较大约为 155%, 但整体风险可控。公司融资成本由去年同期 8.13% 减少至今年的 6.57%。

图 7、每股派息额



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 8、债务结构分类



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

- **股息收益率高:** 公司自 2015 年恢复派息以来, 继续保持高派息的政策, 期内公司决定派息每股 0.3 元, 派息比例达到核心净利润的 43%, 未来派息政策维持稳定。上半年结算项目仅占全年的 30% 左右, 如果下半年结算按计划进行, 并维持上半年的盈利水平和派息率, 下半年的派息有望达到 0.6 元, 全年派息将达到 0.9 元, 按照当前股价, 股息收益率将达到 8%。
- **我们的观点:** 公司继续保持稳健的发展策略, 合约销售稳中有升; 土地储备

优质，绝大部分位于一、二线城市，在本轮土地价格上涨的同时，公司的土地价值提升更为明显，公司将继续深耕现有城市，加大对一线城市的土地布局，进入了全部的四个一线城市；公司的净负债率有所提升，但债务结构优化，风险可控。从估值来看，公司目前 6 倍 PE，股息收益率达到 8%，对长线资金有很大吸引力，建议关注。

- **风险提示：**宏观经济增长放缓、行业政策转向。

业绩会 Q&A

Q1: 公司的土地收购策略？

A: 公司未来会集中在 5 个片区发展，分别是华东的长三角、京津、广深、海南和太原。今年华东区表现的非常强劲，未来会着重这些一个小时的交通能到达的区域，现在正在和当地的政府做积极的沟通，公司希望以比较低的成本去拿地。我们会收购一些珠海的房地产企业，因为这些小型企业很难拿到资金，现在地价上涨给了这些企业很好的脱身的机会，我们的收购价格会有折扣。我们还是长期看好海南的，海南岛是中国经济持续向好的获益者。最后公司把太原独立了出来，公司在太原一直做的不错，在太原的土储在整个市场都是前三名。在规模上，我们希望 2016-2018 年完成 2000 亿元左右的合约销售额度，如果 16% 的净利率的话就有 320 亿的净利润，18% 就是 360 亿。我们认为中国还是有足够的财政实力去保护中国的经济向前发展。现在中国的政府其实就是把中国的房地产业作为重要的支柱产业来扶持。

Q2: 为什么利息成本的资本化小了很多？

A: 主要是因为项目刚刚开工，目前还不能把所有的利息资本化掉。现在的利息资本化率就是 60% 左右，还是因为我们的项目的开工速度的因素。另外资本化的数字减少，是因为公司整体融资成本在降低。

Q3: 公司毛利率情况？

A: 还有 570 亿未确认的部分毛利率可以维持在 30% 以上。上半年主要是一些城市的毛利率较低，拖累了整体的毛利率，随着下半年广州北京天津等毛利率较高项目入账，毛利率会有提升。

Q4: 公司派息的政策？

A: 派息是大家关注的问题，公司会继续保持现有的派息政策。如果继续派出经营利润的 40%，上半年派的 0.3 元相当于全年 1/3 的水平。从公司的盈利水平来看，

受益于整体市场的回暖和公司内部费用的控制，2016 年整体的毛利率水平将不会低于 2015 年的水平。

Q5: 公司要完成 2000 亿的销售，还要补充多少的土储？

A: 公司是希望三年完成 2000 亿元，大概就是 2016 年 600 亿元，2017 年 660 亿元，2018 年 700 亿元左右。其实公司对市场的看法也是在一直变动的。现在地价上涨，而公司在北京，天津，长三角都有很好地土地储备，公司都是受益者。公司也在参与北京和广州的旧城改造，现在不会去追贵的土地。在财务上要不断拿融资成本低的资金还融资成本高的资金。这些已经能保证公司 2000 亿的销售目标，还能保证 16-18% 的税后利润，也希望市场能带来更大的红利。

Q6: 公司剩下的永续债将如何处理？

A: 公司会尽量把永续债还掉。

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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
朱元或	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	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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。