

买入 (维持)

0604.HK 深圳控股

目标价: 4.96 港元

现价: 3.81 港元

中期业绩好于预期, 加大派息力度

2016年09月01日

预期升幅: 30%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2016.09.01

收盘价(港元)	3.81
总股本(亿股)	76.34
总市值(亿港元)	290.87
股东净资产(亿元)	330.4
总资产(亿元)	1028.5
每股净资产(元)	4.33

数据来源: Wind

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
每股股息(元)	0.16	0.22	0.24	0.28

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

## 投资要点

## 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  
《5月合同销售符合预期, 深圳土地价值提升》  
20160612 跟踪报告

## 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

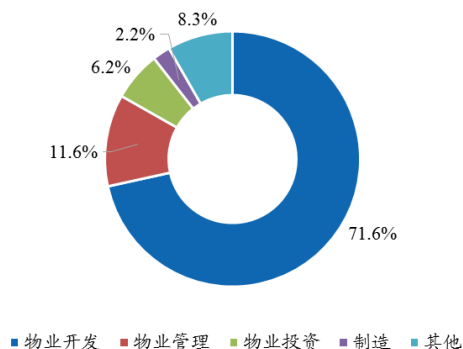
联系人: 宋健  
songjian@xyzq.com.cn

- **中期业绩好于预期:** 2016年上半年公司营业收入 63.82 亿港元, 同比增长 1.6%; 毛利为 21.57 亿, 同比增长 1%, 毛利率为 33.8%; 上市公司股东应占盈利为 16.55 亿元, 大幅上涨 68%, 核心净利润为 5.89 亿元, 同比增长 34.6%, 核心净利润为 9.2%, 中期业绩好于预期。中期每股派息 7 港仙, 同比大幅上涨 133.3%, 派息力度加大, 即使按保守估计末期派息跟上一年一致, 全年派息将达到 20 港仙, 按照现在股价, 股息收益率超过 5%。
- **合约销售稳步增长:** 公司期内房地产合约销售额为 140 亿元, 同比增长 83.4%; 合约销售面积 59 万平方米, 销售单价为 23732 元每平方米。完成全年目标的 76%, 下半年主推的项目包括深业上城写字楼、塘朗城写字楼和公寓等, 全年合约销售有望达到 200 亿元。公司合约销售的结构继续优化, 深圳的销售额占比为 82%, 其他一线城市达到 13%, 其他城市仅占 5%。
- **我们的观点:** 深圳控股“聚焦深圳”的策略开始显现成效, 无论从合约销售还是结算的物业项目, 深圳项目的比重都已明显加大。未来公司将继续扩充在深圳的土地储备, 作为深圳国资委旗下最大的地产开发平台, 有更多的机会参与深圳的城市建设当中, 与深圳其他国企的合作也值得期待。我们维持对公司盈利的预测, 2016-2018 年的营业收入分别为 222.47、263.95 和 314.64 亿港元(下同), 股东应占利润分别为 34.44、41.04 和 49.42 亿港元, 按年分别增长 20.1%、19.1% 和 20.4%, 预计 2016-2018 年公司将加大派息力度, 每股派息将达到 0.22、0.24 和 0.28 港元, 股息收益率超过 5%。由于深圳市场的火爆表现, 我们计算的公司每股资产净值 (NAV) 为 8.23 港元, 调高公司 12 个月目标价至 4.96 港元, 相当于 NAV 折让 30%, 较现价有 30% 上升空间, 维持买入评级。
- **风险提示:** 宏观经济增速放缓; 行业政策转向。

### 报告正文

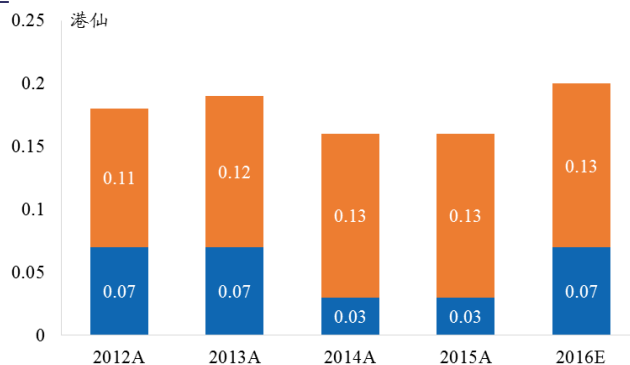
- 中期业绩好于预期:** 2016 年上半年公司营业收入 63.82 亿港元, 同比增长 1.6%; 毛利为 21.57 亿, 同比增长 1%, 毛利率为 33.8%; 上市公司股东应占盈利为 16.55 亿元, 大幅上涨 68%, 核心净利润为 5.89 亿元, 同比增长 34.6%, 核心净利润为 9.2%, 中期业绩好于预期。中期每股派息 7 港仙, 同比大幅上涨 133.3%, 派息力度加大, 即使按保守估计末期派息跟上年一致, 全年派息将达到 20 港仙, 按照现在股价, 股息收益率超过 5%。

#### 图 1、营业收入分板块占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

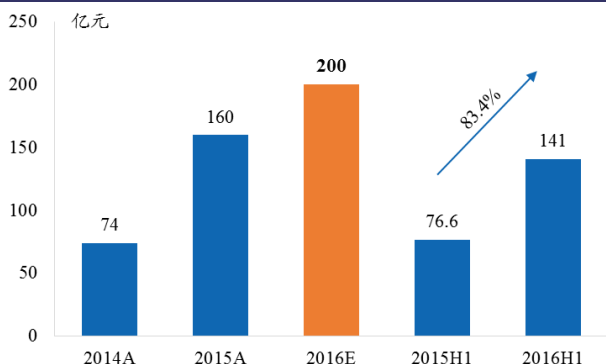
#### 图 2、历年派息情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

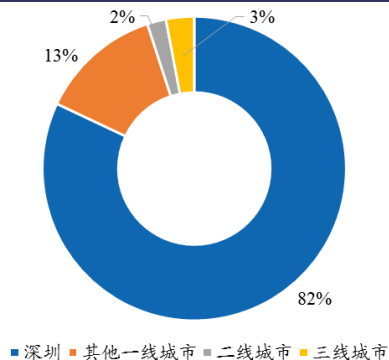
- 合约销售稳步增长:** 公司期内房地产合约销售额为 140 亿元, 同比增长 83.4%; 合约销售面积 59 万平方米, 销售单价为 23732 元每平方米。完成全年目标的 76%, 下半年主推的项目包括深业上城写字楼、塘朗城写字楼和公寓等, 全年合约销售有望达到 200 亿元。公司合约销售的结构继续优化, 深圳的销售额占比为 82%, 其他一线城市达到 13%, 其他城市仅占 5%。

#### 图 3、合约销售情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

#### 图 4、合约销售金额按区域划分

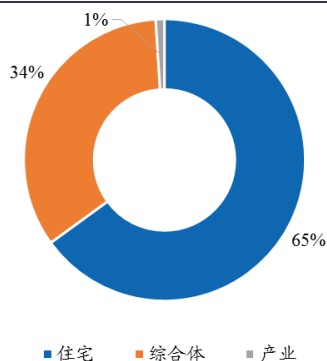


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- 土地储备优质:** 截止于六月底, 公司的总土地储备为 901.3 万平方米, 计容建筑面积为 694.8 万平方米, 其中深圳项目的面积占比为 33%, 若按价值计算, 则占比为 70%。公司主要获取土地的方式为母公司资产注入以及深圳的城市更新项目, 未来约有 300 万平方米左右的深圳土地储备有望进入上市公司。公

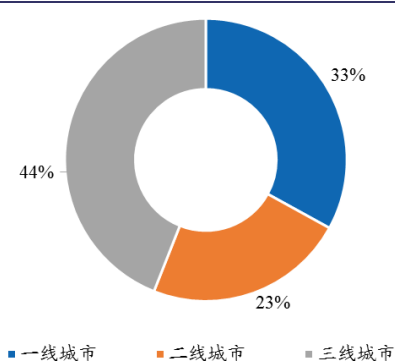
司没有公开市场抢地王的风险，土地获取成本可控。另外，公司有 34% 的土地为综合体项目，公司计划一部分核心物业用于出租，预计未来三年将增加 60 万平方米的持有物业。其他三、四线城市的项目公司将继续保持去化。

图 5、土地储备按类型划分



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

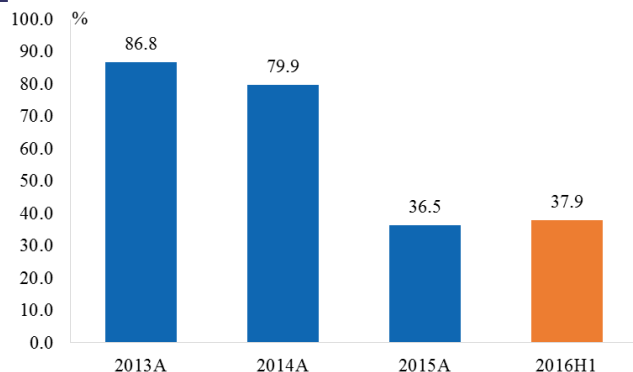
图 6、土地储备按城市划分



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

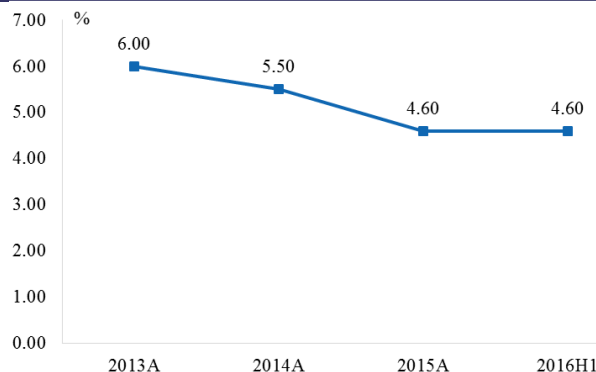
- **财务保持稳健：**由于没有新的土地收购，公司的财务依然保持稳健的水平，截至中期公司净负债率为 37.9%，持有现金达 144 亿元，现金充裕。公司的平均融资成本仍然维持在较低水平，仅为 4.6%。公司加大了派息力度，预计全年仍然能保持 30-40% 的派息比例。

图 7、净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 8、平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **我们的观点：**深圳控股“聚焦深圳”的策略开始显现成效，无论从合约销售还是结算的物业项目，深圳项目的比重都已明显加大。未来公司将继续扩充在深圳的土地储备，作为深圳国资委旗下最大的地产开发平台，有更多的机会参与深圳的城市建设当中，与深圳其他国企的合作也值得期待。我们维持对公司盈利的预测，2016-2018 年的营业收入分别为 222.47、263.95 和 314.64 亿港元（下同），股东应占利润分别为 34.44、41.04 和 49.42 亿元，按年分别增长 20.1%、19.1% 和 20.4%，预计 2016-2018 年公司将加大派息力度，每股派息将达到 0.22、0.24 和 0.28 港元，股息收益率超过 5%。由于深圳市场的火爆表现，我们计算的公司每股资产净值 (NAV) 为 8.23 港元，调高公司 12

个月目标价至 4.96 港元，相当于 NAV 折让 30%，较现价有 30% 上升空间，维持买入评级。

表 1、NAV 计算

类型	NAV 细则				
	百万人民币	百万港币	每股	占比	
开发物业	63,039	75,047	10.6	82%	
持有物业	13,601	16,191	2.3	18%	
<b>总资产</b>	<b>76,640</b>	<b>91,238</b>	<b>12.9</b>	<b>100%</b>	
减去:					
净负债	27,720	33,000	4.7		
净资产	48,920	58,238	8.2		
总股数 (百万股)		7,074			
<b>NAV</b>	<b>6.92</b>	<b>8.23</b>			
目标价		4.96			
折让		40%			
当前股价		3.81			
<b>上升空间</b>		<b>30%</b>			

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **风险提示：**宏观经济增速放缓；行业政策转向。

## 业绩会 Q&A

### Q1: 公司对深圳房价和市场的看法？

A: 深圳整体的房价这一年以来经历了很大的上涨，近期也有一些调整，成交量回落，但是某些售价低于市场预期的楼盘推出都会抢光。广州住房建设厅的领导在接受采访时的话有误解，我们深入了解后他想表达的意思是深圳房价在短时间内上涨过快，但这是基本面驱动的，有实际的需求，但房价也不能涨太快，要保持平稳的增长，对企业、对行业都是有利的。

### Q2: 面对更多的房企进入深圳，公司的应对措施？

A: 首先，公司的母公司深业集团是国企，跟政府之间有良好的沟通，我们的业务能够跟政府需求有一个很好的契合，在获取城市更新项目方面更有优势，另外，公司跟深圳同系的国企之间合作更顺畅。最后，房地产市场进入存量时代，公司通过多年的发展，积累了丰富的房地产开发运营经验，公司有能力和在深圳做更多的项目。公司未来主要通过参与城市更新项目、与其他国企合作等方式获取新的土地项目。深圳城市更新将以片区统筹的方式为主，公司在各片区都留有物业，在后续的开发中公司有很大的优势。

**Q3: 公司未来的利润率水平和增长情况?**

A: 公司在深圳有一定的土地储备, 计容建筑面积达到 230 多万方, 母公司还有 100 多万的土地储备, 另外通过合作还可以增加 50-60 万平方米的土地。土地储备可供公司未来 3-5 年的发展。年增长保持在 20% 左右。深圳项目的毛利率较高, 随着售价上升, 毛利率将有进一步提升的可能。未来公司将以开发-持有为主的发展策略, 在城市的核心区域增加持有物业, 降低风险, 享受持有物业的升值。同时兼顾短期和长期的发展, 对股东负责。

**Q4: 公司希望在深圳做到多大的规模? 会不会向周边城市扩张?**

A: 深圳目前常住人口超过 2000 万人, 过去 6 年深圳人口净流入 700 万, 这些年来, 深圳的土地开发非常快, 目前深圳的存量土地已经完成开发超过 50%, 而香港仅 23%。因此, 深圳面临的问题是有没有可供开发的土地。因此深圳的市场是供不应求, 特别是住宅这块。政府也在考虑拓展土地, 比如填海等, 但需要时间。深圳未来要完成 1000 公里的轨道交通, 未来沿着轨道交通去拓展也是未来的一个发展方向。公司已经着手在做。

**Q5: 物业管理平台的发展计划?**

A: 目前公司有 6 家一级资质的物业管理公司, 其中 4 家为住宅, 2 家为园区, 2 家园区物业管理公司分别是天安和泰然, 管理了 20 个多园区。4 家物业管理公司正在整合, 希望通过股份制改造, 未来可考虑分拆上市。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>55,498</b>	<b>60,760</b>	<b>67,257</b>	<b>74,171</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>35,587</b>	<b>35,780</b>	<b>35,963</b>	<b>36,137</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>91,085</b>	<b>96,540</b>	<b>103,220</b>	<b>110,308</b>
<b>流动负债</b>	<b>30,677</b>	<b>32,694</b>	<b>34,963</b>	<b>37,179</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>24,839</b>	<b>26,589</b>	<b>28,589</b>	<b>30,589</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>55,516</b>	<b>59,283</b>	<b>63,552</b>	<b>67,768</b>
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
<b>股东权益合计</b>	<b>35,569</b>	<b>37,256</b>	<b>39,667</b>	<b>42,540</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>91,085</b>	<b>96,540</b>	<b>103,220</b>	<b>110,308</b>

## 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
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3756</b>	<b>275</b>	<b>-87</b>	<b>-197</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>3007</b>	<b>-419</b>	<b>-419</b>	<b>-419</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-5209</b>	<b>2865</b>	<b>3162</b>	<b>2449</b>
现金净变动	1554	2721	2656	1834
现金的期初余额	8375	9708	12207	14642
现金的期末余额	<b>9,708</b>	<b>12,207</b>	<b>14,642</b>	<b>16,255</b>

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>18,428</b>	<b>22,247</b>	<b>26,395</b>	<b>31,464</b>
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	<b>-667</b>	<b>-792</b>	<b>-944</b>
<b>营业利润</b>	<b>5,096</b>	<b>5,817</b>	<b>7,191</b>	<b>8,924</b>
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
<b>税前盈利</b>	<b>6,511</b>	<b>7,361</b>	<b>8,717</b>	<b>10,435</b>
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
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,869</b>	<b>3,444</b>	<b>4,104</b>	<b>4,942</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.41</b>	<b>0.49</b>	<b>0.58</b>	<b>0.70</b>

## 主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长性(%)</b>				
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
<b>盈利能力(%)</b>				
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
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	39	40	41	44
流动比率	1.8	1.9	1.9	2.0
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	20.2	23.0	25.6	28.5
<b>每股资料(元)</b>				
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
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	7.8	6.5	5.5	4.6
PB	0.67	0.64	0.60	0.56



## 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	yanchen@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](http://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。