



## 買入

日期：2019年3月7日  
恒生指數：28,779.45 (3月7日)

收市價：1.79 港元 (3月7日)  
12個月目標價：2 港元  
上升潛力：+11.7%

## 內地房地產

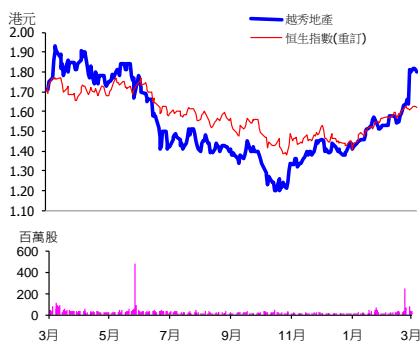
### 股份資料

股票代號：123 HK  
市值：280.22 億港元  
總發行股數：\*154.82 億  
30日平均成交額：5,800 萬港元  
估計流通量：50.2%  
資產回報率：1.6%  
主要股東：廣州越秀集團 - 39.8%  
廣州地鐵 - 19.9%

\*包含向廣州地鐵配售 30.81 億股新股

來源：公司、彭博

### 股價圖



來源：彭博、南華資料研究

## 越秀地產 (123 HK)

### 受惠大灣區發展 引廣州地鐵作股東應有後著

- **越秀地產受惠大灣區發展且估值吸引** - 越秀地產(「越秀」)土儲近半位於大灣區，將受惠大灣區及軌道交通沿綫物業發展，加上房貸利率預期逐步回調，為樓價及成交量帶來支持。越秀目標毛利率維持穩定，且合同銷售持續增長。公司剛引廣州地鐵作股東，意味雙方未來還有更多合作機會。基於越秀 2019 年預測市賬率只有 0.48 倍應屬偏低，我們以 2018 年的市賬率 0.56 倍及 2019 年預測每股賬面值人民幣 3.171 元作估算，目標價 2 港元，建議買入。
- **2018 業績符合預期，毛利率增長強勁** - 越秀 2018 年盈利為 27.3 億元(人民幣·下同)，按年增加 20.7%，符市場預期。每股盈利 0.22 元。撇除物業重估及淨匯兌損益的核心淨利潤按年上升 19.6%至 28.1 億元，主要得益於銷售上升，毛利率按年上升 6.1 個百分點至。全年派息每股 0.08 元，按年增加 1.1%，派息比率下降約 5.3 個百分點至 36%，周息率近 5.2%。雖然預期平均股本回報率於 2019 年有所下降，主因是新購項目短期內對盈利貢獻不大。
- **2019 年合同銷售料增 18%** - 越秀 2019 年銷售目標為人民幣 680 億元，按年升 17.6%，較以往保守。可售庫存人民幣 1,312 億元，可售庫存中 58%位於大灣區，16%位於中部地區，15%位於長三角地區，餘下 11%位於環渤海，銷售目標為可售庫存的 51.8%。此外，越秀 2018 年已售未入賬銷售為人民幣 639 億元，按年上升 61%，均價約每平方米人民幣 23,400 元，按年增加 26%。2018 年合同銷售金額達人民幣 577.8 億元，按年增加 41.4%，高於銷售目標人民幣 550 億元。2018 年合同銷售均價為人民幣 20,900 元。鑑於近期市場對加息預期降溫，亦有深圳地區銀行下調房貸利率，市場普遍預期大灣區房貸利率將逐步回調，為樓價及成交量帶來支持。
- **毛利率難再突破** - 越秀 2018 年毛利率為 31.8%，較 2017 年之 25.7%上升 6.1 個百分點，為 5 年來最高(2014 年、2015 年和 2016 年分別為 26.4%、21.1%和 20.8%)。但公司今年毛利率目標是 25-30%，故相信樓價上升的正面因素已被地價上升所抵消。
- **土儲集中大灣區** - 2018 年新增的 16 幅土地，總建築面積約為 505 萬平方米，與去年持平，而按權益計算，越秀應佔建築面積為 192 萬平方米，按年下跌約 9%。新增土地每平方米均價為人民幣 5,100 元。越秀總應佔土地儲備約 1,092 萬平米，大灣區佔約 48.2%。在大灣區發展規劃綱要下，料未來灣區人口、產業及科技創新發展，將吸引國內外人才落戶大灣區，對區內住屋需求帶來支援，推動房地產市場持續穩健發展。
- **引廣州地鐵作股東，意味雙方未來還有更多合作機會** - 越秀以每股 2 元向廣州地鐵配售 30.81 億股，涉及總代價 61.6 億港元，使廣州地鐵成為其第二大股東，同時越秀附屬亦以 141 億元收購廣州地鐵項目「品秀星圖」86%權益及貸款。該項目毗鄰廣州地鐵網絡第 13 號線官湖站，開發中部分可提供 22.8 萬平方米住宅建築面積，計劃 2021 年完成，餘下未開發部分可提供 56.7 萬平方米住宅面積。根據公告，開發中部分住宅單位元元售價介乎每平方米 25,000 元至 31,000 元人民幣。
- **收購「品秀星圖」後淨負債比率回升至 72.8%** - 2018 年總借貸按年上升約 12%至人民幣 534 億元，平均借貸利率由 2017 年的 4.3%上升至 2018 年的 4.82%。美元及港元借貸比例由 2017 年的 23%上升至 2018 年的 36%。現金及現金等價物按年上升 30.6%至人民幣 271.6 億元，使淨負債比率下降至 61.2%。配股後越秀淨資產增加 61.6 億港元但現金減少約人民幣 141.1 億元，淨負債比率回升至 72.8%，與 2017 年相若。於一年及兩年內到期的債務分別佔總債務 11%及 15%。

### 盈利資料

截至 12 月 31 日		2017 年	2018 年	2019 年 預測	2020 年 預測	2021 年 預測
營業收入	百萬人民幣	23,794	26,433	31,856	38,324	42,817
按年增長	%	14.0	11.1	20.5	20.3	11.7
股東應佔盈利	百萬人民幣	2,260	2,728	2,836	3,300	3,889
按年增長	%	46.8	20.7	3.9	16.4	17.8
每股盈利	人民幣	0.182	0.220	0.183	0.213	0.251
每股賬面值	人民幣	2.611	2.728	3.171	3.318	3.493
每股派息	人民幣	0.076	0.080	0.066	0.077	0.090
市盈率	倍	8.39	6.96	8.35	7.18	6.09
市賬率	倍	0.59	0.56	0.48	0.46	0.44

分析員：侯皓賢 (CE: BOA854)  
☎：(852) 3196 6270  
✉：isaac.hou@sctrade.com

重要提示：請參閱本報告頁尾之披露及免責聲明。

註：2019 年至 2021 年的預測數字乃彭博提供的市場預測  
來源：公司、彭博



**香港總行**

中環花園道壹號  
中銀大廈 28 樓  
電話：(852) 2820 6333  
圖文傳真：(852) 2845 5765  
網址：http://www.sctrade.com  
電郵：info@sctrade.com  
電傳機：69208 SCSL

**倫敦辦事處**

4/F, Sabadell House, 120 Pall Mall,  
London SW1Y 5EA, United Kingdom  
電話：(4420) 7930 9037  
圖文傳真：(4420) 7925 2189

**灣仔辦事處**

皇后大道東 28 號  
金鐘匯中心 19 樓  
電話：(852) 3196 6233  
圖文傳真：(852) 2537 0606

**炮臺山分行**

英皇道 255 號  
國都廣場 1502 室  
電話：(852) 2570 4422  
圖文傳真：(852) 2570 4688

**紅磡分行**

蕪湖街 69 號 A  
南安商業大廈 10 樓 1002-03 室  
電話：(852) 2330 5881  
圖文傳真：(852) 2627 0001

**觀塘分行**

成業街 7 號  
寧晉中心 15 樓 G1 室  
電話：(852) 2191 2822  
圖文傳真：(852) 2793 3000

**元朗分行**

康樂路 25-31 號  
嘉好樓地下 D 舖  
電話：(852) 2442 4398  
圖文傳真：(852) 2479 4418

**荃灣分行**

沙咀道 289 號  
恆生荃灣大廈 17 樓 A-B 室  
電話：(852) 2614 1775  
圖文傳真：(852) 2615 9427

**披露：**此研究報告是由南華資料研究有限公司的研究部團隊成員（“分析員”）負責編寫及審核。分析員特此聲明，本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對報告內所述的公司（“該公司”）及其證券的個人意見。根據香港證監會持牌人操守準則所適用的範圍及相關定義，分析員確認本人及其有聯繫者均沒有(1)在研究報告發出前 30 日內曾交易報告內所述的股票；(2)在研究報告發出後 3 個營業日內交易報告內所述的股票；(3)擔任報告內該公司的高級人員；(4)持有該公司的財務權益。分析員亦聲明過往、現在或將來沒有、也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到或同意得到直接或間接的報酬、補償及其他利益。

南華金融控股有限公司包括其子公司或其關聯公司（“南華金融”）可能持有該公司的財務權益，而本報告所評論的是涉及該公司的證券，且該等權益的合計總額可能相等於或高於該公司的市場資本值的 1% 或該公司就新上市已發行股本的 1%。一位或多位南華金融的董事、行政人員及/或雇員可能是該公司的董事或高級人員。南華金融及其管理人員、董事和雇員等（不包括分析員），將不時持長倉或短倉、作為交易當事人，及買進或賣出此研究報告中所述的公司的證券或衍生工具（包括期權和認股權證）；及/或為該等公司履行服務或招攬生意及/或對該等證券或期權或其他相關的投資持有重大的利益或影響交易。南華金融可能曾任本報告提及的任何機構所公開發售證券的經理人或聯席經理人，或現正涉及其發行的主要莊家活動，或在過去 12 個月內，曾向本報告提及的證券發行人提供有關的投資或一種相關的投資或投資銀行服務的重要意見或投資服務。南華金融可能在過去 12 個月內就投資銀行服務收取補償或受委託及/或可能現正尋求該公司投資銀行委託。

**重要說明：**此報告和報告中提供的資訊和意見，由南華資料研究有限公司及/或南華金融向其或其各自的客戶提供資訊而準備，並且以合理謹慎的原則編制，所用資料、資訊或資源均於出版時為真實、可靠和準確的。南華資料研究有限公司對本報告或任何其他內容的準確性或完整性或其他方面，無論明示或暗示，無作出任何陳述或保證。南華資料研究有限公司及/或南華金融，及其或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或雇員並不承擔由於使用、出版、或分發全部或部分本報告或其任何內容，而產生的任何性質的任何直接或間接損失或損害的任何責任。本報告所載資訊和意見會或有可能在沒有任何通知的情況下而變動或修改。

南華資料研究有限公司及/或南華金融，及其或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或雇員可能在本報告中提到的公司直接或間接擁有股權，或可能不時購買、出售、或交易或向客戶要約購買、出售、或交易此類證券，而該等交易可能是為其賬戶作為交易當事人或代理人或任何其他身份或代表他人。這份報告不是、也不是為了、也不構成任何要約或要約購買或出售或其他方式交易本報告述及的證券。本報告受版權保護及擁有其他權利。據此，未經南華資料研究有限公司明確表示同意，本報告不得用於任何其他目的，也不得出售、分發、出版、或以任何方式轉載。本刊物批准在英國由南華證券（英國）有限公司分派。南華證券（英國）有限公司為一間獲英國金融服務局授權和受該局監管的公司。投資者參閱此報告時，應明白及瞭解其投資目的及相關投資風險，投資前亦應諮詢其獨立的財務顧問。