

嘉里建設 (683.HK)

逐步轉向中國房地產發展

香港 | 房地產 | 公司研報

2 February 2017

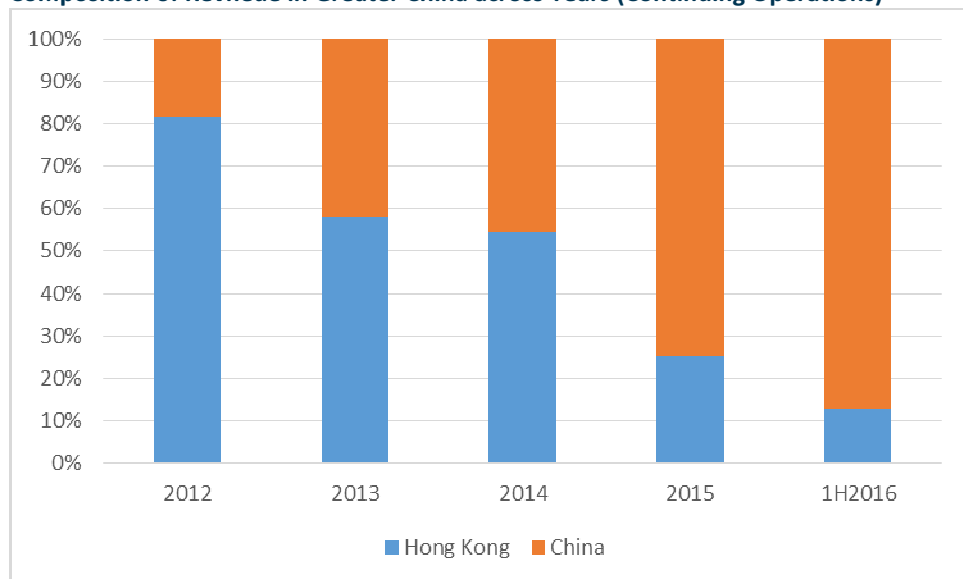
投資概要

- 數個位於香港和中國的大型項目預計將於2017年完成，預計將為公司帶來大量收入
- 與香格里拉於中國酒店業務有緊密的合作
- 擁有龐大和擴張中的投資物業業務，為公司帶來穩定的現金流

公司概況

嘉里建設為一家物業發展及投資公司，於香港和中國均有業務。最初，嘉里建設擁有龐大的物流業務，但自2013年起，該業務，亦即嘉里物流(636.HK)，已於香港交易所分拆上市。因此，嘉里建設現專注於物業發展和投資。嘉里建設原主要經營香港的地產業務，但自2013年起，嘉里建設逐漸將主要業務轉移至中國的地產業務，其中國地產業務於2016年上半年佔總收入的87%。

Composition of Revenue in Greater China across Years (Continuing Operations)



Source: Company Reports, Phillip Securities

中國業務: 若計算酒店在內，嘉里建設於中國擁有約6,856,000平方尺的投資物業，嘉里建設主要的出租物業持續實現超過90%的出租率。此外，嘉里建設在深圳，上海和杭州等主要城市均有發展業務。於2016年上半年，中國物業發展貢獻HKD25.7億元，同比增長490%。

香港業務: 嘉里建設於香港擁有2,785,000平方尺的投資物業，包括九龍灣的Megabox，嘉里建設大部分投資物業用於辦公及零售用途。在物業發展方面，嘉里建設主要專注於何文田及九龍塘等地區的高尚住宅發展。

買入

現價: HKD 22.05

(現價截至 1 月 31 日)

目標價: HKD 26.40 (+19.73%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	1,443
市值 (港幣百萬元):	31,821
52 周 最高價/最低價 (港幣):	26.00 / 16.66

主要股東, %

Kerry Group Limited	58.01
Schroders Plc	5.00

股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
嘉里建設	5.50	(11.09)	24.02
恒生指數	7.06	1.50	18.15

股價 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

HKD mn	FY14	FY15	FY16E	FY17E
Net Sales	14,664	10,393	9,977	12,478
Net Profit	7,836	6,070	5,118	5,840
EPS, HKD	4.6900	3.8300	3.5466	4.0459
PER, x	6.44	5.48	6.75	6.53
BVPS, HKD	55.4310	56.2666	58.9132	61.9590
P/BV, x	0.50	0.47	0.41	0.43
ROE, %	8.5	6.8	15.3	16.6

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究分析員

黃恩賜

+852 2277 6527

johnycwong@phillip.com.hk

擴張中的中國業務

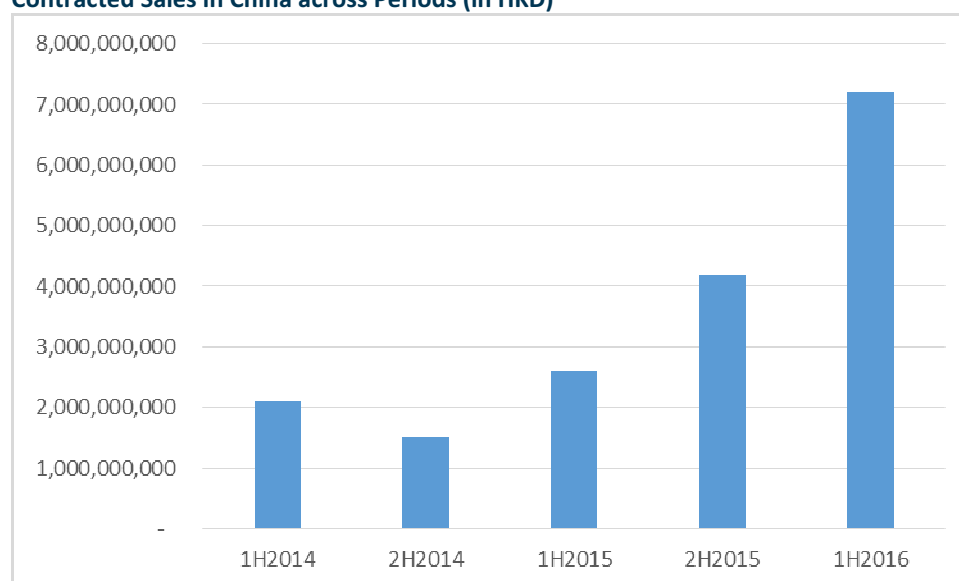
自2015年以來，嘉里建設的中國業務急速擴張。物業發展及投資物業在收益方面均取得顯著增長。除了物業發展及投資物業外，嘉里建設於中國設有酒店業務，佔總收入約15%。酒店業務的增長也相當可觀，2016年上半年的收入增長了13%。

物業發展: 中國物業發展收入在 2016 年上半年上升 490%，主要由於數個發展項目落成，從而允許確認收入。在發展中物業方面，嘉里建設在中國數個不同城市均設有發展項目，如深圳，杭州和南京等，嘉里建設的發展中項目亦擁有龐大的建築面積。發展中項目包括：

項目	建築面積 (平方尺)	完工日期
雲荷廷, 杭州	2,270,000	2017
都城樂頌居, 成都	2,150,000	2017
金陵雅頌居, 南京	1,000,000	2017
天心區項目, 長沙	3,200,000	2019
泊璟廷二期, 寧波	629,000	進行中

上述物業主要為住宅物業發展。同時，嘉里建設擁有更多由住宅，商業和零售物業組成的綜合發展項目，該等項目主要位於深圳和杭州等主要城市。此外，嘉里建設的合約銷售額一直處於穩步增長的趨勢，並在 2016 年上半年達到近年最高的合約銷售額。

Contracted Sales in China across Periods (in HKD)



Source: Kerry Properties

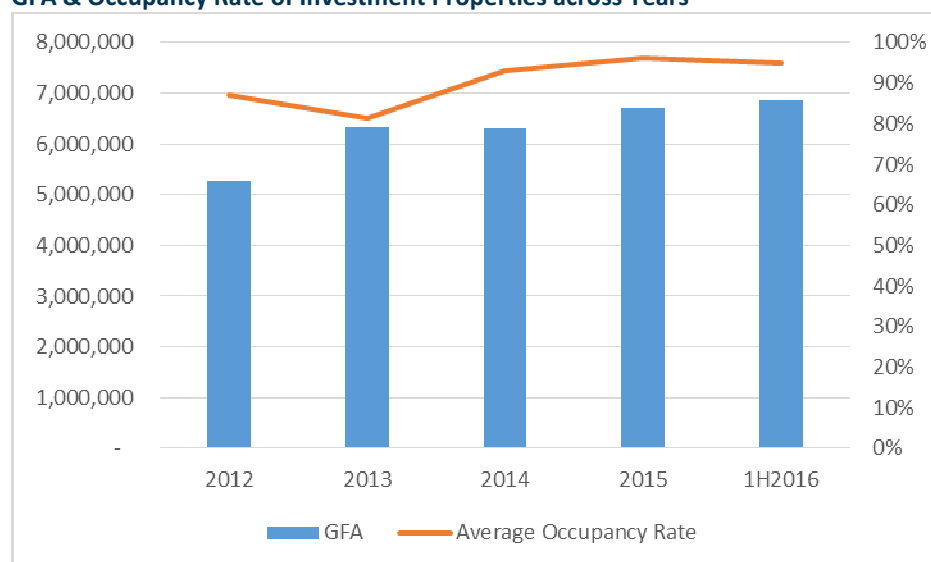
於 2016 年上半年，嘉里建設於中國的合約銷售額為 72 億港元，較總入帳銷售額 55 億港元為大。當其物業發展項目完成後，我們認為合約銷售將逐步被確認並反映在損益表中，從而保障嘉里建設未來經營業績的穩定性。

物業投資: 中國投資物業組合規模龐大，亦正擴張中。於 2016 年上半年，投資物業產生的收益增長 10%，而總建築面積僅增長 1.8%，由 6,738,000 平方呎增至 6,856,000 平方呎，特別是出租率維持不變，顯示平均租金上升。嘉里建設主要投資物業包括：

物業	建築面積 (平方呎)	出租率
靜安嘉里中心 I & II	3,740,000	92%, 95%
北京嘉里中心	2,500,000	97%
深圳嘉里建設廣場	1,650,000	99%
天津嘉里中心	3,600,000	82%

嘉里建設的主要投資物業大致上平均出租率達到 90% 以上，特別是商業和零售物業的投資物業，在過去兩年均達到超過 95% 的出租率。住宅投資物業相對表現較為遜色，但在 2015 年和 2016 年上半年的平均出租率仍達 87%。由於嘉里建設的主要投資物業位於上海，北京和深圳等高需求城市，我們預計高出租率的趨勢將持續，嘉里建設將繼續從現有物業獲得穩定的收入。

GFA & Occupancy Rate of Investment Properties across Years



Source: Company Reports, Phillip Securities

正在發展的投資物業包括：

項目	建築面積 (平方呎)	完工日期
杭州嘉里中心	2,200,000	2016
深圳前海項目	2,200,000	2019
瀋陽嘉里中心	13,000,000	In Progress

我們預計發展中的投資物業項目，如深圳前海項目，將為嘉里建設帶來可觀的租金收入，尤其是深圳前海是中國政府最為重視的商業區之一。其他綜合項目，如杭州嘉里中心和瀋陽嘉里中心項目，也將為嘉里建設帶來穩定的現金流，其物業組合極多元化，包括零售，商業，住宅，和酒店物業。

酒店: 嘉里建設與世界知名的酒店度假村運營商香格里拉有密切合作，嘉里建設許多發展的酒店均由香格里拉管理和經營。主要酒店物業包括:

酒店	2013	出租率		
		2014	2015	1H2016
嘉里中心大酒店, 北京	56%	74%	78%	81%
上海香格里拉大酒店	37%	65%	74%	75%
瀋陽香格里拉大酒店	24%	44%	67%	64%
上海嘉里酒店	58%	66%	71%	73%
天津香格里拉大酒店	N/A	51%	56%	59%

嘉里建設有數個綜合發展項目，當中不僅包括由嘉里建設的嘉里酒店，還包括由香格里拉共同發展和管理的酒店。以下是目前發展中的酒店:

Hotel	Attributable Interest	Completion Date
杭州香格里拉大酒店	75%	2016年3月
濟南香格里拉大酒店	55%	2017
昆明香格里拉大酒店	55%	2019

部份發展中的酒店由香格里拉管理。我們預計嘉里建設將可利用香格里拉的品牌，從目前的酒店和未來的酒店產生穩定的現金流。

香港高端物業發展商

嘉里建設於香港主要從事物業發展，而嘉里建設的大部分物業發展項目均位於香港的富裕地區。然而，香港物業發展的收入下降了 85%，主要由於在 2016 年上半年嘉里建設沒有物業發展項目完成建設。投資物業收入則增長 17%，主要是由於 2015 年 4 月嘉里建設完成了住宅投資物業的翻新，並投入服務。

投資物業: 根據 2015 年年報，嘉里建設於香港有 16 個投資物業，其物業組合有住宅，商業及零售物業。於 2016 年上半年，投資物業的總建築面積保持不變，約為 2,785,000 平方呎，但香港投資物業相關的收入增加，這是由於 2015 年 4 月完成翻新的投資物業所致。以下是大型投資物業的摘要:

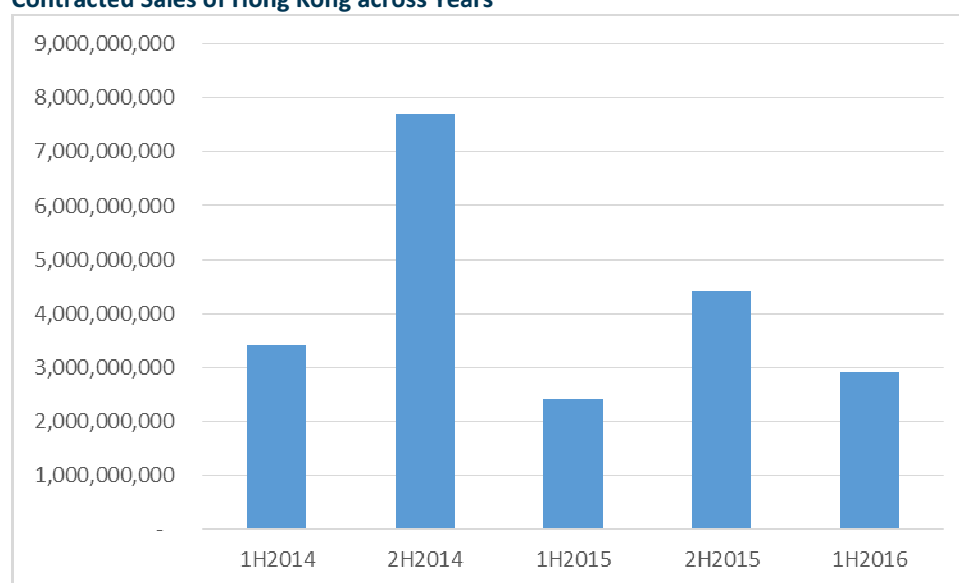
物業	建築面積 (平方呎)	出租率		
		2014	2015	1H2016
Megabox	1,100,000	99%	100%	100%
企業廣場 5 期	519,000	94%	98%	79%
鯉魚涌嘉里中心	511,000	99%	100%	100%
中半山 Branksome Grande	257,372	N/A	76%	100%

我們預計投資物業業務將為嘉里建設帶來穩定的現金流和收入。然而，我們預計增長的空間有限，因為總建築面積維持於現時水平和增長的潛力被前幾年實現的高出租率耗盡，除非租金大幅上升，否則其收入增長空間有限。

物業發展: 香港物業發展收入錄得大幅下降。這主要是由於 2016 年缺乏物業完工所致。嘉里建設目前有 7 個發展中物業項目，建築面積約 2,769,697 平方呎。大部分物業，約 2,279,365 平方呎或建築面積的 82%，預計將於 2018 年前落成。

項目	建築面積 (平方呎)	完工日期
掃管笏滿名山	939,600	1Q2017
何文田皓畋	1,142,168	1Q2017
跑馬地山光道項目	81,217	1Q2017
龍翔道筆架山項目	116,380	2Q2018
西營盤興漢道重建項目	47,962	1Q2019
喇沙利道/界限街項目	45,180	3Q2019
澳門南灣湖區項目	397,190	2Q2020

Contracted Sales of Hong Kong across Years



Source: Kerry Properties

由於有 3 項物業預計於 2017 年落成，我們預期香港物業發展收入在 2017 年會大幅上升，特別是大型項目如掃管笏滿名山和何文田皓畋的預售已經在 2015 年下半年開始。因此，2017 年香港物業發展的收入和現金流預計將相當大。

未來展望

中國市場: 中國房地產市場在 2016 年十分熾熱，導致中國政府對房地產市場採取多項降溫政策和法規。

- 政策包括限貸，限購和增加首付比率
- 這些降溫政策在深圳，上海和北京等幾個大城市帶來了價格調整和穩定化
- 根據 Fang.com 的統計，一線城市新房價格增長速度已開始下降
- 於部份二線城市，新房價格增長速度開始趨於穩定，並保持在目前水平

我們預期嘉里建設將繼續在中國房地產市場表現良好，原因如下：

- 嘉里建設於中國有一定的發展項目為住宅，酒店，商業，和零售綜合項目，並均衡分佈於全國各地
- 投資物業佔公司收入的一大部分，減少公司在房地產發展領域所受的政策風險
- 嘉里建設擁有大量合同銷售，於 2016 年 10 月緊縮政策實施前確保了一定的收入

嘉里建設於中國擁有大量房地產發展項目和投資物業，我們預計中國將繼續成為公司收入增長的主要驅動力和主要收入來源。事實上，嘉里建設位於主要城市的投資物業充滿潛力，尤其是位於深圳前海的發展中項目，深圳前海是中國政府的主要新商業區，這些項目相信將能令嘉里建設產生可觀的現金流和收入。

香港市場：與 2010 年代初的高物業交易量相比，香港物業市場現時的物業交易量較低。物業交易量低的原因如下：

- 政府加重印花稅
- 由於港元與美元掛勾，香港在可預見的將來將開始加息

物業發展業務預期是香港收入增長的主要驅動動力，這是由於香港投資物業業務多年來均達到高出租率，但可供出租面積則維持穩定，因此除非租金大幅上升，否則其收入增長空間有限。與中國相比，香港的物業發展項目數量比較少。因此，我們預期香港業務將長期從其投資物業獲得穩定的現金流。

財務概況

與其他主要從事中國房地產業務的同業相比，嘉里建設擁有業內比較低槓桿的資本結構，付息債務只佔資本結構的一小部分。相關槓桿比率的總結如下：

Ratio	2013	2014	2015	1H2016
LT Debt/Total Capital	25.44%	24.70%	18.79%	21.12%
EBITDA/Interest Expense	24.82x	15.22x	14.00x	13.96x

Source: Bloomberg

從上表可看出，嘉里建設長期債務比率一直在穩步下降，近期達到近 20% 的水平。利息覆蓋比率亦一直在下降，尤其是 2013 年的利息覆蓋比率特別高。整體來說，利息覆蓋率於 2013 年後大致上保持不變，約 14 倍，雖比 2013 年低，但亦為健康的比率。

嘉里建設的盈利能力依然強勁。事實上，嘉里建設在杭州等高需求城市營運，同時亦擁有利潤率高和收入穩定的投資物業業務，因此其整體利潤率比較高。

Ratio	2013	2014	2015	1H2016
Overall Gross Margin	43.36%	42.34%	37.63%	47.18%
Operating Margin	85.19%	58.00%	53.04%	52.33%

Source: Bloomberg

以下為各業務以地區劃分的毛利率:

Gross Margin	2013	2014	2015	1H2016
Property Development:				
China	40.46%	24.17%	17.93%	34.31%
Hong Kong	39.43%	40.66%	35.24%	33.76%
Property Investment				
China	69.43%	79.42%	78.43%	80.21%
Hong Kong	79.61%	75.75%	74.59%	78.89%

Source: Bloomberg

投資物業業務的毛利率較為穩定，香港投資物業在 2016 年上半年的毛利率為 79%。中國投資物業業務表現良好，從 2013 年的 69% 上升至 2016 年上半年的 80%。

香港物業發展的毛利率長期保持在 30% 以上，此是由於嘉里建設在高尚住宅市場的戰略定位。中國物業發展的毛利率則比較不穩定，我們認為這是由於不同級別城市的收入和毛利率有一定的差別，其中一線城市的利潤率通常是最大，較低級別城市的利潤率則較低。

估值

嘉里建設的同業平均 P/E，P/B 和 P/S 分別為 5.92x，0.82x 和 1.37x，因此，我們給予嘉里建設 26.40 元的目標價，為買入評級。(現價截至 1 月 31 日)

風險

中央再次收緊樓市調控措施
發展項目延遲完工

財務報告

FYE	2013	2014	2015	2016F	2017F
Valuation Ratios					
Price Earnings (P/E)	7.00	6.44	5.48	6.75	6.53
Price to Book (P/B)	0.57	0.50	0.47	0.41	0.43
Per Share Data (HKD)					
EPS	9.1300	4.6900	3.8300	3.5466	4.0459
Book Value Per Share	52.4514	55.4310	56.2666	58.9132	61.9590
Dividend Per Share	0.9000	0.9000	0.9000	0.9000	1.0000
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	(8.2)	5.0	(29.1)	(4.0)	25.1
Operating Income	(10.3)	5.3	(42.9)	11.3	25.1
Net Profit	39.9	(17.1)	(22.5)	(15.7)	14.1
Margins					
Gross Profit Margin	43.4	42.3	37.6	41.1	41.1
Operating Profit Margin	33.8	33.9	27.3	31.7	31.7
Net Profit Margin	67.7	53.4	58.4	59.8	59.8
Key Ratios					
ROE (%)	17.4	8.5	6.8	15.3	16.6
ROA (%)	9.2	4.7	3.7	3.0	3.3
Income Statement (HKD Mn)					
Revenue	13,970	14,664	10,393	9,977	12,478
- Cost of Goods Sold	(7,912)	(8,456)	(6,482)	(5,875)	(7,348)
Gross Income	6,058	6,208	3,911	4,102	5,130
- Operating Expenses	(1,334)	(1,236)	(1,071)	(941)	(1,176)
Operating Income	4,724	4,972	2,840	3,161	3,954
- Net Non-Operating Gain	7,686	4,562	4,420	3,185	3,286
Pretax Income	12,410	9,534	7,260	6,346	7,240
- Income Tax Expenses	(2,957)	(1,698)	(1,190)	(1,228)	(1,400)
Net Profit	9,453	7,836	6,070	5,118	5,840

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates

(財務資料截至 1 月 31 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2017 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website: www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 12, 15 William Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96188238
Fax (613) 92002272
Website: www.phillipcapital.com.au

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 436 Hengfeng Road,
Greentech Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005