

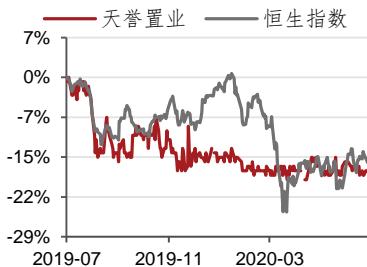
## 区域深耕+城市更新，双轮驱动稳健发展

### 天誉置业 00059.HK 信用深度分析

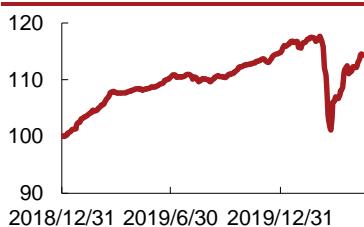
#### 基础数据 (CNY)

现金及等价物 (亿)	15.7
总资产 (亿)	228.5
总负债 (亿)	191.0
所有者权益 (亿)	37.5
净债务 (亿)	175.3

#### 近一年股价走势图



#### 克而瑞中国地产债券领先指数走势图



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券  
相关报告

分析师 孙杨  
执业证号: BOI804  
852-25105555  
yang.sun@cricsec.com

联系人 杜晔婕  
852-25105555  
duyiejie@cric.com

#### 核心观点

- 公司评级:** 2019年6月28日, 惠誉予以公司B-评级, 评级展望稳定。
- 发行多笔低票息港币中期票据, 一笔美元债票息为13%。**存量债方面, 公司发行多笔港币中期票据, 系移民债, 票息为0.1%, 债券期限较长, 可缓解一定短期现金流压力; 公司于2019年7月8日发行一笔美元优先票据, 票面利率为13%, 略高于同评级行业水平。
- 合约销售稳健增长, 拿地策略谨慎。**2019年合约销售121.2亿元, 合约销售均价为9959元/m<sup>2</sup>。2019年公司通过招拍挂获得3块土地, 通过收并购获得4块土地, 拿地均价为1359元/m<sup>2</sup>。2019年项目组合及潜在土地储备总建筑面积达2432.4万m<sup>2</sup>, 其中已竣工、发展中或持作发展物业总建筑面积为506.4万m<sup>2</sup>, 土储面积分布主要集中于北部湾及成渝地区, 货值主要集中于粤港澳地区和北部湾。
- 营收增长平稳, 利润率水平略有下行, 财务杠杆合理, 有一定安全边际。**2019年公司营收为65.9亿元, 同比增长有所放缓, 2015年至2019年营收年复合增长率为115.4%。2019年公司毛利润率与净利润率分别为28.8%及12.6%, 分别较上年下降0.7个百分点及1.6个百分点, 受结算项目影响公司利润率水平略有下行。2019年扣除合约负债资产负债率为74.7%; 考虑受限现金后, 净负债率为116.1%。
- 受疫情影响, 结合1-5月克而瑞销售排行销售数据, 进行现金流压力测算, 短期偿债仍有一定的安全边际。**若仅考虑通过销售回款来偿债, 2020年一年内销售扣掉各类费用支出后, 只考虑偿还公司短债, 2019年6-12月销售对今年同期销售规模覆盖比率为2.0; 若进一步考虑土地款支出, 销售回款偿还短期债务之后, 剩余的金额能够支撑1.05倍的2019年拿地力度, 销售回款对于债务及费用的覆盖程度较高, 资金的使用情况较为灵活。(测算过程详见下文)
- 公司筹资力度加大, 短期偿债能力稳定, 关联方交易对公司影响较小。**2019年公司短债现金比为0.81, 公司有较合理的再融资方案计划, 和较好的销售回款偿债预期, 短期偿债压力整体可控。2019年公司未产生应收合营公司款项, 应付关联方款项占流动负债比为6.6%。抵押资产获款比为56.1%, 作为借款抵押品的存货占存货比为40.9%, 作为借款抵押品的投资物业占总投资物业比为85.0%。
- 综上, 公司偿债能力有安全边际。**结合公司债券的票息和二级市场表现, 建议追求投资高收益关注。
- 风险提示:** 政策风险, 融资风险, 信用风险, 销售业绩未完成风险, 数据风险(详见报告末页风险提示)

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	306.3	1,508.0	4,080.5	6,191.8	6,591.0
净利润	-211.8	92.9	550.5	751.3	792.3
EBITDA Margin (%)	-62.1%	7.7%	26.7%	27.8%	24.9%
自由现金流量	155.2	376.5	963.2	2384.3	-347.6
扣除合约负债的资产负债率 (%)	77.3%	72.9%	71.8%	73.9%	74.7%
资本负债率 (X)	0.65	0.66	0.64	0.66	0.63
net debt/EBITDA	-12.56	14.46	1.20	2.30	2.85

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表(百万元)	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	306.3	1508.0	4080.5	6191.8	6591.0
营业成本	272.4	1196.6	3197.4	4305.9	4691.7
毛利	33.9	311.3	883.1	1885.9	1899.3
销售费用	46.0	107.0	152.9	156.9	249.8
管理费用	137.5	163.6	219.8	305.7	367.9
财务费用	1.8	3.1	33.1	53.9	31.2
其他费用/(-收入)	-57.1	58.0	561.2	274.7	329.3
除税前溢利	-208.5	95.8	1038.5	1644.1	1579.9
所得税费用	23.8	9.5	491.2	823.3	747.9
净利润	-232.3	86.2	547.3	820.8	832.0
少数股东损益	-20.5	-6.7	-3.2	69.4	39.7
归属于母公司净利润	-211.8	92.9	550.5	751.3	792.3

财务指标	2015	2016	2017	2018	2019
------	------	------	------	------	------

盈利能力					
ROE	-13.2%	5.7%	26.9%	28.7%	24.6%
毛利率	11.1%	20.6%	21.6%	30.5%	28.8%
除税前利润率	-68.1%	6.4%	25.5%	26.6%	24.0%
销售净利率	-75.5%	5.7%	13.3%	13.2%	12.6%
成长能力					
营业收入增长率	94.0%	392.3%	170.6%	51.7%	6.4%
除税前溢利增长率	23.9%	-145.9%	984.5%	58.3%	-3.9%
净利润增长率	45.2%	-137.1%	534.6%	50.0%	1.4%

偿债能力					
资产负债率	85.4%	87.1%	85.4%	84.4%	83.6%
流动比	1.20	1.36	1.41	1.27	1.28
速动比	0.30	0.49	0.66	0.42	0.37

每股指标与估值	2015	2016	2017	2018	2019
---------	------	------	------	------	------

每股指标					
EPS	-0.10	0.04	0.21	0.10	0.10
BVPS	0.68	0.67	0.89	0.37	0.45
估值					
P/E	-31.38	76.36	12.04	9.25	8.97
P/B	4.42	4.02	2.85	2.39	2.01
P/S	21.59	4.69	1.61	1.12	1.07

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017	2018	2019
现金及现金等价物	383.3	1794.4	2983.8	2410.1	1572.6
应收账款及其他应收款	601.0	1846.9	1200.8	1611.5	2741.6
存货	7123.3	8309.4	7794.7	11698.4	12993.6
其他流动资产	1403.1	1040.2	2798.5	1804.1	873.6
<b>流动资产合计</b>	<b>9510.7</b>	<b>12990.9</b>	<b>14777.8</b>	<b>17524.0</b>	<b>18181.3</b>
固定资产及在建工程	262.7	251.4	239.5	693.9	454.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	15.9	46.3
无形资产、商誉	13.6	13.6	13.6	0.0	243.6
其他非流动资产	570.1	664.7	1221.6	3003.2	3926.4
<b>非流动资产合计</b>	<b>846.4</b>	<b>929.7</b>	<b>1474.6</b>	<b>3713.0</b>	<b>4670.4</b>
<b>资产总计</b>	<b>10357.0</b>	<b>13920.6</b>	<b>16252.5</b>	<b>21237.0</b>	<b>22851.8</b>
短期借款	2013.2	1067.6	1171.2	2817.2	1929.7
应付账款及其他应付款项	1206.1	1190.5	1511.5	2416.1	4205.1
合同负债	3710.4	7290.2	7821.3	8559.9	8050.6
其他流动负债	990.4	11.2	0.0	2.1	0.7
<b>流动负债合计</b>	<b>7920.0</b>	<b>9559.5</b>	<b>10504.0</b>	<b>13795.3</b>	<b>14186.0</b>
长期借贷	746.7	2388.4	3104.1	3534.5	4330.7
长期应付账款及其他应付款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	181.4	172.7	265.7	603.6	585.1
<b>非流动负债合计</b>	<b>928.0</b>	<b>2561.1</b>	<b>3369.8</b>	<b>4138.1</b>	<b>4915.7</b>
<b>负债合计</b>	<b>8848.0</b>	<b>12120.7</b>	<b>13873.8</b>	<b>17933.4</b>	<b>19101.7</b>
股本	21.1	24.5	24.5	24.7	24.7
储备	1482.9	1740.7	2301.6	2888.8	0.0
少数股东权益	5.1	34.9	52.6	390.1	210.9
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10357.0</b>	<b>13920.6</b>	<b>16252.5</b>	<b>21237.0</b>	<b>22851.8</b>
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017	2018	2019
净利润	-232.3	86.2	547.3	820.8	832.0
营运资本变动	1053.8	384.6	431.4	1659.6	-1286.3
利息净支出	-656.8	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-6.6	-92.5	-6.1	-77.5	115.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>158.1</b>	<b>378.4</b>	<b>972.5</b>	<b>2402.8</b>	<b>-339.0</b>
资本支出	2.9	1.9	9.3	18.5	8.5
投资净额	-216.0	417.5	-100.0	-118.0	-686.2
其他	-565.0	88.0	-283.4	228.8	315.6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-784.0</b>	<b>503.7</b>	<b>-392.7</b>	<b>92.3</b>	<b>-379.1</b>
债务融资净额	809.1	1478.2	2570.8	-1999.4	-262.6
权益融资净额	0.0	158.8	1.4	17.6	-10.1
其它	0.0	-1107.5	-1965.5	-1071.0	156.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>809.1</b>	<b>529.5</b>	<b>606.8</b>	<b>-3052.7</b>	<b>-116.6</b>
汇率变动	-1.2	-0.3	2.8	-16.1	-2.8
现金净增加额	182.2	1411.2	1189.4	-573.7	-837.4

## 内容目录

公司概况 .....	6
港币中期债券发债比例较高，发行一笔票息 13%美元债 .....	8
土储规模稳健增长，重点布局粤港澳与北部湾 .....	10
销售增长稳健，拿地策略谨慎 .....	10
土地储备布局粤港澳，二线城市为主导 .....	12
发展扎实平稳，利润空间可期 .....	17
营收增长平稳，利润率水平略有下行，增长空间较大 .....	17
三费占比合理，维持在较低水平 .....	23
周转率水平及权益乘数稳中略有下降 .....	24
杠杆合理，有一定安全边际 .....	26
筹资活动现金流改善，杠杆水平合理 .....	26
若销售回款只考虑偿还短期债务，天誉置业安全边际合理 .....	27
综合考虑土地款支出和货币现金后，对多元渠道偿付有一定需求 .....	28
有息负债规模稳定，净负债率有所上升 .....	30
抵押资产规模稳定，投资物业抵押占比上升 .....	32
公司受关联方交易影响不大 .....	34
风险提示 .....	35
评级指南及免责声明 .....	36

## 图表目录

图 1：公司销售排名稳健提升 .....	6
图 2：截至 2019 年 12 月 31 日公司股权结构图 .....	6
图 3：公司港币中期票据规模较大 .....	8
图 4：公司于 2020 年需偿还 13.7 亿人民币 .....	8
图 5：2018 年 1 月 1 日后发行的主体评级为 B3 的加权平均票息为 11.6% .....	9
图 6：2019 年公司合约销售总金额同比增速高位下降 .....	10
图 7：合约销售面积近五年稳步增长 .....	10
图 8：2019 年合约销售均价同比回落 .....	11
图 9：珠海金湾项目土地成本最高 .....	11
图 10：2019 年总土地储备同比增速放缓 .....	12
图 11：2019 年旧城改造之潜在土地储备占比降低 .....	13
图 12：2019 年公司已竣工、发展中或持作物业总建筑面积占比为 24.7% .....	13
图 13：公司已竣工、发展中或持作发展物业面积布局主要位于北部湾及成渝地区 .....	14
图 14：公司已竣工、发展中或持作发展物业货值布局主要位于粤港澳及成渝地区 .....	14
图 15：公司已竣工、发展中或持作发展物业面积布局主要位于二线城市 .....	15

图 16: 公司已竣工、发展中或持作发展物业货值布局主要位于二线城市.....	15
图 17: 结算面积同比增速高位下降, 2015 年至 2019 年复合增长率达 82.6%.....	17
图 18: 2019 年结算均价回落, 2015 年至 2019 年复合增长率为 23.3%.....	17
图 19: 广州天誉半岛结算均价最高 .....	18
图 20: 2019 年营收同比增速放缓, 2015 年至 2019 年复合增长率为 115.4%.....	18
图 21: 2019 年营收主要来源为销售物业 .....	19
图 22: 2019 年合约负债规模下降 .....	19
图 23: 2019 年归母净利润同比增速放缓 .....	20
图 24: 2019 年 ROE 水平有所下降.....	21
图 25: 2019 年毛利水平小幅下行, 受结算项目影响.....	21
图 26: 2019 年少数股东损益占净利润比例下降 .....	22
图 27: 2019 年公司少数股东权益占比下降 .....	23
图 28: 三费占营业收入比重维持低位, 略有上升 .....	23
图 29: 2019 年管理和销售费用占销售额比重略有上升 .....	24
图 30: 2019 年权益杠杆及周转率水平稳中略降 .....	24
图 31: 2019 年平均存货规模上涨, 存货周转率有所下降 .....	25
图 32: 2019 年经营活动、投资活动、筹资活动现金流均为负值 .....	26
图 33: 公司受限制现金占总现金比例逐年下降 .....	27
图 34: 2019 年短期偿债能力较上年保持稳定 .....	29
图 35: 2019 年公司扣除合同负债资产负债率略有回升, 总体保持低位.....	29
图 36: 2019 年有息负债水平稳中有降, 净负债率略有下降, 依旧处于高位... 图 37: 2019 年公司加权融资成本有所升高 .....	30
图 38: 2019 年抵押资产规模及获有抵押的银行及其他贷款比例稳定 .....	31
图 39: 2019 年投资物业抵押比例上升, 发展中物业抵押比例下降 .....	32
图 40: 2019 年作为借款抵押品的存货比例有所下降 .....	33
图 41: 2019 年作为借款抵押品的投资物业比例上升 .....	33
图 42: 应收款项占流动资产比例整体处于高位, 2019 年进一步上升 .....	34
图 43: 公司 2018 年起产生应付合营企业款项, 2019 年占流动负债比上升 ...	34

表 1: 惠誉予以公司主体 B-评级.....	7
表 2: 核心财务数据 .....	7
表 3: 公司港币中期债券与美元债明细 .....	9
表 4: 2019 年公司拿地策略稳健 .....	12
表 5: 天誉置业未来净利润率测算结果为 12.6%.....	16
表 6: 天誉置业业绩保障系数稳健 .....	20
表 7: 2019 年天誉置业 ROE 在对比公司中处于中等偏上水平, 仍有进一步提升空间 .....	22
表 8: 2019 年天誉置业权益杠杆在对比公司中处于中等水平 .....	25

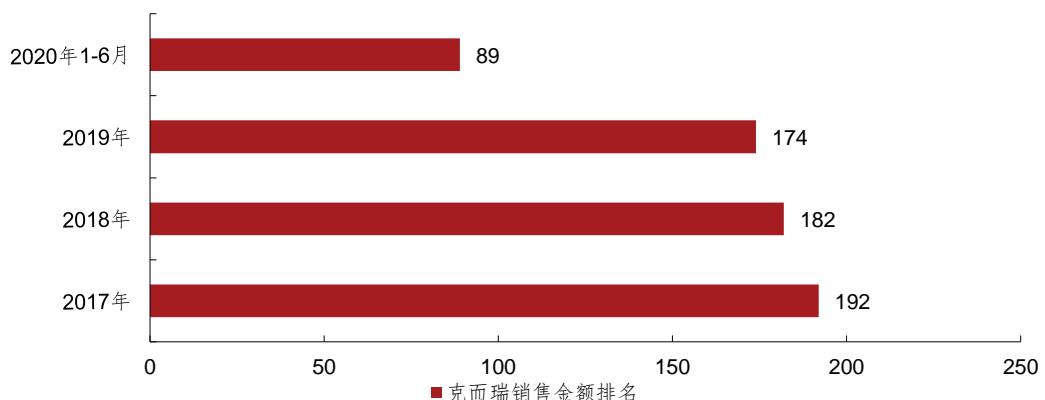
表 9: 2019 年天誉置业存货周转率在对比公司中处于中等偏高水平 .....	26
表 10: 公司偿债能力核心数据 .....	28
表 11: 2019 年天誉置业扣除合同负债的资产负债率在对比公司中处于中等水平 .....	30
表 12: 2019 年天誉置业净负债率在对比公司中处于中等偏高水平 .....	31

## 公司概况

天譽置業（證券代碼：00059）是一間扎根於廣州，頗具特色並持續穩健發展的中小型房企。公司一貫以來秉承城市更新+區域深耕雙輪驅動的發展戰略，保持穩健的發展節奏，聚焦粵港澳地區優質城市。公司成立於1996年，經過二十多年的发展，成為以房地產開發為主營業務，同時在青創發展、物業服務、文體旅遊、醫療健康、信息產業等相關領域進行探索，并在2006年正式於聯交所主板上市，於2018年9月被納入恒生港股中小型指數。

根據克而瑞發布的2020年6月《中國房地產企業銷售排行榜單》，天譽置業位列操盤金額榜第89名，操盤金額為92.9億元。

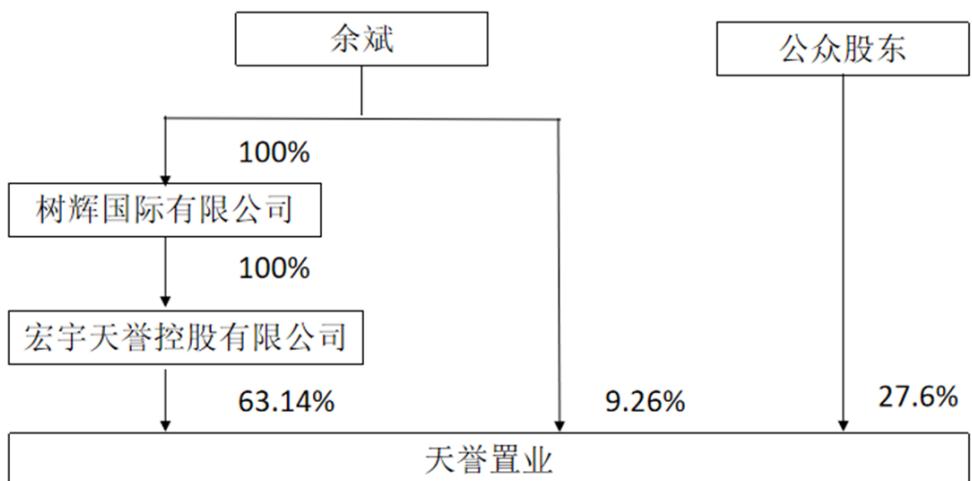
圖1：公司銷售排名穩健提升



數據來源：中國房地產企業銷售排行榜 克而瑞證券研究院

備註：銷售金額口徑為操盤金額

圖2：截至2019年12月31日公司股權結構圖



數據來源：業績會材料 公司公告 克而瑞證券研究院

天誉置业为民营企业，2019年6月28日，惠誉予以公司主体B-评级，评级展望稳定。近期无境内评级机构评级。

表1：惠誉予以公司主体B-评级

公司背景			评级情况	
公司性质	民营企业		主体评级	B-
实际控制人	余斌		评级机构	惠誉
第一大股东	宏宇天誉控股有限公司		评级日期	2019/6/28

数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

表2：核心财务数据

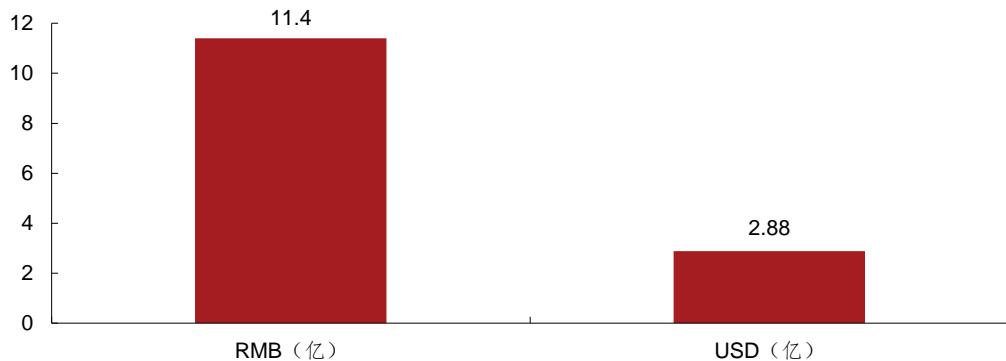
指标	2015	2016	2017	2018	2019	备注
收入(亿)	3.1	15.1	40.8	61.9	65.9	公司公告
YOY(%)	94.0%	392.3%	170.6%	51.7%	6.4%	-
净利润(亿)	-2.3	0.9	5.5	8.2	8.3	公司公告
YOY(%)	45.2%	-137.1%	534.6%	50.0%	1.4%	-
净利率(%)	-75.8%	5.7%	13.4%	13.3%	12.6%	净利润/营业收入
EBITDA(亿)	-1.9	1.2	10.9	17.2	16.4	除税前溢利+折旧+摊销+财务成本净额
EBITDA Margin(%)	-62.1%	7.7%	26.7%	27.8%	24.9%	EBITDA/营业收入
经营性现金流净额(亿)	1.6	3.8	9.7	24.0	-3.4	公司公告
资本开支(亿)	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	购入固定资产、无形资产及其他长期资产的支出-处置固定资产、无形资产及其他长期资产的收入
自由现金流(亿)	1.6	3.8	9.6	23.8	-3.5	经营性现金流净额-资本开支
资产负债率(%)	85.4%	87.1%	85.4%	84.4%	83.6%	总负债/总资产
扣除合约负债的资产负债率(%)	77.3%	72.9%	71.8%	73.9%	74.7%	(总负债-合同负债)/(总资产-合同负债)
资本负债率(X)	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	总带息负债/(总带息负债+所有者权益)
现金及现金等价物(亿)	3.8	17.9	29.8	24.1	15.7	公司公告
总带息债务(亿)	27.7	34.7	42.9	63.6	62.6	长、短期借款+长短期衍生金融负债
净债务(亿)	23.9	16.7	13.0	39.5	46.9	总带息债务-现金及现金等价物
总资产(亿)	103.6	139.2	162.5	212.4	228.5	公司公告
净资产(亿)	15.1	18.0	23.8	33.0	37.5	公司公告
借款利息支出(亿)	2.7	2.2	3.3	5.6	6.4	银行及其他借款利息
total debt/EBITDA	-14.58	29.96	3.94	3.70	3.81	-
net debt/EBITDA	-12.56	14.46	1.20	2.30	2.85	-
EBITDA/利息开支	-0.70	0.53	3.27	3.08	2.55	-

数据来源：Wind Bloomberg 公司公告 克而瑞证券研究院

## 港币中期债券发债比例较高，发行一笔票息 13%美元债

存量债方面，存量债方面，港币中期票据占比较大。公司未到期债券账面现值共计 11.4 亿人民币和 2.88 亿美元（含息）。

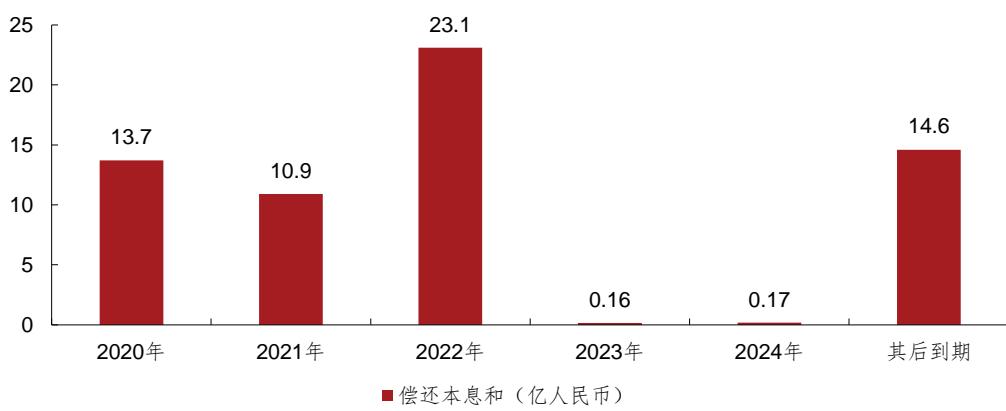
图 3：公司港币中期票据规模较大



数据来源：Bloomberg 公司公告 克而瑞证券研究院

截至 2020 年 12 月 31 日公司需偿还 13.7 亿人民币债务，截至 2021 年 12 月 31 日公司需偿还 10.9 亿人民币债务。

图 4：公司于 2020 年需偿还 13.7 亿人民币



数据来源：Bloomberg 公司公告 克而瑞证券研究院

公司设立总计 **58** 亿港币中期债券计划，发行一笔美元优先票据。美元债方面，惠誉给予 **13%** 票息的优先票据 **B**-评级。港币中期债券方面，公司于 **2014** 年 **8** 月 **25** 日设立一项 **23** 亿港币中期债券计划并于 **2017** 年 **1** 月 **19** 日修订该计划将本金提高至 **33** 亿港币，另于 **2017** 年 **6** 月 **21** 日设立又一 **15** 亿港币中期债券计划，并于 **2018** 年 **2** 月 **28** 日修订该计划将本金提高至 **25** 亿港币，先后发行多笔 **0.1%** 计息的港币中期债券，债券期限较长，可缓解一定现金流压力。

表 3：公司港币中期债券与美元债明细

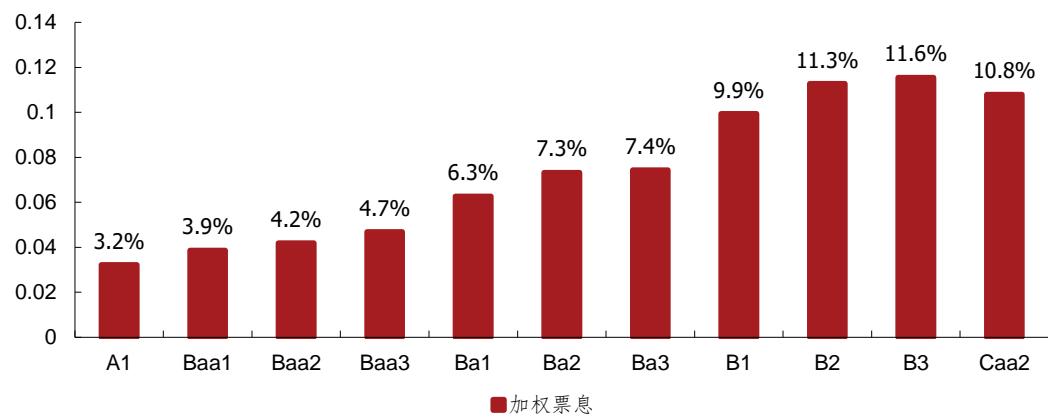
品种	发行人	币种	发行日期	到期日期	到期额现值（亿人民币）	票面利率（%）	YTM (%)	债券评级	评级机构
中期债券	天誉置业	HKD	2016/2018	2024	1.50	0.1	-	-	-
中期债券	天誉置业	HKD	2014/2015	2025	0.37	0.1	-	-	-
中期债券	天誉置业	HKD	2015/2016	2026	0.41	0.1	-	-	-
中期债券	天誉置业	HKD	2016	2027	0.04	0.1	-	-	-
中期债券	天誉置业	HKD	2016/2017/ 2019	2031	1.34	0.1	-	-	-
中期债券	天誉置业	HKD	2014/2015	2032	2.03	0.1	-	-	-
中期债券	天誉置业	HKD	2015/2016	2033	2.42	0.1	-	-	-
中期债券	天誉置业	HKD	2016/2017	2034	3.28	0.1	-	-	-
优先票据	天誉置业	USD	07/08/2019	07/08/2022	2.88 (USD)	13	14.526	B-	惠誉

数据来源：Bloomberg 公司公告 克而瑞证券研究院

备注：YTM 截至 2020 年 07 月 02 日。

天誉置业于 **2019** 年 **7** 月 **8** 日发行一笔美元债，票面利率为 **13%**，惠誉主体评级为 **B**-，我们监测的 **170** 家房企 **2018** 年 **1** 月 **1** 日后发行的穆迪主体评级为 **B3** 的加权平均票息为 **11.6%**，天誉置业略高于同评级市场水平。

图 5：2018 年 1 月 1 日后发行的主体评级为 B3 的加权平均票息为 11.6%



数据来源：克而瑞证券研究院

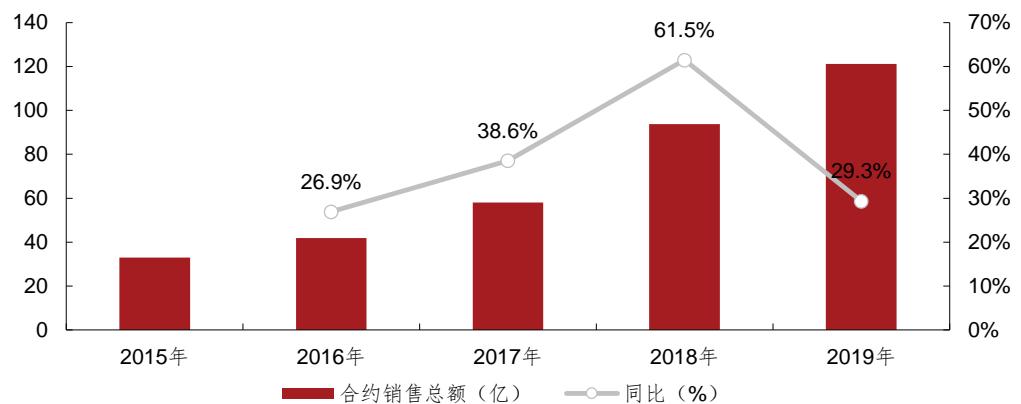
备注：加权票息计算标准：根据监测的 **170** 家房企于 **2018** 年 **1** 月 **1** 日之后发行的债券进行统计，上市公司主体信用评级以穆迪评级为主，若无穆迪评级，则顺序参考同信用风险标普及惠誉评级进行转换

## 土储规模稳健增长，重点布局粤港澳与北部湾

### 销售增长稳健，拿地策略谨慎

2019年合约销售金额同比高位下降，合约销售面积近五年稳步增长。天譽置業2019年合约销售额同比增速放缓至29.3%，为121.2亿元；合约销售面积近五年来稳步增长，2019年达122万m<sup>2</sup>，同比增速为68.1%。

图 6：2019 年公司合约销售总金额同比增速高位下降



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

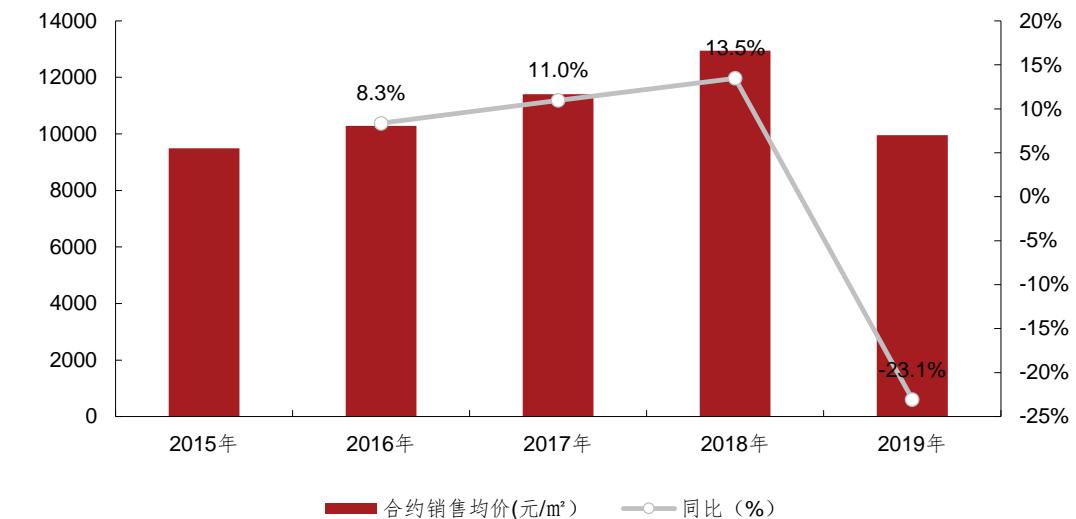
图 7：合约销售面积近五年稳步增长



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年合约销售均价较 2018 年有所回落。2019 年合约销售均价同比下降 23.2%，为 9959 元/m<sup>2</sup>，2018 年为 12943 元/m<sup>2</sup>，主要由于均价较高的广州天誉半岛项目接近尾盘，导致合约销售均价有所回落。

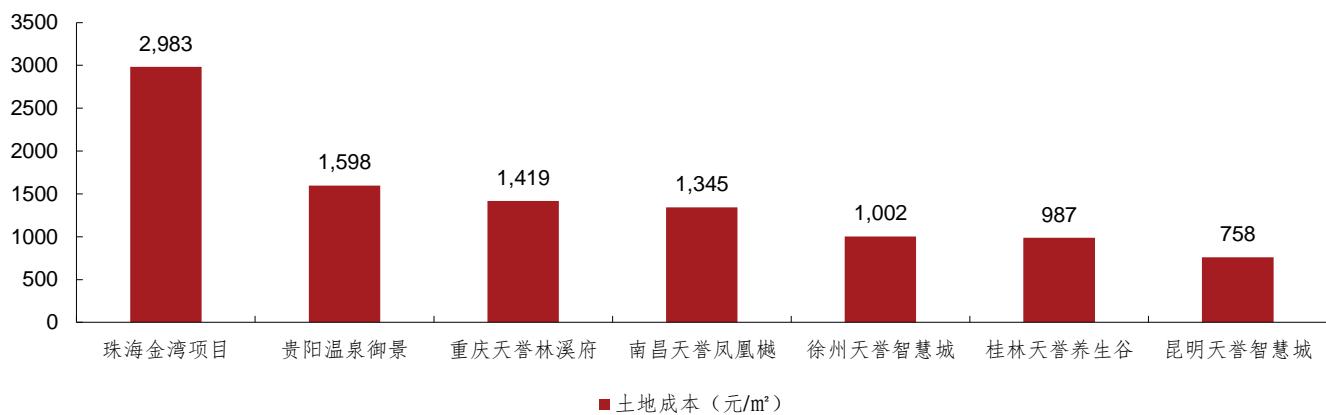
图 8：2019 年合约销售均价同比回落



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年天誉置业通过招拍挂获得 3 块土地，通过收并购获得 4 块土地，分别为珠海金湾项目、贵阳温泉御景项目、重庆天誉林溪府项目、南昌天誉凤凰樾项目、徐州中誉智慧城市项目、桂林天誉养生谷项目以及昆明天誉智慧城市项目，总建筑面积(包含地下口径)达 248.2 万 m<sup>2</sup>，总收购金额为 33.7 亿元，平均土地成本为 1359 元/平方米。其中珠海金湾项目土地成本最高，达到 2983 元/m<sup>2</sup>。

图 9：珠海金湾项目土地成本最高



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

备注：平均土地成本包含地下面积。

2019 年天誉置业拿地策略偏保守稳健。2019 年公司拿地均价/销售均价为 13.6%，拿地总额/销售总额为 27.8%，公司不推崇激进扩张战略，拿地较为稳健。

表 4：2019 年公司拿地策略稳健

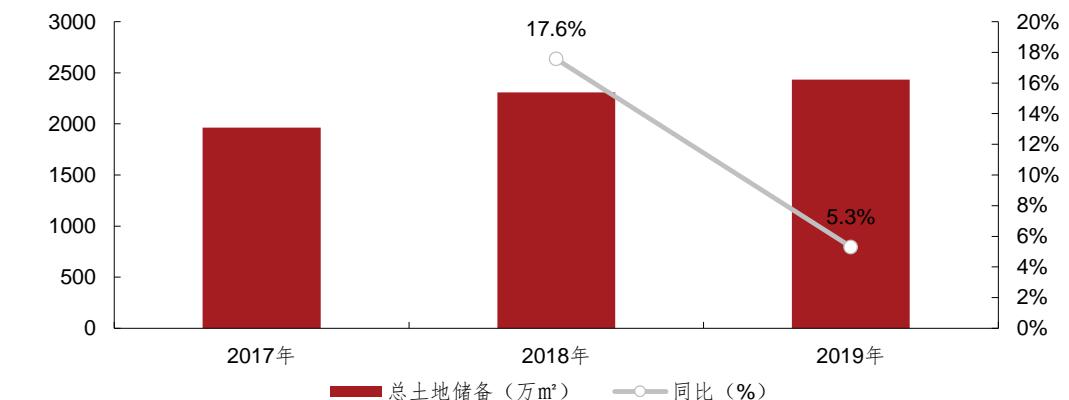
2019 年拿地与销售数据			
拿地均价 (元/m <sup>2</sup> )	1359	拿地总额 (亿)	33.7
销售均价 (元/m <sup>2</sup> )	9959	销售总额 (亿)	121.2
拿地均价/销售均价 (%)	13.6%	拿地总额/销售总额 (%)	27.8%

数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

### 土地储备布局粤港澳，二线城市为主导

天誉置业土地储备分为已竣工、发展中或持作发展物业以及潜在土地储备（拟定土地投标及旧城改造），2019 年总土地储备为 2432.4 万 m<sup>2</sup>，较上年同比增长 5%，增速有所放缓。

图 10：2019 年总土地储备同比增速放缓

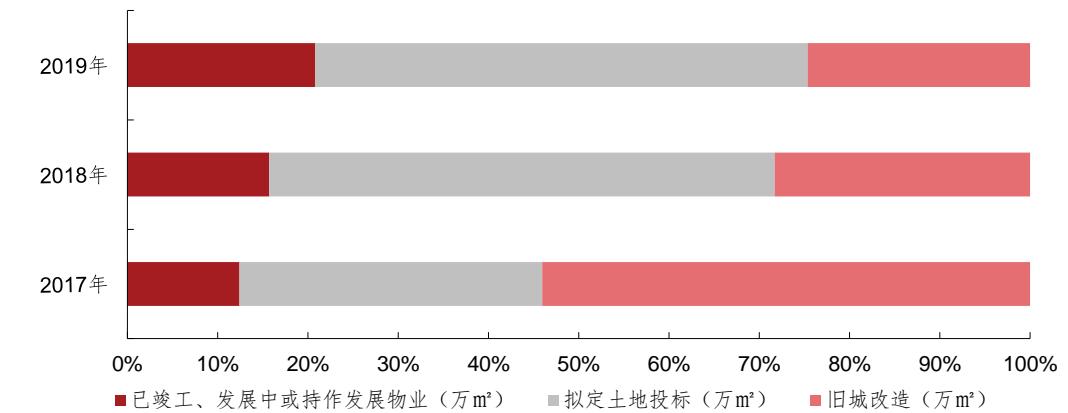


数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

备注：已竣工、发展中或持作发展物业口径为预计总可售面积-累计交付的可售面积，包含持作投资物业之物业

2017 年至 2019 年旧城改造之潜在土地储备占比逐年降低，已竣工、发展中或持作发展物业占比逐年升高。2019 年旧城改造之潜在土地储备占总土地储备比为 24.7%，较 2017 年下降了 29.4 个百分点；已竣工、发展中或持作发展物业占比为 20.8%，较 2017 年上升了 8.4 个百分点。

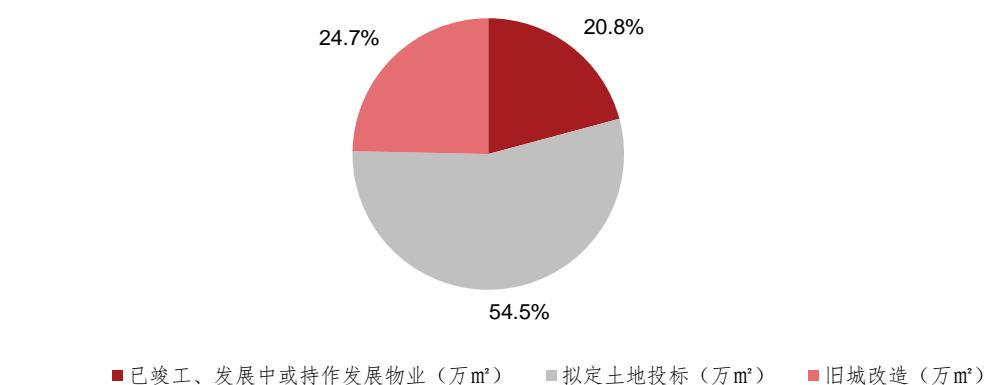
图 11：2019 年旧城改造之潜在土地储备占比降低



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年天譽置业项目组合与潜在土地储备总建筑面积为 2432.4 万 m<sup>2</sup>，其中已竣工、发展中或持作发展物业总建筑面积为 506.4 万 m<sup>2</sup>，潜在土地储备 1926 万 m<sup>2</sup>，包含拟定土地投标总建筑面积 1326 万 m<sup>2</sup>以及旧城改造总建筑面积 600 万 m<sup>2</sup>。潜在土地储备分布区域均是公司已深耕区域，有较好的资源基础。

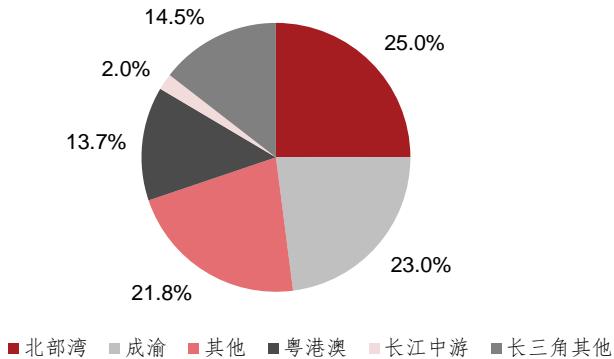
图 12：2019 年公司已竣工、发展中或持作物业总建筑面积占比为 24.7%



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

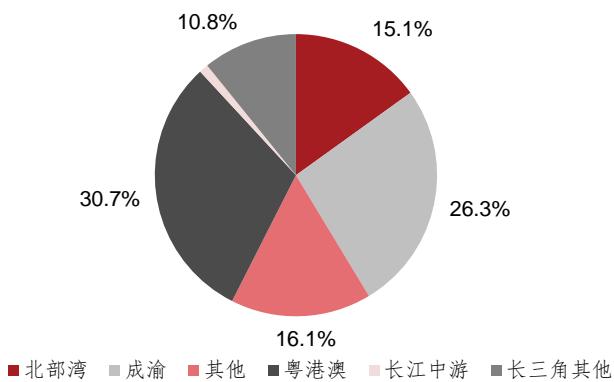
公司已竣工、发展中或持作发展物业面积布局主要位于北部湾及成渝地区，货值布局主要位于粤港澳及成渝地区。北部湾面积占比为 25.0%，面积达 126.4 万 m<sup>2</sup>，成渝面积占比为 23.0%，面积达 116.5 万 m<sup>2</sup>。天譽置業 2019 年可售总货值为 433.1 亿元，粤港澳地区货值占比为 30.7%，货值达 132.7 亿元，成渝地区货值占比 26.3%，货值达 113.8 亿元。

图 13：公司已竣工、发展中或持作发展物业面积布局主要位于北部湾及成渝地区



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

图 14：公司已竣工、发展中或持作发展物业货值布局主要位于粤港澳及成渝地区



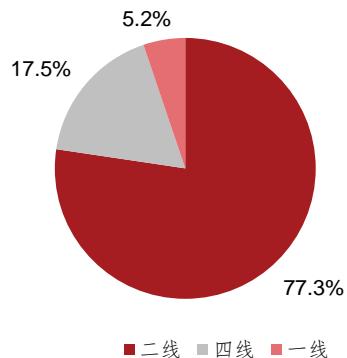
数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

备注：1) 根据中共中央国务院 2019-12-01 印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，将上海市、江苏省、浙江省、安徽省全部城市划分为长三角城市群，其中上海市，江苏省南京、无锡、常州、苏州、南通、扬州、镇江、盐城、泰州，浙江省杭州、宁波、温州、湖州、嘉兴、绍兴、金华、舟山、台州，安徽省合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城 27 个城市划分为长三角中心区，其余为长三角其他区。

2) 货值=项目剩余可售面积\*项目剩余可售面积预计均价（不包含已售未结）

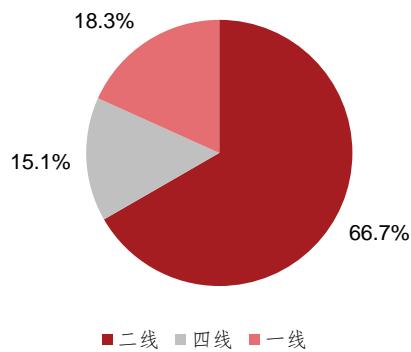
2019 年天譽置業已竣工、发展中或持作发展物业面积及货值均主要位于二线城市，面积占比达 77.3%，为 371.7 万 m<sup>2</sup>；货值占比达 66.7%，为 288.7 亿元。

图 15：公司已竣工、发展中或持作发展物业面积布局主要位于二线城市



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

图 16：公司已竣工、发展中或持作发展物业货值布局主要位于二线城市



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

备注：1) 根据第一财经新一线城市研究所 2019 年 5 月 24 日发布的《2019 城市商业魅力排行榜》，将榜单中新一线城市及二线城市统一划分为二线城市，其他地级市为三线城市，县级市为四线城市。

2) 货值=项目剩余可售面积\*项目剩余可售面积预计均价

公司目前土地储备未来利润空间较合理。根据公司 2019 年业绩公告的销售金额以及公司业务通讯公布的 2019 年土地款，公司 2019 年全年销售均价为 9959 元/m<sup>2</sup>，土地拿地均价为 1359 元/m<sup>2</sup>，按照下表计算，公司销售的整体净利润率在 12.6%，项目利润率有一定的抗风险能力。

表 5：天誉置业未来净利润率测算结果为 12.6%

单位 (元/m <sup>2</sup> )	金额	备注
销售价格	9959	参考 2019 年公司销售均价
土地成本	1359	2019 年公司业务通讯数据
配套设施土地成本分摊	14	按 1% 的配套占比计算
土地契税	41	土地价格 3%
综合建安	4000	
营销费用	398	销售收入 4%
管理费用	598	销售收入 6%
财务费用	819	70% 的成本融资，10.8% 的利率，2 年
增值税及附加	563	销售收入的 5.65%
土地增值税	498	销售收入 5%，公司公告
所得税	418	净收入的 25%
净利润	1253	
净利润率	12.6%	

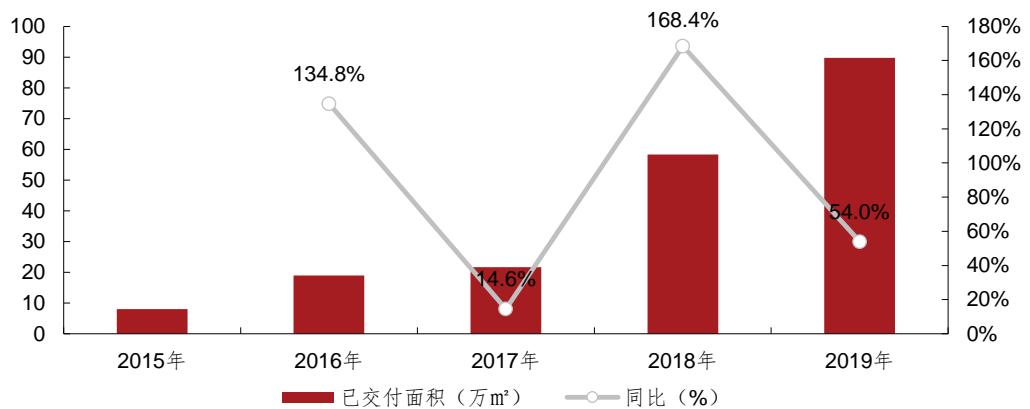
数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

## 发展扎实平稳，利润空间可期

营收增长平稳，利润率水平略有下行，增长空间较大

**2019** 年天譽置業物业结算面积同比增速高位下降，**2015** 年至 **2019** 年复合增长率达 **82.6%**。2019 年公司共有五个项目进行结算，分别为广州天譽半岛、南宁天譽花园项目、南宁天譽东盟创客城、重庆项目及徐州天譽时代城，项目结算面积较 2018H1 同比上涨 54.0%，结算面积为 89.8 万平米。

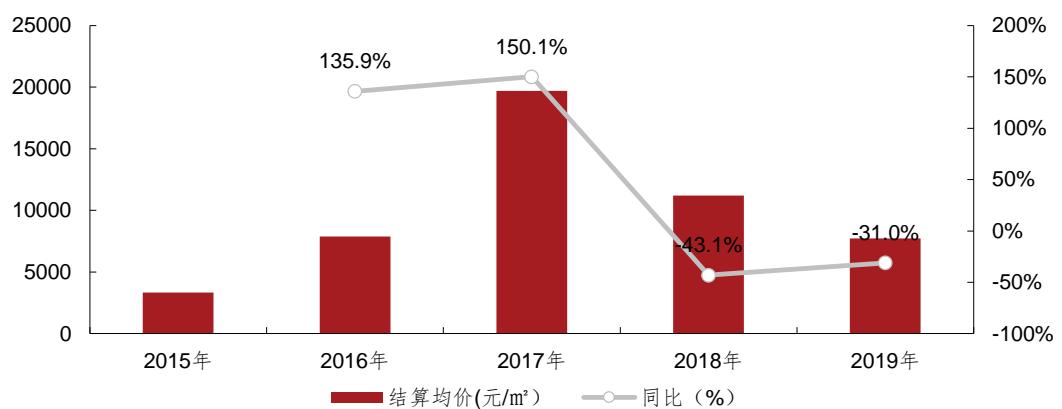
图 17：结算面积同比增速高位下降，2015 年至 2019 年复合增长率达 82.6%



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

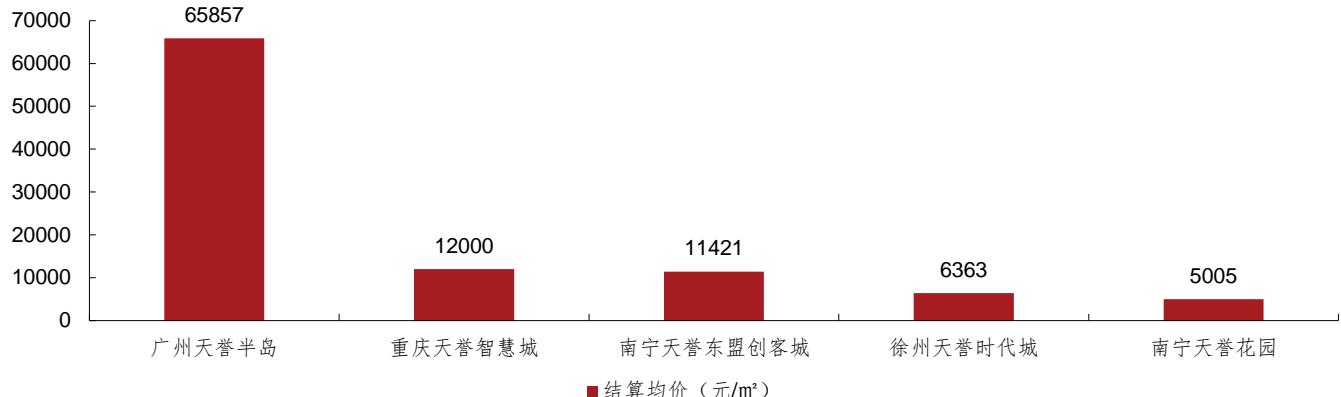
2019 年物业项目结算均价较 2018 年下降 31.0%，结算均价为 7725 元/m<sup>2</sup>，2015 年至 2019 年物业项目结算均价复合增长率为 23.3%。公司 2019 年所结算五个项目中广州天譽半岛结算均价最高，达到 65857 元/平方米，主要由于项目区位位于海珠洲头咀公园旁，江景房区位溢价显著。

图 18：2019 年结算均价回落，2015 年至 2019 年复合增长率为 23.3%



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

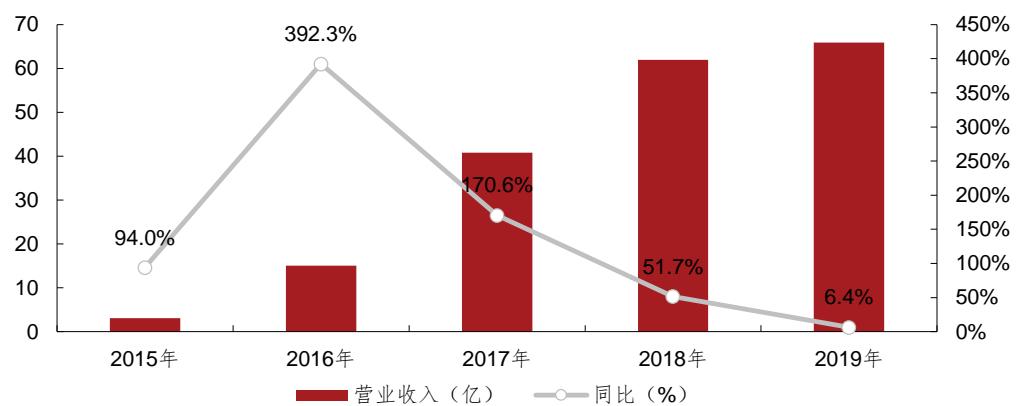
图 19: 广州天譽半岛结算均价最高



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

**2019年公司营业收入同比增速放缓。**2019年天譽置业营业收入同比增速为6.4%，增速放缓，平稳发展，营收规模为65.9亿元。2015年至2019年营业收入复合增长率为115.4%。近几年公司坚持稳健发展战略，不盲目追求高速扩张。

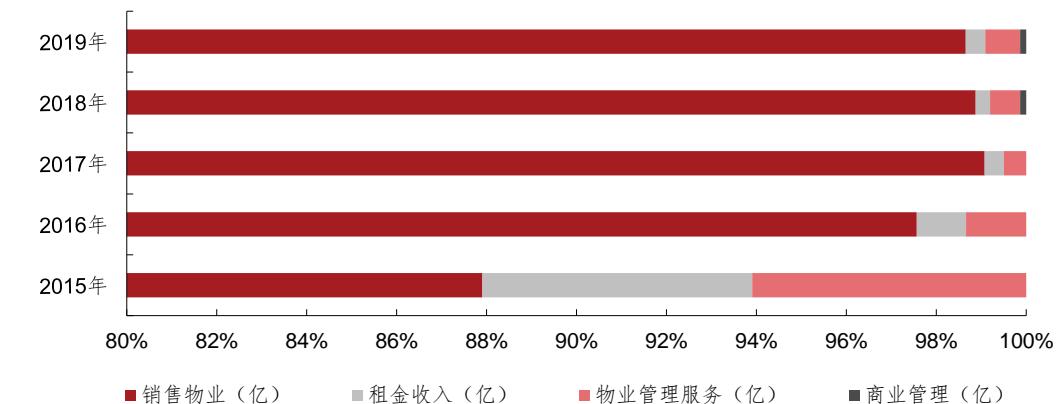
图 20: 2019年营收同比增速放缓，2015年至2019年复合增长率为115.4%



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

天誉置业 2019 年营收结构基本与 2018 年保持一致，主要营收来源为物业销售。2019 年公司销售物业收入为 65.0 亿元，占总营收比高达 98.7%。另有一小部分收入来自于物业管理、租金收入及商业运营，总占比仅为 1.3%。

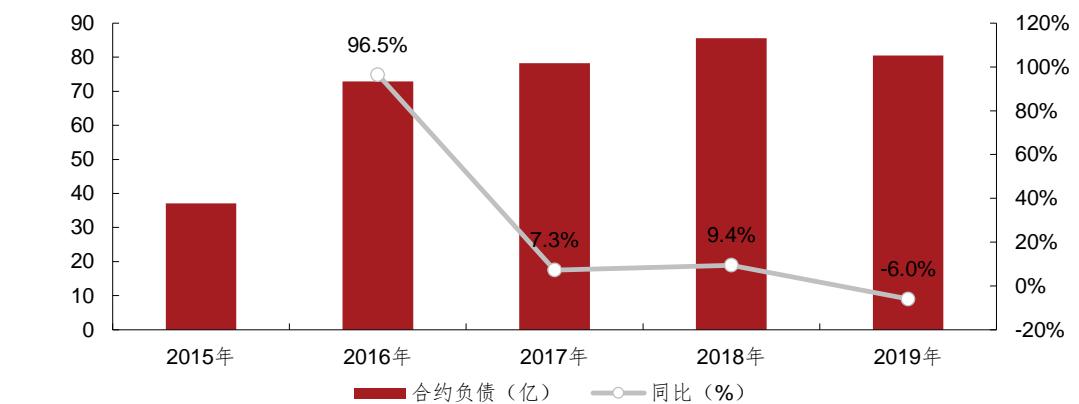
图 21：2019 年营收主要来源为销售物业



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年合约负债规模有所下降。2019 年天誉置业合约负债较 2018 年下降 6.0%，为 80.5 亿元，2018 年为 85.6 亿元，合约负债的降低对未来营收保持增速有一定的压力。

图 22：2019 年合约负债规模下降



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年天誉置业业绩保障系数为 1.22，在重点的房企公司中处于中等水平。公司合同负债规模虽略有下降，但业绩保障系数在合理水平，结合企业稳健的运营策略，未来营收预计能够稳中有升。

表 6：天誉置业业绩保障系数稳健

名称	代码	2019 年合同负债（亿）	2019 年营业收入（亿）	业绩保障系数
德信中国	2019.HK	276.3	95.1	2.90
国瑞置业	2329.HK	173.3	80.9	2.14
建发国际集团	1908.HK	364.2	180.0	2.02
中国海外宏洋集团	0081.HK	546.2	285.9	1.91
绿地香港	0337.HK	322.5	176.6	1.83
明发集团	0846.HK	222.9	126.6	1.76
建业地产	0832.HK	529.5	307.7	1.72
万科企业	2202.HK	5,770.5	3,678.9	1.57
佳源国际控股	2768.HK	199.4	160.7	1.24
<b>天誉置业</b>	<b>0059.HK</b>	<b>80.5</b>	<b>65.9</b>	<b>1.22</b>
首创置业	2868.HK	194.8	187.5	1.04
龙湖集团	0960.HK	1,551.6	1,510.3	1.03
花样年控股	1777.HK	191.6	190.8	1.00
大悦城地产	0207.HK	77.8	103.4	0.75
招商局置地	0978.HK	142.9	194.5	0.73
保利置业集团	0119.HK	243.5	357.8	0.68
珠光控股	1176.HK	23.0	36.5	0.63
路劲	1098.HK	76.0	192.5	0.39

数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

备注：业绩保障系数=2019 合同负债/2019 营业收入

2019 年天誉置业归母净利润为 7.9 亿元，较 2018 年上涨 5.4%，同比增速放缓。公司 2018 年归母净利润为 7.5 亿元，2019 年归母净利润水平增速较慢。

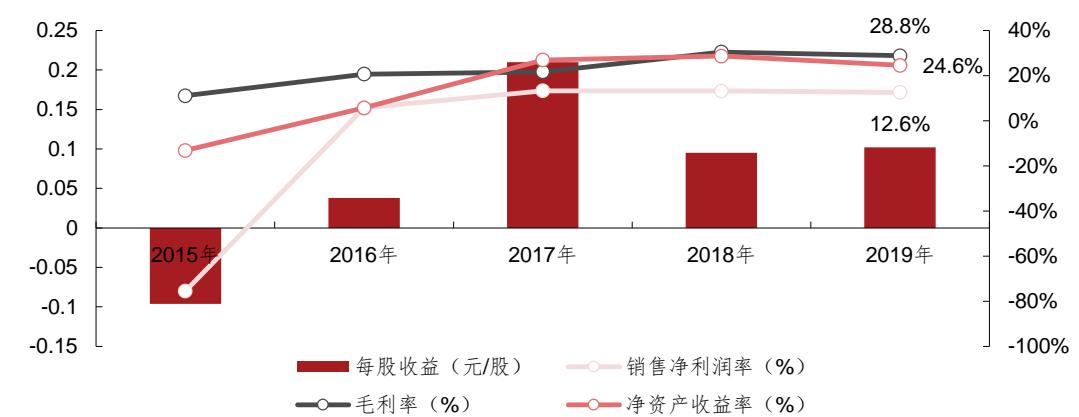
图 23：2019 年归母净利润同比增速放缓



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

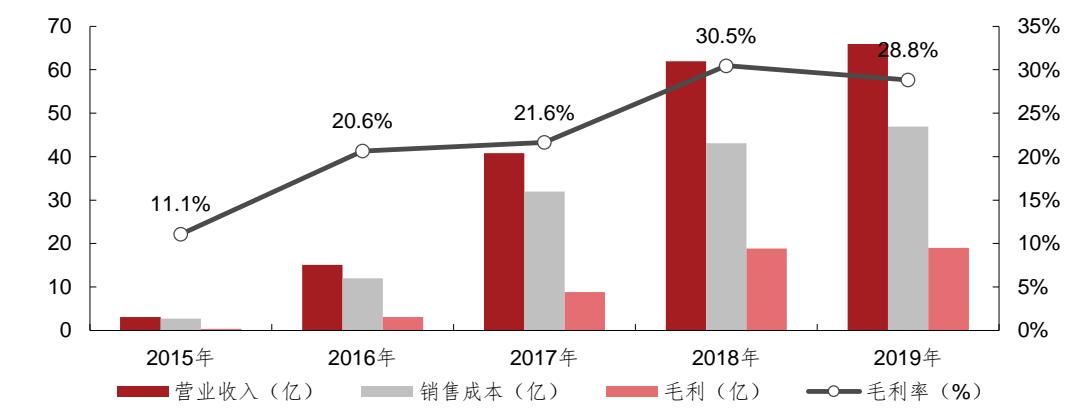
2019 年公司收益水平基本较去年维持同一水平，小幅下行。2019 年天誉置业每股收益为 0.102 元/股，2018 年为 0.095 元/股；2019 年毛利率较 2018 年略微下降 1.6 个百分点，为 28.8%，主要相比之前的广州项目，2019 年交付的产品主要位于国内二线及周边城市，面积较大但平均价低所致；2019 年销售净利润率为 12.6%，较 2018 年略有下降；2019 年净资产收益率较 2018 年下降 4.1 个百分点至 24.6%，2018 年为 28.7%。对比 2018 年以及 2019 年杜邦分析法，公司 ROE 回落，销售净利润率、资产周转率以及权益乘数均有下降，其中销售净利润率及权益乘数下降明显。在对比公司中，天誉置业 ROE 水平处于中等偏高，存在进一步提升空间。

图 24：2019 年 ROE 水平有所下降



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

图 25：2019 年毛利水平小幅下行，受结算项目影响



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

表 7: 2019 年天譽置業 ROE 在对比公司中处于中等偏上水平，仍有进一步提升空间

ROE 水平	代码	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
中梁控股	2772.HK	-	-	-3043.1%	137.3%	67.8%
德信中国	2019.HK	-	34.4%	56.8%	72.9%	41.6%
融创中国	1918.HK	18.7%	11.7%	32.8%	32.9%	37.2%
碧桂园	2007.HK	15.2%	17.0%	31.8%	32.2%	28.9%
<b>天譽置業</b>	<b>0059.HK</b>	<b>-</b>	<b>5.7%</b>	<b>26.9%</b>	<b>28.7%</b>	<b>24.6%</b>
朗诗地产	0106.HK	29.6%	24.7%	18.2%	28.3%	24.2%
招商局置地	0978.HK	3.8%	14.5%	24.4%	15.7%	20.4%
景瑞控股	1862.HK	-	3.2%	22.9%	24.5%	18.1%
大发地产	6111.HK	-	-	6.9%	18.8%	15.9%
中国恒大	3333.HK	20.5%	10.7%	30.7%	30.2%	12.4%
当代置业	1107.HK	17.4%	15.8%	14.4%	9.7%	12.3%
弘阳地产	1996.HK	-	17.9%	17.5%	13.5%	11.0%
五矿地产	0230.HK	3.6%	7.3%	9.5%	11.2%	10.7%
国瑞置业	2329.HK	16.7%	17.8%	17.2%	8.8%	7.0%
上实城市开发	0563.HK	4.1%	4.2%	4.3%	4.3%	4.6%

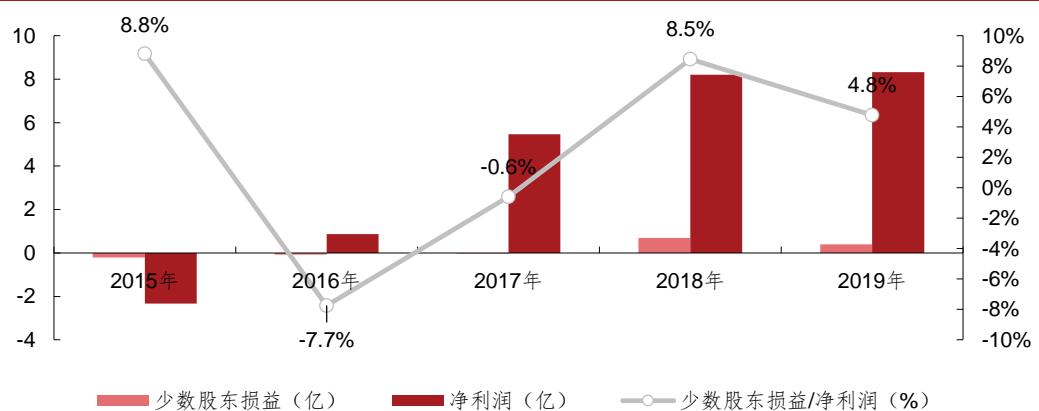
数据来源: Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

备注: 1) 对比公司选取分三类, 一列是市值类相似的内房股, 一类是以区域深耕为主的房企, 一类是三家龙头内房股

2)  $ROE = \text{归属母公司股东净利润} / [(\text{期初归属母公司股东的权益} + \text{期末归属母公司股东的权益}) / 2] * 100\%$

**2019 年天譽置業少数股东损益占净利润比例下降。**2019 年公司少数股东损益为 0.4 亿元, 占净利润比例较 2018 年下降 3.7 个百分点, 为 4.8%, 公司少数股东损益水平有所下降。

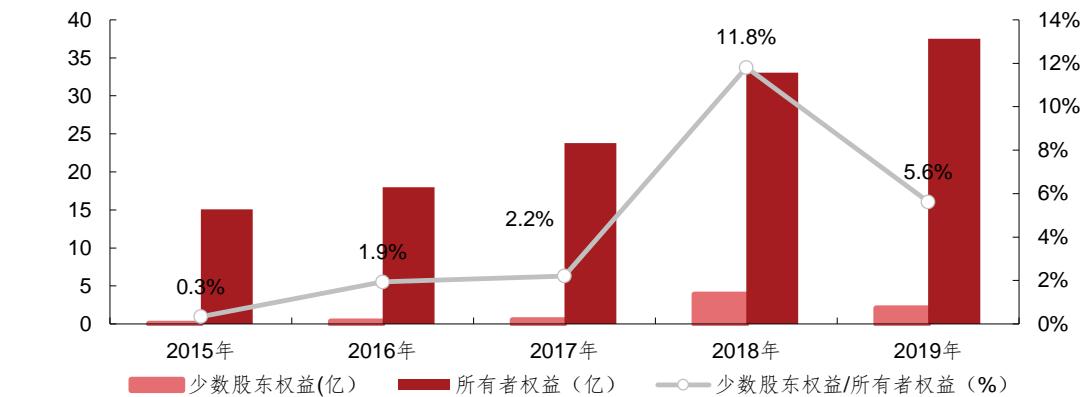
图 26: 2019 年少数股东损益占净利润比例下降



数据来源: Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

2019年少数股东权益占比有所下降。2019年少数股东权益较2018年有所下降，为2.1亿元，少数股东权益占比为5.6%。

图 27：2019年公司少数股东权益占比下降

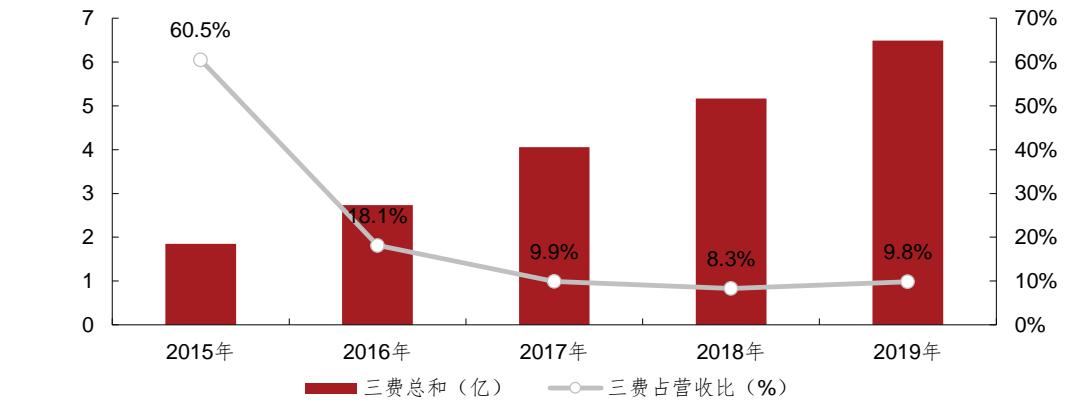


数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

### 三费占比合理，维持在较低水平

三费比例稳定维持低位，稳中略有上升。2019年三费占营收比例为9.8%，较2018年上升1.5个百分点。近三年来，公司三费占营收比例稳定维持在较低水平，成本管控效率较高。

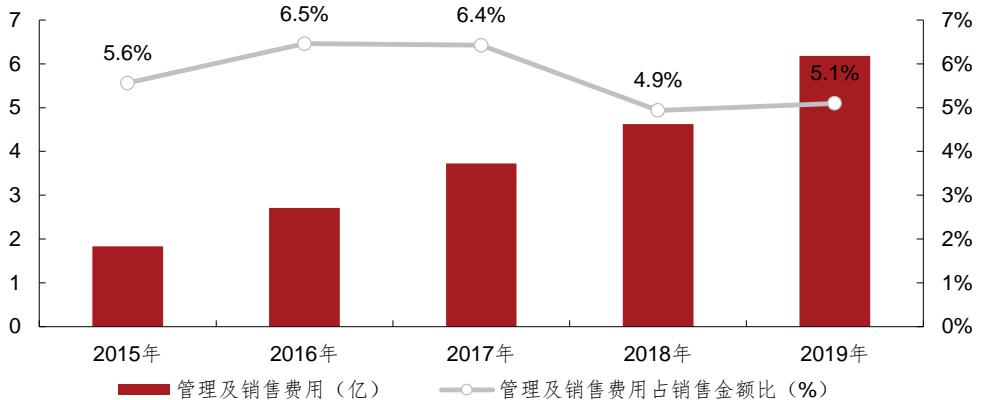
图 28：三费占营业收入比重维持低位，略有上升



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年管理和销售费用占销售金额的比重略有上升，整体波动稳定。2019 年管理和销售费用占销售金额比为 5.1%，较 2018 年上升 0.2 个百分点，基本维持稳定。

图 29：2019 年管理和销售费用占销售金额比重略有上升

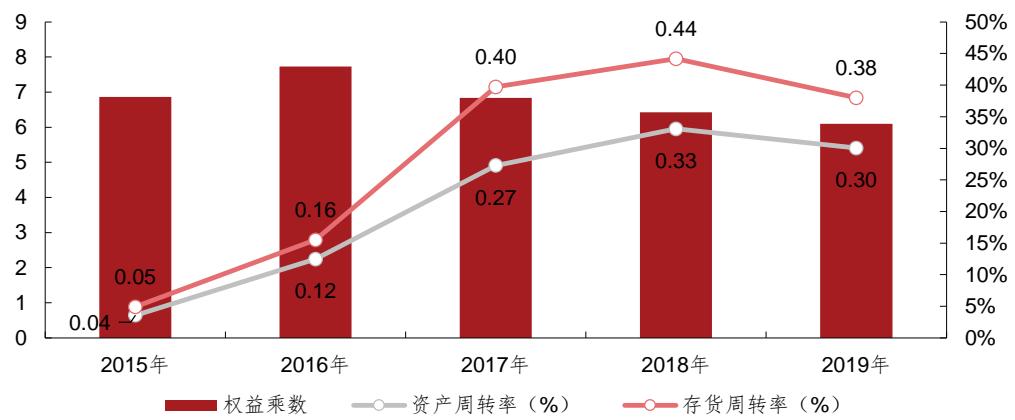


数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

### 周转率水平及权益乘数稳中略有下降

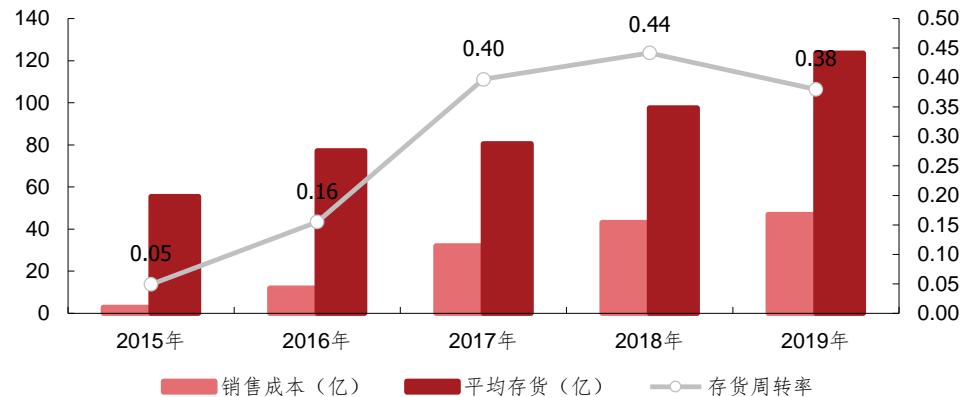
2019 年天誉置业权益杠杆水平、资产周转率及存货周转率均有所下降，总体趋势平稳。2019 年公司存货周转率为 0.38，较 2018 年下降 620 个 bp，平均存货规模有所上升，在对比公司中处于中等水平。根据上文所述，ROE 受资产周转率的影响，有所回落。

图 30：2019 年权益杠杆及周转率水平稳中略降



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

图 31：2019 年平均存货规模上涨，存货周转率有所下降



数据来源：克而瑞证券研究院

备注：平均存货 = (本年存货+上年存货) /2

表 8：2019 年天誉置业权益杠杆在对比公司中处于中等水平

公司简称/权益乘数	代码	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
中梁控股	2772.HK	-	70.7	42.1	24.9	10.8
碧桂园	2007.HK	4.1	7.2	9.0	9.4	8.7
融创中国	1918.HK	5.9	8.3	10.3	9.8	8.4
当代置业	1107.HK	4.2	6.0	6.4	7.1	8.0
德信中国	2019.HK	13.3	13.8	16.2	7.2	6.3
中国恒大	3333.HK	5.3	7.0	7.3	6.1	6.2
<b>天誉置业</b>	<b>0059.HK</b>	<b>6.9</b>	<b>7.7</b>	<b>6.8</b>	<b>6.4</b>	<b>6.1</b>
景瑞控股	1862.HK	6.1	8.3	6.4	5.4	5.7
弘阳地产	1996.HK	5.4	5.3	4.9	4.9	5.3
大发地产	6111.HK	4.8	6.4	7.7	5.9	4.9
国瑞置业	2329.HK	3.5	3.8	4.3	4.2	4.4
朗诗地产	0106.HK	6.0	5.9	5.5	5.6	4.2
招商局置地	0978.HK	3.3	3.4	2.7	3.0	3.1
五矿地产	0230.HK	3.4	4.8	3.6	3.2	3.0
上实城市开发	0563.HK	3.3	2.7	2.6	2.5	2.5

数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

表 9: 2019 年天譽置業存货周转率在对比公司中处于中等偏高水平

企业简称/存货周转率	代码	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
朗诗地产	0106.HK	0.15	0.48	0.51	0.63	0.70
景瑞控股	1862.HK	0.28	0.73	0.86	0.56	0.58
碧桂园	2007.HK	0.60	0.57	0.52	0.52	0.46
大发地产	6111.HK	-	0.09	0.47	0.41	0.46
<b>天譽置業</b>	<b>0059.hk</b>	<b>0.05</b>	<b>0.16</b>	<b>0.40</b>	<b>0.44</b>	<b>0.38</b>
中梁控股	2772.HK	-	-	0.24	0.28	0.37
当代置业	1107.HK	0.86	0.78	0.38	0.29	0.35
五矿地产	0230.HK	0.28	0.47	0.35	0.28	0.34
弘阳地产	1996.HK	-	0.53	0.24	0.26	0.32
融创中国	1918.HK	0.41	0.34	0.24	0.29	0.31
招商局置地	0978.HK	0.18	0.27	0.36	0.21	0.30
中国恒大	3333.HK	0.30	0.29	0.25	0.29	0.28
德信中国	2019.HK	-	0.58	0.35	0.22	0.20
上实城市开发	0563.HK	0.08	0.14	0.19	0.12	0.16
国瑞置业	2329.HK	0.31	0.28	0.15	0.12	0.14

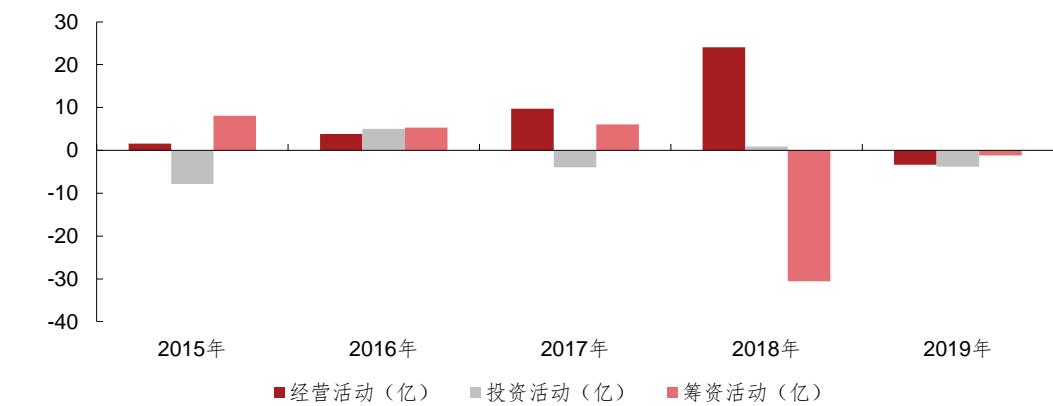
数据来源: Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

## 杠杆合理，有一定安全边际

### 筹资活动现金流改善，杠杆水平合理

2019 年经营活动及投资活动现金流由正转负，筹资活动现金流改善。2019 年天譽置業获得大笔合营公司垫款，偿还银行及其他借款额减少，筹资活动现金流水平有所升高。经营性现金流及投资活动现金流均由正转负，主要由于 2019 年补充土地储备多于 2018 年所致。

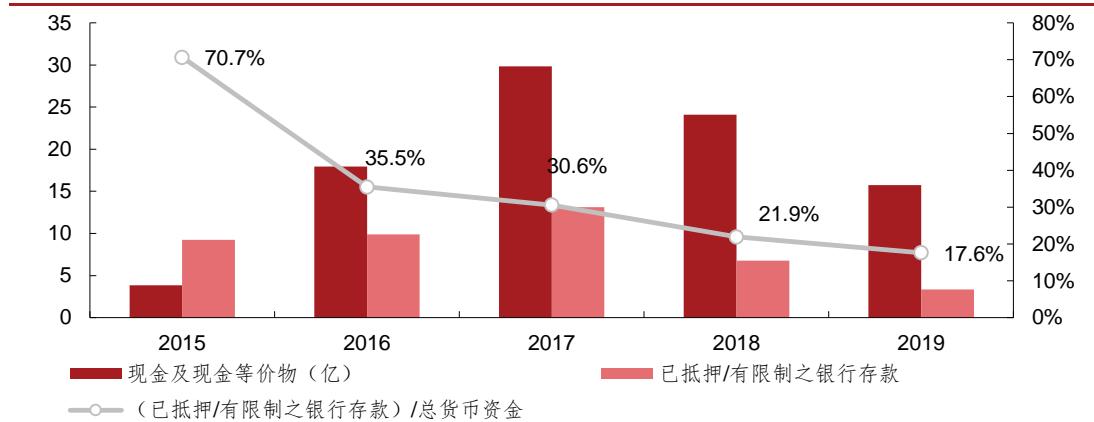
图 32: 2019 年经营活动、投资活动、筹资活动现金流均为负值



数据来源: Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年公司现金及现金等价物规模为 15.7 亿元，同比下降 34.7%。受限制资金规模为 3.4 亿元，受限制现金占总现金比例为 17.6%，较 2018 年同下降了 4.3 个百分点，占比逐年下降。

图 33：公司受限制现金占总现金比例逐年下降



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

### 若销售回款只考虑偿还短期债务，天譽置業安全边际合理

疫情影响下，结合克而瑞中国房地产企业销售排行榜单公司 1-5 月销售数据，进行现金流压力测试，以判断公司偿债的安全边际。

**计算逻辑：**首先确定公司截至最新一期报告中列示的短期债务规模，**天譽置業短期债务规模口径为短期借款+短期衍生金融负债**。在不考虑公司支付已发生拿地款的基础上，根据公司未来一年内需要偿还的债务规模倒算其对应的销售规模。**通过公司 2020 年 1-5 月销售数据，未来以 2019 年 6-12 月的已发生的销售金额作为参考，去判断公司的偿债压力。**

#### 主要计算步骤：

确定天譽置業未来一年需偿还的短期债务规模，根据销售金额-综合建安成本-税、费=当年现金余额的逻辑倒算出所需销售金额；考虑工程款的分批支付和回款率。

根据克而瑞榜单披露的全口径金额，确定公司报告期后新增的合约销售金额，则偿债所需销售金额-报告期后已发生销售金额=余期销售需求；

选取 2019 年同期，即 6-12 月的合约销售规模作为未来销售的参考依据，计算同期销售对余期销售规模覆盖比率=同期销售规模/余期销售需求

天譽置業短期负债为 19.3 亿元，根据测算，上年 6-12 月的销售对今年同期销售规模覆盖比率为 2.0，可完全覆盖其偿债所需销售金额。

综合考虑土地款支出和货币现金后，对多元渠道偿付有一定需求

#### 测算原理：

若考虑公司的合约销售同时还需要支付报告期后已发生的土地款，则主要计算逻辑如下：

令公司 2019 年 6 月至 12 月及 2020 年 1-5 月合约销售额作为参考依据，则参考销售金额-偿债所需销售金额=结余销售金额，结余销售金额/新增拿地金额=支付土地款覆盖比率。

备注：由于天誉置业拿地集中于下半年度，因为新增拿地金额参考 2019 年金额。

天誉置业以销售回款偿还短期债务之后，支付土地覆盖比率为 1.05，天誉置业在以销售回款偿还短期债务之后，剩余的金额能够支撑 1.05 倍的 2019 年拿地力度，销售回款对于债务及费用的覆盖程度较高，资金的使用情况较为灵活。

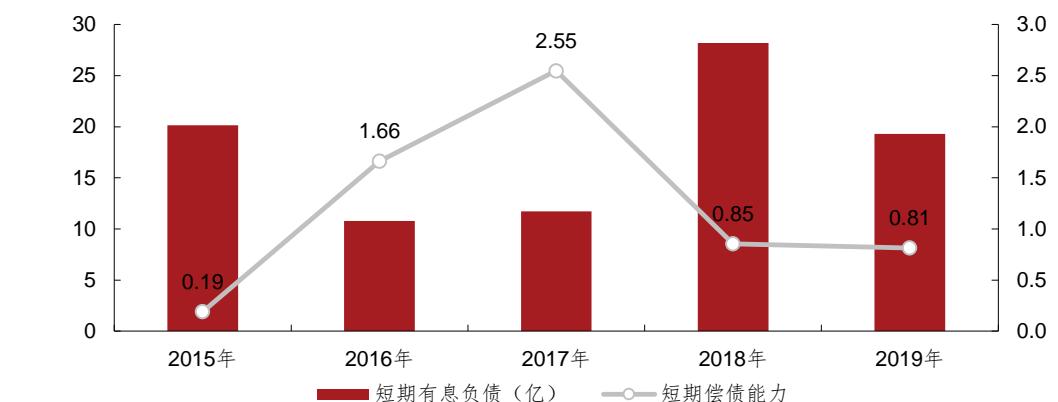
表 10：公司偿债能力核心数据

指标	2015	2016	2017	2018	2019	备注
除税前溢利（亿）	-2.08	0.96	10.39	16.44	15.80	-
财务成本（亿）	0.02	0.03	0.33	0.54	0.31	财务成本净额
EBIT（亿）	-2.07	0.99	10.72	16.98	16.11	除税前溢利+财务成本净额+折旧摊销
计息银行及其他借贷（短期）亿	20.13	10.79	11.71	28.19	19.30	公司公告
计息银行及其他借贷（长期）亿	7.59	23.91	31.16	35.43	43.31	公司公告
总带息债务（亿）	27.72	34.69	42.88	63.63	62.61	短期带息债务+长期带息债务
现金及现金等价物（亿）	3.83	17.94	29.84	24.10	15.73	-
现金及现金等价物/短期债务（X）	0.19	1.66	2.55	0.85	0.81	-
借款利息支出（亿）	2.72	2.17	3.33	5.59	6.43	银行及其他借贷利息
经营活动净现金流（亿）	1.58	3.78	9.73	24.03	-3.39	-
经营活动净现金流/借款利息支出（X）	0.58	1.74	2.92	4.30	-0.53	-
经营活动净现金流/总带息债务（X）	0.06	0.11	0.23	0.38	-0.05	-
EBIT 利息覆盖比率（X）	-0.76	0.45	3.22	3.04	2.50	EBIT/借款利息支出
总带息债务/EBIT（X）	-13.41	35.11	4.00	3.75	3.89	-

数据来源：Wind Bloomberg 公司公告 克而瑞证券研究院

**2019** 年公司的短期偿债能力较上年保持稳定。2019 年短期偿债能力较上年进一步下降 4 个百分点，公司自 2018 年短期有息债务大幅上涨，2018 年较 2017 年上涨 140.7%，现金短债比虽在 1 以下，公司有较合理的再融资方案计划，和较好的销售回款偿债预期，短期偿债压力整体可控。

图 34：2019 年短期偿债能力较上年保持稳定

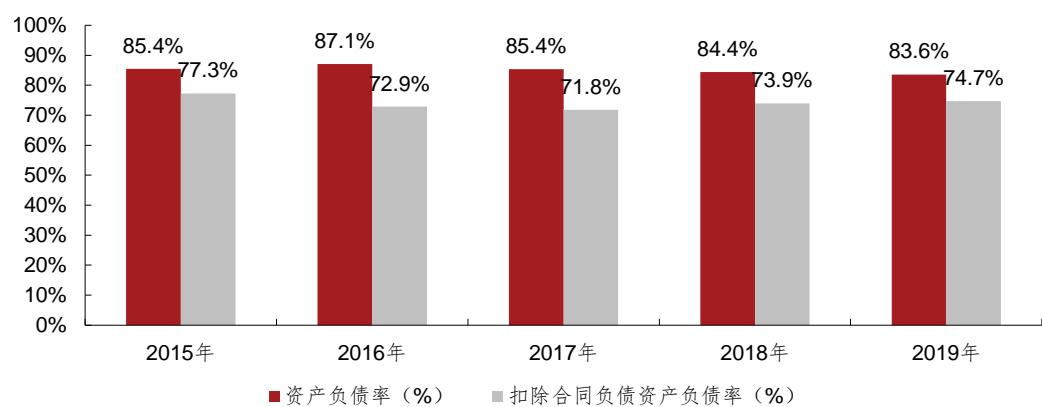


数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

备注：短期偿债能力=现金及现金等价物/短期有息负债，其中现金及现金等价物不包含受限制现金

**2019** 年公司扣除合同负债资产负债率略有回升，总体保持低位，在对比公司中处于中等水平。2019 年公司整体资产负债率水平合理，为 83.6%，扣除合同负债的资产负债率较 2018 年上涨 0.8 个百分点至 74.7%，总体较为稳健，杠杆波动不大，在对比公司中处于中等水平。

图 35：2019 年公司扣除合同负债资产负债率略有回升，总体保持低位



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

表 11：2019 年天譽置業扣除合同负债的资产负债率在对比公司中处于中等水平

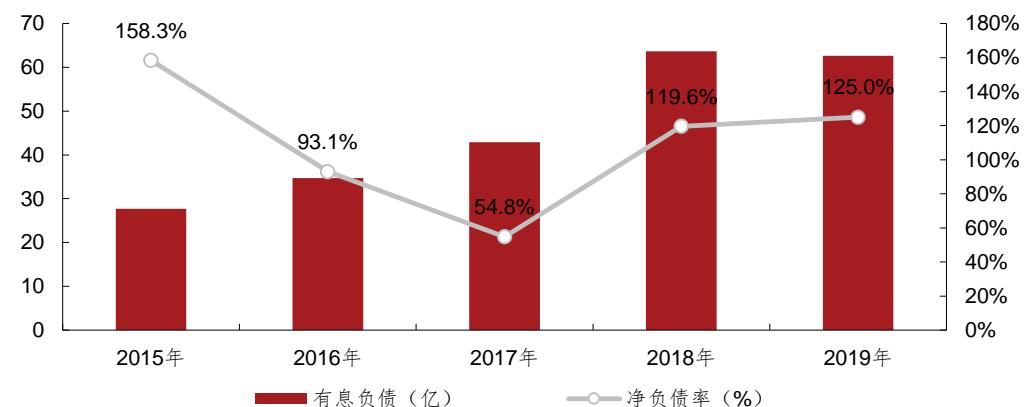
企业简称/资产负债率(扣除合同负债)	代码	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
融创中国	1918.HK	81.0%	86.3%	87.7%	85.9%	84.1%
中国恒大	3333.HK	78.9%	83.3%	83.8%	81.8%	82.7%
碧桂园	2007.HK	66.3%	79.6%	83.4%	83.7%	82.7%
当代置业	1107.HK	72.2%	80.0%	79.6%	79.3%	82.0%
中梁控股	2772.HK	-	97.8%	95.0%	90.7%	80.8%
景瑞控股	1862.HK	75.4%	83.8%	81.2%	79.8%	80.3%
<b>天譽置業</b>	<b>0059.HK</b>	<b>77.3%</b>	<b>72.9%</b>	<b>71.8%</b>	<b>73.9%</b>	<b>74.7%</b>
弘阳地产	1996.HK	72.6%	72.2%	72.8%	73.0%	74.4%
朗诗地产	0106.HK	77.5%	76.7%	77.3%	78.6%	73.2%
德信中国	2019.HK	84.3%	88.5%	89.1%	76.1%	72.9%
大发地产	6111.HK	72.3%	71.0%	80.6%	73.5%	72.6%
国瑞置业	2329.HK	70.5%	71.9%	75.4%	72.3%	71.3%
五矿地产	0230.HK	61.1%	69.9%	64.8%	64.0%	63.4%
招商局置地	0978.HK	59.9%	63.0%	56.9%	57.8%	61.1%
上实城市开发	0563.HK	66.8%	56.7%	56.5%	55.4%	56.3%

数据来源: Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

### 有息负债规模稳定，净负债率有所上升

**2019** 年天譽置業有息负债水平稳定，净负债率较 **2018** 年略有上升。2019 年有息负债规模较 2018 年略降，为 62.6 亿元。2019 年净负债率较 2018 年上升 5.4 百分点至 125.0%，在对比公司中处于中等偏高水平，有进一步降杠杆空间。考虑受限制资金后，2019 年净负债为 116.1%，2018 年净负债率为 99.2%。

图 36: 2019 年有息负债水平稳中有降，净负债率略有下降，依旧处于高位



数据来源: Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

备注: 净负债率 = (有息负债 - 现金及现金等价物) / 净资产，其中有息负债口径为长短期借款及长短期衍生金融负债，现金及现金等价物不包含受限制现金

表 12: 2019 年天誉置业净负债率在对比公司中处于中等偏高水平

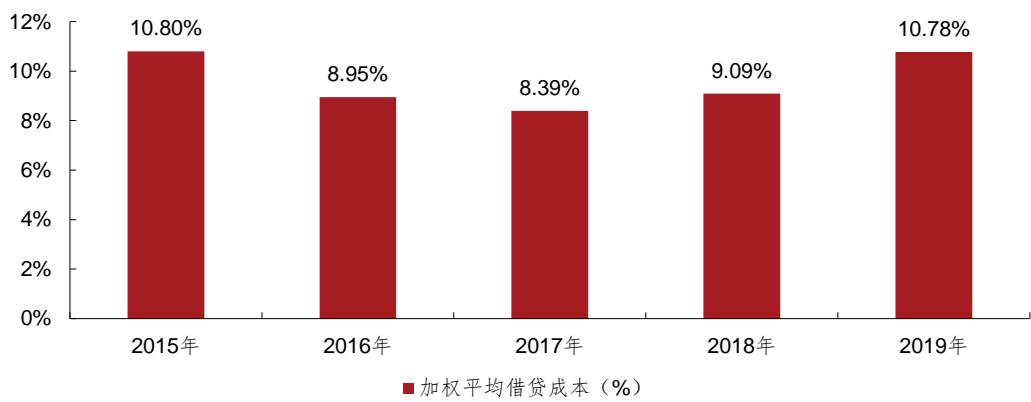
公司简称/净负债率	代码	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
招商局置地	0978.HK	47.9%	33.1%	16.7%	8.2%	19.8%
上实城市开发	0563.HK	55.7%	8.9%	16.7%	26.8%	32.0%
朗诗地产	0106.HK	215.2%	108.8%	56.5%	34.0%	40.3%
德信中国	2019.HK	279.5%	437.4%	283.2%	67.6%	49.2%
碧桂园	2007.HK	59.9%	71.8%	68.2%	58.2%	55.3%
五矿地产	0230.HK	16.4%	72.3%	67.0%	77.3%	79.3%
景瑞控股	1862.HK	180.9%	82.9%	95.4%	79.3%	91.4%
大发地产	6111.HK	206.4%	157.0%	282.2%	128.1%	111.0%
弘阳地产	1996.HK	95.7%	94.3%	108.3%	113.3%	115.6%
中梁控股	2772.HK	-	2348.0%	583.3%	184.4%	120.9%
当代置业	1107.HK	72.5%	114.9%	124.1%	121.3%	123.6%
<b>天誉置业</b>	<b>0059.HK</b>	<b>158.3%</b>	<b>93.1%</b>	<b>54.8%</b>	<b>119.6%</b>	<b>125.0%</b>
国瑞置业	2329.HK	134.2%	157.9%	210.2%	155.7%	144.4%
中国恒大	3333.HK	136.4%	174.9%	239.7%	176.2%	181.2%
融创中国	1918.HK	98.4%	171.6%	248.7%	209.6%	214.1%

数据来源：克而瑞证券研究院

备注：有息负债口径为长短期银行借款、长短期应付票据

**2019 年公司加权融资成本升高。**2019 年公司加权融资成本为 10.78%，2018 年上升 1.69 个百分点，主要为公司首次在境外发行无抵押信用美元债，票面利率为 13%，故融资利率相对有所升高。

图 37: 2019 年公司加权融资成本有所升高

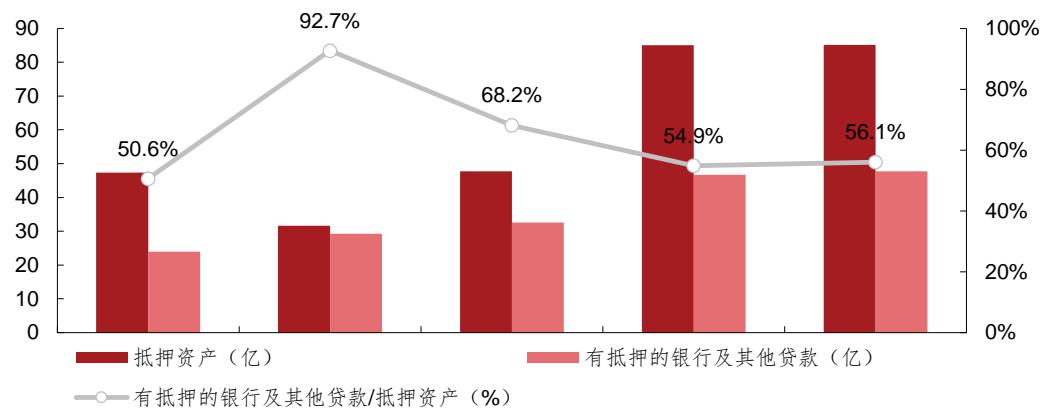


数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

## 抵押资产规模稳定，投资物业抵押占比上升

2019 年公司整体抵押资产规模较上年维持稳定，为 85.2 亿人民币，用于抵押的资产所获得的抵押借贷规模较 2018 年略有上涨，贷得有抵押的银行及其他借款 47.7 亿人民币，为整体抵押资产总值的 56.1%，2018 年为 54.9%。

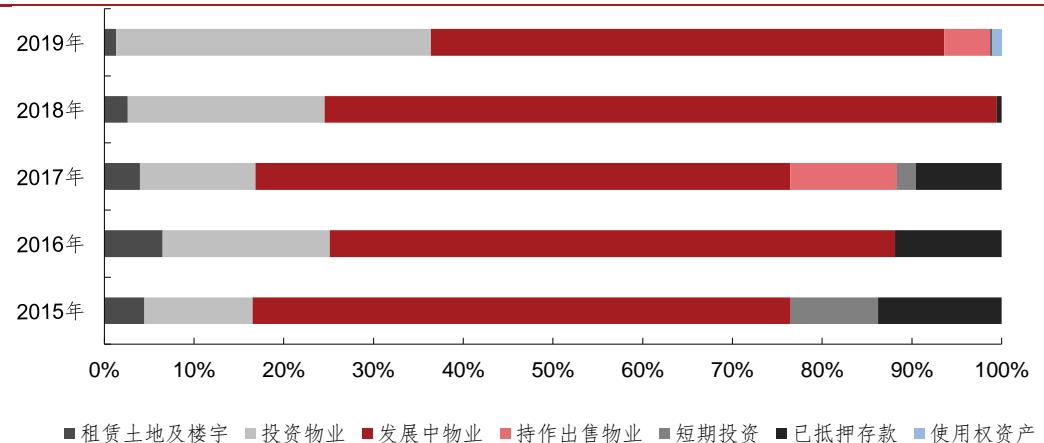
图 38：2019 年抵押资产规模及获有抵押的银行及其他贷款比例稳定



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年公司抵押资产结构中，投资物业抵押比例上升，发展中物业比例下降。抵押资产中投资物业抵押规模逐渐上升，2019 年占总体抵押资产比例为 35.1%，发展中物业抵押占比有所下降，2019 年占总体抵押资产比例为 57.2%，但仍为抵押资产中主导部分。

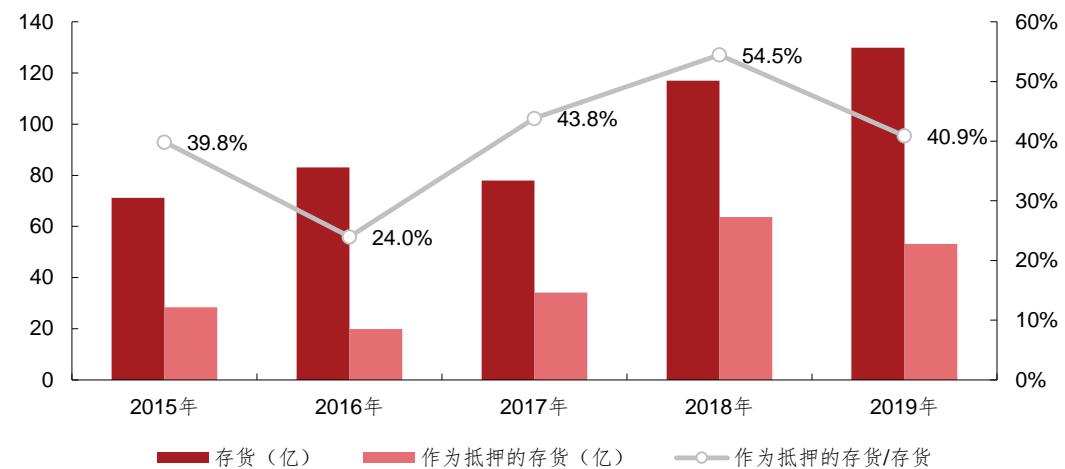
图 39：2019 年投资物业抵押比例上升，发展中物业抵押比例下降



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

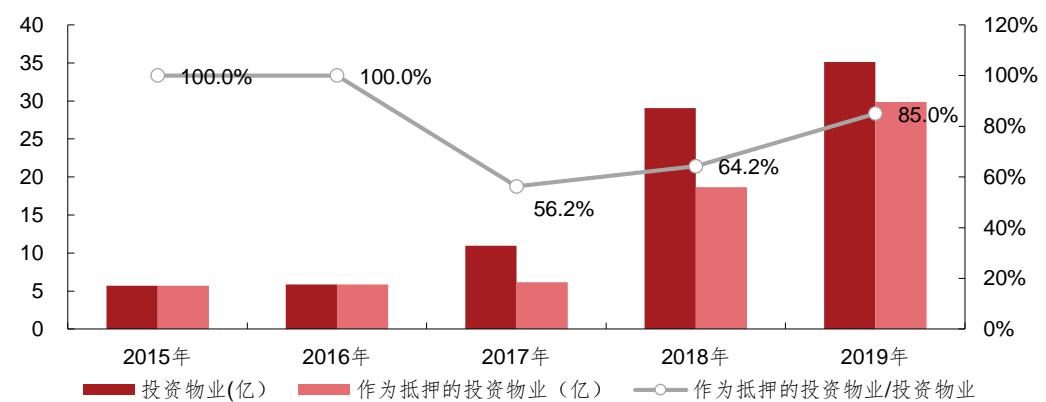
公司抵押资产主要为存货以及投资物业。2019 年存货与投资物业抵押占总体抵押资产比例达 97.4%。其中作为借款抵押品的存货占存货总量比例有所下降，为 40.9%。作为借款抵押品的投资物业占投资物业总量比例上升，为 85.0%。

图 40：2019 年作为借款抵押品的存货比例有所下降



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

图 41：2019 年作为借款抵押品的投资物业比例上升

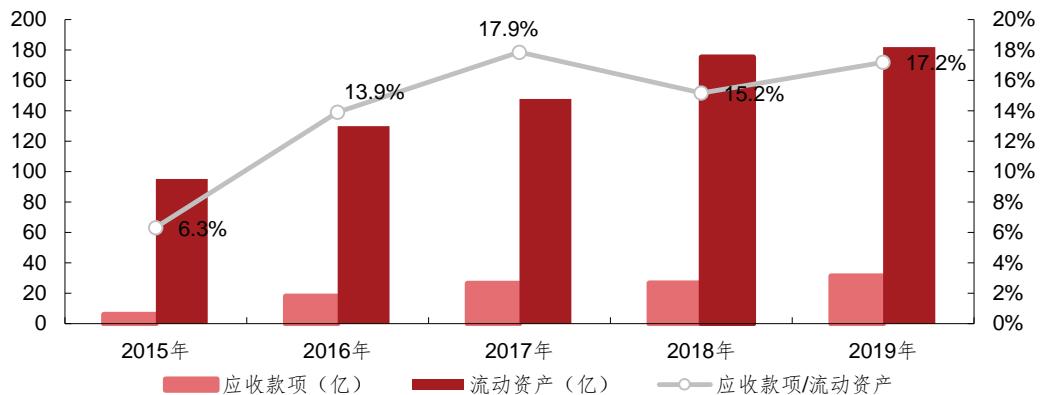


数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

## 公司受关联方交易影响不大

**2019** 年应收款项占流动资产的比例上升 2 个百分点至 **17.2%**，公司流动资产受应收款项的影响进一步升高。2019 年应收款项中未产生应收合营公司款项，公司关联方交易影响不大。

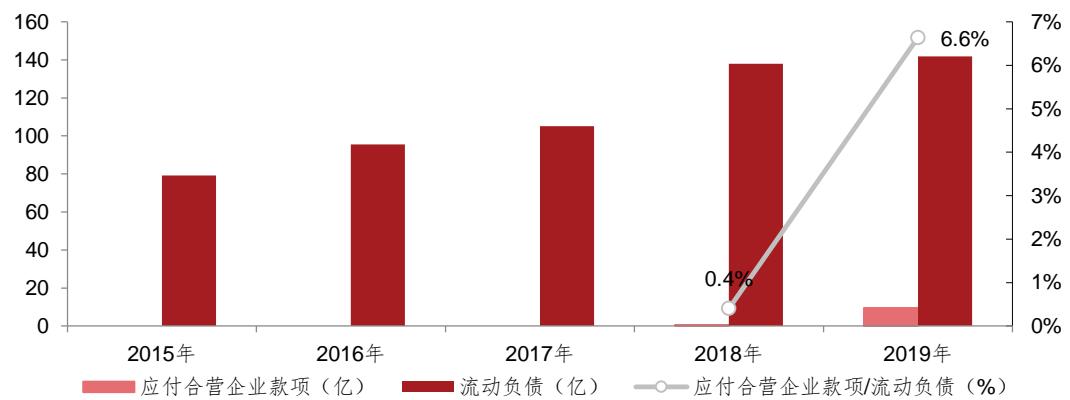
图 42：应收款项占流动资产比例整体处于高位，2019 年进一步上升



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

**2019** 年应付关联方款项合计 **9.4** 亿元，占流动负债比例较 **2018** 年上升 **6.2** 个百分点，为 **6.6%**。公司自 **2018** 年起产生应付合营公司款项，**2019** 年占流动负债比上升至 **6.6%**，关联方交易对于流动负债的影响增加。

图 43：公司 2018 年起产生应付合营企业款项，2019 年占流动负债比上升



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

## 风险提示

### 政策风险

**行业政策风险：**如全国发布更加严格的房地产限购、限贷、限售、限价政策，行业的市场销售压力会增大。

**棚改政策风险：**棚改政策进一步明确，如果未来有大量降低的趋势，对行业三、四线城市的销售压力有一定的影响。

**城市政策风险：**如天誉置业进入的主要城市发布更加严格的房地产限购、限贷、限售、限价政策，公司的市场销售压力会增大。

### 融资风险

**企业融资：**如果后期出现人民币或美元的相关政策导致社会整体的资金出现收紧，如银行发放贷款审核条件更加严格，房企海外发债审核更加严格，房企发债未达预期等情况都有可能造成房企的融资压力加大。

**居民加杠杆：**如贷款利率进一步提升，增加购房成本，可能影响销售速度。

### 信用风险

如房地产企业在处理债务上，出现违约等情况，有可能影响市场对行业发展风险的评判。

### 销售业绩未完成风险

房地产市场波动大，企业原定的销售目标存在未完成的风险。

## 评级指南及免责声明

### 披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞及其子公司，母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

### 分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥补不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管,除了向CEO直接汇报外,分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序,以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序,并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall),以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

### 免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司,其股东,及其关联公司,或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是,本文所表达的意见,估算和预测完全是本文作者的意见,估计和推测,而不是作为上述被研究公司,其股东,及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见,估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息,但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实,以及其中所表达的意见,估计,预测和推测,截至本报告日期,如有变更,恕不另行通知。对于本报告所含信息,意见,估计,预测和推测的公正性,准确性,完整性或合理性,不作任何明示或暗示的陈述或保证,也不应依赖于这些信息,意见,估计,预测和推测的公正性,准确性,完整性或合理性,而且克而瑞证券有限公司,上述被研究公司,其股东,或任何其他人,对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失,均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约,邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约,邀请或要约招揽的一部分,本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础,也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定,必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考,不得以任何目的复制,分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国,加拿大或日本取得或传送,也不得在美国,加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制,持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见,估计,预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前,客户应考虑该等意见是否适合其特定情况,并在必要时寻求专业建议。

预测,推测和估值纯属猜测,且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测,推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测,推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产,未经克而瑞事前书面同意,任何人士或机构均不得复制,分发,传阅,广播或作任何商业用途,而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险,过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情,包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779),为香港证券及期货事务监察委员会持牌人,获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。