

2022年5月25日

伟禄集团 (1196.HK)

公司首次覆盖

证券研究报告

综合企业行业

进军拉丁美洲市场，发展投资移民业务

伟禄集团是由林晓辉博士所成立的综合型企业，业务众多，包括物业、拉美、金融服务、百货、环保、汽车零件等。地产板块提供短期现金流，伟禄主要以城市更新项目为主，我们估算伟禄手头上项目的总可售货值超过300亿元，可为公司增加短期之现金流来推进其他业务。林博士于2021年以馈赠方式把拉美业务注入伟禄，是伟禄中长期的盈利增长动力。我们以分部加总法为伟禄不同之业务进行估值，扣除控股公司净负债后我们估计伟禄的合理价值约385亿元。以30%之控股公司折让作为目标估值，目标价为每股18.5港元，首予「买入」评级。

报告摘要

业务众多的综合型企业。伟禄集团由主席林晓辉博士于2004年所成立，2014年登陆港交所。其业务多元化，包括物业、金融服务、环保、汽车零件。于2020年宣布收购先施，正式拓展百货零售行业。2021年经资产注入而拓展拉丁美洲之业务。

地产板块提供短期现金流。作为综合型企业，伟禄主要以城市更新的发展模式来获取项目，土地成本相对较低且利润较佳。公司在推进的项目以深圳工改为主，基本上是单一产权项目，推进较为顺利。目前公司手头上的五个项目，推进程度较快的是莱茵花园项目，位于南山的高新区，邻近地铁1号线高新园站，周边房价平均高达每平方米19万元，目前计划于2023年下半年开始预售，我们估计该项目总货约150亿元，并估算伟禄手上城市更新项目的总可售货值超过300亿元，可为公司增加短期之现金流来推进其他业务。

拉美业务是中长期增长动力。2021年林博士把他持有的加勒比教育产业集团的70.5%股权以馈赠方式注入伟禄，正式开展拉美地区之业务。首阶段在格林纳达建造20,000套学生公寓以满足邻近的圣乔治大学及其他引进的欧美大学分校之需求，圣乔治大学闻名于医科学院，是提供美国首年助理住院医师人数最多的海外大学，超过八成国际毕业生获得助理住院医师资格，近八成学生来自美国及加拿大。此外，因发展该项目，伟禄首阶段获当地政府给予5000套移民额度以供出售，每套均价约22万美元，预计可为公司带来11亿美元之收入。未来公司会以同类模式来发展格林纳达以至其他加勒比地区之市场，是伟禄中长期的盈利增长动力。

首予买入评级。以分部加总法作估值。地产业务，我们估算伟禄拥有的地产项目货值约300多亿元，分五年销售。经调整后的资产净值约130亿元；拉美业务，按照首阶段学生公寓的租金收入估算，加上公司获分配的5000套移民配额，预计将为2022年带来4.9亿元的归母净利润，其后两年按年增长40-50%。以贴现法估算，拉美业务合理价值约297亿元。其他业务收益及估值相对较小，扣除控股公司净负债后估计伟禄的合理价值约385亿元。我们以30%之控股公司折让作为目标估值，目标价为每股18.5港元，首予「买入」评级。

风险提示：新业务发展的不确定性；地产调控放松效果的不确定性

(31/12 年结；百万港元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	869.34	1,195.08	2,759.91	4,089.93	11,075.71
增长率(%)	4.9%	37.5%	130.9%	48.2%	170.8%
净利润	885.19	122.20	74.65	619.87	2,739.12
增长率(%)	转正	-86.2%	-38.9%	730.3%	341.9%
毛利率(%)	23.1%	22.8%	52.9%	52.8%	62.7%
净利润率(%)	101.8%	10.2%	2.7%	15.2%	24.7%
每股收益(港币)	0.62	0.08	0.05	0.43	1.90
每股账面价值(港币)	2.44	2.87	2.92	3.35	5.25
市盈率	22.07	160.33	262.08	31.56	7.14
市净率	5.57	4.73	4.65	4.05	2.59
净资产收益率(%)	30.3%	3.2%	1.8%	13.7%	44.2%
股息收益率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：公司资料、彭博、安信国际预测

投资评级：**买入**

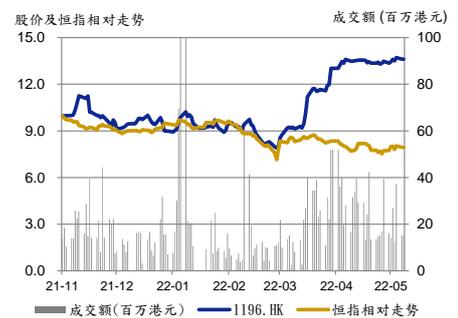
目标价格：**18.50 港元**

现价 (2022-05-25)：**13.58 港元**

总市值(百万港元)	19,565
流通市值(百万港元)	4,981
总股本(百万股)	1,441
流通股本(百万股)	367
12个月低/高(港元)	7.88/14.0
平均成交(百万港元)	20.0

股东结构	
林晓辉	62.7%
马超	11.8%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.0	61.7	44.6
绝对收益	1.0	48.2	16.6

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 行业分析师
+852-22131402
stevewong@eif.com.hk

伟禄的多元化：从制造业到房地产、从中国到海外

伟禄集团由主席林晓辉博士所成立。林博士于 2004 年用其积蓄成立了伟禄科技（伟禄集团的前身），发展初期伟禄科技的主要业务是外贸、显示器制造和代工。公司找到了当时泰国最大的显示器分销商尼普达电脑公司，以优惠的价格谈下了一笔订单，奠定了日后成功的基础。因为林博士的诚信与务实，吸引了几家大企业，例如韩国的大宇、杜拜的 Discovery 品牌，成了伟禄的长期客户。其后，公司更一度跻身成为 2012 年中国民营进出口额前 500 强企业。

林博士于 2014 年透过收购昌明投资（1196.HK），让伟禄正式在香港上市，公司亦进入了规范管理期，并通过收购各项优质标的，扩大伟禄的商业版图，如香港的金融业务、深圳的城市更新业务、日本的环保业务、及聚焦大湾区的汽车零部件分销业务等。

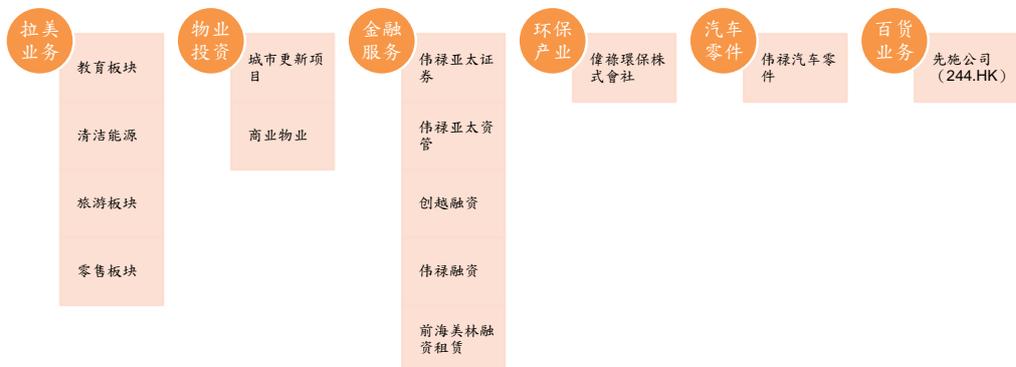
新冠肺炎于 2020 年初开始在香港及世界各地全面爆发，经济活动受严重打击。香港百年老号先施百货亦在资金压的情况下成为其中一家重点收购对象，伟禄亦看准机会逆势扩张。伟禄于 2020 年 5 月，向先施公司（244.HK）提出全面要约收购，其后先施正式成为伟禄子公司。先施创立于 1900 年，是香港历史最悠久的百货公司之一。主要以零售业务为主，从世界各地搜罗时尚优质货品，包括服饰、运动用品、美容产品、家品、食品等，货品种类一应俱全。

2021 年伟禄透过资产注入进军拉美市场，首阶段是参与位于格林纳达之教育项目。项目计划发展成大学城、度假酒店群以及大学校园（项目详情请参阅下文），预计 2-3 所国际知名大学将应邀于格林纳达设校。除格林纳达项目外，公司也在其他加勒比国家及巴拿马物色合适的投资项目，并制订合适的商业计划，发展潜力巨大。

图 1：公司发展关键里程碑及主要业务板块

年份	事件	年份	事件
2004 年	集团成立主营研发及生产电子产品	2017 年	成为深港通港股标的。开展环保业务
2012 年	2012 年中国民营进出口额前 500 家企业第 12 名	2018 年	收购深圳龙华区伟禄雅苑及光明区伟禄科技园
2013 年	在深圳开展物业投资业务	2019 年	收购深圳南山区莱英花园项目
2014 年	在香港上市，股票代码 1196。并开展金融服务业务	2020 年	收购先施（244.HK），进军零售百货业
2015 年	收购深圳龙华区樟坑径工业园物业	2021 年	收购并拓展拉美业务
2016 年	收购深圳龙华区茜坑工业园物业		

现时伟禄的主要业务板块：



资料来源：公司资料、安信国际整理

深圳城市更新项目，伟禄的小金库

作为一家综合型企业公司，伟禄与主流房企的策略上存有差异。主流房企在过往的营运方式是高杠杆加上高周转，故此多以公开市场拍地为主，开发周期较短，从拿地到预售只需一年时间。但随着参与者愈来愈多，土拍价格亦因而大幅上升，开发项目的利润愈来愈低，房企们只能以更高的融资成本去加大杠杆，以弥补盈利能力下降的问题来维持资产回报率。但高杠杆同时亦伴随着高风险，2021年在销售失速的环境下，房企资金链受损，继而出险。

反之，伟禄的「稳健」在这时代中就成了比较优势。伟禄对项目的盈利水平有要求，要有可观利润来抵御项目开发、以至行业周期所遇到的风险。同时，在审慎原则之下，公司要对标同等项目的当前售价去计算盈利，所以对土地成本有底线，因此不太热衷参与市场上的土地竞拍活动。

目前，伟禄在推进的城市更新项目以深圳工改为主，基本上是单一产权项目，原业主只有一个，推进较为顺利。另一种是并购项目，开发企业都已经签约了九成，不相要长时间的谈判。目前公司手头上的五个项目，推进程度较快的是莱英花园项目。莱英花园城市更新项目属旧住宅区改造项目，位于南山的高新区，邻近地铁（1号线高新园站），周边房价平均高达每平米19万元。该项目于2018年9月列入南山区城市更新单元计划，2019年8月取得专项规划批复，目前计划于2023年下半年开始预售，我们估计该项目总货约150亿元。

除了莱英花园项目外，公司手上还有四个城市更新项目，正处于不同进度。其中，伟禄雅苑的商业部份（伟禄购物中心）已开业，进驻商户业态众多，如商超、便利店、洗衣店、药店及餐饮店，潜在洽谈商户还有大型连锁餐饮集团。此外，位于光明区的伟禄科技园，定位为孵化创新企业的综合创投平台，项目一期建面约70,000平方米。关于项目二期，伟禄于2021年8月从政府取得就扩大工程建设规模之许可，将伴随项目一期共同发展。我们估算伟禄手土地项目的可售货值超过300亿元，可为公司短期之现金流来推进其他业务。

图 2：伟禄主要的在手项目

地区	类型	项目优势	购入年份	购入价 (百万元)	账面值 (百万元)	土地面积 (平方米)	总建面 (平方米)	总建面 (平方米)	房价 (元/平米)	
莱英花园	南山	住宅重建	邻近地铁（1号线高新园站）	2019年	1,600	1,700	11,488	115,448	115,448	190,000
冠彰电器厂	龙华	工改住	邻近地铁4号线北延线竹村站	2016年	238	2,700	24,263	167,092	167,092	60,000
伟禄雅苑 (商业部份)	龙华	商住综合	补周边2公里商业空白，乃铁路交通交汇点（远期22号线及4号线接驳、有轨电车）	2018年	3,500	4,000	32,987	230,000	230,000	60,000
伟禄科技园 (一期)	光明	写字楼	受惠「光明科学城」发展，邻近地铁6号线凤凰城站	2018年	2,900	3,800	20,599	68,100	68,100	50,000
伟禄科技园 (二期)	光明	写字楼						45,887	45,887	50,000
前海伟禄跨境物流园	龙华	工改住 (审批中)	邻近伟禄雅苑，可与该项目发挥协同、迭加优势	2015年	76	200	11,893	62,009	62,009	60,000

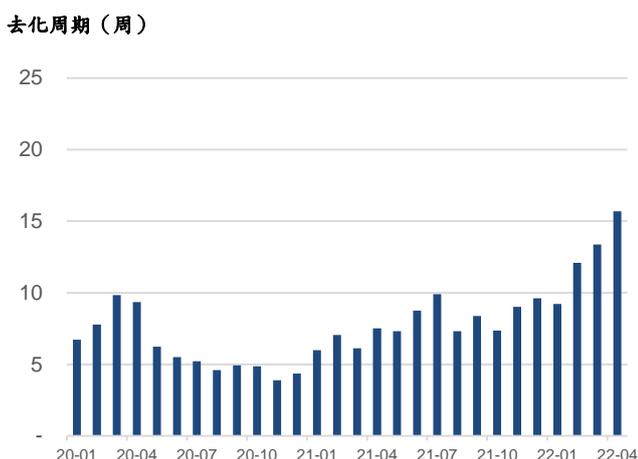
资料来源：公司资料、安信国际整理

疫情影响属暂时性，深圳市场中长期发展仍然较佳

从四月开始，疫情在全国爆发，各地因而受不同程度的静态管控，社会流动降速甚至停滞。房地产市场同样受影响。重点城市新开盘和成交量较三月均不同程度继续回落，同比降幅继续扩大至六成，前四月累计降幅也不断扩大。深圳方面，根据克而瑞数据统计，商品住宅成交面积在首四个月累计只有 128 万平米，同比下跌 44%。根据万得数据，深圳二手房成交面积及套数在首四个月累计为 658,693 平米及 6606 套，同比上一年度下降 69% 及 73%。然而，我们看到深圳的库存情况相对仍然较佳，去化周期截至四月底为 16 周，在全国主要城市中，属较低水平，反映需求仍然相对较为强韧，相信在疫情过后行情将会有较明显的反弹。投资物业方面，我们看到深圳优质写字楼的空置率有明显回落的趋势，亦持续低于全国其他重点城市的平均值，反映深圳经济活动仍然相对较强。

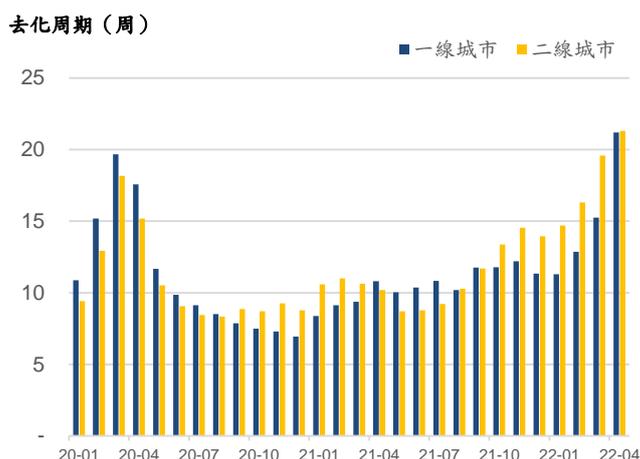
深圳 GDP 在 2021 年达到 3.07 万亿元，成为国内第三个地区生产总值突破 30,000 亿元的城市。在这个高基数上，2022 年深圳 GDP 增长预期目标定为 6% 左右，是个比较进取的目标，反映当地政府的信心。深圳政府工作报告也强调，将加大高质量投资力度，今年全年固定资产投资增长 5%。落实国家基础设施高质量发展试点要求，适度超前布局交通、能源、水利、市政、信息等基础设施，全年基础设施投资 2200 亿元、新型基础设施投资 1000 亿元。按照深圳「十四五」规划纲要，到 2025 年，深圳经济总量将达到 4 万亿元。另外，根据《深圳市住房发展“十四五”规划》，到 2025 年底，深圳市常住人口预计将增至 1860 万人，随着人口持续净流入，深圳市新市民、青年人的住房需求规模也在增加，中长线发展仍然强劲。

图 3：深圳消化周期



资料来源：克而瑞、安信国际整理

图 4：全国主要城市消化周期（中位数）



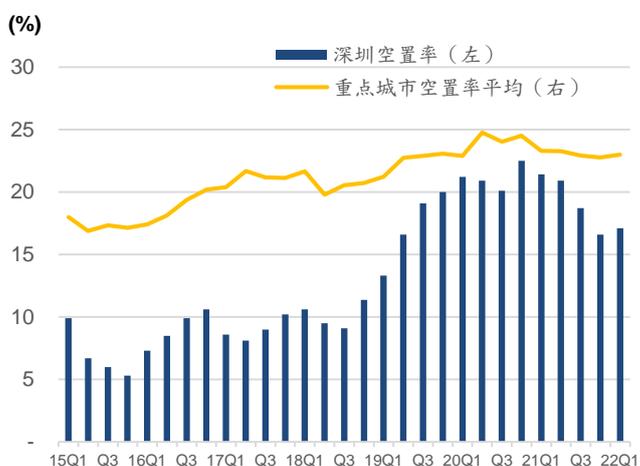
资料来源：克而瑞、安信国际

图 5：深圳及全国重点城市二手房成交量



资料来源：万得数据、城乡建设委员会、安信国际整理

图 6：深圳及全国重点城市优质写字楼空置率

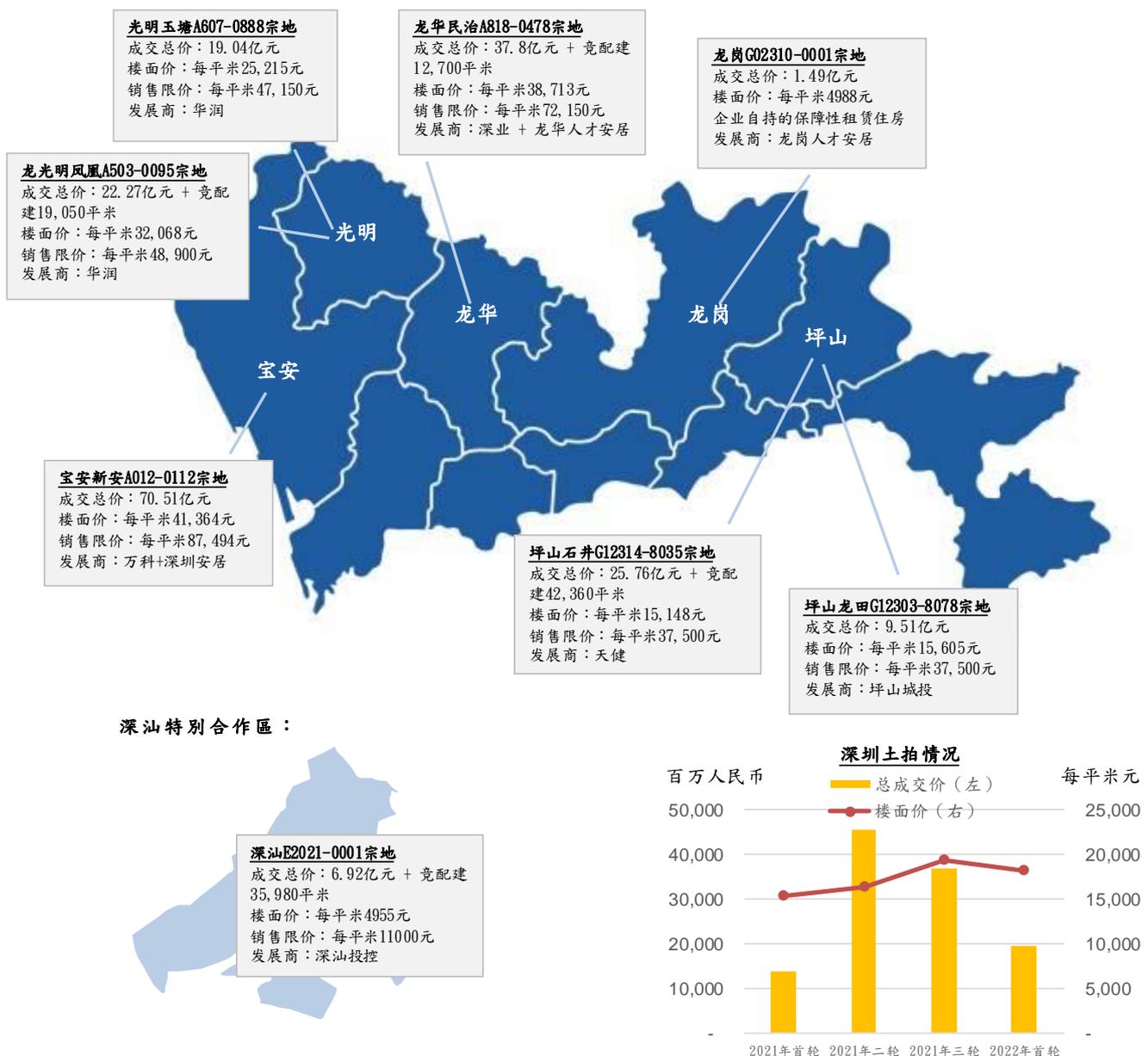


资料来源：万得数据、安信国际整理

四月下旬，深圳迎来 2022 年首批集中供地土拍，共 8 宗地块，土地总面积约 32.1 万 m²，总建筑面积约 107 万 m²，总起始价约 168.11 亿元（人民币），最终收金 193.3 亿。相较去年首轮集中供地，当时收金 138.44 亿元，本年首轮收金增长约 40%。

房地产市场正处于被抑制的阶段，进入 2022 年迭加疫情的影响，行业更弱。多个城市的集中供地规则发生变化，基本上都以放宽条件为主，例如延长土地出让金缴纳周期、取消配建、放松限价等方面，但即使在这样的背景下，各地土拍表现仍然较为冷淡，出让规划建筑面积及土地出让金普遍下跌。然而在这环境之下，深圳土拍市场仍然较为强劲，反映房企对深圳的发展还是较有信心，有利伟禄在深圳的投资物业的长远发展。

图 7：深圳 2022 年首轮土拍情况



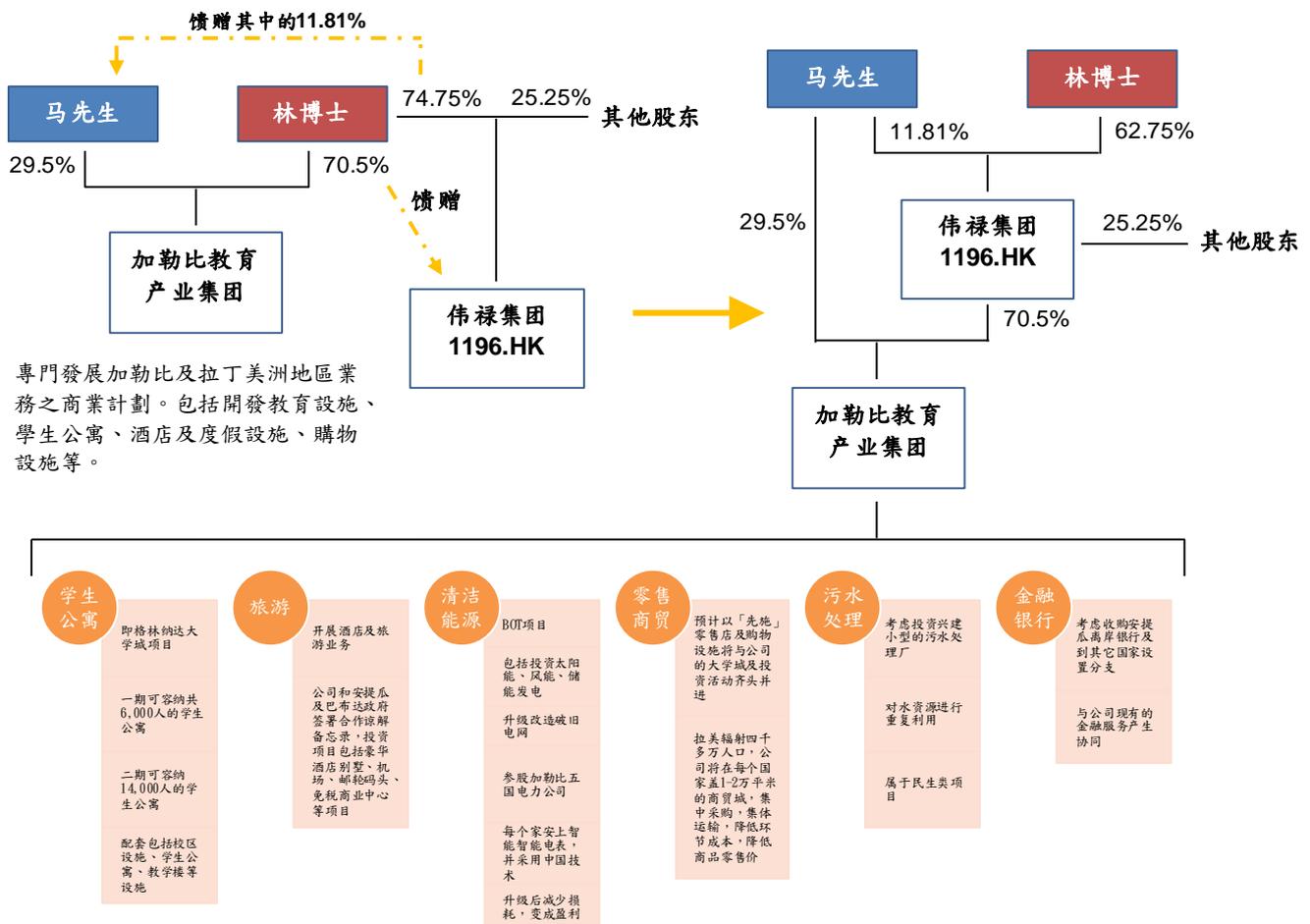
资料来源：乐居、安信国际整理

拉美业务，新的增长动力

伟禄的拉美业务，起源于公司现时的第二大股东马超先生，马先生于格林纳达及巴拿马拥有较强之业务联系。马先生与林博士透过合资公司——「加勒比教育产业集团」，发展拉美业务。加勒比教育产业集团在：一、格林纳达持有教育房产综合发展项目约 182 万平方米；二、巴拿马持有占地面积不少于 400 万平方米。于 2021 年 12 月 1 日，当时加勒比教育产业集团的股权结构为林博士持有 70.5%、马先生持有 29.5%。

其后林博士把他持有的 70.5% 加勒比教育产业集团之股权，以馈赠方式注入伟禄集团。加勒比教育产业集团成为伟禄之非全资附属公司。同时，为了绑定共同互为之利益，林博士把他所持有的 1.7 亿股伟禄集团之股份，相当于总股本的 11.81%，以象征式 1 港元转让给马先生。完成一切交易后：一、伟禄集团拓展了拉美业务；二、大股东林博士持股由原来的 74.57% 下降至 62.75%；三、马先生成为伟禄集团第二大股东，持股 11.81%。

图 8：注入拉美业务的股权转让交易简况及拉美业务的主要内容



资料来源：公司资料、安信国际整理

拉美泛指美国以南地区，较为知名的国家包括阿根廷、巴西、墨西哥等，大多属发展中国家。而伟禄的拉美业务则集中发展拉美大区中的加勒比地区的国家，如格林纳达、多米尼克、圣卢西亚、安提瓜、圣基茨等。加勒比海位处中美洲附近的海域，是大西洋当中一个海域的统称，是众多岛国聚集之地。由于人烟稀少，不少富豪们喜欢在这里度假。除了旅游资源外，投资移民亦是当地其中一项重要资源。他们大多是英联邦成员国，移民申请门槛低、审批快、性价比高，故此受市场所欢迎。

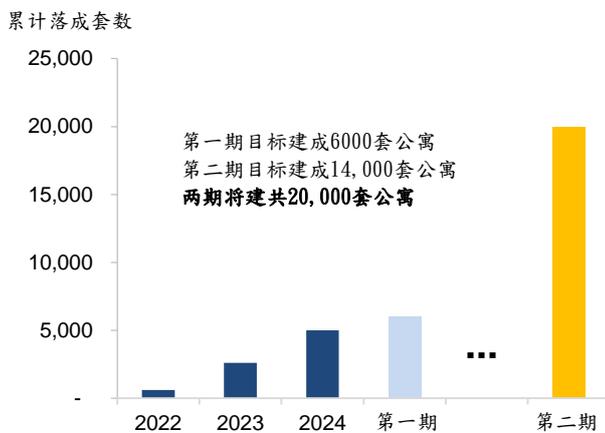
在现今世代，多取一个国家的身份，不单是为了未来生活作出计划，而且更可实现海外资产配置，以及带来更多工作机遇、更丰富的教育资源和更舒适的退休生活。移民的需求而愈趋旺盛，因此伟禄亦发展这领域。

格林纳达大学城项目，公司首个拉美业务项目

格林纳达大学城项目是伟禄在拉美的首个项目。格林纳达大学城位于格林纳达的南部海岸线，是一个集大学生活区、住宅、娱乐、商业等为一体的综合教育地产项目，该项目之公寓主要服务邻近的圣乔治大学（St. George's University）的学生及其他引进来的欧美大学的分校学生。圣乔治大学已有40多年历史，其医学（M.D.）课程扬名国际，圣乔治大学毕业生可在美国50州及加拿大获得执照。据统计，近70%学生来自美国、近10%来自加拿大。在2008-18年间，圣乔治大学为提供美国首年助理住院医师（Residency）人数最多的海外大学，超过八成国际毕业生获得助理住院医师资格，美国执业医师资格考试（USMLE）Step 1的通过率高达超过九成，是美国「基层医疗医师」最大的海外人才来源。除了北美，毕业生亦可在世界50多个国家执业。成立以来累计有超过18,000的M.D.毕业生在全球执业。圣乔治大学与美国、英国70所以上之医院和医学中心都有合作关系，毕业后，学校将协助学生进行USMLE以及申请助理住院医师（Residency），带给学生最完整的医疗学习资源和机会。

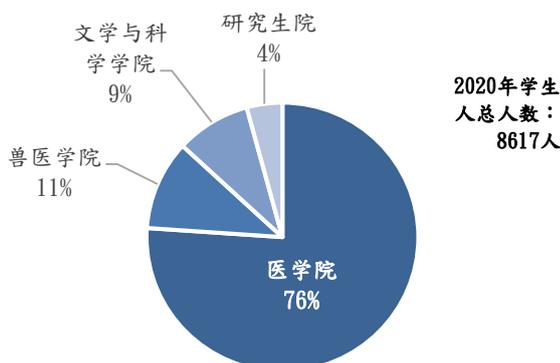
格林纳达大学城项目共分两期，一期（2022-24年）计划建造6000套学生公寓，二期（2027年前）计划建造14000套学生公寓，两期共建20,000套公寓。优质的大学为大学城项目的公寓提供稳定的租赁源头，公寓往后的租金收入亦得到一定的保障，有助伟禄减低出售或自持公寓之营运风险。此外，伟禄每建成一套公寓，将可获格林纳达分配2-6套移民额度。公司首阶段已获批5000套移民额度，每套移民额度之售价为22万美元，出售对象为国内及海外希望移民之家庭。首阶段的5000套移民额度预计可为公司带来11亿美元收入。成本方面，每套公寓成本约12万美元，假设每3套移民额度消耗一套公寓，5000套移民额度对应消耗1667套公寓，其建安成本投入约2亿美元。扣除渠道成本，预计每套移民额度可为公司带来约8-10万美元之利润。假设20,000套学生公寓全数获批移民配额，伟禄将理论上可取得超过40,000套移民额度作出售，利润可观。

图 9：大学公寓开发计划



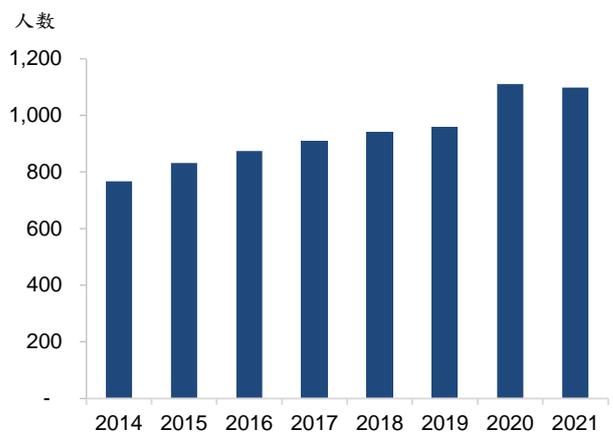
资料来源：公司资料、安信国际

图 11：圣乔治大学四大学院学生分布



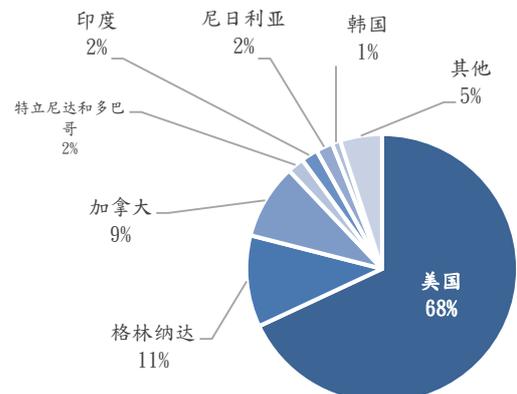
资料来源：圣乔治大学、安信国际

图 10：圣乔治大学学生取得美国助理住院医师之数目



资料来源：圣乔治大学、安信国际

图 12：圣乔治大学学生按国籍分布

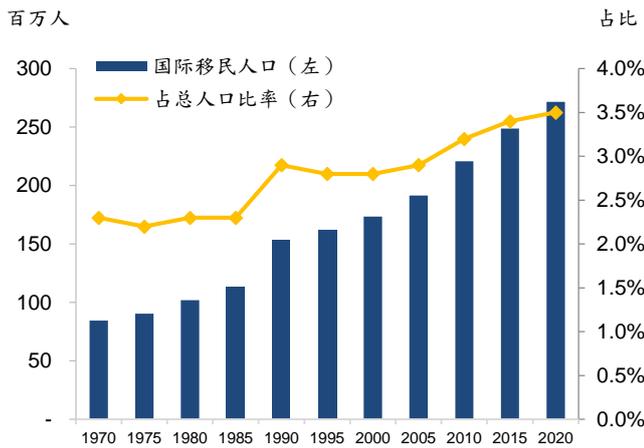


资料来源：圣乔治大学、安信国际

国际移民需求日益增长，行业发展潜力巨大

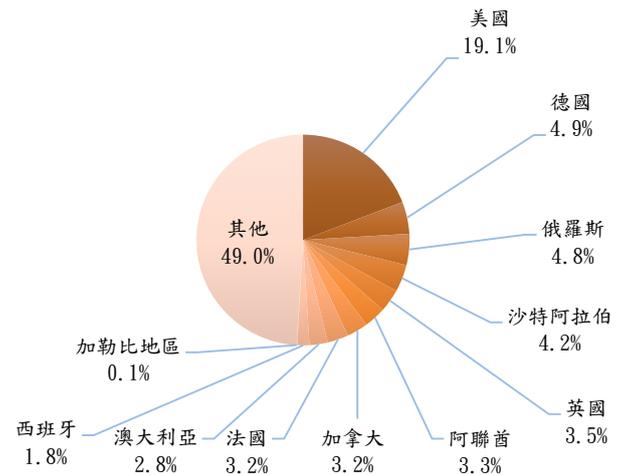
根据联合国的统计，截至到 2020 年，国际移民总数约 2.81 亿人，按全球总人口 77.53 亿计算，移民人口大约占全球人口的 3.62%，相当于平均每 28 个人之中就有一个是移民。据估算，国际移民数量从 1970 年约 8400 万人，上升至 2020 年约 2.81 亿人；占总人口之比率亦由 1970 年约 2.3%，上升至 2020 年约 3.6%。按照移民流出量计算，印度是最大移民输出国，有约 1800 万名印度裔移民生活在海外，其次是墨西哥及俄罗斯。中国是第四大输出国，有超过 1000 万名华裔在海外生活。2020 年新冠疫情席卷全球，影响着国际人口迁移，虽然对人们留学、海外工作、定居海外之计划有所影响，但是并没有打消他们的想法，反而让这些有移民需求的人更深切地考虑移民这件事。国际移民需求愈来愈大，其衍生出来的市场亦在增长之中，潜力巨大。

图 13：国际移民人口



资料来源：联合国、安信国际整理

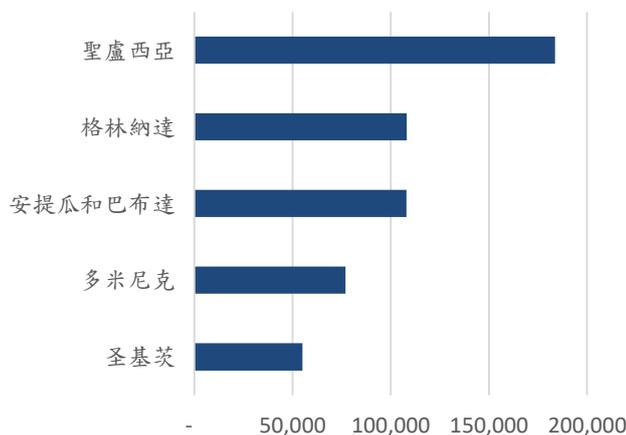
图 14：移民目的地地区分布



资料来源：联合国、安信国际整理

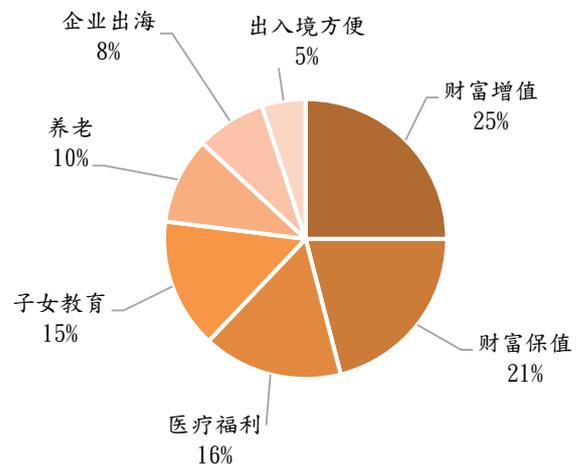
国际移民需求愈来愈高，其中最主要是财富增值、医疗福利、财富保值、子女教育、养老等。故此，移居美国、欧洲是较为主流的地区。从人口流入数目计算，美国是最主要的移民流入国，超过 5100 万名国际移民在美国生活。德国是全球第二大的移民流入国，有近 1600 万人。加勒比地区的移民人数有上升的趋势，我们认为主要是因为移民当地的过程相对较快。以格林纳达为例，可透过投资房产入籍。格林纳达目前有地域广泛的免签国，多达 147 个国家和地区，包括中国、英国、欧盟等。除此之外，格林纳达自 1989 年起成为美国 E-2 条约缔约国，是世界上少有的能投资入籍的美国 E-2 缔约国。格林纳达国籍的公民，都有权办理美国 E-2 签证，赴美投资一个企业并持续经营，配偶可以在美国工作，孩子可以在美国享受公立教育，只要投资的企业正常运营下去，E-2 签证就可以无限续签。通常，E-2 签证的申请周期在 1-2 个月，这是一个较快赴美生活的捷径。我们相信移民格林纳达，以至加勒比海地区将愈趋成熟，有利伟禄拉美业务的中长期发展。

图 15：加勒比海地区五国的人口数目



资料来源：世界银行、安信国际整理

图 16：国际移民目的



资料来源：百度调查报告、安信国际整理

收购先施，进军百货及保险行业

先施公司 (244.HK) 是香港首间华资百货公司，是香港历史最悠久、享誉最隆的百货公司之一。先施由华侨马应彪先生创办于 1900 年创立，是当时香港规模最大的百货公司。其后，先施在 1911 年和 1917 年先后在广州、上海设分公司。全盛时期先施拥有超过 10 家分店。除了百货业务外，先施亦有涉足保险业，公司于 1915 年开办先施保险置业公司及先施人寿保险公司，到 1930 年代先施集团已具雏形。先施于 1972 年在香港上市。然而，随着愈趋激烈的市场竞争，公司经营压力逐渐加大。先施在 90 年代陆续将物业沽出。2013 年开始，先施尝试改革，希望打破老气形象，重新吸引年轻客人，可惜转型失败，现时只余下 4 间分店。公司从 2014 年开始持续亏损，并于 2020 年以 5 亿港元卖盘予伟禄，成为伟禄的附属公司。

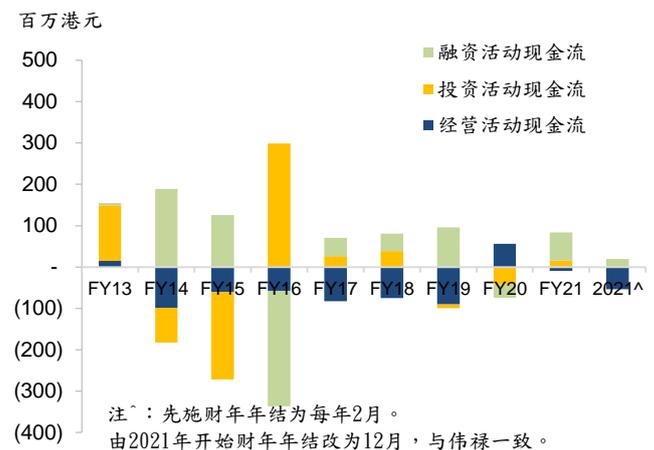
虽然在经营不善，加上疫情等原因下，先施连年亏损，且从 2019 年开始亏损逐年扩大，但伟禄考虑到先施是百年老店，历史悠久，是个知名品牌。百货业务根基稳固，预期待疫情纾缓受控后，被抑制之购买力得到释放，业务可能出现反弹，对其长远表现抱有信心。此外，收购先施亦可以令伟禄业务更多元化，考虑到物业投资及商业运营是伟禄其中一项主要业务，先施于经营百货店方面之经验，在伟禄商业运营方面将可以产生协同效益。此外，收购先施公司亦间接取得先施保险置业及先施人寿保险的控制权，伟禄会根据香港保险监管法律，申请先施保险复业，将来可以为客户提供身份规划及资产配置服务。

图 17：先施过往收入及亏损 (2013-21 年)



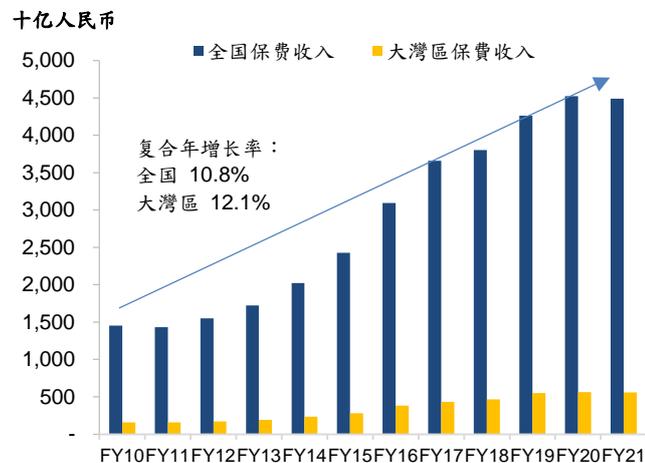
资料来源：公司资料、彭博、安信国际

图 18：先施过往的现金流 (2013-21 年)



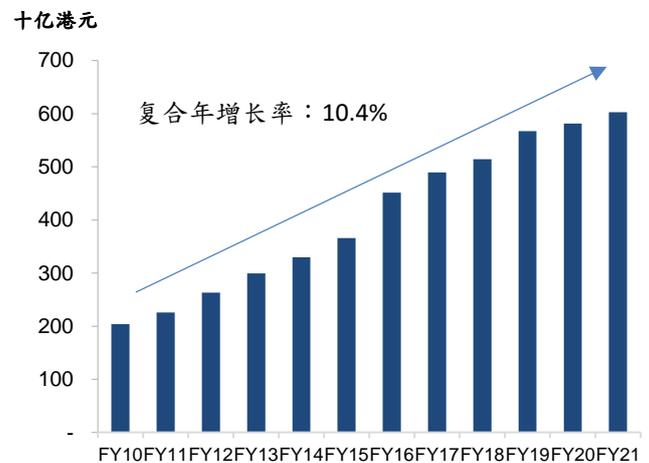
资料来源：公司资料、彭博、安信国际

图 19：中国保费收入 (2010-21 年)



资料来源：中国保监会、安信国际

图 20：香港保费收入 (2010-21 年)



资料来源：香港保险业监管局、安信国际

短线看地产，长线看拉美

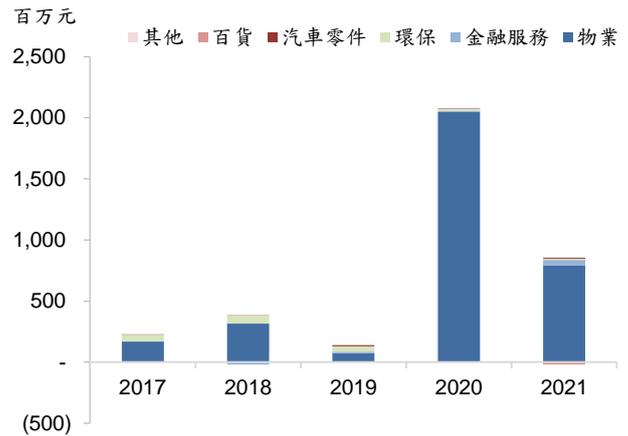
伟禄作为一家综合型企业，有着多元业务布局，业务网络横跨境内外多地市场。主营业务主要包括环保、汽车零部件、金融服务、百货、物业等，按 2021 年分部收入计算，占比分别约 56%、18%、12%、8%、1%。分部利润方面，以上各业务占比约 1%、1%、6%、-2%、95%。环保及汽车零部件的业务性质属加工贸易类型，故此收入占比较高但盈利能力较低。物业板块 2021 年的收入主要是租金，收入占比较低，但分部利润占比最高，主要受益于伟禄科技园等项目之公允增值提升。若撇除投资物业公允价值变动收益，物业板块，以至公司整体的税前溢利均为亏损，主要因为利息财务费用较大。然而，我们认为随着伟禄的城市更新项目开始进入预售阶段，地产发展所衍生的负债将会降低，有关的财务费用亦会下降。

图 21：公司分部收入结构



资料来源：公司资料、安信国际

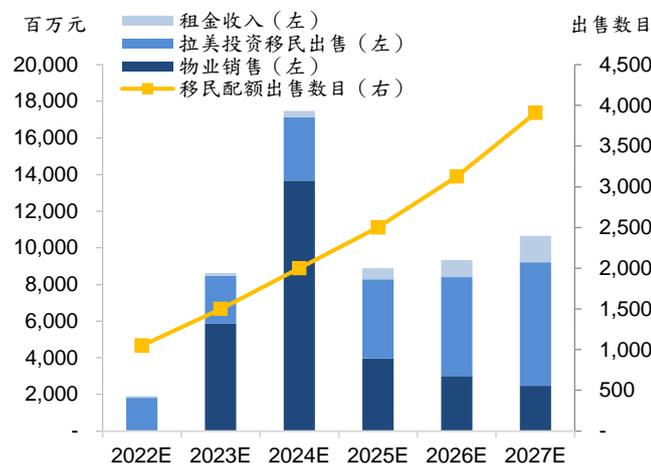
图 22：公司分部利润结构



资料来源：公司资料、安信国际

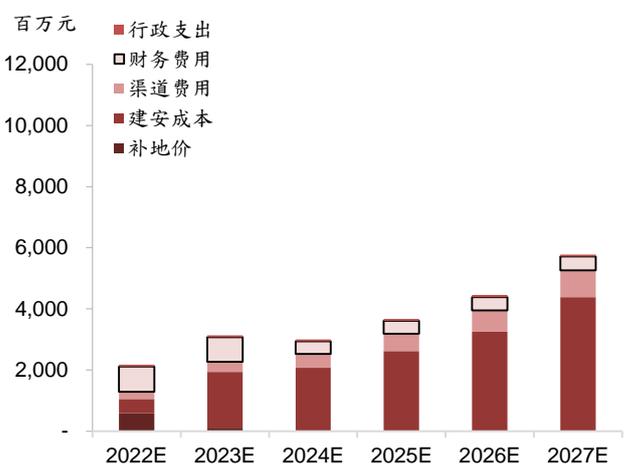
我们认为地产销售短期会为公司带来较大的现金流，随着莱英花园、冠影电器厂等项目进入预售阶段，将为公司带来较大的现金流。我们估算公司土储总货值约 300 多亿元，从 2023 年下半年开始，分 4-5 年出售。然而，从预售至交付结转存在时间差，我们预期来自地产销售的收入将在 2024-25 年开始体现出来。拉美业务是伟禄新的增长动力，透过建造学生公寓，自持以赚取租金收入，同时亦可转让公寓业权变相出售格林纳达投资移民额度来赚取一次性收益。首阶段伟禄获分配 5000 套移民额度，随着未来更多公寓落成，公司有望获得更多移民额度，增加可售资源。除了格林纳达外，伟禄亦积极拓展业务至其他拉美国家，公司正与巴拿马磋商；项目业态方面，除了地产外，亦在探索其他领域，如新能源 BOT 项目、污水处理项目、文旅项目等，盈利模式估计与格林纳达学生公寓项目相似：重资产投资物业开发或基建设施以产生租金收入或营运收入，作为中长期之稳定现金流；同时每项重资产投资都争取当地政府给予伟禄投资移民额度作销售，作为短期一次性收益。未来潜力巨大。

图 23：公司主要现金流入结构（预测）



资料来源：安信国际

图 24：公司主要现金流出结构（预测）



资料来源：安信国际

首予「买入」评级

我们以分部加总法为伟禄不同之业务进行估值，主要包括物业、拉美、金融服务、环保、汽车零件、百货，扣除本部净负债并给予 30%之控股公司折让作为目标估值：一、物业（地产）方面，我们估算伟禄拥有的地产项目货值约 300 多亿元，由 2023 年开始，分五年销售。经调整后的资产净值约 130 亿元；二、拉美业务方面，我们按照首阶段学生公寓的计划落成时间作基础估算其租金收入。此外，考虑到公司获给予 5000 套移民配额，我们假设每套单价为 22 万美元，分五年销售，预计将为 2022 年带来 4.9 亿元的归母净利润，并于其后 2023-24 年以年增长率 40% 上升。中长期而言，凭着管理层在当地的的关系网络，我们认为伟禄在格林纳达以至其他拉美国家将取得新项目，我们预期净利润在往后 2024-31 年将以复合年均增长率 12% 上升。我们以贴现法估算拉美业务之合理价值为 297 亿元；三、其他业务，包括金融、百货等板块，我们参考行业对标标的之市场估值，大至以 0.6-1.3 倍市净率或 20 倍市盈率作估算，总额约 11.7 亿元。扣除控股公司的净负债 57 亿元，我们估计伟禄的合理价值约 385 亿元。我们以 30% 之控股公司折让作为目标估值，目标价为每股 18.5 港元，首予「买入」评级。

图 25：业绩摘要

(百万元)	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
收入	762.96	811.04	828.90	869.34	1,195.08
毛利	141.51	181.73	188.12	201.10	272.79
毛利率 (%)	18.5%	22.4%	22.7%	23.1%	22.8%
销售费用	(5.73)	(10.11)	(10.81)	(12.11)	(69.44)
管理费用	(138.09)	(148.64)	(191.02)	(244.50)	(276.37)
营销费用比率 (%)	-18.9%	-19.6%	-24.3%	-29.5%	-28.9%
营业利润	(2.31)	22.98	(13.71)	(55.51)	(73.03)
营业利率 (%)	-0.3%	2.8%	-1.7%	-6.4%	-6.1%
其他收入净额	2.43	3.80	27.37	43.32	53.31
营业利润	0.12	26.78	13.66	(12.19)	(19.72)
合联管公司净收益	-	(1.44)	(1.22)	-	-
其他非营业收入净额	166.16	530.60	(443.18)	1,462.16	448.19
税前利润	166.28	555.95	(430.75)	1,449.97	428.47
减：所得税	(55.06)	(172.24)	26.06	(557.65)	(312.53)
税率 (%)	-33.1%	-31.0%	-6.0%	-38.5%	-72.9%
净利	111.22	383.71	(404.69)	892.32	115.93
归属股东净收入	93.25	363.28	(415.53)	885.19	122.20
少数权益	17.97	20.43	10.84	7.13	(6.26)
净利润率 (%)	12.2%	44.8%	-50.1%	101.8%	10.2%
核心经常性净利润	(62.32)	(591.29)	(506.45)	(1,207.36)	(1,045.00)
核心经常性净利率 (%)	-8.2%	-72.9%	-61.1%	-138.9%	-87.4%
分部情况					
总收入	762.96	811.04	828.90	869.34	1,195.08
物业	20.21	19.53	10.57	10.89	9.89
金融服务	10.80	10.27	40.87	82.14	142.64
环保	572.41	570.77	592.22	544.07	672.85
汽车零件	86.87	127.10	107.01	159.29	216.16
百货					95.04
其他	72.68	83.37	78.23	72.95	58.49
分部利润	216.76	365.45	141.32	2,076.53	832.90
物业（包括公允变动）	169.19	316.20	73.31	2,050.79	792.28
金融服务	2.75	(20.35)	12.62	6.06	45.92
环保	52.31	67.34	44.74	13.02	9.39
汽车零件	0.60	0.01	10.05	6.43	8.68
百货					(19.17)
其他	(8.09)	2.25	0.60	0.24	(4.21)

资料来源：公司资料、安信国际整理

图 26：综合型企业及公司各主要板块对应之行业之标的估值情况

公司名称	代码	股价	市值 美元百万	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			周息率		
				静态	预期	明年	静态	预期	明年	静态	预期	明年
综合型企业												
中信股份	267 HK	8.66	32,094	3.6	3.3	3.2	0.34	0.31	0.29	7.0%	7.5%	7.9%
长和	1 HK	54.55	26,647	6.3	6.2	5.8	0.41	0.37	0.36	4.9%	5.2%	5.4%
长江基建集团	1038 HK	51.95	16,675	17.4	14.0	14.8	1.19	1.07	1.04	4.8%	4.9%	5.0%
九龙仓集团	4 HK	24.00	9,344	12.2	13.4	12.8	0.45	0.44	0.43	1.7%	2.1%	2.2%
复星国际	656 HK	7.76	8,217	5.5	4.1	3.8	0.42	0.39	0.37	3.3%	5.4%	5.6%
太古股份公司 A	19 HK	45.55	8,193	16.9	10.4	6.6	0.26	0.25	0.25	5.7%	5.8%	6.3%
新创建集团	659 HK	7.97	3,971	27.5	10.3	9.1	0.48	0.57	0.55	7.4%	7.5%	7.7%
上海实业控股	363 HK	11.84	1,640	3.5	3.6	3.3	0.27	0.25	0.24	8.6%	10.4%	11.3%
信德集团	242 HK	1.57	604	4.9	3.4	2.7	0.13			0.0%	0.0%	0.0%
京基金融国际	1468 HK	0.51	437	(300.0)			3.99			0.0%		
其士国际	25 HK	8.80	338	4.2			0.26			6.3%		
中介、投资顾问												
中国光大	165 HK	7.11	1,526	4.7	3.9	3.5	0.24	0.23	0.22	8.2%	9.6%	10.5%
联合集团	373 HK	2.43	1,088	1.3			0.18			5.5%		
首程控股	697 HK	1.12	1,039	(7.4)	10.7	8.6	0.81	0.73	0.71	8.6%		
新鸿基公司	86 HK	3.80	955	2.7	2.2	2.0	0.30	0.27	0.24	6.9%	7.9%	7.9%
美联集团	1200 HK	0.77	70	5.5	(8.0)	9.9	0.47	0.49	0.47	0.0%		2.1%
百货、零售												
高鑫零售	6808 HK	2.43	2,953	(25.8)	11.7	13.7	0.82	0.71	0.69	1.8%	3.0%	2.4%
金鹰商贸集团	3308 HK	5.60	1,184	4.9	5.9	5.6	0.92	0.87	0.80	9.8%	8.2%	8.6%
利福国际	1212 HK	3.24	620	(3.7)	6.3	4.7	1.83	1.43	1.18	0.0%	1.2%	4.1%
优品360	2360 HK	1.56	199	19.3			4.26			2.9%		
茂业国际	848 HK	0.23	151	15.3			0.07			0.0%		
利亚零售	831 HK	0.89	88	8.6			1.07			7.9%		
百盛集团	3368 HK	0.18	59	(2.2)			0.10			0.0%		
C E C 国际控股	759 HK	0.58	49	12.0			0.80			0.0%		
永旺	984 HK	1.26	42	(0.7)			1.61			6.3%		
环保回收												
废品管理	WM US	157.60	65,429	36.5	28.1	25.4	9.16	8.95	8.44	1.5%	1.6%	1.7%
公共服务公司	RSG US	133.45	42,156	33.0	28.5	25.7	4.75	4.39	4.04	1.3%	1.4%	1.5%
格林美	002340 CH	7.35	5,270	38.7	20.5	14.7	2.41	2.24	1.99	0.4%	0.8%	1.1%
怡球资源	601388 CH	3.68	1,214	9.5	7.4	4.8	2.04	1.77	1.44	1.8%	7.2%	10.9%
史尼索公司	SCHN US	37.76	1,043	6.4	5.2	6.0	1.16			2.0%	2.1%	2.1%
东江环保	895 HK	2.69	687	12.7	10.1	7.2	0.44	0.42	0.40	2.4%	3.0%	4.3%
齐合环保	976 HK	0.93	190	2.1			0.31			0.0%		
碧瑶绿色	1397 HK	0.48	25	15.3			0.69			7.6%		
证券公司												
中信证券	6030 HK	15.82	40,597	7.8	7.9	6.9	0.86	0.82	0.76	3.9%	4.5%	5.3%
海通证券	6837 HK	5.30	15,255	4.6	5.4	4.6	0.36	0.35	0.33	6.7%	5.7%	6.7%
中国银河	6881 HK	4.13	10,349	3.6	4.1	1.5	0.42	0.37	0.34	6.3%	7.6%	8.4%
国泰君安国际	1788 HK	0.85	1,042	7.5	6.2	5.6	0.53	0.51	0.49	7.1%	8.5%	9.9%
耀才证券金融	1428 HK	1.38	298	3.3			1.06			9.4%		
结好金融	1469 HK	0.75	239	8.3			0.43			6.7%		
地产、城市更新												
华润	1109 HK	34.80	31,614	6.5	7.0	6.3	0.96	0.85	0.78	5.0%	5.0%	5.5%
万科企业	2202 HK	17.50	30,798	7.7	6.3	5.9	0.73	0.68	0.63	6.5%	5.7%	5.8%
龙湖地产	960 HK	39.05	30,230	8.2	8.0	7.2	1.61	1.40	1.24	5.1%	5.5%	6.0%
碧桂园	2007 HK	4.89	14,421	3.4	3.5	3.3	0.48	0.43	0.39	7.5%	7.8%	8.2%
旭辉控股集团	884 HK	3.47	3,887	3.2	3.3	3.1	0.62	0.53	0.47	5.3%	8.6%	9.4%
新城发展控股	1030 HK	3.15	2,611	1.9	2.1	2.4	0.39	0.33	0.29	0.0%	11.1%	11.2%
美的置业	3990 HK	14.42	2,277	4.0	3.9	3.4	0.64	0.59	0.54	13.1%	11.2%	11.8%
绿景中国	95 HK	0.85	552	3.2			0.18			0.0%		

资料来源：彭博、安信国际整理

附表：财务报表预测

合并损益表					
(港币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	869.34	1,195.08	2,759.91	4,089.93	11,075.71
销售成本	(668.24)	(922.29)	(1,300.35)	(1,930.54)	(4,126.45)
毛利	201.10	272.79	1,459.56	2,159.39	6,949.26
销售及分销开支	(12.11)	(69.44)	(72.91)	(127.23)	(251.42)
行政开支	(244.50)	(276.37)	(290.19)	(304.70)	(319.93)
其他收益净额	2,135.86	1,197.30	30.87	33.32	35.99
摊占合联营公司之业绩	-	-	-	-	-
财务成本	(630.38)	(695.81)	(831.54)	(800.56)	(410.23)
税前溢利	1,449.97	428.47	295.79	960.22	6,003.66
所得税(支出)/回拨	(557.65)	(312.53)	(18.43)	(40.28)	(2,235.19)
年度溢利	892.32	115.93	277.36	919.94	3,768.47
以下人士应占溢利/(亏损)：					
公司拥有人	885.19	122.20	74.65	619.87	2,739.12
非控股权益	7.13	(6.26)	202.71	300.07	1,029.35
核心经常性净利润/(亏损)	(1,207.36)	(1,045.00)	74.65	619.87	2,739.12
每股盈利(港币)	0.615	0.085	0.052	0.430	1.901
每股股息(港币)	-	-	-	-	-

资料来源：公司资料、安信国际

主要比率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长(%)					
收入	4.9%	37.5%	130.9%	48.2%	170.8%
毛利	6.9%	35.6%	435.1%	47.9%	221.8%
净利润	转正	-86.2%	-38.9%	730.3%	341.9%
利润率(%)					
毛利	23.1%	22.8%	52.9%	52.8%	62.7%
净利润	101.8%	10.2%	2.7%	15.2%	24.7%
其他比率(%)					
股息分派	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产收益率	6.1%	0.7%	1.4%	3.8%	12.4%
净资产收益率	30.3%	3.2%	1.8%	13.7%	44.2%
杠杆比率(倍)	4.97	4.89	1.28	3.62	3.55

资料来源：公司资料、安信国际

(转下页...)

附表：财务报表预测（续）

合并资产负债表

(港币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,273.67	6,836.25	8,933.96	14,470.61	18,841.32
存货	1,670.62	5,004.06	5,674.06	6,350.06	6,419.65
预付款项、按金及应收账款	1,032.42	952.43	1,047.67	1,152.44	1,267.68
已抵押银行结余及存款	-	102.15	112.37	123.61	135.97
银行结余及现金	1,268.30	229.65	1,497.10	6,181.47	10,288.68
其他	302.33	547.97	602.76	663.04	729.34
非流动资产	12,445.78	11,911.14	12,089.86	13,055.75	14,170.57
投资物业、厂房及设备	12,422.09	11,693.92	11,850.92	12,792.92	13,881.45
其他	23.69	217.22	238.94	262.83	289.12
流动负债	1,213.63	1,082.63	1,219.04	7,136.09	14,716.74
应付账款及应计费用	309.27	399.18	439.10	483.01	531.31
合约负债	35.74	13.18	13.84	5,891.83	13,683.83
短期借贷	722.37	513.41	593.56	571.45	292.83
其他	146.25	156.85	172.54	189.79	208.77
非流动负债	11,094.24	12,399.48	14,262.14	13,927.69	8,064.10
长期贷款	10,129.85	11,095.45	12,827.70	12,349.82	6,328.44
其他	964.40	1,304.03	1,434.43	1,577.87	1,735.66
总权益	4,411.57	5,265.28	5,542.64	6,462.58	10,231.05
公司拥有人应占权益	3,505.46	4,133.07	4,207.72	4,827.59	7,566.71
非控制性权益	906.11	1,132.21	1,334.92	1,634.99	2,664.34
净债务（现金）	9,583.92	11,277.06	11,811.80	6,616.19	(3,803.38)
净负债率（%）	217.2%	214.2%	213.1%	102.4%	-37.2%
每股账面价值（港币）	2.44	2.87	2.92	3.35	5.25

资料来源：公司资料、安信国际

合并现金流

(港币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	1,449.97	428.47	295.79	960.22	6,003.66
营运资金变动	(361.43)	(103.03)	(596.38)	5,316.43	3,541.33
已付税金	(14.69)	(5.22)	18.43	40.28	2,235.19
财务费用	603.85	679.88	831.54	800.56	410.23
折旧及摊销	61.58	95.22	96.49	104.16	113.03
公允价值变动及其他	(1,906.92)	(1,293.74)	-	-	-
经营活动的现金流	(167.65)	(198.44)	645.86	7,221.65	12,303.44
物业、厂房及设备项目	(22.88)	(52.71)	(376.80)	(1,256.00)	(1,507.20)
银行利息	26.53	15.93	17.52	19.28	21.20
其他	10.16	(230.09)	-	-	(0.00)
投资活动的现金流	13.82	(266.87)	(359.28)	(1,236.72)	(1,486.00)
借贷增加/减少	1,438.86	68.89	1,812.41	(500.00)	(6,300.00)
已付利息	(628.04)	(693.34)	(831.54)	(800.56)	(410.23)
其他	24.49	40.02	-	-	-
筹资活动的现金流	835.30	(584.43)	980.87	(1,300.56)	(6,710.23)
现金增加净额	681.46	(1,049.74)	1,267.46	4,684.37	4,107.21
年终现金	1,268.30	229.65	1,497.10	6,181.47	10,288.68

资料来源：公司资料、安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010