

买入 首次

恒大地产 (3333.HK)

2015年4月20日

估值逻辑改变将成为公司最大看点

4月17日股价: 4.71元每股(港币)
未来12个月目标价: 7.74元每股(港币)

投资建议:

公司基本情况介绍。恒大集团是集民生住宅、文化旅游、快消、健康及体育为一体的企业集团。总资产4745亿,员工8万人。2014年销售额1315亿,纳税160多亿;2015年销售目标1500亿,有望跻身世界500强。

恒大地产冠军的心: 公司业务板块介绍

1) 地产业务: 绝对不是三、四线, 一、二货量占比, 产品结构明显改善。截至2014年底, 公司总计土地储备面积在1.47亿平。项目累计平均土地成本997元人民币每平方米。截至2014年底, 公司总土地价款在2200.1亿, 其中已经支付1955.5亿, 未到期未付土地款在244.6亿。从企业产品结构看, 中端至中高端产品占70%, 旅游度假产品占15%, 高端产品占15%。

2) 恒大多元化, 面向未来的有益尝试。根据公司2014年年报路演资料统计, 公司四大多元化业务矿泉水、粮油、乳业和健康产业累计总投入64.2亿人民币, 其中2013年5.8亿人民币, 2014年58.4亿人民币。公司多元化并非无序扩张, 按照2014年销售额1315亿计算, 多元化业务投资占当期销售规模的4%。考虑地产行业本身增速问题, 我们认为企业开始逐步适度投入多元化产业, 寻求新利润点并不为过。

公司财务杠杆策略的主要看法

1) “三高”战略: 高周转、高杠杆、高成长、轻资产。总结行业内众多快速成长企业, 如果希望快速成长, 高杠杆是发展必由之路。我们认为公司“三高”战略的坚定执行, 铸就了公司当前市场规模地位。我们认为在宏观放松的大背景下, 行业正逐步从政策拐点迈入去库存拐点。“三高”战略企业在该环节中具备更好基本面弹性和成长空间。

2) 土地投资结构已明显改善。2012年以来, 公司土地储备进本保持规模为主。企业年均土地储备面积大致在1.5亿平左右。目前公司一、二、三线城市土地按土地款金额算占比分别是18%、43%和39%。

3) 地产红筹境内公司债能否破冰? 目前公司属红筹架构, 因此从融资渠道看境内主要是项目银行贷款, 境外主要是各类型债券。2015年开始, 政府对房地产行业企业融资态度相对转暖, 房地产公司境内公司债等产品已逐渐放开。红筹地产股虽然注册地在境外, 但大部分业务均在境内, 未来是否能通过更新监管、税务补偿等手段在境内融资手段上破冰, 将成为增强公司融资能力和降低融资成本(境内公司债多采用境内评级机构, 对中国房地产发展模式和担保品理解胜过外资)的重要手段。目前恒大地产的平均融资成本在9%左右, 如果以上政策能够落实, 将对公司未来发展构成利好。

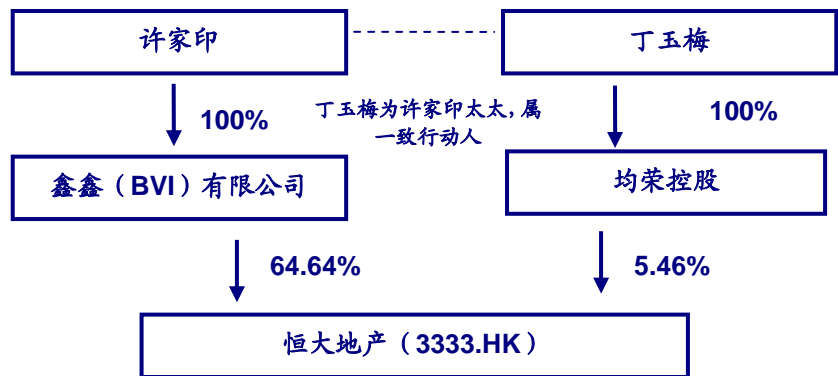
公司估值的理解。如果将恒大与境内多元化企业进行对比, 不论在估值还是主业规模上恒大均具备优势。造成同类型公司估值和市值规模出现明显差异的核心在于两地市场投资人对于房地产行业未来和地产企业多元化存在不同理解。境外机构比境内机构显然更加保守。但是, 值得关注的是目前两地金融领域互联互通在逐步加深。国家允许内地公募基金通过沪港通(沪港股票市场交易互联互通机制)投资港股等一系列制度安排开始扩大内资金融在港股市场影响力。未来QDII(合格境内机构投资者)和沪港通额度将直接影响企业股东属性, 并最终直接改变估值逻辑。我们预计公司2015、2016年每股收益分别是0.43元港币和0.65元港币。截至4月17日, 公司收盘于4.71元港币, 对应2015年、2016年PE为10.95倍和7.25倍。考虑潜在估值逻辑改变可能, 且A股同类型企业15年30XPE, 给予公司2015年18倍PE, 目标价7.74元港币, 首次给予“买入”评级。

主要内容:

1. 公司基本情况介绍。恒大集团是集民生住宅、文化旅游、快消、健康及体育为一体的企业集团。总资产 4745 亿，员工 8 万人。2014 年销售额 1315 亿，纳税 160 多亿；2015 年销售目标 1500 亿，有望跻身世界 500 强。

1.1 公司股权结构

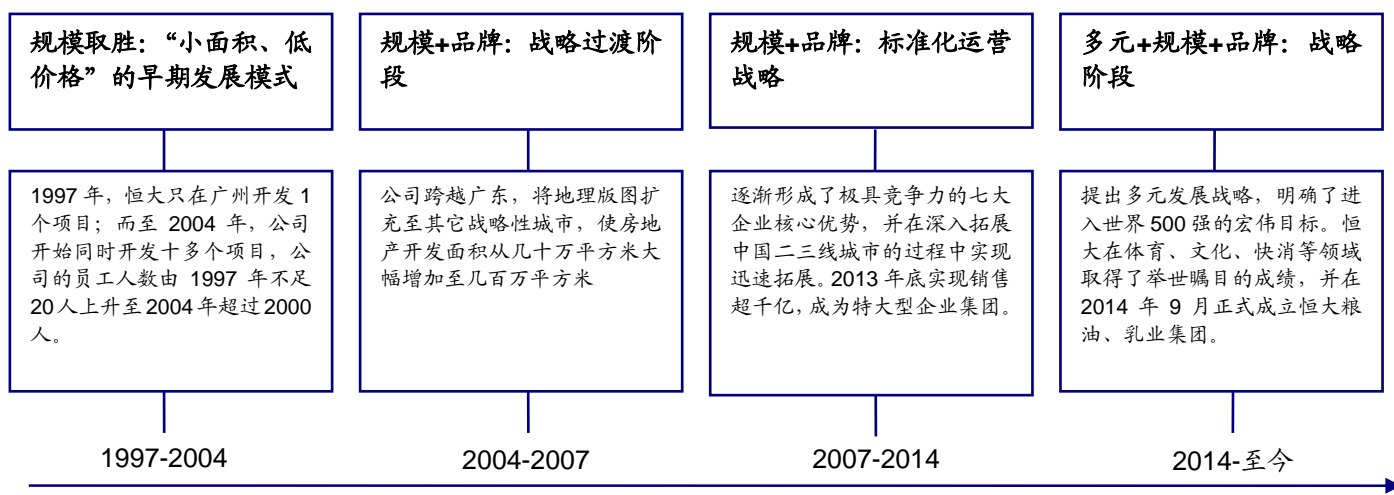
公司已发行总股本为 147.32 亿股，其中公司实际控制人许家印先生通过全资控股公司鑫鑫 (BVI) 有限公司持有上市公司 64.64% 股权。许家印先生太太丁玉梅女士通过全资控股公司均荣控股持有上市公司 5.46% 股权。考虑许家印先生和丁玉梅女士属配偶关系，根据香港证券及期货条例，均荣控股对上市公司权益被视为由许家印持有。

图 1 公司最新股权结构关系


资料来源：公司 2014 年中报，海通证券研究所

1.2 公司发展历程

公司自 1997 成立以历经近 20 年发展，大致四段发展历程。企业从最开始单盘经营到今天超千亿销售规模，规模扩张加品牌经营是企业发展核心。目前公司已制定 500 强发展计划，树立绝对龙头地位成为恒大下一个目标。

图 2 公司发展历程


资料来源：公司网站，海通证券研究所

1997 年至 2004 年属公司第一个发展期。考虑当时市场供需环境、行业竞争格局，恒大确立“小面积、低价格”的早期发展模式。企业通过快速销售、加速资金周转两大途径，快速实现企业规模壮大。1997 年，恒大只在广州开发 1 个项目；而至 2004 年，公司开始同时开发十多个项目，公司的员工人数由 1997 年不足 20 人上升至 2004 年超过 2000 人。

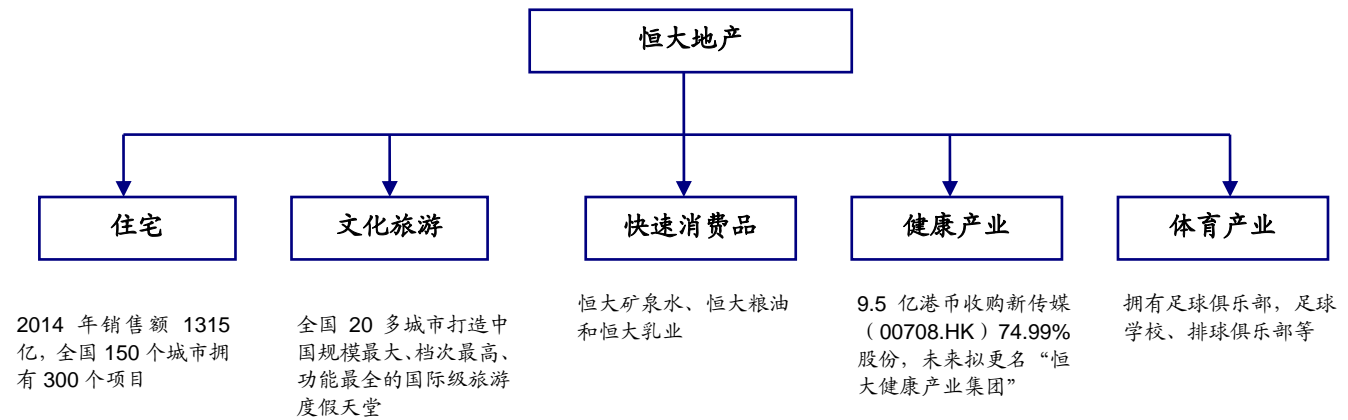
2004年至2007年公司第二个发展期，“规模扩张”+“品牌构建”属公司发展要务。在规模方面，公司跨越广东，将地理版图扩充至其它战略性城市，使房地产开发面积从几十万平方米大幅增加至几百万平方米。公司对所开发项目全部实施精品战略，并开始实施全国标准化运营模式。

2007年至2014年公司第三个发展期，起立立足在标准化运营基础上实现“规模扩张”+“品牌构建”。公司逐渐形成七大企业核心优势，并在深入拓展中国二三线城市的过程中实现迅速拓展。2014年8月，恒大进入第四个战略阶段，在继续实施“规模+品牌”战略的同时，首次正式提出多元发展战略，明确了进入世界500强的宏伟目标。

1.3 公司主要产业

目前公司产业覆盖住宅、文化旅游、快速消费品、大健康和体育产业等。虽然公司多元化推进速度快，但地产业务始终是公司发展重心。根据公司2014年年报统计，公司四大多元化业务矿泉水、粮油、乳业和健康产业累计总投入64.2亿人民币，其中2013年5.8亿人民币，2014年58.4亿人民币。按照2014年销售额1315亿计算，多元化业务投资仅占当期销售规模的4%。考虑地产行业本身增速问题，我们认为企业开始逐步适度投入多元化产业，寻求新利润点并不为过。

图3 公司业务架构



资料来源：公司网站、海通证券研究所

2. 恒大地产冠军的心：公司业务板块介绍

由于恒大地产快速发展，市场总是存在对于恒大的各种担忧。我们认为公司许多特点和优势需要被市场重新认识。

2.1 地产业务：绝对不是三、四线，一、二货量占比，产品结构明显改善

1) 规模优势突出，成长性迅速

恒大是中国在建工程量最大、进入省会城市最多、城市布局最广、销售面积最多、中国土地储备最大的龙头房企。恒大在广东、北京、上海、天津、重庆、山东、安徽、山西、河南、辽宁、湖南、江西、湖北、江苏、黑龙江、吉林、广西、甘肃、陕西、四川、海南、内蒙古、福建等4个直辖市、19个省（自治区）设立24家分公司（地区公司），在全国150多个主要城市拥有大型项目300多个。

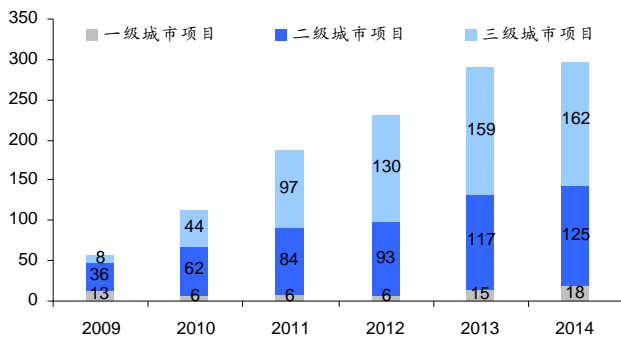
图 4 公司项目分布情况



资料来源：公司 2014 年中报，海通证券研究所

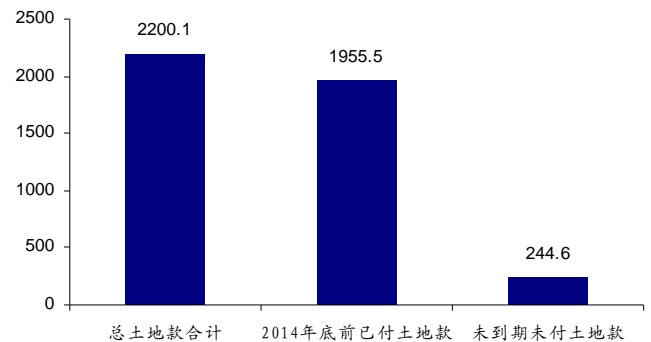
截至 2014 年底，公司总计土地储备面积在 1.4 亿平。项目累计平均土地成本 997 元人民币每平方米。从城市类型看，一线城市项目 18 个，二线城市 125 个，三线城市 162 个。截至 2014 年底，公司总土地价款在 2200.1 亿，其中已经支付 1955.5 亿，未到期未付土地款在 244.6 亿。2015 年到期应付款在 90.5 亿，2016 年到期应付款 66.2 亿，2017 年以后到期应付土地款 87.9 亿元。

图 5 公司 2009 年后项目分布对比 (单位: 个)



资料来源：Wind、海通证券研究所

图 6 公司土地款支付情况 (单位: 亿人民币)



资料来源：Wind、海通证券研究所

2) 企业产品结构立足中端改善

目前公司产品定位于满足首次置业者和中端改善型刚性需求。从企业产品结构看，中端至中高端产品占 70%，旅游度假产品占 15%，高端产品占 15%。企业产品结构可以满足不同地区、不同层次的市场需求。

图 7 公司产品线结构



资料来源：公司 2014 年中报，海通证券研究所

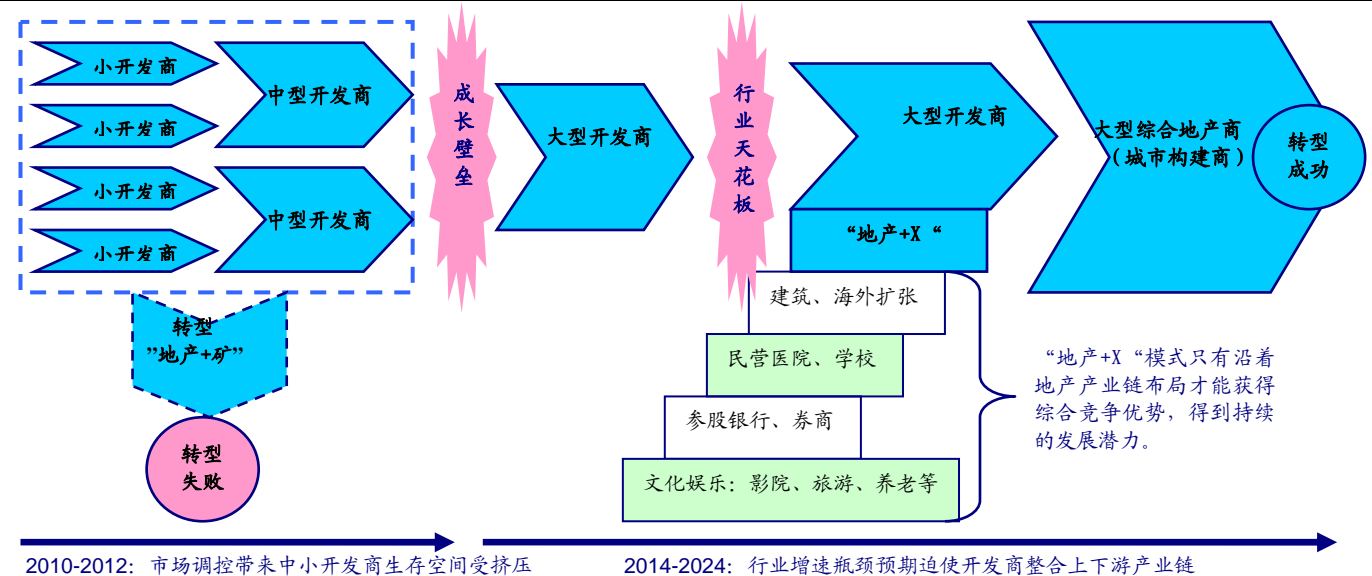
2.2 多元业务：百年恒大的开始

2.2.1 多元化是龙头企业迈向新高峰的开始

我们在 2014 年行业深度报告《行业不死，规则要变——论地产价值链重构》中曾经明确指出，在 2013 年之前，各种跨界经营并不被市场看好。之所以产生以上问题，主要在于纯住宅模式本身依旧具备较厚盈利能力。产业链上下游产业或者其他子产业盈利能力很难与其抗争。很多优质大型地产公司（如万科当年三大减法：1）退出与住宅无关的产业；2）收缩产业战线，专注住宅而不是商业、工业四面出击；3）减少房地产业产品的品种，专注标准化）在 1998 年到 2010 年十年之间都是在做减法，去除与纯地产业务无关的子业务，甚至是产业链上下游业务，全力集中于住宅开发。

2010 年至 2012 年，由于市场竞争激烈，中小开发商拿地、贷款等优势被大开发商逐步侵蚀。于是，部分中小开发商选择将部分地产资金投入资源类产业，转型并购有色、能源等行业。但是从目前发展趋势看，当年中小开发商的资源性转型并不成功（土地资源转向矿产资源），反而丢失原有房地产市场。当年“加法”多以失败告终的核心原因是自身资本缺乏，且无相关领域经验和人脉。

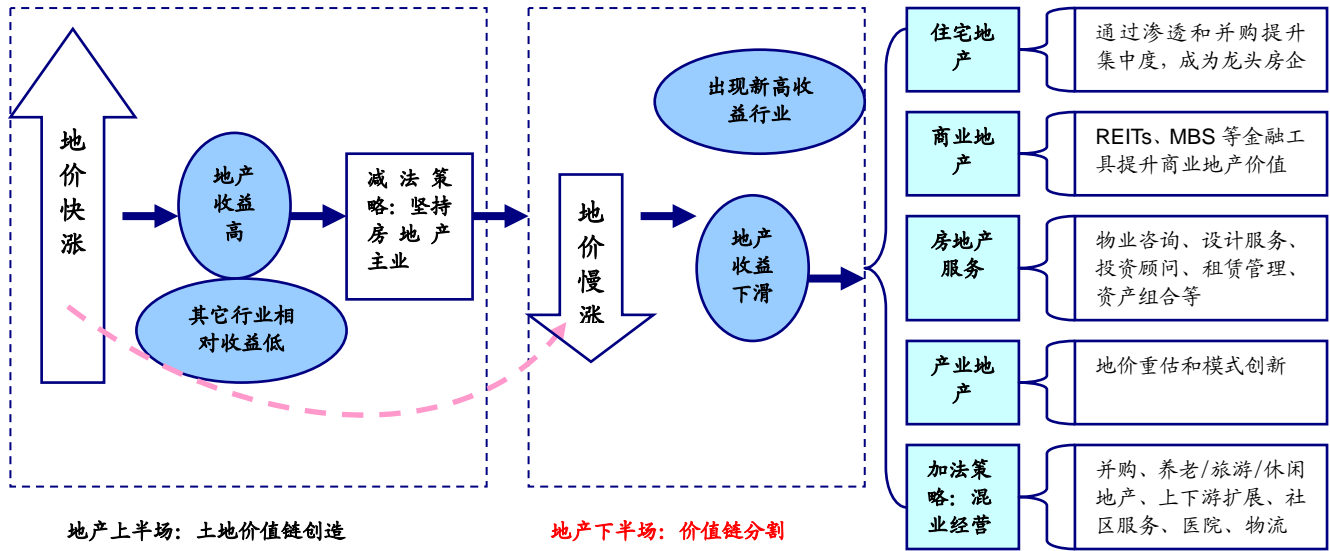
图 8 未来龙头开发商将沿产业链打造综合竞争优势



资料来源：海通证券研究所

进入 2013 年后,大型开发商也开始进入新一轮产业链扩张期。而造成这一现象的主要原因是行业下半场所面临的潜在天花板效应。虽然行业利润和潜在需求并不一定会快速下行,但是从中长期看行业增速将处于逐级回落阶段。面对行业未来发展趋势,优质公司为保证自身产品具备更大优势,或者更大程度挖掘客户剩余价值,开始向产业上下游的建筑业、民营医院和学校、银行和券商、文化产业中的影院、民生消费等领域扩张。甚至也有开发商为帮助客户规避限购等政策,开始进入海外开发。除此之外,培育下一个比纯住宅更赚钱的产业同样是大型房企的战略思维。

图 9 目前我国房地产业初步分化出住宅、商业、产业地产、地产服务和混业经营



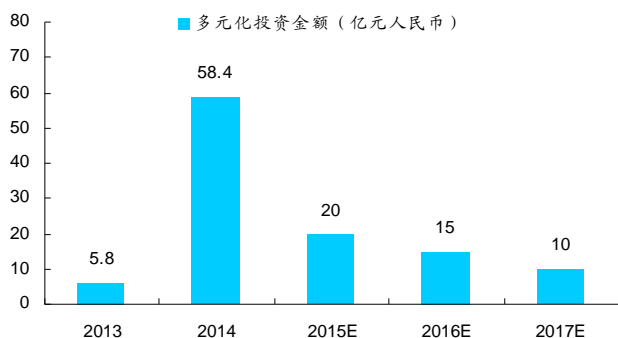
资料来源：海通证券研究所

我们认为以上发展是行业选择的必然,适度多元化也是寻求企业新盈利点,成为未来综合型大型企业的开始。此外,从行业发展角度看,我们继续看好板块“五分理论”(具体参见海通地产 2014 年年度投资策略《大局观,落子细微处——板块“五分天下论”》),认为未来混业经营将成为常态。五大板块中会出现各自龙头企业。

2.2.2 恒大多元化,面向未来的有益尝试

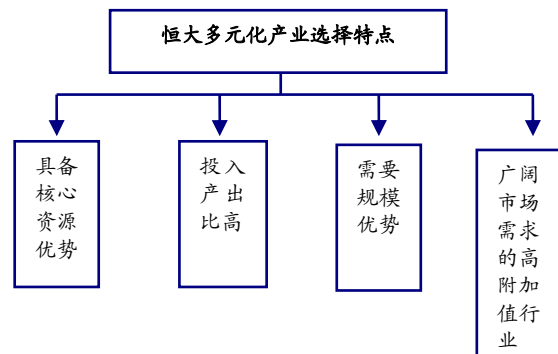
2013 年以来,恒大开始逐步进入矿泉水、粮油、乳业和健康产业四大方向。目前看,企业多元化并非随意选择而是更多切入具备核心资源优势、投入产出比高、需要规模优势和围绕广阔市场需求的高附加值行业进行。

图 10 公司多元化投资情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

图 11 恒大多元化发展思路



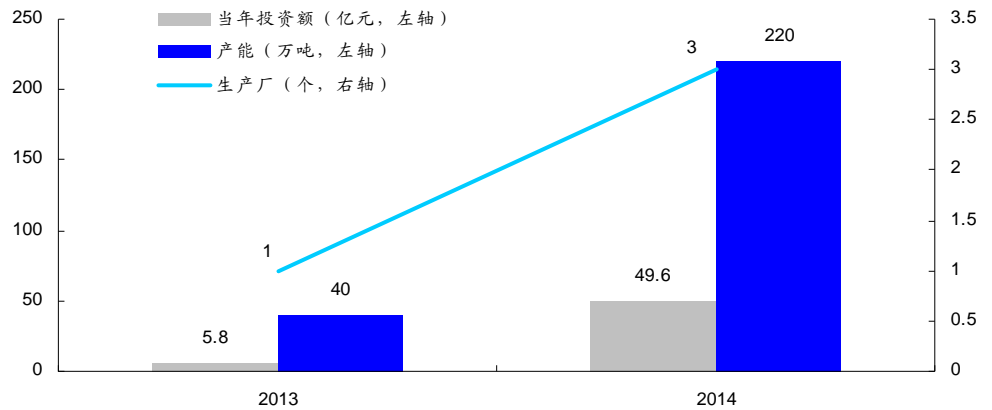
资料来源：Wind、海通证券研究所

公司累计总投入 64.2 亿人民币,其中 2013 年 5.8 亿人民币,2014 年 58.4 亿人民币。四大产业未来投入计划:2015 年投入 20 亿人民币,2016 年 15 亿人民币,2017 年投入 10 亿人民币。

1) 恒大矿泉水

公司矿泉水业务累计总投入在 55.4 亿人民币，其中 2013 年 5.8 亿人民币，2014 年 49.6 亿人民币。公司 2013 年收购 1 个生产厂，年产能 40 万吨。2014 年公司新建 2 个生产厂，完成 6 条生产线，新增 180 万吨年产能。2015 年 1 季度公司已经投产 90 万吨，预计二季度有望投产 90 万吨。

图 12 恒大矿泉水业务发展情况



资料来源：公司土地储备公告，海通证券研究所

公司 2014 年通过竞拍取得年涌水量 6000 万吨探矿权。从订单情况看，企业 2014 年实现订货量 57 亿人民币，销售金额 10.9 亿。由于 2014 年企业属于扩展网点和品牌构建阶段，因此当年矿泉水业务亏损 23.7 亿人民币。考虑目前销售网点已经打开，2015 年 3 个水厂可实现年产能 220 万吨，计划生产量 130 万吨，已实现年度订货量 76 亿人民币，我们公司矿泉水业务可实现 40 亿销售规模，产业实现盈利。

2) 恒大粮油

公司 2014 年 8 月公司正式进入粮油产业，当年投入在 5.7 亿人民币。2014 年公司并购 7 个加工厂，形成大米 15 万吨年产能、食用油 5 万吨年产量。2014 年，公司已在大兴安岭生态圈成功建立恒大第一个优秀粮油生产及加工基地。2015 年公司计划生产大米 9 万吨，食用油产量 3 万吨。目前公司已实现年度订货量 37 亿人民币，计划销售 25 亿人民币。

3) 恒大乳业

公司 2014 年进入该产业，收购新西兰咭哇熊乳业，形成年产 3 万吨配方奶粉产能。公司当年投入 3.1 亿人民币。2014 年乳业实现销售金额 7300 万人民币，实现盈利 698 万人民币。公司计划 2015 年年产咭哇熊奶粉 4000 吨。目前企业已实现年度订货量 9 亿人民币，计划销售 5 亿人民币。

4) 健康产业

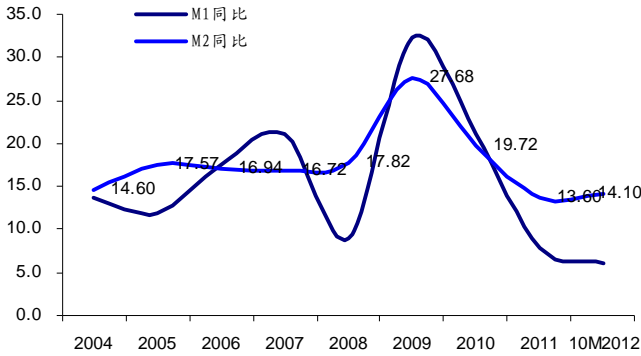
公司拟投入 9.5 亿港币收购新传媒（代码：00708.HK）74.99% 股权。2015 年 2 月 27 日已完成交割，3 月 27 日完成全面要约收购及董事变更。公司拟将新传媒作为企业健康产业发展平台，进一步做大做强。

3. 公司财务杠杆策略的主要看法

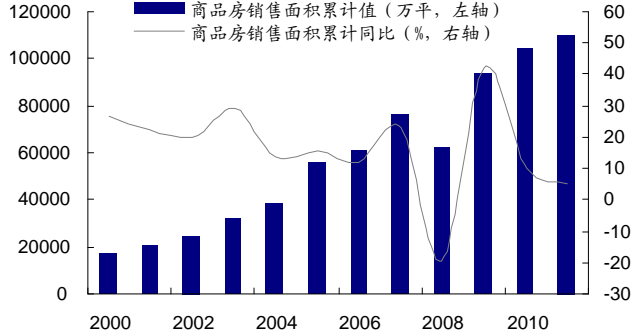
3.1 “三高—轻” 战略：高周转、高杠杆、高成长、轻资产

我们将恒大发展模式总结为“三高—轻”，其中“三高”是目前公司已经实现的战略模式，未来存量资产如何实现“—轻”是后期关键点。

过去几年我国相对处于持续宽松的货币环境中，连续 8 年 M2 增速在 14% 以上。从流入房地产行业的资金来看，在近几年持续保持在 10% 以上的增长。受益于此，房地产行业作为一项资金密集型产业得到较快发展。加大融资规模，在行业高景气周期通过高杠杆现实跨越式发展是过去大多数快速成长企业爆发式增长重要手段。

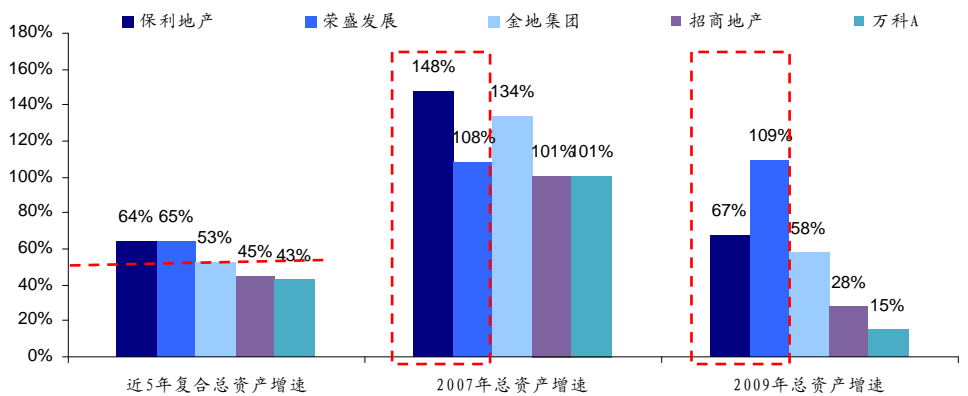
图 13 国内流动性保持较高增速 (单位: %)


资料来源: CEIC、海通证券研究所

图 14 十年间较低的利率水平刺激行业销售上升


资料来源: CEIC、海通证券研究所

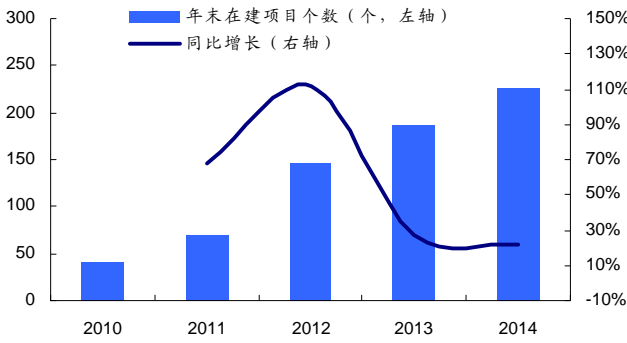
此前 A 股快速增长的保利、荣盛发展在发展初期均经历高杠杆过程。只要企业能够实现高周转，高杠杆最后都潜在迎接高速增长过程。稍有遗憾的是，为保证高周转速度，以上企业项目销售中难保证高利率水平。如下图所示，两公司近 5 年内的总资产复合增长速度达到 64%，远高于招商地产的 45% 和万科的 43%。

图 15 行业成长期高杠杆促成地产公司跨越式增长


资料来源: Wind、海通证券研究所

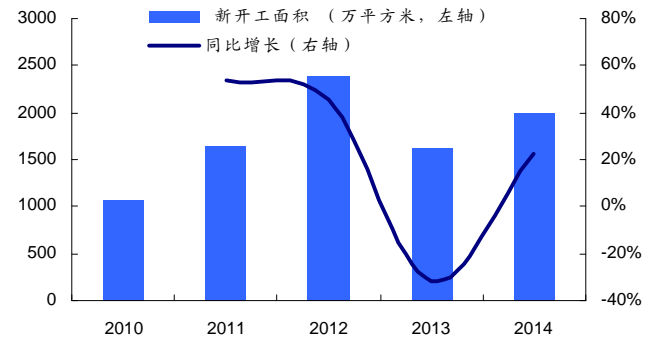
我们认为恒大与以上逻辑类似，企业在保证高周转后高杠杆策略是保证企业高成长核心。2009 至 2014 年公司年末在建项目个数年均增长率在 113.7%，竣工面积年均增长在 326.9%。

图 16 恒大地产近年在建项目个数



资料来源: Wind、海通证券研究所

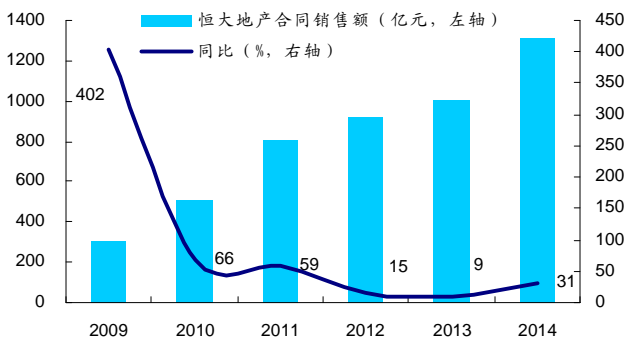
图 17 恒大地产近年新开工面积情况



资料来源: Wind、海通证券研究所

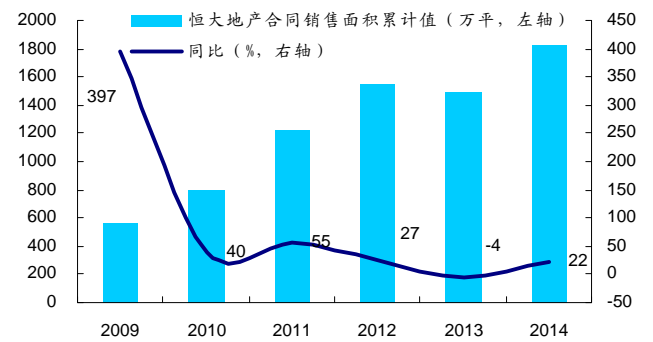
从销售情况看,企业 2014 年实现销售金额 1315 亿,销售面积 1819 万平,较 2009 年均存在较高规模增长。

图 18 恒大地产合同销售额情况



资料来源: Wind、海通证券研究所

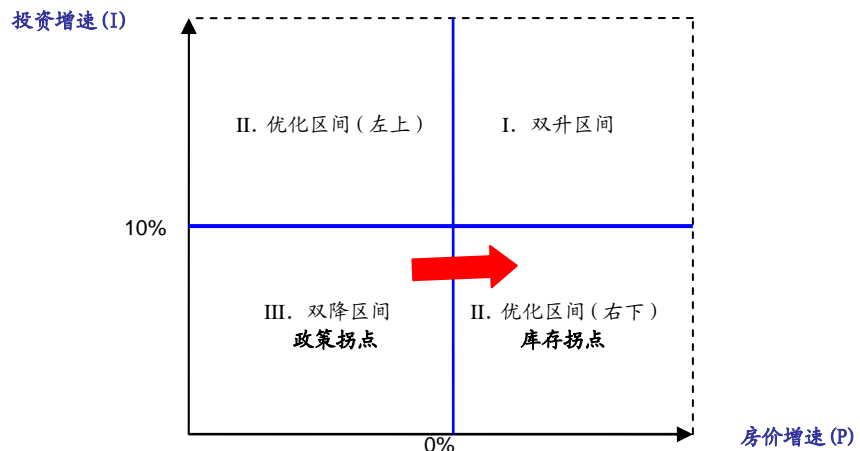
图 19 恒大地产合同销售面积情况



资料来源: Wind、海通证券研究所

我们认为公司“三高”战略的坚定执行,铸就了公司当前规模地位。2014 年底以来,政府已经开始出台多项政策支持房地产业发展。不单单从需求端购买力支持还是供给端降低融资成本,目前都属于相对宽松时期。我们认为在宏观放松的大背景下,行业正逐步从政策拐点迈入去库存拐点。“三高”战略企业在该环节中具备更好基本面弹性和成长空间。

图 20 海通地产四项限分析



资料来源: Wind、海通证券研究所

未来看,公司如何将多年发展所沉淀自持物业(旅游地产、商业等)实现轻资产化是公司后期战略关注重点。

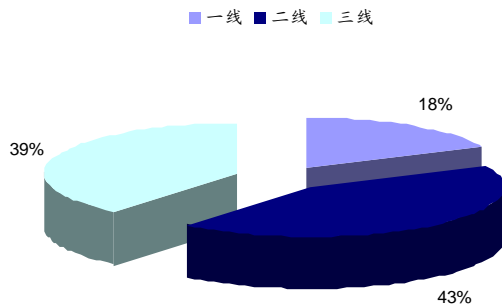
表 1 近年高成长企业多经历高杠杆过程

| 证券代码 | 证券简称 | 流动比率 | 剔除预收账款后的资产负债率(%) | 资产负债率(%) | ROE(%) | 近3年净利润复合年增长率(%) | 2014年销售规模(亿元) | 近5年销售额复合年增长率(%) |
|-----------|------|------|------------------|----------|--------|-----------------|---------------|-----------------|
| 002146.SZ | 荣盛发展 | 1.46 | 71.77 | 79.58 | 26.02 | 41.71 | 283 | 22.64 |
| 600048.SH | 保利地产 | 1.87 | 67.97 | 77.89 | 21.56 | 29.75 | 1337 | 15.10 |
| 000671.SZ | 阳光城 | 1.46 | 78.39 | 84.69 | 27.30 | 5.13 | 230 | 44.11 |
| 000732.SZ | 泰禾集团 | 1.90 | 86.85 | 89.23 | 22.20 | 29.47 | 200 | 52.47 |
| 3333.HK | 恒大地产 | 1.43 | 66.34 | 76.31 | 25.28 | 11.05 | 1315 | 21.14 |

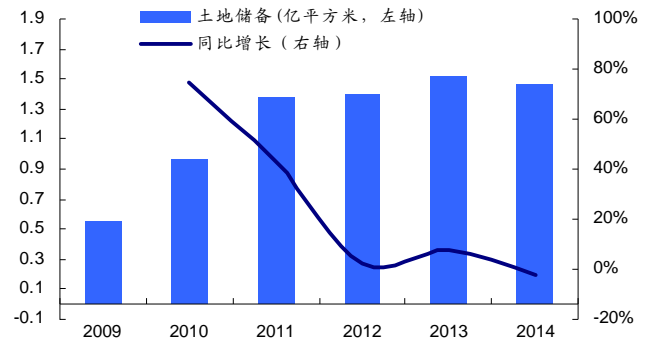
注：以上财务数据取自各企业 2014 年年报
资料来源：公司土地储备公告，海通证券研究所

3.2 土地投资结构已明显改善

2012 年以来，公司土地储备进本保持规模为主。企业年均土地储备面积大致在 1.47 亿平左右。目前公司一、二、三线城市土地按土地款金额算占比分别是 18%、43%和 39%。企业一二线城市土地占比结构较此前有明显改善。

图 21 2014 年底，按土地投资额口径公司项目分布


资料来源：Wind、海通证券研究所

图 22 公司近几年土地储备平稳


资料来源：Wind、海通证券研究所

3.3 地产红筹境内公司债能否破冰？

目前公司属红筹架构，因此从融资渠道看境内主要是项目银行贷款，境外主要是各类型债券。2015 年开始，政府对房地产行业企业融资态度相对转暖。A 股地产企业已经叫停很久的公司债、中票、二级市场再融资等融资手段均不同程度放开。目前 H 股房地产公司因为注册地在境内，可以采取各种境内资本手段融资。红筹地产股虽然注册地在境外，但大部分业务均在境内，未来是否能够通过更新监管、税务补偿等手段在境内融资手段上破冰，将成为增强公司融资能力和降低融资成本（境内公司债多采用境内评级机构，对中国房地产发展模式和担保品理解胜过外资）的重要手段。

表 2 目前境内和境外企业中票和公司债情况

| 类型 | 公司 | 首次发行时间 | 总规模(亿元) | 最新发行利率 | 时间 | 备注 |
|-----|------|--------|---------|--------|-------|---------|
| 中票 | 世茂股份 | 2014 | 50 | 7.60% | 3 | |
| | 陆家嘴 | 2014 | 50 | 6.00% | 10 | |
| | 保利地产 | 2014 | 150 | 4.80% | 5 | A 股地产企业 |
| | 万科 | 2014 | 150 | 4.70% | 3 | |
| 公司债 | 北京城建 | 2015 | 58 | - | 7 | 暂未发行 |
| | 富力地产 | 2009 | 55 | 6.85% | 5 | 评级 AA+ |
| | 富力地产 | 2015 | 65 | - | 5月10日 | 暂未发行 |

资料来源：公司土地储备公告，海通证券研究所

考虑政府在金融发展上推进资本全球化和资产证券化的大方向,我们认为红筹境内融资将成为大势所趋。目前恒大地产的平均融资成本在9%左右,如果以上政策能够落实,将对公司未来发展构成利好。

表 3 目前恒大地产境外境外债券

| 时间 | 类型 | 金额 | 成本(%/年) | 到期日 | 公司评级 | 债券评级 |
|------------|------|----------------|---------|------------|-----------------|-----------------|
| 2011/1/3 | 优先票据 | CNY 3700000000 | 9.25 | 2016/1/19 | 标普: BB, 穆迪: B1 | 标普: BB-, 穆迪: B2 |
| 2013/10/31 | 优先票据 | USD 1000000000 | 8.75 | 2018/10/30 | 标普: BB, 穆迪: B1 | 标普: BB-, 穆迪: B2 |
| 2013/11/14 | 优先票据 | USD 500000000 | 8.75 | 2018/10/30 | 标普: BB, 穆迪: B1 | 标普: BB-, 穆迪: B2 |
| 2015/2/10 | 优先票据 | USD 1000000000 | 12 | 2020/2/10 | 标普: BB-, 穆迪: B1 | 标普: B+, 穆迪: B2 |
| | 流贷 | USD 2800000000 | 3.3 | | | |
| | 合计 | USD 5900000000 | 6.77% | | | |

资料来源:公司2014年年报,海通证券研究所

以下为恒大地产境内外融资情况。

表 4 目前恒大地产境内外融资情况

| 种类 | 金额(亿元) | 平均融资成本 |
|---------|---------|--------|
| 并购贷款 | 10.90 | 6.70% |
| 经营性物业贷款 | 10.81 | 7.73% |
| 开发贷款 | 343.21 | 7.36% |
| 流动资金贷款 | 17.45 | 7.03% |
| 买方信贷 | 8.12 | 7.77% |
| 融资租赁 | 7.37 | 7.48% |
| 三旧改造 | 11.49 | 6.87% |
| 委托贷款 | 199.56 | 9.66% |
| 信托贷款 | 630.81 | 10.18% |
| 合计 | 1239.72 | 9.16% |

资料来源:公司2014年年报,海通证券研究所

4. 公司估值的理解

我们为对于恒大地产的理解主要集中在三大部分:1)地产业务是否稳健;2)多元化机制;3)估值定价权问题。

关于地产,我们认为公司目前土地储备结构有所改善。只要市场环境平稳向上保证周转率,“三高一轻”战略可以为企业带来更大好发展。多元化业务方向,企业目前投资并不大,且属于行业内大部分公司未来均需要面临的问题。在当前投资规模下,我们认为与企业主业经营不矛盾。

未来真正对恒大理解的核心差异在于境内资本和境外资本在企业定价逻辑的差异。如果将恒大与境内多元化企业进行对比,不论在估值还是主业规模上恒大均具备优势。造成同类型公司估值和市值规模出现明显差异的核心在于两地市场投资人对于房地产行业未来和地产企业多元化的理解存在不同。境外机构比境内机构显然更加保守。

表 5 A-H 股多元化企业估值情况

| 公司名称 | 总市值 (亿元) | 4月17日股价 (元/股) | EPS (元/股) | | PE | | 房地产销售 规模 (亿元) | 多元化方向 |
|------|-------------|------------------|--------------|------|-------|-------|---------------------|----------------------------|
| | | | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | | |
| 新湖中宝 | 789 | 9.69 | 0.26 | 0.31 | 37.27 | 31.26 | 预计 100 亿 以内 | 涉及房地产、互联网金融、矿产、大宗交易、土地一级开发 |
| 泛海控股 | 798 | 17.51 | 0.53 | 0.64 | 33.04 | 27.36 | 97.83 | 涉及境内外房地产、金融和其他战略投资 |
| 中天城投 | 543 | 12.62 | Na | Na | Na | NA | 186.00 | 涉及房地产、互联网金融、文化、矿产等一级开发 |
| 恒大地产 | 548 | 4.71 | 0.43 | 0.65 | 10.95 | 7.25 | 1315.00 | 涉及房地产、粮油、饮用水、乳业、大健康、足球 |

资料来源: wind, 海通证券研究所

注意: 恒大股价和 EPS 为港币单位, 其他为人民币单位

但是, 值得关注的是目前两地金融领域互联互通在逐步加深。国家允许内地公募基金通过沪港通 (沪港股票市场交易互联互通机制) 投资港股等一系列制度安排开始扩大内资金融在港股市场影响力。未来未来 QDII (合格境内机构投资者) 和沪港通额度将直接影响企业股东属性, 并最终直接改变估值逻辑。我们预计公司 2015、2016 年每股收益分别是 0.43 元和 0.65 元港币。截至 4 月 17 日, 公司收盘于 4.71 元港币, 对应 2015 年、2016 年 PE 为 10.95 倍和 7.25 倍。考虑潜在估值逻辑改变可能, 且 A 股同类型企业 15 年 30XPE, 给予公司 2015 年 18 倍 PE, 目标价 7.74 元港币, 首次给予“买入”评级。

风险提示: 红筹能否发行公司债存在不确定性问题。内资股东持股比例对企业估值理解存在直接意义, 未来未来 QDII (合格境内机构投资者) 和沪港通额度对该问题影响巨大。

损益表(人民币百万元)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|-------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 65,261 | 93,672 | 111,398 | 120,254 | 147,234 |
| 营业成本 | 47050.0 | 66023.0 | 79615.0 | 92314.5 | 110215.7 |
| 营业总毛利 | 18,210 | 27,649 | 31,784 | 27,940 | 37,018 |
| 投资物业之公允价值变动 | 4,460 | 5,815 | 9,393 | 4,134 | 3,965 |
| 其他经营净收益 | 636 | 1,041 | 534 | 679 | 895 |
| 其他收入-经营 | 0.0 | 0.0 | 1431.0 | 0.0 | 0.0 |
| 销售费用 | -3,018 | -4,310 | -9,154 | -11,857 | -13,767 |
| 管理费用 | -2601.0 | -3472.0 | -4038.0 | -4689.9 | -5742.1 |
| 其他支出-经营 | -1,164 | -1,679 | -1,396 | -1,323 | -1,767 |
| 营业利润 | 16523.0 | 25044.0 | 28553.0 | 14882.8 | 20622.4 |
| 金融资产公允价值变动损益 | 0.0 | 0.0 | 3758.0 | 0.0 | 0.0 |
| 财务收入/(费用)净额 | -33.0 | 353.0 | -1015.0 | -1233.0 | -1553.0 |
| 财务收入 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 财务费用 | 0.0 | 0.0 | -1015.0 | -1233.0 | -1553.0 |
| 税前利润总额 | 16490.0 | 25396.0 | 31191.0 | 13649.8 | 19069.4 |
| 所得税 | -7308.0 | -11687.0 | -13175.0 | -5869.4 | -8199.8 |
| 税后净利润 | 9182.0 | 13709.0 | 18016.0 | 7780.4 | 10869.5 |
| 少数股东损益 | -11.0 | -1097.0 | -542.0 | -2815.4 | -3317.9 |
| 归属于母公司的净利润 | 9171 | 12612 | 12604 | 4964.99 | 7551.64 |

比率分析

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 成长率(%) | | | | | |
| 营业收入 | 34.13 | 43.53 | 18.92 | 7.95 | 22.44 |
| 营业利润 | 58.57 | 51.57 | 14.01 | -47.88 | 38.57 |
| 净利润 | 123.02 | 37.52 | -0.06 | -60.61 | 52.10 |
| 获利能力与收益质量(%) | | | | | |
| 毛利率 | 27.90 | 29.52 | 28.53 | 23.23 | 25.14 |
| 净利率 | 14.05 | 13.46 | 11.31 | 4.13 | 5.13 |
| 销售费用/营业收入 | 4.62 | 4.60 | 8.22 | 9.86 | 9.35 |
| 财务费用/营业收入 | 0.00 | 0.00 | 0.91 | 1.03 | 1.05 |
| 偿债能力(%) | | | | | |
| 资产负债率 | 82.56 | 77.21 | 76.31 | 69.21 | 64.85 |
| 流动资产/总资产 | 0.84 | 0.83 | 0.81 | 0.82 | 0.81 |
| 流动比率 | 1.33 | 1.54 | 1.43 | 1.59 | 1.71 |
| 速动比率 | 0.35 | 0.56 | 0.51 | 0.39 | 0.39 |
| 运营能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.32 | 0.17 | 0.27 | 0.22 | 0.24 |
| 存货周转率 | 0.40 | 0.23 | 0.37 | 0.57 | 0.58 |
| 应收账款周转天数 | 19.03 | 18.98 | 23.86 | 25.84 | 21.24 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金 | 17,790 | 40,118 | 29,847 | 31,154 | 32,113 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 10,950 | 11,331 | 12,131 |
| 应收账款及票据 | 2,857 | 4,952 | 7,382 | 8,843 | 8,567 |
| 其他应收款 | 24,044 | 45,941 | 58,766 | 59,882 | 57,883 |
| 应收账款合计 | 26,902 | 50,892 | 66,148 | 68,725 | 66,450 |
| 存货 | 148,452 | 184,833 | 247,054 | 317,948 | 354,761 |
| 其他 | 7,399 | 13,535 | 29,651 | 27,551 | 27,345 |
| 流动资产 | 200,544 | 289,378 | 383,650 | 456,709 | 492,800 |
| 长期股权投资 | 24942.0 | 36039.0 | 61857.0 | 66567.1 | 73456.5 |
| 固定资产 | 8,559 | 11,733 | 15,859 | 17,869 | 19,236 |
| 无形资产 | 447 | 440 | 854 | 972 | 1,011 |
| 其他 | 2152.0 | 3917.0 | 8731.0 | 8943.0 | 9372.0 |
| 资产总计 | 238,991 | 348,148 | 474,462 | 558,657 | 609,875 |
| 短期借款及长期借款当期到期部分 | 19,031 | 35,796 | 79,663 | 84,673 | 89,467 |
| 应付账款 | 53,964 | 65,836 | 91,889 | 97,661 | 98,127 |
| 其他 | 68,058 | 72,322 | 78,021 | 84,721 | 89,765 |
| 流动负债 | 150,378 | 188,198 | 268,237 | 287,055 | 287,359 |
| 长期借款 | 41,243 | 73,021 | 76,401 | 82,443 | 89,443 |
| 其他 | 5,678 | 7,587 | 17,446 | 17,121 | 18,727 |
| 长期负债 | 46,921 | 80,608 | 93,847 | 99,564 | 108,170 |
| 负债合计 | 197,299 | 268,806 | 362,084 | 386,619 | 395,529 |
| 少数股东权益 | 3,428 | 30,753 | 61,258 | 63,267 | 68,772 |
| 股东权益合计 | 41,691 | 79,343 | 112,378 | 172,038 | 214,346 |
| 负债股东权益合计 | 238,991 | 348,148 | 474,462 | 558,657 | 609,875 |

现金流量表(人民币百万元)

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 每股收益 | 0.61 | 0.79 | 0.85 | 0.34 | 0.51 |
| 净利润 | 9,171 | 12,612 | 12,604 | 4,965 | 7,552 |
| 折旧摊销 | 588 | 1,027 | 715 | 578 | 716 |
| 营运资金变动 | -5,706 | -45,178 | -5,019 | -43,761 | -21,345 |
| 其他 | -9,626 | -7,332 | 4,123 | -6,543 | -254 |
| 经营活动现金净流 | -5,574 | -38,871 | 12,423 | -44,761 | -13,331 |
| 资本支出 | 7,969 | 12,454 | 33,300 | 14,621 | 15,102 |
| 投资减少 | 49 | 3,363 | 3,214 | 3,765 | 4,057 |
| 投资活动现金净流 | -7,810 | -13,134 | -33,314 | -1,914 | -1,414 |
| 债务增加 | 26,808 | 74,368 | 34,560 | 85,672 | 26,786 |
| 股本增加 | 206 | 3,639 | 2,520 | 0 | 0 |
| 支付的股利合计 | 2,801 | 2,292 | 6,020 | 0 | 0 |
| 其他筹资活动产生的现金流量净额 | 4,603 | 24,160 | 23,150 | 29,167 | 23,476 |
| 筹资活动现金净流 | 11,095 | 74,412 | 63 | 43,325 | 27,365 |
| 现金净增加额 | -2,292 | 22,328 | -20,828 | -3,350 | 12,620 |

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
贾亚童：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

| 类别 | 评级 | 说明 |
|--------------|----|----------------------------|
| 1. 投资评级的比较标准 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上； |
| | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间； |
| | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间； |
| | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间； |
| | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。 |
| 2. 投资建议的评级标准 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上； |
| | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间； |
| | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。