

买入

2014年08月18日

向轻资产转型，打造社区服务平台

- **2014 上半年营收同比增长 6%，符合预期：**2014 年上半年公司营业收入为 29.17 亿元，同比增长 6%，毛利润为 10.11 亿元，同比降低 1.9%，核心净利率 1.84 亿元，同比下降 19.3%，主要与结算的产品结构有关。截止 2014 年 7 月份，公司累计合约销售额为 22.7 亿元，合约销售面积为 35.9 万平米，与今年目标有比较大的差距。进入下半年，公司将加大推盘力度，预计推售货值将达到 200 亿左右，全年的合约销售额可以达到 100 亿元。
- **彩生活成功上市是公司转型的里程碑：**公司分拆出来的社区服务运营商彩生活 (1778) 于 2014 年 6 月 30 日成功在香港联交所上市。上市成功后，彩生活将被打造成移动互联网时代的 O2O 社区服务平台，截止 2014 年 6 月底，彩生活管理的物业面积达到 1.62 亿平米，签约管理项目超过 1000 个。花样年未来将向轻资产运营转型，彩生活的分拆上市是其转型的里程碑，也将给公司的估值带来提升，目前公司持有上市后彩生活 50.4% 的股份，有助于公司价值重估。
- **土地储备充足，继续布局一二线城市：**截止 2014 年 6 月底，公司总的土地储备为 986 万平米，另外已签署框架协议物业规划面积为 634 万平米。公司在 2014 年上半年继续在土地市场上布局一二线城市，新收购了 3 块土地，1 块位于深圳，2 块位于南京，总建筑面积 173 万平米。公司在深圳的土地储备为 240 万平米，占总的土地储备 14.8%。
- **财务状况进一步改善：**截止 2014 年 6 月底，公司净负债率为 84.5%，比 2013 年末降低了 20.3 个百分点，财务状况得到改善。1 月份，公司发行一笔 3 亿美元的 6 年期优先票据，补充了运营资金。目前，公司持有现金 48 亿元，比 2013 年底增加了 32.2%。财务状况得到进一步的改善。
- **目标价为 1.17 港元，维持买入评级：**我们采用分部估值法估值。彩生活部分估值：以目前股价 3.78 元核算，彩生活市值 37.8 亿元，花样年占股 50.4%，总价值约为 19 亿元，每股价值 0.33 元；房地产部分估值：公司 2014 年的每股 NAV 为 2.10 港元，以 60% 折让计算出每股价值为 0.84 港元；合计每股价值为 1.17 元，上升潜力为 30%，维持买入评级。

柯学锋

852-25321958

Michael.ke@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	房地产
股价	0.90 港元
目标价	1.17 港元 (+30%)
股票代码	1777
已发行股本	57.57 亿股
市值	51.82 亿港元
52 周高/低	1.56/0.80 港元
每股资产净值	2.10 港元
主要股东	曾宝宝 (52%)

盈利摘要

年结日: 31/12	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入(百万元)	6,230	7,280	8,359	8,768	9,280
变动(%)	11.4%	16.9%	14.8%	4.9%	5.8%
净利润(百万元)	1,139	1,215	993	997	1,063
核心净利润(百万元)	892	1,141	993	997	1,063
变动(%)	3.8%	27.9%	-12.9%	0.4%	6.6%
每股收益(元)	0.22	0.23	0.19	0.19	0.20
每股核心收益(元)	0.17	0.22	0.19	0.19	0.20
变动(%)	0.5%	27.9%	-12.9%	0.4%	6.6%
核心市盈率(倍)	5.2	4.1	4.7	4.7	4.4
每股股息(元)	0.045	0.053	0.048	0.048	0.051
息率(%)	5.0%	6.0%	5.3%	5.3%	5.7%

股价表现



来源: 彭博

来源: 公司资料, 第一上海

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	6,230	7,280	8,359	8,768	9,280	增长率 (%)					
-物业销售	5,885	6,733	7,793	8,183	8,674	收入	11.40%	16.85%	14.82%	4.90%	5.83%
-其他	345	546	565	585	606	经营利润	4.35%	22.12%	13.33%	5.85%	8.49%
销售成本	-3,710	-4,486	-5,395	-5,611	-5,836	核心净利润	3.84%	27.91%	-12.95%	0.37%	6.61%
毛利	2,520	2,794	2,964	3,157	3,444	每股核心盈利	0.54%	27.90%	-12.95%	0.37%	6.61%
其他收入	32	386	482	483	484	盈利分析 (%)					
行政费用	-606	-803	-752	-789	-835	毛利率	40.45%	38.37%	35.45%	36.01%	37.11%
经营利润	1,946	2,376	2,693	2,851	3,093	经营利润	31.24%	32.64%	32.22%	32.51%	33.33%
利息支出	-58	-260	-196	-299	-391	净利润率	18.29%	16.69%	11.88%	11.37%	11.45%
联营公司收入	0	-6	0	0	0	其他 (%)					
特殊项目	498	177	0	0	0	有效税率	52.84%	48.83%	54.21%	55.06%	55.11%
税前利润	2,387	2,404	2,497	2,552	2,702	派息比率	20.40%	22.90%	25.00%	25.00%	25.00%
税项	-1,261	-1,174	-1,354	-1,405	-1,489	ROE	16.46%	15.52%	10.73%	9.96%	9.88%
少数股东权益	14	-15	-150	-150	-150	ROA	4.64%	3.98%	2.90%	2.69%	2.67%
净利润	1,139	1,215	993	997	1,063	流动比率(倍)	0.42	0.56	0.69	0.77	0.79
核心利润	892	1,141	993	997	1,063	利息覆盖率(倍)	33.73	9.13	13.72	9.55	7.91
派息	-232	-278	-248	-249	-266	估值					
未分配利润	907	937	745	748	797	PE (x)	4.10	3.84	4.70	4.68	4.39
每股盈利 (元)	0.219	0.233	0.191	0.191	0.204	P/B (x)	0.84	0.74	0.63	0.58	0.54
每股核心盈利	0.171	0.219	0.191	0.191	0.204	每股现金流 (倍)	-6.73	-1.47	-21.45	-6.22	-6.45
每股派息 (元)	0.045	0.053	0.048	0.048	0.051	息率 (%)	4.98	5.96	5.32	5.34	5.69

资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3,496	3,632	6,285	7,054	7,796	经营利润	1,946	2,376	2,693	2,851	3,093
应收账款	2,195	3,625	3,987	4,386	4,824	折旧	9	10	11	12	13
存货	11,420	14,233	15,233	16,733	18,233	营运资金变动	-1,871	-4,408	-1,372	-1,908	-1,949
其他流动资产	119	185	195	204	215	税项	-1,261	-1,174	-1,354	-1,405	-1,489
无形资产	0	1	1	1	1	其他	43	-13	0	0	0
其他长期资产	1,451	488	488	488	488	经营现金流	-694	-3,180	-218	-750	-723
联营公司资产	6,711	7,982	7,982	7,982	7,983	资本开支	-794	-436	102	103	104
固定资产	529	586	905	616	707	关联公司投资	0	0	0	0	0
总资产	24,527	30,563	34,299	37,067	39,850	其他	-375	771	539	-438	-477
短期贷款	2,452	2,053	3,628	4,756	5,896	投资现金流	-1,169	335	641	-335	-373
应付账款	2,607	2,508	2,508	2,508	2,508	公平值变动	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,238	2,811	2,785	2,785	2,785	债务变动	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
长期贷款	5,429	9,962	10,862	11,762	12,662	派息	-232	-278	-248	-249	-266
递延税项	693	720	720	720	720	其他	0	0	0	0	0
其他固定资产	0	1	2	3	4	融资现金流	1,868	1,795	1,854	1,854	1,838
总负债	17,605	22,732	25,039	27,062	29,096	现金变动	5	-1,050	2,277	769	742
股东权益	6,921	7,831	9,259	10,005	10,754	汇兑变动	0	0	0	0	0
少数股东权益	320	511	1,002	1,003	1,004	初期现金	5,054	5,058	4,008	6,285	7,054
合计	24,527	30,563	34,299	37,067	39,850	末期现金	5,058	4,008	6,285	7,054	7,796
净负债率	66.40%	107.04%	88.61%	94.59%	100.08%	调整					
每股净资产(元)	1.33	1.50	1.78	1.92	2.06	现金及现金等价物	3,496	3,632	6,285	7,054	7,796

资料来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。