

**买入**

2014年09月15日

**1-8月份合约销售强劲，去化能力增强**

- **中期核心盈利符合市场预期：**公司发布 2014 年中期业绩，营业额为 172.8 亿元人民币，同比增 13.6%，毛利为 61.1 亿元，同比增 10.9%，毛利率为 35.4%，比去年微降，但仍高于行业平均水平，期内核心净利润为 17.4 亿元，同比增 12%，符合预期。中期派发股息每股 14.5 港仙，派息率为 24.5%。
- **加速去化增强现金流：**公司采取灵活多样的销售策略，加大存货去化，加强销售回款。截止 2014 年 8 月底，公司的合约销售额为 265.5 亿元，同比增 23%，完成全年目标 480 亿元的 55%。接下来公司将会推出 12 个新项目和 20 多个组团新货，总可售面积为 280 万平米。
- **土地储备充足：**公司在今年上半年采取审慎的购地策略，一共去的 6 块土地，包括两块位于马来西亚的土地，总计建筑面积 182 万平米，平均楼面地价为 1440 元每平米，截止 2014 年 8 月底，公司有 4200 万平米的土地储备，足够未来 4-5 年的发展，且平均土地成本为 1192 元每平米，低于当前销售均价的 15%，是公司高毛利的保障。
- **财务状况良好：**公司上半年分别发行了 2019 年到期的 5 亿美元利率为 8.375% 和 2017 年到期的 20 亿元人民币利率为 6.5% 的优先票据，并赎回了 2016 年到期的 3 亿美元 10% 的有限票据，降低的融资成本。中期的净负债率为 82%，预计到年底能控制到去年年底的水平，达到 70% 左右。目前公司持有现金 139 亿元，财务状况良好。
- **目标价为 7.63 港元，维持买入评级：**源于最新的盈利估算，我们给予公司 12 个月 7.63 港元的目标价，相对于其 14 年 12.71 港元的每股 NAV 折让 40%，相当于 15 年 7 倍的市盈率，上升潜力为 26.1%，维持为买入评级。

柯学锋

852-25321958

Michael.ke@firstshanghai.com.hk

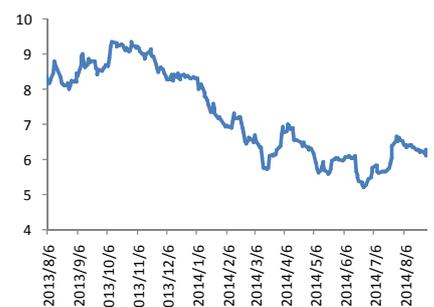
**主要数据**

行业	房地产
股价	6.05 港元
目标价	7.63 港元 (+26.1%)
股票代码	3383
已发行股本	34.82 亿股
市值	210.65 亿港元
52 周高/低	9.60/5.20 港元
每股资产净值	12.71 港元
主要股东	陈卓林 (63.25%)

**盈利摘要**

年结日: 31/12	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入(百万元)	29,892	35,436	39,810	44,508	50,201
变动(%)	30.3%	18.5%	12.3%	11.8%	12.8%
净利润(百万元)	5,000	4,827	4,835	5,226	5,961
核心净利润	4,868	4,696	4,704	5,096	5,830
变动(%)	20.6%	-3.5%	0.2%	8.3%	14.4%
每股收益(元)	1.45	1.40	1.40	1.51	1.73
变动(%)	21.2%	-3.5%	0.2%	8.3%	14.4%
市盈率(倍)	3.3	3.5	3.5	3.2	2.8
每股股息(元)	0.384	0.340	0.341	0.369	0.422
息率(%)	6.3%	5.6%	5.6%	6.1%	7.0%

**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
<b>收入</b>	<b>29,892</b>	<b>35,436</b>	<b>39,810</b>	<b>44,508</b>	<b>50,201</b>	<b>增长率 (%)</b>					
-物业销售	29,146	34,467	38,801	43,457	49,106	收入	30.28%	18.55%	12.34%	11.80%	12.79%
-其他	746	970	1,010	1,051	1,095	经营利润	-2.00%	-4.64%	1.06%	7.18%	12.58%
销售成本	-17,456	-22,822	-27,071	-30,711	-34,639	核心净利润	20.64%	-3.53%	0.17%	8.32%	14.42%
<b>毛利</b>	<b>12,436</b>	<b>12,615</b>	<b>12,739</b>	<b>13,798</b>	<b>15,562</b>	每股核心盈利	21.22%	-3.53%	0.17%	8.29%	14.39%
其他收入	165	131	0	0	0	<b>盈利分析 (%)</b>					
行政费用	-2,312	-2,939	-2,827	-3,160	-3,564	毛利率	41.60%	35.60%	32.00%	31.00%	31.00%
<b>经营利润</b>	<b>10,467</b>	<b>9,981</b>	<b>10,087</b>	<b>10,812</b>	<b>12,172</b>	经营利润	35.02%	28.17%	25.34%	24.29%	24.25%
利息支出	-46	488	488	488	488	净利润率	16.73%	13.62%	12.14%	11.74%	11.87%
联营公司收入						<b>其他 (%)</b>					
特殊项目						有效税率	51.13%	45.28%	46.00%	46.00%	46.00%
<b>税前利润</b>	<b>10,532</b>	<b>10,713</b>	<b>10,871</b>	<b>11,596</b>	<b>12,956</b>	派息比率	26.49%	24.32%	24.32%	24.37%	24.45%
税项	-5,385	-4,850	-5,001	-5,334	-5,960	ROE	17.92%	13.20%	10.95%	10.02%	9.72%
少数股东权益	-146	-1,035	-1,035	-1,035	-1,035	ROA	5.50%	4.21%	3.80%	3.72%	3.83%
<b>净利润</b>	<b>5,000</b>	<b>4,827</b>	<b>4,835</b>	<b>5,226</b>	<b>5,961</b>	流动比率(倍)	0.27	0.36	0.39	0.40	0.42
核心利润	4,868	4,696	4,704	5,096	5,830	利息覆盖率(倍)	226.10	-20.44	-20.66	-22.15	-24.93
派息	-1,069	-1,298	-1,176	-1,274	-1,458	<b>估值</b>					
<b>未分配利润</b>	<b>3,932</b>	<b>3,529</b>	<b>3,659</b>	<b>3,952</b>	<b>4,503</b>	PE (x)	3.34	3.46	3.46	3.20	2.81
<b>每股盈利 (元)</b>	<b>1.450</b>	<b>1.399</b>	<b>1.402</b>	<b>1.515</b>	<b>1.727</b>	P/B (x)	0.78	0.59	0.49	0.42	0.35
每股核心盈利	1.411	1.361	1.364	1.477	1.689	每股现金流 (倍)	26.33	-1.69	-5.20	-4.37	-3.50
<b>每股派息 (元)</b>	<b>0.384</b>	<b>0.340</b>	<b>0.341</b>	<b>0.369</b>	<b>0.422</b>	息率 (%)	6.34	5.62	5.63	6.09	6.97
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<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	2013E	2014E	2015E	2016E		2012	2013E	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	5,749	6,784	7,009	7,852	9,148	经营利润	10,467	9,981	10,087	10,812	12,172
应收账款	6,596	12,425	13,934	15,578	17,570	折旧	165	195	10	11	12
存货	44,661	56,475	63,446	70,933	80,006	营运资金变动	-4,038	-13,096	-5,895	-6,310	-7,515
其他流动资产	57	51	54	57	60	税项	-33	94	94	94	94
无形资产	61	57	57	57	57	其他	-6,079	-7,877	-8,295	-9,214	-10,326
其他长期资产	118	58	61	64	67	<b>经营现金流</b>	<b>635</b>	<b>-9,918</b>	<b>-3,216</b>	<b>-3,824</b>	<b>-4,779</b>
联营公司资产	24,623	26,016	28,423	30,860	33,541	资本开支	-1,967	-1,797	-2,231	-2,289	-2,353
固定资产	3,574	5,223	6,476	8,296	9,934	关联公司投资	-2	-80	0	0	0
<b>总资产</b>	<b>90,850</b>	<b>114,535</b>	<b>127,233</b>	<b>140,576</b>	<b>155,836</b>	其他	-966	-1,587	0	0	0
短期贷款	6,193	12,354	13,354	14,354	15,354	<b>投资现金流</b>	<b>-2,935</b>	<b>-3,464</b>	<b>-2,231</b>	<b>-2,289</b>	<b>-2,353</b>
应付账款	23,653	25,953	29,156	32,597	36,766	公允价值变动	240	40	40	40	40
其他流动负债	9,856	10,509	10,509	10,509	10,509	债务变动	0	0	#REF!	-120	-144
长期贷款	21,483	27,503	28,403	29,303	30,203	派息	-1,232	-1,155	-1,176	-1,274	-1,458
递延税项	1,753	1,649	1,649	1,649	1,649	其他	0	-178	0	0	0
其他固动资产	0	1	2	3	4	<b>融资现金流</b>	<b>3,433</b>	<b>14,511</b>	<b>5,766</b>	<b>7,049</b>	<b>8,522</b>
<b>总负债</b>	<b>62,938</b>	<b>77,968</b>	<b>83,071</b>	<b>88,412</b>	<b>94,481</b>	<b>现金变动</b>	<b>1,133</b>	<b>1,129</b>	<b>319</b>	<b>936</b>	<b>1,390</b>
<b>股东权益</b>	<b>27,912</b>	<b>36,567</b>	<b>44,161</b>	<b>52,164</b>	<b>61,354</b>	汇兑变动	33	-94	-94	-94	-94
少数股东权益	2,298	2,715	2,715	2,715	2,715	初期现金	4,583	5,749	6,784	7,009	7,852
<b>合计</b>	<b>90,850</b>	<b>114,535</b>	<b>127,233</b>	<b>140,576</b>	<b>155,836</b>	末期现金	5,749	6,784	7,009	7,852	9,148
<b>净负债率</b>	<b>78.56%</b>	<b>90.44%</b>	<b>78.68%</b>	<b>68.64%</b>	<b>59.34%</b>	调整					
<b>每股净资产(元)</b>	<b>7.81</b>	<b>10.23</b>	<b>12.35</b>	<b>14.59</b>	<b>17.16</b>	现金及现金等价物	5,749	6,784	7,009	7,852	9,148

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。