



Company Report: Evergrande (03333 HK)

公司报告: 恒大地产 (03333 HK)

中文版
Chinese version

Van Liu 刘斐凡
+86 755 2397 6672
liufeifan@gtjas.com

1 July 2015

While Debt is Huge, Diversification Strategy Faces Uncertainty, Maintain "Neutral"

极大的债务规模, 多元化有不确定性, 维持“中性”

- **Evergrande ("the Company") achieved 41.6% of its annual sales target in May.** Contracted sales recorded to RMB 62.36 billion during Jan.-May 2015. It also acquired a property company to improve its landbank portfolio. The Company posted -1.6% yoy decline in underlying EPS and missed our estimate by 14.8%.
- **We're concerned about the Company's liquidity given that less cash is generated from contracted sales and debt is huge.** In late 2014, the net gearing ratio increased 75.4 ppts YoY to 188.9%. The total debt amounted to RMB156.065 bn in 2014. Despite share placement completion and domestic corporate bond issue, we expect that the Company's financial difficulty unchanged. Given less cash generated from contracted sales and net gearing ratio reaching 136.8% in 2015, we're concerned about liquidity.
- **We think the Company's diversification strategy faces uncertainty.** New businesses focus on basic living needs and recorded a loss of approximately RMB2.37 bn in 2014. The Company could be unable to make further investment in new businesses due to its financial difficulty.
- **Maintain 'Neutral'.** Based on valuation and home sales rebound in the last few months, we revise up the Company's target price from HK\$3.66 to HK\$5.16, representing a 50% discount to the revised 2015E NAV of HK\$10.33 per share, 6.7x underlying 2015PE and 1.0x 2015PB. Huge land reserves in 3rd tier cities could become a risk. The new businesses still face uncertainty. Given the Company's huge debt, we're concerned about its liquidity. Therefore, we maintain our "Neutral" investment rating. Risks mainly include: (1) lower-than-expected home sales; (2) potential liquidity risk.
- **恒大地产 ("公司") 在 5 月完成了全年销售目标的 41.6%。** 2015 年 1-5 月合约销售录得人民币 623.6 亿元。公司收购地产公司以改善其土地储备结构。公司 2014 财年录得每股核心盈利同比下跌 1.6%，逊于我们预期 14.8%。
- **在合约回款减少和极大的债务规模背景下, 我们担心公司的流动性。** 2014 年末, 净负债率同比增长 75.4 个百分点到 188.9%。总体债务规模达到人民币 1,560.65 亿元。尽管配售已经完成并发行境内公司债券, 但我们预期公司资金困境并没有改变。因预期 2015 年合约销售中回款减少以及净负债率仍达到 136.8%, 我们担心其流动性。
- **我们认为公司的多元化战略存在不确定性。** 新业务聚焦生活的基本需求并于 2014 年录得亏损约为人民币 23.7 亿元。公司的资金困境也限制了公司在新业务上的进一步投入。
- **维持“中性”。** 基于估值和房屋销售在最近几个月的反弹, 我们将目标价从港币 3.66 元调高到 5.16 元, 新目标价分别对应每股估值港币 10.33 元有 50% 折让, 6.7 倍 2015 年市盈率 and 1.0 倍 2015 年市净率。巨大的三线城市土地储备可能是一个风险。新业务仍存在不确定性。巨大的债务规模也使得我们担心公司的流动性。因此, 我们维持公司“中性”投资评级。风险主要为: 1/ 低于预期的房屋销售; 2/ 潜在的流动性风险。

Rating:

Neutral
Maintained

评级:

中性 (维持)

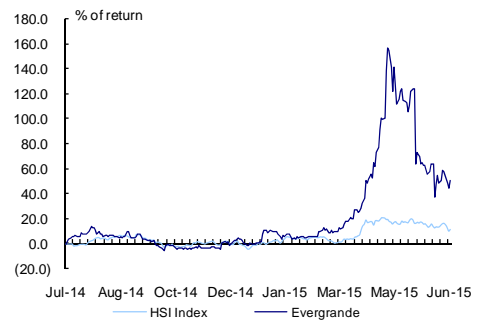
6-18m TP 目标价:
Revised from 原目标价:

HK\$5.16
HK\$3.66

Share price 股价:

HK\$4.630

Stock performance 股价表现



Change in Share Price 股价变动	1 M 1 个月	3 M 3 个月	1 Y 1 年
Abs. % 绝对变动 %	(13.3)	19.6	53.8
Rel. % to HS index 相对恒指变动 %	(8.4)	15.0	40.6
Avg. share price(HK\$) 平均股价 (港元)	4.8	5.5	3.8

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

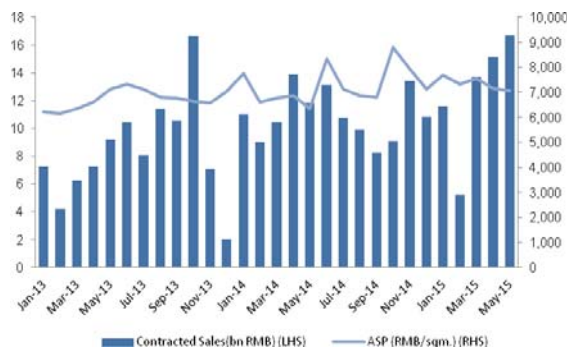
Year End 年结	Turnover 收入	Underlying Net Profit 核心股东净利	Underlying EPS 核心每股净利	Underlying EPS 核心每股净利变动	Underlying PER 核心市盈率	BPS 每股净资产	PBR 市净率	DPS 每股股息	Yield 股息率	ROE 净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2013A	93,672	9,724	0.603	37.6	6.1	3.040	1.2	0.397	10.8	29.0
2014A	111,398	8,808	0.593	(1.6)	6.2	3.463	1.1	0.425	11.6	25.3
2015F	130,231	9,386	0.612	3.2	6.0	4.208	0.9	0.429	11.7	22.5
2016F	140,963	9,876	0.632	3.2	5.8	4.401	0.8	0.411	11.2	19.6
2017F	153,126	10,074	0.645	2.0	5.7	4.794	0.8	0.402	11.0	17.6

Shares in issue (m) 总股数 (m)	15,619.4	Major shareholder 大股东	Hui Ka Yan 65.1%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	72,415.5	Free float (%) 自由流通比率 (%)	34.5
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	173,628.5	FY15 Net gearing (%) FY15 净负债/股东资金 (%)	136.8
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低	8.400 / 2.890	FY15 Est. NAV (HK\$) FY15 每股估值 (港元)	10.3

Source: the Company, Guotai Junan International.

公司完成了 **41.6%** 的 2015 年销售目标。公司于 2015 年 6 月 8 日公布了 2015 年 5 月份的未经审计运营数据。2015 年 1-5 月期间, 恒大地产录得人民币 623.6 亿元合约销售, 同比增长 10.9%。累计合约销售面积达到 852 万平方米, 同比增长 3.5%。2015 年 5 月销售均价为每平方米 7,062 港元, 同比上升 2.7%。

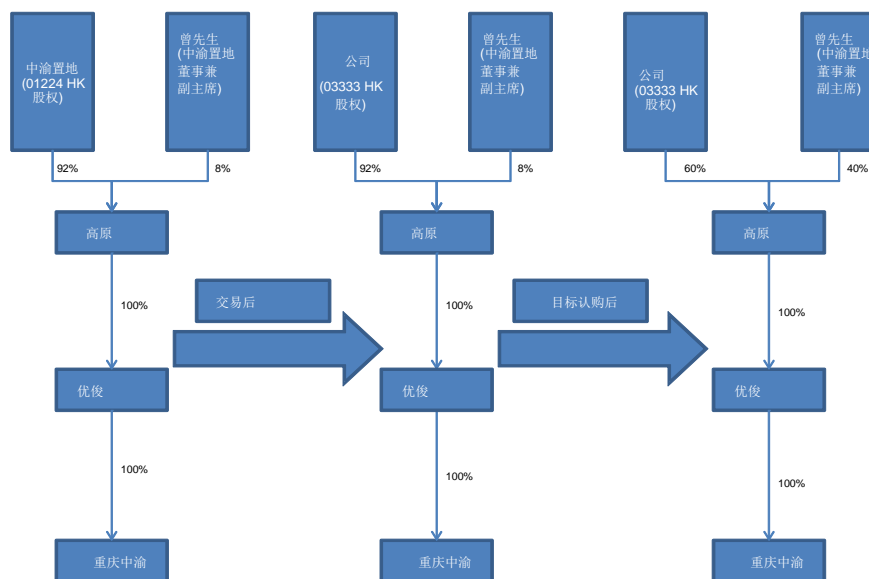
图-1: 恒大地产销售记录



资料来源: 公司、国泰君安国际。

收购了一家地产公司以改善土地储备结构。根据恒大地产 2015 年 6 月 2 日的公告, 公司同意在目标公司股份认购前收购高原(目标公司)的 92% 股权, 代价约为 69.685 亿港元。目标公司拥有重庆中渝物业发展有限公司(“重庆中渝”)的 100% 股权。重庆中渝专注于物业发展和投资, 已竣工和发展中项目的总楼面面积合计达 341 万平方米。另外, 目标公司跟中渝置地董事曾先生签有认购协议。中渝置地在本次交易前拥有目标公司 92% 股权。曾先生或其代名人将以 6.24 亿港元的代价认购目标公司 1,600 股股份。收购和股份认购后, 公司和曾先生将分别持有目标公司 60% 和 40% 股份。基于这次收购的隐含市盈率和市净率, 我们认为恒大地产的收购成本并不便宜。重庆中渝的土地储备主要位于重庆。这次收购将提高公司在 2 线城市的覆盖面, 令到土地储备结构改善。

图-2: 恒大地产的交易流程



资料来源: 公司、国泰君安国际。

表-1: 恒大地产的收购目标

	1Q2015	2014
收入 (百万港元)	168.0	2,766.4
净利润 (百万港元)	(13.4)	215.4
净资产 (百万港元)	7,302.3	7,356.0
收购成本 (百万港元)	n.a.	6,968.5
隐含市销率 (倍)	n.a.	4.2
隐含市盈率 (倍)	n.a.	53.9
隐含市净率 (倍)	n.a.	1.5

资料来源: 公司、国泰君安国际。

恒大地产公布了 2014 财年业绩, 每股核心盈利同比下跌 1.6%, 低于我们预期 14.8%。收入方面, 总收入同比增长 18.9%, 达到人民币 1113.98 亿元。另外, 包括矿泉水、粮油、乳制品等在内的其它业务录得了人民币 25.45 亿元。毛利润达人民币 317.84 亿元, 同比增长 15.0%。毛利率仍在下跌, 同比跌 1.0 个百分点到 28.5%。核心净利润同比跌 9.4% 至 88.08 亿港元, 低于预期。2014 年净负债率暴涨 75.4 个百分点至 188.9%。现金同比增 10.9% 至人民币 594.98 亿元。对于净负债率的上升, 由于合约销售的现金回款增速放缓, 公司不得不提高物业开发的负债和新业务投资。总负债同比大增 43.4%, 永久资本工具同比飙涨 111%。

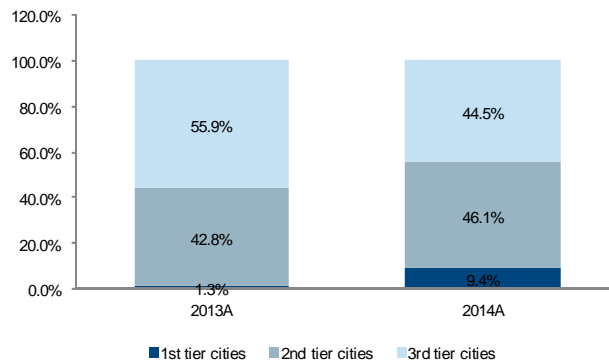
表-2: 恒大地产 2014 财年业绩汇总

人民币百万元	2013	2014	变动
总收入	93,672	111,398	18.9%
毛利润	27,649	31,784	15.0%
毛利率	29.5%	28.5%	-1.0 ppts
净利润 (包括税后投资物业公允价值收益)	12,612	12,604	-0.1%
净利润 (扣除税后投资物业公允价值收益)	9,724	8,808	-9.4%
净利率 (包括税后投资物业公允价值收益)	13.5%	11.3%	-2.1 ppts
净利率 (扣除税后投资物业公允价值收益)	10.4%	7.9%	-2.5 ppts
每股股息 (人民币分)	39.7	42.5	7.2%
每股核心盈利 (人民币分)	60.3	59.3	-1.6%
土地增值税	4,872	4,223	-13.3%
现金及受限制现金	53,653	59,498	10.9%
总资产	348,148	474,462	36.3%
库存物业	185,187	246,830	33.3%
预收客户垫款	39,000	47,348	21.4%
应付贸易账款及其它应付款项	99,895	123,673	23.8%
总负债	108,817	156,065	43.4%
股东权益	48,590	51,120	5.2%
净资产收益率	26.0%	24.7%	-1.3 ppts
净负债率	113.5%	188.9%	75.4 ppts

资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司超过了 2014 年销售目标。2014 年, 合约销售达到人民币 13.15 亿元, 同比增长 31.0%, 完成了 2014 年销售目标的 119.6%。合约销售面积达到 1,820 万平方米。2014 年销售均价为人民币 7,227 元, 同比下跌 7.0%。2015 年的销售目标和可售货值分别为人民币 1,500 亿元 (同比增长 25.0%) 和人民币 2,730 亿元。公司需要实现 54.9% 的去化率才能达到销售目标。在更加宽松的经济环境下, 公司管理层对市场的展望正面。房地产市场的整体去化率预计在 2015 年改善。因此, 基于充裕的可售货值, 我们相信公司的销售目标可以实现。然而, 合约销售的增长有可能继续下跌。

图-3: 恒大地产的合约销售分布



资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司在3线城市收购了较少地块。2014年,公司收购了1线城市的3个地块以及2线城市的10个项目,占总新购土地的76.5%,相当于比2013年增加了25%。管理层重申公司将持有其3线城市项目。然而,1线和2线城市拥有更多资源和更好的市政设施,公司将会选择一些靠近市中心的地块。2014年,公司在147个城市拥有305个项目。总楼面面积达到1.47亿平方米。3线城市的销售占公司总合约销售的44.5%,相当于比2013年下降了8.0个百分点。

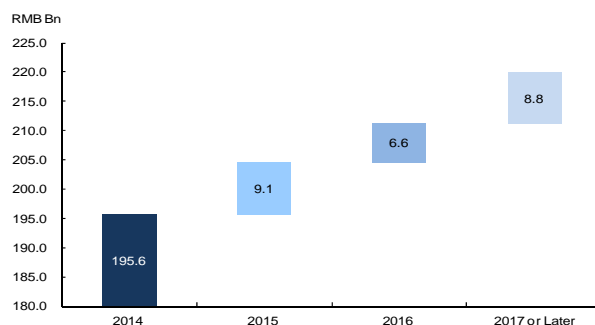
表-3: 恒大地产2014年的土地储备补充

项目名称	城市	占地面积 (平方米)	总建筑面积 (平方米)	土地储备面积 (平方米)	实际持股
北京恒大翡翠华庭	北京	46,011	263,091	263,091	100%
北京恒大名都	北京	35,000	174,310	174,310	100%
深圳华强北项目	深圳	10,423	121,536	121,536	100%
东莞恒大绿洲	东莞	69,955	252,178	252,178	100%
潮州恒大华府	潮州	245,369	767,535	767,535	55%
长沙恒大御景半岛	长沙	270,283	1,272,504	1,184,262	51%
太原恒大御景湾	太原	334,679	1,233,158	1,233,158	10%
南昌恒大帝景	南昌	88,492	228,081	228,081	100%
鹰潭恒大御景	鹰潭	96,706	221,071	221,071	100%
郑州恒大山水城	郑州	205,751	209,821	209,821	51%
宜昌恒大雅苑	宜昌	168,138	490,286	490,285	60%
兰州恒大名都	兰州	86,683	357,515	45,304	100%
大连恒大帝景	大连	152,704	314,040	314,040	100%
大连恒大御景湾	大连	28,400	126,517	126,517	60%
成都翡翠华庭	成都	45,924	222,132	222,132	100%
成都曹家巷恒大印象	成都	111,786	962,294	962,294	63%
长春恒大帝景	长春	199,970	527,489	527,489	100%
西安恒大帝景(二期)	西安	45,760	160,162	160,162	100%
新乡金碧天下(一期商业中心)	新乡	43,307	21,653	21,653	100%
长沙恒大绿洲二期	长沙	47,196	271,907	271,907	100%
曲靖恒大名都(住宅拓地)	昆明	15,425	40,376	40,376	100%
衡水恒大城(二期拓地)	衡水	69,598	369,791	369,791	70%
重庆恒大金碧天下三期	重庆	205,505	89,726	89,726	100%
石家庄恒大城(警苑项目)	石家庄	25,422	113,435	113,435	100%
合计		2,648,487	8,810,608	8,410,154	

资料来源: 公司、国泰君安国际。

2014年净负债率同比升75.4个百分点至188.9%，债务规模巨大。因此，我们担心恒大地产的流动性。公司支付了人民币1,956亿元土地成本。公司需要在2015年支付人民币91亿元，2016年支付人民币66亿元，2017年或以后支付人民币88亿元。2014年预收客户垫款比2013年底增加了21.4%。再者，公司2014年发行了永久资本工具筹集了人民币264亿元，用于在1线和2线城市收购更多地块，利率每年10%。虽然永久资本工具无到期日，但公司在偿还永久资本工具后需支付10%利息成本。另外，应付贸易账款和其它应付款项比2013年底上升了23.8%至人民币1,237亿元。总负债达人民币1,561亿元。2014年净负债率远高于上市同业80%的平均水平。公司从合约销售回笼的现金减少，但它从贷款和金融市场获得现金。采用这种方式来经营一个全国性地产公司或是不可持续的。公司需要改善销售回款，而不是从金融市场获得现金。因此，我们担心恒大地产的流动性。

图-4：恒大地产的补地价支付时间表



资料来源：公司。

股份配售和境内公司债发行也难以改变公司的财务困境。公司以每股5.67港元配售价配售了8.20亿股新股，募集了约46亿港元净现金。公司打算使用筹集款项偿还债务及作为公司一般营运资金。因此，这对公司收入和核心利润很难造成显著影响。我们估计股份配售有可能使得每股估值和每股核心盈利摊薄3.1%。随着债务的偿还，我们相信2015年净负债率将会从147.8%下降11.0个百分点至136.8%。尽管如此，净负债率的水平仍然很高。公司还于2015年6月17日宣布批准了人民币200亿元的境内公司债发行提案，计划首期发行人民币50亿元债券，年期5年，固定利率5.38%。首期公司债可助力降低公司财务成本。然而，跟公司2014年的巨大负债相比（达人民币1,560.65亿元），配股和发债的融资规模仍然太小。因此，配股和发债也难以改变公司的财务困境。

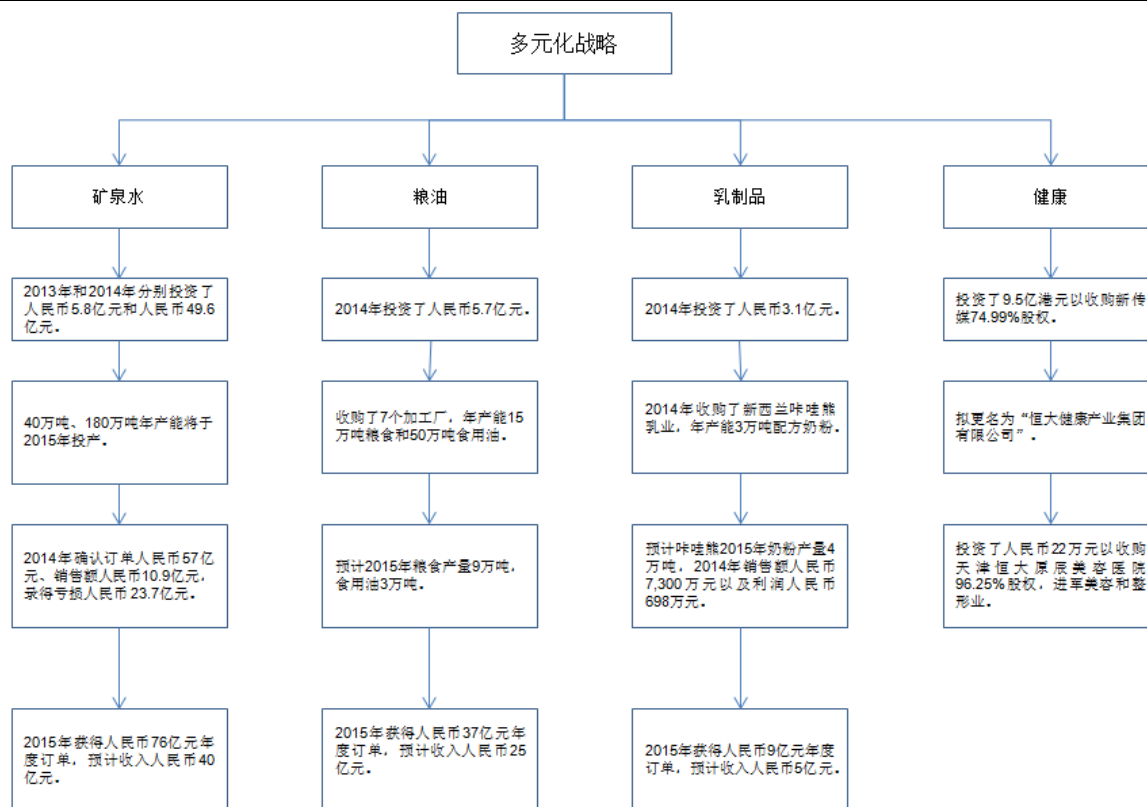
表-4：配股对恒大地产2015财年业绩的影响

	配股前	配股后	变动
许先生	68.7%	65.1%	-3.6ppts
总股数（百万）	14,799.4	15,619.4	5.5%
每股估值（港元）	10.7	10.3	-3.1%
核心利润（百万港元）	9,357.6	9,385.7	0.3%
每股核心盈利（摊薄）（港元）	0.632	0.612	-3.1%
净负债率	147.8%	136.8%	-11.0ppts

资料来源：公司、国泰君安国际。

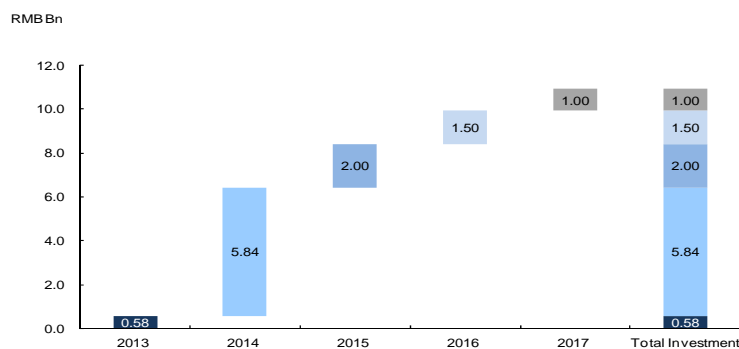
由于新业务表现不佳，我们认为在公司面临财务困境的情况下多元化战略存在不确定性。我们认为恒大地产的多元化战略聚焦人的基本需求（人的饮食与健康），包括矿泉水、粮油、乳制品和健康。按照公司的计划，2015-2017年总投资将达到人民币45亿元，矿泉水、粮油和乳制品都有可能在2017年后分拆，然后在香港上市。我们测算新业务2015年将录得人民币70亿元收入。然而，对照测算的2015年总收入（约人民币1,292.6亿元），新业务的贡献不显著。另外，2014年新业务录得约人民币23.7亿元亏损，表现不佳。公司的财务困境加上合约销售增速放慢将限制其在多元化业务的投资，对新业务的增速和盈利能力产生负面影响。因此，我们认为多元化战略存在不确定性。

图-5: 恒大地产的多元化战略



资料来源: 公司、国泰君安国际。

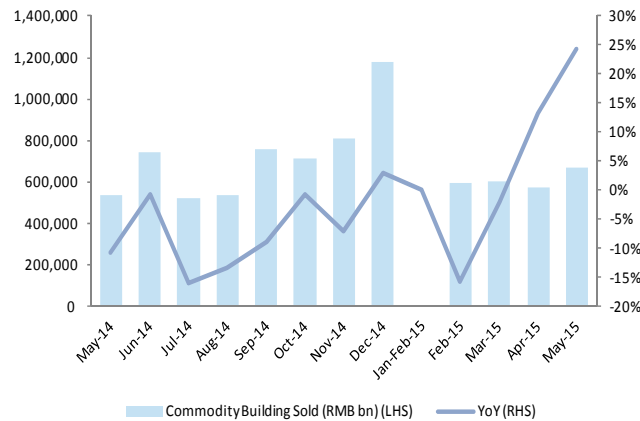
图-6: 恒大地产在新业务的现有投资和未来计划



资料来源: 公司、国泰君安国际。

宽松政策开始见效, 中国商品房销售反弹。根据 2015 年 3 月 30 日公布的房地产新政, 二套房按揭首付从 60% 降至 40%。2015 年 4 月 19 日, 中国人民银行再次降准。另外, 地方政府从 2015 年 4 月起推出了各种住房公积金优惠政策。2015 年 6 月 27 日, 中国人民银行宣布定向降低金融机构的存款准备金率, 同时下调一年期存贷款利率 25 个基点。从中国统计局提供的 2015 年 5 月全国房地产开发和销售数据中, 我们看到中国房地产市场强劲反弹。2015 年 1-5 月, 商品房累计销售面积达 359.96 百万平方米, 同比下跌 0.2%, 比 2015 年 1-4 月收窄了 4.6 个百分点。商品房累计销售额达到人民币 24,409 亿元, 同比升 3.1%, 比 2015 年 1-4 月增加了 6.2 个百分点。房地产销售受到改善型住房需求的支撑。

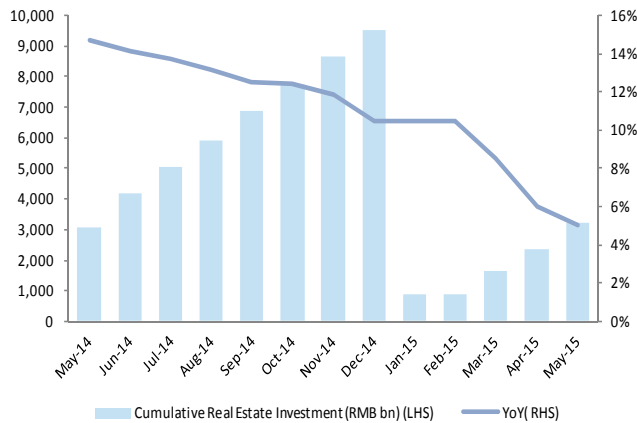
图-7: 中国房地产市场商品房销售额



资料来源: 中国统计局。

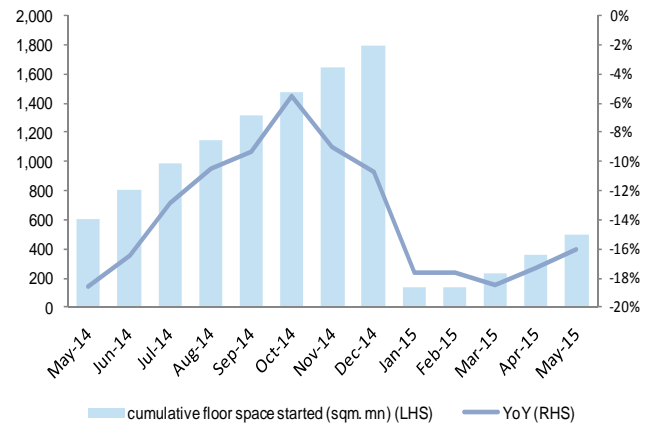
我们认为政府将会保持宽松的环境。2015年1-5月累计房地产投资增速仍比2015年1-4月的增速下滑了0.9个百分点。累计开工面积为356.56百万平方米，同比下跌16.0%。另外，商品房可售面积达到656.66百万平方米，同比增长23.0%。因此，中国房地产市场的景气度仍较低，去库存压力仍未改变。向前看，为了稳定中国经济和减轻去库存压力，我们认为未来将会推出更多宽松政策，如降息、降准、公积金优惠政策和住房抵押贷款资产支持证券（MBS）。政府将继续保持宽松的环境，从而支持房屋销售。

图-8: 中国房地产行业累计房地产投资



资料来源: 中国统计局。

图-9: 中国房地产行业累计开工面积



资料来源: 中国统计局。

我们预计分化的房地产市场可能会对恒大地产的估值带来负面影响。由于经济发展的结构不平衡、人口流动、去库存压力下的行业发展和刺激政策，房地产市场的表现分化。去库存压力在减轻，1线城市和部分2线城市的销售均价已经企稳，但3/4线城市仍未企稳。在分化的市场下，恒大地产位于3/4线城市的大量土地储备或许不能显著受益。随着土地和财务成本上升但销售均价稳定，房地产市场已经进入了“利润率挤压”时代。因此，利润率挤压加上大量3/4线城市的土地储备将对恒大地产的估值产生负面影响。

我们下调核心利润和上调净负债率。我们上调2016年和2017年收入以反映更宽松的环境和公司新业务的增长。然而，更高的土地成本但稳定的销售均价，新业务更高的销售管理费用以及跟巨大负债相关的财务成本有可能挤压利润率。核心利润随着永久资本工具的增加而减少。因此，我们下调2015-2016年核心利润3.3%和3.0%。由于公司发行了永久资本工具并持有巨额债务，加上核心利润下降，预计2015-2016年净负债率分别为136.8%和126.9%。

表-5: 利润预测调整

	新预测			旧预测			变动		
	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
总收入	130,231	140,963	153,126	114,072	128,506	n.a.	14.2%	9.7%	n.a.
毛利润	36,897	40,684	43,631	33,849	36,119	n.a.	9.0%	12.6%	n.a.
经营利润	30,228	30,614	32,498	30,354	32,498	n.a.	-0.4%	-5.8%	n.a.
净利润	12,784	12,891	12,626	14,778	15,681	n.a.	-13.5%	-17.8%	n.a.
核心利润	9,386	9,876	10,074	11,937	12,830	n.a.	-21.4%	-23.0%	n.a.
毛利率	28.3%	28.9%	28.5%	29.7%	28.1%	n.a.	-1.3ppts	0.8 ppts	n.a.
经营利润率	23.2%	21.7%	21.2%	26.6%	25.3%	n.a.	-3.4 ppts	-3.6 ppts	n.a.
净利率	9.8%	9.1%	8.2%	13.0%	12.2%	n.a.	-3.1 ppts	-3.1 ppts	n.a.
核心净利率	7.2%	7.0%	6.6%	10.5%	10.0%	n.a.	-3.3 ppts	-3.0 ppts	n.a.
净资产收益率	22.5%	19.6%	17.6%	25.5%	23.9%	n.a.	-3.0 ppts	-4.3 ppts	n.a.
已动用资本收益率	14.3%	14.1%	14.5%	18.5%	18.3%	n.a.	-4.2 ppts	-4.2 ppts	n.a.
资产收益率	6.4%	6.4%	6.5%	8.0%	7.5%	n.a.	-1.5 ppts	-1.2 ppts	n.a.
净负债率	136.8%	126.9%	109.0%	121.9%	121.5%	n.a.	14.9 ppts	5.4 ppts	n.a.

资料来源: 公司、国泰君安国际。

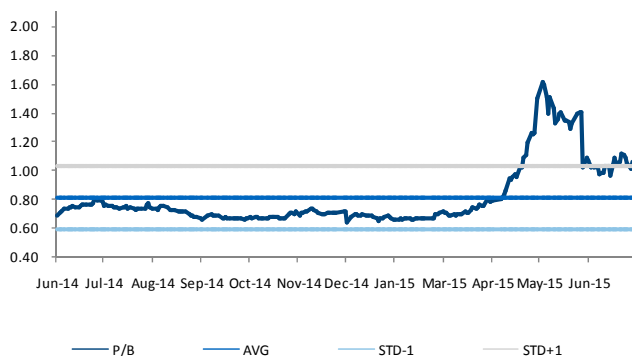
维持“中性”。2014年, 公司回笼的现金减少并产生了更多债务。我们仍然担心恒大地产的流动性。在3线城市的巨大土地储备或是一个好机会, 但如果公司不能加快3线城市的销售增速, 这也将是风险所在。我们还认为新业务仍面临不确定性。因此, 我们维持公司“中性”投资评级。由于估值和房屋销售在过去几个月反弹, 我们将公司目标价从3.66港元调高到5.16港元, 相当于较公司更新后的2015年每股估值10.33港元有50%折让, 6.7倍2015年核心市盈率和1.0倍2015年市净率。

表-6: 恒大地产2015年NAV构成

	每股估值		估值的%	总资产值的%
	(人民币百万元)	(百万港元)		
发展物业	249,036	315,235	20.57	199.2%
投资物业	14,331	18,141	1.18	11.5%
总资产值	263,367	333,376	21.75	210.6%
净负债	(138,336)	(175,109)	(11.43)	(1.1)%
估值	125,031	158,267	10.33	100.0%
每股估值	8.16	10.33		

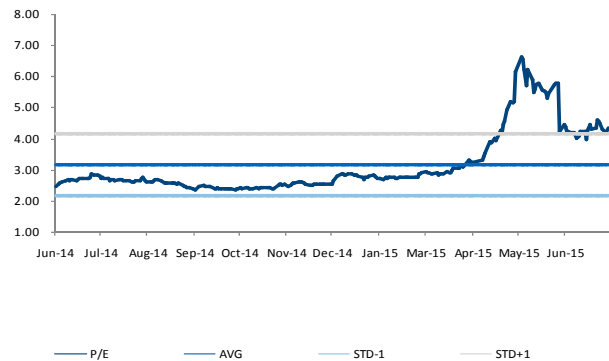
资料来源: 国泰君安国际。

图-10: 恒大地产历史市净率



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

图-11: 恒大地产历史市盈率



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

主要风险因素包括: 1/ 3/4 线城市的去库存压力使房屋销售低于预期。公司在3/4线城市拥有大量土地储备。3/4线城市房屋销售低于预期可能影响到公司的房屋销售。2/ 房屋销售和新业务的表现不佳有可能带来流动性风险。房屋销售增长放慢将减少现金回款。若新业务表现不好, 公司的资金缺口将会扩大。因此, 新业务的表现不佳有可能导致流动性风险。

同业比较

公司名称	股票代码	市值 (百万港元)	收市价港元	市盈率			市净率			股息率%	ROE	EV/EBITDA
				2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F			
主要收入来自内地的香港上市大型开发商												
中国海外发展	00688 HK	269,686.9	27.350	9.9	8.6	7.5	1.7	1.4	1.2	2.0	19.2	9.6
恒大地产	03333 HK	72,415.5	4.630	5.8	9.0	7.7	0.8	0.6	0.6	5.5	15.9	9.1
华润置地	01109 HK	174,313.1	25.150	13.0	11.7	10.1	1.6	1.3	1.2	2.0	12.6	11.1
金隅股份-H 股	02009 HK	63,108.3	7.850	9.8	12.2	10.2	1.0	0.9	0.8	1.1	10.8	12.7
碧桂园	02007 HK	77,025.1	3.410	5.4	5.7	5.1	1.0	0.9	0.8	6.5	19.6	6.4
龙湖地产	00960 HK	71,897.3	12.340	8.1	7.5	6.7	1.2	1.0	0.9	2.4	16.6	7.8
雅居乐地产	03383 HK	20,447.0	5.220	3.7	4.3	4.2	0.4	0.4	0.4	6.7	12.5	5.7
SOHO 中国	00410 HK	26,257.6	5.050	9.6	23.4	22.7	0.5	0.5	0.5	6.3	6.4	8.3
世茂房地产	00813 HK	53,130.3	15.300	5.0	4.9	4.4	0.9	0.8	0.7	6.1	18.7	6.4
富力地产-H 股	02777 HK	30,644.7	9.510	4.7	4.5	4.1	0.6	0.6	0.5	6.8	14.5	7.1
远洋地产	03377 HK	44,115.2	5.860	9.8	8.9	7.9	0.8	0.8	0.7	4.0	8.7	9.0
保利置业集团	00119 HK	13,730.8	3.750	7.1	13.5	10.9	0.4	0.4	0.4	4.6	6.5	9.8
方兴地产	00817 HK	29,559.2	2.770	8.1	7.7	6.9	0.7	0.7	0.6	3.7	9.3	8.0
瑞安房地产	00272 HK	17,658.6	2.200	22.0	46.4	14.0	0.3	0.3	0.3	2.4	1.7	18.7
新世界中国	00917 HK	39,791.6	4.580	10.2	11.5	10.0	0.7	0.7	0.6	1.5	7.7	10.2
合景泰富	01813 HK	19,276.7	6.540	5.3	4.9	4.2	0.8	0.7	0.6	5.7	15.1	8.4
越秀地产	00123 HK	20,958.2	1.690	8.1	9.5	8.1	0.6	0.6	0.5	4.7	7.1	9.2
深圳控股	00604 HK	28,050.0	3.800	13.8	8.5	7.6	0.7	0.7	0.7	3.9	7.4	n.a.
合生创展集团	00754 HK	17,531.6	7.820	14.0	18.6	14.0	n.a.	0.3	0.3	-	2.5	n.a.
北京北辰-H 股	00588 HK	28,218.1	3.750	10.0	12.5	10.8	n.a.	0.7	0.7	n.a.	n.a.	n.a.
越秀房产信托基金	00405 HK	12,021.2	4.270	29.5	23.9	24.4	0.8	0.7	0.8	6.7	2.8	21.1
中海外宏洋	00081 HK	8,969.2	3.930	4.8	4.7	3.8	0.7	0.6	0.6	1.9	14.7	5.8
绿城中国	03900 HK	21,397.6	9.900	5.1	5.5	5.1	0.6	0.6	0.6	3.9	12.7	9.8
万科企业-H 股	02202 HK	201,307.6	19.080	9.7	9.0	7.7	1.9	1.7	1.5	3.1	20.4	6.7
万达商业-H 股	03699 HK	282,280.1	62.350	14.2	11.8	9.3	1.4	1.3	1.2	1.4	13.9	7.7
首创置业-H 股	02868 HK	12,086.6	5.960	6.3	5.1	3.8	n.a.	0.8	0.7	4.8	15.7	n.a.
中值				8.8	9.0	7.7	0.8	0.7	0.7	3.9	12.6	8.7
简单平均				9.7	11.3	8.9	0.9	0.8	0.7	3.9	11.7	9.5
加权平均				10.3	10.2	8.4	1.3	1.1	1.0	3.0	14.6	8.3
主要收入来自内地的香港上市中小型开发商												
当代置业	01107 HK	2,446.4	1.390	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
宝龙地产	01238 HK	6,875.4	1.720	5.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.8	7.1	n.a.
中国奥园	03883 HK	4,732.5	1.700	4.4	4.1	3.4	0.5	0.4	0.4	4.4	11.0	n.a.
中渝置地	01224 HK	4,891.7	1.890	n.a.	7.6	7.9	n.a.	0.3	0.3	n.a.	5.1	n.a.
花样年控股	01777 HK	7,715.9	1.340	6.0	4.9	4.1	0.6	0.5	0.5	3.4	11.7	8.3
禹洲地产	01628 HK	7,593.8	1.990	3.5	4.4	3.4	0.7	0.6	0.5	7.2	20.4	4.7
建业地产	00832 HK	5,369.2	2.200	3.8	3.7	3.0	0.6	0.6	0.5	7.8	16.9	3.0
中骏置业	01966 HK	6,299.9	1.840	n.a.	5.1	4.2	n.a.	0.6	0.5	n.a.	n.a.	n.a.
莱蒙国际	03688 HK	4,446.6	3.780	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
力高地产	01622 HK	8,480.0	5.300	17.7	15.4	11.6	n.a.	3.3	2.6	1.6	23.0	n.a.
众安房产	00672 HK	2,395.6	1.020	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
佳兆业集团	01638 HK	8,011.3	1.560	2.4	2.2	1.8	0.3	0.3	0.2	8.8	18.4	6.2
恒盛地产	00845 HK	9,429.1	1.210	6.8	9.7	24.2	0.4	0.5	0.5	0.0	n.a.	15.0
中值				4.7	4.9	4.1	0.5	0.5	0.5	4.1	14.3	6.2
简单平均				6.2	6.3	7.1	0.5	0.8	0.7	4.6	14.2	7.4
加权平均				4.9	5.3	6.3	0.3	0.7	0.6	3.2	10.2	3.9

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。注: 上述盈利预测基于截至2015年6月30日的市场预期。

财务报表和比率

损益表					
Year End Dec (RMB m)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Total revenue	93,672	111,398	130,231	140,963	153,126
Sales of properties	92,235	107,450	120,836	128,091	136,834
Other Income	1,437	3,948	9,395	12,872	16,292
Cost of Sales	(66,023)	(79,615)	(93,334)	(100,279)	(109,495)
Gross Profit	27,649	31,784	36,897	40,684	43,631
- Fair value gains on investment properties	5,815	9,393	8,454	7,608	6,847
- Selling and marketing costs	(4,310)	(9,154)	(10,984)	(13,181)	(13,062)
- Administrative expenses	(3,472)	(4,038)	(4,846)	(5,331)	(5,864)
- Others	(638)	568	708	833	946
Operating profit	25,044	28,553	30,228	30,614	32,498
- Others	0	3,758	3,382	2,706	2,165
- Finance income/(costs), net	353	(1,015)	(1,702)	(687)	(684)
- Shares of JV	0	(104)	(104)	(104)	(104)
Profit before income tax	25,396	31,191	31,804	32,528	33,875
- Income tax expense	(11,687)	(13,175)	(12,602)	(12,790)	(13,531)
Profit for the period	13,709	18,016	19,201	19,738	20,344
Profit attributable to					
- Shareholders	12,612	12,604	12,784	12,891	12,626
- Shareholders (Underlying Profit)	9,724	8,808	9,386	9,876	10,074
- Perpetual capital instruments	657	4,339	5,640	5,922	5,804
- Minority interest	441	1,073	777	924	1,914
Basic EPS (RMB)	0.789	0.854	0.861	0.825	0.808
Underlying EPS (RMB)	0.603	0.593	0.612	0.632	0.645
DPS (RMB)	0.397	0.425	0.429	0.411	0.402
Dividend payout ratio	50.3%	49.8%	49.8%	49.8%	49.8%

资产负债表					
As at 31 Dec (RMB m)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Property, plant and equipment	11,378	15,504	17,055	17,907	17,549
Land use rights	2,796	3,388	3,727	4,025	4,226
Investment property	36,039	61,857	63,712	65,624	64,311
Other current assets	8,557	10,063	10,155	10,100	10,069
Total non-current assets	58,770	90,812	94,649	97,656	96,156
Properties under development	160,544	210,793	211,760	220,780	229,585
Completed properties held for sale	24,289	35,682	38,537	41,620	44,950
Restricted cash	13,535	29,651	26,686	28,021	29,422
Cash and cash equivalents	40,118	29,847	28,288	29,423	40,897
Trade and other receivables	9,512	16,027	17,630	18,511	17,586
Other non-current assets	41,381	61,649	52,301	44,890	39,035
Total current assets	289,378	383,650	375,201	383,245	401,474
Total assets	348,148	474,462	469,850	480,901	497,630
Advanced proceeds received from customers	39,000	47,348	53,503	60,459	68,318
Trade and other payables	99,895	123,673	111,306	100,175	90,158
Bank borrowings	35,796	79,663	71,697	73,848	77,540
Other current liabilities	13,506	17,553	19,308	21,239	23,363
Total current liabilities	188,198	268,237	255,814	255,720	259,379
Borrowings	73,021	76,401	68,761	70,824	74,365
Deferred income tax liabilities	6,716	10,271	11,298	12,428	13,670
Other payable	870	7,175	6,816	6,476	6,152
Total non-current liabilities	80,608	93,847	86,875	89,727	94,187
Total liabilities	268,806	362,084	342,689	345,448	353,566
Total common equity	48,590	51,120	62,483	68,742	74,872
Minority interest	5,729	8,406	9,183	10,107	12,021
Perpetual capital instruments	25,024	52,852	55,495	56,605	57,171
Total equity & liabilities	348,148	474,462	469,850	480,901	497,630

资料来源: 公司、国泰君安国际。

现金流量表					
Year End Dec (RMB m)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Profit for the period	13,709	18,016	19,201	19,738	20,344
- Adjustments for:					
Income tax expenses	11,687	13,175	12,602	12,790	13,531
D&A	1,027	1,136	1,253	1,379	1,517
Others	(6,440)	(13,340)	(10,767)	(10,263)	(8,944)
After above adjustments:	19,983	18,988	22,290	23,644	26,448
Changes in working capital:	(45,178)	(43,089)	5,050	(4,394)	(5,669)
Net cash from operations	(25,195)	(24,101)	27,340	19,250	20,779
Tax paid	(5,850)	(7,306)	(7,662)	(7,957)	(8,283)
Interest paid	(7,827)	(14,077)	(14,046)	(13,744)	(13,671)
Net cash from operating activities	(38,871)	(45,485)	5,632	(2,452)	(1,176)
Purchase of PPE	(11,782)	(8,427)	(1,550)	(853)	358
Other investing cash flow	(1,353)	(3,964)	1,757	2,078	2,330
Cash flow from investments	(13,134)	(12,391)	206	1,225	2,688
Debt raised/(repaid)	48,905	60,895	(15,606)	4,214	7,234
Dividends paid to shareholders	(2,292)	(6,338)	(6,273)	(6,363)	(6,416)
Other financing cash flow	27,799	(6,959)	14,476	4,506	9,138
Cash flow from financing	74,412	47,598	(7,403)	2,357	9,956
Total cash flow	22,406	(10,277)	(1,565)	1,130	11,468
Beginning Cash Balance	17,790	40,118	29,847	28,288	29,423
Exchange losses on cash equivalents	(78)	5	5	5	5
Ending Cash Balance	40,118	29,847	28,288	29,423	40,897

比率					
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
ROE	29.0%	25.3%	22.5%	19.6%	17.6%
ROCE	23.7%	16.6%	14.3%	14.1%	14.5%
ROA	7.2%	6.0%	6.4%	6.4%	6.5%
Net Gearing Ratio	113.5%	188.9%	136.8%	126.9%	109.0%
Debt to Equity Ratio	224.0%	305.3%	224.8%	210.5%	202.9%

估值					
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Underlying P/E (Diluted) (x)	6.07	6.17	5.97	5.78	5.67
P/E (Basic) (x)	4.63	4.28	4.25	4.43	4.52
P/E (Diluted) (x)	4.68	4.31	4.39	4.43	4.52
P/B (x)	1.20	1.06	0.87	0.83	0.76
Dividend Yield (%)	10.84	11.62	11.72	11.23	11.00

利润率					
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Gross Margin	29.5%	28.5%	28.3%	28.9%	28.5%
Operating Profit Margin	26.7%	25.6%	23.2%	21.7%	21.2%
Underlying Net Profit Margin	10.4%	7.9%	7.2%	7.0%	6.6%
EBITDA Margin	27.8%	29.9%	26.7%	24.5%	23.6%
EBIT Margin	26.7%	28.9%	25.7%	23.6%	22.6%

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除中国全通(控股)有限公司(00633)、广深铁路股份有限公司-H股(00525)、国泰君安国际控股有限公司(01788)及滨海投资有限公司(02886)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的一些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用 情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2015 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk