

买入 (维持)

00817.HK 中国金茂

港股通 (沪、深)

目标价: 7.20 港元

现价: 4.61 港元

“混改”东风已至, 加速迈向行业第一梯队

2018年02月13日

预期升幅: 56%

主要财务指标

市场数据

日期	2018.02.13
收盘价(港元)	4.61
总股本(亿股)	115.77
总市值(亿港元)	532.53
股东净资产(亿元)	289.88
总资产(亿元)	1669.04
每股净资产(港元)	3.41

数据来源: Wind

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27,304	38,137	47,944	61,580
同比增长(%)	53.6	39.7	25.7	28.4
核心净利润(百万元)	2,069	3,845	4,895	6,261
同比增长(%)	-10.4	85.8	27.3	27.9
毛利率(%)	37.4	35.5	35.4	35.1
核心净利润率(%)	7.6	10.1	10.2	10.2
净资产收益率(%)	8.7	12.3	14.3	16.5
每股核心收益(分)	19	36	46	59
每股股息(港仙)	9	17	22	28

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《万事俱备, 只欠“混改”东风》
20171107 跟踪报告
《十年上市磨一剑, 从今开启新征程》
20170809 跟踪报告
《6月份合约销售放量超预期》
20170709 跟踪报告
《管理层增持助推价值实现》
20170628 跟踪报告
《合约销售保持较高增速, 土地一级开发开始推地》
20170607 跟踪报告
《储备充足, 期待业绩绽放》
20170331 跟踪报告

海外房地产研究

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 宋健

songjian@xyzq.com.cn

SAC: S0190518010002

投资要点

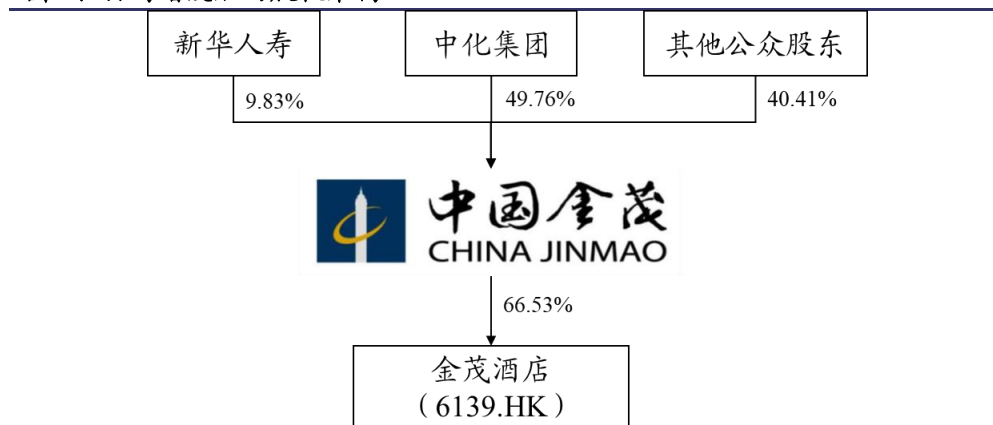
- **维持买入评级, 提升目标价至 7.20 港元:** 我们认为中国金茂处在业绩爆发的前夜, 1) 借助“混改”东风, 公司管理机制理顺, 从高层到基层员工, 都有完善的激励制度, 都将受益于整体业绩提升; 2) 公司土地储备充足, 且位于核心一、二线城市, 产品经过多年打磨, 成功打造“金茂府”品牌, 销售溢价有保障, 预计公司 2018-2020 合约销售将保持 40% 以上的年复合增长, 规模达到行业第一梯队; 3) 在整体流动性偏紧的情况下, 中小地产公司的生存空间被压缩, 中国金茂多元化的融资渠道和较低的融资成本将使公司在未来行业的整合过程中保持龙头地位; 4) 公司保持丰厚的派息, 派息比例达到核心净利润的 40%, 股息收益约 5%。我们**维持中国金茂的“买入”评级, 提升目标价至 7.20 港元**, 相当于 NAV 折让 25%, 相当于 2018/2019 年的 13 和 10 倍 PE, 较现价有 56% 的上升空间。
- **多元化的融资渠道, 远低于行业平均水平的融资成本:** 央行 1 月份信贷数据显示, 新增人民币贷款规模创历史新高, 但新增社会融资规模同比大幅缩水, 这种结构转变显示表外融资需求向表内转移, 对融资成本高且渠道有限的小型地产公司将产生巨大的负面影响。背靠实力雄厚的中化集团, 中国金茂有多元化的融资渠道(境内绿色公司债、境外美元债、永续债等), 远低于行业平均水平的融资成本, 在未来的行业整合中将保持龙头地位。三大国际评级公司穆迪、标普和惠誉给中国金茂的评级为 Baa3/BBB-/BBB-, 公司的平均融资成本仅为 4.59%, 与行业内其他公司相比优势明显。
- **1 月销售大幅提升, 2018 年向千亿冲击:** 公司 1 月份合约销售金额和面积分别为 166.5 亿元和 37.8 万平方米, 同比均有大幅提升, 公司另外有 151 亿元的已售未签约的合约销售, 预计 2 月份确认, 将继续保持高速增长。公司在 2017 年实现合约销售金额 593 亿元, 同比增长 42.8%, 2013-2017 年的年复合增速达到 34.8%。公司 2018 年可售货值充足, 全年有望冲击千亿销售规模, 中短期目标到 2020 年达到 2000 亿的销售规模, 年复合增速超过 40%。



报告正文

- **“混改”东风已至：**公司在2018年1月13日以每股3.7港元配售约9亿股，占扩大后已发行股本约7.78%，公司通过配售获得现金33.3亿港元。在此次配售中，公司的第二大股东继续增持，保持在增发后的持股比例为9.83%。公司通过此次配售引入了嘉里集团，并将控股股东中化集团的持股比例摊薄至50%以内。公司一直推动的进一步“混改”正逐步实现，对于释放企业活力，激发公司员工积极性有重要意义。

图 1、公司增发后的股权架构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **机制理顺，期待业绩爆发：**根据公司公告，公司执行董事及主要管理层以自有资金在公开市场累计购入公司7438.8万股普通股，平均价为3.8794港元，累计耗资2.89亿港元。公司执行董事及管理层大量增持公司股票凸显了对公司发展的信心。目前公司有非常完善的多层次的激励机制，包括2016年底对主要管理层授出的股权激励，项目层面的跟投机制，以及本次的管理层增持，公司从上层管理层到基层员工，都可以充分享受公司业绩提升带来的激励。

图 2、完善的激励机制

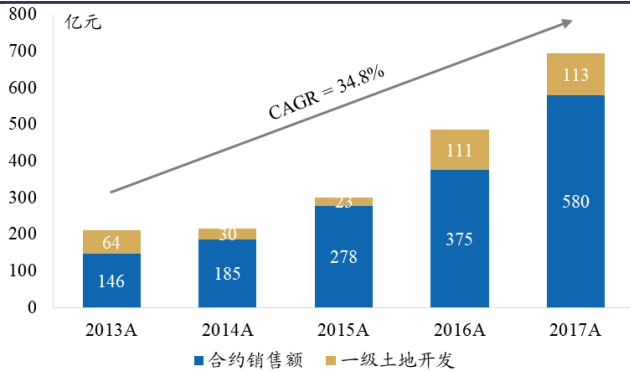


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **1月销售大幅提升，2018年向千亿冲击：**公司1月份合约销售金额和面积分别为166.5亿元和37.8万平米，同比均有大幅提升，公司另外有151亿元的已售未签约的合约销售，预计2月份确认，将继续保持高速增长。公司在2017年实现合约销售金额593亿元，同比增长42.8%，2013-2017年的年复合增速达到34.8%。公司2018年可售货值充足，全年有望冲击千亿销售规模，中短

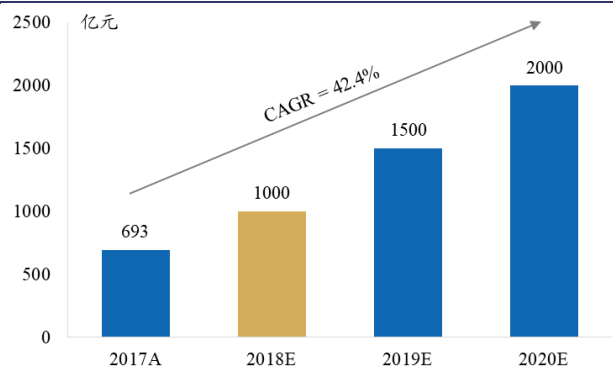
期目标到 2020 年达到 2000 亿的销售规模，年复合增速超过 40%。

图 3、累计合约销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

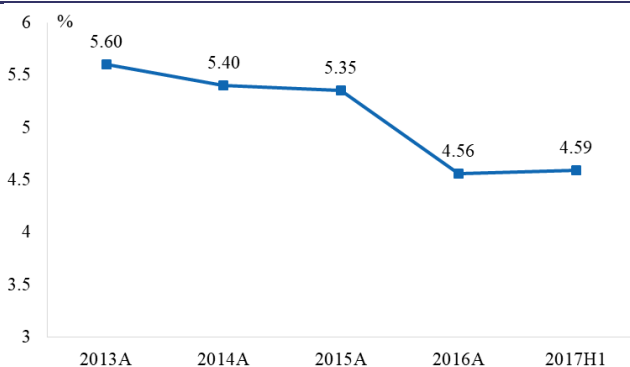
图 4、公司中短期目标



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

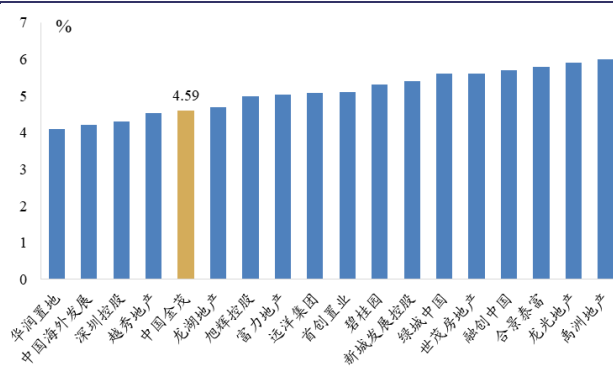
- 积极拿地，土地储备优质且丰富：**公司近年来积极拿地，分别于 2016 和 2017 年获取 15 和 35 个新项目，总建筑面积达到 285 和 880 万平方米，公司权益建筑面积分别达到 160 和 500 万平方米，累计增加货值超过 3000 亿。目前公司总的货值充足，并且城市分布更完善，覆盖了四大一线及核心二线城市，可确保公司冲击更高的销售规模。公司在土地获取上的能力尤为突出，土地一级开发业务模式将成为公司未来土地拓展的利器，在长沙梅溪湖和南京青龙山项目的基础上，公司未来将会有 6 个新的土地一级开发项目，且均位于热点的二线城市。
- 多元化的融资渠道，远低于行业平均水平的融资成本：**央行 1 月份信贷数据显示，新增人民币贷款规模创历史新高，但新增社会融资规模同比大幅缩水，这种结构转变显示表外融资需求向表内转移，对融资成本高且渠道有限的小型地产公司将产生巨大的负面影响。背靠实力雄厚的中化集团，中国金茂有多元化的融资渠道（境内绿色公司债、境外美元债、永续债等），**远低于行业平均水平的融资成本**，在未来的行业整合中将保持龙头地位。三大国际评级公司穆迪、标普和惠誉给中国金茂的评级为 Baa3/BBB-/BBB-，公司的平均融资成本仅为 **4.59%**，与行业内其他公司相比优势明显。

图 5、公司历年平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、行业融资成本对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- 维持买入评级，提升目标价至 7.20 港元：**我们认为中国金茂目前处在业绩爆发的前夜，1) 借助“混改”东风，公司管理机制理顺，从公司高级管理层到基层员工，都有完善的激励制度，都将受益于整体业绩提升；2) 公司土地储

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

备充足，且位于核心一、二线城市，产品经过多年打磨，成功打造“金茂府”品牌，销售溢价有保障，预计公司 2018-2020 合约销售将保持 40% 以上的年复合增长，规模达到行业第一梯队；3) 在整体流动性偏紧的情况下，中小地产公司的生存空间被压缩，中国金茂多元化的融资渠道和较低的融资成本将使公司在未来行业的整合过程中保持龙头地位；4) 公司保持丰厚的派息，派息比例达到核心净利润的 40%，股息收益约 5%。我们**维持中国金茂的“买入”评级，提升目标价至 7.20 港元**，相当于 NAV 折让 25%，相当于 2018/2019 年的 13 和 10 倍 PE，较现价有 56% 的上升空间。

- **风险提示：**宏观经济增长放缓、行业限制政策加严、公司销售不及预期、土地一级开发出让土地不及预期。

附表

资产负债表				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	86,283	96,203	108,114	122,904
货币资金	18,046	18,404	17,663	14,680
发展中物业	15,990	0	0	0
应收账款	6,446	8,359	10,508	13,497
其他流动资产	29,025	29,025	29,025	29,025
存货	16,775	40,415	50,917	65,702
非流动资产	79,979	81,654	83,280	84,857
物业、厂房及设备	10,812	12,488	14,113	15,690
无形资产	29	29	29	29
投资物业	22,029	22,029	22,029	22,029
发展中物业	38,635	38,635	38,635	38,635
其他非流动资产	7,109	7,109	7,109	7,109
递延税项资产	1,364	1,364	1,364	1,364
资产总计	166,261	177,858	191,393	207,761
流动负债	71,382	76,523	82,524	89,952
短期借款	12,944	15,444	17,944	20,444
应付账款	10,831	13,472	16,972	21,901
其他流动负债	42,147	42,147	42,147	42,147
应付税项	5,461	5,461	5,461	5,461
非流动负债	39,778	42,278	44,778	47,278
长期借款	34,981	37,481	39,981	42,481
递延所得税负债	4,797	4,797	4,797	4,797
负债合计	111,160	118,801	127,302	137,230
股本	17692	17692	17692	17692
储备	11296	13603	16540	20297
永续可换股证券	2638	2638	2638	2638
少数股东权益	24118	25766	27864	30547
股东权益合计	55744	59699	64734	71174
负债及权益合计	166,904	178,500	192,036	208,404
现金流量表				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
税前利润	8291	9156	11655	14907
折旧和摊销	346	324	375	423
公允价值变动损失	-782	0	0	0
财务费用	729	882	931	952
所得税开支	-2911	-3662	-4662	-5963
营运资金的变动	-6929	-5282	-7422	-11078
经营活动产生现金流量	-1139	1418	877	-759
投资活动产生现金流量	-314	-2000	-2000	-2001
融资活动产生现金流量	8451	941	382	-223
现金净变动	6998	359	-741	-2983
现金的期初余额	10997	18046	18404	17663
现金的期末余额	18,046	18,404	17,663	14,680

利润表				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	27,304	38,137	47,944	61,580
营业成本	17,099	24,586	30,975	39,969
其它收益	1,493	540	651	645
销售费用	805	1,525	1,918	2,463
管理费用	1,562	2,288	2,877	3,695
营业利润	9,331	10,278	12,826	16,098
财务费用	729	882	931	952
其它经营开支	240	240	240	240
投资收益	-72	0	0	0
税前盈利	8,291	9,156	11,655	14,907
所得税	3717	3662	4662	5963
税后盈利	4,574	5,493	6,993	8,944
少数股东损益	2,038	1,648	2,098	2,683
归属母公司净利润	2,536	3,845	4,895	6,261
核心 EPS(元)	0.19	0.36	0.46	0.59

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性(%)				
营业收入增长率	53.6	39.7	25.7	28.4
营业利润增长率	32.6	10.1	24.8	25.5
净利润增长率	-10.4	85.8	27.3	27.9
盈利能力(%)				
毛利率	37.4	35.5	35.4	35.1
净利率	7.6	10.1	10.2	10.2
ROE	8.7	12.3	14.3	16.5
偿债能力(%)				
净净资产负债率	49.4	53.9	58.6	64.5
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.6
营运能力(次)				
资产周转率	16.4	21.4	25.0	29.5
应收帐款周转率	4.2	4.6	4.6	4.6
每股资料(元)				
每股收益	0.19	0.36	0.46	0.59
每股净资产	2.72	2.93	3.21	3.56
估值比率(倍)				
PE	18.2	9.8	7.7	6.0
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公司、五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、航蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司和民信国际控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿

将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
姓名		办公电话	邮箱	姓名	办公电话
盛英君		021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411
顾超		021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915
王立维		021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618
姚丹丹		021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716
				胡岩	021-38565982
				曹静婷	021-68982274
				卢俊	021-68982297
				张馨月	13167227339

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层(200135) 传真: 021-68583167

上海地区销售经理

北京地区销售经理					
姓名		办公电话	邮箱	姓名	办公电话
郑小平		010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏蔚	010-66290190
肖霞		010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197
袁博		15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	刘晓洲	010-66290220
陈姝宏		15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190
				陈杨	010-66290197
				王文凯	010-66290197

地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605(100033) 传真: 010-66290220

深圳地区销售经理

国际机构销售经理					
姓名		办公电话	邮箱	姓名	办公电话
朱元斌		0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217
李昇		0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027
王维宇		0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620
张晓卓		13724383669	zhangxiaozhuo@xyzq.com.cn		

地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017

国际机构销售经理

香港机构销售服务团队					
姓名		办公电话	邮箱	姓名	办公电话
刘易容		021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450
张珍岚		0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439
马青岚		021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269
申胜雄		021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472
俞晓琦		021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273
王奇		14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn		

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层(200135) 传真: 021-68583167

港股机构销售服务团队

机构销售负责人					
姓名		办公电话	邮箱	姓名	办公电话
王文洲		18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	丁先树	18688759155
晁启濛 Evan		(852) 67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066
钟骏 Stephen		(852) 53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	段濛濛	13823242912
张蔚瑜 Nikola		(852) 68712096	nikola.cheng@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830
周国		13537620185	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007

地址: 香港中环德辅道中199号无限极广场32楼3201室 传真: (852) 3509-5900

私募及企业业务负责人

私企销售经理					
姓名		办公电话	邮箱	姓名	办公电话
刘俊文		021-38565559	liujw@xyzq.com.cn		

杨雪婷		021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470
管庆		18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579
金宁		18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857
彭蜀海		0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015
李桂玲		021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677
晏宗飞		021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811
何嘉		010-66290195	hejia@xyzq.com.cn		

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层(200135) 传真: 021-68583167

证券与金融业务负责人

证金销售经理					
姓名		办公电话	邮箱	姓名	办公电话
周子吟		021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799
双星		021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911
张力		021-68982272	zhangli@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302
罗敬云		021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996
束海平		021-68982266	shuhp@xyzq.com.cn		

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层(200135) 传真: 021-68583167