

合景泰富 (01813)

证券研究报告
2018年04月19日

销售有望高增长、股东增持显信心

事件: 4月13日公司公布17年年报,公司2017年实现主营业务收入115.4亿人民币,同比+30.2%;实现核心利润35.2亿人民币,同比+20.6%;每股盈利1.17人民币/每股,同比+1.7%;

销售符合预期、18年可推货值1100亿人民币,目标600-650亿人民币

1) **得益于量价齐升,17年销售额380亿人民币同比+33%:** 在售53个项目,45%来自华南区,35%来自华东区,平均售价约每平方米16,819元,同比上涨18.7%。

2) **18年可推货值1100亿人民币,销售目标600-650亿人民币:** 其中一二线货值占比超90%,住宅项目货值890亿,占比80.9%,写字楼货值115亿,占比10.4%;服务式公寓60亿,占比5.5%;剩余为商业项目。同时,公司1-2月预售额96.7亿,同比+142.3%,以公司18年可推货值及货值结构分布来看,大概率能达到既定销售目标。

拿地积极、土储聚焦一二线,抗风险能力强

2017年公司新增35宗地块,新增建筑面积531万方,平均成本为每平米5,000元(不包括香港)。截至17年末,公司共拥有101个项目,分布于中国内地及香港共29个城市,共计权益建筑面积约1,352万方的土地储备,若包含城市更新及未挂牌项目,权益土储将近1800万方。公司重点发展华南区与华东区,抓紧华北区和西南区域的扩张。土储按货值来分,40%位于一线城市,55%位于二线城市,土地资源抗风险能力强。

负债可控,融资多渠道创新、成本持续走低,探索长租公寓市场

由于近两年加大拿地力度,有息债数量有所增加,净负债率比去年上升1.1个百分点至67.90%,依旧在健康水平;此外,公司综合融资成本逐年降低,2017年综合融资成本已低至约5.8%;同时,公司主动探索长租公寓专项债券、REITs等产品,分别与交行签订《住房租赁战略合作协议》,建行签订长租公寓《战略合作框架协议》,推动租赁市场进一步增长。

管理与激励机制优化,控股股东持续增持

公司在管理端采取标准化业务模块,开发大数据支撑的决策系统,对项目进行全周期管理等举措,优化改善管理层的授权,提升管理效率。此外,还推出多重激励制度,如跟投制度、商业合伙人制度和股权激励等,激励员工更好参与项目的建设和管理,提升公司周转与运营效率。此外,据港交所公告,控股股东孔健岷先生于4月11-13日合计增持公司90万股;本次增持后,其持股比例由61.73%上升至61.75%。自17年10月以来,孔健岷先生在市场上持续增持公司股票,截至4月13日总共增持1729.05万股,成交均价9.12港元/股。

投资建议: 公司17年业绩表现略超预期;全年销售额380亿(+33%),18年1100亿总可推货值其中90%位于一二线城市,完成600-650亿销售目标可期;净负债率升至67.90%,但依然处于行业低位;融资渠道多样的同时,综合融资成本由去年的约6%降至今年约5.8%,有横向对比优势;此外,管理层面持续优化,多方位激励机制也促进效率提升;再叠加控股股东持续增持公司股票彰显信心;让我们看好公司在优良基本盘面下,有望凭借融资端优势进一步做大规模并提升行业排名。我们预计公司18-20年净利润分别为52.11亿、72.01亿、97.55亿人民币;对应EPS为1.65、2.28、3.09人民币/股,对应PE为6.49X、4.70X和3.47X,首次覆盖,给予“买入”评级,六个月目标价为13.2人民币/16.5港元,对应18年8倍PE。

风险提示: 房地产调控政策超预期,公司销售额不达预期。

财务数据与估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币百万元)	9,020.93	11,852.65	18,280.77	26,493.52	36,939.01
增长率(%)	7.47	31.39	54.23	44.93	39.43
EBITDA(人民币百万元)	4,987.16	6,043.66	8,042.85	10,648.55	13,957.26
净利润(人民币百万元)	3,464.71	3,620.07	5,211.14	7,201.00	9,754.85
增长率(%)	1.42	4.48	43.95	38.18	35.47
EPS(人民币元/股)	1.15	1.17	1.65	2.28	3.09
市盈率(P/E)	9.36	9.19	6.49	4.70	3.47
市净率(P/B)	1.36	1.20	0.96	0.80	0.65
市销率(P/S)	3.63	2.85	1.89	1.30	0.93
EV/EBITDA	5.05	5.59	3.17	2.29	2.06

资料来源:wind,天风证券研究所

投资评级

行业	地产建筑业/地产
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	10.72 港元
目标价格	16.5 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,155.16
港股总市值(百万港元)	33,823.26
每股净资产(港元)	9.12
资产负债率(%)	79.07
一年内最高/最低(港元)	14.22/5.17

作者

陈天诚	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	
徐超	联系人
xuchao@tfzq.com	
付雅婷	联系人
fuyating@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告



内容目录

1. 公司简介.....	4
1.1. 根植广州、辐射全国.....	4
1.2. 以住宅为根，伴随现代化建设，多头并进.....	4
1.3. 股权结构稳定.....	5
2. 业绩增长稳健、利润率在维持高位.....	5
2.1. 地产主业殷实，营收利润双升.....	5
2.2. 投资性物业持续改善.....	6
2.3. 得益于优良管控与合理拿地，利润率行业领先.....	6
3. 全年销售符合预期、18 年可推货值 1100 亿.....	7
3.1. 17 年销售额 380 亿同比+33%.....	7
3.2. 18 年可推货值 1100 亿，销售目标 600-650 亿.....	8
4. 拿地积极、土储聚焦一二线，可售资源有保障.....	8
5. 融资端成本持续走低、多渠道创新，负债可控.....	9
6. 物管和投资业务快速提升、助力收入增长.....	10
6.1. 投资性物业进入成熟期，租金收入将迎来收成期.....	10
6.2. 积极布局长租公寓、目标覆盖大部分一二线城市.....	11
7. 管理与激励机制优化，综合效益得到提升.....	11
7.1. 管理系统升级，优化改善管理层和授权，提升管理效率.....	11
7.2. 多重激励制度提升公司周转与运营效率.....	12
8. 控股股东持续增持彰显信心.....	12
9. 盈利预测和估值.....	14
10. 投资建议.....	15

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：公司历年营业总收入及增速（人民币：亿元）.....	5
图 4：公司历年归母净利润及增速（人民币：亿元）.....	5
图 5：公司各项业务收入占比（人民币：亿元）.....	6
图 6：公司历年物业开发销售业务情况（人民币：亿元）.....	6
图 7：物业投资收入及同比增速（人民币：亿元）.....	6
图 8：物业管理服务收入及同比增速（人民币：亿元）.....	6
图 9：公司历年毛利率.....	7
图 10：公司历年净利率.....	7
图 11：公司 2017 年预售情况（人民币：亿元）.....	7
图 12：17 年建筑与土地成本情况（人民币元/平米）.....	7
图 13：公司历年销售金额及增速（人民币：亿元）.....	7

图 14: 公司历年销售面积及均价 (人民币: 元)	7
图 15: 2018 年货值: 按城市划分	8
图 16: 2018 年货值: 按新老项目划分	8
图 17: 2018 年货值: 按产品划分 (人民币: 元)	8
图 18: 公司现有土储分布	9
图 19: 土储总货值: 按城市等级划分	9
图 20: 土储总面积: 按城市等级划分	9
图 21: 公司历年加权平均资金成本	10
图 22: 公司历年资产、负债规模及资产负债率	10
图 23: 净负债率依旧较低	10
图 24: 公司目前有息债结构	10
图 25: 截至 2020 年累计投资性物业面积	11
图 26: 截至 2020 年投资性物业数量	11
图 27: 主要自持写字楼项目	11
图 28: 公司历史 PE (TTM)	15
表 1: 控股股东 2017 年 10 月以来增持详情 (截至 2018 年 4 月 16 日)	12
表 2: 18-20 年公司主营业务收入拆分 (亿元)	14
表 3: 可比公司 PE (TTM, 股价以 4 月 18 日收盘价为准)	15

1. 公司简介

1.1. 根植广州、辐射全国

合景泰富地产控股有限公司（股票代码：1813.HK）于1995年在广州市成立，是一家以房地产开发为主，集资产经营和物业管理为一体的多元化企业。公司于2007年7月3日在香港联合证券交易所主板上市。经过多年发展，公司以其出色的产品锻造实力、卓越的抗风险能力以及科学谨慎的发展战略获得了业内的广泛认可，2017年被中国房地产业协会、中国指数研究院等机构评为“中国房地产开发企业50强”、“中国房地产开发企业综合能力10强”、“中国房地产上市公司综合实力50强”。

公司多年来坚持“根植广州，辐射全国”的发展战略，并从大本营广州扩展到苏州、昆山、成都、北京等地，于中国开始了重点目标区域的战略布局，目前已进驻广州、上海、北京、成都等33城，遍及华南、华东、西南、华北、华中5大区域，全面覆盖长三角城市群、粤港澳大湾区等全国重要城市经济圈，累计开发100余个优质项目。已发展成为一家以房地产开发为主，集资产经营和物业管理为一体的多元化大型企业。

在多年深耕地产，同时预见到中国城市化、城市国际化已成为我国未来发展的必然趋势后，于2003年正式开拓商业地产版图，率先进军商业楼宇板块，先后在广州、北京、南宁等城市CBD区域兴建写字楼宇；2009年，随着广州花都合景喜来登酒店的正式开业，合景泰富地产正式迈入多元业态的发展阶段。2014年，合景泰富地产精心打磨商业综合体板块，锻造出两大自持商业品牌——悠方与摩方，为城市注入鲜活的生命力。

1.2. 以住宅为根，伴随现代化建设，多头并进

1995年，合景泰富地产正式成立，从广州启航，推出多个精品住宅项目，引领了广州时尚住宅的设计潮流。

2003年，合景泰富地产进入多元化拓展期，首次提出商住综合体的概念，在住宅项目中引入酒店、酒店式公寓、零售商铺等商业项目，打造了多个上乘样板。

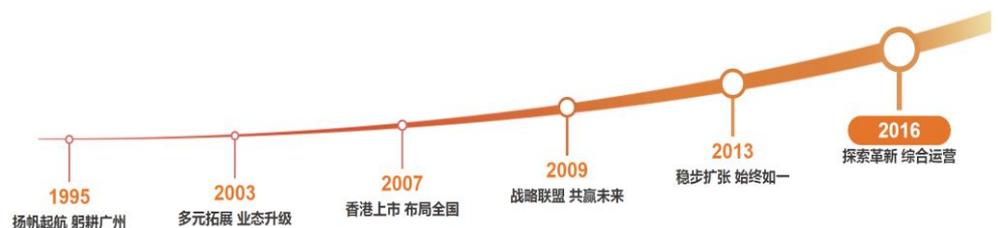
2007年7月3日，合景泰富地产在香港联合证券交易所主板成功上市（上市编号：1813）。自此，合景泰富全面推进“根植广州、辐射全国”的战略布局，先后开拓了华南、华东、西南、华北、华中等区域。

2009年，合景泰富地产携手世界知名酒店管理集团打造多家品牌酒店，与国内外的资深设计师保持良好的交流合作，并与国内多个地产开发商合作，进一步拓展全国市场。

2013年，合景泰富地产坚持深耕已有城市的发展战略，同时向极具增长潜力的城市稳步扩张，先后在广州、苏州、北京、南宁、杭州、天津等地购入优质地块。

2016年，合景泰富地产迈向新的发展历程，致力于成为城市综合运营商，以匠心筑家的态度、缜密的经营战略与后服务端体系有机整合，促进城市生态人文环境的健康持续发展。

图 1：公司发展历程

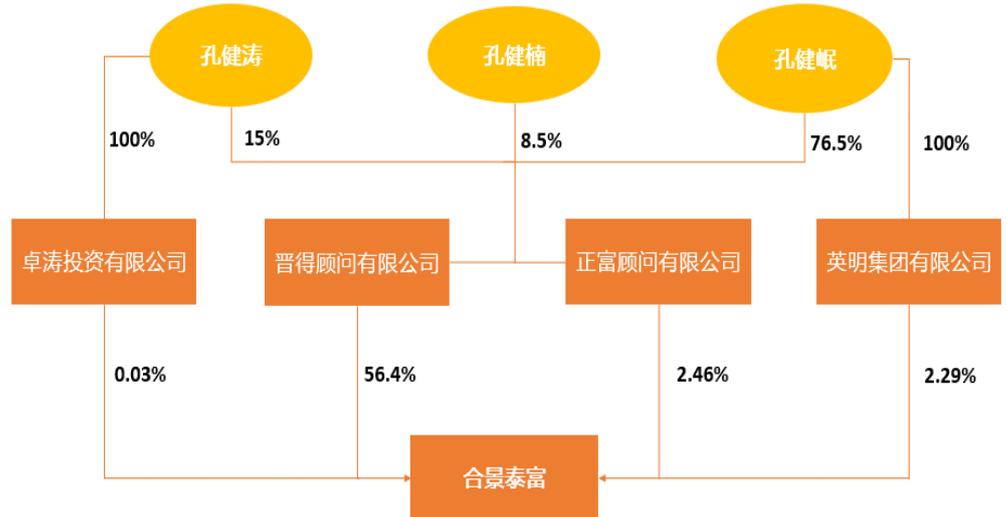


资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.3. 股权结构稳定

公司目前总股本为 31.55 亿股非限售香港流通股，第一大股东为晋得顾问有限公司，持股比例 56.4%，实际控制人为公司创始人孔健岷、孔建楠、孔健涛先生，分别持有晋得顾问有限公司 76.5%、15.0%、8.50%的股份，外加通过全部或部分持有正富顾问(持合景泰富 2.46%)、英明集团(持合景泰富 2.29%)、卓涛投资(持合景泰富 0.03%)，孔健岷、孔建楠、孔健涛先生总计直接间接持有公司 61%的股份，公司股权结构稳定，经营管理层控制力强。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 业绩增长稳健、利润率在维持高位

2.1. 地产主业殷实，营收利润双升

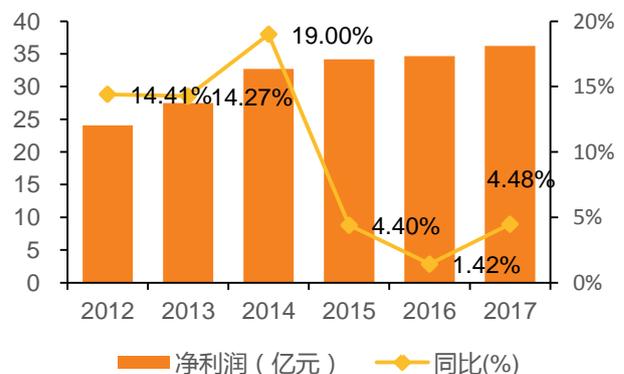
2017 年实现总营业收入 118.53 亿人民币，同比增长 31.39%；主营业务（扣除管理费与其他）收入 115.4 亿，同比增长 30.2%；公司 17 年归母净利润增长至人民币 36.20 亿元，同比增长 4.48%；从总规模看，17 年公司营收和归母净利润相比去年都有可观的增长；分结构看，公司的四大业务板块中，物业开发销售依旧占据主导地位，17 年实现营收 104.3 亿，同比+31.7%，主要由于期内竣工交付结算的项目量价齐升。

图 3：公司历年营业总收入及增速（人民币：亿元）



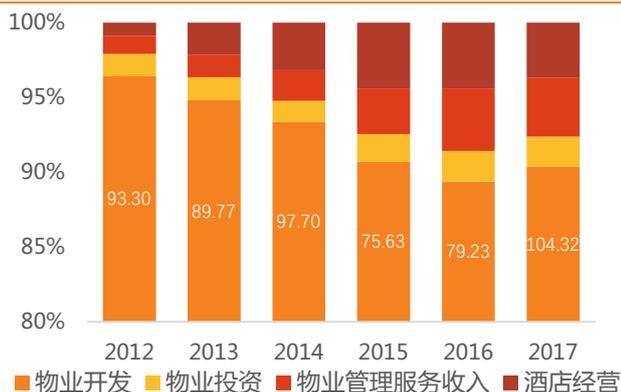
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：公司历年归母净利润及增速（人民币：亿元）



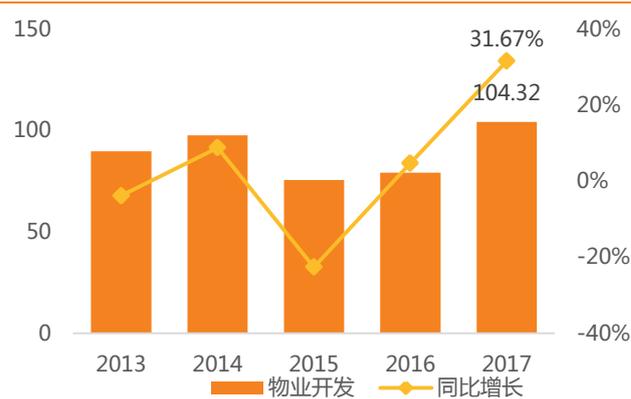
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：公司各项业务收入占比（人民币：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：公司历年物业开发销售业务情况（人民币：亿元）

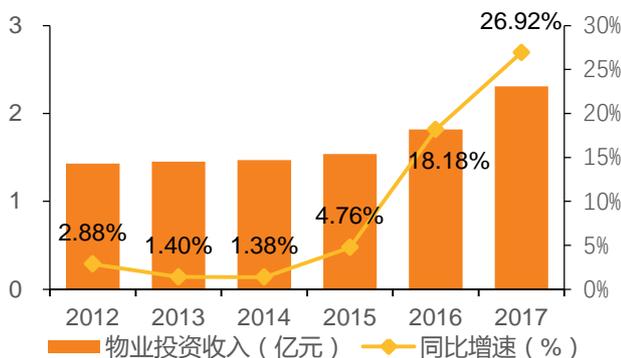


资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2. 投资性物业持续改善

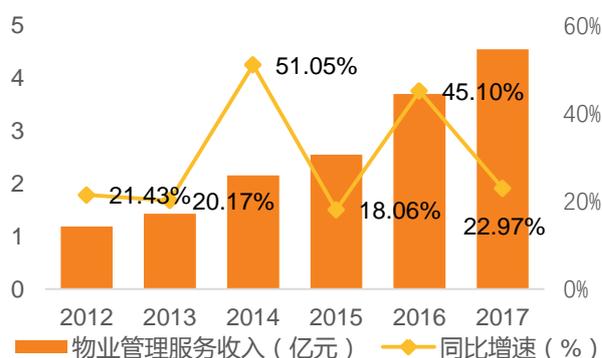
物业开发外的三块业务里，物业投资部分由于已出租投资物业的增加，17 年实现营收 2.31 亿人民币，同比+26.9%；酒店管理业务得益于入住率的提升，17 年实现营收 4.25 亿人民币，同比+8.7%；此外，物业管理方面提升也较大，17 年该业务板块实现营收 4.55 亿人民币同比+23%，这归因于在管物业数目增多，商业物业占比增大的同时，单位面积租金也有所提升。

图 7：物业投资收入及同比增速（人民币：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：物业管理服务收入及同比增速（人民币：亿元）

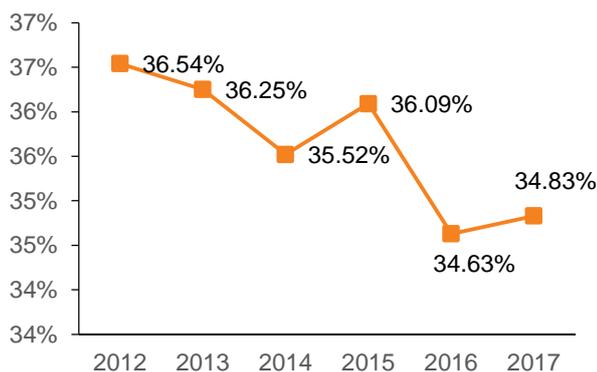


资料来源：Wind、天风证券研究所

2.3. 得益于优良管控与合理拿地，利润率行业领先

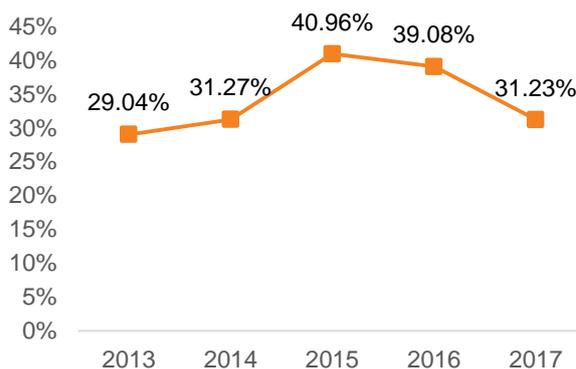
公司 17 年毛利率和净利润率分别为 34.8%和 31.2%，在行业内处领先地位；综合来看，利润率较高是源于公司在成本控制精耕细作，据 2017 年业绩公告，土地成本从 16 年的 3219 元/平稳至 17 年的 3617 元/平，建安成本从 16 年的 4334 元/平降至 17 年的 4329 元/平；从盈利构成来看，公司拥有大量非并表项目，联营公司 17 年带来收益 19 亿，同比 16 年 21 亿下滑 11%，此外，受益于持有物业公允价值变动，贡献利润 12 亿，同比增长 155%；但同时，由于土地增值税和公允价值收益导致所得税大幅调高至 19.5 亿，同比提升 82.2%。

图 9：公司历年毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：公司历年净利率



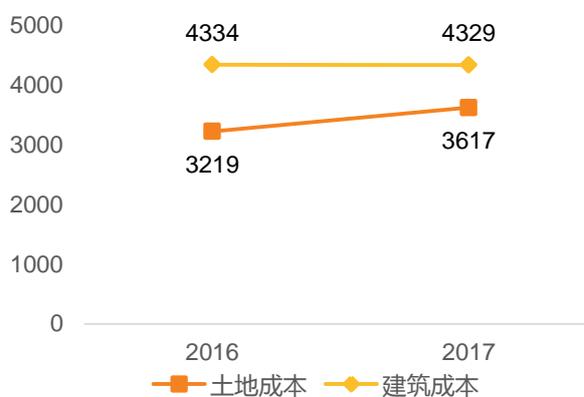
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：公司 2017 年预售情况 (人民币：亿元)



资料来源：公司 2017 业绩公告、天风证券研究所

图 12：17 年建筑与土地成本情况 (人民币元/平米)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 全年销售符合预期、18 年可推货值 1100 亿

3.1. 17 年销售额 380 亿同比+33%

2017 年实现预售额 380 亿 (权益 287 亿)，同比增长 33%，其中华南占比 45%、华东 35%、其他 20%；另根据公司业绩报告披露，目前在售 53 个项目中，45%来自华南区，另外 35%来自华东区。与去年同期比较，华南区平均预售价格为约每平方米人民币 14,920 元，华东区平均预售价格为约每平方米人民币 20,218 元。17 年整体平均销售价格约每平方米人民币 17101 元，同比上涨 17.99%。

图 13：公司历年销售金额及增速 (人民币：亿元)



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

图 14：公司历年销售面积及均价 (人民币：元)

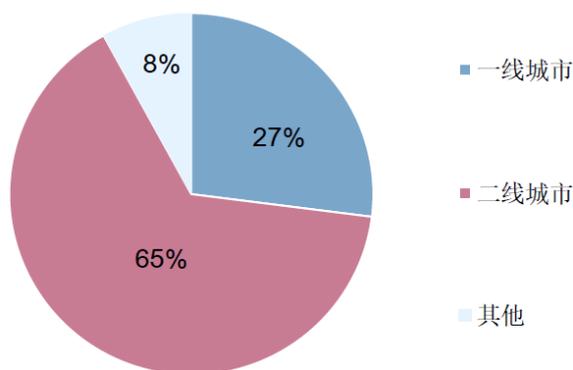


资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 18 年可推货值 1100 亿，销售目标 600-650 亿

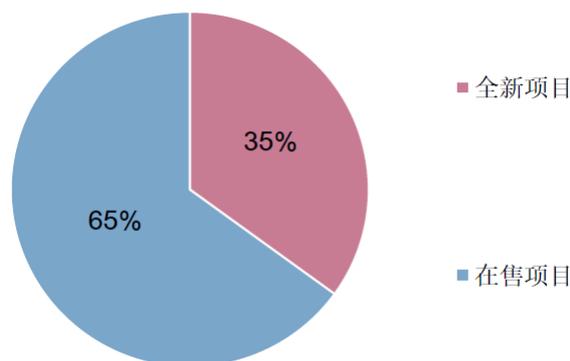
公司 2018 年可售货值约 1100 亿元，较去年 600 亿货值提升 83%，其中一线占比 27%、二线占比 65%、一二线货值占比超 90%，其他地区占比 8%；就货值类型来看，住宅项目货值 890 亿，占比 80.9%，写字楼货值 115 亿，占比 10.4%；服务式公寓 60 亿，占比 5.5%；商业 35 亿，占比 3.2%。公司基于当前市场情况对 18 年制定 650 亿销售目标，较去年增长 71%，据公告，1-2 月公司全口径预售额 96.7 亿，同比+142.3%，以公司 18 年可推货值及货值结构分布来看，有大概率能达到既定销售目标。

图 15：2018 年货值：按城市划分



资料来源：公司 2017 业绩公告、天风证券研究所

图 16：2018 年货值：按新老项目划分



资料来源：公司 2017 业绩公告、天风证券研究所

图 17：2018 年货值：按产品划分（人民币：元）



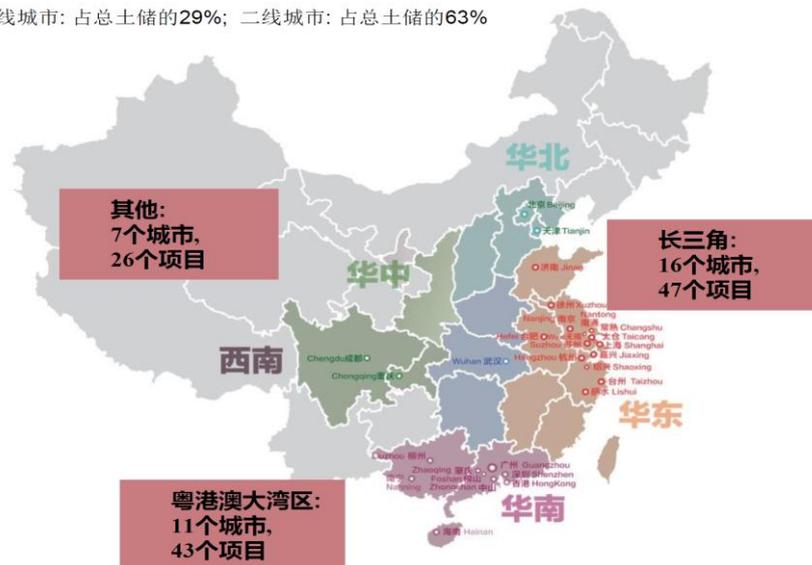
资料来源：公司 2017 业绩公告、天风证券研究所

4. 拿地积极、土储聚焦一二线，可售资源有保障

2017 年公司新增 35 宗地块，新增建筑面积 531 万平方米，平均成本为每平方米人民币 5,000 元（不包括香港）。截至 17 年末，公司共拥有 101 个项目，分布于中国内地及香港共 29 个城市，共计权益建筑面积约 1,352 万方的土地储备，若包含城市更新及未挂牌项目，权益土储将近 1800 万方。公司重点发展华南区与华东区，抓紧华北区和西南区域的扩张。一方面在公开市场上自主参与招拍挂获取优质地块，另一方面，通过积极参与二手市场的兼并收购，以合理价格获取地块补充土地资源。

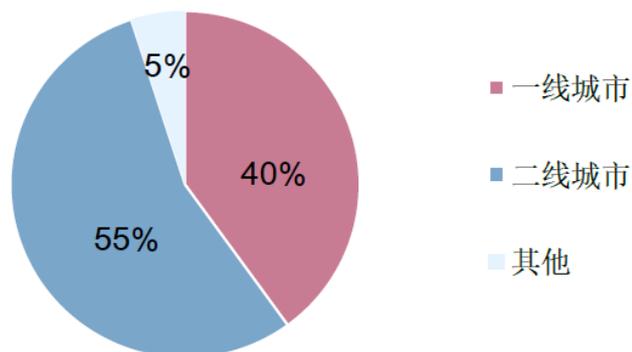
图 18：公司现有土储分布

一线城市：占总土储的29%；二线城市：占总土储的63%



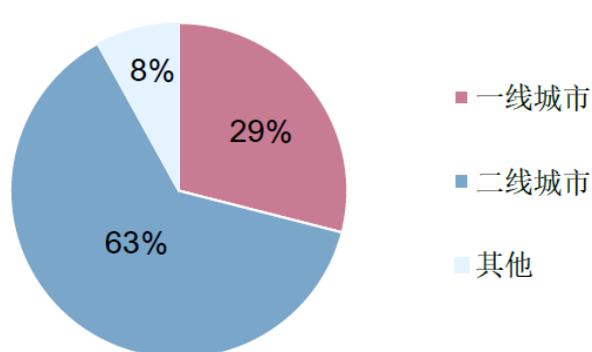
资料来源：公司 2017 业绩公告、天风证券研究所

图 19：土储总货值：按城市等级划分



资料来源：公司 2017 业绩公告、天风证券研究所

图 20：土储总面积：按城市等级划分

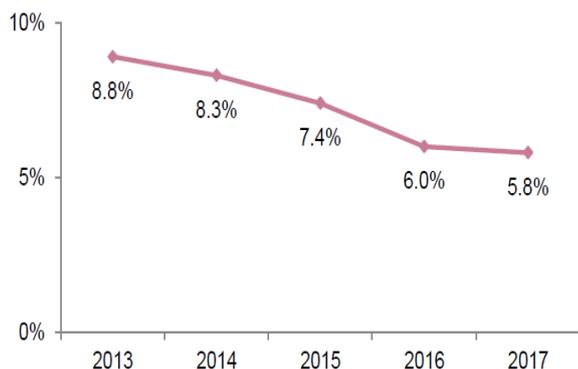


资料来源：公司 2017 业绩公告、天风证券研究所

5. 融资端成本持续走低、多渠道创新，负债可控

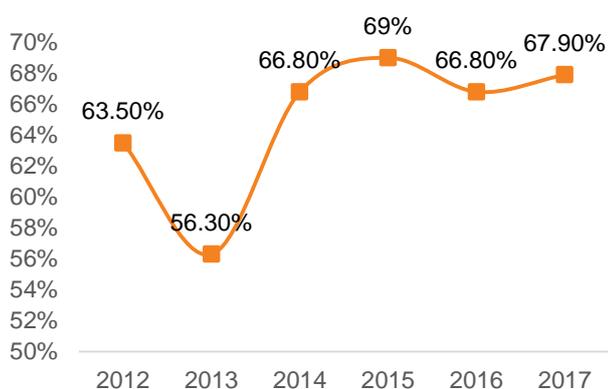
2017 年综合融资成本约 5.8% (2013-2017 分别为 8.8%、8.3%、7.4%、6%和 5.8%)，近年来持续走低；负债端由于近两年加大拿地力度，有息债数量有所增加，净负债率比去年上升 1.1 个百分点至 67.90%，依旧处在健康水平；从负债结构看，其中 1 年内负债 37 亿，占比 6.3%，最多的为 3-5 年中长期负债，约 379 亿，占比 63.5%，另外 5 年以上负债 85.82 亿，占比 14.3%，负债结构较为合理。

图 21: 公司历年加权平均资金成本



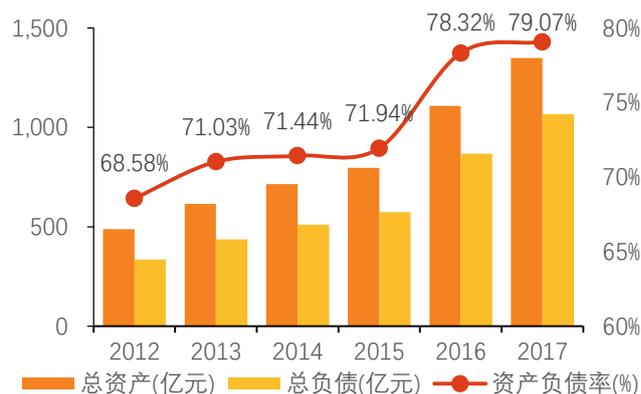
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 23: 净负债率依旧较低



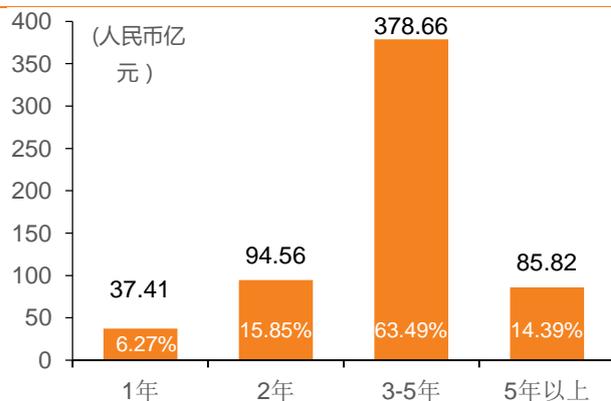
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 22: 公司历年资产、负债规模及资产负债率



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 24: 公司目前有息债结构



资料来源: Wind、天风证券研究所

公司融资渠道也逐渐拓宽, 主动探索长租公寓专项债券、REITs 等产品, 此外, 公司分别与交行签订《住房租赁战略合作协议》, 与建行签订长租公寓《战略合作框架协议》, 推动租赁市场进一步增长。

6. 物管和投资业务快速提升、助力收入增长

6.1. 投资性物业进入成熟期, 租金收入将迎来收花期

公司物管业务将从主要管理自己物业到公建物业推进, 从服务提质、品牌升级、智慧社区、智能物业等多角度提升; 公司计划大力推进投资性物业发展, 据公司 2017 年度业绩公告, 到 2020 年将建成总计 17 个写字楼、16 个酒店、11 个商场、11 个长租公寓, 总面积接近 270 万方, 并基于这些投资物业拓宽融资渠道, 针对国内商业市场的相关金融政策支持, 不排除金融机构作为战略合作伙伴, 加速租赁市场的增长。

图 25：截至 2020 年累计投资性物业面积



资料来源：公司 2017 业绩公告、天风证券研究所

图 26：截至 2020 年投资性物业数量



资料来源：公司 2017 业绩公告、天风证券研究所

图 27：主要自持写字楼项目



资料来源：公司 2017 业绩公告、天风证券研究所

6.2. 积极布局长租公寓、目标覆盖大部分一二线城市

公司计划从 2018 年开始涉足长租公寓领域，计划推出三个系列的公寓，以满足不同人群的需要。高端式服务公寓以社会精英为目标，中端服务式公寓以单身人士，中产阶级为目标，青年宿舍以职场新人和学生人士为目标客户。根据公司 2017 年度业绩公告，2018 年将在成都开启首个长租公寓，2018-2019 年拓展到一线城市与部分二线城市，到 2020 年将覆盖到大部分一二线城市，20 个城市提供超过 3 万个房间。

7. 管理与激励机制优化，综合效益得到提升

7.1. 管理系统升级，优化改善管理层和授权，提升管理效率

首先，据公司 2017 年度业绩公告，公司标准化业务模块，如进行产品标准化：根据产品定位的标准化模块方案，如室内设计，园林，售价，客户定位等，提升集中采购率至 60%-70%；其次，开发大数据支撑的决策系统，该系统为业务分析抓取项目基础数据，对供销存管理，及项目工程进度进行动态管理，同时也能为项目投资收益系统为管理决策提供信息化支撑；再次，公司对项目进行全周期管理，优化改善管理层级的授权，提升管理效率。

7.2. 多重激励制度提升公司周转与运营效率

公司 2017 年 8 月实施跟投制度，提高总体运营效率，实现效益最大化；公司的跟投制度是让参加者选择全新项目或全新组团，从每个项目拿出总投额的 10% 以内进行跟投，要求是管理层及项目中层以上员工强制跟投。跟投制度加速了资金回笼，缩短了开发周期，改善现金回报率；据公司 2017 年度业绩公告，跟投制度之前，开工到预售为 10-12 个月，之后为 8-10 个月；跟投之前开工到交付为 15-20 个月，之后为 12-15 个月，周转明显提速。员工跟投的机制，更好调动员工主动性和投入力度，激励员工更好参与项目的建设和管理。

公司也推出商业合伙人制度和股权激励。2018 年起，公司的商业项目实施合伙人制度，聚焦于核心管理层的中长期激励，任命商业各业务板块负责人、集团职能部门负责人及其他业务骨干共 12 人为首批商业合伙人，根据购物中心、酒店、写字楼底商租赁板块税后利润完成情况，提取比例奖金作为合伙人奖金池，商业合伙人制度鼓励与股东长期绑定，实现价值共创、利益共享。此外，公司对管理层授予股份奖励与股票期权，2018 年 1 月 19 日，授予管理层 4,393,500 股股份奖励，2018 年 2 月 13 日，以行权价每股港币 11.12 元授出 1,719,000 份购股权。

8. 控股股东持续增持彰显信心

据港交所公告，控股股东孔健岷先生于 4 月 11 日、12 日合计增持公司 60 万股；13 日再次增持 30 万股，其持股比例由 61.73% 上升至 61.75%，增持平均价格 11.12 港元/股。据公告统计，自 17 年 10 月以来，孔健岷先生在市场上持续增持公司股票，截至 4 月 13 日总共增持 1729.05 万股，成交均价 9.12 港元/股。可见其认为公司的实际价值大于目前市值，估值偏低，采取以这种长期增持的方式向市场传达对公司发展、未来股价以及市场占有率的信心。

表 1：控股股东 2017 年 10 月以来增持详情（截至 2018 年 4 月 16 日）

交易日期	持有人姓名	变动数量 (万股)	估算金额 (万元)	持股比例 (%)	公告日期
2018/4/13	孔健岷	30	333.48	61.75	2018/4/13
2018/4/12	孔健岷	30	333.67	61.74	2018/4/12
2018/4/11	孔健岷	30	347.26	61.73	2018/4/12
2018/4/9	孔健岷	30	324.37	61.72	2018/4/10
2018/3/26	孔健岷	40	438.06	61.71	2018/3/26
2018/3/26	孔健涛	94	1,007.36	53.55	2018/3/26
2018/1/19	孔健岷	30	377.54	61.69	2018/1/22
2018/1/16	孔健岷	30	346.02	61.68	2018/1/16
2018/1/15	孔健岷	30	332.79	61.68	2018/1/15
2018/1/12	孔健岷	30	340.16	61.67	2018/1/12
2018/1/11	孔健岷	30	337.98	61.66	2018/1/11
2018/1/10	孔健岷	30	339.28	61.65	2018/1/10
2018/1/9	孔健岷	30	353.82	61.64	2018/1/10
2018/1/4	孔健岷	30	314.46	61.63	2018/1/5
2018/1/3	孔健岷	30	318.11	61.62	2018/1/3
2018/1/2	孔健岷	30	306.66	61.61	2018/1/3
2017/12/29	孔健岷	30	275.66	61.6	2017/12/29

2017/12/28	孔健岷	30	277.29	61.59	2017/12/28
2017/12/19	孔健岷	30	253.04	61.58	2017/12/20
2017/12/18	孔健岷	30	255.38	61.57	2017/12/19
2017/12/14	孔健岷	30	255.25	61.56	2017/12/14
2017/12/11	孔健岷	30	248.44	61.55	2017/12/11
2017/12/8	孔健岷	30	245.18	61.54	2017/12/11
2017/12/7	孔健岷	30	232.81	61.53	2017/12/8
2017/12/6	孔健岷	30	239.6	61.52	2017/12/7
2017/12/5	孔健岷	40	334.38	61.51	2017/12/6
2017/12/4	孔健岷	35	292.92	61.5	2017/12/5
2017/12/1	孔健岷	30	251.8	61.49	2017/12/1
2017/11/27	孔健岷	30	227	61.48	2017/11/27
2017/11/24	孔健岷	30	233.11	61.47	2017/11/24
2017/11/21	孔健岷	30	225.05	61.46	2017/11/21
2017/11/17	孔健岷	30	223.24	61.45	2017/11/17
2017/11/16	孔健岷	30	229.07	61.44	2017/11/16
2017/11/15	孔健岷	30	233.79	61.43	2017/11/15
2017/11/14	孔健岷	30	237.22	61.42	2017/11/14
2017/11/10	孔健岷	30	222.01	61.41	2017/11/10
2017/11/6	孔健岷	30	221.9	61.4	2017/11/6
2017/11/3	孔健岷	30	229.4	61.39	2017/11/3
2017/10/30	孔健岷	25.25	193.26	61.39	2017/10/30
2017/10/27	孔健岷	30	237.75	61.38	2017/10/27
2017/10/24	孔健岷	13.95	113.83	61.37	2017/10/24
2017/10/23	孔健岷	30	242.4	61.36	2017/10/23
2017/10/18	孔健岷	103.55	868.45	61.35	2017/10/18
2017/10/17	孔健岷	30	242.3	61.32	2017/10/17
2017/10/16	孔健岷	30	245.45	61.31	2017/10/16
2017/10/12	孔健岷	30	250.48	61.3	2017/10/12
2017/10/11	孔健岷	50	414	61.29	2017/10/12
2017/10/10	孔健岷	30	253.7	61.28	2017/10/11
2017/10/9	孔健岷	30	256.65	61.27	2017/10/11
2017/10/6	孔健岷	30	266.12	61.26	2017/10/6
2017/10/4	孔健岷	47.3	418.81	61.25	2017/10/4
2017/10/3	孔健岷	20	168.9	61.23	2017/10/3
合计		1729.05	15767		

资料来源：Wind 天风证券研究所

9. 盈利预测和估值

公司主营业务为房地产开发业务，同时经营物业投资、物业管理服务及酒店业务，盈利预测假设（单位：人民币）如下：

1) 公司房地产业务项目按期竣工，营收保持稳定增长：我们预测房地产开发相关业务 18-20 年收入分别为 163.94 亿 (+57.2%)、241.45 亿 (+47.3%)、338.68 亿 (+40.3%)。依据是：由于地产公司结算滞后于销售，从近三年销售情况看，房地产开发项目销售维持高速增长，未来随着已售项目陆续竣工交房，账上的预收账款将结转为营业收入；15-17 年公司的房地产开发业务签约金额分别为 192 亿、289 亿、409 亿，对应预测的 18-20 年地产业务结算收入的覆盖率分别为 117%、119%、120%。

2) 物业投资、物业管理服务及酒店业务结算符合预期：随着公司物业投资与管理业务加大投入与快速发展，先前投资性物业进入成熟期，租金收入将迎来收成期，同时开始大力布局长租公寓市场，并给出 2020 年总体出租物业建面 270 万方的预期目标，为此我们对公司物业投资与管理业务未来三年的收入给予 30-45% 的增速预测。预计 18-20 年物业投资收入分别为 3.35 亿 (+45.0%)、4.35 亿 (+30.0%)、6.31 亿 (+45%)，物业管理服务收入分别为 6.66 亿 (+45.0%)、8.91 亿 (+35.0%)、12.92 亿 (+45.0%)；酒店业务方面，公司在成都、苏州、广州、海南的国际品牌酒店即将开业，同时自营品牌木莲庄系列计划未来将拓展到 25 个，为此我们预计公司 18-20 年酒店业务收入分别为 5.35 亿 (+26.1%)、6.11 亿 (+14.3%)、6.75 亿 (+10.4%)，增速相比前几年略有提升。

除主营业务四大板块外，公司还有少部分其他营业收入，如管理费等，该部分增长较快但为非主营业务，我们保守估计给予每年 15% 的营收增速。

表 2：18-20 年公司主营业务收入拆分（亿元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
物业开发	104.32	163.94	241.45	338.68
增长率	31.67%	57.15%	47.28%	40.27%
物业投资	2.31	3.35	4.36	6.32
增长率	26.73%	45.00%	30.00%	45.00%
物业管理服务收入	4.55	6.60	8.91	12.92
增长率	23.02%	45.00%	35.00%	45.00%
酒店	4.24	5.35	6.12	6.76
增长率	8.89%	26.11%	14.31%	10.40%
其他营业收入	3.10	3.56	4.09	4.71
增长率	98.96%	15.00%	15.00%	15.00%
营业收入合计	118.53	182.81	264.94	369.39
增长率	31.39%	54.23%	44.93%	39.43%

资料来源：Wind、天风证券研究所

根据我们的假设，预计公司 18-20 年实现营业收入分别为 182.81 亿、264.93 亿、369.39 亿人民币，实现归母净利润分别为 52.11 亿、72.01 亿、97.55 亿人民币；对应 EPS 为 1.65、2.28、3.09 人民币元/股。

公司作为住宅地产开发的二线成长性港股房企之一，可以参考房地产行业龙头与典型公司 PE 估值做横向对比；结合公司历史 PE、市场地位、高于行业平均水平的盈利能力及销售增速，对比行业内可比公司相对估值，给予 18 年 8 倍 PE 估值，6 个月内目标价 13.2 人民币元，对应 4 月 18 日汇率为 16.5 港元。

表 3: 可比公司 PE (2018 年 PE 预测来自 wind 一致预期, 股价以 4 月 18 日收盘价为准)

公司名称	实际 PE (TTM)	2018E	总市值(人民币)
碧桂园	10.8	8.3	2707.0
中国恒大	11.4	6.6	2652.1
融创中国	10.9	8.8	1151.8
龙湖地产	9.1	7.8	1103.1
雅居乐集团	9.1	7.8	524.7
龙光地产	8.2	6.9	504.6
旭辉控股	8.3	6.7	384.9
禹洲地产	7.0	4.8	185.5
绿城中国	11.4	9.2	181.4
合景泰富	7.8	5.4	270.7

资料来源: Wind、天风证券研究所

图 28: 公司历史 PE (TTM)



资料来源: Wind、天风证券研究所

10. 投资建议

公司 17 年业绩表现略超预期，全年销售额 380 亿 (+33%)；18 年 1100 亿总可推货值其中 90%位于一二线城市，完成 600-650 亿销售目标可期；净负债率升至 67.90%，但依然处于行业低位；融资渠道多样的同时，综合融资成本由去年的约 6%降至今年约 5.8%，有横向对比优势；此外，管理层面持续优化，多方位激励机制也促进效率提升；再叠加控股股东持续增持公司股票彰显信心；让我们看好公司在优良基本面下，有望凭借融资端优势进一步做大规模并提升行业排名。我们预计公司 18-20 年净利润分别为 52.11 亿、72.01 亿、97.55 亿人民币；对应 EPS 为 1.65、2.28、3.09 人民币元/股，对应 PE 为 6.49X、4.70X 和 3.47X，首次覆盖，给予“买入”评级，六个月目标价为 13.2 人民币/16.5 港元，对应 18 年 8 倍 PE。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	25,770.91	39,198.96	39,576.26	39,687.56	39,370.87	营业收入	9,020.93	11,852.65	17,924.76	26,084.11	36,468.19
应收账款	156.78	535.67	542.65	671.22	703.82	营业成本	5,794.98	7,523.14	11,444.54	16,632.54	23,029.66
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	322.77	432.51	598.68	852.95	1,185.22
存货	45,369.53	37,448.86	54,019.81	72,892.57	101,911.10	管理费用	969.20	936.81	1,491.34	1,896.31	2,596.54
其他	3,649.47	4,554.63	6,072.66	8,112.50	10,708.52	财务费用	159.88	329.51	668.94	758.80	639.13
流动资产合计	74,946.69	81,738.11	100,211.39	121,363.84	152,694.31	其他	-2,903.28	-3,083.47	-3,493.38	-3,788.42	-4,140.90
权益性投资	15,883.49	19,200.44	24,000.55	30,000.68	31,500.72	利润总额	4,527.50	5,555.03	7,214.63	9,731.92	13,158.54
金融资产投资	10,533.10	13,718.60	20,160.46	21,168.48	22,226.91	所得税	1,065.89	1,950.02	2,012.88	2,544.90	3,425.17
固定资产合计	3,890.62	4,173.87	4,314.60	4,356.77	4,297.18	净利润	3,461.61	3,605.01	5,201.75	7,187.02	9,733.37
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-3.11	-15.06	-9.39	-13.97	-21.47
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	3,464.71	3,620.07	5,211.14	7,201.00	9,754.85
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.15	1.17	1.65	2.28	3.09
其他非流动资产	5,487.92	16,114.01	17,328.44	18,960.31	21,037.12						
非流动资产合计	35,795.12	53,206.92	65,804.04	74,486.24	79,061.93						
资产总计	110,741.81	134,945.04	166,015.43	195,850.09	231,756.24	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
短期借款及长期借款当期到期部分	4,753.52	3,740.55	5,500.00	6,000.00	6,500.00	成长能力					
应付账款	5,753.98	2,644.27	4,174.26	6,217.31	7,993.03	营业收入	7.47%	31.39%	51.23%	45.52%	39.81%
应交税费	5,606.26	6,955.28	8,346.34	10,015.61	12,018.73	营业利润	-2.89%	22.70%	29.88%	34.89%	35.21%
其他流动负债	31,194.83	36,067.22	45,175.38	56,598.47	70,097.78	归属于母公司净利润	1.42%	4.48%	43.95%	38.18%	35.47%
流动负债合计	47,308.59	49,407.32	63,195.98	78,831.39	96,609.54	获利能力					
长期借款	38,196.46	55,904.62	65,053.51	70,472.39	76,846.66	毛利率	35.76%	36.53%	36.15%	36.23%	36.85%
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	38.41%	30.54%	29.07%	27.61%	26.75%
其他非流动负债	1,227.86	1,387.41	2,601.83	4,233.70	6,310.52	ROE	14.47%	13.11%	15.08%	17.24%	18.94%
非流动负债合计	39,424.31	57,292.03	67,655.34	74,706.09	83,157.17	ROIC	12.30%	11.02%	18.02%	30.24%	32.13%
负债合计	86,732.90	106,699.35	130,851.33	153,537.48	179,766.71	偿债能力					
少数股东权益	58.47	638.41	629.02	615.04	593.57	资产负债率	78.32%	79.07%	78.81%	78.37%	77.53%
股本	3,053.80	3,155.16	3,155.16	3,155.16	3,155.16	净负债率	14.80%	16.23%	21.25%	48.64%	72.34%
资本公积	6,396.89	5,295.05	5,295.05	5,295.05	5,295.05	流动比率	1.58	1.65	1.59	1.54	1.58
留存收益	17,824.17	20,899.59	26,110.74	33,311.73	43,066.58	速动比率	0.63	0.90	0.73	0.61	0.53
其他	1,113.45	1,381.89	1,381.89	1,381.89	1,381.89	营运能力					
股东权益合计	24,008.91	28,245.69	35,189.96	42,376.98	52,110.35	应收账款周转率	41.84	34.23	33.25	42.98	53.04
负债和股东权益总计	110,741.81	134,945.04	166,041.28	195,914.46	231,877.06	存货周转率	0.25	0.29	0.39	0.41	0.42
						总资产周转率	0.09	0.10	0.12	0.14	0.17
						每股指标(元)					
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	每股收益	1.15	1.17	1.65	2.28	3.09
净利润	3,464.71	3,620.07	5,211.14	7,201.00	9,754.85	每股经营现金流	-0.66	-3.00	-1.50	-0.80	-2.67
折旧摊销	149.89	159.12	159.27	157.83	159.59	每股净资产	7.86	8.95	11.15	13.43	16.52
营运资金变动	-1,746.53	-9,306.61	-6,066.75	-5,905.75	-14,369.01	估值比率					
其它非现金调整	-4,239.29	-3,958.63	-3,930.21	-4,042.71	-3,977.18	市盈率	9.36	9.19	6.49	4.70	3.47
经营活动现金流	-2,090.55	-9,469.46	-4,739.04	-2,524.10	-8,437.93	市净率	1.36	1.20	0.96	0.80	0.65
出售固定资产收到的现金	2.06	0.97	1.85	1.63	1.48	EV/EBITDA	5.05	5.59	3.17	2.29	2.06
资本性支出减少/(增加)	244.70	321.30	410.50	325.50	352.43	EV/EBIT	5.21	5.59	3.24	2.32	2.09
投资减少	3.43	0.69	0.00	1.37	0.69						
投资增加	1,354.20	66.50	611.70	677.47	451.89						
其他投资活动中产生的现金流量净额	222.94	3,703.80	-1,022.84	2,142.35	1,607.77						
投资活动现金流	3,317.66	-2,043.18	1,142.39	805.62	1,511.42						
债权融资	14,952.34	16,695.20	10,908.34	5,918.88	6,874.26						
股权融资	57.32	101.35	69.64	76.10	82.37						
其他	-1,429.45	8,175.39	-668.94	-758.80	-639.13						
筹资活动现金流	13,580.22	24,971.95	10,309.04	5,236.19	6,317.49						
汇率变动影响	32.30	17.12	-31.23	16.06	10.65						
现金净增加额	14,839.62	13,476.42	6,681.16	3,533.77	-598.37						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com