

中国海外发展 (00688)

证券研究报告
2019年08月05日

资源优势突出、行业管理标杆，业绩有望稳中快进

纯正央企血统，四十载打造行业巨头，激励措施到位

公司为国资委实际控制央企地产龙头，1979年在香港成立，1992年登陆香港资本市场。成立至今40载，专注地产开发主业，全面布局全国一线、核心二线城市，2018年销售额突破3000亿港元，全国名列前茅。2018年6月公司发布股权激励计划，面向包括董事、高管及核心技术人才和管理人员共404人，总共授出1.07亿份股份期权（占比0.98%），绑定核心管理层和大股东诉求一致，公司披露未来还将陆续分批次推出股权激励计划。

2019年开始公司业绩增速或将步入上升通道

2019年开始公司结转营收有望明显提升，16、18销售均价上涨带动毛利率提升，业绩有望加速释放。16、17年公司营收增速放缓且处于低位，主要受14年销售额增速放缓拖累。15-18年公司全口径销售额年复合增速约为20%，维持较高增速，19年H1公司销售额增速约为29%（港币口径）的高速增长，完成全年目标（3500亿港元）的55%，对20、21年公司结算规模形成有力支撑。同时，16、18年公司重点布局的一二线城市销售均价分别上涨20.3%、23.5%，有望带动公司毛利率大幅上升。

深耕核心一二线，深化合作拿地

公司始终秉持深耕一二线城市的战略，17、18年加快权益合作。18年新增土储1764万方，目前在手土储来看公司全国土地储备布局以华北、长三角、华南核心省会城市为中心，扩张核心一二线城市，收缩三线城市的战略坚定执行。北方城市以京津为核心，辐射济南、青岛，2018年四城土储面积达2086万方，占总土储比重30%，华南地区以广州为重点，2018年土地储备572万平方米，占比8.2%，辐射以珠海、佛山为主的二线城市。截至2018年，公司（不含中海宏洋）于国内外房地产市场累计进驻城市达到40个，累计总土地储备达到7010万平方米，其中一线城市占比17.7%，二线城市占比76.4%，三线城市不断收缩。

商业地产发展迅速，积极探索城市运营

2018年，公司商业地产实现营业收入40.6亿港元，同比增长38.1%，毛利率68.6%，同比增长0.9个百分点。2020年目标收入50亿港元，到2023年目标收入100亿。目前公司持有商业物业超过409万平方米，其中在写字楼领域占据优势，商业物业营收的70%来自写字楼租金，且公司运营一年以上的写字楼平均出租率长期保持在90%以上，公司重点深耕的北京、上海、南京的写字楼出租率高达98%，展现了公司在商业物业上的高运营效率。

融资优势显著，财务杠杆加速发力，管理红利有望加速释放

公司的财务费率与综合融资成本长期处于行业低位。公司凭借较高的信用评级，财务费率与综合融资成本长期处于行业低位，为公司高净利率经营奠定基础。近10年来公司财务费用率不超1.5%，2018年公司财务费用率0.9%，明显低于可比公司。公司的综合融资成本低位稳定，2018年公司综合融资成本仅为4.3%，同比上升0.03PCT，处于行业低位区间。公司的销售、管理费用均属于行业领先水平，公司核心管理层及职业经理人制度带来的管理红利有望步入释放期。

投资建议：公司深耕地产四十年，2016-18年合约销售复合增速达20%，19、20年有望继续高速增长，已售未结货值较充裕；公司土储约7010万方，且94%为一二线核心城市的核心地段，资源价值十分丰厚；公司多年以来保持行业领先水平的融资成本，通过多种融资方式控制了融资成本。预计随着前期高速销售额步入竣工结算期，公司业绩有望超预期释放。基于以上，我们预计公司19-20年归母净利润分别为529亿、615亿，对应EPS为4.83、5.61元，出于谨慎我们给予公司7倍PE，对应2019年目标价位37.68HKD，首次覆盖，给予“买入”评级。**风险提示：**政策调控力度超预期，商业物业进展不及预期，汇兑损益风险

财务数据与估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	163,972.17	169,658.90	214,380.98	276,765.85	346,787.61
增长率(%)	3.31	3.47	26.36	29.10	25.30
EBITDA(百万元)	49,110.05	59,432.92	83,349.22	105,771.34	130,300.46
净利润(百万元)	40,766.84	44,900.30	52,916.01	61,494.98	70,859.06
增长率(%)	10.12	10.14	17.85	16.21	15.23
EPS(元/股)	3.72	4.10	4.83	5.61	6.47
市盈率(P/E)	7.58	6.88	4.67	4.02	3.49
市净率(P/B)	1.16	1.09	0.70	0.60	0.51
市销率(P/S)	1.88	1.82	1.15	0.89	0.71
EV/EBITDA	47.28	42.23	2.95	2.58	2.15

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	27.95 港元
目标价格	37.68 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	10,956.20
港股总市值(百万港元)	283,765.62
每股净资产(港元)	25.19
资产负债率(%)	59.96
一年内最高/最低(港元)	31.30/22.35

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 奋斗四十载，迈向新征程	4
1.1. 四十年风雨，铸就全国房企巨头	4
1.2. 纯正央企血统，高管持股绑定利益	6
1.3. 股权激励措施到位	6
2. 物业开发业务：拿地销售发力，龙头重振雄风	7
2.1. 物业开发业务或重回高增通道	7
2.2. 深耕核心一二线，深化合作拿地	9
3. 商业地产发展迅速，积极探索城市运营	10
4. 融资优势显著，财务杠杆加速发力	11
4.1. 融资成本低企，海外融资渠道丰富	12
4.2. 适当加杠杆配合业务扩张，偿债能力行业领先	13
4.3. 精益求精，管理红利释放在即	15
5. 盈利预测及估值	16
6. 投资建议	16

图表目录

图 1：公司发展历史进程	4
图 2：2018 年公司营收增速有所放缓	5
图 3：公司归母净利润及其增速有所放缓	5
图 4：公司毛利率净利率行业领先	5
图 5：公司三项费用率低位向下	5
图 6：公司各项业务营收占比	5
图 7：公司组织架构	6
图 8：公司股权结构（公司第一大股东中海集团，直接+间接持股 55.99%）	6
图 9：物业开发营业收入及其增速（人民币）	7
图 10：毛利水平稳中有升，远超行业平均	7
图 11：公司地产业务合同销售金额及其增速（人民币）	8
图 12：公司地产业务合同销售面积及其增速	8
图 13：公司地产业务权益销售金额及其增速（人民币）	8
图 14：地产业务合同销售均价及其增速（人民币）	8
图 15：公司销售规模排名	8
图 16：公司销售单价变动领先毛利率约 1-2 年（人民币口径）	9
图 17：公司新增（公开市场）土储面积及同比（含中海宏洋）	9
图 18：公司新增（公开市场）权益土储面积及同比（含中海宏洋）	9
图 19：公司新增（公开市场）土储面积及同比（不含中海宏洋）	10
图 20：公司新增（公开市场）权益土储面积同比司（不含中海宏洋）	10
图 21：公司（含中海宏洋）累计拿地均价	10

图 22: 2018 年公司 (不含中海宏洋) 累计土储中一二线占比 95%	10
图 23: 公司新增项目数量增速明显快于新进入城市个数	10
图 24: 公司 14 年以来单项目面积呈现下降趋势 (万平方米)	10
图 25: 公司商业物业营收及其同比增速 (人民币)	11
图 26: 公司商业物业营收结构	11
图 27: 公司拥有投资物业面积 (万平方米)	11
图 28: 公司财务费率维持低位稳定	12
图 29: 可比公司综合融资成本	12
图 30: 资本化利息占利息支出比重有所控制	12
图 31: 公司资本化利息/库存物业占比	12
图 32: 公司 15-18 年有息负债构成	13
图 33: 2018 年年底有息负债到期日分布	13
图 34: 公司资产负债率水平长期稳定	14
图 35: 公司净负债率回升至历史稳定水平	14
图 36: 公司在手现金及占总资产比重	14
图 37: 公司及可比公司流动比率	15
图 38: 公司与可比公司有形资产/带息债务	15
图 39: 公司与可比公司经营现金流量净额/带息债务	15
图 40: 公司与可比公司 EBITDA/利息费用	15
图 41: 公司业绩锁定率大幅上升	15
图 42: 公司持续超额完成销售目标	15
图 43: 公司及可比公司销售费用率	16
图 44: 公司管理费率属于行业领先	16
表 1: 公司员工持股计划	7
表 2: 公司信用评级情况	13
表 3: 银行及其他借贷利率 (固定利率和浮动利率) 情况	13
表 4: 可比公司一致性预期 PE (截至 2019 年 7 月 25 日)	17

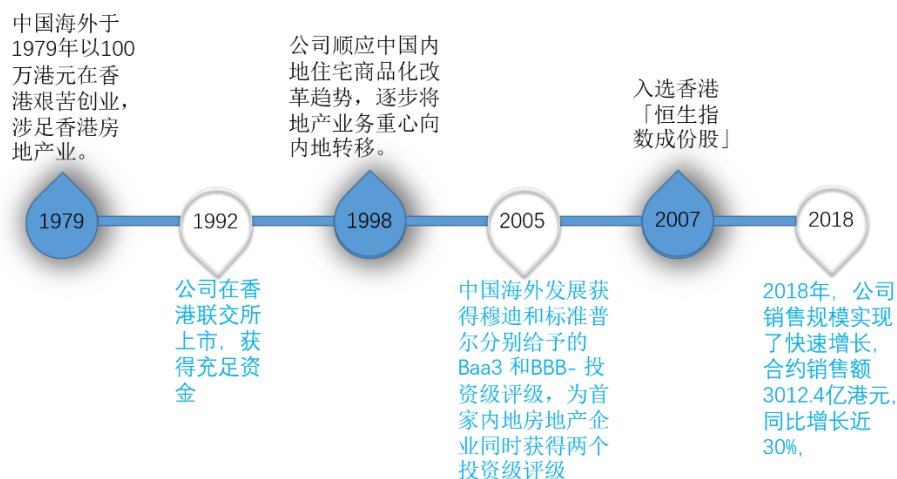
1. 奋斗四十载，迈向新征程

公司坚持“成为卓越的国际化不动产开发运营集团”的战略目标不动摇，围绕核心主业不动产开发运营延伸拓展，围绕住宅开发为核心，向城市运营产业群、创意设计与现代服务产业群拓展。公司以 90%的资源聚焦住宅开发主业，以 10%的资源投入商业与创新业务。公司的开发项目遍布全国，且主要集中在一二线城市。2018 年公司全年实现合约销售金额 2639 亿元（港币 3012.4 亿），对应销售面积 1,593 万平方米，克而瑞销售金额排行第七。

1.1. 四十年风雨，铸就全国房企巨头

公司的发展经历可以粗略划分为四个阶段 1) **起步期**：中国海外于 1979 年以 100 万港元在香港艰苦创业，以 1984 年香港前途明朗为契机，积极慎重涉足香港房地产业。2) **红筹上市，发展跨越**：1992 年，公司在香港联交所上市，获得了充足资金，公司业务实现跨越式发展 3) **调整前行，转战内地**：1998 年开始公司顺应中国内地住宅商品化改革趋势，逐步将地产业务重心向内地转移。4) **全国布局，精耕细作**：公司进入高速发展阶段，实现了向全国性地产商的转型，销售规模超过三千亿港元。

图 1：公司历史发展进程

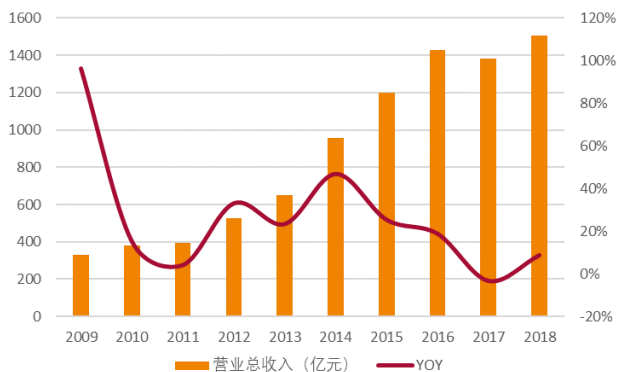


资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司的营收增速波动较大，在 09 年和 14 年出现两次高峰，我们认为这与行业发展特征与公司的自身战略的相关度较高，18 年，受之前年份的影响，公司营收增速为 8.9%，但合约销售额同比增长 36%，已经重新步入高增长通道。地产企业收入确认有一定的滞后性，未来三年公司收入确认增长提速可期。受营收波动的影响，公司在 17 年归母净利润增速达到低点，之后增速有所回升，2018 年公司扣非归母净利润增速达 15.45%。

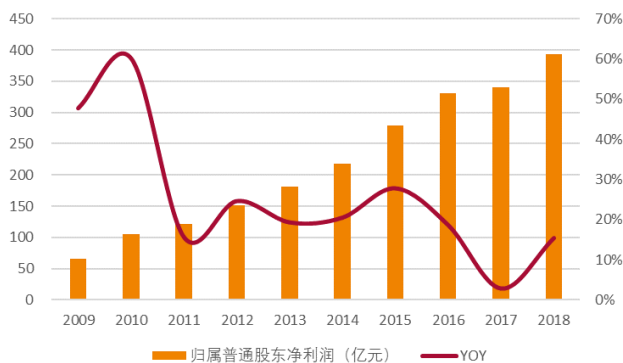
从盈利能力来看，公司毛利率、净利率在行业内处于优势地位而且较为稳定，2018 年，中国海外发展的销售毛利率和销售净利率分别为 38.2%和 26.1%，同比分别增加了 4.8pct 和 1.5pct，处于行业领先地位。

图 2：2018 年公司营收增速有所放缓



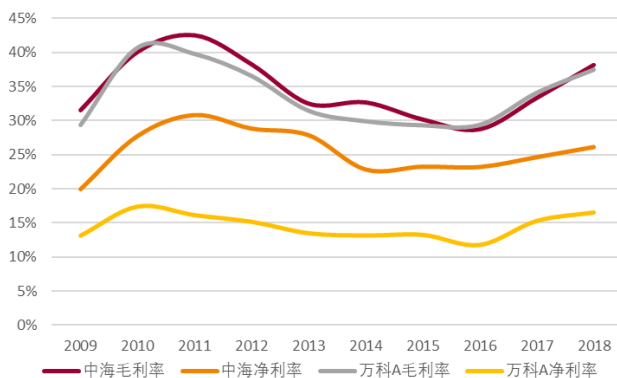
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司归母净利润及其增速有所放缓



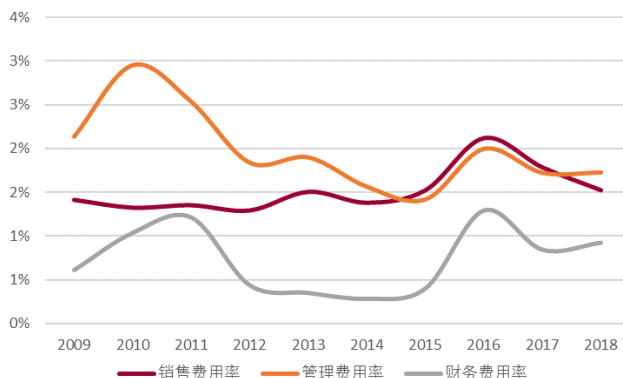
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司毛利率净利率行业领先



资料来源：Wind，天风证券研究所

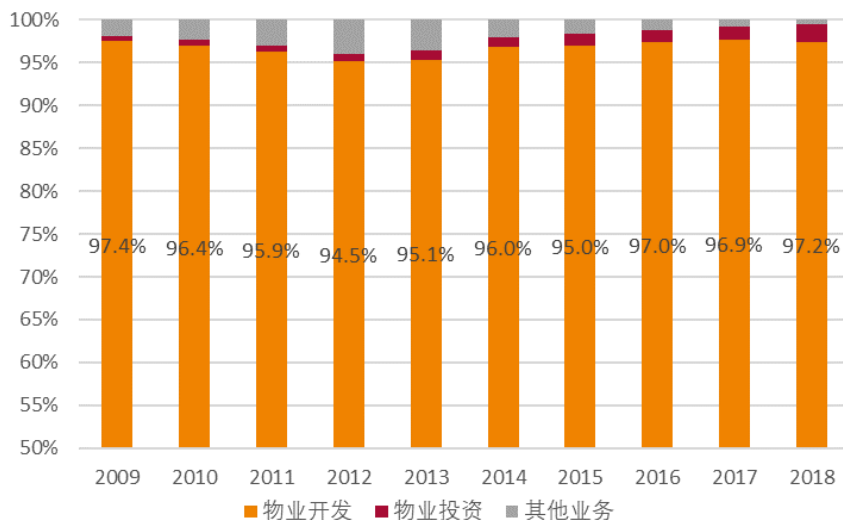
图 5：公司三项费用率低位向下



资料来源：Wind，天风证券研究所

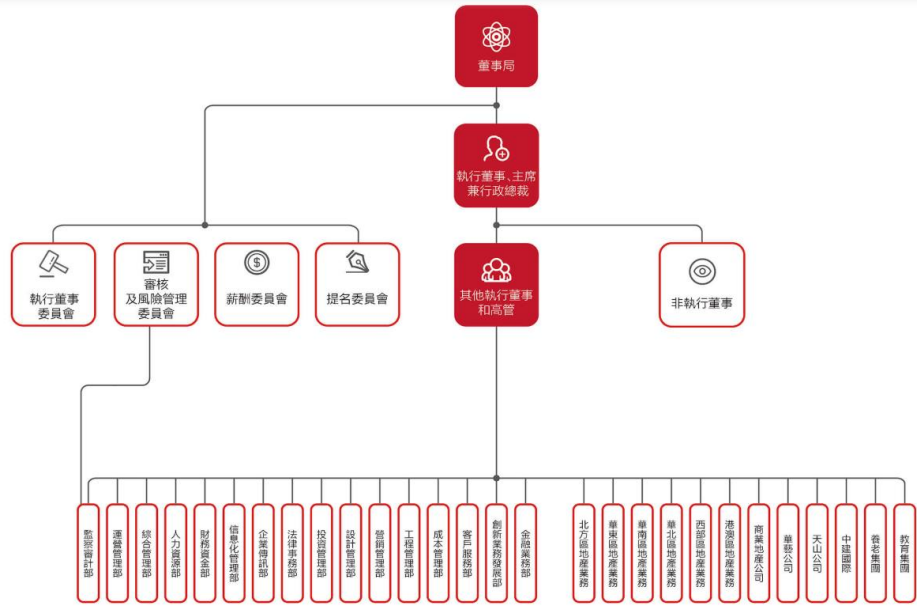
公司专注于地产业务，打造住宅开发产业群、城市运营产业群、创意设计与现代服务产业群三大产业群，目前主要的营收和利润贡献来自住宅开发业务，十年来物业开发业务营业收入占比一直在 95% 以上。近年来，物业投资发展较为迅速，2018 年，公司商业物业实现总营收 40.6 亿港元，同比增长 38.1%，其中投资物业出租情况理想，实现租金总收入 30.96 亿元（折合港币 35.3 亿元），占比达 2.06%。

图 6：公司各项业务营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司组织架构

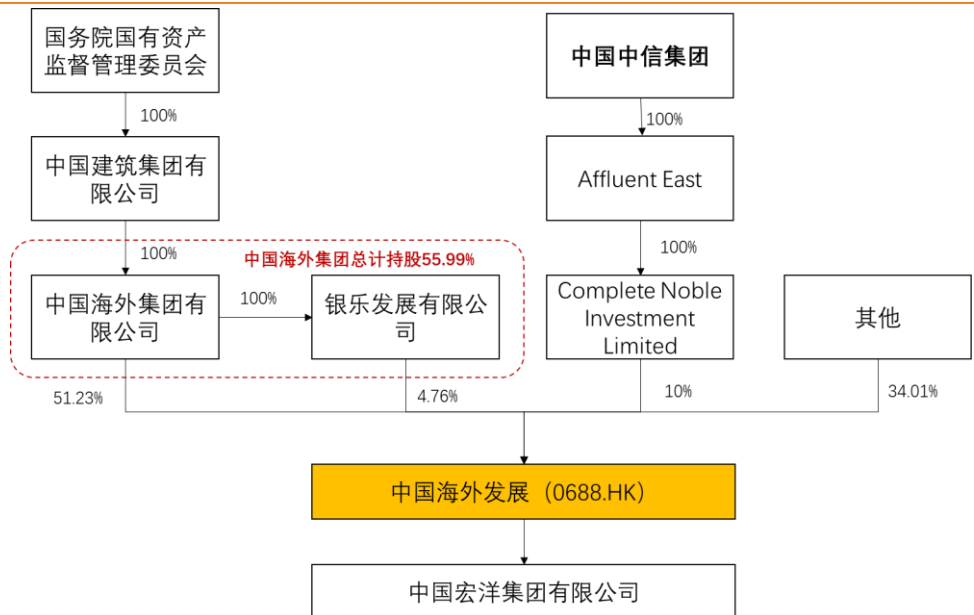


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 纯正央企血统，高管持股绑定利益

公司股权结构集中，国资委为实际控制人。截至 2018 年 12 月 31 号，公司第一大股东中国海外集团有限公司持股比例 51.23%，通过 100% 控股子公司银乐发展持股 4.76%，总计持股 55.99%。公司另一大股东为中国中信集团，间接持股占比 10%。中国海外集团有限公司为中国建筑（601668.SH）的全资子公司。中国海外发展最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。另外，中国海外发展持有联营企业中国海外宏洋集团有限公司 38.32% 的股份，中国海外宏洋集团有限公司为中海系下主要从事三四线城市地产开发业务的平台。2017 年 6 月，现任董事会主席颜建国开始任职。

图 8：公司股权结构（公司第一大股东中海集团，直接+间接持股 55.99%）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 股权激励措施到位

2018年6月公司颁布股权激励计划，面向包括董事（非执行董事除外）、高级管理人员，以及董事局认定对本公司整体经营业绩和发展有直接影响的核心技术人才和管理人员共404人，总共授出107,320,000份股份期权（占公司目前总股本的0.98%），行权价格为25.85元/股，有效期为自授出日期起六年。公告中声明股份期权须待由董事局厘定的各承授人若干个人表现指标及本公司若干业绩表现指标达成后，方可行使。2018年年报中还提到，未来几年，公司还将陆续分批次推出股权激励计划。我们认为，公司通过员工持股计划，促使员工利益与公司利益保持一致，调动员工积极性，将有助于公司凝聚力增强及各项业务良好发展。

表 1：公司员工持股计划

期权授出日期	承授人	授出股份期权之股份数目	认购价	股份期权的有效期限	股份期权的归属期
2018年员工持股计划	404名承授人包括董事（非执行董事除外）、高级管理人员，以及董事局认定对本公司整体经营业绩和发展有直接影响的核心技术人才和管理人员	107,320,000股股份	每股股份港币25.85元	自授出日期起计六年	每三分之一所授出股份期权将分别于二零二零年六月二十九日、二零二一年六月二十九日和二零二二年六月二十九日归属

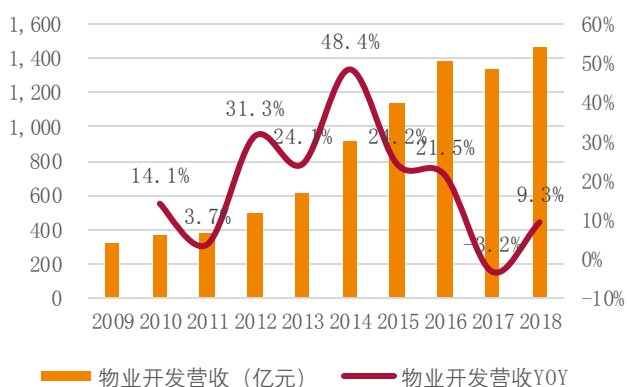
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 物业开发业务：拿地销售发力，龙头重振雄风

2.1. 物业开发业务或重回高增通道

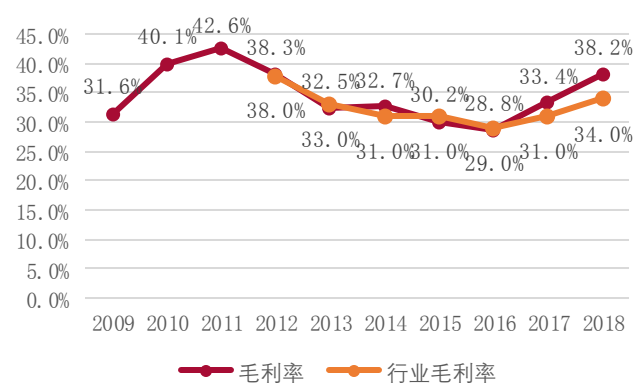
2018年开始公司结转营收将步入上升通道。16、17年营收增速放缓且处于低位，主要受14年销售额增速放缓拖累。15、16年受益于一二线城市市场火热，公司销售增速大幅增长，17年在以一线城市为首、及部分热点二线城市的政策抑制的打压下，公司销售均价有所下滑，销售额增速放缓，18年伴随着一二线城市的结构性回暖，销售增速重回高增长。15-18年公司全口径销售额年复合增速约为20%，维持较高增速，随这部分销售金额逐渐步入结算周期，公司收入规模有望重回高增通道速。2018年全年公司销售面积达1594万平方米，同比增长10.2%，港币口径销售金额3012.4亿元，同比增速29.8%，销售均价港币18905元/平，同比增长35%，人民币口径销售金额为2639亿元，同比增速36%，销售均价为16562元/平方米，同比大幅增长。19年H1公司实现销售额港币1942亿，同比实现28.7%的高增长，完成全年目标（3500亿港币）的55%，对20、21年公司结算规模形成有力支撑。

图 9：物业开发营业收入及其增速（人民币）



资料来源：Wind，天风证券研究所

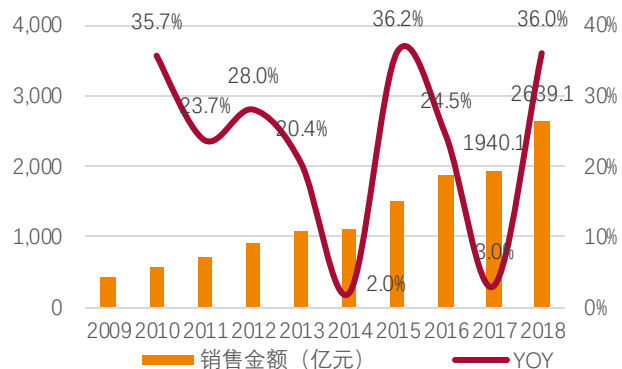
图 10：毛利水平稳中有升，远超行业平均



资料来源：Wind，天风证券研究所

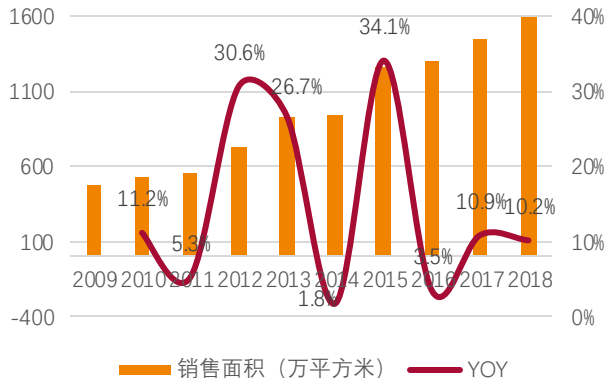
公司的销售排名在近年来有所波动但仍处行业领先地位, 2018 年公司销售规模全国排名第七, 与上一年度持平。

图 11: 公司地产业务合同销售金额及其增速 (人民币)



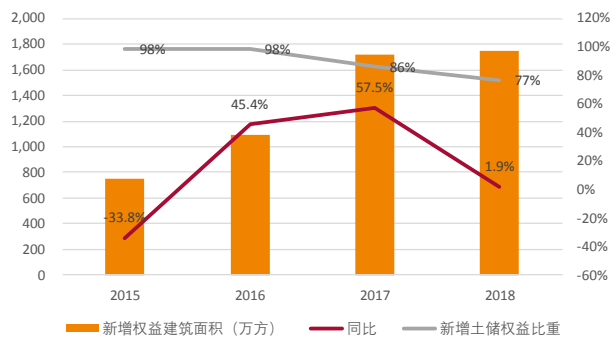
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 公司地产业务合同销售面积及其增速



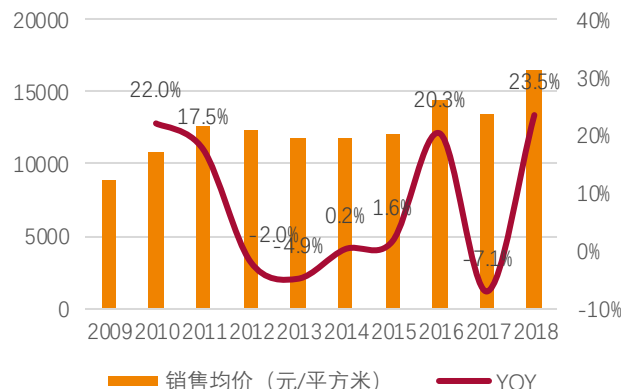
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 公司地产业务权益销售金额及其增速 (人民币)



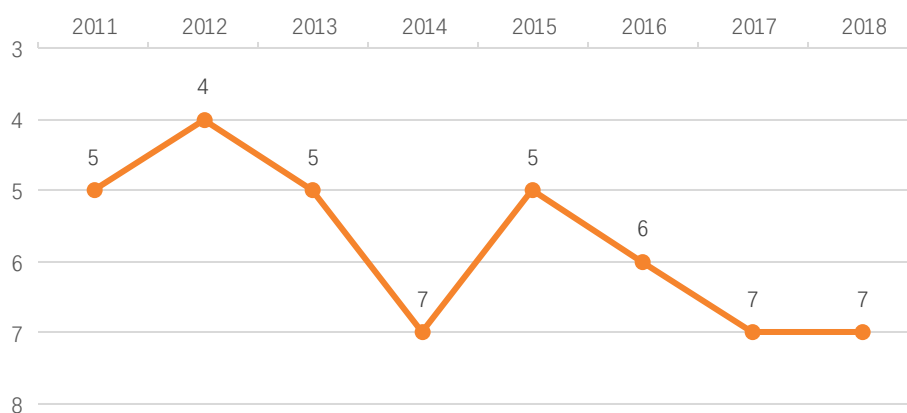
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 地产业务合同销售均价及其增速 (人民币)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 公司销售规模排名

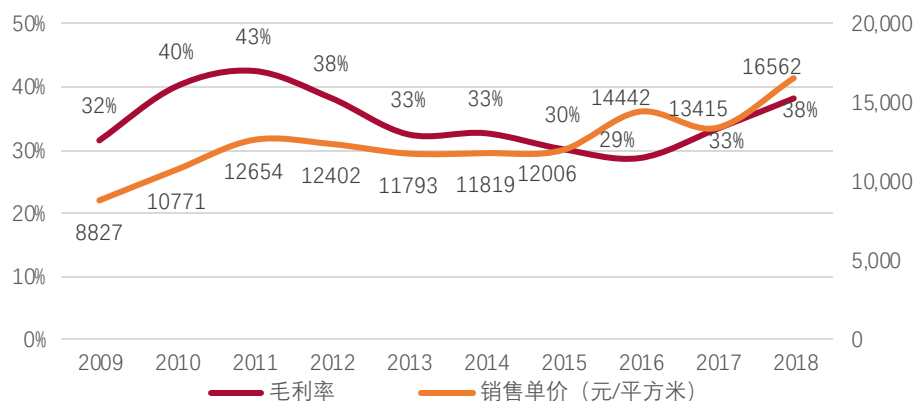


资料来源: CRIC, 天风证券研究所

公司结转毛利率受 1-2 年前的销售单价波动的影响明显。2015 和 2016 年公司毛利率大幅下滑处于近 10 年的低位, 对应 2013、14 年公司销售单价为 11793、11819 元/平方米, 比 11 年的 12654 元/平方米下滑明显, 同样处于较低水平。

15 年销售放量，16、18 年价量齐升，步入结算期带动公司业绩快速释放。受益于 15 年公司销量大幅提升，16、18 年销售价格大幅提升同时销量得到保证。之后的全国房价步入新一轮的涨价周期，公司销售均价快速回升，16 年销售均价同比增长 20%，尽管 17 年销售单价略有下滑，18 年迅速回升至 16562 元/平方米，同比增长 23.5%，处于近 10 年来最高位。由于公司销售均价在 16、18 年均有明显上涨，但拿地均价保持平稳，预计 18-20 年结转毛利率会有明显提升。其中 18 年已经兑现，19、20 年值得期待。

图 16：公司销售单价变动领先毛利率约 1-2 年（人民币口径）



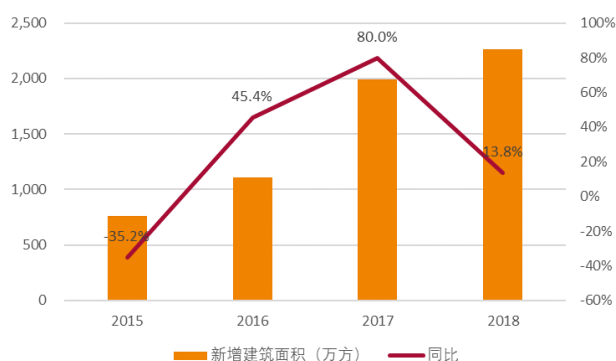
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 深耕核心一二线，深化合作拿地

公司始终秉持深耕一二线城市的战略，17、18 年加快权益合作。公司（不含中海宏洋）2018 年在北京、上海、广州、深圳、成都、大连、杭州等 28 个热点城市和香港取得新增土地储备共 1764 万方。从权益比例来看，2017、18 年公司拿地权益比重有所下降，分别为 84%、72%，或影响后续结算权益比重。18 年拿地增速有所放缓，但总体土储仍然十分扎实。

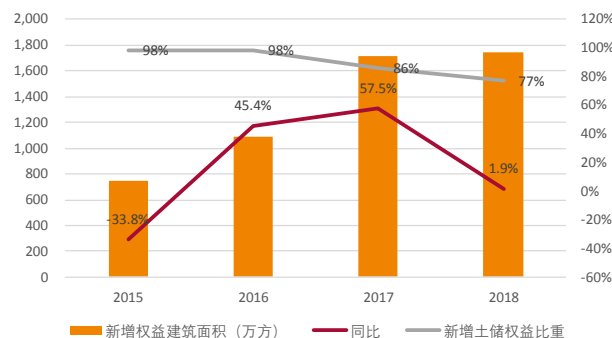
目前在手土储来看公司全国土地储备布局以华北、长三角、华南核心省会城市为中心，扩张长三角、珠三角城市，缩减除京津冀南之外的北方城市，扩张核心一二线城市，收缩三线城市战略坚定。北方城市以京津为核心，辐射济南、青岛，2018 年四城土储面积达 2086 万方，占总土储比重 30%，华南地区，广州为公司重点深耕城市，2018 年土地储备达到 572 万平方米，占公司总土储 8.2%，同时加强辐射以珠海、佛山为主的二线城市。此外，17 年以来，公司在成渝、西安、昆明等均有加强布局。公司坚持“主流城市、主流地段”的投资战略，重点选择一二线核心城市的优质地块，不断推进深耕进程。截至 2018 年，公司于国内外房地产市场累计进驻城市达到 40 个（不含宏洋），形成更完善的城市布局。2018 年公司（不含中海宏洋）累计总土地储备达到 7010 万平方米，其中一线城市占比 17.7%，二线城市占比 76.4%，三线城市不断收缩。

图 17：公司新增（公开市场）土储面积及同比（含中海宏洋）



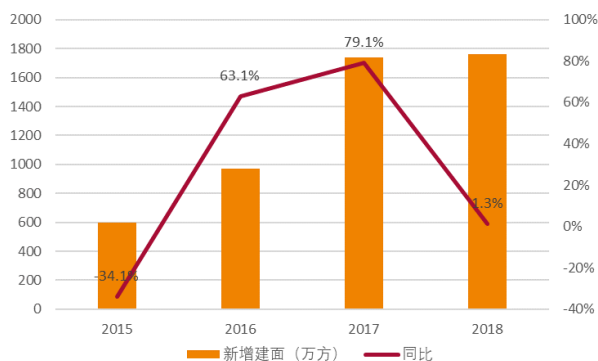
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司新增（公开市场）权益土储面积及同比（含中海宏洋）



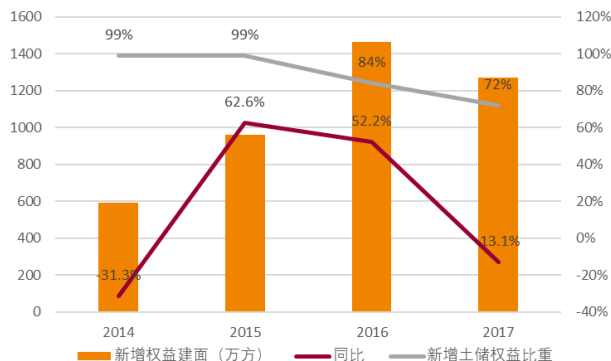
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19: 公司新增(公开市场)土储面积及同比(不含中海宏洋)



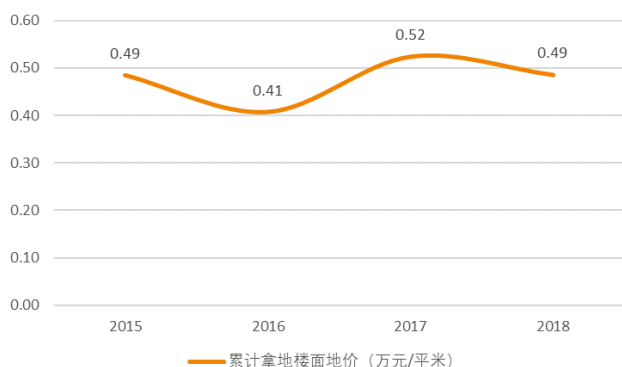
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 公司新增(公开市场)权益土储面积同比(不含中海宏洋)



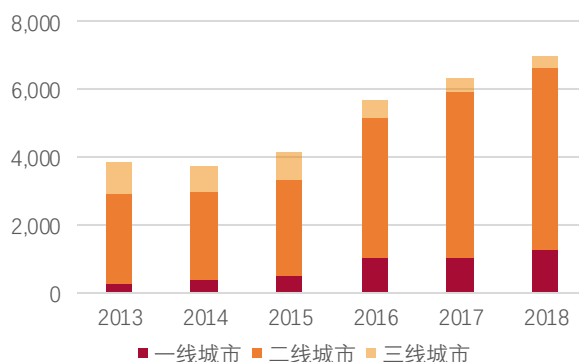
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 公司(含中海宏洋)累计拿地均价



资料来源: wind, 天风证券研究所

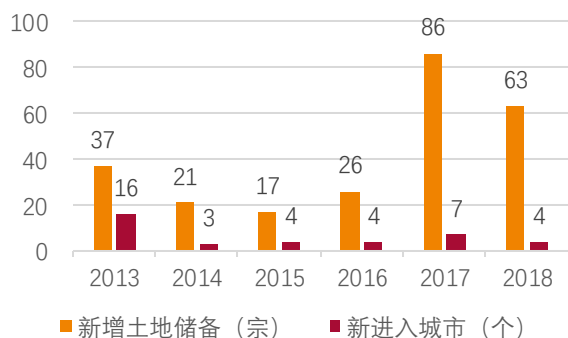
图 22: 2018 年公司(不含中海宏洋)累计土储中一二线占比 95%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

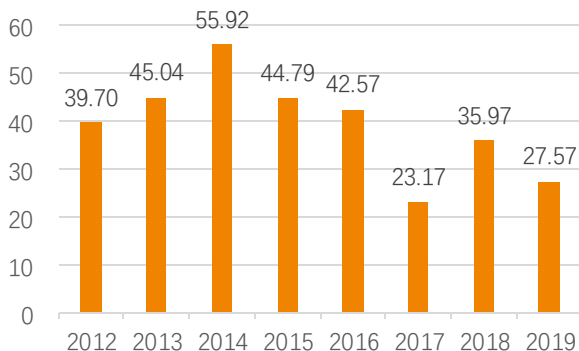
高周转、快运营模式下，项目平均规模得到控制。从 2016 年开始，新增土地储备项目增速远超过新进入城市的速度，表明公司在深化对已开拓城市的布局，推进深耕进程。同时在公司高周转策略之下，控制单个项目平均面积持续下降，2018 年平均项目面积仅为 35.97 万方，较 2014 年的 55.92 万平方米下降 36%，公司运营效率进一步提升。

图 23: 公司新增项目数量增速明显快于新进入城市个数(含宏洋)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: 公司 14 年以来单项目面积呈现下降趋势(万平米)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 商业地产发展迅速，积极探索城市运营

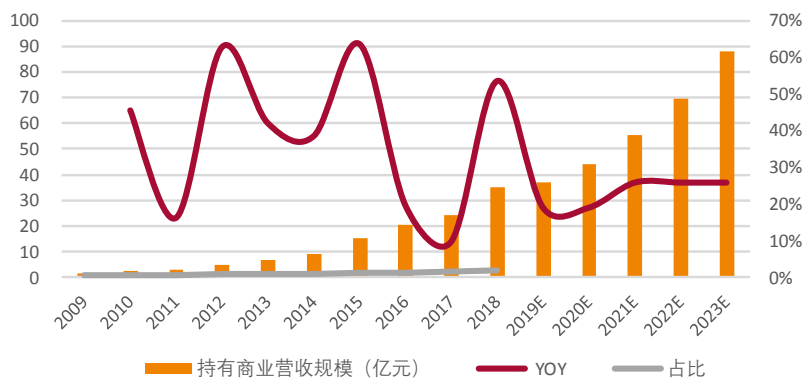
公司的商业地产业务覆盖甲级写字楼、联合办公、购物中心、星级酒店、长租公寓、公共文化设施等产品系列。2018年,公司商业地产实现营业收入 40.6 亿港元,同比增长 38.1%,毛利率 68.6%,同比增长 0.9 个百分点,累计持有商业物业超过 409 万平方米。尽管地产投资业务规模较小,其营收仅占公司总营收的 2.1%,但增长潜力巨大且毛利率水平高。

在所有业态中,公司在写字楼领域占据优势,商业物业营收的 70%来自写字楼租金,且公司运营一年以上的写字楼平均出租率长期保持在 90%以上,公司重点深耕的北京、上海、南京的写字楼出租率高达 98%,展现了公司在商业物业上的高运营效率。截至 2018 年底,公司累计持有已竣工的写字楼达 42 栋,是中国内地最大的单一业权写字楼发展商。

公司正在开发和待开发的商业物业达到 547 万平方米,公司 2020 年商业物业总收入目标为港币 50 亿元,2018-2020 年复合增长率为 11%,2023 年目标 100 亿元,对应增速约为 26%。未来商业地产业务存在较大增长空间。

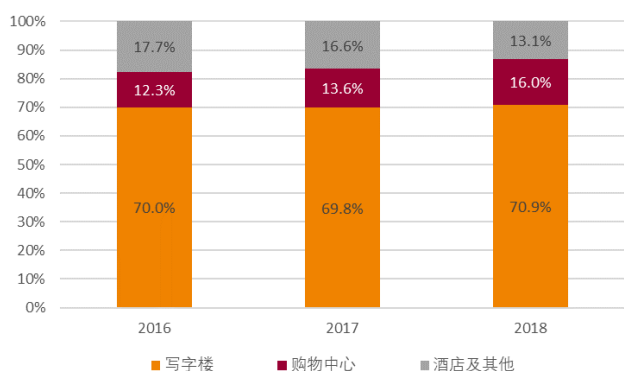
此外,公司还积极参与城市运营建设,在创意设计 & 现代服务方面积极探索,开发了深圳市当代艺术与城市规划馆、雄安市民服务中心等文化地标。预计未来公司在城市公共项目的开发建设上持续发力。

图 25: 公司商业物业营收及其同比增速 (人民币)



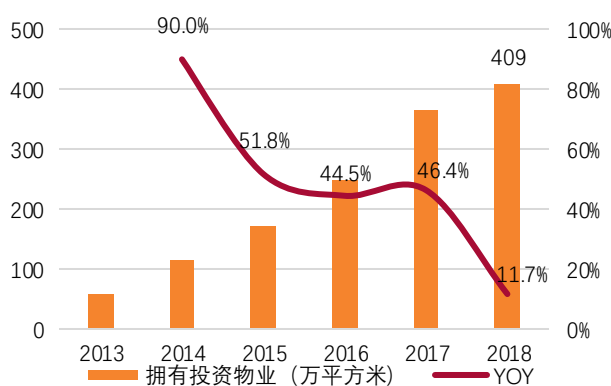
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 26: 公司商业物业营收结构



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 公司拥有投资物业面积 (万平方米)



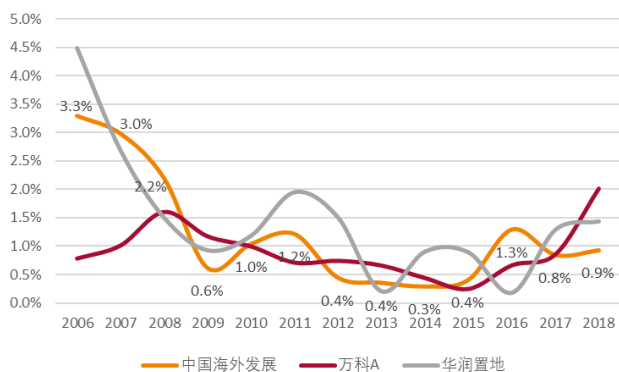
资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 融资优势显著, 财务杠杆加速发力

4.1. 融资成本低企，海外融资渠道丰富

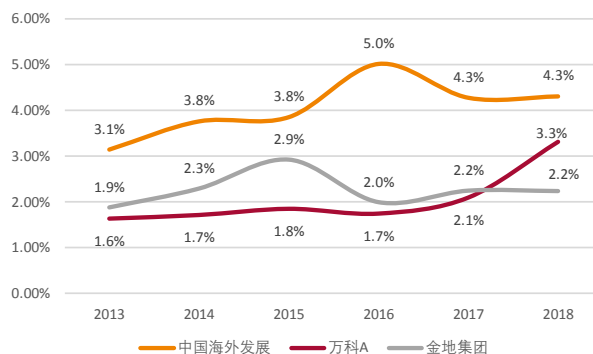
公司的财务费率与综合融资成本长期处于行业低位。近10年来公司财务费用率保持低位，不超1.5%，2018年公司财务费用率0.9%，明显低于可比公司。2016年公司财务费用率上升是由于同年利息资本化率骤降叠加综合财务成本较高导致，随着16、17年利息资本化率略微回升并稳定在83%左右，财务费用率随之明显下降。公司综合融资成本略高于可比公司万科A和金地集团，但持续位于行业低位，2015年公司综合融资成本仅为3.8%，2018年综合融资成本为4.3%，同比去年上升0.03个PCT，但低于16年高点，反映出公司融资结构的持续改善，利息支出有所控制。2016年开始公司资本化利息/库存物业占比有所下降，对毛利率的拖累效果也有所减弱。

图 28：公司财务费率维持低位稳定



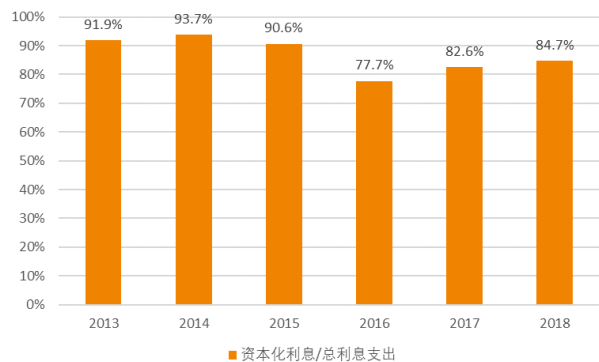
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：可比公司综合融资成本



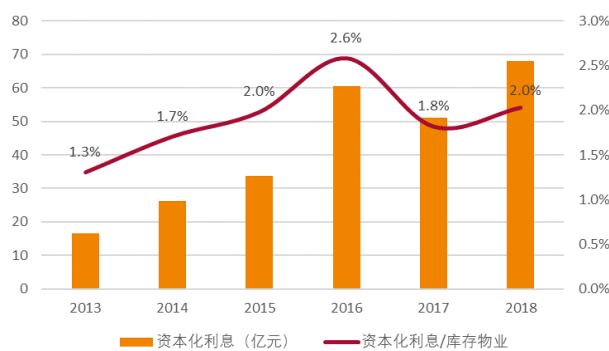
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：资本化利息占利息支出比重有所控制



资料来源：Wind，天风证券研究所

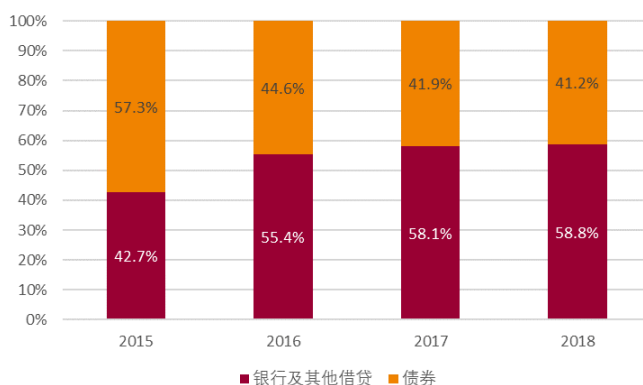
图 31：公司资本化利息/库存物业占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

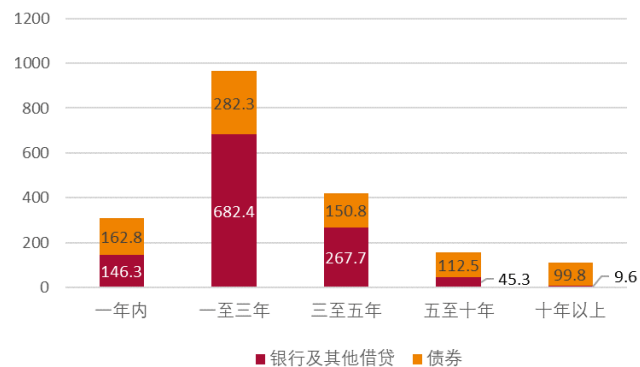
公司进行多币种融资来支持跨境业务布局，降低综合融资成本。近三年来公司融资中约57%来自银行借贷，43%来自各类债券，这一比例保持稳定。公司的信用评级表现较优，获惠誉A-评级，位于业内最高信用评级。2018年末49%的有息负债将于一至三年内到期，预期公司中期面临一定的偿付压力。利率方面，67.3%的银行及其他借贷来自人民币借贷，对应固定利率4.28%至7.50%，该利率区间上限不断下降，明显低于2015年的11%，显示公司的授信水平良好。31%的银行及其他借贷为港币借贷，对应浮动利率HIBOR+指定利率或免息。

图 32：公司 15-18 年有息负债构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：2018 年年底有息负债到期日分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：公司信用评级情况

评级机构	评级	展望
惠誉	A-	稳定
穆迪	Baa1	稳定
标准普尔	BBB+	稳定
联合	AAA	稳定

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 3：银行借贷利率（固定利率和浮动利率）情况

港币亿元	2015	2016	2017	2018
人民币借贷	887.4	669.4	665.1	761.1
占比	68.2%	69.6%	63.0%	67.3%
利率	3.92%至 11.00%	3.91%至 8.30%	4.28%至 7.50%	4.28%至 7.50%
美元借贷	13.6			
占比	1.0%			
利率	LIBOR+指定利率			
英镑借贷	22.0	18.3	20.1	19.9
占比	1.69%	1.90%	1.90%	1.76%
利率	LIBOR+指定利率	LIBOR+指定利率	LIBOR+指定利率	LIBOR+指定利率
港币借贷	378.0	274.8	370.3	350.7
占比	29.06%	28.55%	35.09%	30.99%
利率	HIBOR+指定利率或免息	HIBOR+指定利率或免息	HIBOR+指定利率	HIBOR+指定利率
合计	1,301	962	1,055	1,132

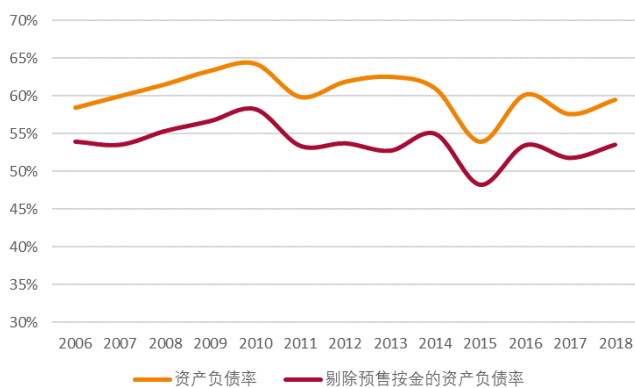
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 适当加杠杆配合业务扩张，偿债能力行业领先

公司资产负债水平总体保持稳定，15 年资产负债率处于历史低位，16、17 年由于融资拿地节奏加快而明显回升，2018 年底，公司资产负债率为 59.5%。剔除预收账款的资产负债率保持在 52%上下，2018 年稍有回升。公司净负债率长期处于低位，较同业可比公司更为稳健，流动现金充盈。公司净负债率在 15、16 年处于历史最低位，由于公司货币资产增加、债务减少，公司净负债率显著下降。2017 年之后随着公司拿地力度加大，净负债率回

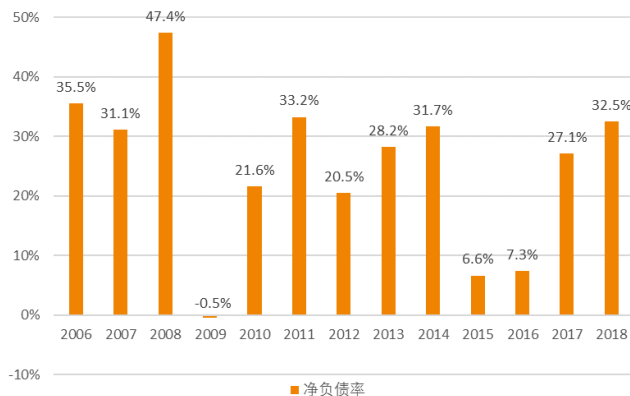
升至 2018 年的 32.5%并保持低位稳定。

图 34：公司资产负债率水平长期稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：公司净负债率回升至历史稳定水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司现金偿债能力不断提升，现金流、EBITDA 对债务的覆盖程度 18 年均有好转。

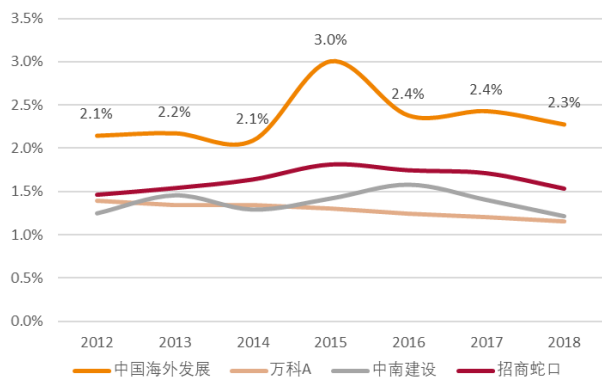
公司在手现金充足，2018 年现金及现金等价物 842 亿人民币（折合港币 1005.6 亿），占总资产的 13.2%，且公司在手现金占总资产比重长期保持在 13%以上，为债务清偿提供保障。公司流动比率处于行业领先水平，有形资产/带息债务比值 2017 年大幅回升，从去年的实力地位 3.4%上升至 4%，长期明显超过同业公司，表现出公司有形资产对有息负债的清偿保障水平较高。同时公司经营性现金流不断好转，2018 年公司的经营性现金流/有息负债比值波动上升，在 2017 年为-0.26，18 年回升到-0.05，EBITDA/利息费用由 17 年的 50.3 上升至 52.8，表现出公司在手现金不断积累。

图 36：公司在手现金及占总资产比重



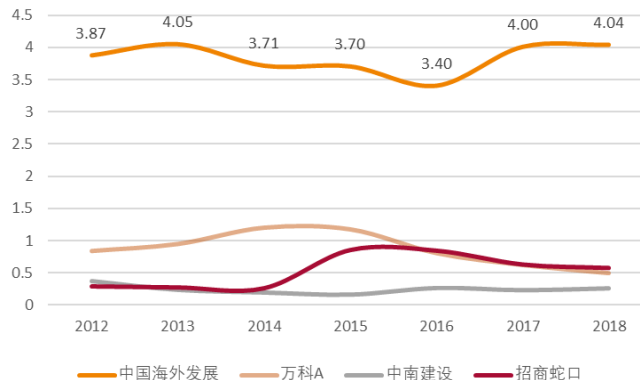
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：公司及可比公司流动比率



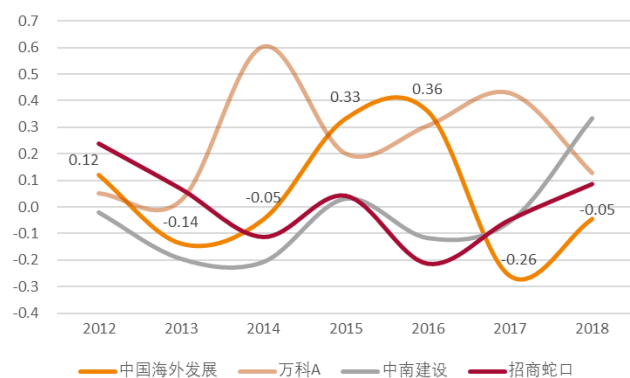
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：公司与可比公司有形资产/带息债务



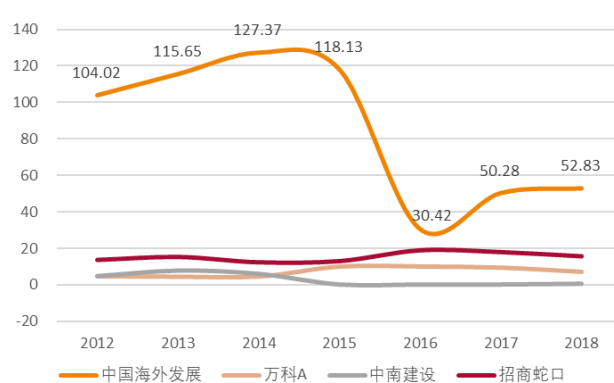
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：公司与可比公司经营现金流量净额/带息债务



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：公司与可比公司 EBITDA/利息费用



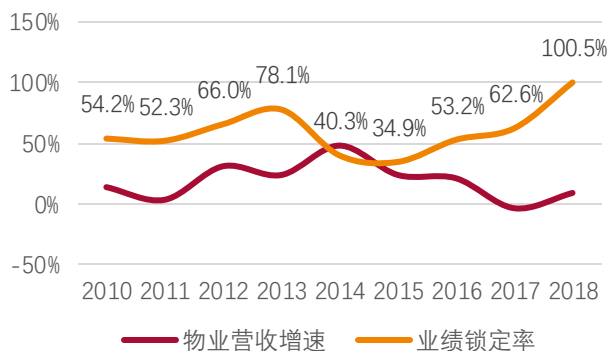
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 精益求精，管理红利释放在即

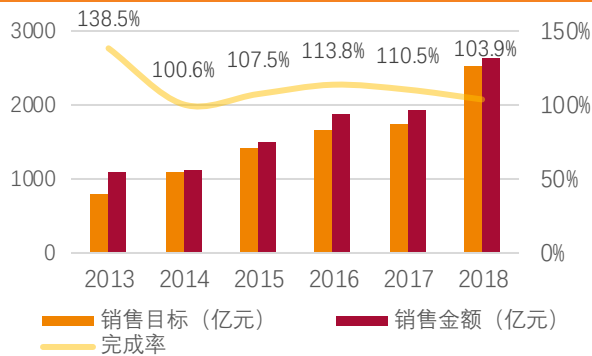
我们发现公司业绩锁定率领先物业开发业务结转收入，表现出公司具有较强的结转收入控制力，反映了公司扎实的业务水平与管理能力。2018 年公司业绩锁定率大幅回升至 100.9%，我们预计公司能够在短期内进行快速的业务提升。另一方面，2013 年开始公司每年初制定的目标销售金额，都能在年末大幅超额实现，也印证了公司较强的业务能力与预期管理能。

图 41：公司业绩锁定率大幅上升

图 42：公司持续超额完成销售目标



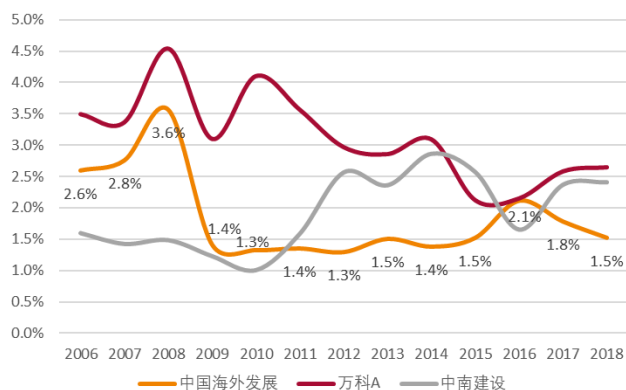
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 公司官网, 天风证券研究所

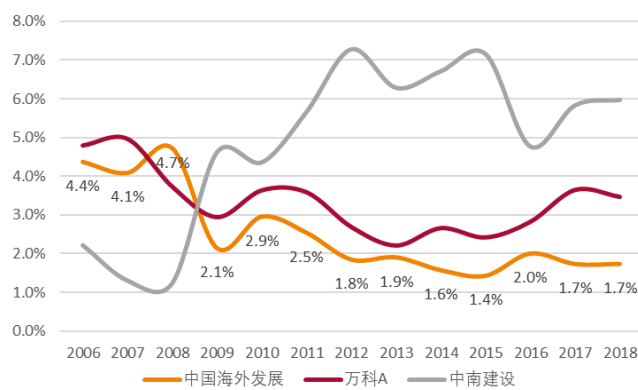
公司的销售、管理费用均属于行业领先水平，公司核心管理层及职业经理人制度带来的管理红利有望步入释放期。同可比公司相比，我们发现公司销售费率、管理费率相对低于可比公司，且常年维持低位，反应了公司领先的营运成本控制能力和较高的管理效率。2016年开始公司加快深耕节奏，业务向核心区域收敛，销售费率和管理费用都明显下降，2017年1月开始，颜建国离开龙湖地产回归中海出任董事局主席。2018年，集团被列入中央企业首批实施职业经理人制度试点，高管人员均签署职业经理人履职协议，更有效地强化中高级管理人员的事业共同体意识，17、18年公司销售、管理费率均有下滑，而从2017年开始公司核心领军人物、职业经理人制度的作用下的项目运营，绩效将步入释放期，公司管理红利有望得到大幅释放。

图 43: 公司及可比公司销售费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 44: 公司管理费率属于行业领先



资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 盈利预测及估值

营收增速：截至 2018 年，公司在手货值丰富，已售未结货值 1764 亿港元，较为充足。公司的土地储备以一二线城市为主，坚持“核心城市，核心地段，核心产品”的战略，具备较强的增值保值增值能力。19 年以来，一二线城市销售热度重启，并结构性领先全国，公司或将继续明显受益。

毛利率方面：我们认为后续公司地产业务毛利率上涨可期。公司物业开发业务毛利率已多年连续提高，并且平均物业售价 2016-2018 年明显上涨。随着高溢价物业步入结转期，未来毛利率还有进一步提高的空间。

6. 投资建议

公司深耕地产四十年，2016-18 年合约销售复合增速达 20%，19、20 年有望继续高速增长，已售未结货值较充裕；公司土储约 7010 万方，且 94% 为一二线核心城市的核心地段，资源价值十分丰厚；公司多年以来保持行业领先水平的融资成本，通过多种融资方式控制了融资成本。预计随着前期高速销售额步入竣工结算期，公司业绩有望超预期释放。基于以上，

我们预计公司 19-20 年归母净利润分别为 529 亿、615 亿，对应 EPS 为 4.83、5.61 元，出于谨慎我们给予公司 7 倍 PE，对应 2019 年目标价位 37.68HKD，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司一致性预期 PE（截至 2019 年 7 月 25 日）

	2019E	2020E	2021E
万科企业	7.59	6.56	5.72
华润置地	7.86	6.84	5.80
龙湖地产	8.50	6.91	5.78
可比公司平均 PE	7.98	6.77	5.77

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	99,460.06	96,105.34	217,826.78	199,943.21	206,183.58
应收账款	8,826.28	7,471.12	9,440.50	12,187.69	15,271.17
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	335,624.42	382,912.15	483,847.80	624,647.50	782,683.32
其他	57,879.75	80,543.54	214,709.80	370,671.96	523,572.54
流动资产合计	501,790.51	567,032.15	925,824.88	1,207,450.36	1,527,710.62
权益性投资	20,637.42	26,682.87	26,682.87	26,682.87	26,682.87
金融资产投资	97,377.39	111,574.40	26,682.87	26,682.87	26,682.87
固定资产合计	3,897.60	3,666.27	3,653.28	3,640.29	3,627.29
无形资产	64.53	64.53	64.53	64.53	64.53
商誉	64.53	64.53	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	21,637.35	16,320.44	40,576.09	74,411.39	112,388.67
非流动资产合计	143,614.28	158,308.51	97,595.11	131,417.42	169,381.71
资产总计	645,404.79	725,340.66	1,023,419.98	1,338,867.78	1,697,092.33
短期借款及长期借款当期到期部分	13,324.58	14,627.00	60,000.00	70,000.00	75,000.00
应付账款	51,265.80	58,190.34	70,481.42	90,991.51	114,012.36
应交税费	29,741.62	34,880.73	34,880.73	34,880.73	34,880.73
其他流动负债	112,210.57	141,438.09	260,433.61	426,425.87	612,738.21
流动负债合计	206,542.57	249,136.16	425,795.76	622,298.11	836,631.30
长期借款	147,814.64	165,044.60	194,543.00	217,532.72	248,962.34
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	17,504.15	17,553.66	38,498.22	67,714.74	100,507.82
非流动负债合计	165,318.79	182,598.25	233,041.22	285,247.46	349,470.16
负债合计	371,861.36	431,734.42	658,836.98	907,545.57	1,186,101.46
少数股东权益	7,849.14	10,125.17	12,248.48	17,492.71	26,302.31
股本	90,420.44	90,420.44	90,420.44	90,420.44	90,420.44
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	181,830.85	211,506.10	264,422.11	325,917.08	396,776.15
其他	-4,008.15	-2,508.02	-2,508.02	-2,508.02	-2,508.02
股东权益合计	273,543.43	293,606.24	364,583.00	431,322.21	510,990.87
负债和股东权益总计	645,404.79	725,340.66	1,023,419.98	1,338,867.78	1,697,092.33

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	40,766.84	44,900.30	52,916.01	61,494.98	70,859.06
折旧摊销	208.46	217.78	12.99	12.99	12.99
财务费用	4,561.46	4,003.57	3,082.14	3,537.20	4,178.86
少数股东损益	1,375.28	1,801.67	2,123.30	5,244.23	8,809.60
营运资金变动	-9,898.65	11,930.15	-6,622.86	26,017.35	51,328.89
经营性应收项目的减少	0.00	0.00	0.00	420.40	515.60
经营性应付项目的增加	0.00	0.00	12,291.08	20,510.09	23,020.85
存货的减少	0.00	0.00	-432.12	-324.45	-435.12
其它	-9,898.65	11,930.15	-18,481.82	5,411.31	28,227.56
经营活动现金流	-42,037.41	13,731.82	52,848.71	98,092.66	137,503.92
交易性金融资产的减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融性投资的减少	-30,284.21	-14,197.01	84,891.53	0.00	0.00
权益性投资的减少	-4,599.06	-6,045.46	0.00	0.00	0.00
固定资本投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产投资	0.00	0.00	-0.10	-0.10	-0.10
投资活动现金流	-8,079.45	-20,242.47	84,891.43	-0.10	-0.10
债权融资	-6,866.71	18,532.39	74,871.40	32,989.72	36,429.62
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-6,273.93	-6,221.00	-4,419.26	-5,323.11	-6,493.37
筹资活动现金流	-13,140.64	12,311.39	70,452.14	27,666.61	29,936.25
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-63,257.50	5,800.73	208,192.29	125,759.18	167,440.07

利润表

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	163,972.17	169,658.90	214,380.98	276,765.85	346,787.61
营业成本	109,272.36	104,855.41	130,565.87	167,730.24	210,859.57
销售费用	2,949.52	2,621.75	3,312.84	4,871.08	6,103.46
管理费用	2,848.69	2,966.59	3,708.79	4,788.05	5,999.43
财务费用	2,798.36	4,523.45	4,419.26	5,323.11	6,493.37
其他	0.00	0.00	-6,542.75	-6,381.87	-6,462.31
利润总额	63,419.30	72,568.41	78,916.97	100,435.25	123,794.09
所得税	21,277.18	25,866.44	23,877.65	33,696.04	44,125.43
净利润	42,142.12	46,701.97	55,039.32	66,739.21	79,668.66
少数股东损益	1,375.28	1,801.67	2,123.30	5,244.23	8,809.60
归属于母公司净利润	40,766.84	44,900.30	52,916.01	61,494.98	70,859.06
每股收益(元)	3.72	4.10	4.83	5.61	6.47

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	3.31%	3.47%	26.36%	29.10%	25.30%
营业利润	11.06%	14.43%	8.75%	27.27%	23.26%
归属于母公司净利润	10.12%	10.14%	17.85%	16.21%	15.23%
获利能力					
毛利率	33.36%	38.20%	39.10%	39.40%	39.20%
净利率	24.86%	26.47%	24.68%	22.22%	20.43%
ROE	15.41%	15.91%	15.10%	15.47%	15.59%
ROIC	20.20%	16.17%	16.10%	20.01%	19.06%
偿债能力					
资产负债率	57.62%	59.52%	64.38%	67.78%	69.89%
净负债率	27.93%	39.04%	9.39%	47.38%	80.99%
流动比率	2.43	2.28	2.17	1.94	1.83
速动比率	0.80	0.74	1.04	0.94	0.89
营运能力					
应收账款周转率	19.75	20.82	25.35	25.59	25.26
存货周转率	0.55	0.47	0.49	0.50	0.49
总资产周转率	0.27	0.25	0.25	0.23	0.23
每股指标(元)					
每股收益	3.72	4.10	4.83	5.61	6.47
每股经营现金流	-3.84	1.25	4.82	8.95	12.55
每股净资产	24.25	25.87	32.16	37.77	44.24
估值比率					
市盈率	7.58	6.88	4.67	4.02	3.49
市净率	1.16	1.09	0.70	0.60	0.51
EV/EBITDA	47.28	42.23	2.95	2.58	2.15
EV/EBIT	47.48	42.38	2.95	2.58	2.15

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