光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

混改中迸发能量的高成长国企

——中国金茂（0817.HK）首次覆盖报告

公司动态

◆**混改推进释放活力，高管增持彰显信心**

2018 年 1 月，公司配售 9 亿新股给新华人寿及嘉里控股等，大股东持股比例降至 50%以下。2018 年初至今高管四次增持公司股份，耗资 2.95 亿港元，平均价格约 3.88 港元/股。

◆**销售增速较高，土储充裕优质，品牌溢价明显**

2018 年 1-7 月,公司累计签约 789 亿元，同比+188%，增速位居行业前列；截止 2018 年 3 月,公司二级土储约 2772 万平，一二线城市占比超九成，按年均增速 25%计算基本满足未来 5 年发展；“金茂”连续 13 年入选《中国 500 品牌价值榜》，2017 年销售均价超 2.4 万/平方米，品牌溢价明显；房住不炒及生育放开大前提下，居民住房需求将更侧重品质。

◆**资源禀赋独特，一级开发利润丰厚**

公司凭借独特资源禀赋积极参与一级开发，目前土地一级开发业务主要包括长沙梅溪湖国际新城和南京青龙山国际生态新城，随着区域开发成熟，土地价格持续提升，公司获利丰厚；2017 年至今，公司与青岛、济南、泉州、温州、武汉、长沙、河源、瑞安等多城市签署开发合作协议。

◆**融资优势明显，财务结构稳健，利于介入并购**

2017 年末公司综合融资成本 4.83%维持低位，2018 年初两次发行债券利率分别为 4.99%和 5.20%；2017 年末净负债率 73%维持合理区间。房地产资金面紧缩情况下，融资成本优势将利于公司后续介入并购获取资源。

◆**12 个月目标价 4.59 港元，首次覆盖给予“买入”评级**

预测公司 2018-2020 年净利润分别为 52、67、80 亿元，3 年 EPS 分别为 0.45、0.58、0.70 元，当前股价对应预测 PE 为 6.2x/4.8x/3.9x，对应预测股息率分别为 6.5%、8.4%、10.1%。公司资源禀赋独特，融资优势明显，土储优质充裕，销售增速较高，品牌溢价较高，股息率较高，综合给予 2018 年 9 倍 PE 估值，12 个月目标价人民币 4.02 元，（按照目前汇率对应 4.59 港元），首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**

调控深化有导致销售不及预期的可能；土地市场降温有导致一级开发土地出让不及预期的可能；汇率变化有导致汇兑损益增加的可能。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	27,304	31,075	44,623	58,952	72,993
营业收入增长率	53.65%	13.81%	43.60%	32.11%	23.82%
净利润（百万元）	2,536	3,978	5,163	6,655	8,046
净利润增长率	-16.72%	56.86%	29.78%	28.91%	20.89%
EPS（元）	0.24	0.37	0.45	0.58	0.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.0%	12.1%	14.2%	16.2%	17.3%
P/E	11.6	7.4	6.2	4.8	3.9
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 15 日

买入（首次）

当前价/目标价：**3.14/4.59** 港元

目标期限：12 个月

分析师

何缅南 (执业证书编号：S0930518060006)

021-22169170

hemiannan@ebscn.com

联系人

王梦恺

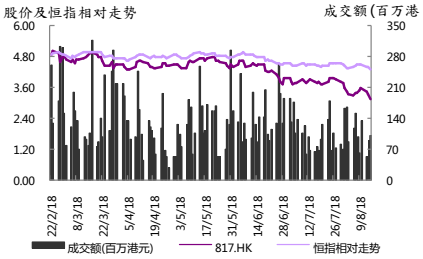
021-22169154

wangmk@ebscn.com

市场数据

总市值(百万港元)	36,265.71
H 股市值(百万港元)	36,265.71
总股本(百万股)	11,549.59
H 股股本(百万股)	11,549.59
12 个月低/高(港元)	3.035/5.6
3 个月平均成交(百万港元)	124.85

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-15.27	-21.61	-2.14
绝对	-19.49	-33.89	-1.59

资料来源：Wind

1、混改推进释放活力，管理层增持彰显信心

➢ 公司历史沿革

中国金茂是中国中化集团旗下房地产和酒店板块的平台企业。公司始终坚持高端定位和精品路线，在以品质领先为核心的“双轮两翼”战略基础上，聚焦“两驱动、两升级”的城市运营模式，致力于成为中国领先的城市运营商。

2004 年，公司在香港正式成立。2005 年，国务院正式批准房地产业成为母公司中国中化集团公司（简称“中化集团”）的主营业务。2007 年，公司在香港联交所主板上市，并与上港集团成立合资公司，共同开发上海部分项目。

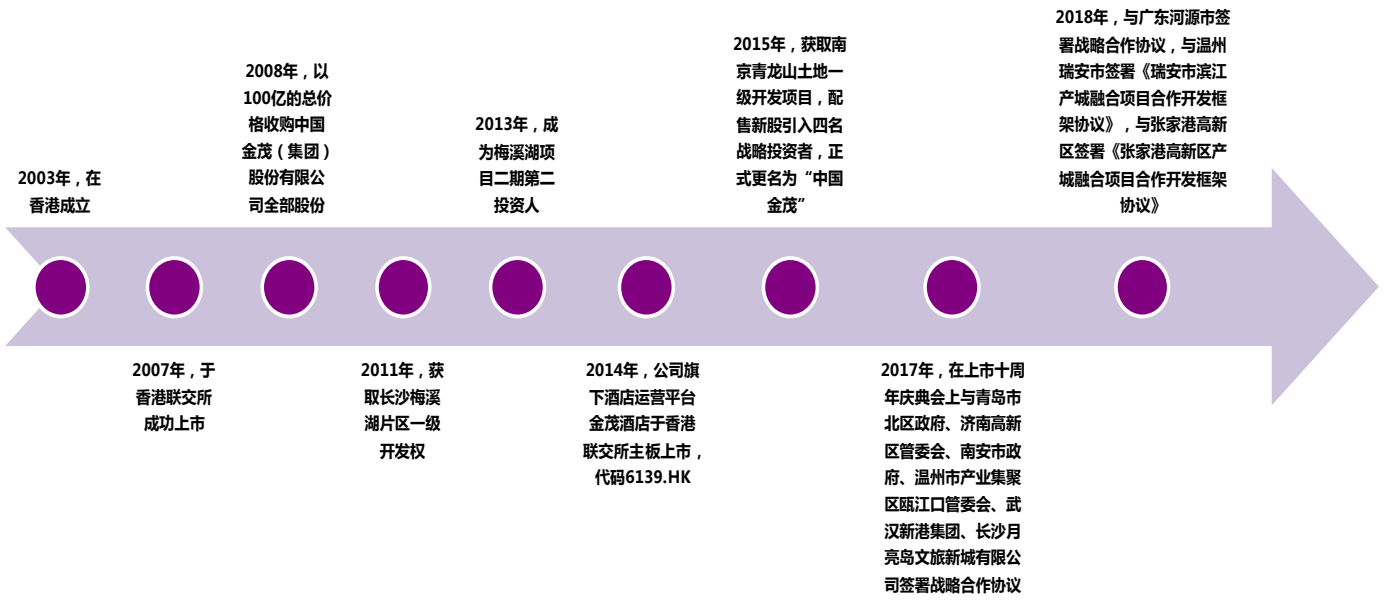
2008 年，公司以 110 亿元的总价格间接收购中国金茂（集团）股份有限公司的全部股份。2011 年，公司获取长沙梅溪湖片区一级开发权。2013 年，公司成为梅溪湖项目二期第二投资人。

2014 年，金茂酒店作为公司旗下的酒店运营平台，正式于香港联交所主板上市，代码 6139.HK。2015 年，公司获取南京青龙山土地一级开发项目，配售新股引入新华保险、GIC、华平、郭炳湘等四名投资人作为战略投资者，并更名为“中国金茂”。

2017 年，公司在上市十周年庆典会上与青岛市北区政府、济南高新区管委会、南安市政府、温州市产业集聚区瓯江口管委会、武汉新港集团、长沙月亮岛文旅新城有限公司签署战略合作协议。

2018 年，公司与广东河源市签署战略合作协议，与温州瑞安市签署《瑞安市滨江产城融合项目合作开发框架协议》，与张家港高新区签署《张家港高新区产城融合项目合作开发框架协议》。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，光大证券研究所

万得资讯

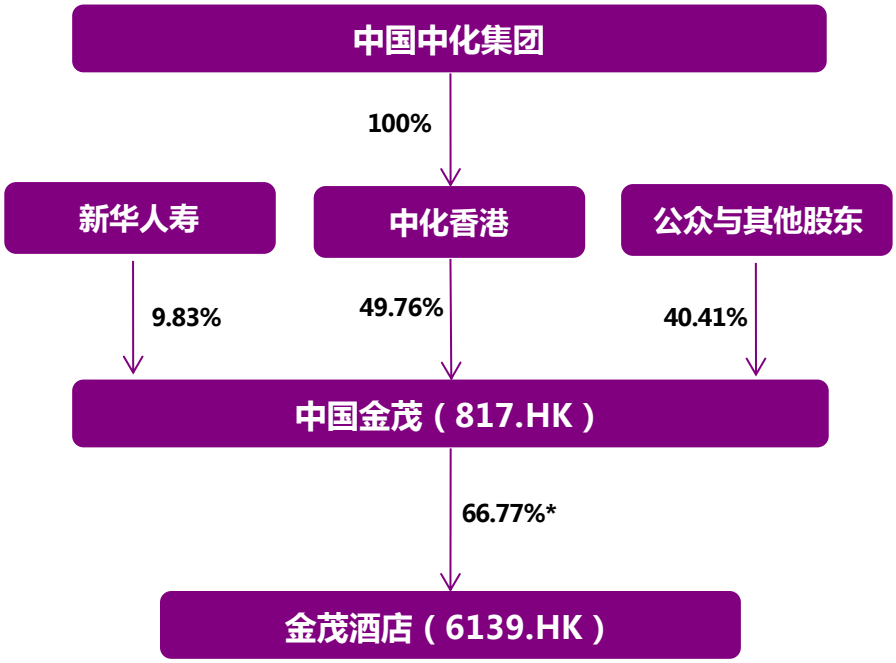
➢ **股权结构：混改推进释放活力，管理层增持彰显信心**

2015 年 6 月，公司配售 16 亿新股，平均价格 2.73 港元，引入新华人寿、GIC、华平、郭炳湘等四名投资人，配售完成后，新华人寿成为公司第二大股东。2018 年 1 月，公司配售 9 亿新股，以每股 3.7 港元配售给新华人寿与嘉里控股等。混改持续推进，有助于释放企业经营活力和积极性。

截止 2018 年 1 月 24 日，中化集团持有金茂 49.76%股份，是公司第一大股东和实际控制人。中化集团是中国国务院国有资产监督管理委员会监管的国有重要骨干企业，已连续 26 年入选全球财富 500 强(2017 年排名第 143)。中化集团是仅有 21 家获准发展房地产业务的国企之一，同时是 6 家获批准将酒店业务作为企业主营业务的国企之一。

2014 年 7 月，公司分拆旗下的酒店运营专业平台—金茂酒店，于香港联交所主板上市，股票代码 6139.HK。截止 2017 年末，公司持有金茂酒店 66.77%股份。

图 2：公司股权结构（截止 2018 年 1 月 24 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：中国金茂持有金茂酒店 66.77%股份的数据为截止 2017 年 12 月 31 日。

根据公司公告，公司执行董事、管理层分别于 2018 年 1 月 15 日、1 月 19 日、1 月 24 日、6 月 28 日使用自有资金场内增持公司股份。4 次合计增持公司股份约 7600.8 万股，合计耗资接近 2.95 亿港元，平均价格约 3.8771 港元/股。我们认为，管理层的连续增持彰显了对公司未来发展的强大信心。

表 1：公司高管增持股份情况

日期	股数（百万股）	平均价（港元/股）	耗资（百万港元）	资金来源
2018 年 1 月 15 日	31.60	3.8079	120.33	自有资金
2018 年 1 月 19 日	39.99	3.8680	154.67	自有资金
2018 年 1 月 24 日	2.80	4.8500	13.58	自有资金
2018 年 6 月 28 日	1.62	3.7686	6.11	自有资金
总计	**76.01**	**3.8771**	**294.69**	

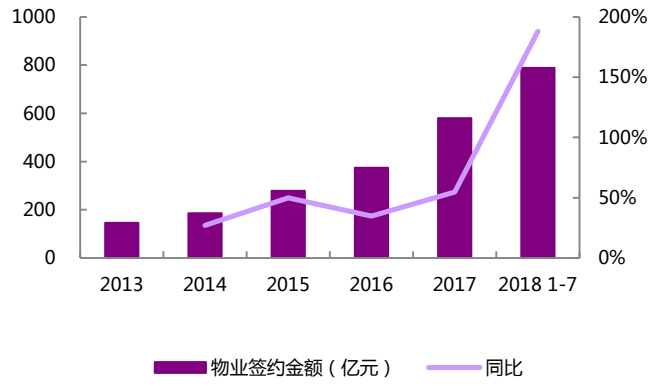
资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、物业开发销售：资源优质充裕，规模快速增长

➢ **规模增长提速，2018 年前 7 月销售额同比增 188%**

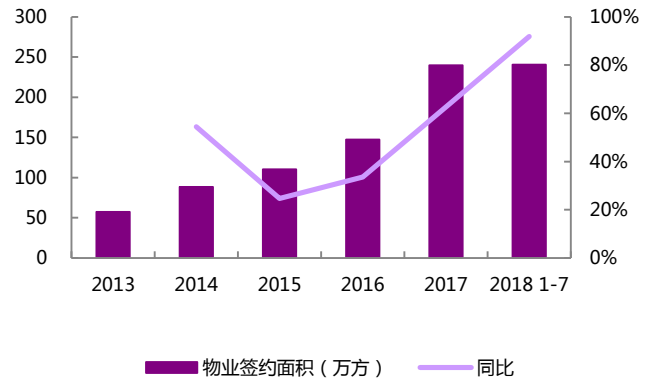
2015-2017 年，公司物业签约金额（不包括一级开发，下同）分别为 278、375、580 亿元，分别同比增长 50%、35%、55%，3 年 CAGR 约 46%。2018 年，公司积极推盘去化，1-7 月累计实现物业签约金额 789 亿元，规模已超去年全年水平，同比增速（+188%）在 50 家光大重点跟踪的上市房企中位列第一，预计大概率超额完成全年 1000 亿元销售目标（包括一级开发）。

图 3：公司物业签约金额及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：公司物业签约面积及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

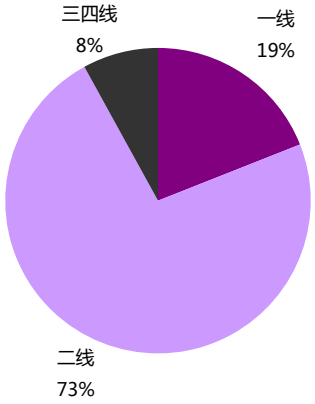
➢ **土地储备较为充裕，聚焦核心一二线城市**

截止 2018 年 3 月末，公司物业开发土地储备（二级）建筑面积约 2772 万方，权益土地储备建筑面积约 1739 万方。扣除已售未结部分（估算面积约 174 万方），按照 2017 年签约面积 240 万方以及年复合增长 25%计算，基本可以满足未来 5 年左右的发展需求，资源储备较为充裕。

从布局来看，公司土地储备聚焦全国核心一二线城市，资源价值较高，且结构相对均衡。截止 2018 年 3 月末，公司物业开发销售土储分布于全国 28 个城市，其中一线、二线、三四线城市面积占比分别为 19%、73%、8%；

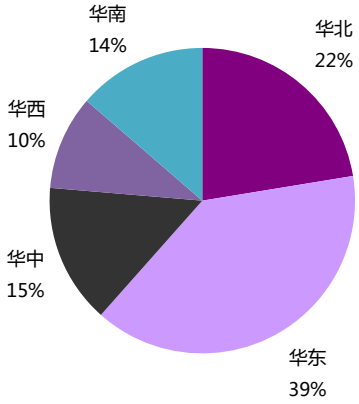
华北、华东、华中、华西、华南区域面积占比分别为 22%、39%、15%、10%、14%。

图 5：土地储备的城市能级结构（截止 2018.03）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图 6：土地储备的区域分布结构（截止 2018.03）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

➢ **产品对接一二线改善性需求，品牌价值显著**

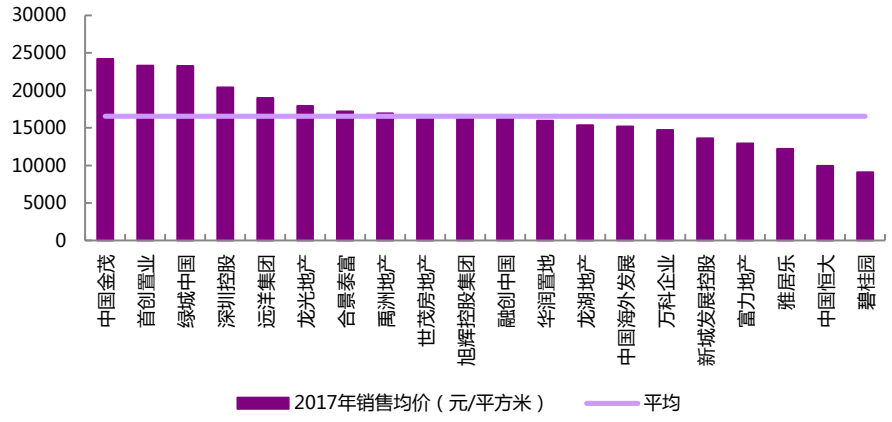
“金茂”品牌在市场上的知名度较高，“绿色科技、金茂品质”的“绿金”高端标准在地产行业内认可度较高，公司在品牌地产和品质地产领域具有较强的美誉度。2017 年，世界品牌实验室发布《中国 500 最具价值品牌排行榜》，“金茂”品牌以 186.58 亿元的品牌价值连续 13 年入选榜单。

在住宅开发方面，公司项目定位中高端、大户型，主要对接一二线城市改善性需求。目前已形成“府、悦、湖、山、墅、湾”六大产品系列，市场知名度较高，可以获得一定销售溢价。2017 年，公司物业签约销售均价约为 24206 元/平方米，在 20 家主流内房中位列第一，较平均值（16539 元/平方米）高出 46%。

我们认为，在房住不炒的大前提下，随着我国生育的逐步放开，家庭人口数的增加，以及人民生活水平的提高，居民对住房需求将从数量向质量转变，改善型住房增加，住大房、住好房、住品牌房将成为居民的选择。

公司的品牌建设较为成功，品质溢价和品牌溢价较为明显。

图 7：20 家 H 股主流内房 2017 年销售均价对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

注：平均值取 20 家公司销售均价的算术平均数

3、土地一级开发：利润较为丰厚，一二级联动铸独特资源优势

土地一级开发，是指由政府或授权委托的企业，对一定区域内的土地进行统一的征地、拆迁、安置补偿及配套设施建设，成为“熟地”后，通过“招拍挂”的形式出让，受托企业可分享一定比例的土地出让收益。

公司目前土地一级开发业务主要包括长沙梅溪湖国际新城和南京青龙山国际生态新城。其中：长沙梅溪湖项目一期及 A 组团占地面积 308 万方，预计总建筑面积 1023 万方，权益比例为 80%，预计于 2019 年完成竣工交付。梅溪湖项目二期占地面积 454 万方，预计总建筑面积 1268 万方，权益比例约 70%，计划于 2020 年完成竣工交付。南京青龙山项目占地面积 323 万方，预计总建筑面积 380 万方，权益比例 80%，计划于 2020 年完成竣工交付。

表 2：公司土地一级开发项目情况（截止 2017 年末）

项目名称	获取时间	占地面积（万方）	预计总建筑面积（万方）	权益比例	计划竣工日期	未售/未交付面积（万方）
长沙梅溪湖国际新城项目一期	2011 年	281	940	80%	2019 年	203
长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块	2012 年	28	83	80%	2019 年	83
长沙梅溪湖国际新城项目二期	2013 年	454	1268	70%*	2020 年	1268
南京青龙山国际生态新城项目	2015 年	323	380	80%	2020 年	291
总计		1085	2671			1844

资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：公司将于获得开发成本等返还的同时，分享项目范围内土地增值总额中（由投资人分享的部分）的 70%作为开发收益。

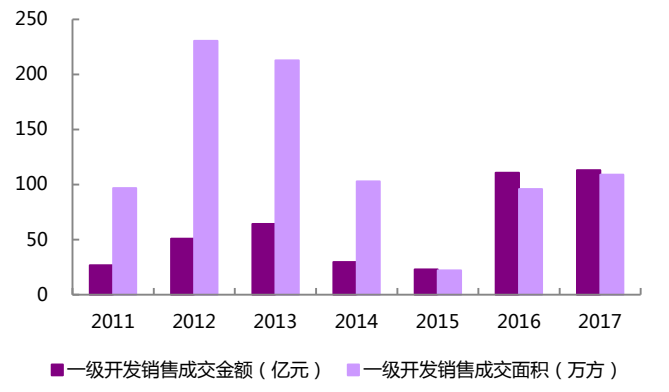
➢ **享受土地升值红利，利润空间较为丰厚**

自 2011 年公司获得第一个一级开发项目至 2017 年末，累计土地出让金额达 418 亿元，累计出让建面达 869 万方。从推地均价来看，长沙梅溪湖项目土地出让楼面均价由 2011 年的 2766 元/平方米提升至 2017 年的 5972 元/平方米(增幅约 116%)，南京青龙山项目土地出让楼面均价由 2015 年的 10462 元/平方米提升至 2017 年的 14641 元/平方米（增幅约 40%）。随着项目逐渐培育成熟，片区土地价格持续抬升，为公司带来了较为丰厚的利润空间。

图 8：公司长沙梅溪湖项目开发历史变化

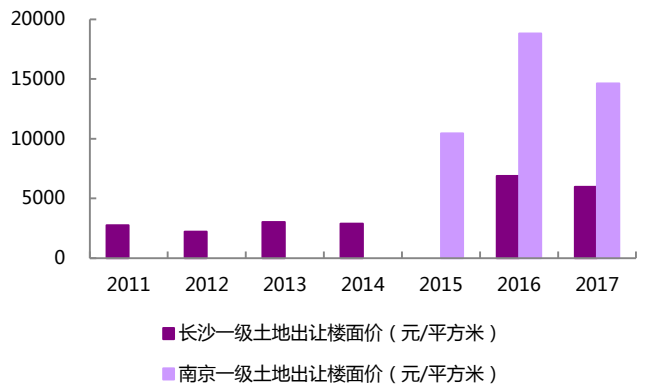
资料来源：公司资料，光大证券研究所

图 9：公司土地一级开发出让金额和面积



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 10：公司土地一级开发出让楼面均价



资料来源：公司公告，光大证券研究所

➢ **一级开发总土储约 1844 万方，储备较为充足**

截止 2017 年末，公司一级开发项目总土储 1844 万方，其中长沙梅溪湖项目面积约 1553 万方，南京青龙山项目面积约 291 万方，假设未来土地出让均价保持 2017 年水平不变，保守估算二者对应货值分别约 928 亿元、425 亿元。合计土地一级开发估算总货值约 1353 亿元，储备较为充足，预计中期内可为公司维持较高毛利水平提供支持。

➢ **一二级联动铸独特资源优势，有助于规模和质量均衡发展**

长沙梅溪湖项目和南京青龙山项目的成功经验推动公司战略定位逐渐演化升级为“城市运营商”。背靠实力雄厚的大股东，公司凭借规划引导、资源整合、地产开发、持有运营、资本运作、服务整合六大能力，全周期参与打造城市新核心，通过项目的早期介入，以低成本撬动大量优质资源，实现高利润回报。

图 11：公司一二级联动开发模式

资料来源：公司资料，光大证券研究所

2017 年，公司在上市十周年庆典会上分别与青岛、济南、泉州、温州、武汉、长沙等城市政府及平台公司签署了 6 个城市运营项目的开发战略合作协议，2018 年，公司与广东河源市签署了战略合作协议，与温州瑞安市和张家港高新区签署了项目合作开发框架协议。

预计一二级联动开发模式的复制裂变可持续为公司补充具有较强成本优势的土地储备，有助于实现规模和质量的均衡发展。我们认为，在当前土地成本高企，行业盈利水平趋势性下滑的背景下，公司独特的资源优势将持续凸显。

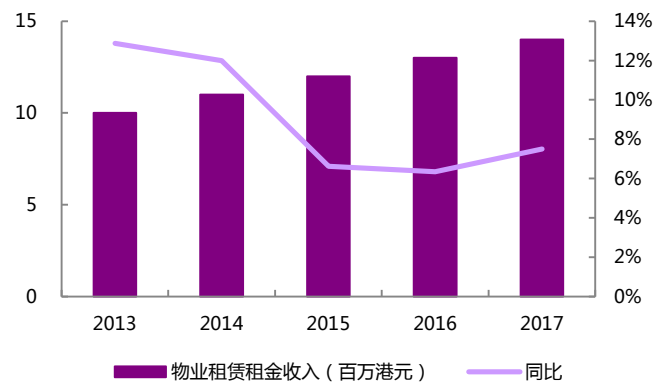
4、持有物业：继续保持稳健经营

➢ **物业租赁租金稳步增长，出租率进一步提升**

2017 年公司物业租赁板块租金收入约 13.7 亿元，同比增长 7%，继续保持稳步提升。截止 2017 年末，公司共拥有 9 个投资物业，总建筑面积约 78 万方。其中包括 4 栋写字楼、1 座综合体以及 4 座零售商业物业。

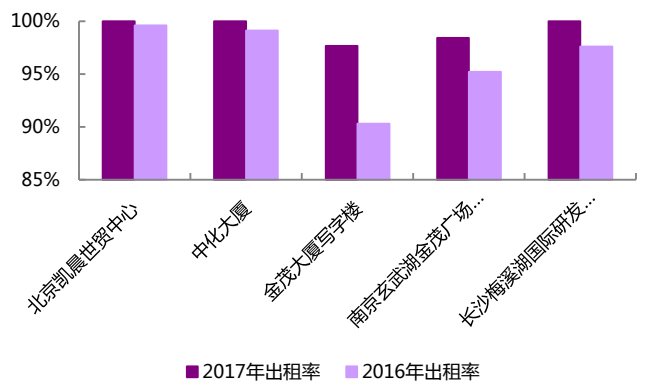
写字楼方面，位于北京、上海、南京、长沙的核心区域，资产保值属性较强。2017 年，出租率进一步提升，平均出租率达到 99%（2016 年为 96%），其中北京凯晨世贸中心、中化大厦、长沙梅溪湖国际研发中心出租率为 100%。零售物业方面，2017 年青岛金茂购物中心、长沙金茂览秀城完成竣工，预计随着项目逐渐培育成熟，未来租金收入仍有提升空间。

图 12：公司物业租赁板块租金收入及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 13：2017 年和 2016 年公司写字楼出租率对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 3：公司商务租赁及零售商业运营项目

项目名称	地点	项目类型	竣工日期	持有商务及零售物业面积（万方）
北京凯晨世贸中心	北京市西城区	写字楼	2016 年	11.1
中化大厦	北京市西城区	写字楼	1995 年	4.9
金茂大厦	上海市浦东新区	写字楼	1999 年	21.6
南京玄武湖金茂广场项目一期	南京市鼓楼区	综合体	2011 年	14.0
长沙梅溪湖国际研发中心	长沙市湘江新区	写字楼	2017 年	1.5
丽江金茂时尚生活中心	丽江市古城区	商业	2014 年	2.2

青岛金茂购物中心	青岛市市南区	商业	2017 年	6.1
嘉苑广场大卖场	宁波市高新区	商业	2013 年	2.5
长沙金茂览秀城	长沙市岳麓区	商业	2017 年	14.2
合计				78.1

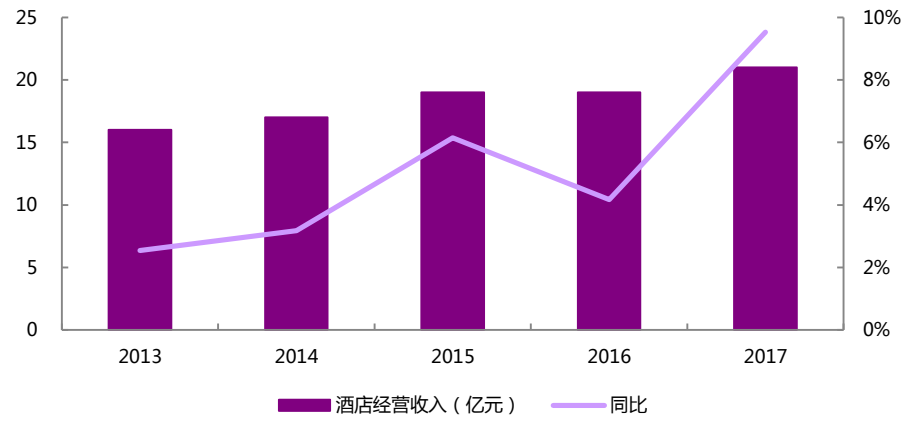
资料来源：公司公告，光大证券研究所

➢ **酒店经营经验丰富，保持业绩平稳增长**

公司拥有成熟的高档酒店经营能力，主要和希尔顿、万豪、凯悦等国际酒店管理集团合作。目前在中国一二线城市和热点旅游城市运营 10 家高级酒店，总建筑面积达 64 万方，总客房数为 3957 间。

2017 年，酒店经营板块面对价格竞争激烈的市场环境，在各地高星级酒店业延续以价换量的经营策略，优化客户结构，保持整体经营业绩平稳增长。2017 年，板块实现收入 20.7 亿元，同比增长 10%；除新开业的长沙梅溪湖金茂豪华精选酒店外，剩余 9 家平均出租率较 2016 年提升 5pc 至 74%，平均可出租客房收入较 2016 年提升 5%至 865 元。

图 14：公司酒店板块经营收入及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4：公司酒店经营项目

项目名称	地点	酒店建筑面积（万方）	竣工日期	客房数（间）	2017 年平均出租率	2017 年平均可出租客房收入（元）	2016 年平均出租率	2016 年平均可出租客房收入（元）
上海金茂君悦大酒店	上海市浦东新区	7.6	1999 年	555	86%	1,249	80%	1164
金茂三亚亚龙湾希尔顿大酒店	三亚市亚龙湾	7.5	2006 年	501	78%	1,026	67%	915
金茂三亚亚龙湾丽思卡尔顿酒店	三亚市亚龙湾	8.4	2008 年	455	75%	1,549	74%	1637
金茂北京威斯汀大饭店	北京市朝阳区	7.8	2008 年	550	84%	972	82%	932
金茂深圳 JW 万豪酒店	深圳市福田区	5.2	2009 年	411	85%	879	77%	778
南京威斯汀大酒店	南京市鼓楼区	3.3	2011 年	234	75%	550	69%	508
崇明金茂凯悦酒店	上海市崇明县	4.9	2014 年	235	54%	444	52%	471

北京金茂万丽酒店	北京市东城区	4.4	1995 年	329	84%	742	79%	653
丽江金茂君悦酒店	丽江市古城区	8.4	2014 年	401	48%	375	41%	338
长沙梅溪湖金茂豪华精选酒店	长沙市岳麓区	6.2	2017 年	304	45%	316	N/A	N/A
合计		63.7		3975				

资料来源：公司公告，光大证券研究所

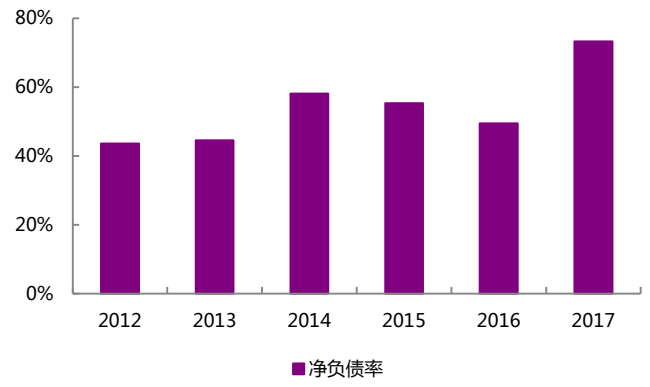
5、净负债率仍处合理区间，融资成本优势明显

➢ **净负债率上行，短债压力可控**

由于 2017 年投资力度加强，截止 2017 年末，公司有息负债规模约 713 亿元，同比增长 49%，净负债率（永续债未计入负债）较 2016 年提升 24pc 至 73%，仍维持在行业合理区间。

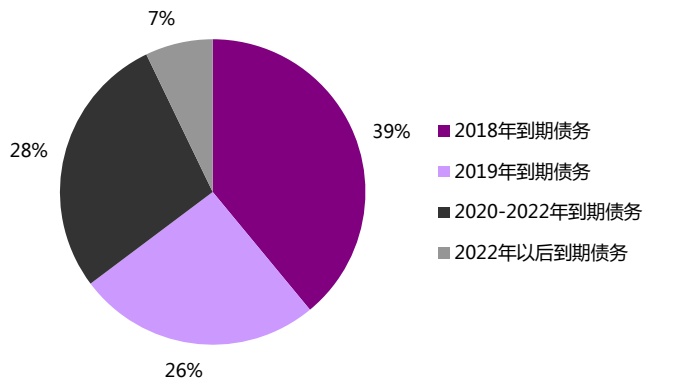
从期限来看，公司一年内到期的债务约 278 亿元，有息负债占比约 39%，现金/短期债务的比例约 0.81，低于行业平均水平。公司近期销售表现强劲，回款情况较好，同时 2018 年到期债务中近 50%来自银行贷款。我们认为在国资背景下，公司的短期偿债压力可控。

图 15：公司净负债率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 16：2017 年末公司有息负债期限结构



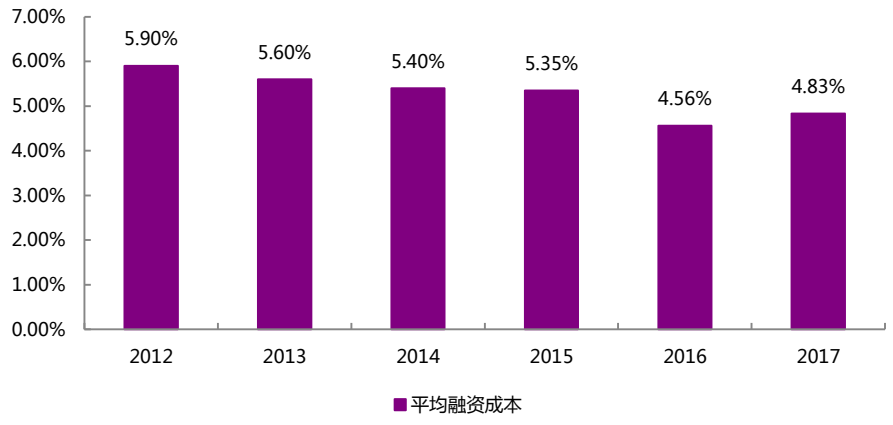
资料来源：公司公告，光大证券研究所

➢ **融资成本优势明显，利好公司积极介入行业并购**

依托国企背景，公司融资成本始终维持行业低位，2017 年平均融资成本约 4.83%。2018 年 3 月，公司全资子公司发行 3 年期 12.5 亿元优先担保债券，票面利率为 5.20%。2018 年 4 月，公司发行 3 年期 30 亿元境内无担保中期票据，票面利率 4.99%。

去杠杆大环境下，中小型房企资金面压力持续抬升，预计公司优秀的融资能力将为其迎接行业资源整合浪潮提供有力支持。

图 17：公司平均融资成本



资料来源：公司公告，光大证券研究所

6、盈利预测

➢ **收入预测：2018-2020 年 CAGR 约 33%**

2015-2017 年，公司营业收入分别同比增长-24%、54%、14%，3 年 CAGR 约 10%。分板块来看，2017 年公司营业收入中城市与物业开发、物业租赁、酒店经营、其他业务分别占比 87%、4%、7%、2%。

根据公司公告，截止 2018 年 2 月末，公司物业及土地已签约未交付的金额为 841 亿元，同比增长 55%，其中符合竣工交付条件即将会在 2018 年交付的金额为 454 亿元，为后续结算提供有力支撑。

公司资源储备充足，推盘意愿积极，混改推进和管理层增持提振经营活力，预计未来销售可以维持较高增长。充裕的结算资源，叠加良好的销售动能，我们预计 2018-2020 年公司结算流量分别为 503、680、853 亿元，并表比例在 80%左右。由此推算 2018-2020 年城市与物业开发收入分别为 402.5、543.9、682.5 亿元，同比增速分别为 49.78%、35.16%、25.46%。

物业租赁板块和酒店经营板块，预计均可继续保持稳步增长的态势，2018-2020 年年均增速按保守估算为 5%(物业租赁板块 2015-2017 年增速分别为：6.62%、6.34%、7.49%；酒店运营 2015-2017 年增速分别为：6.15%、4.17%、9.52%）。

综合来看，预计 2018-2020 年公司收入分别同比增长 43.60%、32.11%、23.82%，3 年 CAGR 约 33%。

➢ **毛利率预测：预计 2018-2020 年分别为 35.04%、34.17%、33.46%**

随着积累的一级开发结算资源逐步释放以及 2016-2017 年高毛利项目陆续交付，预计城市与物业开发板块短期内盈利水平有小幅改善。中期维度，公司独特的资源优势以及较低的融资成本可以缓解行业盈利水平下滑的压

力。预计 2018-2020 年城市与物业开发板块毛利率分别为 33.00%、32.50%、32.00%。

预计物业租赁和酒店板块将延续稳健经营，2018-2020 年毛利率分别维持在 83.00%、49.00%不变。

综合来看，预计 2018-2020 年公司毛利率分别为 35.04%、34.17%、33.46%。

表 5：收入及毛利率预测拆分

	2017 年	2018 年(E)	2019 年(E)	2020 年(E)
收入（百万元）	**31,075**	**44,623**	**58,952**	**72,993**
城市与物业开发	26,869	40,245	54,394	68,245
物业租赁	1,370	1,439	1,510	1,586
酒店经营	2,070	2,174	2,282	2,396
其他	766	766	766	766
收入增长率	**13.81%**	**43.60%**	**32.11%**	**23.82%**
城市与物业开发	13.89%	49.78%	35.16%	25.46%
物业租赁	7.49%	5.00%	5.00%	5.00%
酒店经营	9.52%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	40.09%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	**32.31%**	**35.04%**	**34.17%**	**33.46%**
城市与物业开发	29.00%	33.00%	32.50%	32.00%
物业租赁	83.00%	83.00%	83.00%	83.00%
酒店经营	49.00%	49.00%	49.00%	49.00%
其他	12.74%	12.50%	12.50%	12.50%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

➢ **业绩预测：预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.45、0.58、0.70 元**

基于对营收和毛利率的预测，我们预计公司 2018-2020 年毛利将分别达到 156.4、201.5、244.3 亿元，增长率分别为 55.72%、28.84%、21.24%；预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 51.6、66.6、80.5 亿元， 增长率分别为 29.78%、28.91%、20.89%；对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.45、0.58、0.70 元。

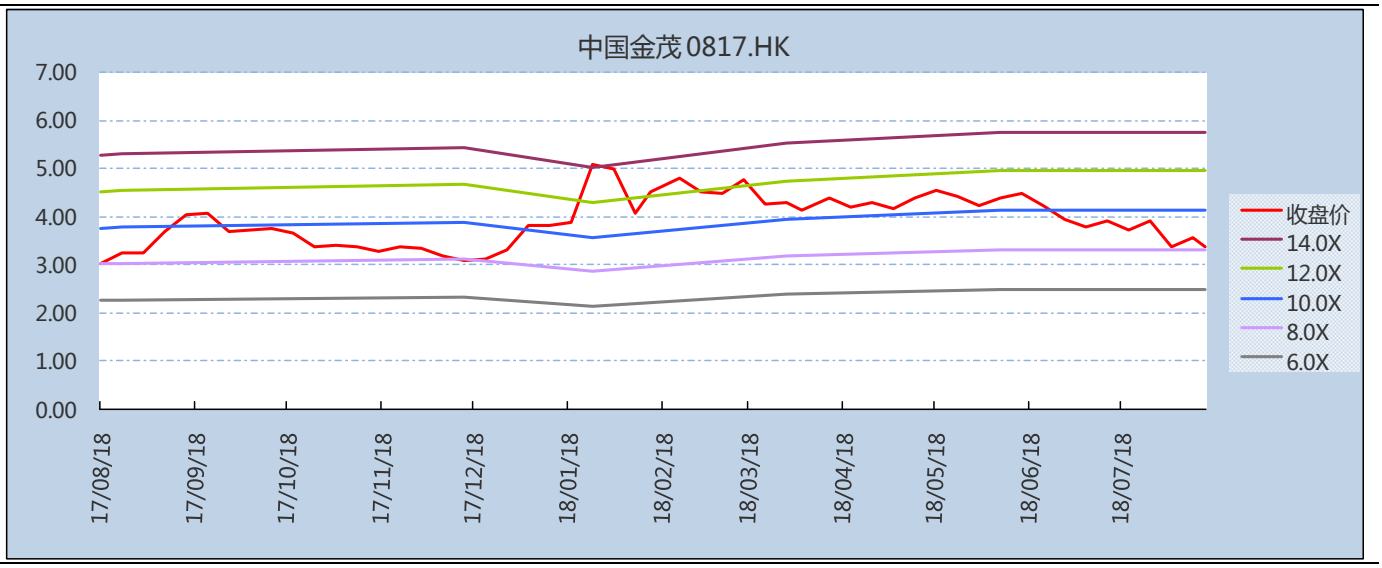
7、估值及投资评级

公司 PE-BAND 显示，一年以来 PE 在 8~14 倍之间波动。

当前股价对应 2018-2020 年我们预测 PE 分别为 6.2x/4.8x/3.9x，对应 2018-2020 年预测股息率分别为 6.5%、8.4%、10.1%，估值具有较强吸引力。

公司资源禀赋独特，融资优势明显，土储优质充裕，销售增速较高，品牌溢价较高，股息率较高。综合给予 2018 年 9 倍 PE 估值，12 个月目标价人民币 4.02 元，（按照目前汇率：人民币/港币为 1.14，对应 4.59 港元），首次覆盖给予“买入”评级。

图 18：公司 PE-BAND



资料来源：Wind

8、风险分析

调控深化有导致销售不及预期的可能；土地市场降温有导致一级开发土地出让不及预期的可能；汇率变化有导致汇兑损益增加的可能。

利润表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**27,304**	**31,075**	**44,623**	**58,952**	**72,993**
营业成本	-17,099	-21,034	-28,987	-38,806	-48,568
毛利	**10,205**	**10,041**	**15,636**	**20,146**	**24,425**
其他收入/（开支）	896	2,674	796	796	796
销售及管理费用	-2,366	-3,120	-4,328	-5,600	-6,861
经营溢利	**8,735**	**9,595**	**12,103**	**15,341**	**18,359**
财务费用净额	-372	-833	-1,447	-1,629	-1,807
分占合联营公司损益	-72	63	402	544	682
税前盈利	**8,291**	**8,825**	**11,058**	**14,256**	**17,234**
税后利润	**4,574**	**5,150**	**6,453**	**8,319**	**10,057**
少数股东损益	2,038	1,172	1,291	1,664	2,011
归属母公司净利润	**2,536**	**3,978**	**5,163**	**6,655**	**8,046**

资产负债表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产	**80,621**	**104,767**	**107,197**	**109,880**	**112,308**
物业、厂房及设备	10,812	10,839	10,870	11,014	11,263
投资物业	22,029	27,812	28,808	29,804	30,800
其他	47,780	66,116	67,518	69,062	70,245
流动资产	**86,283**	**117,278**	**167,011**	**220,056**	**274,496**
存货及土地出让金	32,766	43,377	78,449	119,463	161,892
应收及预付账款	15,058	20,850	31,236	41,266	51,095
货币资金	20,374	22,642	26,917	28,917	31,100
其他	18,085	30,409	30,409	30,409	30,409
总资产	**166,904**	**222,045**	**274,208**	**329,936**	**386,805**
流动负债	**71,382**	**107,074**	**146,674**	**190,448**	**234,222**
短期借贷	12,944	27,827	28,127	28,427	28,727
应付级预收账款	43,968	66,969	106,269	149,743	193,217
其他	14,470	12,278	12,278	12,278	12,278
非流动负债	**39,778**	**48,527**	**56,227**	**61,927**	**67,627**
长期借贷	34,981	43,505	51,205	56,905	62,605
其他	4,797	5,022	5,022	5,022	5,022
总负债	**111,160**	**155,601**	**202,901**	**252,375**	**301,849**
股本	17,692	17,702	17,702	17,702	17,702
储备	11,296	15,150	18,722	23,312	28,696
股东权益	**28,988**	**32,852**	**36,424**	**41,014**	**46,398**
非控股权益	24,118	33,592	34,883	36,547	38,558
永续可换股证券	2,638	0	0	0	0
股本总额	**55,744**	**66,444**	**71,306**	**77,560**	**84,956**

现金流量表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	**-1,139**	**-24,693**	**2,942**	**3,630**	**4,366**
息税前盈利	7,953	8,799	11,307	14,545	17,563
折旧	346	370	326	328	334
营运资金变动	-7,051	-28,242	-4,086	-5,307	-6,355
其他	-2,387	-5,620	-4,605	-5,937	-7,177
投资活动产生现金流	**-314**	**-15,519**	**-309**	**-448**	**-604**
资本开支	-538	-4,066	-557	-672	-784
其他	224	-11,453	248	223	180
融资活动现金流	**8,451**	**41,638**	**2,642**	**-182**	**-1,079**
贸款变动	7,706	32,677	8,000	6,000	6,000
其他	745	8,961	-5,358	-6,182	-7,079
净现金流	**6,998**	**1,426**	**5,275**	**3,000**	**2,683**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	53.65%	13.81%	43.60%	32.11%	23.82%
净利润增长率	-16.72%	56.86%	29.78%	28.91%	20.89%
EBITDA 增长率	49.21%	10.48%	26.87%	27.86%	20.33%
EBIT 增长率	51.40%	10.64%	28.51%	28.64%	20.75%
估值指标					
PE	11.6	7.4	6.2	4.8	3.9
PB	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
股息率	2.9%	8.0%	6.5%	8.4%	10.1%
EV/EBITDA	9.7	8.8	6.9	5.4	4.5
EV/EBIT	10.1	9.1	7.1	5.5	4.6
盈利能力（%）					
毛利率	37.38%	32.31%	35.04%	34.17%	33.46%
EBITDA 率	30.39%	29.51%	26.07%	25.23%	24.52%
EBIT 率	29.13%	28.32%	25.34%	24.67%	29.13%
税前净利润率	30.37%	28.40%	24.78%	24.18%	23.61%
税后净利润率（归属母公司）	9.29%	12.80%	11.57%	11.29%	11.02%
ROA	1.6%	2.1%	1.9%	2.0%	2.1%
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.0%	12.1%	14.2%	16.2%	17.3%
偿债能力					
净负债率	49.4	73.3	73.5	72.7	70.9
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
每股指标(按年度加权股本计算历史数据，单位：元)					
EPS	0.24	0.37	0.45	0.58	0.70
每股红利	0.08	0.22	0.18	0.23	0.28
每股经营现金流	-0.11	-2.31	0.25	0.31	0.38
每股自由现金流(FCFF)	0.45	-1.82	0.98	1.26	1.52
每股净资产	2.96	3.08	3.15	3.55	4.02

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com