

买入 (维持)

00817.HK 中国金茂

港股通 (沪、深)

目标价: 7.20 港元

现价: 3.62 港元

亮点十足, 业绩无忧

2018年08月29日

预期升幅: 99%

主要财务指标

市场数据

日期	2018.08.28
收盘价(港元)	3.62
总股本(亿股)	115.50
总市值(亿港元)	418.10
净资产(亿元)	364.85
总资产(亿元)	2407.6
每股净资产(元)	3.16

数据来源: Wind

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	31,075	43,615	59,886	80,702
同比增长(%)	13.8	40.4	37.3	34.8
核心净利润(百万元)	3,905	5,290	6,926	8,958
同比增长(%)	88.7	35.5	30.9	29.3
毛利率(%)	32.3	35.3	33.7	32.4
核心净利润率(%)	12.6	12.1	11.6	11.1
净资产收益率(%)	12.1	14.7	17.2	19.7
每股核心收益(分)	37	50	65	84
每股股息(港仙)	26	23	30	39

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《业绩超预期,城市运营商定位助推高增长》20180328

《“混改”东风已至,加速迈向行业第一梯队》20180213

《万事俱备,只欠“混改”东风》20171107

《十年上市磨一剑,从今开启新征程》20170809

《6月份合约销售放量超预期》20170709

《管理层增持助推价值实现》20170628

《储备充足,期待业绩绽放》20170331

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

投资要点

- **维持买入评级,目标价 7.20 港元:** 中国金茂中期业绩亮点十足,核心净利润大幅增长,利润率改善,首次派发中期股息,合约销售爆发式增长。目前公司激励机制完善,未来的发展规划和目标清晰,销售规模将加速向行业第一梯队迈进。公司在土地获取方面有独特竞争力,“城市运营商”的定位使公司在行业的竞争中具有更强的拿地能力、更低的土地成本,“金茂府”品牌的塑造使公司有更高的产品溢价,同时公司的低成本融资能力(4.98%)和通畅的融资渠道也使公司在行业竞争中保持优势。我们预计公司 2018/2019 年的核心净利润为 52.9/69.3 亿元,分别同比增长 35.5%和 30.9%,我们维持中国金茂的“买入”评级,维持 7.20 港元的目标价,相当于 2018/2019 年的 12 和 10 倍 PE,较现价有 99% 的上升空间。
- **2018 年中期业绩超预期:** 中国金茂 2018 年中期营业收入 219.4 亿元人民币(下同),同比增长 23%;毛利 86.8 亿元,同比增长 35%;归属上市公司股东核心净利润 31.7 亿元,同比增长 42.9%,公司中期业绩好于预期。公司中期每股派息 12 港仙,全年的派息率仍将保持核心净利润的 40%。公司已售未结转的货值达到 1015 亿元,为未来业绩结算打下基础。
- **合约销售迎来爆发式增长:** 公司 2018 年上半年合约销售金额和面积分别为 718 亿元和 210 万平米,分别同比增长 198%和 86%。公司全年可售货值充足,下半年仍然有 1000 亿的可售货值,全年销售金额将有望超过 1200 亿元,合约销售迎来爆发式增长。公司中短期目标为到 2020 年达到 2000 亿的销售规模,年复合增速超过 40%,公司的合约销售将保持高速增长,加速迈向行业第一梯队。
- **定位“城市运营商”,大规模低成本获取土地:** 公司在 2018 年上半年新签约 6 个城市运营项目,主要位于苏州、宁波、广州等重点二线城市。另外,公司在 2018 年 1-7 月份新收购 29 个项目,权益土地款为 225 亿元,平均土地成本为 8636 元每平方米。截至 2018 中期,公司总的土地储备(包含一级项目)超过 5000 万平米,可支持公司未来销售的高速增长。

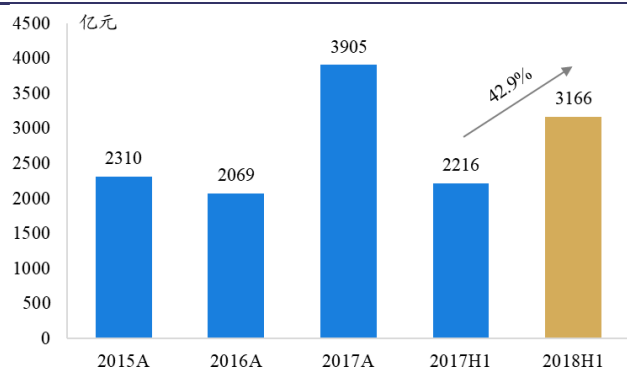
风险提示: 宏观经济增长放缓、行业限制政策加严、流动性收紧、公司销售不及预期、土地一级开发出让土地不及预期、人民币贬值。



报告正文

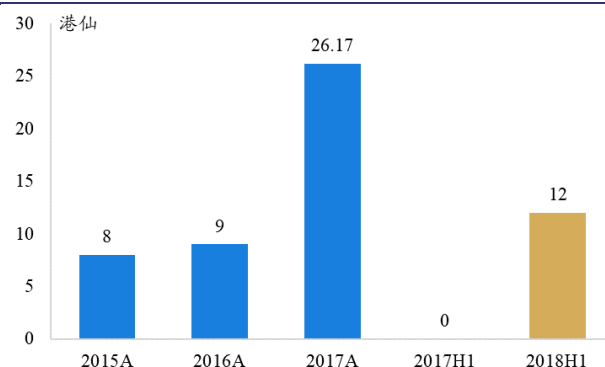
- **2018年中期业绩超预期:** 中国金茂2018年中期营业收入219.4亿元人民币(下同), 同比增长23%; 毛利86.8亿元, 同比增长35%; 归属上市公司股东核心净利润31.7亿元, 同比增长42.9%, 公司中期业绩好于预期。公司中期每股派息12港仙, 全年的派息率仍将保持核心净利润的40%。公司已售未结转的货值达到1015亿元, 为未来业绩结算打下基础。

图 1、核心净利润



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

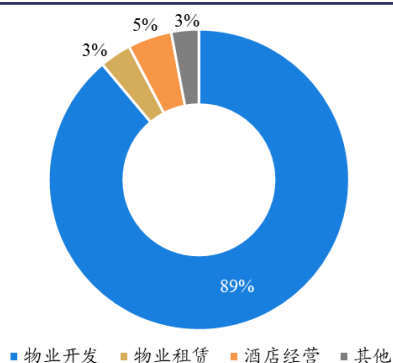
图 2、每股派息



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

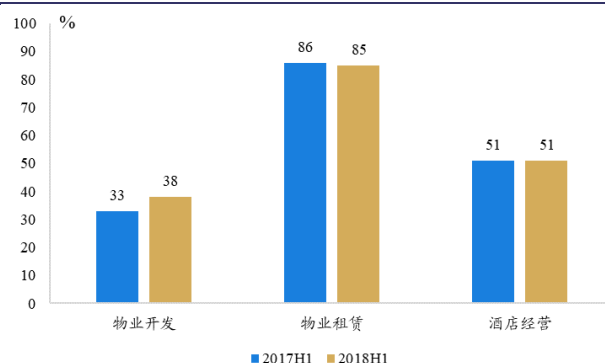
- **利润率保持较高水平:** 按公司的各业务来看, 物业开发、物业租赁、酒店经营以及其他的收入分别为195.1、7.45、10.4和6.5亿元, 分别同比增长23%、12%、1%和99%, 分别占总营收的89%、3%、5%和3%。其中物业开发、物业租赁和酒店经营的毛利率分别为38%、85%和51%, 均处于较高水平, 物业开发的毛利率改善明显, 由去年同期的33%提升至38%。公司的核心净利润率达到了14.4%。

图 3、营收按业务分类



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、各项业务毛利率

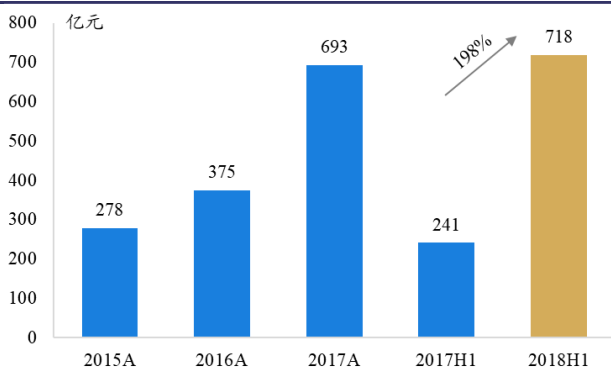


资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **合约销售迎来爆发式增长:** 公司2018年上半年合约销售金额和面积分别为718亿元和210万平米, 分别同比增长198%和86%, 销售均价达到34190元每平方米。公司的销售遍布全国主要的一、二线城市, 按区域划分, 华东、环渤海、华南、华中和西部的占比分别为63.7%、15.6%、10.7%、6.7%和3.3%。公司全年可售货值充足, 下半年仍然有1000亿的可售货值, 全年销售金额将有望超过1200亿元, 合约销售迎来爆发式增长。公司中短期目标为到2020

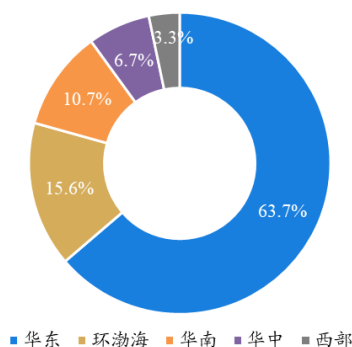
年达到 2000 亿的销售规模，年复合增速超过 40%，公司的合约销售将保持高速增长，加速迈向行业第一梯队。

图 5、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

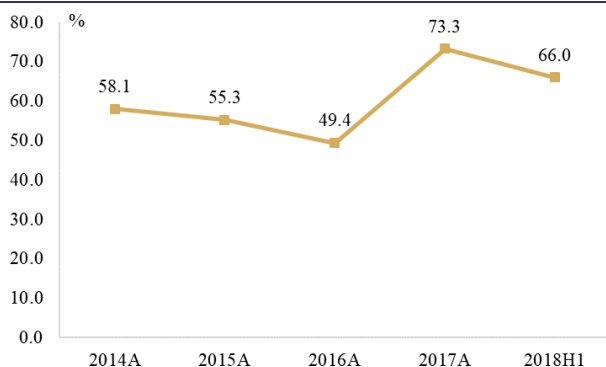
图 6、合约销售按区域分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

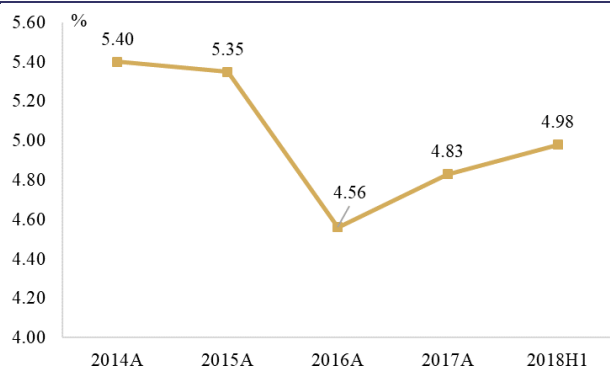
- **定位“城市运营商”，大规模低成本获取土地：**公司将自己定位为“城市运营商”，横跨城市规划、开发建设、物业销售和持有运营四个阶段，并以此推动城市升级和产业升级。公司在 2018 年上半年新签约 6 个城市运营项目，主要位于苏州、宁波、广州等重点二线城市。另外，公司在 2018 年 1-7 月份新收购 29 个项目，权益土地款为 225 亿元，平均土地成本为 8636 元每平方米。截至 2018 中期，公司总的土地储备（包含一级项目）超过 5000 万平米，可支持公司未来销售的高速增长。
- **平均融资成本处于行业较低水平：**截至 2018 年中期，公司净负债率为 66%，较 2017 年底有所改善。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），**平均融资成本处于行业较低水平**，截止 2018 年中期公司的**平均融资成本为 4.98%**，与行业内其他公司相比优势明显。在整体流动性偏紧的情况下，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。

图 7、净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、平均融资成本



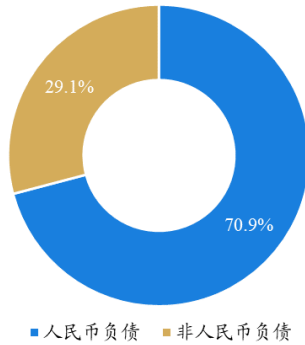
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **债务结构合理：**截至 2018 年中期，公司总有息负债为 800.6 亿元，其中 70.9% 为人民币负债，29.1% 为非人民币，受人民币汇率波动影响不大。公司保持合理的债务结构，按负债期限划分，一年内、1-3 年内、3-5 年内、5 年以上到

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

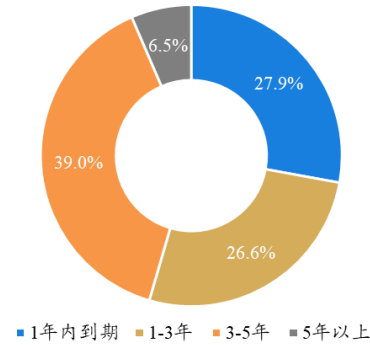
期的债务占比分别为 27.9%、26.6%、39%和 6.5%，公司持有现金超过 300 亿元，无短期偿付压力，另外，公司的物业租赁和酒店经营业务可以为公司贡献稳定的现金流。

图 9、境内外负债占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、负债按期限划分



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，目标价 7.20 港元：**中国金茂中期业绩亮点十足，核心净利润大幅增长，利润率改善，首次派发中期股息，合约销售爆发式增长。目前公司激励机制完善，未来的发展规划和目标清晰，销售规模将加速向行业第一梯队迈进。公司在土地获取方面有独特竞争力，“城市运营商”的定位使公司在行业的竞争中具有更强的拿地能力、更低的土地成本，“金茂府”品牌的塑造使公司有更高的产品溢价，同时公司的低成本融资能力（4.98%）和通畅的融资渠道也使公司在行业竞争中保持优势。我们预计公司 2018/2019 年的核心净利润为 52.9/69.3 亿元，分别同比增长 35.5%和 30.9%，我们维持中国金茂的“买入”评级，维持 7.20 港元的目标价，相当于 2018/2019 年的 12 和 10 倍 PE，较现价有 99%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、流动性收紧、公司销售不及预期、土地一级开发出让土地不及预期、人民币贬值。

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	117,278	135,022	154,315	178,611	
货币资金	19,407	22,132	25,850	27,352	
发展中物业	24,650	0	0	0	
应收账款	920	25,094	29,533	35,376	
其他流动资产	53,575	33,645	33,645	33,645	
存货	18,727	54,153	65,288	82,238	
非流动资产	101,450	102,125	102,779	103,414	
物业、厂房及设备	10,839	11,514	12,168	12,803	
无形资产	31	31	31	31	
投资物业	27,812	27,812	27,812	27,812	
发展中物业	50,882	50,882	50,882	50,882	
其他非流动资产	10,394	10,394	10,394	10,394	
递延税项资产	1,492	1,492	1,492	1,492	
资产总计	218,728	237,147	257,095	282,026	
流动负债	106,997	118,419	129,980	144,797	
短期借款	27,827	30,327	32,827	35,327	
应付账款	9,163	75,814	84,874	97,191	
其他流动负债	64,886	7,158	7,158	7,158	
应付税项	5,121	5,121	5,121	5,121	
非流动负债	48,527	51,027	53,527	56,027	
长期借款	43,505	46,005	48,505	51,005	
递延所得税负债	5,022	5,022	5,022	5,022	
负债合计	155,523	169,446	183,506	200,823	
股本	17,702	17,702	17,702	17,702	
储备	15,150	18,324	22,480	27,854	
永续可换股证券	0	0	0	0	
少数股东权益	33,592	34,914	36,646	38,885	
股东权益合计	66,444	70,940	76,828	84,442	
负债及权益合计	221,967	240,386	260,334	285,265	

现金流量表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	8,825	10,666	13,964	18,060
折旧和摊销	360	325	345	365
公允价值变动损失	(80)	0	0	0
财务费用	1,692	1,477	1,577	1,677
所得税开支	(4,451)	(4,053)	(5,306)	(6,863)
营运资金的变动	(28,594)	(3,882)	(4,149)	(7,962)
经营活动产生现金流量	(24,693)	4,533	6,431	5,276
投资活动产生现金流量	(15,519)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
融资活动产生现金流量	41,638	(808)	(1,712)	(2,775)
现金净变动	1,426	2,725	3,719	1,502
现金的期初余额	18,046	19,407	22,132	25,850
现金的期末余额	19,407	22,132	25,850	27,352

利润表

利润表		单位:百万元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	31,075	43,615	59,886	80,702	
营业成本	21,034	28,237	39,717	54,576	
其它收益	3,851	1,006	1,078	1,191	
销售费用	977	1,308	1,797	2,421	
管理费用	2,143	2,617	3,593	4,842	
营业利润	10,771	12,459	15,857	20,053	
财务费用	1,692	1,477	1,577	1,677	
其它经营开支	317	317	317	317	
投资收益	63	0	0	0	
税前盈利	8,825	10,666	13,964	18,060	
所得税	3,675	4,053	5,306	6,863	
税后盈利	5,150	6,613	8,658	11,197	
少数股东损益	1,172	1,323	1,732	2,239	
归属母公司净利润	3,978	5,290	6,926	8,958	
核心 EPS(元)	0.37	0.50	0.65	0.84	

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.8	40.4	37.3	34.8
营业利润增长率	15.4	15.7	27.3	26.5
净利润增长率	88.7	35.5	30.9	29.3
盈利能力(%)				
毛利率	32.3	35.3	33.7	32.4
净利率	12.6	12.1	11.6	11.1
ROE	12.1	14.7	17.2	19.7
偿债能力(%)				
净资产负债率	73.3	71.8	68.0	66.0
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力(次)				
资产周转率	14.0	18.1	23.0	28.3
应收帐款周转率	1.5	1.7	2.0	2.3
每股资料(元)				
每股收益	0.37	0.50	0.65	0.84
每股净资产	3.08	3.38	3.76	4.27
估值比率(倍)				
PE	8.5	6.3	4.8	3.7
PB	1.0	0.9	0.8	0.7

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.xyqz.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、毅蓝星控股有限公司、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、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司和永续农业发展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“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。