

投资评级 优于大市 维持

稳中求进加强激励，融资渠道畅通

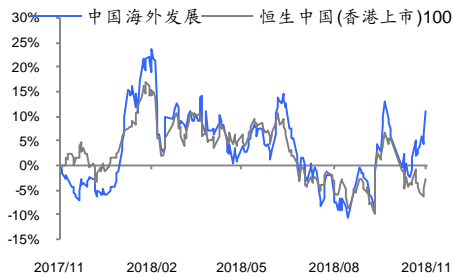
股票数据

11月02日收盘价(港元)	26.55
52周股价波动(港元)	22.55 - 31.50
总股本/流通H股(百万股)	10956/10956
总市值/流通市值(百万港元)	290887/290887

相关研究

2018.1.16 《中国海外发展深度：大鹏蓄势，指日展翅》

市场表现



恒生 100 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	8.4	6.8	12.7
相对涨幅 (%)	12.1	10.8	16.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:杨凡

Tel:(021)23219812

Email:yf11127@htsec.com

证书:S0850518070003

投资要点:

- 营业收入和净利润平稳增长。**2018年Q1-3公司实现营业收入总额为港币1109.4亿元，同比增长2.3%；归母净利润港币432.6亿元，同比增长8.3%。公司2018年前9月累计合约销售金额达到港币2264.3亿元，同比上升23.3%，销售面积1231.76万平方米，同比增加9.12%。截至2018年9月，公司完成销售目标78%。公司2018年销售持续稳步推进，我们认为公司顺利完成全年销售目标属大概率事件。
- 2018Q1-3公司持续拓展土地储备。**2018年第三季度，公司在13个城市购入16宗土地，新增总建面369万平，权益建面340万，建面权益占比约为92%。根据公司月度土地收购更新报告，我们统计公司2018年Q1-3合计新增土地储备1156万方，权益建面1002万方，权益占比约为87%。楼面均价约为6200每平，较2017年新增土储楼面均价下滑约4.5%。从分布区域上来看，新增土地储备较多集中在环渤海（权益建面占比26%）、东北（主要为哈尔滨、长春和沈阳，占比18%）和成渝地区（占比13%）。根据公司2018中报和三季度披露拿地信息，我们估计截至2018Q3公司总土地储备达到9105万平方米，土地储备充足且主要聚焦一二线城市。
- Q1-3积极拓展融资渠道。**2018年以来，公司准确把握资本市场机会窗口，于4月成功发行五年期、十年期两个品种共计15亿美元高级债券，进一步优化借贷成本及期限结构。2018H1公司维持安全的杠杆水平及低融资成本，净负债比率为28.1%，加权平均借贷成本仅为4.27%，领先行业平均水平。此外，公司10月18日公布发行2018年第一期公司债，面值总额不超过70亿元，且已获得证监会核准。
- 推出股权激励计划。**2018年6月公司公布向404名中高级管理人员（包括董事、高级管理润园和核心技术人才等）授出股份期权1.07亿股，认购价为港币25.85元每股，有效期自售出起6年。此外，公司被列入央企首批实施“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。员工激励制度进一步完善有利于强化中高级管理人员和核心骨干职业精神，激发更好的经营管理效率。
- 投资建议“优于大市”：**我们预测公司2018年EPS约为4.10港元每股，11月2日的收盘价对应PE约为6.5倍。我们给予公司2018年7-9倍PE估值，对应市值约为3142-4040亿港元，对应合理价值区间为28.68-36.88港元每股，2018年PEG约为0.59-0.76，给予“优于大市”评级。**风险提示：**政策收紧和业内竞争激烈使得公司销售和去化率下行。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	164068.53	166044.96	203523.27	238040.29	273014.78
(+/-) YoY (%)	10.80%	1.20%	22.57%	16.96%	14.69%
净利润(百万元)	37020.62	40766.85	44890.89	51042.21	57075.39
(+/-) YoY (%)	16.02%	10.12%	10.12%	13.70%	11.82%
全面摊薄EPS(元)	3.38	3.72	4.10	4.66	5.21
毛利率(%)	31.08%	34.19%	34.00%	33.50%	33.00%
净资产收益率(%)	16.28%	14.90%	14.48%	14.56%	13.71%

资料来源：公司年报(2016-2017)，海通证券研究所（均以港币计价）

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 中国海外发展房地产开发项目收入

房地产项目	权益结转面积 (万平方米)		权益结算收入 (百亿港元)	
	2018E	2019E	2018E	2019E
华南区	178.85	203.52	2.64	3.10
华东区	131.16	149.25	2.05	2.41
北方区	314.18	357.52	4.92	5.77
华北区	423.27	481.65	6.63	7.77
西部区	230.85	262.69	3.61	4.24
港澳区域	4.97	5.65	0.08	0.09
合计	1283.28	1460.28	19.93	23.36

资料来源: 中国海外发展 2017 年年报、海通证券研究所

表 2 中国海外发展分项业务预测

	2017	2018E	2019E	2020E
住宅开发				
销售收入 (百万港元)	162139.77	199324.07	233621.56	268358.96
同比增长/减少 (YoY%)	1.41%	22.93%	17.21%	14.87%
商业地产				
租金收入 (百万港元)	2450.06	2744.07	2963.59	3200.68
同比增长/减少 (YoY%)	14.64%	12.00%	8.00%	8.00%
其他				
租金收入 (百万港元)	1455.13	1455.13	1455.13	1455.13
同比增长/减少 (YoY%)	-28.68%	0.00%	0.00%	0.00%
总计				
总收入 (百万港元)	166044.96	203523.27	238040.29	273014.78
同比增长/减少 (YoY%)	1.20%	22.57%	16.96%	14.69%
毛利率 (%)	34.19%	34.00%	33.50%	33.00%

资料来源: 中国海外发展 2017 年年报、海通证券研究所

表 3 公司盈利预测表

	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业总收入 (百万港元)	166044.96	203523.27	238040.29	273014.78
二、营业成本 (百万港元)	109272.36	134325.36	158296.79	182919.90
三、营业利润 (百万港元)	63212.66	69431.44	78945.49	88276.84
加: 营业外收支 (百万港元)	206.65	0.00	0.00	0.00
四、利润总和 (百万港元)	63419.31	69431.44	78945.49	88276.84
五、净利润 (百万港元)	54463.64	60921.75	69841.48	78444.14
减: 少数股东损益 (百万港元)	42142.13	46519.06	52893.48	59145.48
六、归属母公司所有者净利润 (百万港元)	40766.85	44890.89	51042.21	57075.39
股本 (百万股)	10956.20	10956.20	10956.20	0.00
每股收益 (港元/股)	3.72	4.10	4.66	5.21

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿港元)	EPS (港元)			PE (倍)			PEG (2018) 2018PE/(2017-19年净利润复合增速)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
03333.HK	中国恒大	2718	2.19	4.36	5.04	9.50	4.77	4.13	0.09
02007.HK	碧桂园	2063	1.47	1.82	2.45	6.48	5.23	3.89	0.18
代码	简称	总市值 (亿人民币元)	EPS (人民币元)			PE (倍)			PEG (2018)
000002.SZ	万科 A	2707	2.64	3.23	4.00	9.33	7.62	6.16	0.33
600048.SH	保利地产	1509	1.37	1.69	2.1	9.26	7.51	6.04	0.32
均值						8.64	6.28	5.05	0.23

注: 收盘价为 2018 年 11 月 02 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业收入	166044.96	203523.27	238040.29	273014.78
每股收益	3.72	4.10	4.66	5.21	营业成本	109272.36	134325.36	158296.79	182919.90
每股净资产	24.25	27.44	30.97	36.76	毛利率%	34.19%	34.00%	33.50%	33.00%
每股经营现金流	-3.84	2.69	3.67	4.14	营业税金及附加	2072.79	4070.47	4760.81	5460.30
每股股利	0.77	0.82	0.93	1.04	营业税金率%	1.25%	2.00%	2.00%	2.00%
价值评估 (倍)					营业费用	2949.52	3052.85	3570.60	4095.22
P/E	7.14	6.48	5.70	5.10	营业费用率%	1.78%	1.50%	1.50%	1.50%
P/B	1.09	0.97	0.86	0.72	管理费用	2848.69	3052.85	3570.60	4095.22
P/S	1.75	1.43	1.22	1.07	管理费用率%	1.72%	1.50%	1.50%	1.50%
EV/EBITDA	3.68	3.40	2.91	2.49	EBIT	54255.18	60621.75	69541.48	78144.14
盈利能力指标 (%)					财务费用	1393.54	2035.23	2380.40	2730.15
毛利率	34.19%	34.00%	33.50%	33.00%	财务费用率%	0.84%	1.00%	1.00%	1.00%
净利润率	24.55%	22.06%	21.44%	20.91%	资产减值损失	326.27	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	14.90%	14.48%	14.56%	13.71%	投资收益	1938.47	1950.00	2000.00	2100.00
资产回报率	6.32%	6.10%	6.07%	6.03%	营业利润	63212.66	69431.44	78945.49	88276.84
投资回报率	21.25%	20.72%	19.87%	20.97%	营业外收支	206.65	0.00	0.00	0.00
盈利增长 (%)					利润总额	63419.31	69431.44	78945.49	88276.84
营业收入增长率	1.20%	22.57%	16.96%	14.69%	EBITDA	54463.64	60921.75	69841.48	78444.14
EBIT 增长率	32.71%	11.73%	14.71%	12.37%	所得税	21277.18	22912.37	26052.01	29131.36
净利润增长率	10.12%	10.12%	13.70%	11.82%	有效所得税率%	33.55%	33.00%	33.00%	33.00%
偿债能力指标					少数股东损益	1375.28	1628.17	1851.27	2070.09
资产负债率	57.62%	57.83%	58.30%	56.03%	归属母公司所有者净利润	40766.85	44890.89	51042.21	57075.39
流动比率	2.43	2.31	2.35	2.42					
速动比率	0.61	0.63	0.60	0.58	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金比率	0.50	0.53	0.51	0.48	货币资金	104050.62	132290.13	142824.17	150158.13
经营效率指标 (%)					应收款项	14300.57	13939.95	15651.96	17951.66
应收帐款周转天数	28.18	25.00	24.00	24.00	存货	362316.50	404816.16	477058.82	551265.45
存货周转天数	2127.11	1100.00	1100.00	1100.00	其它流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.50	0.53	0.51	0.48	流动资产合计	501790.51	575630.73	663103.61	749634.99
固定资产周转率	8.56	7.08	6.13	5.35	长期股权投资	134293.12	150546.67	168506.75	187634.06
					固定资产	3897.60	4000.00	4000.00	4000.00
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	40766.85	44890.89	51042.21	57075.39	无形资产	64.53	64.53	64.53	64.53
折旧摊销	208.46	208.46	208.46	208.46	非流动资产合计	143614.27	159761.20	177721.28	196848.59
营运资金变动	50219.54	54952.15	61266.20	67392.82	资产总计	645404.78	735391.93	840824.89	946483.58
经营活动现金流	-42037.41	29509.36	40156.44	44172.09	短期借款	13324.58	48654.08	54957.37	54957.37
投资活动现金流	-8079.45	-3400.00	-3900.00	-4000.00	应付账款	51826.30	61056.98	71412.09	81904.43
融资活动现金流	-13140.64	31200.00	31200.00	1200.00	预收账款	77857.36	81750.23	89925.25	98917.78
现金净流量	-63257.50	57309.36	67456.44	72613.23	其它流动负债	3428.84	3000.00	3000.00	3000.00
					流动负债合计	206542.57	249093.83	282223.43	310235.27
					长期借款	90256.12	96773.45	116773.45	116773.45
					其它长期负债	3799.80	4000.00	4000.00	4000.00
					非流动负债合计	165318.79	176220.00	208014.06	220089.26
					负债总计	371861.36	425313.83	490237.49	530324.53
					普通股股东权益	265694.29	300600.79	339258.82	402760.38
					少数股东权益	7849.14	9477.31	11328.58	13398.67
					负债和所有者权益合计	645404.78	735391.93	840824.89	946483.58

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 02 日 (均以港币计价)
 资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
杨凡 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国恒大,中国国贸,华侨城 A,新湖中宝,浦东金桥,黑牡丹,中粮地产,海航基础,我爱我家,国创高新,光大嘉宝,格力地产,金科股份,福星股份,光明地产,天健集团,中华企业,粤泰股份,莱茵体育,旭辉控股集团,万业企业,蓝光发展,合景泰富,招商蛇口,北京城建,融创中国,华发股份,中国海外发展,彩生活,金融街

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。