

## 中国房地产行业 2017 年上半年回顾

### 稳健的毛利率，强劲的销售以及更好的资产负债表

2017 年上半年，大多数房地产开发商都实现了毛利率扩张，净负债及借款成本降低。有些公司甚至透出未来 4 到 5 年进一步快速增长的野心，不过鉴于未来的地产政策持续收紧，我们认为这具有一定的挑战性。

由于限价政策今年大多数开发商尚未推出新的大型楼盘，但从年初至今的销售业绩很强劲，这进一步强化了开发商对 2017 年全年销售的信心。在宽松的信贷条件下，销售额已在 2017 年上半年激增。

我们认为目前地产行业估值水平较高，投资者应该警惕估值下行风险。我们对于 2017 年第四季度的业绩持谨慎保守的态度，建议投资者避免已经跑赢市场的公司，选择性买入中国奥园地产和合景泰富地产等高品质且有高增长潜力的公司。



余立峰

研究员

+852 3163 3384

[Donald.Yu@amtd.com.hk](mailto:Donald.Yu@amtd.com.hk)

李蕾

研究员

+852 3163 3383

[Michelle.Li@amtd.com.hk](mailto:Michelle.Li@amtd.com.hk)

## 目录

报告摘要.....	3
稳健的毛利率与更好的资产负债表.....	5
2015年下半年房价反弹是经济改善的主要原因.....	5
强劲的销售与较低的库存.....	8
《香港财务报告准则》15号（“HKFRS”）将在2018年成为收入增长短期推动力.....	10
全额预付款销售将加速入账.....	10
政策前瞻.....	11
首选标的.....	12
雅居乐.....	15
中国奥园.....	19
中国海外发展.....	23
碧桂园.....	27
华润置地.....	31
绿城房产.....	35
合景泰富.....	39
龙光地产.....	43
龙湖地产.....	47
绿景中国.....	51
富力地产.....	55
世茂房地产.....	59
万科.....	63

## 报告摘要

### 高增长潜力公司：首推中国奥园(3883.HK)及合景泰富(1813.HK)

目前整个行业平均市盈率为 8.1 倍，是过去三年的最高点。因此，我们建议投资者关注具有高增长潜力、估值较低和高股本回报率的公司。我们认为大多数的行业龙头都存在估值溢价，上升空间有限。同时我们认为下行风险是比以前高的。

在全国排名前 20-100 的开发商中，奥园是最活跃的开发商之一，其最大的土地储备在大湾区（58%的土地储备位于广东）。随着大湾区的融合发展，我们预期更多广东西部的人口将涌入珠海、中山和佛山等地，很可能继续推动这些城市的房价上升。我们认为奥园将受益于这一因素。奥园的持续高速增长的销售将在未来 2 年内入账。因此，我们重申“买入”评级，并上调目标价至 5.78 港元。这一估值是基于 2017 年资产净值的 20% 折让，对应为 17 年 10.8 倍市盈率及 18 年 7.9 倍市盈率。

我们同时推荐合景泰富。其拥有超过人民币 4,500 亿可售货源，足够满足公司未来 3 年快速增长目标。2018-2020 年交付的货源毛利率将维持在较高水平。高毛利率以及销售额的增加，将帮助公司实现快速增长。我们关注到管理层近期公布的进取的增长目标，标志着公司发展战略的一个转折点，迈入了未来 3 年增长的快车道。合景泰富已经到了释放其可售货源价值的时机，我们给予合景泰富“买入”评级，目标价格 10.71 港元，对应 17 年 7.9 倍市盈率与 18 年 6.9 倍市盈率。

### 稳健的毛利率与较强的资产负债表

全国 2015 年上半年房价的反弹与 2016 年下半年的去库存是毛利率上升的两个重要因素。房价指数（环比）是毛利率提升的一个前瞻性指标。在 2016 年上半年毛利率下降之后，大多数开发商在 2017 年上半年毛利率都有所回升。29 家房地产开发商中只有 7 家的毛利率同比出现下滑，13 家净利率下滑。在 2017 年初至今强劲的销售大大提升了开发商的现金流、降低了净负债率。29 家开发商中有 11 家净资产负债率有所下降。恒大的净资产负债率下降了 55.3 个百分点，碧桂园同比下降了 26.1 个百分点。雅居乐以及首创置业净资产负债率亦下跌 22.2 与 40.2 个百分点。我们相信随着 2017 年下半年更多可售货源的推出，未来净资产负债率将进一步下降。同时开发商的平均借贷成本于 2017 年上半年也有所下降。只有 4 家公司平均借贷成本仍高于 6.5%（图 5）。

### 强劲的销售与较低的库存

尽管一二线城市实施了限购、收紧了按揭政策，地产销售数据仍超过了大多数开发商预期。这是由于在三四线城市相对宽松的信贷政策推动销售增长。我们预计开发商将在 2017 年下半年推出更多的销售项目来提升销售，但取决于限价政策是否会放松。除了绿城，所有开发商都对他们的全年销售目标很自信，他们预计：1) 一二线城市的房价上限政策将在 10 月中旬出现宽松；2) 由于 2017 年上半年供应的减少，一二线城市的刚性需求将在 2017 年下半年得到释放。然而，我们认为这仍极具挑战，因为大多数开发商都等在十月中旬这个时间窗口来启动新的项目。此外，全国商品住宅库存低至 20.7 个月，接近 6 年前的水平。

### 政策前瞻

目前全国商品住宅库存水平已经由 2015 年 2 月的 32.8 个月下降到 2017 年 7 月的 20.7 个月，处在较为健康的水平，政策也有继续收紧的余地。当前的按揭贷款增长在 30% 以上，这是不可持续的。然而，鉴于银行放贷选择有限，按揭贷款增长有望在 2018 年仍保持在 20% 以上。这突显了低线城市尤其是缺乏人口流入的城市，销售增长主要靠信贷宽松影响，它们的销售增长在 2018 年存在下行风险。

### 长租公寓，核心城市解决刚需的新政策

我们相信，如果增加出租房屋供应，同时租户可以享有与业主同样的权利，部分刚性需求将被租赁市场稀释和吸收。出租房屋对于大众市场产品的开发商来说应该是负面的，而刚性需求将被租赁市场稀释和吸收。在短期内，这个政策暂时不会对开发商造成过多

影响，直到 2019 年大量长租公寓供应将投放到市场。长期来看，高端产品的开发商必须忍受更多的开发商从大众市场转向高端市场，而限价仍将持续。因而竞争会比以前更激烈。我们预计第一批大量的租赁物业将于 2019 年推出（由现在开始建造 2 年之后）。关于限购和限价，我们估计也将持续到 2019 年。目前没有信号显示购房需求的减弱。即使限购与限价已经严格执行，70 城房价指数仍然持续环比增长。

图 1: 同行比较

公司	股票代码	评级	目标价		市盈率			市净率			股本回报率 (%)
			港元	(%)	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F
雅居乐	3383.HK	持有	9.60	-8.22%	8.0	7.1	7.0	0.8	0.8	0.7	11.2
奥园	3883.HK	买入	5.78	20%	10.8	7.9	6.2	1.4	1.2	1.0	13.5
中国海外发展	688.HK	持有	31.40	15%	9.2	7.6	7.5	1.2	1.1	0.9	14.5
碧桂园	2007.HK	持有	11.20	-12%	12.9	9.4	8.2	2.5	2.0	1.6	17.3
华润置地	1109.HK	持有	27.86	11%	8.9	7.5	7.3	1.3	1.1	0.9	15.5
绿城房产	3900.HK	持有	8.91	-12%	8.2	8.1	7.0	0.6	0.6	0.6	8.3
合景泰富	1813.HK	买入	10.71	28%	7.9	6.9	5.6	1.1	0.9	0.8	14.3
龙光地产	3380.HK	持有	8.36	7%	9.1	7.4	5.4	1.7	1.4	1.1	15.8
龙湖地产	960.HK	持有	20.87	6%	12.1	10.4	7.6	1.5	1.3	1.1	15.8
绿景中国	95.HK	持有	2.45	12%	9.5	6.8	5.7	0.8	0.7	0.6	8.6
富力地产	2777.HK	持有	21.07	13%	9.2	7.0	6.0	1.2	1.0	0.9	14.1
世茂房地产	813.HK	持有	18.89	16%	8.0	7.0	6.0	1.0	0.9	0.8	13.0
万科	2202.HK	持有	30.70	11%	12.6	10.1	8.3	2.2	1.8	1.5	19.3

数据来源：尚乘股票研究

批注：截至 2017 年 9 月 14 日

## 稳健的毛利率与更好的资产负债表

### 2015年开始的房价反弹是毛利改善的主要原因

2016年上半年毛利率下降之后，许多开发商在2017年上半年的毛利率都有所回升。29个开发商中只有7个毛利率同比下降，13个净利率同比下降。与其他开发商相比，雅居乐有所改善，毛利率由17.3%同比增长至37.3%，这得益于中山、海南等其他二线城市的房价上涨趋势。万科和富力地产同比增长10.9%和10.8%。我们认为2015年上半年的房价回升和2016年上半年的库存下降是毛利率上升的主要原因。

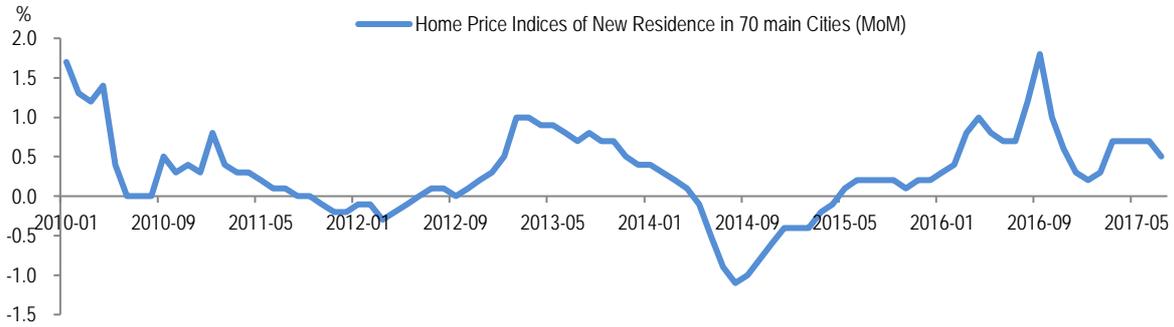
图2：盈利能力比较

	毛利率 (%)			(百分点)		净利率 (%)			(百分点)		股本回报率 (%)		
	1H2015	1H2016	1H2017	1H15/1H16 同比变化	1H16/1H17 比变化	1H2015	1H2016	1H2017	1H15/1H16 同比变化	1H16/1H17 同比变化	1H2015	1H2016	1H2017
碧桂园	23.2	21.0	22.0	-2.2	1.0	10.4	9.4	9.6	-1.0	0.3	17.3	14.8	18.5
万科	26.5	19.5	30.4	-7.0	10.9	10.2	7.8	10.8	-2.4	3.0	19.2	20.2	21.9
恒大物业	28.4	28.3	35.8	-0.1	7.5	15.5	7.1	10.0	-8.4	2.9	28.7	5.8	29.6
中国海外发展	32.2	29.5	31.0	-2.7	1.5	25.2	26.3	25.2	1.2	-1.1	19.5	19.6	17.5
融创中国	11.4	13.3	19.6	1.9	6.3	17.5	0.7	12.4	-16.8	11.7	21.4	13.4	17.4
龙湖地产	26.5	27.9	36.5	1.4	8.7	22.8	20.3	23.7	-2.5	3.4	18.2	16.6	16.3
华润置地	32.2	33.9	34.9	1.8	1.0	17.4	17.3	14.5	-0.1	-2.8	16.5	16.5	14.2
世茂房地产	30.7	28.2	29.6	-2.5	1.4	12.2	10.1	10.8	-2.1	0.7	16.2	11.1	11.3
旭辉物业	21.5	27.1	31.6	5.5	4.6	17.3	9.6	19.2	-7.7	9.6	18.4	17.2	28.0
绿城房产	23.8	24.5	19.6	0.7	-4.9	4.8	6.2	11.8	1.4	5.5	7.4	3.1	9.2
新城控股	16.8	20.8	32.8	4.0	12.0	4.0	5.3	3.1	1.3	-2.1	17.6	14.6	14.2
富力地产	29.5	25.4	36.2	-4.1	10.8	13.4	10.8	12.1	-2.6	1.3	15.1	17.1	16.0
雅居乐	29.6	20.0	37.3	-9.6	17.3	6.6	3.5	9.4	-3.1	5.9	10.0	3.1	10.2
首创置业	13.0	9.2	32.5	-3.7	23.3	10.0	12.1	9.2	2.2	-2.9	17.7	19.5	14.6
远洋地产	20.3	24.2	22.0	3.9	-2.1	14.5	15.5	15.5	1.0	-0.1	10.6	3.3	11.4
保利置业	17.0	17.2	16.8	0.2	-0.4	2.4	1.1	4.3	-1.3	3.2	-0.3	-10.4	2.5
龙光地产	29.8	30.3	39.5	0.6	9.1	20.0	20.1	27.5	0.1	7.4	20.9	20.3	37.9
越秀地产	26.2	25.2	24.9	-1.1	-0.2	18.1	19.2	9.2	1.1	-9.9	7.1	2.6	5.4
金茂地产	41.2	40.0	35.9	-1.2	-4.1	20.8	14.8	14.0	-6.0	-0.8	9.2	11.1	11.5
合景泰富	36.5	35.6	36.0	-0.8	0.3	35.0	26.1	19.8	-8.9	-6.3	16.9	16.0	15.2
海外宏洋	19.5	18.1	20.9	-1.4	2.8	8.2	6.1	7.9	-2.1	1.8	6.4	7.4	8.4
时代地产	25.7	26.3	26.4	0.6	0.1	11.3	9.6	5.7	-1.6	-3.9	26.1	23.0	18.5
绿景中国	58.2	45.2	57.8	-13.0	12.6	12.4	15.0	7.3	2.6	-7.7	—	56.3	5.1
奥园	29.4	25.0	26.9	-4.3	1.8	13.7	8.7	9.2	-4.9	0.5	13.6	10.1	11.9
建业地产	27.9	38.0	26.3	10.1	-11.6	8.2	10.0	8.0	1.8	-2.0	12.8	11.2	8.1
宝龙地产	32.3	37.2	36.2	4.9	-0.9	23.3	18.8	20.1	-4.5	1.2	8.8	10.5	12.7
当代置业	41.5	18.8	20.7	-22.8	1.9	14.5	11.7	11.8	-2.8	0.1	19.9	21.9	14.7
景瑞地产	5.3	2.6	13.2	-2.7	10.6	-10.0	-5.5	-4.2	4.5	1.3	6.4	-12.7	7.7
花漾年控股	32.0	27.6	30.5	-4.4	2.9	6.6	5.7	2.2	-0.9	-3.4	15.3	12.8	5.8

数据来源：彭博，公司，尚乘股票研究

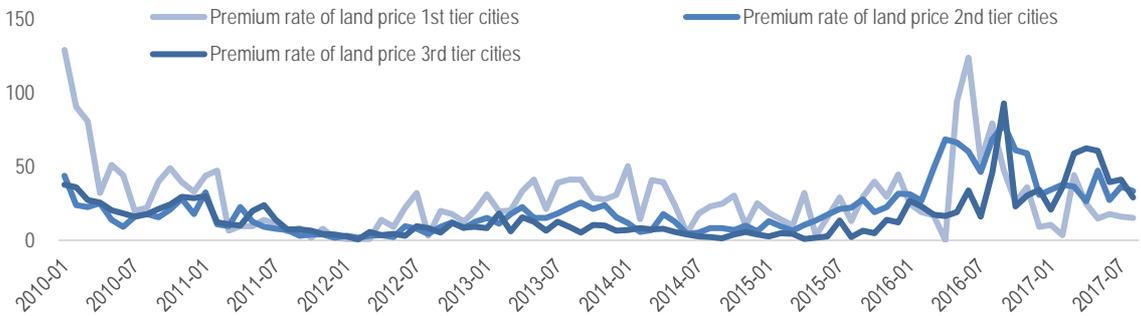
正如我们在上次报告中提到的，房价指数（环比）是分析毛利率增长原因的重要指标。基本上一个新的项目从开工至预售需要半年，销售需6至12个月，开工2年后交付。大部分在2017年上半年交付的项目都是在2015年上半年销售出去的。那么当时发生了什么呢？根据70个城市的房价指数，房价在2014年下半年触底反弹，并于2015年上半年回升。因此我们认为毛利率将会在2017全年和2018年保持同样的水平。在2019年，由于地价上涨，房价受限，毛利率将会下降（图2及图3）。

图 3: 70 个城市新增住宅房价指数环比增速



数据来源: 中国国家统计局尚乘股票研究

图 4: 10 个一、二、三线城市保费率



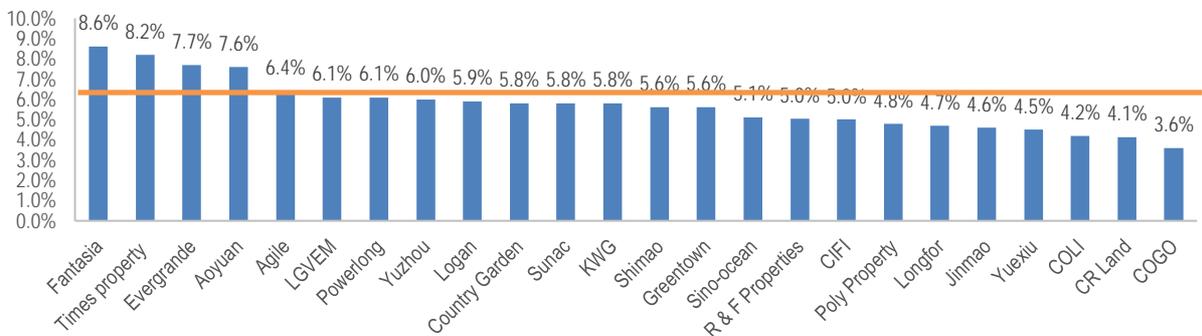
数据来源: 万德, 尚乘股票研究

**更低的净负债率和平均借款成本**

年初至今的强劲销售表现显著提升了开发商的现金流, 降低了净负债率。29 个开发商中 11 个净负债率降低, 恒大物业同比降低 55.3 个百分点, 碧桂园同比降低 26.1 个百分点, 雅居乐及首创置业分别降低 22.2 和 40.2 个百分点。我们认为 2017 年净负债率会继续下降, 鉴于 2017 年下半年将有更多可售货源, 并且销售态势持续强劲, 更多现金回款。我们同时认为更多的开发商已经进入资本开支扩张阶段, 比如世茂房地产、旭辉物业、雅居乐、奥园、龙湖地产、绿城房产、绿景中国、富力地产和碧桂园。恒大物业和融创中国声称不会在近期扩大其土地储备, 足够应对未来的快速增长。

平均借款成本也同时下降。只有 4 家仍然高于 6.5%, 其余我们跟踪的开发商均低于 6.5%。

图 5: 2017 上半年平均借款成本比较



数据来源: 万德, 尚乘股票研究

图6：净负债率比较

%	净负债率			1H15/1H16 同比变化	1H16/1H17 同比变化
	1H2015	1H2016	1H2017		
融创中国	22	75.4	216	53.4	140.6
新城控股	53.4	80.3	157.4	26.9	77.1
富力地产	114.9	110.8	172.5	-4.1	61.7
建业地产	66.2	21	56.7	-45.2	35.7
中国海外发展	13	-4.2	15.7	-17.2	19.9
海外宏洋	81.4	23.2	41.5	-58.2	18.3
万科	15.8	1.8	19.6	-14	17.8
奥园	72.6	56	71.1	-16.6	15.1
绿景中国	-24.3	73.4	88.4	97.7	15
龙光地产	63.6	69.8	84.5	6.2	14.7
华润置地	39.4	27.9	41.5	-11.5	13.6
远洋地产	72.2	52.2	62.5	-20	10.3
花漾年控股	90.9	78.1	87.2	-12.9	9.1
世茂房地产	43.8	49.9	57.5	6	7.7
金茂地产	61.5	64.6	69.7	3.2	5
越秀地产	45.9	48.6	52	2.8	3.4
旭辉物业	72.5	57.5	59.3	-15	1.8
宝龙地产	63	74.9	76.3	11.9	1.4
合景泰富	65.3	58.8	59.9	-6.5	1
龙湖地产	61.1	62.7	56.2	1.5	-6.4
当代置业	55.5	77.3	63.5	21.8	-13.8
时代地产	89.9	83.5	68.9	-6.3	-14.6
绿城房产	94.1	98.1	83.3	4	-14.8
景瑞地产	169.3	231.8	210.6	62.5	-21.2
雅居乐	93.2	69.3	47.1	-23.9	-22.2
保利置业	116.7	126.4	101.8	9.7	-24.6
碧桂园	37.9	63.9	37.8	26	-26.1
首创置业	155.5	167.3	127	11.8	-40.2
恒大物业	125.3	295.3	240	170	-55.3

数据来源：彭博，公司，尚乘股票研究

批注：永久资本债券计入债务，有限制现金计入现金

## 强劲的销售与较低的库存

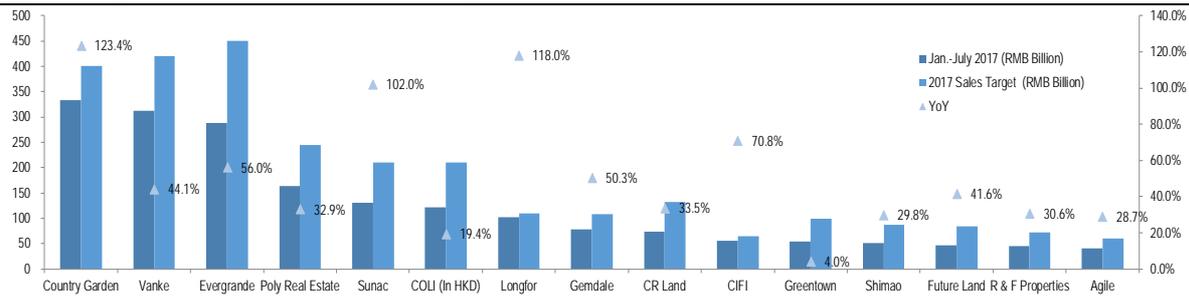
### 销售信心强劲，制定更高的销售目标

所有的开发商都对他们的销售表现有很强的信心。他们预计：1) 房价限制政策将在10月中旬逐渐宽松；2) 由于2017年上半年供应量减少，在下半年刚性需求会得到释放。

在销售额超过400亿人民币的开发商中，碧桂园、龙湖地产、融创中国分别同比增长123.4%、118.0%、102.0%。恒大物业和万科分别取得56.0%和44.1%的同比增长率。旭辉物业销售同比增长70.8%。

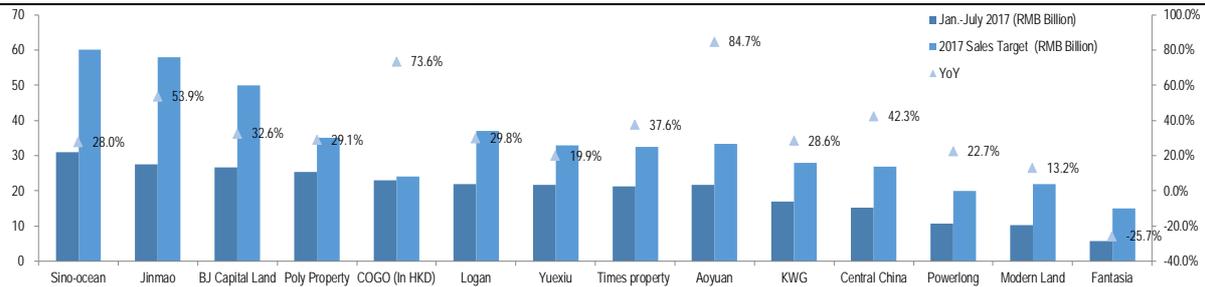
在销售额低于400亿人民币的开发商中，中国奥园增速领先其他公司，取得84.7%的同比增长率。海外宏洋和金茂地产紧随其后分别取得73.6%和53.9%同比增长率。

图7：2017年1月-7月销售额超过400亿人民币开发商销售情况比较



数据来源：公司，尚乘股票研究

图8：2017年1月-7月销售额低于400亿人民币开发商销售情况比较



数据来源：公司，尚乘股票研究

图9：修订后销售目标

人民币十亿 (中国海外发展: 港元十亿)	旧目标	修订后目标	变化率
融创中国	210	300	43%
龙湖地产	110	150	36%
禹洲地产	30	40	33%
碧桂园	400	500	25%
旭辉物业	65	80	23%
远洋地产	60	70	17%
中国海外发展*	210	231	10%
华润置地	120	132	10%
富力地产	73	80	10%
世茂房地产	80	88	10%
越秀地产	33	36	9%
雅居乐	60	65	8%
龙光地产	34.5	37	7%

数据来源：公司，尚乘股票研究

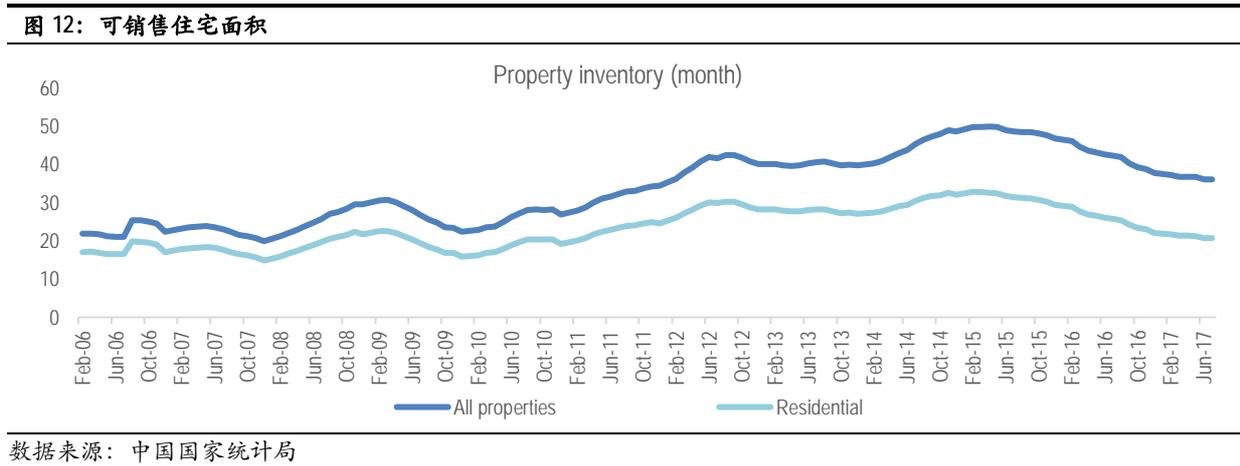
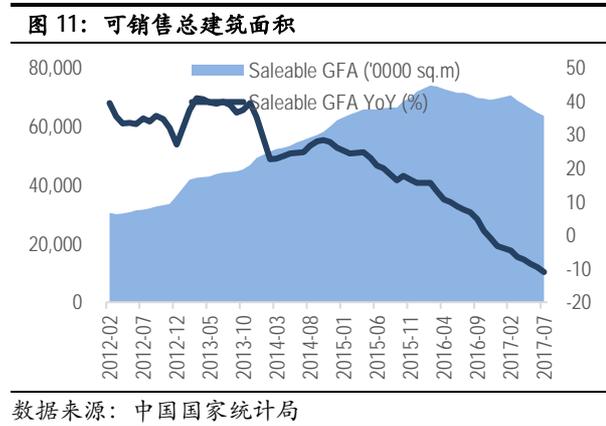
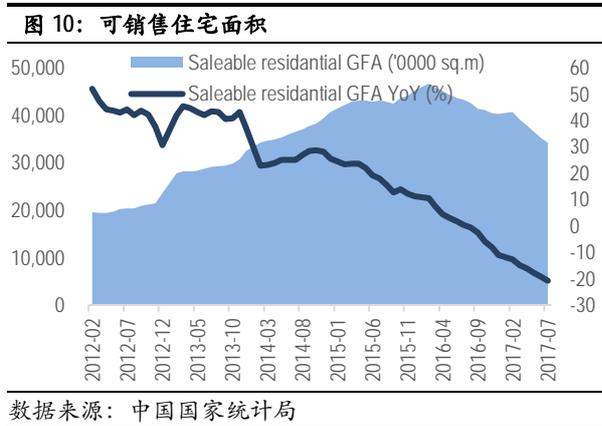
30个开发商中13个在中期业绩发布之后将销售目标修订至更高水平。融创中国、龙湖地产、禹洲地产、碧桂园和旭辉物业分别提高了43%、36%、33%、25%、23%。强劲的销售超出了这些开发商的预期，他们将在2017年下半年推出更多可售货源。

**但行业普遍预计2017年下半年房价上限政策将变得宽松，是否会造成市场拥挤？**

在2017年上半年，众多开发商暂停或减少推出库存物业或可售货源。没有人希望削减利润以获得更多销售额。我们认为10月将是所有开发商的关键月份。如果限价政策稍微放松，以维持与2016年第四季度相同的定价水平，开发商将在2017年年底收获颇丰。当然，这是最好的情况。如果房价维持与以前一样的水平，开发商必须尽快提高营业额，以避免2017年第四季度集中销售的激烈竞争。在这种情况下，一些开发商可能会错失销售目标，因为他们超过50%的可售货源都在2017年下半年甚至是第四季度推出。

**此外，7月份住房库存持续下滑，同比下降20.8%**

可销售住宅面积进一步下降到2014年初期水平，2017年7月为3.41亿平方米。我们认为，随着更多的项目在2017年下半年推出，且同期销售预计强劲，可售楼面面积将保持稳定。住宅库存周转期从2015年2月的32.8个月下降到2017年7月的20.7个月。



## 《香港财务报告准则》15号（“HKFRS”）将在2018年成为收入增长短期推动力

### 全额预付款销售将加速入账

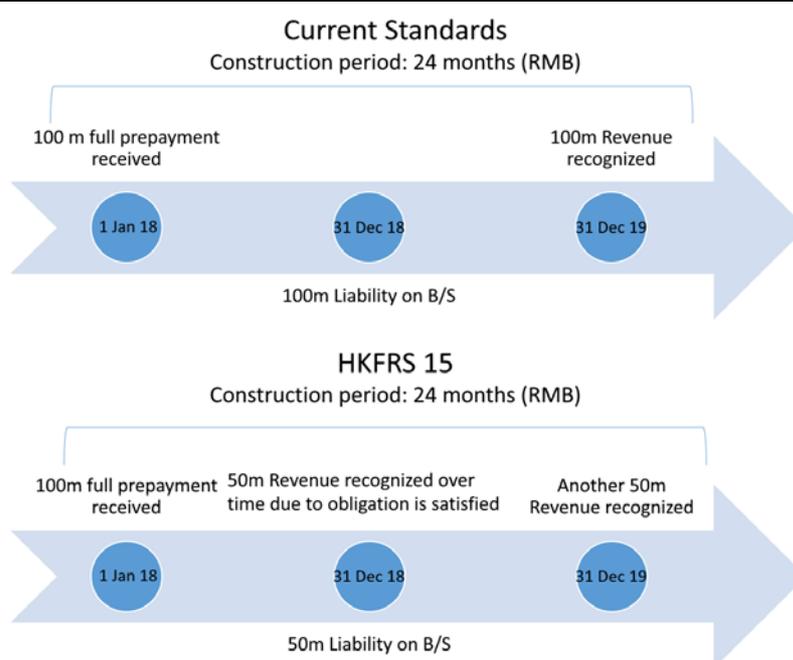
《香港财务报告准则》第15号“客户合约收入”将于2018年1月1日起生效，主要是取代以前的《香港财务报告准则》第11号“建造合约”及第18号“收入”。预计新标准的采用将对房地产业的财务报表产生重大影响。《香港财务报告准则》第15号的核心原则是，主体确认收入的方式应当体现主体向客户转让承诺的商品或服务的模式——而且收入金额应当反映主体预计因向客户交付这些商品或服务而有权获得的对价。

《香港财务报告准则》第15号强调，收入确认程序由每项业绩的满意程度决定，并可根  
据该履约义务的完成进度调整。因此，根据新标准，房地产开发商可能有损益表和资产负债表的影响：

- 加快合同销售收入确认过程
- 减少负债中的未实现收益并计入损益表中，并因此降低净资产负债率

至于房地产开发商，如果开发商预先收到全额预付款，开发商可以根据完成建筑的百分比确认收入。《香港财务报告准则》第15号将有助于获得更多全额预付房地产销售的开发商提前确认合同销售收入。

图 13: 《香港财务报告准则》第15号收入确认过程的变动



数据来源：香港会计师公会，尚乘股票研究

## 政策前瞻

### 近期内房屋刚性需求将被租赁市场稀释和吸收

目前，我们没有中国的租赁市场供求统计数据。棚户区重建和公共房屋供应的最新有效统计数字截止到2012年，太过时以至于不能作为有效参考。购房限额和紧缩政策已经推出了多年，我们认为最近鼓励租金供应的政策将是长远的政策，以实现市场的健康发展。

在一线城市，房价飙升至高位。新进者在这些城市难以承担买房的负担。因此，他们不得不承受租金成本高，住房环境质素较差的现实。一线城市的新租赁供给将缓解部分刚性需求压力。

根据“集体用地建设租赁住房试点方案”，首批引进租赁住房的城市将分别为北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都。该方案将把集体土地重建为租赁住房。深圳还出台了“住房租赁试点工作方案”，并宣布在未来5年将超过一百万套出租房屋供应，并由独立经营者经营。

部分城市推出了租赁住房开发用地。上海推出了一些小块土地用于出租房屋建设。开发商被严令禁止出售出租房屋，仅可用于租赁目的。这些土地成本仅为附近每平方米土地成本的15-20%。这是扩大租赁住房供给的创新方式。但是，它会减少当地政府的土地拍卖收入。

我们认为如果能有更多的出租房屋供应，并且租户享有与业主有权享有的同等权利，部分刚性需求将被租赁市场所稀释并吸收。我们估计，第一波充足的租赁住房将于2019年投入市场（从现在开始两年建设完成后）。

关于购房限额和房价上限政策，我们估计将持续到2019年。现在没有市场信号显示住房需求减弱。目前，即使购房限额和房价上限政策都在严格执行中，70个城市的房价指数（环比）仍然处于正值水平。

出租房屋对于大众市场项目的开发商来说应该是有负面影响的，而刚性需求将被租赁市场稀释和吸收。短期而言，这个政策在2019年大量供应出现之前不会对开发商产生任何影响。长远而言，高端市场项目的开发商必须忍受越来越多的开发商从大众市场转向高端市场，而与此同时，房价限制仍然持续，竞争会比以前更激烈。

## 首选标的

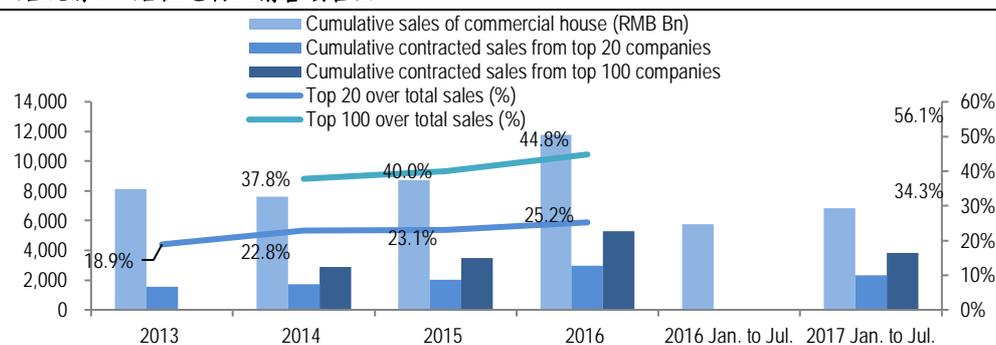
### 首选股票表现落后者：首推中国奥园及合景泰富

开发商在 2017 年上半年取得了稳健的业绩，房屋销售强劲，资产负债表较好，盈利能力提升。展望未来，2015 年 6 月至 2017 年期间的房屋价格暴涨将提高开发商的盈利能力，这将在 2018 年和 2019 年上半年实现。这将为该行业提供安全的制高点。在增长方面，我们认为中国房地产市场已经成熟，预示着未来的增长将会放缓。大开发商将从未上市的开发商或本地公司手中获得更多的市场份额。我们认为，销售额前五名的巨头将获得更多的市场份额，而物业销售增长则持续下滑。截至 2017 年 7 月底，百强房地产开发商市场占有率达到 56.1%（前 20 名及前 20-100 名分别占有 34.3% 和 21.8%）。未来 3 年，前 20-100 名开发商必须成长，否则将由房地产巨头合并或收购。这也是一些中等规模的开发商例如世茂房地产、旭辉物业、雅居乐、奥园、龙湖地产和富力地产，甚至碧桂园进一步扩张的原因。

至于估值方面，该行业的市盈率为 2017 年的 8.1 倍，为三年来的最高点。因此，我们应该看看具有高增长潜力，估值滞后和高股本回报率的标的公司。大多数房地产巨头都享有较高的股价溢价，我们认为上行空间有限，下行风险较高。在前 20-100 名中，中国奥园是大湾区最大的土地储备开发商之一（58% 的土地储备位于广东省内）。在广东西部移入珠海，中山和佛山的人口会增多的预期下将会提高这些城市的房价，这对奥园有正面作用。未来 2 年，高销售额增长将会转变为收入。因此，我们重申“买入”的建议，将目标价调整至 5.78 港元，对应 17 年 10.8 倍市盈率和 18 年 7.9 倍市盈率。

此外，合景泰富拥有 4,500 亿人民币的可售货源，这将足够满足 2018 年到 2020 年的增长目标，以及 2018 年到 2020 年的交付渠道足以证明毛利率将会保持在较高水平。增长目标将通过高毛利率及绝对销售数量的增加来实现。合景泰富已经到了释放其可售货源的最佳时机。我们给予合景泰富“买入”的建议，目标价格为 10.71 港元，对应 17 年 7.9 倍市盈率和 18 年 6.9 倍市盈率，17 年 1.1 倍市净率和 18 年 0.9 倍市净率。

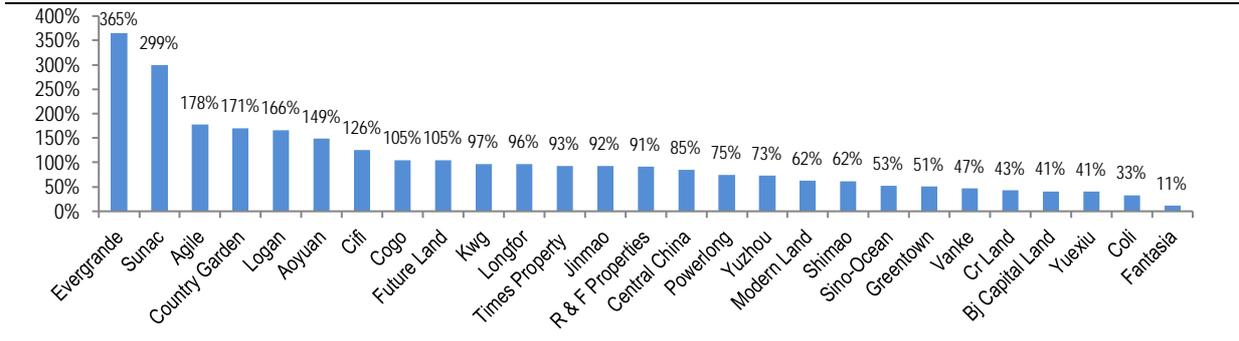
图 14：前 20 名及前 100 名住宅物业销售额占比



数据来源：公司，克而瑞研究，中国国家统计局

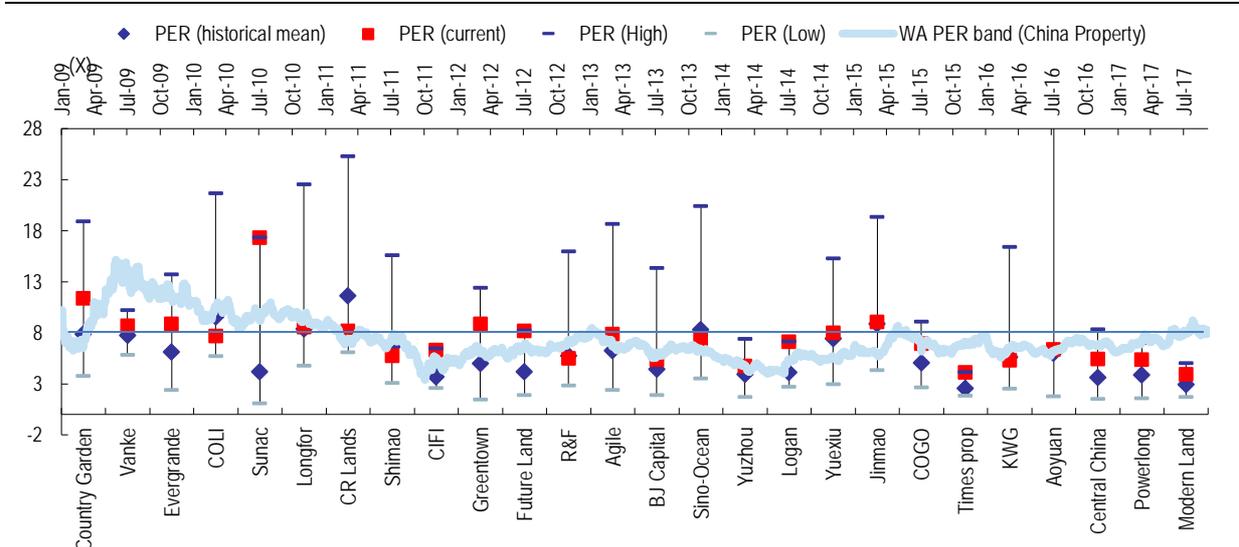
批注：2017 年销售额为 1 月至 7 月

图 15: 2017 年至今股价涨幅比较



数据来源: 公司, 克而瑞研究, 中国国家统计局

图 16: 估值比较



数据来源: 彭博, 尚乘股票研究

批注: 截至 2017 年 9 月 14 日

图 17: 同行比较

公司	货币单位	市值 (百万)	最新股价 (元)	市盈率			市净率			股息收益率	股本回报率
				17F	18F	19F	17F	18F	19F	% 17F	% 17F
碧桂园	HKD	272,733	12.78	14.4	10.5	7.5	2.8	2.3	1.9	2.3	21.1
万科	HKD	355,641	27.60	9.8	8.3	7.2	2.0	1.7	1.5	4.2	21.1
恒大物业	HKD	338,846	25.80	10.1	8.5	7.2	4.1	3.1	2.6	3.3	40.6
中国海外发展	HKD	299,104	27.30	8.4	7.4	6.5	1.2	1.1	1.0	3.2	15.2
融创中国	HKD	123,190	29.80	35.0	14.3	10.3	3.7	2.8	2.2	1.1	9.0
龙湖地产	HKD	115,835	19.66	9.9	8.1	6.8	1.4	1.2	1.1	3.7	15.1
华润置地	HKD	173,273	25.00	9.2	7.9	7.0	1.3	1.2	1.0	3.2	15.7
世茂房地产	HKD	55,005	16.24	6.5	5.5	4.8	0.8	0.7	0.6	5.5	12.5
旭辉物业	HKD	34,972	4.65	7.4	6.0	4.9	1.5	1.3	1.1	4.8	22.1
绿城房产	HKD	21,999	10.16	9.4	8.7	8.1	0.7	0.7	0.6	1.7	7.0
新城控股	HKD	22,406	3.96	9.9	7.6	4.9	1.7	1.4	1.1	2.8	19.8
富力地产	HKD	60,065	18.64	6.3	5.2	4.6	1.0	0.9	0.8	6.7	16.6
雅居乐	HKD	44,968	11.48	8.7	7.6	6.8	0.9	0.9	0.8	4.7	10.9
首创置业	HKD	13,959	4.61	6.9	5.0	n.a.	0.7	0.7	n.a.	5.7	19.3
远洋地产	HKD	39,331	5.22	8.5	7.0	6.3	0.7	0.7	0.6	4.7	8.5
禹洲地产	HKD	18,598	4.85	5.8	4.5	3.7	1.3	1.1	0.9	5.9	22.7
龙光地产	HKD	43,815	7.97	8.8	6.6	5.3	1.5	1.3	1.2	4.5	19.7
越秀地产	HKD	18,974	1.53	8.9	7.7	6.6	0.5	0.5	0.5	4.7	5.7
金茂地产	HKD	44,834	4.20	10.6	8.6	6.8	1.1	1.0	0.9	5.1	11.6
海外宏洋	HKD	12,507	5.48	8.2	6.6	5.2	1.1	1.0	0.8	0.7	14.5
时代地产	HKD	13,369	7.29	4.9	3.9	3.3	0.9	0.8	0.7	6.3	21.0
合景泰富	HKD	26,472	8.39	6.1	5.1	4.1	0.8	0.7	0.6	6.0	13.9
中国奥园	HKD	12,904	4.83	7.7	5.9	4.9	1.1	1.0	0.8	4.5	14.9
建业地产	HKD	8,364	3.42	6.4	5.1	4.9	0.9	0.8	0.7	4.6	15.3
宝龙地产	HKD	15,909	3.98	6.0	5.1	4.3	0.5	0.5	0.4	5.5	10.8
当代置业	HKD	4,458	1.78	4.4	3.8	3.0	0.8	0.8	0.7	6.1	19.3
中位数				8.5	6.8	5.3	1.1	1.0	0.8	4.7	15.2
算术平均值				9.2	6.9	5.8	1.3	1.2	1.0	4.3	16.3
加权平均数				11.1	8.3	6.8	2.1	1.7	1.5	3.6	20.3

数据来源: 彭博, 尚乘股票研究

批注: 截至 2017 年 9 月 14 日

## 雅居乐

### 平均售价提升，转机出现

#### 以大湾区为核心，以低成本深耕海南

雅居乐自1992年起就是广东省的全国性开发商。公司主要专注于华南地区和旅游房地产开发。该公司拥有3,100万平方米的土地储备，每平方米成本仅为1,854元人民币（相较平均售价每平方米12,446元人民币）。35.5%的土地储备位于广东，35.4%是旅游房地产。位于大湾区（1,000万平方米）的土地储备超过30%。海南陵水项目在过去8年中实现了高利润回报。陵水项目可再提供6年的销售额（预计2017年销售面积约80万平方米，土地储备面积达530万平方米，每平方米土地成本600元，平均售价超过每平方米15,000元人民币）。广东省的项目，特别是中山地区特别项目普遍受益于大湾区飞涨的平均售价。

#### 从2017年1月至7月合同销售同比增长28.7%，更多可销售项目将在2017年下半年投入市场，以合同销售额年复合增长率24%的增长速度为目标

公司实现销售额412亿人民币合同销售收入，同比增长28.7%，也反映了今年600亿元人民币目标的68.7%。公司8月份将目标调整至650亿元人民币。2017年上半年，该公司推出了490万平方米的可售货源。该公司将在2017年下半年再推出376万平方米的物业以支持其修订目标的实现。管理层预计海南将每年贡献160-180亿元人民币，次一线城市（惠州、中山、长沙）将受益于平均售价上调而增加合同销售额。

#### 毛利率和净利率在2017年上半年飞升，毛利率将在2017年和2018年分别保持在35%和30%以上

中期业绩稳固，收入平稳增长，毛利率同比上涨17.3个百分点至2017年上半年的37.3%（2016年上半年为20%）。毛利润同比上涨84.4%。公司缩减其销售、一般及行政费用至仅为合同销售额的4%，收入的7%，利益成本下降至6.35%，核心盈利同比增长207.6%至18.4亿元人民币，占净利润的22.1%。随着大湾区和海南地区房价大幅上涨，公司将受益，毛利率预计将在2017年达到35%以上，2018年将超过30%。由于如前所述，平均售价较高，该公司的物业建设完成量虽然下降，但保持了相同的收益目标（完成目标从334万平方米降低至319万平方米）。

#### 融资成本降低，但再融资压力依旧

该公司将其融资成本降至6.35%（2016年为7.6%）。但是，2017年下半年和2018年，公司将面临较高的再融资压力。2017年下半年和2018年，分别有73亿元和185亿元的债务将会到期。

#### 公司的执行情况仍然是关键，给予“持有”评级，目标价格为9.6港元

该公司对其销售业绩有很强信心。然而，管理层的执行情况应该是未来增长的关键，此外，公司估值已经受到这些积极因素影响，交易价格在17年8.1倍市盈率和18年7.1倍市盈率。我们给予“持有”评级，目标价为9.60港元，对应17年8.0倍市盈率和18年7.1倍市盈率，17年0.8倍市净率和18年0.7倍市净率。

股票代码：3383.HK

评级：持有

目标价格（港元）	9.60
现价（港元，2017年9月14日）	10.46
上升空间/下行空间 %	-8.22%
市值（港元百万）	44,968
市值（美元百万）	5,756
日均成交量（港元百万）	0.4

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

（人民币百万）	2016	2017e	2018e	2019e
收入	46,679	50,650	52,395	59,761
增长率	9%	9%	3%	14%
净利润	2,284	4,172	4,752	4,782
增长率	64%	83%	14%	1%
调整后净利润	2,284	4,172	4,752	4,782
增长率	64%	83%	14%	1%
毛利率	26.5%	35.1%	35.5%	32.7%
净负债率	49.1%	52.3%	55.1%	59.9%
每股收益	0.59	1.07	1.22	1.23
每股股息	0.18	0.32	0.37	0.37
每股账面价值	9.09	10.17	11.39	12.62

数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	16.0	8.8	7.7	7.6
市净率	1.0	0.9	0.8	0.7
股息收益率	1.9%	3.4%	3.9%	3.9%
股本回报率	6.5%	11.2%	11.4%	10.3%
资产回报率	1.7%	2.8%	2.7%	2.3%

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



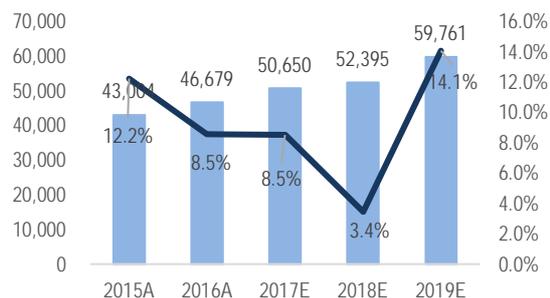
数据来源：彭博

图 18: 合同销售 (人民币百万) 及增长率 (%)



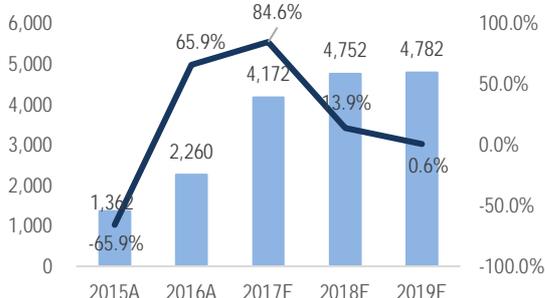
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 19: 收入 (人民币百万) 及增长率 (%)



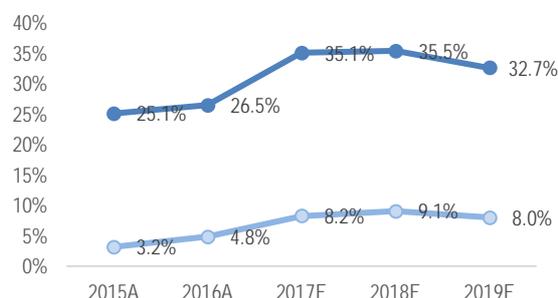
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 20: 核心净利润 (人民币百万) 及增长率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 21: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



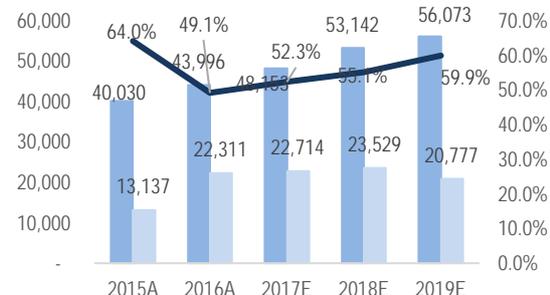
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 22: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 23: 现金、负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 24: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>收入</b>	43,004	46,679	50,650	52,395	59,761	12.2%	8.5%	8.5%	3.4%	14.1%
投资物业公允价值收益	41,421	44,752	48,531	50,063	57,196					
销售成本	(32,191)	(34,313)	(32,860)	(33,809)	(40,229)					
<b>毛利润</b>	10,813	12,366	17,791	18,586	19,532	-13.0%	14.4%	43.9%	4.5%	5.1%
销售及营销成本	(1,786)	(2,098)	(2,581)	(2,317)	(2,849)	0.1%	17.5%	23.0%	-10.2%	23.0%
行政开支	(1,444)	(1,458)	(1,794)	(1,373)	(1,689)	0.5%	1.0%	23.0%	-23.5%	23.0%
分占联营公司溢利	(27)	(3)	(3)	(3)	(3)					
分占合营公司(亏损)/溢利	(87)	10	10	10	10					
净财务费用	(1,325)	(1,125)	(1,185)	(1,257)	(1,282)	352.9%	-15.1%	5.4%	6.1%	1.9%
<b>税前盈利</b>	6,196	7,483	11,986	13,394	13,468	-38.8%	20.8%	60.2%	11.7%	0.5%
所得税	(3,895)	(4,433)	(7,048)	(7,876)	(7,919)					
年内溢利	2,302	3,050	4,938	5,518	5,548	-54.8%	32.5%	61.9%	11.7%	0.5%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	1,390	2,284	4,172	4,752	4,782	-67.6%	64.3%	82.7%	13.9%	0.6%
<b>核心净利润</b>	1,362	2,260	4,172	4,752	4,782	-65.9%	65.9%	84.6%	13.9%	0.6%
非控股权益	359	415	415	415	415					
股息	553	351	351	351	351					
<b>每股收益--基本</b>	0.36	0.59	1.07	1.22	1.23					
<b>每股收益--摊薄</b>	0.35	0.58	1.07	1.22	1.23					
<b>每股股息--基本</b>	0.12	0.18	0.32	0.37	0.37					
<b>每股账面价值</b>	8.84	9.09	10.17	11.39	12.62					
<b>关键指标</b>	2015	2016	2017e	2018e	2019e					
毛利率	25.1%	26.5%	35.1%	35.5%	32.7%					
净利率	3.2%	4.9%	8.2%	9.1%	8.0%					
核心净利率	3.2%	4.8%	8.2%	9.1%	8.0%					
资产回报率	1.2%	1.7%	2.8%	2.7%	2.3%					
已动用资本回报率	1.7%	2.7%	4.5%	4.7%	4.3%					
股本回报率	4.0%	6.5%	11.2%	11.4%	10.3%					
总负债/EBITDA	5.1x	4.8x	3.7x	3.6x	3.8x					
总负债/总权益	95.3%	99.6%	98.9%	98.8%	95.2%					
总负债/总资本	48.8%	49.9%	49.7%	49.7%	48.8%					
净借款/EBITDA	3.4x	2.4x	1.9x	2.0x	2.4x					
净借款/总权益	64.0%	49.1%	52.3%	55.1%	59.9%					
净借款/总资本	32.8%	24.6%	26.3%	27.7%	30.7%					
流动比率	178.3%	174.0%	179.6%	174.3%	160.0%					
现金/总资产	11.2%	16.9%	15.0%	13.3%	9.9%					
库存物业/总资产	57.1%	45.8%	52.4%	59.0%	66.7%					
净借款/净库存物业	40.2%	36.0%	32.1%	28.3%	25.2%					
速动比率	152.3%	133.6%	144.3%	145.4%	140.9%					
现金比率	26.0%	40.4%	35.3%	28.9%	19.1%					
利息覆盖率	2.2x	2.6x	3.7x	3.7x	3.6x					

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

图 25: 资产负债表及现金流量表预测

资产负债表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e
非流动资产	27,194	35,586	35,586	35,586	35,586
流动资产	90,119	96,139	115,439	141,767	174,184
发展中物业	44,524	36,707	55,602	81,116	116,285
持做销售已落成物业	16,889	13,976	13,976	13,976	13,976
收购土地使用权之预付款项	5,541	9,614	9,614	9,614	9,614
有限制资金	5,730	9,879	9,879	9,879	9,879
现金及现金等值项目	7,407	12,432	12,836	13,650	10,898
其他	10,029	13,531	13,531	13,531	13,531
流动负债	50,531	55,252	64,280	81,327	108,881
借款	16,487	12,815	11,224	12,035	15,236
来自顾客的预收款项	7,111	10,617	21,237	37,473	61,826
其他	26,933	31,819	31,819	31,819	31,819
非流动负债	24,787	32,318	38,066	42,244	41,974
借款	23,543	31,181	36,929	41,107	40,837
当期所得税负债	1,244	1,137	1,137	1,137	1,137
股本及储备	41,995	44,155	48,678	53,781	58,914
永久资本证券本公司股东应占权益	34,308	35,310	39,482	44,234	49,016
永久资本证券	4,489	5,598	5,598	5,598	5,598
非控股权益	3,198	3,248	3,599	3,950	4,300
现金流量表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e
年内溢利	2,302	3,050	4,938	5,518	5,548
营运资金改变前的经营业务现金流	8,067	9,291	4,938	5,518	5,548
发展中物业及持作销售已落成物业	10,195	9,033	(18,896)	(25,513)	(35,170)
收购土地使用权之预付款项	(2,105)	3,507	10,619	16,237	24,353
有限制现金	16,318	15,012	(3,338)	(3,758)	(5,268)
贸易及其他应收款项	(3,161)	(2,746)	-	-	-
贸易及其他应付款项及应计费用	(6,021)	(5,380)	-	-	-
来自顾客的预收款项	7,136	6,887	(3,338)	(3,758)	(5,268)
经营活动中使用的现金					
已付利息	(699)	(3,719)	-	-	-
已付中国所得税					
经营活动产生的现金净额	12,124	25,278	23,297	16,213	14,966
投资活动所用的现金净额	(18,631)	(27,956)	(19,140)	(11,224)	(12,035)
融资活动	(4,903)	1,873	3,742	4,573	2,516
借款所得款项	1,534	5,041	404	815	(2,753)
偿还借款	(195)	(17)	-	-	-
融资活动所产生的现金净额	6,068	7,407	12,432	12,836	13,650
现金及现金等价项目的增加净额	7,407	12,432	12,836	13,650	10,898
现金及现金等价项目的增加净额	2,302	3,050	4,938	5,518	5,548
现金及现金等价项目的汇兑亏损	8,067	9,291	4,938	5,518	5,548
于年初的现金及现金等值项目	10,195	9,033	(18,896)	(25,513)	(35,170)
于年末的现金及现金等值项目	(2,105)	3,507	10,619	16,237	24,353

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

## 中国奥园

### 估值低，可预见强劲增长

#### 中国奥园进入深港通名单，将解锁其潜在价值

中国奥园进入下一批深港通证券交易名单，自2017年9月4日起生效。自从深港通首日交易以后，南下资金占总资本的0.7%。我们认为目前的低估估值仍然非常有吸引力（18年5.9倍市盈率对比18年行业平均6.2倍市盈率）。

#### 收入同比上升25.8%，毛利率提高至26.9%，核心利润同比上升36.7%

2017年上半年营业收入同比增长25.8%至82亿元人民币，超过预期的70亿元人民币。盈利能力的提高主要是由于住宅项目的高毛利率（提高了2.9个百分点）和更多的商业项目，其毛利率甚至更高（增加到总收入的20.5%）。由于毛利率改善了1.8个百分点至26.9%，净利润同比增长30.9%至7.6亿元人民币，核心利润增加至6.66亿元，同比增长36.8%。实际表现突破了我们5亿元的核心利润预期。核心净利率也提高到8.2%，增长了0.7个百分点。

#### 前七个月合同销售额同比增长62%至人民币190亿元

2017年1月至7月销售额达到190亿元。平均售价约为10,571元/平方米。我们认为，基于2016年146亿元、2017年为295亿元的可售货源，以及62%的适度去化率，到今年年底中国奥园将实现其目标。该公司于2017年上半年收购了370万平方米的土地，总土地增加到1712万平方米，平均成本仅为每平方米1,992元。我们认为在未来低土地成本将转为高利润（土地成本仅为行业平均土地成本的18.8%）。

#### 融资成本从2016年底的8.1%下降至2017年上半年的7.6%

由于上半年建设支出使净负债从2016年的74亿元增加到117亿元，净负债率上升了13.6个百分点至64.3%，符合我们的预期。我们认为，由于2017年下半年（金九月银十月）的合同销售额较多，建筑费用较少，因此，下半年净负债率将略有提高至61.9%。

#### 评级“买入”，目标价5.78港元，上涨20%

中国奥园是大湾区土地储备最大（58%的土地储备在广东）最活跃的开发商之一。广东西部人口移入珠海，中山和佛山的更多移民将会提高这些城市的房价，这对于奥园是有积极作用的。未来2年，高销售额增长将兑现高收入。因此，我们重申“买入”的评级，将目标价修订至5.78港元，相较2017年12月的净资产价值有20%的折让，对应17年10.8倍市盈率和18年7.9倍市盈率。

股票代码：3883.HK

评级：买入

目标价格（港元）	5.78
现价（港元，2017年9月14日）	4.83
上升空间/下行空间 %	20%
市值（港元百万）	12,904
市值（美元百万）	1,652
日均成交量（港元百万）	0.2

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

（人民币百万）	2016	2017e	2018e	2019e
收入	11,827	16,322	21,784	27,985
增长率	23.6%	38.0%	33.5%	28.5%
净利润	881	1,290	1,750	2,256
增长率	8.5%	46.4%	35.6%	28.9%
调整后净利润	678	1,290	1,750	2,256
增长率	18.3%	90.3%	35.6%	28.9%
毛利率	27.7%	28.3%	28.6%	28.3%
净负债率	50.7%	61.9%	61.6%	57.9%
每股收益	0.33	0.48	0.65	0.84
每股股息	0.15	0.14	0.19	0.25
每股账面价值	3.34	3.82	4.48	5.32

数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	13.2	9.0	6.6	5.1
市净率	1.3	1.1	1.0	0.8
股息收益率	3.5%	3.3%	4.4%	5.7%
股本回报率	7.9%	13.5%	15.8%	17.2%
资产回报率	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%

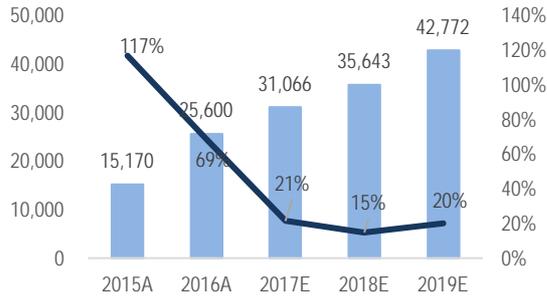
数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



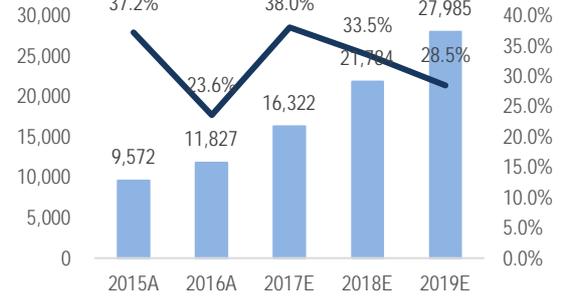
数据来源：彭博

图 26: 合同销售 (人民币百万) 及增长率 (%)



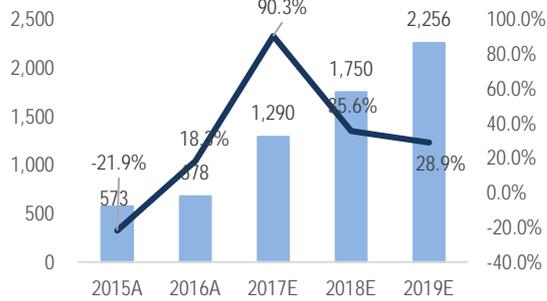
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 27: 收入 (人民币百万) 及增长率 (%)



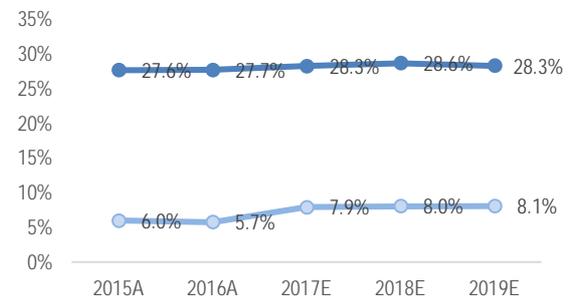
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 28: 核心净利润 (人民币百万) 及增长率 (%)



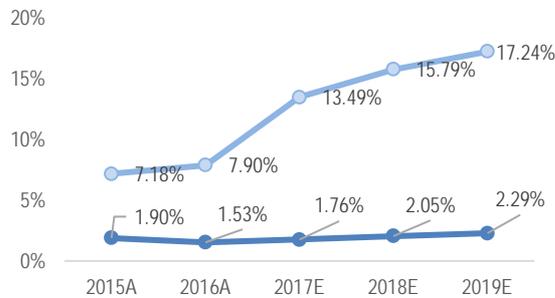
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 29: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 30: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 31: 现金、负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 32: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>收入</b>	9,572	11,827	16,322	21,784	27,985	37.2%	23.6%	38.0%	33.5%	28.5%
投资物业公允价值收益	9,295	11,240	15,676	21,073	27,203					
销售成本	(6,926)	(8,550)	(11,711)	(15,544)	(20,074)					
<b>毛利润</b>	2,646	3,277	4,611	6,240	7,910	28.0%	23.8%	40.7%	35.3%	26.8%
销售及营销成本	(489)	(592)	(719)	(1,069)	(1,360)	28.8%	21.2%	21.4%	48.8%	27.2%
行政开支	(402)	(489)	(594)	(927)	(1,283)	2.8%	21.8%	21.4%	56.1%	38.5%
分占联营公司溢利	-	-	-	-	-					
分占合营公司(亏损)/溢利	28	(32)	(32)	(32)	(32)					
净财务费用	(91)	(157)	(157)	(168)	(161)	40.4%	72.1%	0.0%	6.5%	-3.9%
<b>税前盈利</b>	1,884	2,085	2,879	3,814	4,843	30.1%	10.6%	38.1%	32.5%	27.0%
所得税	(977)	(1,078)	(1,463)	(1,938)	(2,461)					
年内溢利	907	1,007	1,416	1,876	2,382	15.9%	10.9%	40.6%	32.5%	27.0%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	812	881	1,290	1,750	2,256	0.3%	8.5%	46.4%	35.6%	28.9%
<b>核心净利润</b>	573	678	1,290	1,750	2,256	-21.9%	18.3%	90.3%	35.6%	28.9%
非控股权益	95	126	126	126	126					
股息	245	259	379	515	664					
	50	142	-	-	-					
<b>每股收益--基本</b>										
<b>每股收益--摊薄</b>	0.29	0.33	0.48	0.65	0.84					
<b>每股股息--基本</b>	0.21	0.25	0.48	0.65	0.84					
<b>每股账面价值</b>	0.11	0.15	0.14	0.19	0.25					
<b>关键指标</b>	2015	2016	2017e	2018e	2019e					
毛利率	27.6%	27.7%	28.3%	28.6%	28.3%					
净利率	8.5%	7.4%	7.9%	8.0%	8.1%					
核心净利率	6.0%	5.7%	7.9%	8.0%	8.1%					
资产回报率	1.9%	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%					
已动用资本回报率	3.4%	2.9%	3.8%	4.8%	5.7%					
股本回报率	7.2%	7.9%	13.5%	15.8%	17.2%					
总负债/EBITDA	8.6x	8.2x	6.4x	4.7x	4.5x					
总负债/总权益	140.8%	125.6%	122.0%	105.0%	111.7%					
总负债/总资本	58.5%	55.7%	54.9%	51.2%	52.8%					
净借款/EBITDA	3.8x	3.3x	3.3x	2.8x	2.4x					
净借款/总权益	62.7%	50.7%	61.9%	61.6%	57.9%					
净借款/总资本	26.1%	22.5%	27.9%	30.1%	27.4%					
流动比率	189.7%	165.5%	144.1%	148.5%	160.0%					
现金/总资产	18.5%	16.5%	12.0%	8.6%	10.2%					
库存物业/总资产	65.3%	66.1%	73.5%	78.7%	78.9%					
净借款/净库存物业	22.8%	16.9%	16.9%	15.5%	14.0%					
速动比率	150.0%	135.2%	125.2%	134.8%	142.6%					
现金比率	39.7%	30.3%	18.9%	13.7%	17.5%					
利息覆盖率	1.4x	1.3x	1.7x	2.1x	2.8x					

数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 33: 资产负债表及现金流量表预测

资产负债表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e
非流动资产	5,629	6,589	6,589	6,589	6,589
流动资产	43,198	59,830	73,477	84,177	100,003
发展中物业	31,792	43,487	58,453	71,024	83,704
抵押银行存款	1,267	486	486	486	486
现金及现金等值项目	7,769	10,471	9,152	7,281	10,427
其他	2,370	5,387	5,387	5,387	5,387
流动负债	22,770	36,143	51,000	56,693	62,495
来自顾客的预收款项	9,823	20,524	31,565	41,145	50,726
高级票据和债券	-	1,508	-	-	-
借款	2,570	2,997	8,322	4,435	656
其他	10,376	11,113	11,113	11,113	11,113
非流动负债	14,481	15,645	13,019	16,151	23,792
借款	4,803	3,795	11,249	14,381	22,022
高级票据	8,924	10,079	-	-	-
其他	754	1,770	1,770	1,770	1,770
股本及储备	11,576	14,631	16,047	17,922	20,304
永久资本证券本公司股东应占权益	8,243	8,918	10,208	11,958	14,214
非控股权益	3,333	5,713	5,839	5,964	6,090
总权益	11,576	14,631	16,047	17,922	20,304
现金流量表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e
经营活动					
税前利润	1,884	2,085	2,879	3,814	4,843
营运资金改变前的经营业务现金流	1,827	2,268	3,036	3,981	5,004
存货增加	-	(26)	-	-	-
可供销售物业增加	(4,908)	(1,676)	(14,967)	(12,571)	(12,680)
销售物业已收定金增加	1,478	10,012	11,041	9,580	9,581
经营活动中使用的现金	(1,342)	8,360	(889)	990	1,906
已付中国所得税	(480)	(880)	(1,463)	(1,938)	(2,461)
已付利息	(1,201)	(1,535)	(1,614)	(1,719)	(1,652)
经营活动产生的现金净额	(3,023)	5,945	(3,966)	(2,667)	(2,208)
投资活动所用的现金净额	(924)	(4,069)	(157)	(168)	(161)
融资活动					
新增银行及其他借款	6,006	5,245	6,394	7,567	8,298
偿还银行及其他借款	(6,318)	(5,916)	(5,203)	(8,322)	(4,435)
融资活动所产生的现金净额	6,804	808	2,804	964	5,515
现金及现金等价项目的增加净额	2,856	2,683	(1,319)	(1,870)	3,146
现金及现金等价项目的汇兑亏损	61	18	-	-	-
于年初的现金及现金等值项目	4,852	7,769	10,471	9,152	7,281
于年末的现金及现金等值项目	7,769	10,471	9,152	7,281	10,427

数据来源: 公司, 尚乘研究部

## 中国海外发展

### 稳健增长，毛利率提高

#### 循规蹈矩的国企巨头

中国海外发展是扎根于中国五大经济区中的一二线城市的国有房地产开发商。公司1992年在香港股票市场上市，开始快速增长。该公司在过去20年年复合增长率达到59%。2014至2016年，公司实现收入1,408亿、1,806亿、2,106亿港元。公司同时拥有投资物业，面积超过290万平方米。公司严格控制销售、一般及行政开支和财务成本，实现利润最大化。2014至2016年，销售、一般及行政开支占比合同销售额分别仅为2.8%、3.3%、3.1%，是同业中的最低水平。近几年来，公司保持同比稳定增长30%。

#### 2017年1月至7月合同销售额1,222亿港元，同比上涨19.4%

中国海外发展在同比增长情况方面落后于碧桂园、恒大物业、融创中国、龙湖地产。该公司目标是在今年达成2,100亿港元的合同销售额，但只达到目标的58%。此外，它将目标修订提升10%至2,300亿港元，这是可以接受的，但并不像同行令人瞩目。我们认为公司正在调整销售步伐，以避免负债增长和毛利润下滑。公司的目标是保持超过30%的毛利率，而不是快速但低质量的增长。

#### 稳健的资产负债表和较低的净负债率

在2017年上半年公司拥有495万平方米的归属股东的土地储备，位于华南、珠江三角洲、华北、渤海区域、华西和中国香港地区的比例分别为16.7%、10.8%、22.5%、30.8%、18.7%、0.5%。930万平方米已于上半年开始建设，将于下半年开始建设面积达970万平方米。建筑面积将超过3,000万平方米（2017年上半年售楼面积仅为780万平方米）。另一方面，公司拥有丰富的土地储备，但净负债率在销售额超过1,000亿元人民币的开发商中仍然是最低的。2017年上半年净负债率仅为15.7%，较2016年的7.3%，轻微上升8.4个百分点。公司利息成本率仅为4.2%（2016年为4.76%，同业为5-7%）。

#### 毛利率上升，核心净利润保持30%同比增长

2017年上半年，收入仅同比增长6.5%，毛利率从去年同期的28.8%上升到31.0%。净利率也从去年同期的16.6%上升到20.3%。

#### 给予“持有”评级，目标价格为31.4港元，上涨幅度为17%

公司拥有低土地成本的优势资产，在近岸和离岸市场享有较低的借款成本。稳健的资产负债表和循规蹈矩的管理能够加强公司的执行情况。我们估计其毛利润率将在2017年-2019年高于30%，且2016-2019年净利润复合增长率为11%。然而，股价已经基于大部分积极因素定价。我们给予“持有”评级，目标价格为31.4港元，对本年的净资产价值有35%的折让，对应17年9.2倍市盈率和18年7.6倍市盈率，17年1.2倍市净率和18年1.1倍市净率。

股票代码：688.HK

评级：持有

目标价格（港元）	31.4
现价（港元，2017年9月14日）	27.3
上升空间/下行空间 %	15%
市值（港元百万）	299,104
市值（美元百万）	38,286
日均成交量（港元百万）	8.3

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

（港元百万）	2016	2017e	2018e	2019e
收入	164,069	193,854	229,456	254,420
增长率	-3%	18%	18%	11%
净利润	37,021	34,657	41,869	42,793
增长率	7%	-6%	21%	2%
调整后净利润	31,435	34,657	41,869	42,793
增长率	8%	10%	21%	2%
毛利率	27.8%	30.2%	31.0%	29.1%
净负债率	7.3%	-8.2%	-17.5%	-24.9%
每股收益	3.64	3.40	4.11	4.20
每股股息	0.77	0.85	1.03	1.05
每股账面价值	21.82	25.23	29.34	33.54

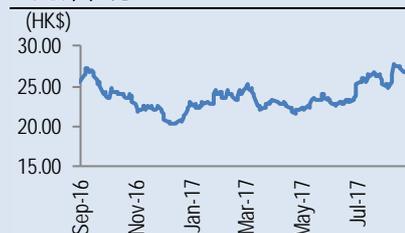
数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	7.5	8.0	6.6	6.5
市净率	1.3	1.1	0.9	0.8
股息收益率	2.8%	3.1%	3.8%	3.8%
股本回报率	14.6%	14.5%	15.1%	13.4%
资产回报率	6.5%	5.3%	5.5%	4.8%

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



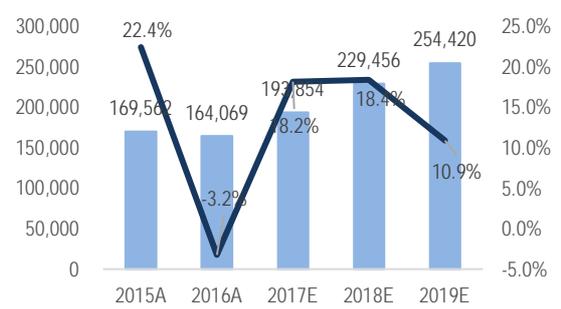
数据来源：彭博

图 34: 合同销售 (人民币百万) 及增长率 (%)



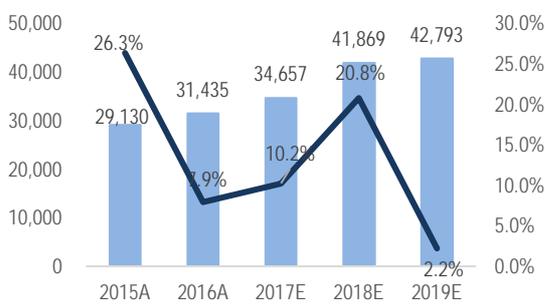
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 35: 收入 (人民币百万) 及增长率 (%)



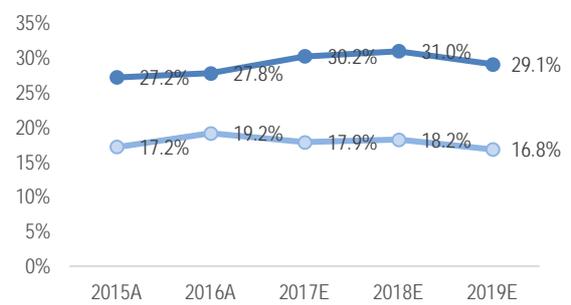
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 36: 核心净利润 (人民币百万) 及增长率 (%)



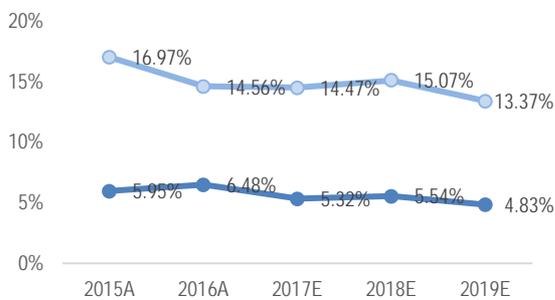
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 37: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 38: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 39: 现金、负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 40: 损益表预测及关键指标

损益表, 港元百万	2,015	2,016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
收入	169,562	164,069	193,854	229,456	254,420	22.4%	-3.2%	18.2%	18.4%	10.9%
房地产开发与销售	163,559	159,891	189,676	225,279	249,174					
销售成本	(114,219)	(113,074)	(135,221)	(158,395)	(180,453)					
毛利润	46,120	45,643	58,633	71,061	73,967	17.3%	-1.0%	28.5%	21.2%	4.1%
销售及营销成本	(2,843)	(3,372)	(3,682)	(4,419)	(5,302)	47.1%	18.6%	9.2%	20.0%	20.0%
行政开支	(3,107)	(3,180)	(3,473)	(4,167)	(5,001)	51.0%	2.4%	9.2%	20.0%	20.0%
分占联营公司溢利	408	477	477	477	477					
分占合营公司(亏损)/溢利	650	776	776	1,164	1,629					
净财务费用	(2,757)	(2,056)	(1,941)	(2,091)	(2,305)	406.1%	-25.4%	-5.6%	7.7%	10.3%
税前盈利	51,368	57,102	56,121	67,356	68,795	15.9%	11.2%	-1.7%	20.0%	2.1%
所得税	(15,954)	(18,711)	(20,094)	(24,117)	(24,632)					
年内溢利	35,414	38,391	36,027	43,239	44,163	27.6%	8.4%	-6.2%	20.0%	2.1%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	34,643	37,021	34,657	41,869	42,793	27.4%	6.9%	-6.4%	20.8%	2.2%
<b>核心净利润</b>	29,130	31,435	34,657	41,869	42,793	26.3%	7.9%	10.2%	20.8%	2.2%
非控股权益	771	1,370	1,370	1,370	1,370					
股息	8,513	7,878	8,664	10,467	10,698					
每股收益--基本	3.75	3.64	3.40	4.11	4.20					
每股收益--摊薄	3.16	3.09	3.40	4.11	4.20					
每股股息--基本	0.92	0.77	0.85	1.03	1.05					
每股净资产价值	22.71	21.82	25.23	29.34	33.54					
<b>关键指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>					
毛利率	27.2%	27.8%	30.2%	31.0%	29.1%					
净利率	20.4%	22.6%	17.9%	18.2%	16.8%					
核心净利率	17.2%	19.2%	17.9%	18.2%	16.8%					
资产回报率	5.9%	6.5%	5.3%	5.5%	4.8%					
已动用资本回报率	8.3%	9.2%	7.7%	8.2%	7.5%					
股本回报率	17.0%	14.6%	14.5%	15.1%	13.4%					
总负债/EBITDA	3.7x	2.9x	3.2x	3.0x	3.1x					
总负债/总权益	93.3%	76.4%	71.1%	67.3%	62.7%					
总负债/总资本	48.3%	43.3%	41.5%	40.2%	38.5%					
净借款/EBITDA	1.4x	0.3x	-0.4x	-0.8x	-1.2x					
净借款/总权益	36.3%	7.3%	-8.2%	-17.5%	-24.9%					
净借款/总资本	18.8%	4.2%	-4.8%	-10.5%	-15.3%					
流动比率	256.6%	237.9%	263.3%	246.7%	234.0%					
现金/总资产	21.1%	27.5%	32.1%	34.4%	34.7%					
库存物业/总资产	51.9%	47.2%	45.8%	46.5%	49.1%					
净借款/净库存物业	25.9%	6.2%	-7.2%	-15.3%	-20.1%					
速动比率	190.3%	159.2%	164.2%	149.3%	142.9%					
现金比率	66.3%	78.7%	99.1%	97.3%	91.1%					
利息覆盖率	5.1x	6.7x	6.7x	7.4x	6.9x					

数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 41: 资产负债表及现金流量表预测

<b>资产负债表, 港元百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
非流动资产	107,145	96,376	96,376	96,376	96,376
流动资产	475,103	474,913	554,781	659,696	789,375
物业库存	297,508	261,690	290,749	344,174	426,902
现金及现金等值项目	122,801	157,162	208,808	260,300	307,250
其他	54,794	56,062	55,223	55,223	55,223
流动负债	185,159	199,604	210,689	267,445	337,403
其他	155,575	159,318	189,724	232,166	304,256
一年内到期之银行及其他借贷	29,584	34,472	20,964	35,280	33,148
一年内到期之应付票据	0	5,815	0	0	0
非流动负债	181,510	144,261	177,018	181,938	197,496
一年后到期之银行及其他借贷	100,511	61,773	166,290	171,210	186,768
一年后到期之应付票据	70,950	71,761	0	0	0
应付非控制股东欠款	1,238	870	870	870	870
当期所得税负债	8,810	9,857	9,857	9,857	9,857
股本及储备	215,580	227,423	263,450	306,689	350,852
永久资本证券本公司股东应占权益	209,564	222,248	256,905	298,774	341,567
非控股权益	6,015	5,175	6,545	7,915	9,285
	215,580	227,423	263,450	306,689	350,852
<b>现金流量表, 港元百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
税前利润	51,368	57,102	56,121	67,356	68,795
营运资金改变前的经营业务现金流	40,958	40,098	58,061	69,447	71,100
库存物业减少	28,914	20,202	(29,060)	(53,424)	(82,728)
贸易及其他应付款、预售按金、租务及其他按金增加/(减少)	(4,038)	17,451	33,424	42,441	72,090
经营活动中使用的现金	59,989	75,578	62,425	58,464	60,462
已付所得税	(17,240)	(15,038)	(20,094)	(24,117)	(24,632)
经营活动产生的现金净额	42,749	60,540	42,331	34,347	35,830
投资活动所用的现金净额	(3,138)	15,114	0	0	0
融资活动	0	0	0	0	0
新增银行及其他借款	70,002	37,030	53,721	40,200	48,706
偿还银行及其他借款	(58,947)	(60,259)	(40,286)	(20,964)	(35,280)
融资活动所产生的现金净额	15,697	(32,394)	11,494	17,144	11,120
现金及现金等价项目的增加净额	55,308	43,259	53,825	51,491	46,950
现金及现金等价项目的汇兑亏损	(4,928)	(8,324)	0	0	0
于年初的现金及现金等值项目	69,667	120,048	154,983	208,808	260,300
于年末的现金及现金等值项目	120,048	154,983	208,808	260,300	307,250

数据来源: 公司, 尚乘研究部

## 碧桂园

### 中国住宅物业销售第一名

#### 一二线城市可售货源充足，享受次线城市住宅房价高涨的红利

碧桂园是中国最大的合同销售开发商，专注于开发物业。该公司正在集中开发土地成本较低的三四线城市的大型项目，另一方面，公司近几年进入一二线城市，建成了覆盖全面的土地储备（只有新疆、西藏、台湾不在其布局范围）以支持其销售增长。2017年是碧桂园的最佳时机 1) 在下层城市快速缩减储量；2) 棚户区重建在下游城市释放更多的家庭住宅需求和购买力；3) 一级城市卫星城市的房屋销售因严格的限购政策而增加。

#### 2017年1月至7月销售额同比增长123%，销售额增长受15,460亿元可售货源的支持

公司销售额同比增长120%至3,088亿元，2017年快速增长。2017年1月至7月，公司合同销售额达3,339亿元，同比增长123%，达到原有销售目标的84%。公司将销售目标从4,000亿增加到5,000亿元，可售货源丰富，一线及卫星城市4,575亿元，二线城市4,797亿元，三线及以下城市5,690亿元。公司积极参与第一二线城市重建项目。

#### 毛利率保持20%以上，更低的负债和更低资金成本

未确认销售毛利率预计将超过25%，主要是由于过去12个月房价急升的三线及以下城市需求的释放。随着到2017年7月为止，销售额同比增长123%，现金收益率提高，净负债率从2016年的48.7%下降至2017年上半年的37.8%。我们认为公司未来3年的销售额将继续保持快速增长，净负债率将继续下降。

#### 进一步压缩上半年的融资成本率

由于过去两年规模跳升，公司加权平均融资利率下降至5.32%，同比下降44个基点。不过，我们认为未来平均融资利率会有所增加，主要是由于近岸和离岸的利率上升。

#### 上半年业绩稳健，未来有更多增长潜能

收入同比增长35.5%至777亿元人民币，毛利率同比提升1个百分点至22%，核心净利润同比上升了43.4%。通常，合同销售将在1.5至2年内确认入账，我们认为在明年销售额将转为收入。在本年度，公司计划提供240万平方米的建筑面积，平均售价与上半年相近。

#### 目标价格为11.2港元，给予“持有”评级

销售随着平均售价增长而增长，融资成本率较低，利润率较高。然而，碧桂园的估值高达17年10.7倍市盈率对比2017年同期8.3倍平均市盈率。因此，我们给予“持有”评级，目标价为11.2港元，对应17年12.9倍市盈率和18年9.4倍市盈率。

股票代码：2007.HK

评级：持有

目标价格（港元）	11.20
现价（港元，2017年9月14日）	12.78
上升空间/下行空间 %	-12%
市值（港元百万）	272,733
市值（美元百万）	34,911
日均成交量（港元百万）	32.6

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

（人民币百万）	2016	2017e	2018e	2019e
收入	153,087	193,558	253,755	296,826
增长率	35.2%	26.4%	31.1%	17.0%
净利润	11,517	17,203	23,664	27,117
增长率	24.2%	49.4%	37.6%	14.6%
调整后净利润	11,067	17,203	23,664	27,117
增长率	27.3%	55.4%	37.6%	14.6%
毛利率	21.1%	22.0%	21.8%	21.4%
净负债率	48.7%	38.9%	22.1%	11.3%
每股收益	0.52	0.78	1.07	1.23
每股股息	0.17	0.25	0.35	0.40
每股账面价值	3.18	3.96	5.03	6.26

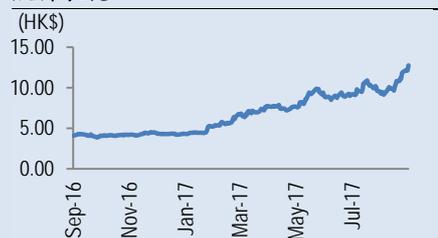
数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	22.0	14.8	10.7	9.4
市净率	3.6	2.9	2.3	1.8
股息收益率	1.5%	2.2%	3.0%	3.5%
股本回报率	14.1%	17.3%	19.1%	17.9%
资产回报率	1.9%	2.4%	2.8%	2.7%

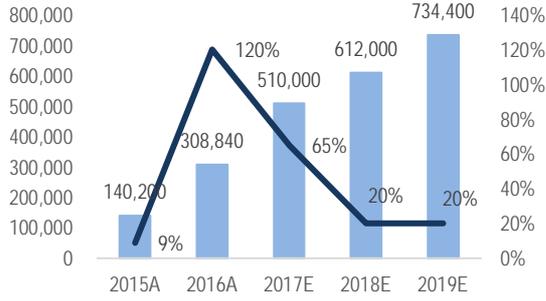
数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



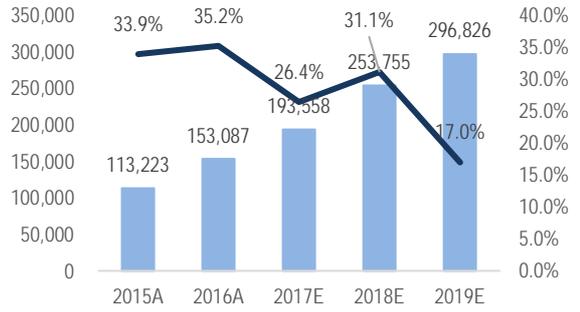
数据来源：彭博

图 42: 合同销售 (人民币百万) 及增长率 (%)



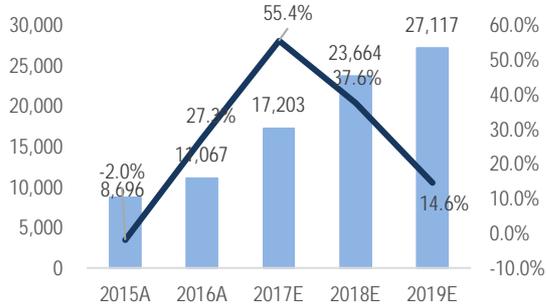
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 43: 收入 (人民币百万) 及增长率 (%)



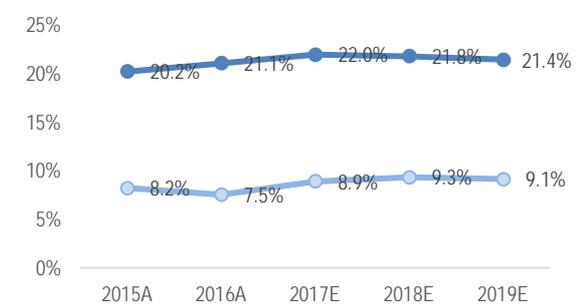
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 44: 核心净利润 (人民币百万) 及增长率 (%)



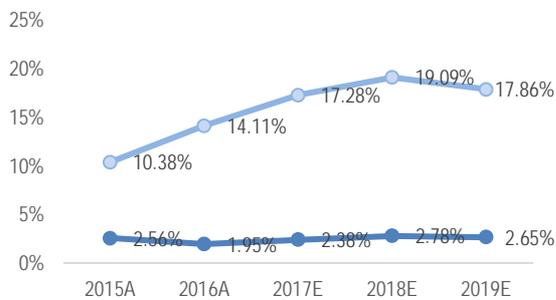
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 45: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



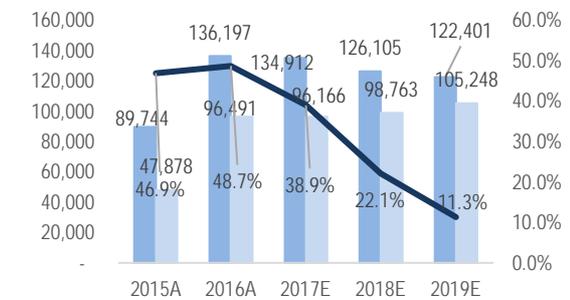
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 46: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 47: 现金、负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 48: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
收入	113,223	153,087	193,558	253,755	296,826	33.9%	35.2%	26.4%	31.1%	17.0%
投资物业公允价值收益	109,460	148,180	192,194	252,254	295,176					
销售成本	(90,359)	(120,851)	(151,069)	(198,467)	(233,287)					
<b>毛利润</b>	<b>22,863</b>	<b>32,236</b>	<b>42,489</b>	<b>55,288</b>	<b>63,540</b>	<b>3.7%</b>	<b>41.0%</b>	<b>31.8%</b>	<b>30.1%</b>	<b>14.9%</b>
销售及营销成本	(4,689)	(7,384)	(11,220)	(13,464)	(16,157)	7.6%	57.5%	52.0%	20.0%	20.0%
行政开支	(3,230)	(4,970)	(6,120)	(7,344)	(8,813)	2.2%	53.9%	23.1%	20.0%	20.0%
分占联营公司溢利	(56)	362	362	362	362					
分占合营公司(亏损)/溢利	-	-	-	-	-					
净财务费用	(1,290)	(1,095)	(1,086)	(1,069)	(1,056)	559.3%	-15.1%	-0.9%	-1.5%	-1.3%
<b>税前盈利</b>	<b>14,833</b>	<b>21,391</b>	<b>25,955</b>	<b>35,302</b>	<b>39,407</b>					
所得税	(5,121)	(7,727)	(8,015)	(10,901)	(11,553)	-11.0%	50.9%	3.7%	36.0%	6.0%
年内溢利	9,712	13,663	17,940	24,401	27,854	-8.5%	40.7%	31.3%	36.0%	14.2%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	<b>9,276</b>	<b>11,517</b>	<b>17,203</b>	<b>23,664</b>	<b>27,117</b>	<b>-9.3%</b>	<b>24.2%</b>	<b>49.4%</b>	<b>37.6%</b>	<b>14.6%</b>
<b>核心净利润</b>	<b>8,696</b>	<b>11,067</b>	<b>17,203</b>	<b>23,664</b>	<b>27,117</b>	<b>-2.0%</b>	<b>27.3%</b>	<b>55.4%</b>	<b>37.6%</b>	<b>14.6%</b>
非控股权益	79	737	737	737	737					
永久资本证券	356	1,410	-	-	-					
股息	2,912	3,734	5,578	7,672	8,792					
<b>每股收益--基本</b>	<b>0.43</b>	<b>0.52</b>	<b>0.78</b>	<b>1.07</b>	<b>1.23</b>					
<b>每股收益--摊薄</b>	<b>0.40</b>	<b>0.50</b>	<b>0.78</b>	<b>1.07</b>	<b>1.23</b>					
<b>每股股息--基本</b>	<b>0.13</b>	<b>0.17</b>	<b>0.25</b>	<b>0.35</b>	<b>0.40</b>					
<b>每股账面价值</b>	<b>2.99</b>	<b>3.18</b>	<b>3.96</b>	<b>5.03</b>	<b>6.26</b>					
<b>关键指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>					
毛利率	20.2%	21.1%	22.0%	21.8%	21.4%					
净利率	8.2%	7.5%	8.9%	9.3%	9.1%					
核心净利率	7.7%	7.2%	8.9%	9.3%	9.1%					
资产回报率	2.6%	1.9%	2.4%	2.8%	2.7%					
已动用资本回报率	6.1%	5.8%	7.6%	9.8%	10.3%					
股本回报率	10.4%	14.1%	17.3%	19.1%	17.9%					
总负债/EBITDA	5.4x	5.9x	5.0x	3.5x	3.0x					
总负债/总权益	100.5%	166.9%	135.5%	101.7%	80.6%					
总负债/总资本	50.1%	62.5%	57.5%	50.4%	44.6%					
净借款/EBITDA	2.5x	1.7x	1.4x	0.8x	0.4x					
净借款/总权益	46.9%	48.7%	38.9%	22.1%	11.3%					
净借款/总资本	23.4%	18.2%	16.5%	10.9%	6.3%					
流动比率	134.9%	119.6%	119.5%	121.0%	120.0%					
现金/总资产	13.2%	16.3%	13.3%	11.6%	10.3%					
库存物业/总资产	61.9%	51.0%	59.9%	65.7%	70.8%					
净借款/净库存物业	18.7%	13.2%	9.0%	4.9%	2.4%					
速动比率	111.2%	95.8%	100.8%	105.0%	106.2%					
现金比率	23.7%	23.8%	18.7%	16.0%	13.8%					
利息覆盖率	5.3x	6.0x	7.3x	10.5x	12.0x					

数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 49: 资产负债表及现金流量表预测

资产负债表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>非流动资产</b>	89,940	106,736	106,736	106,736	106,736
<b>流动资产</b>	272,016	484,836	615,297	745,838	915,451
发展中物业	135,107	216,383	347,170	475,113	638,242
持作销售已落成物业	34,114	30,885	30,885	30,885	30,885
有限制现金	11,637	11,844	11,844	11,844	11,844
现金及现金等价项目	36,241	84,647	84,322	86,919	93,404
其他	54,917	141,076	141,076	141,076	141,076
<b>流动负债</b>	201,595	405,314	514,907	616,481	762,638
来自顾客的预收款项	96,516	192,409	306,215	421,161	566,626
公司债券	-	8,207	-	-	-
银行及其他借款	22,778	30,513	34,506	21,135	21,827
其他	82,301	174,185	174,185	174,185	174,185
<b>非流动负债</b>	71,021	104,642	107,571	112,136	107,740
银行及其他借款	66,966	97,477	100,405	104,970	100,574
其他	4,055	7,166	7,166	7,166	7,166
<b>股本及储备</b>	89,340	81,615	99,555	123,956	151,810
永久资本证券本公司股东应占权益	65,291	70,128	87,332	110,996	138,113
永久资本证券	19,528	-	-	-	-
非控股权益	4,522	11,487	12,224	12,961	13,697
<b>现金流量表, 人民币百万</b>	2015	2016	2017e	2018e	2019e
年内溢利	9,712	13,663	17,940	24,401	27,854
营运资金改变前的经营业务现金流	15,914	20,898	25,955	35,302	39,407
发展中物业及持作销售已落成物业	(38,279)	(43,516)	(130,787)	(127,943)	(163,129)
来自顾客的预收款项	3,176	88,294	113,806	114,946	145,464
经营活动中使用的现金	(6,489)	57,303	8,975	22,306	21,742
已付中国所得税	(6,145)	(9,919)	(8,015)	(10,901)	(11,553)
已付利息	(4,956)	(6,121)	(6,423)	(5,632)	(4,984)
经营活动产生的现金净额	(17,590)	41,263	(5,463)	5,772	5,205
投资活动所用的现金净额	(6,666)	(20,457)	-	-	-
融资活动	-	-	-	-	-
新增银行及其他借款	32,896	36,536	37,435	25,700	17,431
偿还银行及其他借款	(20,779)	(20,507)	(38,720)	(34,506)	(21,135)
融资活动所产生的现金净额	41,670	27,454	5,138	(3,174)	1,280
现金及现金等价项目的增加净额	17,414	48,260	(325)	2,598	6,485
现金及现金等价项目的汇兑亏损	66	147	-	-	-
于年初的现金及现金等值项目	18,761	36,241	84,647	84,322	86,919
于年末的现金及现金等值项目	36,241	84,647	84,322	86,919	93,404

数据来源: 公司, 尚乘研究部

## 华润置地

### 稳健的销售增长，投资物业升温

#### 一二线城市平衡投资组合，一线城市拥有主要投资物业

华润置地是华润集团旗下专注于房地产开发的子公司。公司已进入中国 56 个城市，开展 167 个住宅项目和 88 个商业项目。公司销售物业土地储备面积达 404 万平方米，其中 11%、64%、25% 的储备分别位于一、二、三线城市。此外，公司拥有投资物业土地储备面积达到 745 万平方米，面积比例分别为一、二、三线城市 28%、51%、21%。该公司是中国最成功的商业地产开发商之一。万象高端系列是中国顶尖的住宅系列产品。深圳的万象高端住宅产品是中国零售销售的前三名，2016 年实现了 66 亿元人民币销售额。

#### 2017 年 1 月至 7 月销售额同比增长 33.5%，占 2017 年销售目标人民币 1,320 亿元的 56%

公司合同销售额同比增长 33.5% 至 779 亿元人民币。管理层对房地产市场乐观，将销售目标从 1,200 亿元改为 1,320 亿元。该公司将在 2017 年下半年推出约 1,750 亿元的可售货源，以支持销售增长。

#### 万象高端系列快速升温

2017 年上半年，公司共有 13 个万象城、4 个万象汇/五彩城购物中心在运营之中。租金同比增长 13% 至 40 亿元人民币。租金占总收入的 11.4%，毛利率由去年同期的 14.3% 显著提升至 20.3%。由于西安万象城及日照购物中心的开业，毛利润达 25 亿元人民币，同比增长 16%。预计将有 3、6、4 个万象城，1、2、5 个购物中心分别在 2017 年下半年、2018 年和 2019 年陆续开业。

#### 同比增长 加快征地以保证销售增长，瞄准双位数同比增长率

2017 上半年，公司已收购了 24 个地块，其中仅有一个在南宁通过并购完成。新建地块总建筑面积达 577 万平方米，成本 437 亿元人民币。平均成本为每平方米 7,562 元。所有这些项目都位于一二线城市。管理层希望维持双位数同比增长的销售额和净利润。公司未来 3 年将加快土地征用和销售节奏。

#### 由于交付计划和较低平均售价，2017 年上半年业绩疲软

收入同比下降 21% 至 353 亿港元，毛利率同比提高 1 个百分点至 34.9%。核心净利润同比下跌 48% 至 33 亿港元。收入和净利润下降主要是由于交付计划和低平均售价（两年前出售的项目价格）。

#### 评级“持有”，目标价格 27.86 港元

华润置地的估价曾经享受高于同行的溢价。然而，销售增长低于其他三线城市开发商，估值在重新评级后仍居高不下。我们初步给予华润置地“持有”评级，目标价为 27.86 港元，对应 17 年 8.9 倍市盈率和 18 年 7.5 倍市盈率，17 年 1.3 倍市净率和 18 年 1.1 倍市净率。

股票代码：1109.HK

评级：持有

目标价格 (港元)	27.86
现价 (港元, 2017 年 9 月 14 日)	25.0
上升空间/下行空间 %	11%
市值 (港元百万)	173,273
市值 (美元百万)	22,180
日均成交量 (港元百万)	24.5

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

(港元百万)	2016	2017e	2018e	2019e
收入	109,328	124,425	143,762	156,253
增长率	5%	14%	16%	9%
净利润	19,501	19,556	23,235	23,921
增长率	11%	0%	19%	3%
调整后净利润	16,361	19,556	23,235	23,921
增长率	14%	20%	19%	3%
毛利率	33.7%	34.4%	33.4%	29.6%
净负债率	23.8%	12.1%	-8.4%	-30.9%
每股收益	2.81	2.82	3.35	3.45
每股股息	0.70	0.71	0.84	0.86
每股账面价值	16.80	19.62	22.97	26.42

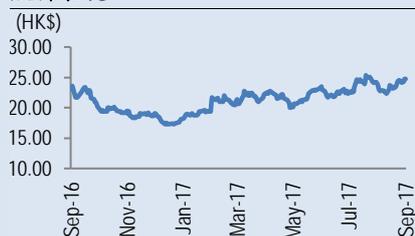
数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	8.0	8.0	6.7	6.5
市净率	1.3	1.1	1.0	0.9
股息收益率	3.1%	3.1%	3.7%	3.8%
股本回报率	14.1%	15.5%	15.7%	14.0%
资产回报率	4.6%	4.1%	4.3%	4.0%

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



数据来源：彭博

图 50: 合同销售 (人民币百万) 及增长率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 51: 收入 (人民币百万) 及增长率 (%)



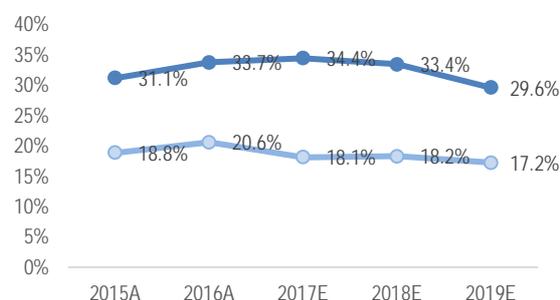
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 52: 核心净利润 (人民币百万) 及增长率 (%)



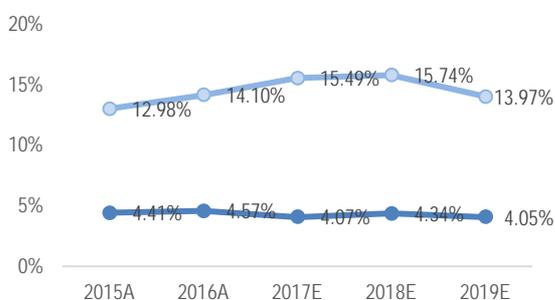
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 53: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



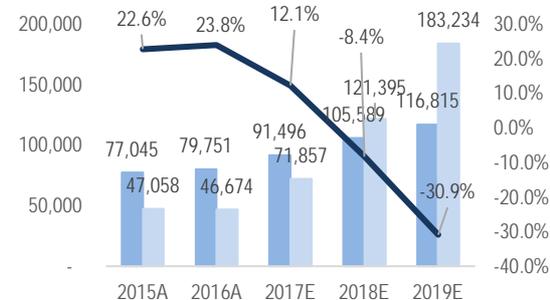
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 54: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 55: 现金、负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 56: 损益表预测及关键指标

损益表, 港元百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>收入</b>	103,906	109,328	124,425	143,762	156,253	15.8%	5.2%	13.8%	15.5%	8.7%
投资物业公允价值收益	94,019	98,727	112,765	130,935	142,144	15.0%	5.0%	14.2%	16.1%	8.6%
销售成本	(71,562)	(72,439)	(81,613)	(95,692)	(110,077)					
<b>毛利润</b>	32,345	36,889	42,812	48,069	46,175	18.2%	14.0%	16.1%	12.3%	-3.9%
销售及营销成本	(3,337)	(3,245)	(3,967)	(4,363)	(3,993)	8.6%	-2.7%	22.2%	10.0%	-8.5%
行政开支	(3,062)	(3,083)	(3,768)	(4,356)	(4,559)	35.9%	0.7%	22.2%	15.6%	4.7%
分占联营公司溢利	323	618	618	618	618					
分占合营公司(亏损)/溢利	(25)	(18)	(18)	(18)	(18)					
净财务费用	(930)	(193)	(42)	(126)	(399)	11.8%	-79.2%	-78.2%	198.5%	217.8%
<b>税前盈利</b>	32,722	38,387	38,225	42,414	40,413	19.6%	17.3%	-0.4%	11.0%	-4.7%
所得税	(13,160)	(15,888)	(15,670)	(16,181)	(13,493)					
<b>年内溢利</b>	19,562	22,499	22,555	26,233	26,919	18.7%	15.0%	0.2%	16.3%	2.6%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	17,527	19,501	19,556	23,235	23,921	15.8%	11.3%	0.3%	18.8%	3.0%
<b>核心净利润</b>	14,354	16,361	19,556	23,235	23,921	22.5%	14.0%	19.5%	18.8%	3.0%
非控股权益	1,850	2,998	2,998	2,998	2,998					
股息	3,975	4,879	4,893	5,814	5,985					
<b>每股收益—基本</b>	2.59	2.81	2.82	3.35	3.45					
<b>每股收益—摊薄</b>	2.59	2.81	2.82	3.35	3.45					
<b>每股股息—基本</b>	0.59	0.70	0.71	0.84	0.86					
<b>每股账面价值</b>	17.09	16.80	19.62	22.97	26.42					
<b>关键指标</b>	2015	2016	2017e	2018e	2019e					
毛利率	31.1%	33.7%	34.4%	33.4%	29.6%					
净利率	18.8%	20.6%	18.1%	18.2%	17.2%					
核心净利率	13.8%	15.0%	15.7%	16.2%	15.3%					
资产回报率	4.4%	4.6%	4.1%	4.3%	4.0%					
已动用资本回报率	8.4%	8.9%	7.7%	7.9%	7.2%					
股本回报率	13.0%	14.1%	15.5%	15.7%	14.0%					
总负债/EBITDA	2.3x	2.1x	2.4x	2.5x	2.9x					
总负债/总权益	58.2%	57.3%	56.6%	56.2%	54.4%					
总负债/总资本	36.8%	36.4%	36.1%	36.0%	35.2%					
净借款/EBITDA	0.9x	0.9x	0.5x	-0.4x	-1.6x					
净借款/总权益	22.6%	23.8%	12.1%	-8.4%	-30.9%					
净借款/总资本	14.3%	15.1%	7.8%	-5.4%	-20.0%					
流动比率	151.1%	146.0%	155.1%	167.0%	181.1%					
现金/总资产	11.8%	10.9%	15.0%	22.7%	31.0%					
库存物业/总资产	48.7%	46.0%	46.4%	42.5%	37.4%					
净借款/净库存物业	15.5%	16.8%	8.8%	-7.0%	-30.1%					
速动比率	126.2%	123.1%	123.4%	117.1%	109.2%					
现金比率	24.9%	22.9%	31.7%	49.9%	71.8%					
利息覆盖率	7.6x	8.3x	8.3x	8.6x	6.9x					

数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 57: 资产负债表及现金流量表预测

资产负债表, 港元百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>非流动资产</b>	112,147	129,100	129,100	129,100	129,100
<b>流动资产</b>	285,470	297,944	351,479	406,070	461,791
现金及现金等值项目	193,103	195,663	222,047	226,616	220,013
其他	47,058	46,674	71,857	121,395	183,234
其他	45,309	55,608	57,575	58,059	58,544
其他	285,470	297,944	351,479	406,070	
<b>流动负债</b>	188,922	204,108	226,661	243,133	255,023
来自顾客的预收款项	96,316	105,663	124,899	139,163	156,739
借款	14,190	11,988	15,306	17,513	11,827
其他	78,416	86,457	86,457	86,457	86,457
<b>非流动负债</b>	76,207	83,778	92,204	104,090	121,002
银行及其他借款	62,855	62,077	76,190	88,076	104,988
其他	13,352	21,701	16,015	16,015	16,015
其他	76,207	83,778	92,204		
<b>股本及储备</b>	132,488	139,159	161,713	187,946	214,866
永久资本证券本公司股东应占权益	115,574	116,438	135,994	159,229	183,150
非控股权益	16,914	22,721	25,719	28,718	31,716
<b>现金流量表, 港元百万</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
<b>税前利润</b>	32,722	38,387	38,225	42,414	40,413
营运资金改变前的经营业务现金流	27,709	31,790	37,782	42,055	40,328
可供销售物业增加	(11,012)	(7,822)	(26,384)	(4,569)	6,602
物业提前预售款增加	19,195	15,455	19,235	14,265	17,576
经营活动中使用的现金	51,405	31,024	30,634	51,751	64,506
已付中国所得税	(11,092)	(15,532)	(15,670)	(16,181)	(13,493)
<b>经营活动产生的现金净额</b>	40,313	15,491	14,963	35,570	51,013
<b>投资活动所用的现金净额</b>	(27,152)	(8,957)	(42)	(126)	(399)
<b>融资活动</b>					
借款所得款项	43,099	33,433	23,733	29,399	28,739
偿还借款	(53,377)	(25,560)	(11,988)	(15,306)	(17,513)
<b>融资活动所产生的现金净额</b>	(7,886)	(4,146)	11,744	14,093	11,226
<b>现金及现金等价项目的增加净额</b>	5,276	2,389	26,666	49,538	61,839
现金及现金等价项目的汇兑亏损	(2,893)	(2,940)	-	-	-
于年初的现金及现金等值项目	43,359	45,742	45,191	71,857	121,395
<b>于年末的现金及现金等值项目</b>	45,742	45,191	71,857	121,395	183,234

数据来源: 公司, 尚乘研究部

## 绿城房产

### 缺乏增长动力

#### 物业质量高，销售增速低

绿城以其高端产品而闻名，公司主要布局于长三角地区和环渤海地区。其在长三角和环渤海地区的土地储备分别占总土地储备的 50% 和 31.8%。除了物业开发，公司还涉及：1) 独特的城镇建设；2) 品牌出口；3) 资产管理；4) 商业项目管理与服务。

#### 归属股东的合同销售同比增长 23%，但合同销售仅增长 1%

截至 2017 年 7 月 31 日，公司合同销售为人民币 527 亿元，仅增长 1%。然而，归属股东的合同销售同比增长 23% 至人民币 284 亿，完成 500 亿销售目标的 56.8%。该销售目标较 2016 年降低 2%。61.2% 归属股东的合同销售来自长三角地区。公司消极的销售目标也反映了管理层的对于市场的看法。公司有超过 60% 的可售货源布局于一二线城市。我们认为公司将错过在三线及更低级别城市去库存的窗口期。

#### 2017 年上半年净负债率超过 90%

公司在 2017 年上半年仅收购了 12 个地块，主要位于一二线城市。平均土地成本为 8,323 元/平方米，总额 245 亿元人民币（归属股东的土地溢价 160 亿元）。归属股东的土地溢价占 2017 年上半年归属股东的合同销售额的 57%。如果公司在 2017 年下半年继续收购地块，净负债率将维持在较高水平，估计约为 81%。

#### 毛利率在 2017 上半年降至 19.6%

公司毛利率在 2017 年上半年进一步下降至 19.6%（2016 年上半年为 24.5%）。我们认为毛利率在短期内不会有所改善，特别是公司去旧库存出现困难，并且以较高成本获取新项目（丽水、义乌、杭州项目的成本分别为每平方米 5,490 元、11,900 元、15,835 元）。除非房价再次上涨，不然公司很难提高利润率。我们估计 2017 至 2019 年，毛利率将始终维持在较低水平，预计为 21.2%、22.6% 和 23.9%。

#### 给予“持有”评级，目标价格 7.92 港元

该公司并没有在三线城市积极去库存，并且对房地产市场不乐观。其销售目标不变会影响未来 2 年营业收入的增长。公司以相对较高的成本收购地块亦会影响其盈利能力。此外，公司并没有利用窗口期积极去库存，以产生更多的现金流并降低负债。我们给予 7.92 港币的目标价格和“持有”评级对应 17 年 8.2 倍市盈率及 18 年 8.1 倍市盈率，17 年 0.6 倍市净率及 18 年 0.6 倍市净率。

股票代码：3900.HK

评级：持有

目标价格 (港元)	8.91
现价 (港元, 2017 年 9 月 14 日)	10.16
上升空间/下行空间 %	-12%
市值 (港元百万)	21,999
市值 (美元百万)	2,816
日均成交量 (港元百万)	5.8

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

(人民币百万)	2016	2017e	2018e	2019e
收入	28,976	31,975	34,334	36,265
增长率	11%	10%	7%	6%
净利润	1,513	2,126	2,154	2,489
增长率	184%	41%	1%	16%
调整后净利润	1,488	2,126	2,154	2,489
增长率	186%	43%	1%	16%
毛利率	20.8%	21.1%	22.6%	23.9%
净负债率	58.1%	57.7%	56.3%	56.7%
每股收益	0.70	0.98	1.00	1.15
每股股息	0.12	0.18	0.18	0.21
每股账面价值	11.42	12.40	13.40	14.55

数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	13.1	9.3	9.2	7.9
市净率	0.80	0.74	0.68	0.63
股息收益率	1.3%	1.9%	2.0%	2.3%
股本回报率	6.1%	8.3%	7.7%	8.2%
资产回报率	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



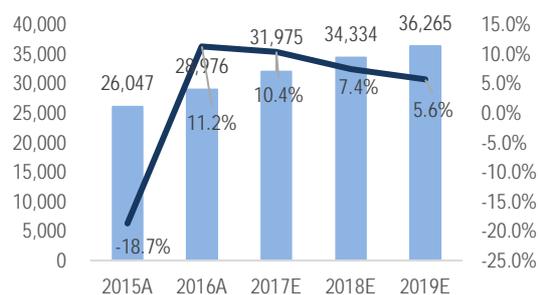
数据来源：彭博

图 58: 合同销售 (人民币百万) 及同比增长 (%)



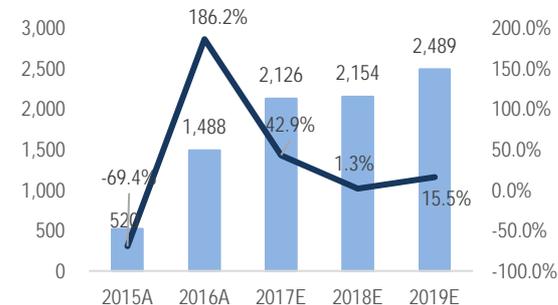
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 59: 收入 (人民币百万) 及同比增长 (%)



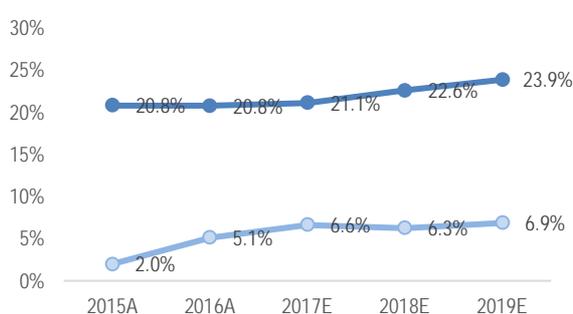
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 60: 核心净利润 (人民币百万) 及同比增长 (%)



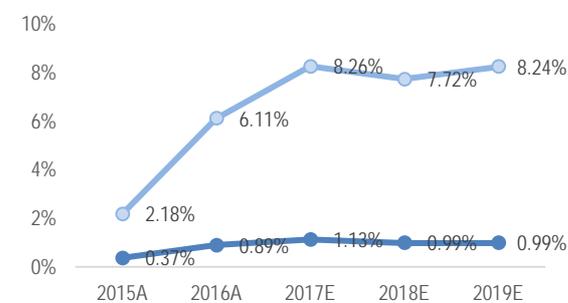
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 61: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 62: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 63: 现金, 负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 64: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
收入	26,047	28,976	31,975	34,334	36,265	-18.7%	11.2%	10.4%	7.4%	5.6%
投资物业公允价值及收										
益	23,326	25,521	28,175	30,153	31,666					
销售成本	(20,626)	(22,954)	(25,226)	(26,575)	(27,611)					
毛利	5,421	6,022	6,749	7,759	8,654	-33.3%	11.1%	12.1%	15.0%	11.5%
销售及营销成本	(1,229)	(1,347)	(1,320)	(1,100)	(1,597)	23.9%	9.6%	-2.0%	-16.7%	45.2%
行政开支	(2,573)	(2,861)	(2,800)	(3,080)	(3,388)	40.2%	11.2%	-2.1%	10.0%	10.0%
分占联营公司溢利	1,436	1,256	787	894	1,243					
分占合营公司(亏损)/										
溢利	232	169	169	254	279					
净财务费用	(886)	(1,037)	(1,049)	(1,088)	(952)	30.3%	17.1%	1.1%	3.7%	-12.5%
税前盈利	2,935	3,748	5,085	5,136	5,735	-50.5%	27.7%	35.7%	1.0%	11.7%
所得税	(1,675)	(1,526)	(2,250)	(2,272)	(2,537)					
年内溢利	1,259	2,223	2,836	2,864	3,198	-60.8%	76.5%	27.6%	1.0%	11.7%
年内溢利归属于:										
净利润	532	1,513	2,126	2,154	2,489	-69.1%	184.2%	40.5%	1.3%	15.5%
核心净利润	520	1,488	2,126	2,154	2,489	-69.4%	186.2%	42.9%	1.3%	15.5%
非控股权益	446	305	305	305	305					
永续证券及其他	281	404	404	404	404					
股息	0	260	383	388	448					
每股收益--基本	0.25	0.70	0.98	1.00	1.15					
每股收益--摊薄	0.25	0.70	0.98	0.99	1.15					
每股股息--基本	0.24	0.69	0.98	1.00	1.15					
每股账面价值	0.00	0.12	0.18	0.18	0.21					
<b>关键指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>					
毛利率	20.8%	20.8%	21.1%	22.6%	23.9%					
净利率	2.0%	5.2%	6.6%	6.3%	6.9%					
核心净利率	2.0%	5.1%	6.6%	6.3%	6.9%					
资产回报率	0.4%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%					
已动用资本回报率	0.7%	1.8%	2.4%	2.1%	2.1%					
股本回报率	2.2%	6.0%	7.9%	7.4%	7.9%					
总负债/EBITDA	13.0x	10.8x	8.4x	10.2x	11.5x					
总负债/权益	122.7%	121.6%	123.2%	143.2%	164.2%					
总负债/资本	55.1%	54.9%	55.2%	58.9%	62.1%					
净负债/EBITDA	7.7x	5.2x	3.9x	4.0x	4.0x					
净负债/权益	73.0%	58.1%	57.7%	56.3%	56.7%					
净负债/资本	32.8%	26.2%	25.9%	23.2%	21.5%					
流动比率	168.4%	168.0%	160.4%	168.2%	176.1%					
现金/总资产	12.6%	14.7%	14.5%	17.6%	20.0%					
库存物业/总资产	50.7%	51.9%	55.5%	56.4%	57.5%					
净负债/净库存物业	36.6%	25.9%	23.0%	20.3%	18.3%					
速动比率	143.5%	139.6%	134.1%	135.2%	137.5%					
现金率	24.9%	28.4%	26.3%	33.0%	38.6%					
利息覆盖率	1.2x	1.4x	1.6x	1.4x	1.2x					

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

图 65: 资产负债表及现金流量表预测

资产负债表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>非流动资产</b>	21,130	22,111	22,111	22,111	22,111
<b>流动资产</b>	123,383	147,684	166,543	195,837	230,426
发展中物业	73,196	14,289	14,289	14,289	14,289
已抵押银行存款	3,359	2,293	2,293	2,293	2,293
银行余额及现金	14,880	22,678	25,039	36,128	48,240
其他	31,949	108,424	124,922	143,127	165,605
<b>流动负债</b>	73,266	87,928	103,799	116,428	130,839
来自客户的预收款项	22,223	38,423	51,248	66,195	84,139
借贷	15,037	10,037	13,083	10,765	7,233
其他	36,006	39,468	39,468	39,468	39,468
<b>非流动负债</b>	34,587	42,541	43,097	57,303	74,687
银行及其他借贷--一年后到期	29,957	37,797	38,353	52,558	69,942
其他	4,630	4,745	4,745	4,745	4,745
<b>股本及储备</b>	36,660	39,327	41,758	44,218	47,012
本公司股东应占权益	24,001	24,690	26,816	28,971	31,459
永续资本工具	3,015	5,599	5,599	5,599	5,599
非控股权益	9,644	9,037	9,343	9,648	9,954
<b>现金流量表, 人民币百万</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
<b>税前溢利</b>	2,935	3,748	5,085	5,136	5,735
营运资金改变前的经营业务现金流	2,514	2,845	5,085	5,136	5,735
发展中物业	6,024	-5,691	-16,498	-18,205	-22,478
预收款项	-12	12,654	12,825	14,947	17,944
经营活动中现金	3,346	5,861	1,412	1,878	1,202
已付中国所得税	-2,620	-2,411	-2,250	-2,272	-2,537
<b>经营活动产生(使用)的现金净额</b>	726	3,450	-837	-394	-1,336
<b>投资活动所用的现金净额</b>	-1,380	2,166	0	0	0
融资活动					
<b>借款所得款项</b>	15,431	29,262	13,639	24,970	24,617
<b>偿还借款</b>	-16,979	-21,494	-10,037	-13,083	-10,765
<b>融资活动产生(使用)的现金净额</b>	7,760	2,112	3,198	11,483	13,448
<b>现金及现金等价物的增加净额</b>	7,106	7,728	2,361	11,089	12,112
现金及现金等价物的汇兑亏损	40	70	0	0	0
于年初的现金及现金等值项目	7,734	14,880	22,678	25,039	36,128
<b>于年末的现金及现金等值项目</b>	14,880	22,678	25,039	36,128	48,240

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

## 合景泰富

### 进入快速增长阶段，价值将在未来4年释放

#### 成立于广东，布局于中国核心城市

合景泰富地产于1995年成立于广东，主要布局于环渤海、长三角和珠三角的一线城市及核心二线城市。公司在核心城市的黄金地段开发高端住宅和高端商业物业。公司的部分项目与龙湖地产、融创、保利置业、绿城房产和龙光地产合作。写字楼可销售货源超过人民币100亿，主要位于北京、上海、广州、成都。管理层希望在2018-2020年达到年增长30-40%，到2020年实现净利润90亿元（年均增长30%为基于政策收紧的情况，年均增长40%为基于正常的调控政策）。

#### 2017年1月至7月销售额同比增长28.6%，完成2017年销售目标的60.5%

归属股东的销售额同比增长28.6%至169亿元人民币。销售均价同比上涨25%至人民币16,722元/平方米。公司计划推出555亿元的可售货源以实现2017年销售目标，其中335亿元的可售货源将在2017年下半年推出。位于华南、华东、成都、天津的可售货源分别为103亿元、94亿元、84亿元。公司将通过并购获得更多项目，以降低土地成本。

#### 30%-40%的年增长目标

管理层的目标是在2018-2020年实现30-40%的增长。我们认为，开拓新的周边城市是提高销售和规模的有效途径。公司目前已扎根于大地区，并积极寻找进入该地区更多城市的机会。此外，公司将进一步积极拓展已开发项目城市的周边城市，以及拓展在已开发项目城市的覆盖面。在近期政策收缩的房地产市场中，商业地产的整栋销售会支撑业绩。公司目前拥有可售货源4,500亿元，足以实现增长目标。此外，2018-2020年的交付显示毛利率将维持在较高水平。增长目标是通过高毛利率和增加绝对收入来实现的。

#### 2017上半年业绩强劲，净负债率低，融资成本低，毛利率36%，净利润增长良好

公司2017年上半年维持36%的高毛利率，同比上涨0.4个百分点。核心净利润同比增长15.4%至15亿元。上半年平均融资成本下降至5.8%（2015年为7.4%，2016年为6.0%）。净负债率下降至64.1%（2016年为66.8%）。我们相信，未来四年，由于土地储备充足、毛利率高、销售速度快，公司将进一步降低净负债。

#### 进入快速增长期，给予“买入”评级，目标价格10.71港元

合景泰富是推出高质量产品的、相对保守和稳健的房地产开发商。公司已经开始释放其可售货源的价值。公司未来3年将进入快速增长期。我们给予“买入”评级和10.71港元的目标价，对应17年7.9倍市盈率及18年6.9倍市盈率，17年1.1倍市盈率和18年0.9倍市盈率。

股票代码：1813.HK

评级：买入

目标价格（港元）	10.71
现价（港元，2017年9月14日）	8.36
上升空间/下行空间%	28%
市值（港元百万）	26,472
市值（美元百万）	3,388
日均成交量（港元百万）	7.6

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

（人民币百万）	2016	2017e	2018e	2019e
收入	8,865	12,115	15,958	20,427
增长率	6%	37%	32%	28%
净利润	3,465	3,686	4,244	5,196
增长率	1%	6%	15%	22%
调整后净利润	3,340	3,686	4,244	5,196
增长率	16%	10%	15%	22%
毛利率	34.6%	34.6%	35.5%	35.7%
净负债率	66.8%	58.7%	44.4%	20.3%
每股收益	1.15	1.22	1.40	1.72
每股股息	0.40	0.43	0.49	0.60
每股账面价值	7.93	9.15	10.55	12.27

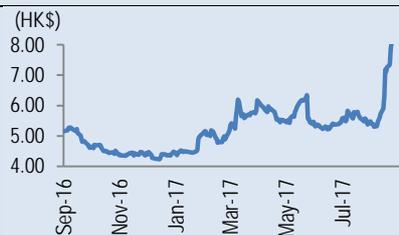
数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	6.6	6.2	5.4	4.4
市净率	0.9	0.8	0.7	0.6
股息收益率	5.4%	5.7%	6.5%	8.0%
股本回报率	14.4%	14.3%	14.3%	15.1%
资产回报率	3.1%	3.1%	3.2%	3.5%

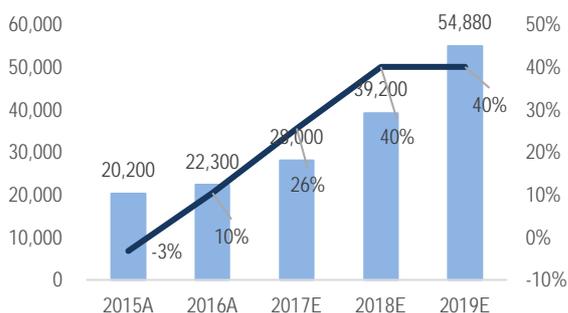
数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



数据来源：彭博

图 66: 合同销售 (人民币百万) 及同比增长 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 67: 收入 (人民币百万) 及同比增长 (%)



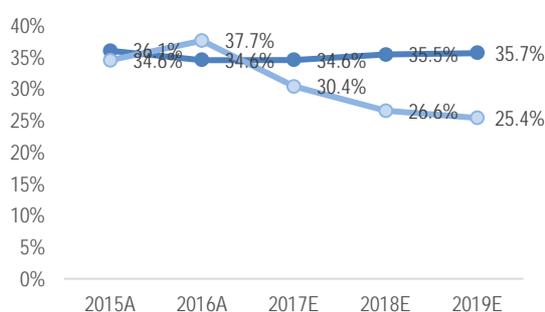
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 68: 核心净利润 (人民币百万) 及同比增长 (%)



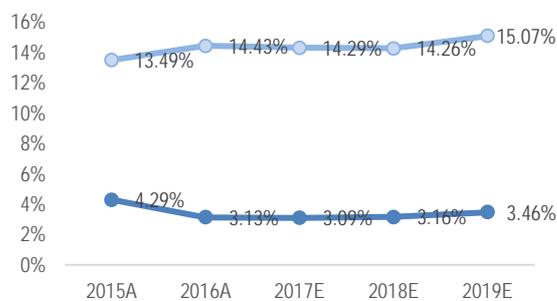
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 69: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 70: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 71: 现金、负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 72: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>收入</b>	8,340	8,865	12,115	15,958	20,427	-20.3%	6.3%	36.7%	31.7%	28.0%
投资物业公允价值收益	7,563	7,923	11,079	14,818	19,173	-22.6%	4.8%	39.8%	33.7%	29.4%
销售成本	(5,330)	(5,795)	(7,922)	(10,000)	(12,732)					
<b>毛利润</b>	<b>3,009</b>	<b>3,070</b>	<b>4,193</b>	<b>5,957</b>	<b>7,695</b>	<b>-19.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>36.6%</b>	<b>35.1%</b>	<b>28.9%</b>
销售及营销成本	(277)	(323)	(406)	(568)	(796)	-7.3%	16.7%	25.8%	40.0%	40.0%
行政开支	(775)	(969)	(1,218)	(1,705)	(2,387)	-2.5%	25.1%	25.7%	40.0%	7.8%
分占联营公司溢利	(3)	0	0	0	0					
分占合营公司(亏损)/溢利	1,935	2,130	1,812	1,756	1,756					
净财务费用	(10)	(160)	(177)	(212)	(240)	71.8%	1429.8%	10.4%	19.8%	13.3%
<b>税前盈利</b>	<b>4,662</b>	<b>4,527</b>	<b>4,818</b>	<b>5,842</b>	<b>6,642</b>	<b>0.4%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>6.4%</b>	<b>15.1%</b>	<b>22.5%</b>
所得税	(1,249)	(1,066)	(1,145)	(1,389)	(1,579)					
<b>年内溢利</b>	<b>3,413</b>	<b>3,462</b>	<b>3,673</b>	<b>4,454</b>	<b>5,063</b>	<b>4.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>15.1%</b>	<b>22.5%</b>
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	<b>3,416</b>	<b>3,465</b>	<b>3,676</b>	<b>4,457</b>	<b>5,066</b>	<b>4.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>15.1%</b>	<b>22.4%</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,884</b>	<b>3,340</b>	<b>3,676</b>	<b>4,457</b>	<b>5,066</b>	<b>5.0%</b>	<b>15.8%</b>	<b>10.4%</b>	<b>15.1%</b>	<b>22.4%</b>
非控股权益	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)					
股息	869	1,557	1,287	1,560	1,773					
<b>每股收益--基本</b>	<b>1.15</b>	<b>1.15</b>	<b>1.22</b>	<b>1.48</b>	<b>1.68</b>					
<b>每股收益--摊薄</b>	<b>0.97</b>	<b>1.11</b>	<b>1.22</b>	<b>1.48</b>	<b>1.68</b>					
<b>每股股息--基本</b>	<b>0.29</b>	<b>0.40</b>	<b>0.43</b>	<b>0.52</b>	<b>0.59</b>					
<b>每股账面价值</b>	<b>7.53</b>	<b>7.93</b>	<b>9.14</b>	<b>10.62</b>	<b>12.30</b>					
<b>关键指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>					
毛利率	36.1%	34.6%	34.6%	35.5%	35.7%					
净利率	41.0%	39.1%	30.4%	26.6%	25.4%					
核心净利率	34.6%	37.7%	30.4%	26.6%	25.4%					
资产回报率	4.3%	3.1%	3.1%	3.2%	3.5%					
已动用资本回报率	7.2%	5.9%	5.2%	5.2%	5.5%					
股本回报率	13.5%	14.4%	14.3%	14.3%	15.1%					
总负债/EBITDA	5.8x	8.9x	9.5x	9.9x	9.2x					
总负债/权益	125.2%	178.9%	171.3%	178.0%	173.4%					
总负债/资本	55.6%	64.1%	63.1%	64.0%	63.4%					
净负债/EBITDA	3.2x	3.3x	3.3x	2.5x	1.1x					
净负债/权益	69.0%	66.8%	58.7%	44.4%	20.3%					
净负债/资本	30.6%	24.0%	21.6%	16.0%	7.4%					
流动比率	132.0%	158.4%	187.9%	201.3%	181.0%					
现金/总资产	15.8%	24.3%	26.1%	31.8%	37.8%					
库存物业/总资产	34.4%	41.0%	41.6%	39.6%	36.6%					
净负债/净库存物业	56.3%	35.4%	32.7%	26.7%	13.7%					
速动比率	93.0%	101.6%	117.8%	114.1%	91.1%					
现金率	39.0%	56.9%	70.1%	87.2%	89.9%					
利息覆盖率	2.1x	1.7x	1.7x	1.6x	1.7x					

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

图 73: 资产负债表及现金流量表预测

<b>资产负债表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>非流动资产</b>	37,190	35,795	35,795	35,795	35,795
<b>流动资产</b>	42,492	74,947	83,497	98,605	114,559
发展中物业	20,895	38,503	42,799	46,515	48,861
持做销售已落成物业	6,534	6,866	6,866	6,866	6,866
有限制资金	1,620	1,131	1,131	1,131	1,131
银行余额及现金	10,946	25,771	30,026	41,417	55,025
其他	2,497	2,676	2,676	2,676	2,676
<b>流动负债</b>	32,190	47,309	44,437	48,872	63,252
借贷	3,036	4,186	4,587	5,841	9,170
来自客户的预收款项	3,983	4,754	1,481	4,662	15,714
其他	25,171	38,369	38,369	38,369	38,369
<b>非流动负债</b>	25,133	39,424	47,173	53,392	49,903
借贷	24,015	38,196	45,945	52,164	48,675
其他	1,118	1,228	1,228	1,228	1,228
<b>股本及储备</b>	22,359	24,009	27,682	32,135	37,199
本公司股东应占权益	22,341	23,950	27,627	32,083	37,150
非控股权益	18	58	55	52	49
<b>现金流量表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>税前溢利</b>	4,662	4,527	4,818	5,548	6,794
营运资金改变前的经营业务现金流	2,149	2,270	2,830	3,580	4,798
经营活动中现金	3,114	524	(1,064)	1,412	6,265
已收利息	41	170	177	212	240
已付利息	(2,337)	(2,231)	(2,997)	(3,591)	(4,069)
已付中国所得税	(232)	(324)	(557)	(641)	(785)
已付土地增值税	(285)	(229)	(578)	(666)	(815)
<b>经营活动产生(使用)的现金净额</b>	301	(2,091)	(5,020)	(3,275)	835
<b>投资活动所用的现金净额</b>	(1,370)	3,318	4,809	5,348	5,826
<b>融资活动</b>					
借款所得款项	4,699	9,068	9,230	10,881	12,224
偿还借款	(5,155)	(11,148)	(4,754)	(1,481)	(4,662)
<b>融资活动产生(使用)的现金净额</b>	1,890	13,580	4,476	9,400	7,562
<b>现金及现金等价物的增加净额</b>	820	14,807	4,255	11,391	13,608
现金及现金等价物的汇兑亏损	32	17	0	0	0
于年初的现金及现金等值项目	10,094	10,946	25,771	30,026	41,417
<b>于年末的现金及现金等值项目</b>	10,946	25,771	30,026	41,417	55,025

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

## 龙光地产

### 深圳核心货源带来高利润率

#### 布局于深圳，全面覆盖粤港澳大湾区

龙光地产是一家位于深圳的房地产开发商，深耕粤港澳大湾区的物业开发。公司布局覆盖大湾区核心城市 1) 深圳；2) 深圳卫星城市：东莞、惠州；3) 大湾区有战略价值的区域：中山、佛山、珠海。自 2014 年以来，公司进入快速增长阶段。因深圳房价大涨，2015 年合同销售同比增长 114% 至 235 亿元人民币。2017 年前 7 个月，公司完成人民币 345 亿元销售目标的 63%。公司随后将目标调整为 370 亿元。

#### 共 3,880 亿元可售货源，其中 81% 布局在粤港澳大湾区，土地成本低

截至 2017 年上半年，总可售货源约 3,880 亿元，其中 81% 的可售货源布局于大湾区，总建筑面积达 1,480 万平方米，土地成本仅为人民币 4,680 元/平方米（如果不包括香港和新加坡项目，土地成本仅为 3,373 元/平方米）。2017 上半年销售均价为 15,452 元/平方米，约为土地成本的 3 倍。我们预计未来 3 年毛利率会很轻易地高于 30%。公司将在大湾区参与更多的重建工程，以维持高毛利率。

#### 收入和利润以 30% 的增速增长

截至 2017 年上半年，未入账收入为人民币 230 亿元，毛利率超过 34%。公司董事长将未来 5 年的销售额和利润年增长率目标定为 30%。预计 2 年内将推出 2,330 亿元的可售货源，以支撑其增长。

#### 粤港澳大湾区人口流动

公司将受益于大湾区尤其是深圳（深圳大部分项目为地铁上建物业）、中山、珠海和佛山的发展。更方便的交通网络将促进大湾区的人口流动。为促进广东省西部和东部地区的联系，大湾区的发展规划致力于加快广东西部基础设施建设：1) 完善广东西部公路网和城际交通系统；2) 中山-深圳的直达高速公路将促进中山-深圳之间的人口流动。通过这个网络，广东西部到中山、佛山和珠海的人口流入量有望增加。此外，深圳和中山之间的双向人口流动将大大增加。

#### 给予“持有”评级，目标价格 8.36 港元

以优质土地储备组合为依托，我们估计龙光 2017 年至 2019 年的毛利率将高于 30%。我们预测营业收入年均复合增长率为 31%，2016-2019 年期间的净利润总复合增长率为 41%。股本回报率将从 2016 年的 15.77% 在提高至 2019 年的 20.96%。但是目前估值已经反映了大部分积极因素，并且已经有很高的溢价。我们给予“持有”评级，目标价格为 12 月 17 日净资产价值给予 30% 折让，对应 17 年 9.1 倍市盈率和 18 年 7.4 倍市盈率，17 年 1.7 倍市净率和 18 年 1.4 倍市净率。

股票代码：3380.HK

评级：持有

目标价格 (港元)	8.36
现价 (港元, 2017 年 9 月 14 日)	7.79
上升空间/下行空间 %	7%
市值 (港元百万)	43,815
市值 (美元百万)	5,609
日均成交量 (港元百万)	5.0

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

(人民币百万)	2016	2017e	2018e	2019e
收入	20,539	26,666	35,743	46,676
增长率	41%	30%	34%	31%
净利润	4,488	4,558	5,615	7,728
增长率	69%	2%	23%	38%
调整后净利润	2,752	4,558	5,615	7,728
增长率	41%	66%	23%	38%
毛利率	31.9%	35.9%	32.7%	34.5%
净负债率	72.3%	56.8%	33.9%	-1.9%
每股收益	0.81	0.82	1.01	1.40
每股股息	0.22	0.25	0.30	0.42
每股账面价值	3.51	4.33	5.35	6.74

数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	8.7	8.6	6.9	5.0
市净率	2.0	1.6	1.3	1.0
股息收益率	3.2%	3.5%	4.3%	5.9%
股本回报率	15.3%	15.8%	16.7%	21.0%
资产回报率	5.2%	4.7%	5.2%	4.5%

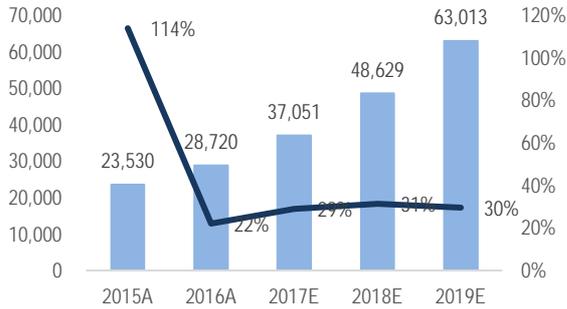
数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



数据来源：彭博

图 74: 合同销售 (人民币百万) 及同比增长 (%)



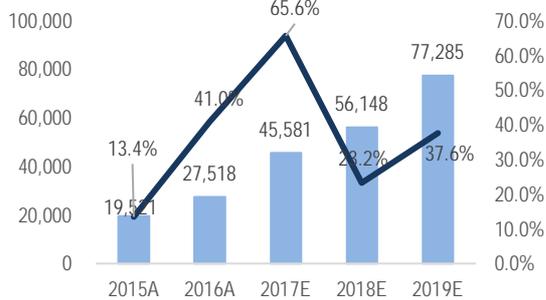
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 75: 收入 (人民币百万) 及同比增长 (%)



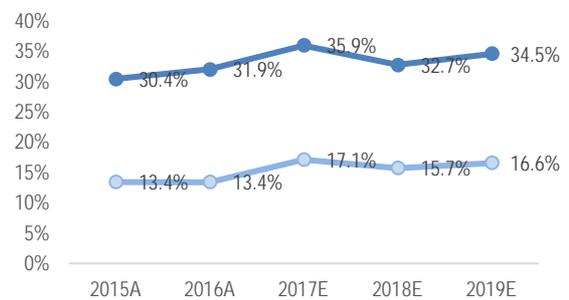
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 76: 核心净利润 (人民币百万) 及同比增长 (%)



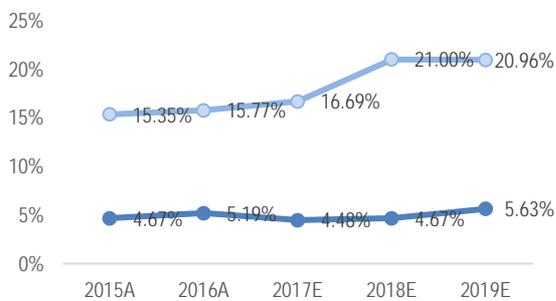
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 77: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



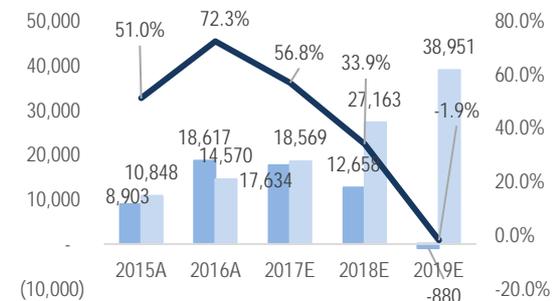
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 78: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 79: 现金, 负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 80: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>收入</b>	14,574	20,539	26,666	35,743	46,676	16.6%	40.9%	29.8%	34.0%	30.6%
投资物业公允价值收益	15,247	21,105	26,341	35,384	46,282	17.7%	38.4%	24.8%	34.3%	30.8%
销售成本	(10,144)	(13,979)	(17,097)	(24,052)	(30,557)					
<b>毛利润</b>	4,430	6,560	9,569	11,690	16,119	16.4%	48.1%	45.9%	22.2%	37.9%
销售及营销成本	(573)	(714)	(926)	(1,216)	(1,575)	38.7%	24.6%	29.7%	31.2%	29.6%
行政开支	(588)	(557)	(719)	(943)	(1,222)	11.5%	-5.3%	29.1%	31.2%	29.6%
分占联营公司溢利	-	32	32	32	32					
分占合营公司(亏损)/溢利	-	(6)	(6)	(6)	(6)					
净财务费用	(36)	(372)	(317)	(349)	(330)	-61.3%	926.8%	-14.7%	10.0%	-5.3%
<b>税前盈利</b>	4,174	7,933	7,859	9,435	13,244	12.3%	90.1%	-0.9%	20.0%	40.4%
所得税	(1,486)	(2,734)	(2,589)	(3,108)	(4,803)					
<b>年内溢利</b>	2,688	5,200	5,270	6,327	8,441	11.0%	93.5%	1.4%	20.0%	33.4%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	2,649	4,488	4,558	5,615	7,728	12.8%	69.4%	1.6%	23.2%	37.6%
<b>核心净利润</b>	1,952	2,752	4,558	5,615	7,728	13.4%	41.0%	65.6%	23.2%	37.6%
非控股权益	39	712	712	712	712					
股息	653	1,229	1,367	1,684	2,319					
<b>每股收益--基本</b>	0.52	0.81	0.82	1.01	1.40					
<b>每股收益--摊薄</b>	0.39	0.50	0.82	1.01	1.40					
<b>每股股息--基本</b>	0.13	0.22	0.25	0.30	0.42					
<b>每股账面价值</b>	2.68	3.51	4.33	5.35	6.74					
<b>关键指标</b>	2015	2016	2017e	2018e	2019e					
毛利率	30.4%	31.9%	35.9%	32.7%	34.5%					
净利率	18.2%	21.8%	17.1%	15.7%	16.6%					
核心净利率	13.4%	13.4%	17.1%	15.7%	16.6%					
资产回报率	4.7%	5.2%	4.5%	4.7%	5.6%					
已动用资本回报率	7.9%	9.3%	7.2%	7.8%	9.6%					
股本回报率	14.4%	14.2%	19.0%	19.0%	20.7%					
总负债/EBITDA	6.0x	5.9x	4.4x	4.1x	2.8x					
总负债/权益	113.1%	128.9%	116.7%	106.6%	83.1%					
总负债/资本	53.1%	56.3%	53.9%	51.6%	45.4%					
净负债/EBITDA	2.7x	3.3x	2.2x	1.3x	-0.1x					
净负债/权益	51.0%	72.3%	56.8%	33.9%	-1.9%					
净负债/资本	23.9%	31.6%	26.2%	16.4%	-1.0%					
流动比率	220.0%	188.4%	197.0%	174.4%	178.7%					
现金/总资产	19.1%	16.8%	18.2%	22.6%	28.4%					
库存物业/总资产	49.7%	46.5%	50.6%	51.0%	48.5%					
净负债/净库存物业	31.6%	46.3%	34.2%	20.7%	-1.3%					
速动比率	172.0%	141.5%	147.5%	123.0%	115.0%					
现金率	48.0%	46.9%	49.6%	51.4%	63.7%					
利息覆盖率	2.0x	2.9x	5.0x	5.5x	8.0x					

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

图 81: 资产负债表及现金流量表预测

<b>资产负债表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>非流动资产</b>	7,011	27,980	27,980	27,980	27,980
<b>流动资产</b>	49,760	58,521	73,812	92,139	109,259
发展中物业	21,950	31,639	42,931	52,664	57,996
持做销售已落成物业	6,249	8,558	8,558	8,558	8,558
有限制资金	2,212	1,010	1,010	1,010	1,010
银行余额及现金	8,635	13,560	17,558	26,153	37,940
其他	10,714	3,754	3,754	3,754	3,754
<b>流动负债</b>	22,621	31,055	37,465	52,845	61,134
借贷	4,045	5,118	4,523	11,521	9,381
来自客户的预收款项	11,008	16,049	23,055	31,436	41,866
其他	7,568	9,887	9,887	9,887	9,887
<b>非流动负债</b>	16,689	29,695	33,306	29,927	30,316
借贷	15,706	28,068	31,679	28,299	28,689
其他	984	1,627	1,627	1,627	1,627
<b>股本及储备</b>	17,461	25,751	31,022	37,348	45,789
本公司股东应占权益	13,549	19,427	23,985	29,600	37,328
非控股权益	3,912	6,324	7,037	7,749	8,461
<b>现金流量表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>税前溢利</b>	4,174	7,933	7,859	9,435	13,244
营运资金改变前的经营业务现金流	3,239	5,185	8,177	9,784	13,574
库存物业和土地存量	(6,344)	(11,660)	(11,292)	(9,733)	(5,332)
(增加)/减少贸易及其他应收款项	(18)	6,678	-	-	-
增加/(减少)贸易及其他应付款项	5,129	6,500	7,005	8,381	10,430
经营活动中现金	2,006	6,703	3,889	8,433	18,672
已付中国所得税	(1,242)	(1,875)	(2,589)	(3,108)	(4,803)
<b>经营活动产生(使用)的现金净额</b>	764	4,828	1,300	5,324	13,869
<b>投资活动所用的现金净额</b>	(911)	(12,840)	(317)	(349)	(330)
<b>融资活动</b>					
借款所得款项	8,437	14,823	7,519	8,142	9,771
偿还借款	(10,157)	(10,971)	(4,503)	(4,523)	(11,521)
<b>融资活动产生(使用)的现金净额</b>	3,115	12,786	3,016	3,619	(1,751)
<b>现金及现金等价物的增加净额</b>	2,967	4,775	3,999	8,594	11,788
于年初的现金及现金等值项目	5,576	8,635	13,560	17,558	26,153
<b>于年末的现金及现金等值项目</b>	8,635	13,560	17,558	26,153	37,940

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

## 龙湖地产

### 可预见的持续增长

#### 稳健的民营房地产开发商

龙湖地产业务遍布全国31个城市、5个经济区。公司创建于重庆并拓展业务至西部城市，之后拓展至长三角地区和环渤海地区，并于最近拓展中国南方市场。公司于2009年在香港联交所上市，之后迎来了快速发展。在2014至2016年间收入分别为人民币490亿、545亿、881亿。公司亦从事商业地产运营，旗下有天街、星悦荟、家悦荟三个品牌。在过去的十年间，公司严格把控销售及行政管理费用支出。2014至2016年，销售及行政管理费用仅占合同销售的4.8%、4.5%、3.9%，仅为同业的一半。净负债率一直控制在60%以下，但在同期仍能保持销售快速增长。此外，公司是海外债券市场唯一的一个民营房企。公司在2017上半年的借贷成本仅为4.7%。

#### 平衡一二线城市布局，以较低成本扩张

截至2017上半年，5002万平方米的可销售面积中分别有39%、27%、20%、14%布局于环渤海地区、中国西部地区、长三角地区、中国中南部地区，平均成本仅为4,845元/平方米。在2017上半年进入香港和深圳市场后，公司布局涵盖了在中国大部分的一二线城市。2017上半年平均价格为15,567元/平方米，大约是土地成本的3倍。

#### 2017年销售额暴增

2017年前7个月，公司实现合同销售额1,030亿元，同比增长118%，完成1,100亿元销售目标的93.7%。公司随后将销售目标调整为1500亿元，提升36%。公司在2017年下半年有人民币1300亿元的可售货源，其中分别有27%、68%、5%的可售货源位于一、二、三线城市。公司将选择地在2017年下半年启动新项目，以保障盈利能力而不是销售规模。

#### 可预见的高利润率

公司未入账收入为1,460亿元，预期毛利率为26%-30%。在过去12个月内，固定的土地成本和快速上涨的房价提升了毛利率。我们预计毛利率将分别在2017年达到30%-31.9%，在2018年达到32.2%。预计在2017-2019年期间营业收入年均复合增长率为27.7%。

#### 给予“持有”评级，目标价格20.87港元

基于平衡的土地储备布局和较低的土地成本，我们估计毛利率会在2017-2019年高于30%。我们预测2016-2019年收入的年复合增长率为27.7%，净利润年复合增长率为22.5%。我们预测股本回报率将在2019年增长至16.19%（2016年为13.59%）。然而，目前的估值已经考虑到积极因素且已经存在溢价。因此我们给予“持有”评级，目标价格对应17年12.1倍市盈率及18年10.4倍市盈率，17年1.5倍市净率及18年1.3倍市净率。

股票代码：960.HK

评级：持有

目标价格（港元）	20.87
现价（港元，2017年9月14日）	19.66
上升空间/下行空间 %	6%
市值（港元百万）	115,835
市值（美元百万）	14,827
日均成交量（港元百万）	8.0

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

（人民币百万）	2016	2017e	2018e	2019e
收入	54,799	68,970	88,751	114,214
增长率	16%	26%	29%	29%
净利润	9,195	9,007	10,544	14,326
增长率	-10%	-2%	17%	36%
调整后净利润	7,800	9,007	10,544	14,326
增长率	-4%	15%	17%	36%
毛利率	29.1%	30.7%	29.5%	28.7%
净负债率	53.9%	26.3%	-8.6%	-45.1%
每股收益	1.58	1.55	1.81	2.46
每股股息	0.36	0.35	0.41	0.56
每股账面价值	10.62	12.17	13.98	16.44

数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	11.2	11.4	9.8	7.2
市净率	1.7	1.5	1.3	1.1
股息收益率	2.0%	2.0%	2.3%	3.2%
股本回报率	13.7%	15.8%	13.3%	13.6%
资产回报率	5.0%	5.5%	4.1%	3.3%

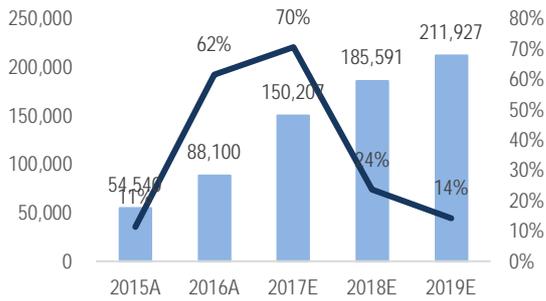
数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



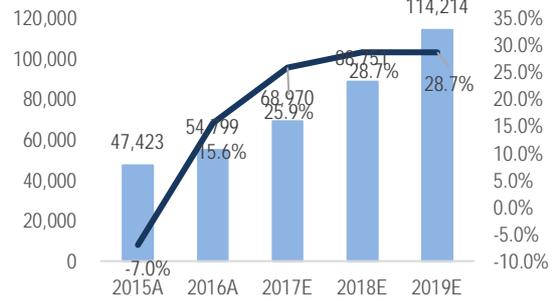
数据来源：彭博

图 82: 合同销售 (人民币百万) 及同比增长 (%)



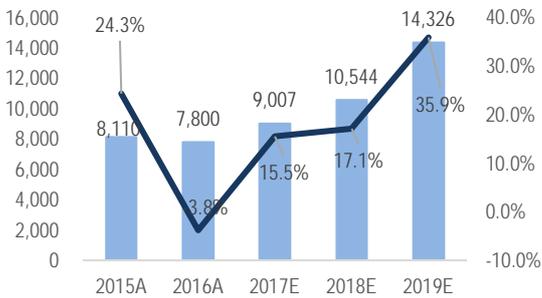
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 83: 收入 (人民币百万) 及同比增长 (%)



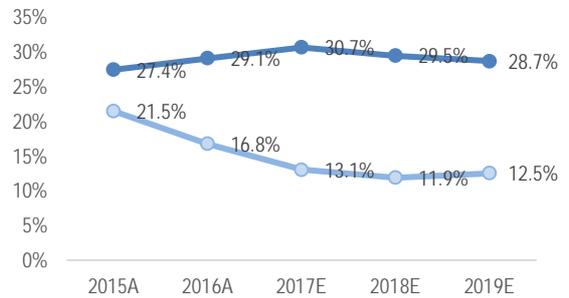
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 84: 核心净利润 (人民币百万) 及同比增长 (%)



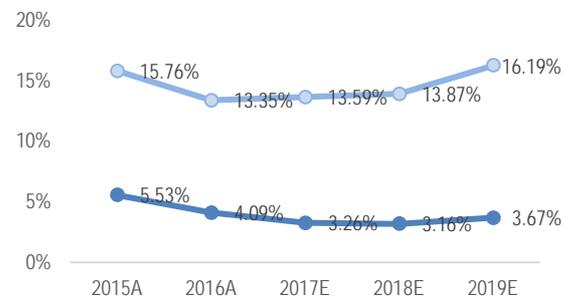
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 85: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 86: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 87: 现金, 负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 88: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>收入</b>	47,423	54,799	68,970	88,751	114,214	-7.0%	15.6%	25.9%	28.7%	28.7%
投资物业公允价值收益	44,993	51,441	64,702	84,056	109,050					
销售成本	(34,408)	(38,864)	(47,826)	(62,588)	(81,475)					
<b>毛利润</b>	<b>13,015</b>	<b>15,935</b>	<b>21,144</b>	<b>26,163</b>	<b>32,739</b>	-3.7%	22.4%	32.7%	23.7%	25.1%
销售及营销成本	(1,018)	(1,428)	(2,433)	(3,007)	(4,239)	-4.4%	40.3%	70.4%	23.6%	41.0%
行政开支	(1,435)	(2,022)	(4,506)	(6,496)	(7,417)	10.6%	40.9%	122.8%	44.1%	14.2%
分占联营公司溢利	(19)	1,051	1,051	1,051	1,051					
分占合营公司(亏损)/溢利	267	383	383	383	383					
净财务费用	(43)	(53)	(53)	(51)	(51)	91.3%	23.1%	-0.2%	-3.5%	0.0%
<b>税前盈利</b>	<b>13,938</b>	<b>15,956</b>	<b>15,657</b>	<b>18,115</b>	<b>22,538</b>	2.3%	14.5%	-1.9%	15.7%	24.4%
所得税	(3,374)	(5,980)	(5,868)	(6,789)	(7,429)					
<b>年内溢利</b>	<b>10,564</b>	<b>9,977</b>	<b>9,789</b>	<b>11,326</b>	<b>15,108</b>	20.7%	-5.6%	-1.9%	15.7%	33.4%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	<b>10,188</b>	<b>9,195</b>	<b>9,007</b>	<b>10,544</b>	<b>14,326</b>	22.0%	-9.8%	-2.0%	17.1%	35.9%
<b>核心净利润</b>	<b>8,110</b>	<b>7,800</b>	<b>9,007</b>	<b>10,544</b>	<b>14,326</b>	24.3%	-3.8%	15.5%	17.1%	35.9%
非控股权益	376	782	782	782	782					
股息	1,654	2,083	2,041	2,389	3,246					
<b>每股收益--基本</b>	<b>1.75</b>	<b>1.58</b>	<b>1.55</b>	<b>1.81</b>	<b>2.46</b>					
<b>每股收益--摊薄</b>	<b>1.74</b>	<b>1.57</b>	<b>1.54</b>	<b>1.81</b>	<b>2.45</b>					
<b>每股股息--基本</b>	<b>1.39</b>	<b>1.34</b>	<b>1.55</b>	<b>1.81</b>	<b>2.46</b>					
<b>每股账面价值</b>	<b>0.28</b>	<b>0.36</b>	<b>0.35</b>	<b>0.41</b>	<b>0.56</b>					
<b>关键指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>					
毛利率	27.4%	29.1%	30.7%	29.5%	28.7%					
净利率	21.5%	16.8%	13.1%	11.9%	12.5%					
核心净利率	17.1%	14.2%	13.1%	11.9%	12.5%					
资产回报率	5.5%	4.1%	3.3%	3.2%	3.7%					
已动用资本回报率	9.6%	7.4%	6.5%	7.2%	9.0%					
股本回报率	15.8%	13.3%	13.6%	13.9%	16.2%					
总负债/EBITDA	4.7x	4.2x	3.7x	3.1x	2.5x					
总负债/权益	83.7%	77.0%	68.2%	58.1%	50.2%					
总负债/资本	45.6%	43.5%	40.5%	36.7%	33.4%					
净负债/EBITDA	3.1x	2.9x	1.4x	-0.5x	-2.2x					
净负债/权益	54.6%	53.9%	26.3%	-8.6%	-45.1%					
净负债/资本	29.7%	30.5%	15.6%	-5.5%	-30.0%					
流动比率	169.2%	151.4%	139.2%	129.1%	136.5%					
现金/总资产	9.9%	7.7%	12.9%	19.2%	27.2%					
库存物业/总资产	44.6%	44.7%	48.5%	48.7%	45.4%					
净负债/净库存物业	41.6%	40.3%	16.6%	-5.1%	-28.4%					
速动比率	143.6%	132.4%	113.2%	95.6%	88.8%					
现金率	25.6%	19.0%	26.0%	33.5%	47.7%					
利息覆盖率	3.7x	4.6x	5.2x	6.2x	7.7x					

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

图 89: 资产负债表及现金流量表预测

<b>资产负债表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>非流动资产</b>	63,911	86,342	86,342	86,342	86,342
<b>流动资产</b>	120,177	138,489	190,223	247,262	303,789
发展中物业	82,036	100,512	134,032	162,453	177,058
有限制资金	240	97	97	97	97
银行余额及现金	17,920	17,258	35,472	64,091	106,013
其他	19,981	20,621	20,621	20,621	20,621
<b>流动负债</b>	71,047	91,462	136,678	191,557	222,564
借贷	33,322	44,125	86,070	133,783	175,202
来自客户的预收款项	6,178	5,333	8,604	15,770	5,359
其他	31,546	42,004	42,004	42,004	42,004
<b>非流动负债</b>	50,574	58,253	54,982	45,816	56,228
借贷	46,088	52,539	49,268	40,102	50,513
其他	4,487	5,714	5,714	5,714	5,714
<b>股本及储备</b>	62,468	75,115	84,904	96,230	111,339
本公司股东应占权益	55,125	61,765	70,772	81,316	95,643
非控股权益	7,343	13,350	14,132	14,914	15,696
<b>现金流量表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>税前溢利</b>	13,938	15,956	15,657	18,115	22,538
营运资金改变前的经营业务现金流	10,655	13,168	15,710	18,167	22,589
发展中物业及代售物业	(18,305)	(17,219)	(33,520)	(28,421)	(14,605)
应付款项、销售定金及应计费用	(6,421)	9,175	41,945	47,713	41,419
经营活动中现金	17,164	36,592	24,135	37,459	49,402
已付中国所得税	(3,083)	(3,919)	(5,868)	(6,789)	(7,429)
<b>经营活动产生(使用)的现金净额</b>	14,081	32,673	18,267	30,670	41,973
<b>投资活动所用的现金净额</b>	(911)	(12,840)	(317)	(349)	(330)
<b>投资活动所用的现金净额</b>	(17,632)	(40,117)	(53)	(51)	(51)
<b>融资活动</b>					
借款所得款项	15,037	19,564	5,333	6,604	15,770
偿还借款	(19,718)	(22,645)	(5,333)	(8,604)	(15,770)
<b>融资活动产生(使用)的现金净额</b>	2,676	6,782	0	(2,000)	0
<b>现金及现金等价物的增加净额</b>	(875)	(662)	18,214	28,618	41,922
于年初的现金及现金等价物	18,794	17,920	17,258	35,472	64,091
<b>于年末的现金及现金等价物</b>	17,920	17,258	35,472	64,091	106,013

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

## 绿景中国

### 深圳重建专家

#### 深圳重建专家、投资物业开发商

绿景中国是 1995 年建立于深圳的房地产开发商，植根于深圳，在苏州、珠海、香港和美国都设有项目。公司在深圳主要开展土地成本低的重建项目。预计在未来 3 年，深圳项目将在高毛利率（预计为 50% 以上）的情况下实现高利润。公司在深圳也有优质投资物业--位于深圳市福田区中央商务区的深圳 NEO 城市商业综合楼。

#### 深圳项目将于 2017 年下半年启动

公司在 2017 年上半年的合同销售额仅为人民币 5.29 亿元，因为仅在 5 月份推出了一个化州项目。公司将于 2017 年下半年推出深圳红树湾一号及虹湾花园项目。截至 2017 年 7 月底，虹湾项目已实现 10 亿元认购，并将在 2017 年三、四季度确认为合同销售。红树湾将于 2017 年第四季度推出，售价为每平方米 88,000 至 90,000 元。红树湾和虹湾项目的总可售货源为 140 亿元，有助于提升未来 3 年的毛利率。

#### 土地注入需要时间

绿景目前土地储备可以支持公司每年维持销售规模为 50 亿元人民币（20 万平方米的深圳可售货源，定价在每平方米 70,000-90,000 元以上）。其主要增长潜力是依靠大股东注入土地的重建项目。绿景的主要股东在深圳有一些重建项目，目前正在筹备将其转为可开发性土地。但土地转为可开发土地需要很长时间才能完成，并且在转为可开发土地之前不能使用杠杆。因此，公司需要花时间等待土地注入。注入成本、时间和支付方式均存在不确定性。

#### 2017 上半年业绩平平，已确认收入少

营业收入同比下降 84% 至 5.95 亿元人民币，由于仅有一个项目（化州项目）在 2017 年上半年推出。然而，公司 2017 年上半年毛利率高达 57.8%，同比上涨 12.6 个百分点。随着融资成本的增加，核心净利率下降至仅 7.3%，下降了 7.7 个百分点。

#### 估值过高，项目执行需要时间，给予“持有”评级，目标价格 2.45 港元

绿景的项目盈利能力高且布局在在黄金地段，这将有助于公司减少负债，提高盈利可见性，提升现金流。然而，这些改进都要基于项目的启动。绿景目前的市盈率是 6.1 倍，价格已经反映了积极因素。因此，我们给予“持有”评级，目标价为 2.45 港元，对应 17 年 9.5 倍市盈率及 18 年 6.8 倍市盈率，17 年 0.8 倍市净率及 18 年 0.7 倍市净率。

股票代码：95.HK

评级：持有

目标价格（港元）	2.45
现价（港元，2017年9月14日）	2.2
上升空间/下行空间 %	12%
市值（港元百万）	10,326
市值（美元百万）	1,322
日均成交量（港元百万）	1.0

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

（人民币百万）	2016	2017e	2018e	2019e
收入	4,590	4,997	6,195	7,018
增长率	279%	9%	24%	13%
净利润	802	810	1,133	1,348
增长率	92%	1%	40%	19%
调整后净利润	618	810	1,133	1,348
增长率	501%	31%	40%	19%
毛利率	50.0%	52.5%	56.8%	57.6%
净负债率	93.8%	69.7%	59.7%	37.7%
每股收益	0.23	0.23	0.33	0.39
每股股息	0.01	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	2.59	2.82	3.15	3.53

数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	8.6	8.5	6.1	5.1
市净率	0.8	0.7	0.6	0.6
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股本回报率	7.3%	8.6%	11.0%	11.6%
资产回报率	3.1%	2.7%	3.4%	3.7%

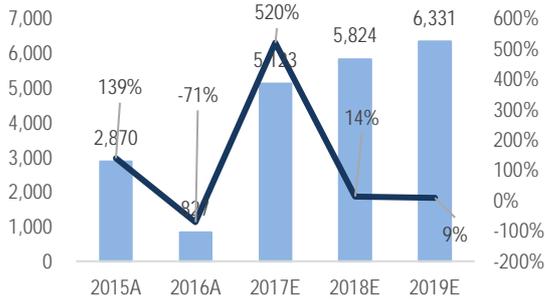
数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



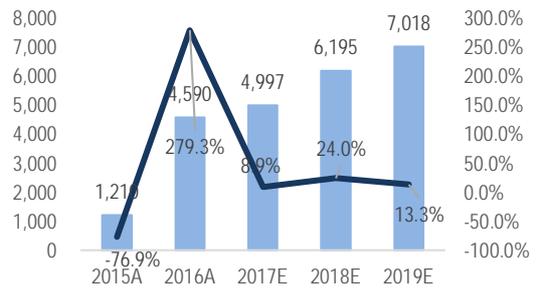
数据来源：彭博

图 90: 合同销售 (人民币百万) 及同比增长 (%)



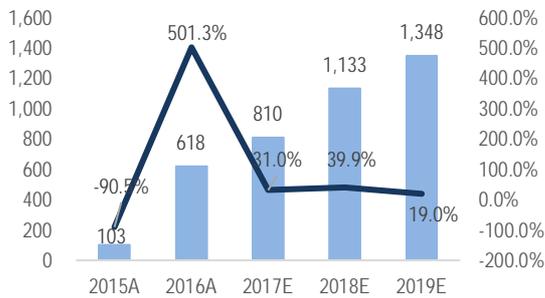
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 91: 收入 (人民币百万) 及同比增长 (%)



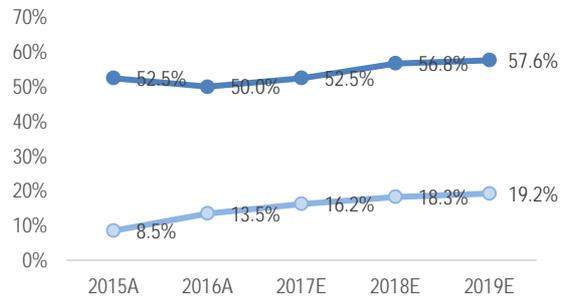
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 92: 核心净利润 (人民币百万) 及同比增长 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 93: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 94: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 95: 现金, 负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 96: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>收入</b>	1,210	4,590	4,997	6,195	7,018	-76.9%	279.3%	8.9%	24.0%	13.3%
投资物业公允价值收益	576	3,956	4,313	5,456	6,219	-87.7%	587.0%	9.0%	26.5%	14.0%
销售成本	(575)	(2,294)	(2,373)	(2,678)	(2,974)					
<b>毛利润</b>	635	2,296	2,624	3,517	4,043	-73.8%	261.3%	14.3%	34.0%	15.0%
销售及营销成本	(57)	(58)	(128)	(146)	(158)	10.0%	3.2%	119.7%	13.7%	8.7%
行政开支	(239)	(349)	(246)	(280)	(304)	40.0%	45.9%	-29.5%	13.7%	8.7%
分占联营公司溢利	0	0	0	0	0					
分占合营公司(亏损)/溢利	(0)	(0)	0	0	0					
净财务费用	(263)	(407)	(393)	(500)	(500)	20.4%	54.6%	-3.3%	27.2%	0.0%
<b>税前盈利</b>	591	1,853	1,857	2,592	3,081	-79.6%	213.6%	0.2%	39.6%	18.9%
所得税	(166)	(1,045)	(1,041)	(1,452)	(1,727)					
<b>年内溢利</b>	425	809	816	1,139	1,354	-75.7%	90.5%	0.9%	39.6%	18.9%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	418	802	810	1,133	1,348	-76.1%	92.0%	0.9%	39.9%	19.0%
<b>核心净利润</b>	103	618	810	1,133	1,348	-90.5%	501.3%	31.0%	39.9%	19.0%
非控股权益	7	6	6	6	6					
<b>每股收益--基本</b>	0.12	0.23	0.23	0.33	0.39					
<b>每股收益--摊薄</b>	0.03	0.18	0.23	0.33	0.39					
<b>每股股息--基本</b>	0.18	0.01	0.00	0.00	0.00					
<b>每股账面价值</b>	2.32	2.59	2.82	3.15	3.53					
<b>关键指标</b>	2015	2016	2017e	2018e	2019e					
毛利率	52.5%	50.0%	52.5%	56.8%	57.6%					
净利率	34.5%	17.5%	16.2%	18.3%	19.2%					
核心净利率	8.5%	13.5%	16.2%	18.3%	19.2%					
资产回报率	1.7%	3.1%	2.7%	3.4%	3.7%					
已动用资本回报率	2.6%	4.4%	3.7%	4.7%	5.3%					
股本回报率	1.3%	7.3%	8.6%	11.0%	11.6%					
总负债/EBITDA	9.6x	5.1x	6.0x	4.4x	3.8x					
总负债/权益	103.3%	124.1%	134.8%	121.0%	107.9%					
总负债/资本	50.8%	55.4%	57.4%	54.7%	51.9%					
净负债/EBITDA	7.9x	3.8x	3.1x	2.2x	1.3x					
净负债/权益	84.3%	93.8%	69.7%	59.7%	37.7%					
净负债/资本	41.5%	41.8%	29.7%	27.0%	18.2%					
流动比率	144.4%	198.2%	285.5%	258.7%	195.9%					
现金/总资产	6.3%	10.8%	21.7%	20.8%	24.4%					
库存物业/总资产	22.5%	21.3%	19.6%	25.6%	26.8%					
净负债/净库存物业	124.4%	155.9%	119.1%	79.2%	48.9%					
速动比率	123.3%	150.1%	166.1%	162.7%	116.4%					
现金率	21.1%	48.0%	119.4%	95.9%	79.5%					
利息覆盖率	1.4x	3.7x	3.7x	4.0x	4.6x					

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

图 97: 资产负债表及现金流量表预测

<b>资产负债表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>非流动资产</b>	13,607	14,399	14,399	14,399	14,399
<b>流动资产</b>	10,385	11,525	15,575	18,439	21,629
发展中物业	2,110	3,977	5,861	8,400	9,656
持做销售已落成物业	3,294	1,556	0	0	0
现金及现金等值	1,515	2,792	6,515	6,840	8,774
其他	3,467	3,200	3,200	3,200	3,200
<b>流动负债</b>	7,193	5,816	5,455	7,129	11,042
借贷	1,676	3,580	2,063	2,011	4,089
来自客户的预收款项	3,944	547	1,903	3,628	5,464
其他	1,573	1,690	1,490	1,490	1,490
<b>非流动负债</b>	8,825	10,910	14,505	14,557	12,479
借贷	6,558	7,837	11,432	11,483	9,406
其他	2,268	3,073	3,073	3,073	3,073
<b>股本及储备</b>	7,973	9,198	10,014	11,153	12,507
本公司股东应占权益	7,881	8,965	9,774	10,907	12,255
非控股权益	92	233	240	246	252
<b>现金流量表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>经营活动</b>					
税前溢利	591	1,853	1,857	2,592	3,081
调整项目	(187)	226	0	0	0
营运资金	0	0	0	0	0
存货	(508)	697	(327)	(2,539)	(1,256)
来自客户的预收款项	2,680	(3,579)	1,356	1,725	1,836
其他	(722)	645	0	0	0
经营活动中现金	1,854	(158)	2,886	1,777	3,661
已付中国所得税	(382)	(585)	(1,041)	(1,452)	(1,727)
经营活动产生(使用)的现金净额	1,472	(743)	1,846	325	1,934
投资活动所用的现金净额	(1,000)	(1,495)	0	0	0
<b>融资活动</b>					
借款所得款项	4,503	6,279	5,658	2,063	2,011
偿还借款	(4,407)	(2,427)	(3,580)	(2,063)	(2,011)
融资活动产生(使用)的现金净额	(373)	3,315	2,077	0	0
现金及现金等价物的增加净额	99	1,077	3,923	325	1,934
现金及现金等价物的汇兑亏损	1	1	0	0	0
于年初的现金及现金等值项目	1,415	1,515	2,592	6,515	6,840
于年末的现金及现金等值项目	1,515	2,592	6,515	6,840	8,774

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

## 富力地产

### 高毛利率，投资酒店收入预计在2018年提升

#### 过去12个月房价上涨带来的毛利率改善

富力地产是创立于广州的房地产开发商，业务布局于主要一二线城市的开发物业和投资物业。受益于过去12个月的房价上涨，公司未来两年已确认的毛利率将提高至35%以上。此外，公司收购了77个万达酒店，总计建筑面积335万平方米，成本仅为人民币5,900元/平方米。我们相信，豪华酒店将在2018年带来超过人民币50亿的收入（2016年为人民币15亿）。

#### 合同销售同比增长33%，完成730亿销售目标的61%

公司实现合同销售人民币448亿元，同比增长33%，完成销售目标的61%。公司将销售目标上调至人民币800亿，由2017年1,520亿的可售货源保障。公司于2017年下半年将推出1,030亿的可售货源。在2017年上半年，公司仅推出了4个新项目，另24个新项目预计在2017年下半年推出。公司仅用50%的去化率来达到销售目标，任务并不艰巨。截至2017年6月30日，位于一、二、三线城市、英国及马来西亚的土地储备分别占总土地储备的19%、51%、16%、10%。

#### 2017上半年业绩瞩目

营业收入同比下降8.8%，但毛利率上涨了11个百分点至36.2%。毛利同比增长30%，人民币73.9亿元。核心盈利同比增长18.7%至20.5亿元。净利润从2016年上半年的10%提高到2017年上半年的12.5%。净负债率从2016年的159.9%上升至2017年上半年的192.9%，上升33个百分点。

#### 2017下半年将会确认更多未入账收入，毛利率提升，但仍将保持高杠杆率

公司收购万达酒店将花费100亿元人民币，土地溢价和建筑成本为490亿元。预计未来两年的利润率将由于房价激增而反弹。其2017年上半年的毛利率为36.2%。由于北京、广州、海南、杭州、惠州、佛山等地区的项目将交房，且这些地区的平均毛利率超过42%，我们估计2017年总毛利率将达到35%甚至更高。公司将在2017年交付480万平方米建筑面积，在2018年交付680万平方米建筑面积，营业收入将分别达到606亿元和722亿元。同时，即使公司实现销售目标，公司2017年的净负债率仍将超过100%，但平均借贷成本在2017年上半年降低至5.04%（2016年上半年为6.57%）。

#### 给予“持有”评级，目标价格21.07港元

投资物业收入预计在2018年增加52.6亿元，这将进一步提升营业收入。该公司还将加快其交房速度，以提高其物业销售收入，从而在2017年和2018年达到超过35%的毛利率。更多可售货源2017年下半年推出，亦推动其销售增长。我们预计公司核心净利润将在2017年大幅上涨（同比增长57%）。这些都是推动股价上涨积极因素，并且部分反映在当前价格中。我们给出21.07港元的目标价，对应17年9.2倍市盈率及18年7.0倍市盈率，17年1.2倍市净率和18年1.0倍市净率。

股票代码：2777.HK

评级：持有

目标价格（港元）	21.07
现价（港元，2017年9月14日）	18.64
上升空间/下行空间%	13%
市值（港元百万）	60,065
市值（美元百万）	7,689
日均成交量（港元百万）	121.79

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

（人民币百万）	2016	2017e	2018e	2019e
收入	53,730	60,655	72,187	80,043
增长率	21%	13%	19%	11%
净利润	6,756	6,662	8,745	10,117
增长率	20%	-1%	31%	16%
调整后净利润	5,506	6,662	8,745	10,117
增长率	12%	21%	31%	16%
毛利率	28.3%	30.3%	30.2%	30.4%
净负债率	159.9%	114.7%	78.0%	46.7%
每股收益	2.10	2.07	2.72	3.14
每股股息	0.65	0.62	0.82	0.94
每股账面价值	13.61	15.68	18.39	21.54

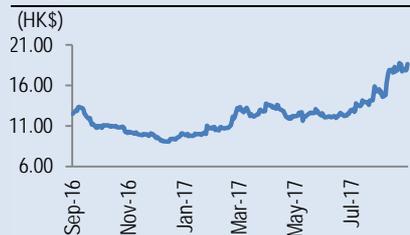
数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	8.0	8.1	6.2	5.3
市净率	1.2	1.1	0.9	0.8
股息收益率	3.9%	3.7%	4.9%	5.6%
资产回报率	13.0%	14.1%	16.0%	15.7%
股本回报率	3.0%	2.8%	3.4%	3.9%

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



数据来源：彭博

图 98: 合同销售 (人民币百万) 及同比增长 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 99: 收入 (人民币百万) 及同比增长 (%)



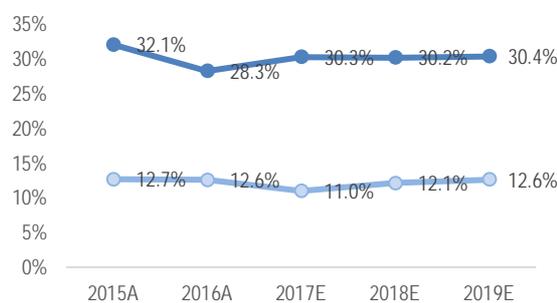
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 100: 核心净利润 (人民币百万) 及同比增长 (%)



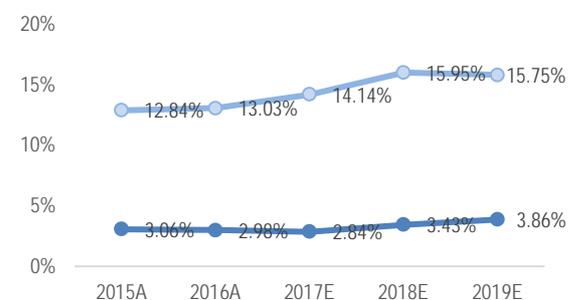
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 101: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 102: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 103: 现金, 负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 104: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>收入</b>	44,291	53,730	60,655	72,187	80,043	27.6%	21.3%	12.9%	19.0%	10.9%
投资物业公允价值收益	40,744	49,489	55,771	61,581	69,200	28.7%	21.5%	12.7%	10.4%	12.4%
销售成本	(30,084)	(38,544)	(42,284)	(50,374)	(55,733)					
<b>毛利润</b>	14,207	15,187	18,371	21,812	24,310	15.4%	6.9%	21.0%	18.7%	11.5%
销售及营销成本	(897)	(1,315)	(1,729)	(1,902)	(2,092)	0.1%	46.7%	31.4%	10.0%	10.0%
行政开支	(2,410)	(2,673)	(4,000)	(3,865)	(4,251)	8.5%	10.9%	49.7%	-3.4%	10.0%
分占联营公司溢利	1,343	844	929	1,022	1,124					
分占合营公司(亏损)/溢利	(19)	(64)	(64)	(64)	(64)					
净财务费用	(2,154)	(2,367)	(2,334)	(2,334)	(2,055)	77.1%	9.9%	-1.4%	0.0%	-11.9%
<b>税前盈利</b>	11,590	11,869	11,689	15,185	17,488	14.1%	2.4%	-1.5%	29.9%	15.2%
所得税	(4,877)	(4,813)	(4,726)	(6,140)	(7,071)					
<b>年内溢利</b>	6,712	7,056	6,962	9,045	10,417	3.2%	5.1%	-1.3%	29.9%	15.2%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	5,616	6,756	6,662	8,745	10,117	7.6%	20.3%	-1.4%	31.3%	15.7%
<b>核心净利润</b>	4,922	5,506	6,662	8,745	10,117	16.2%	11.9%	21.0%	31.3%	15.7%
永续资本工具	1,105	274	274	274	274					
非控股权益	-9	26	26	26	26					
股息	1,654	2,083	1,999	2,624	3,035					
<b>每股收益--基本</b>	1.75	2.10	2.07	2.72	3.14					
<b>每股收益--摊薄</b>	1.54	1.71	2.07	2.72	3.14					
<b>每股股息--基本</b>	0.52	0.65	0.62	0.82	0.94					
<b>每股账面价值</b>	12.70	13.61	15.68	18.39	21.54					
<b>关键指标</b>	2015	2016	2017e	2018e	2019e					
毛利率	32.1%	28.3%	30.3%	30.2%	30.4%					
净利率	12.7%	12.6%	11.0%	12.1%	12.6%					
核心净利率	11.1%	10.2%	11.0%	12.1%	12.6%					
资产回报率	3.1%	3.0%	2.8%	3.4%	3.9%					
已动用资本回报率	4.3%	4.0%	4.1%	5.1%	6.0%					
股本回报率	12.8%	13.0%	14.1%	16.0%	15.7%					
总负债/EBITDA	5.8x	8.2x	7.8x	6.2x	4.9x					
总负债/权益	167.5%	258.0%	203.3%	174.7%	131.4%					
总负债/资本	62.6%	72.1%	67.0%	63.6%	56.8%					
净负债/EBITDA	4.4x	5.1x	4.4x	2.8x	1.7x					
净负债/权益	125.3%	159.9%	114.7%	78.0%	46.7%					
净负债/资本	46.8%	44.7%	37.8%	28.4%	20.2%					
流动比率	172.2%	203.9%	239.0%	181.9%	188.9%					
现金/总资产	11.3%	20.3%	20.2%	23.6%	23.4%					
库存物业/总资产	55.3%	47.8%	49.2%	48.2%	49.3%					
净负债/净库存物业	60.7%	69.2%	53.2%	39.6%	26.2%					
速动比率	146.5%	151.4%	174.8%	126.3%	132.2%					
现金率	25.7%	52.6%	64.2%	55.7%	56.7%					
利息覆盖率	5.3x	6.2x	6.2x	7.7x	8.6x					

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

图 105: 资产负债表及现金流量表预测

<b>资产负债表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>非流动资产</b>	44,573	48,034	58,034	58,034	58,034
<b>流动资产</b>	139,160	178,378	176,451	196,681	204,315
发展中物业	78,672	81,135	88,342	95,773	102,304
持做销售已落成物业	22,428	26,783	26,783	26,783	26,783
银行余额及现金	13,970	25,306	26,731	39,531	40,634
其他	24,089	45,154	34,594	34,594	34,594
<b>流动负债</b>	80,820	87,474	73,826	108,104	108,165
短期借贷	32,679	33,682	6,604	29,424	18,340
物业预收款项	18,408	19,547	32,976	44,435	55,579
其他	29,733	34,245	34,245	34,245	34,245
<b>非流动负债</b>	53,695	92,101	107,134	84,315	81,745
借贷	49,759	87,170	102,203	79,384	76,814
其他	3,936	4,931	4,931	4,931	4,931
<b>本公司股东应占权益</b>	40,712	43,778	50,440	59,186	69,302
永续资本工具	7,978	2,404	2,404	2,404	2,404
非控股权益	528	654	680	706	732
<b>现金流量表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
年内溢利	6,712	7,056	6,962	9,045	10,417
营运资金改变前的经营业务现金流	13,649	15,129	18,143	21,640	22,494
— 发展中物业及持做销售已落成物业	(211)	(1,165)	(7,208)	(7,431)	(6,531)
— 物业预收款项	(818)	1,139	13,429	11,459	11,144
经营活动中现金	9,573	5,705	24,364	25,668	27,108
已付利息	(5,931)	(5,217)	(6,454)	(6,454)	(5,007)
企业所得税及已付土地增值税	(3,998)	(3,826)	(4,726)	(6,140)	(7,071)
经营活动产生(使用)的现金净额	(356)	(3,338)	13,184	13,074	15,030
投资活动所用的现金净额	(2,763)	2,526	(10,000)	0	0
融资活动					
除交易成本净借贷所得款项	46,050	72,842	9,218	6,604	15,770
偿还借款	(32,032)	(38,995)	(10,631)	(6,604)	(29,424)
融资活动产生(使用)的现金净额	3,526	12,080	(1,687)	(274)	(13,927)
现金及现金等价物的增加净额	408	11,268	1,497	12,800	1,103
现金及现金等价物的汇兑亏损	72	29	0	0	0
于年初的现金及现金等值项目	13,458	13,938	25,235	26,731	39,531
于年末的现金及现金等值项目	13,938	25,235	26,731	39,531	40,634

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

## 世茂房地产

### 重回快速增长期

#### 高端房地产开发商将迎来上升期

世茂房地产是国家级的房地产开发商，以其2000年的世茂滨海花园而闻名。该项目是上海长江地区第一座高层住宅。在2012年和2013年，公司进入快速增长阶段，增速分别为50.6%和45.6%。由于公司进行了结构性去库存，其合同销售额在2014年和2016年几乎没有增长。

**2017年1月至7月销售额同比增长29.8%，完成2017年销售目标的58.4%**  
公司将销售目标从800亿元提升至880亿元人民币。在2017年前7个月，公司实现合同销售510亿元，同比增长30%，达到修改后销售目标的58.4%。今年以来，管理层对销售增长的信心持续增长，预计2018年销售额将有较大增长。信心来自于公司在2017年上半年已经拿到了27个新的地块，成本为247亿元人民币（平均成本为人民币8,023/平方米）。公司2017年的可售货源为1,500亿元人民币，可实现60%的去库存率。

#### 重回快速增长期，土地储备3400万平方米

2017年上半年平均售价为人民币16,656元/平方米，同比上涨17%。均价上涨加快了销售增长。另外，3,400万平方米的土地储备足以支撑未来三年的销售增长。2017年，布局于一线城市、强二线城市、弱二线城市及三线城市的可售货源分别占26%、37%、37%。60%的可售货源将于2017年下半年推出。在2017年上半年，去库存率为60%，现金回收率为80%。公司将在2017年增加拿地以实现销售增长。2017年的现金流预计为负。未来3年，毛利率预计将超过30%。

#### 2017上半年业绩强劲，毛利率持续提升，实现有质量的增长

2017上半年公司营业收入同比增长19.3%。毛利率提高至29.6%，同比上涨1.4个百分点。核心净利润同比上升55.7%至36亿元人民币，这得益于销售和管理成本的控制。在合同销售额增长31%的情况下，销售和管理成本仅增长10%，仅占上半年合同销售额的5%。净负债维持在50%。

#### 致力于实现有质量的增长但仍有风险，给予“持有”评级，目标价格18.89港元，14%的上升空间

该公司将收购更多的地块，将在2017年下半年推出60%的可销售货源。该计划是有前景的，但由于过去2年的增长表现疲弱，计划执行情况有待观察。此外，如果在2017年下半年调控政策收紧，合同销售将受到重大影响；现金流量、净负债和利润也将受到影响。目前，股价大幅上涨，积极因素已部分反映在股价中。因此，我们给予世茂“持有”评级，目标价18.89港元，对应17年8.0倍市盈率及18年7.0倍市盈率，17年1.0倍市净率和18年0.9倍市净率。

股票代码：813.HK

评级：持有

<b>目标价格 (港元)</b>	<b>18.89</b>
现价 (港元, 2017年9月14日)	16.26
上升空间/下行空间 %	16%
市值 (港元百万)	55,005
市值 (美元百万)	7,041
日均成交量 (港元百万)	7.9

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

(人民币百万)	2016	2017e	2018e	2019e
收入	59,286	68,918	77,775	86,082
增长率	3%	16%	13%	11%
净利润	5,172	7,274	8,392	9,705
增长率	-15%	41%	15%	16%
调整后净利润	4,141	7,274	8,392	9,705
增长率	-9%	76%	15%	16%
毛利率	27.6%	30.4%	30.4%	30.4%
净负债率	50.7%	49.0%	36.5%	20.6%
每股收益	1.51	2.12	2.44	2.83
每股股息	0.72	1.01	1.16	1.35
每股账面价值	15.28	17.39	19.84	22.66

数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	9.9	7.1	6.1	5.3
市净率	1.0	0.9	0.8	0.7
股息收益率	4.8%	6.7%	7.8%	9.0%
股本回报率	8.1%	13.0%	13.1%	13.3%
资产回报率	2.0%	2.6%	2.8%	2.9%

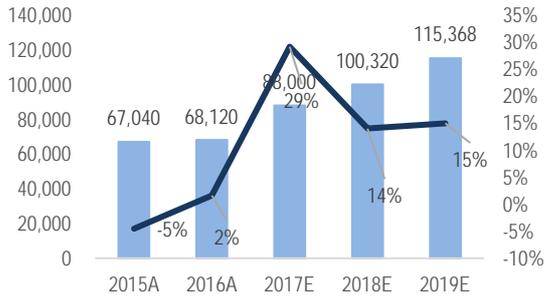
数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



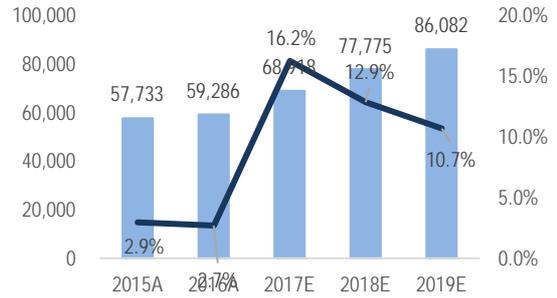
数据来源：彭博

图 106: 合同销售 (人民币百万) 及同比增长 (%)



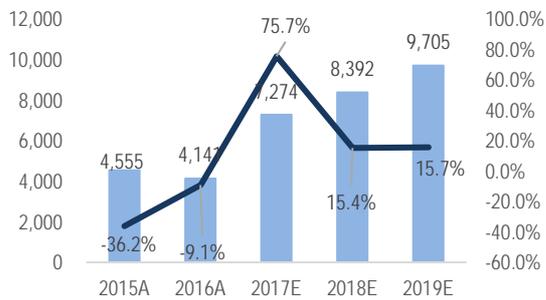
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 107: 收入 (人民币百万) 及同比增长 (%)



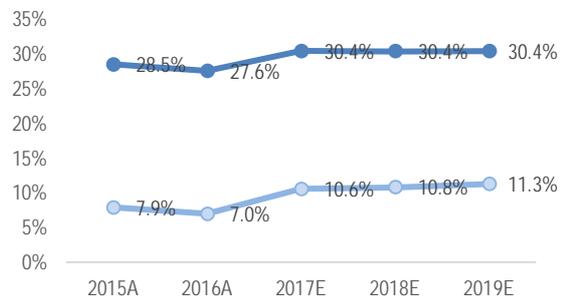
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 108: 核心净利润 (人民币百万) 及同比增长 (%)



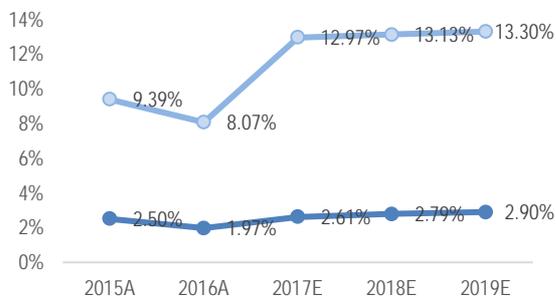
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 109: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 110: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 111: 现金, 负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 112: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>收入</b>	57,733	59,286	68,918	77,775	86,082	2.9%	2.7%	16.2%	12.9%	10.7%
投资物业公允价值收益	54,595	56,197	66,523	75,141	83,185	1.9%	2.9%	18.4%	13.0%	10.7%
销售成本	(41,285)	(42,938)	(47,957)	(54,139)	(59,895)					
<b>毛利润</b>	<b>16,448</b>	<b>16,349</b>	<b>20,960</b>	<b>23,636</b>	<b>26,187</b>	-9.7%	-0.6%	28.2%	12.8%	10.8%
销售及营销成本	(1,615)	(1,353)	(1,747)	(1,992)	(2,291)	8.0%	-16.3%	29.2%	14.0%	15.0%
行政开支	(3,278)	(2,743)	(3,543)	(2,508)	(2,884)	16.8%	-16.3%	29.2%	-29.2%	15.0%
分占联营公司溢利	109	38	38	38	38					
分占合营公司(亏损)/溢利	(592)	(486)	(486)	(486)	(486)					
净财务费用	(1,409)	(1,176)	(1,402)	(1,620)	(1,946)	485.7%	-16.5%	19.2%	15.6%	20.1%
<b>税前盈利</b>	<b>13,722</b>	<b>13,196</b>	<b>14,390</b>	<b>17,637</b>	<b>19,188</b>	-10.1%	-3.8%	9.1%	22.6%	8.8%
所得税	(5,564)	(5,685)	(5,245)	(7,374)	(7,611)					
<b>年内溢利</b>	<b>8,159</b>	<b>7,510</b>	<b>9,145</b>	<b>10,263</b>	<b>11,576</b>	-14.0%	-7.9%	21.4%	12.1%	12.8%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	<b>6,116</b>	<b>5,172</b>	<b>7,274</b>	<b>8,392</b>	<b>9,705</b>	-24.5%	-15.4%	40.6%	15.4%	15.7%
<b>核心净利润</b>	<b>4,555</b>	<b>4,141</b>	<b>7,274</b>	<b>8,392</b>	<b>9,705</b>	-36.2%	-9.1%	75.7%	15.4%	15.7%
非控股权益	2,043	2,339	1,871	1,871	1,871					
股息	1,985	2,465	3,467	4,000	4,626					
<b>每股收益--基本</b>	<b>1.77</b>	<b>1.51</b>	<b>2.12</b>	<b>2.44</b>	<b>2.83</b>					
<b>每股收益--摊薄</b>	<b>1.32</b>	<b>1.21</b>	<b>2.12</b>	<b>2.44</b>	<b>2.83</b>					
<b>每股股息--基本</b>	<b>0.57</b>	<b>0.72</b>	<b>1.01</b>	<b>1.16</b>	<b>1.35</b>					
<b>每股账面价值</b>	<b>14.50</b>	<b>15.28</b>	<b>17.39</b>	<b>19.84</b>	<b>22.66</b>					
<b>关键指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>					
毛利率	28.5%	27.6%	30.4%	30.4%	30.4%					
净利率	10.6%	8.7%	10.6%	10.8%	11.3%					
核心净利率	7.9%	7.0%	10.6%	10.8%	11.3%					
资产回报率	2.5%	2.0%	2.6%	2.8%	2.9%					
已动用资本回报率	4.5%	3.5%	4.6%	5.0%	5.3%					
股本回报率	9.4%	8.1%	13.0%	13.1%	13.3%					
总负债/EBITDA	4.5x	4.5x	4.1x	3.4x	3.5x					
总负债/权益	93.4%	75.9%	65.7%	61.5%	61.4%					
总负债/资本	48.3%	43.1%	39.7%	38.1%	38.1%					
净负债/EBITDA	2.8x	3.0x	3.0x	2.0x	1.2x					
净负债/权益	58.1%	50.7%	49.0%	36.5%	20.6%					
净负债/资本	30.0%	28.8%	29.5%	22.6%	12.7%					
流动比率	157.9%	159.5%	161.1%	162.0%	157.2%					
现金/总资产	10.8%	8.5%	5.9%	8.9%	14.6%					
库存物业/总资产	48.7%	53.7%	61.2%	60.6%	58.0%					
净负债/净库存物业	36.5%	31.8%	28.0%	21.5%	12.6%					
速动比率	134.1%	140.8%	148.4%	143.1%	128.1%					
现金率	23.8%	18.7%	12.7%	19.0%	29.1%					
利息覆盖率	2.8x	2.6x	2.2x	2.1x	1.8x					

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

图 113: 资产负债表及现金流量表预测

<b>资产负债表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>非流动资产</b>	69,318	72,713	71,083	71,083	71,083
<b>流动资产</b>	174,937	189,190	207,287	229,861	263,367
发展中物业	100,727	120,343	150,058	162,063	173,756
持做销售已落成物业	18,140	20,257	20,257	20,257	20,257
有限制资金	3,818	2,876	2,876	2,876	2,876
银行余额及现金	22,592	19,359	13,452	24,020	45,834
其他	29,660	26,356	20,645	20,645	20,645
<b>流动负债</b>	110,780	118,609	128,695	141,852	167,505
借贷	30,767	31,903	40,180	50,310	65,188
来自客户的预收款项	16,954	17,755	17,565	20,591	31,367
其他	63,060	68,950	70,950	70,950	70,950
<b>非流动负债</b>	58,726	55,077	52,313	51,467	47,743
借贷	52,867	49,188	46,424	45,578	41,855
其他	5,858	5,889	5,889	5,889	5,889
<b>股本及储备</b>	74,749	88,217	97,362	107,625	119,201
本公司股东应占权益	50,162	52,456	59,730	68,122	77,828
永续资本工具	0	4,500	4,500	4,500	4,500
非控股权益	24,588	31,261	33,132	35,003	36,873
<b>现金流量表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>税前溢利</b>	13,722	13,196	14,390	17,637	19,188
营运资金改变前的经营业务现金流	12,243	12,896	15,422	18,888	20,764
经营活动中现金	10,653	5,630	(6,016)	17,013	23,949
已收利息	341	370	370	370	370
已付利息	(5,276)	(4,929)	(7,221)	(8,962)	(11,551)
已付中国所得税	(3,392)	(4,531)	(5,245)	(7,374)	(7,611)
<b>经营活动产生(使用)的现金净额</b>	2,326	(3,461)	(18,113)	1,046	5,156
<b>投资活动所用的现金净额</b>	(10,224)	(5,507)	5,819	7,342	9,606
<b>融资活动</b>					
借款所得款项	78,000	65,179	25,440	19,745	27,643
偿还借款	(69,843)	(69,760)	(19,053)	(17,565)	(20,591)
<b>融资活动产生(使用)的现金净额</b>	9,998	5,709	6,387	2,180	7,052
<b>现金及现金等价物的增加净额</b>	2,100	(3,258)	(5,907)	10,568	21,814
于年初的现金及现金等值项目	20,472	22,592	19,359	13,452	24,020
<b>于年末的现金及现金等值项目</b>	22,592	19,359	13,452	24,020	45,834

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

## 万科

### 中国房地产行业龙头

#### 中国房地产行业龙头

万科是成立于1984年的中国房地产开发商，公司的房地产开发业务涵盖住宅物业，商业物业和物流物业。在2017上半年，万科的销售金额在16个城市排名第一，在33个城市排名前三，在8个城市销售金额超过人民币100亿元。公司还积极布局长租公寓市场，泊寓业务已涵盖21个城市，房间共7万间，出租率约为87%。

#### 2017年1月至7月实现销售金额人民币3,130亿，同比增长44.4%，行业排名第二

公司没有提供今年的销售目标。市场预计公司今年合同销售目标为人民币4,200亿，同比增长15%。目前，公司已完成该目标的75%。我们相信公司今年的合同销售将超越这一目标。在补充土地方面，公司共获取了79个新项目，总建筑面积达1,560万平方米。91.9%的新增项目在一二线城市。平均土地成本仅为人民币5,467元/平方米。

#### 拓展多元化业务

万科于今年7月以900亿港币收购普洛斯--主要布局在中国、日本、美国和巴西的业界领先现代物流设施提供商。该收购将向万科提供32个项目，共计256万平方米。其中11个项目正在运行，入住率达到98%。此外，普洛斯还签订了35个新项目，共计250万平方米。商业地产开发方面，截至2017年上半年，万科运营的商业物业面积超过850万平方米。住宅地产开发业务稳步发展，截至6月底，万科的未入账收入进一步增至3,838亿元，较上年末增长37.9%。公司总建设和规划建筑面积11,640万平方米，按2017年上半年销售面积1,870万平方米计算，该总建筑面积足以支撑3年的发展。

#### 2017上半年业绩稳健，毛利率提升至30.4%

收入同比下降4.5%至人民币676亿元。毛利率从2016年中期的22.1%增至2017年中期的30.4%。销售和管理费用同比增长15.5%，但仅占2017上半年合同销售的1.8%，远低于2016年中期的2.2%。净利润增至人民币73亿同比增长36.5%。净负债率从25.9%降至19.6%。

#### 定价考虑所有积极因素，给予“持有”评级，目标价格为30.70港元

预计公司未来的收入和净利润仍会稳定增长（年复合增长率20.9%）。考虑到目前估值已经过高且存在溢价，我们给予“持有”评级，目标价格28.14港元，与现价相比有7%的上升空间。该价格对应17年12.6倍市盈率和18年10.1倍市盈率，以及17年2.2倍市净率和18年1.8倍市净率。

股票代码：2202.HK

评级：持有

目标价格（港元）	30.70
现价（港元，2017年9月14日）	27.6
上升空间/下行空间%	11%
市值（港元百万）	355,867
市值（美元百万）	45,552
日均成交量（港元百万）	34.4

数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 主要预测

（人民币百万）	2016	2017e	2018e	2019e
收入	228,916	290,992	325,445	404,328
增长率	24%	27%	12%	24%
净利润	21,023	24,173	30,208	36,722
增长率	16%	15%	25%	22%
调整后净利润	21,023	24,173	30,208	36,722
增长率	16%	15%	25%	22%
毛利率	25.5%	26.6%	26.3%	25.6%
净负债率	25.9%	-27.4%	-68.8%	-127.2%
每股收益	1.90	2.19	2.74	3.33
每股股息	0.79	0.91	1.14	1.38
每股账面价值	10.28	12.47	15.20	18.53

数据来源：公司，尚乘股票研究

#### 估值

	2016	2017e	2018e	2019e
市盈率	13.0	11.3	9.1	7.5
市净率	2.4	2.0	1.6	1.3
股息收益率	3.2%	3.7%	4.6%	5.6%
股本回报率	19.7%	19.3%	19.8%	19.7%
资产回报率	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%

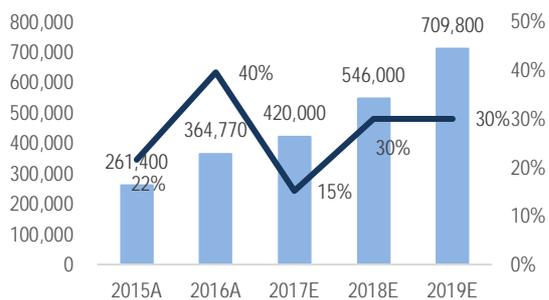
数据来源：彭博，尚乘股票研究

#### 股价表现



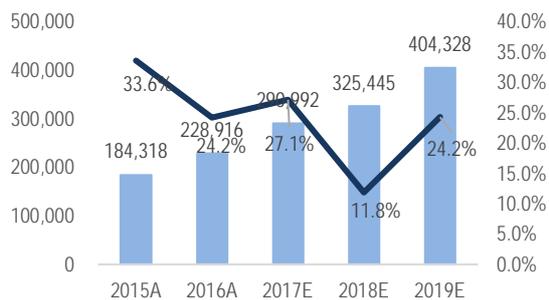
数据来源：彭博

图 114: 合同销售 (人民币百万) 及同比增长 (%)



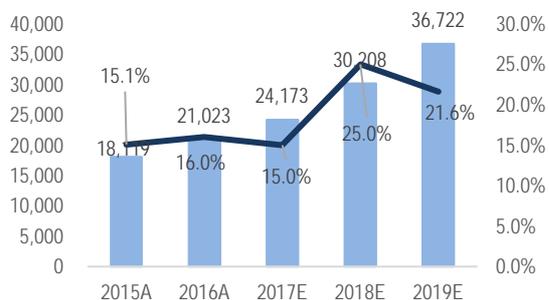
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 115: 收入 (人民币百万) 及同比增长 (%)



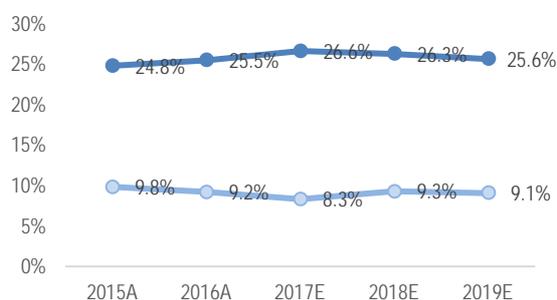
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 116: 核心净利润 (人民币百万) 及同比增长 (%)



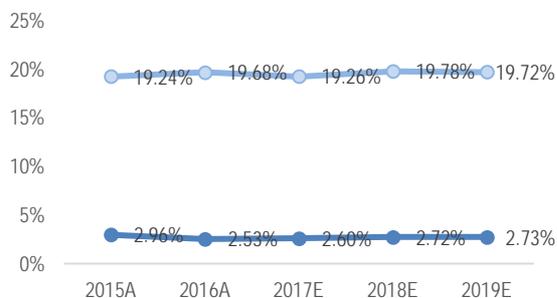
数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 117: 毛利率 (%) 及核心净利率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 118: 资产回报率 (%) 及股本回报率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 119: 现金, 负债 (人民币百万) 及净负债率 (%)



数据来源: 公司, 尚乘研究部

图 120: 损益表预测及关键指标

损益表, 人民币百万	2015	2016	2017e	2018e	2019e	同比增长				
						2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>收入</b>	184,318	228,916	290,992	325,445	404,328	33.6%	24.2%	27.1%	11.8%	24.2%
投资物业公允价值收益	178,931	222,408	283,832	317,570	395,665					
销售成本	(138,626)	(170,602)	(213,546)	(239,975)	(300,629)					
<b>毛利润</b>	45,692	58,314	77,446	85,470	103,699	31.9%	27.6%	32.8%	10.4%	21.3%
销售及营销成本	(4,138)	(5,161)	(5,942)	(5,460)	(7,098)	-8.5%	24.7%	15.1%	-8.1%	30.0%
行政开支	(4,853)	(7,175)	(8,261)	(5,460)	(8,518)	21.8%	47.8%	15.1%	-33.9%	56.0%
分占联营公司溢利	1,383	1,690	-	-	-					
分占合营公司(亏损)/溢利	1,010	3,240	3,240	4,861	5,347					
净财务费用	(1,779)	(2,310)	(2,772)	(3,327)	(3,992)					
<b>税前盈利</b>	40,517	49,469	64,581	76,954	90,308	35.1%	22.1%	30.5%	19.2%	17.4%
所得税	(14,567)	(21,118)	(33,080)	(39,418)	(46,258)	36.2%	45.0%	56.6%	19.2%	17.4%
<b>年内溢利</b>	25,949	28,350	31,501	37,536	44,049	34.5%	9.3%	11.1%	19.2%	17.4%
年内溢利归属于:										
<b>净利润</b>	18,119	21,023	24,173	30,208	36,722	15.1%	16.0%	15.0%	25.0%	21.6%
<b>核心净利润</b>	18,119	21,023	24,173	30,208	36,722	15.1%	16.0%	15.0%	25.0%	21.6%
非控股权益	7,830	7,328	7,328	7,328	7,328					
股息	7,948	8,721	10,028	12,531	15,233					
<b>每股收益--基本</b>	1.64	1.90	2.19	2.74	3.33					
<b>每股收益--摊薄</b>	1.64	1.90	2.19	2.74	3.33					
<b>每股股息--基本</b>	0.72	0.79	0.91	1.14	1.38					
<b>每股账面价值</b>	9.08	10.28	12.47	15.20	18.53					
<b>关键指标</b>	2015	2016	2017e	2018e	2019e					
毛利率	24.8%	25.5%	26.6%	26.3%	25.6%					
净利率	9.8%	9.2%	8.3%	9.3%	9.1%					
核心净利率	9.8%	9.2%	8.3%	9.3%	9.1%					
资产回报率	3.0%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%					
已动用资本回报率	9.0%	8.3%	7.7%	8.2%	8.5%					
股本回报率	14.4%	14.1%	13.6%	14.3%	14.5%					
总负债/EBITDA	1.8x	2.4x	2.2x	2.1x	2.0x					
总负债/权益	58.3%	79.7%	75.5%	72.9%	67.7%					
总负债/资本	36.8%	44.4%	43.0%	42.2%	40.4%					
净负债/EBITDA	0.6x	0.8x	-0.8x	-2.0x	-3.7x					
净负债/权益	19.3%	25.9%	-27.4%	-68.8%	-127.2%					
净负债/资本	12.2%	14.4%	-15.6%	-39.8%	-75.8%					
流动比率	130.3%	124.4%	136.2%	135.5%	136.6%					
现金/总资产	8.7%	10.5%	21.3%	29.4%	39.8%					
库存物业/总资产	60.1%	56.1%	48.9%	45.6%	39.5%					
净负债/净库存物业	7.2%	9.0%	-11.6%	-31.3%	-65.8%					
速动比率	117.6%	109.4%	103.2%	91.2%	77.4%					
现金率	12.7%	15.0%	32.9%	44.2%	59.2%					
利息覆盖率	8.7x	9.3x	10.1x	10.1x	9.9x					

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

图 121: 资产负债表及现金流量表预测

<b>资产负债表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>非流动资产</b>	64,271	109,379	109,379	109,379	109,379
<b>流动资产</b>	547,221	721,471	822,128	1,001,243	1,235,401
库存物业	367,507	466,225	455,174	506,204	531,535
质押或有限制资金	1,433	7,542	7,542	7,542	7,542
现金及现金等值	51,748	79,490	191,198	319,284	528,111
其他	126,533	168,213	168,213	168,213	168,213
<b>流动负债</b>	420,062	579,998	603,794	739,195	904,284
借贷	26,646	43,350	14,978	31,149	24,064
来自客户的预收款项	212,626	274,646	326,813	446,043	618,218
其他	180,790	262,003	262,003	262,003	262,003
<b>非流动负债</b>	55,121	89,174	134,536	140,714	165,733
借贷	52,844	85,514	130,876	137,054	162,073
其他	2,276	3,660	3,660	3,660	3,660
<b>股本及储备</b>	136,310	161,677	193,177	230,713	274,762
本公司股东应占权益	100,184	113,445	137,618	167,826	204,547
非控股权益	36,126	48,232	55,559	62,887	70,215
<b>现金流量表, 人民币百万</b>					
	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>税前溢利</b>	40,517	49,469	64,581	76,954	90,308
营运资金改变前的经营业务现金流	29,390	61,394	127,799	145,155	237,151
经营活动中现金	29,390	61,394	127,799	145,155	237,151
已付中国所得税	(13,344)	(21,828)	(33,080)	(39,418)	(46,258)
<b>经营活动产生(使用)的现金净额</b>	16,046	39,566	94,719	105,737	190,893
<b>投资活动所用的现金净额</b>	(20,947)	(43,389)	-	-	-
<b>融资活动</b>	-	-	-	-	-
银行贷款所得款项, 金融机构借贷所得款项及债券	30,834	80,420	60,339	37,327	49,083
偿还银行贷款和金融机构贷款	(25,029)	(38,826)	(43,350)	(14,978)	(31,149)
<b>融资活动产生(使用)的现金净额</b>	(5,104)	31,297	16,989	22,349	17,934
<b>现金及现金等价物的增加净额</b>	(10,005)	27,474	111,708	128,086	208,827
现金及现金等价物的汇兑亏损	100	269	-	-	-
于年初的现金及现金等值项目	61,653	51,748	79,490	191,198	319,284
<b>于年末的现金及现金等值项目</b>	51,748	79,490	191,198	319,284	528,111

数据来源: 公司, 尚乘股票研究

---

## 重要声明

---

### 分析师声明

我们，余立峰和李蕾在此证明，(i) 本研究报告中表述的任何观点均精确地反映了我们标的公司及其证券的个人看法；(ii) 我们所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接与我们在本研究报告中所表达的具体建议或观点相联系，也不与尚乘资产管理的交易相联系。

### 公司披露

尚乘资产管理在过去12个月内与富力地产、龙光地产、绿景（中国）地产和中国奥园及/或其附属公司有投资银行业务关系。

---

### 尚乘资产管理有限公司

地址：香港中环干诺道中41号盈置大厦23楼及25楼

电话：(852) 3163-3288 传真：(852) 3163-3289

---

## 一般性声明

---

研究报告由尚乘资产管理有限公司（“尚乘”）编制，并分发给指定客户。

本研究报告仅提供一般信息，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请。本报告内提到的证券可能在某些地区不能出售。本报告(i) 不提供构成个人意见或建议，包括但不限于会计、法律或税务咨询或投资建议；或(ii) 不考虑特定客户的特定需求，投资目标和财务状况。尚乘不作为顾问，也不会对任何财务或其他后果承担任何受托责任或义务。本研究报告不应被视为替代客户行使的判断。客户应考虑本研究报告中的任何信息，意见或建议是否适合其特定情况，并酌情寻求法律或专业意见。

本研究报告所载资料的来源被认为是可靠的，但尚乘不保证其完整性或准确性，除非有尚乘和/或其附属公司的任何披露。对于本研究报告提及的任何证券，其价值、价格及其回报可能波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。未来的收益不能保证，本金可能会损失。

研究报告所载的资料，估计，观点，预测和其他信息均反映发布报告当日的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改。尚乘及其附属公司或其任何董事或雇员（“尚乘集团”）并不明示或暗示地表示或保证研究报告中包含的信息正确、准确或完整。尚乘集团对使用或依据研究报告及内容不承担任何责任或义务。

本研究报告可能包含来自第三方的信息，例如信用评级机构的信用评级。除第三方事先书面同意，禁止以任何方式复制和再分发任何形式的第三方内容。第三方内容提供者不保证任何信息的及时性、完整性、准确性或可用性。第三方不对任何错误、遗漏或使用这些内容所获得的结果负责。第三方内容提供商不提供任何直接或间接的保证，包括但不限于任何用于特定用途适用性或适销性的保证。第三方内容提供商不对使用其内容造成的任何直接、间接、偶然、示范、补偿、惩罚、特殊或间接的损害、费用、开支、法律费用或损失（包括收入或利润损失和机会成本）负责。信用评级是意见声明，不是购买、持有或出售证券的行为或建议声明。第三方并没有强调所涉及的证券适用于投资目的，也不应该作为投资建议。

在有关的适用法律和/或法规允许的范围内：(i) 尚乘和/或其董事和雇员，可以作为被代理人或代理人，对本报告所涉及的证券或其他相关金融工具，进行买卖、建仓或平仓(ii) 尚乘可以参与或投资研究报告中提及的证券发行人融资交易，或提供其他服务或承销；(iii) 尚乘可以对在研究报告中提到的发行人提供做市；(iv) 尚乘可能曾担任本报告提及证券公开发行的经办人或联合经办人，或者可能会在本报告中提及证券的发售过程中提供暂时做市，或可能在过去12个月内提供其他投资银行服务。

尚乘通过其合规政策和程序（如信息隔离墙和员工交易监控）来控制信息流和管理利益冲突。

本研究报告对收件人而言属高度机密。未经尚乘资产管理有限公司事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转载或以任何形式转载给任何人。