

买入 (首次)

00817.HK 中国金茂

目标价: 3.46 港元

方兴未艾, 金茂日盛

现价: 2.36 港元

2016年08月12日

预期升幅: 47%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016.08.12

收盘价(港元)	2.36
总股本(亿股)	106.72
总市值(亿港元)	252.92
股东净资产(亿元)	589
总资产(亿元)	1589
每股净资产(元)	3.75

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万港元)	22,110	35,384	41,775	48,374
同比增长(%)	-25.2	60.0	18.1	15.8
核心净利润(百万元)	2,874	3,794	4,692	5,708
同比增长(%)	-20.4	32.0	23.7	21.6
毛利率(%)	38.7	35.9	36.8	37.8
核心净利润率(%)	13.0	10.7	11.2	11.8
净资产收益率(%)	10.7	10.0	11.8	13.7
每股收益(港仙)	29	36	44	53
每股股息(港仙)	8	11	13	16

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

投资要点

相关报告

《独具特色的大型综合房地产开发商》20160627 跟踪报告

海外房地产研究

高级分析师: 鲁衡军

注册国际投资分析师 CIIA

luhj@xyzq.com.hk

SFC: AZF126

SAC: S0190515010004

联系人: 宋健

songjian@xyzq.com.cn

- **首次评级覆盖给予买入评级, 目标价 3.46 港元:** 中国金茂是背靠中化集团的一家综合房地产开发商, 主要在中国核心城市从事商品房开发和销售、土地一级开发、商务租赁以及高级酒店运营的业务。我们预测 2016-2018 年归属上市公司股东核心净利润分别为 37.9、46.9 和 57.1 亿元, 分别同比增长 32%、23.7% 和 21.6%。根据公司的土地储备, 我们计算出公司的每股资产净值 (NAV) 为 5.77 港元, 因此给予公司 12 个月目标价 3.46 港元, 相当于 NAV 折让 40%, 相当于 2016-2018 年的 9.57、7.9 和 6.5 倍 PE, 较现价有 47% 的上升空间, 首次评级覆盖给予买入评级。
- **背靠央企大股东:** 公司的控股股东为中化集团, 是 21 家获准发展房地产业务的国企之一, 同时是 6 家获准将酒店业务作为企业主营业务的国企之一。中化集团实力强劲, 是公司发展的强大后盾。
- **四大业务各具特色:** 公司的房地产开发与销售业务聚焦核心城市, 主打中高端住宅产品, 开创了高端品牌“金茂府”。土地一级开发充分发挥了公司的综合开发实力, 享受土地价值不断上升带来的溢价, 贡献超额收益。商务租赁和高级酒店业务是公司在城市核心区域内持有的优质物业, 并贡献稳定租金收入, 可以抵抗房地产周期性波动。四大业务各具特色, 相互支持, 共同助推公司业绩增长。
- **风险提示:** 中国宏观经济增速不及预期; 房价增速过快, 国家有可能重新出台限购限贷政策; 土地一级开发受地方政府推地政策影响较大。

目 录

1、公司基本情况.....	- 4 -
1.1、公司概况.....	- 4 -
1.2、股东结构.....	- 5 -
2、投资亮点.....	- 6 -
2.1、房地产开发及销售——聚焦核心城市.....	- 6 -
2.2、土地一级开发——贡献超额收益.....	- 8 -
2.3、商务租赁——持有优质稀缺资产.....	- 10 -
2.4、高级酒店运营——适应消费升级大趋势.....	- 12 -
2.5、母公司实力雄厚——后续发展的强劲动力.....	- 13 -
3、财务分析及盈利预测.....	- 14 -
3.1、主要财务指标.....	- 14 -
3.2、盈利预测.....	- 16 -
4、估值与评级.....	- 17 -
5、风险提示.....	- 18 -

图 表

图 1、公司的发展历程.....	- 4 -
图 2、2011-2015 年营业收入.....	- 5 -
图 3、各主营业务营收占比.....	- 5 -
图 4、公司的股权结构.....	- 5 -
图 5、2011-2015 年合约销售额.....	- 6 -
图 6、合约销售面积和均价.....	- 6 -
图 7、土地储备按面积分布.....	- 6 -
图 8、土地储备按价值分布.....	- 6 -
图 9、主要上市公司 2015 年销售均价.....	- 7 -
图 10、房地产销售营业收入及毛利率.....	- 7 -
图 11、长沙梅溪湖项目 1 期规划图.....	- 8 -
图 12、南京青龙山国际生态新城项目规划图.....	- 9 -
图 13、土地一级开发出让土地金额.....	- 10 -
图 14、土地一级开发营业收入及毛利率.....	- 10 -
图 15、凯晨世贸中心.....	- 11 -
图 16、凯晨世贸中心租户结构.....	- 11 -
图 17、商务租赁面积.....	- 11 -
图 18、商务租赁营收及毛利率.....	- 11 -
图 19、各酒店入住率.....	- 13 -
图 20、高级酒店营收及毛利率.....	- 13 -
图 21、营业收入及同比增速.....	- 14 -
图 22、净利润及同比增速.....	- 14 -
图 23、管理费用和销售费用.....	- 15 -
图 24、毛利率和净利率.....	- 15 -
图 25、ROE 和 ROA.....	- 15 -
图 26、派息及派息率.....	- 15 -
图 27、净负债率.....	- 15 -

图 28、平均融资成本 - 15 -

表 1、2016 年获取土地项目 - 7 -
表 2、土地一级开发出让一览 - 9 -
表 3、主要投资物业 - 10 -
表 4、在建中的投资物业 - 10 -
表 5、公司运营的酒店 - 12 -
表 6、盈利预测 - 16 -
表 7、WACC 计算 - 17 -
表 8、NAV 计算 - 17 -
表 9、行业估值情况 - 18 -
附表 - 20 -

报告正文

1、公司基本情况

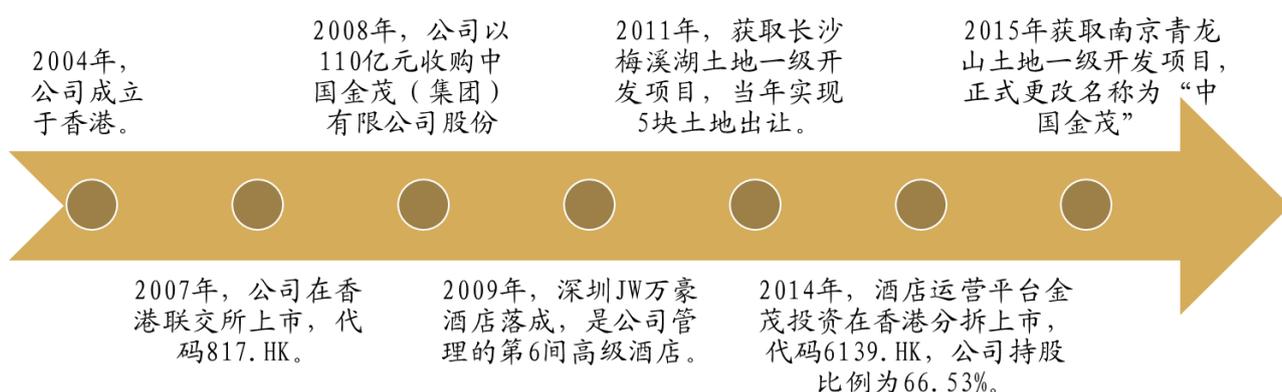
1.1、公司概况

中国金茂控股集团有限公司（简称“中国金茂”），是一家实力强大的综合房地产开发商，主营业务包括房地产开发和销售、土地一级开发、商务租赁以及高级酒店运营。2015年，公司合约销售额（包括土地一级开发）达到303亿元，位列中国房地产销售排名第27名。公司原名“方兴地产”，于2015年更改名称为“中国金茂”，以强化公司“金茂”的品牌力量。

公司目前在国内13个重点城市开展业务，主要包括北京、上海、南京、深圳等，总土地储备达到1000万平米。另有2000万平米的土地一级开发分别位于长沙梅溪湖和南京青龙山。公司的住宅产品定位中高端，推出了金茂府、金茂墅、金茂悦等品牌，具有较高的品牌溢价。公司2011-2015年合约销售的年复合增长率达到24%，高于行业平均水平。

公司共经营了9间高级酒店，如上海金茂君悦酒店，金茂深圳JW万豪酒店等，总客房数达到3667间，主要位于北京、上海、深圳、三亚等城市的核心位置，公司主要与国际酒店管理集团万豪、凯悦等合作，打造了国内高级酒店的典范。

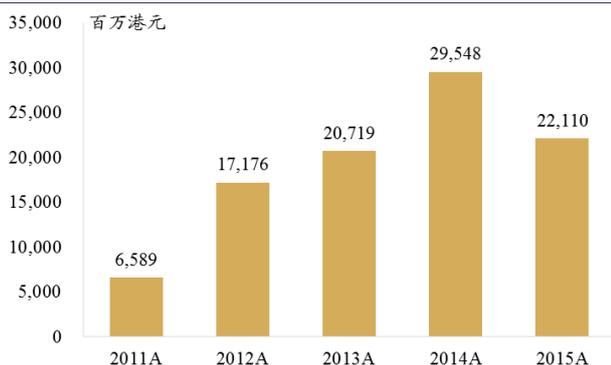
图 1、公司的发展历程



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

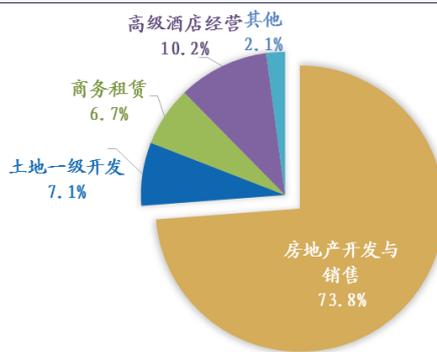
中国金茂2015年营业收入221.1亿港元，同比下降25.2%，主要由于项目结算周期导致，从2011年以来，公司仍然取得了35%的年复合增速。按各主营业务的贡献来看，房地产开发与销售、土地一级开发、商务租赁和高级酒店分别营收贡献占比为73.8%、9.7%、7.0%和10.2%。

图 2、2011-2015 年营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、各主营业务营收占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

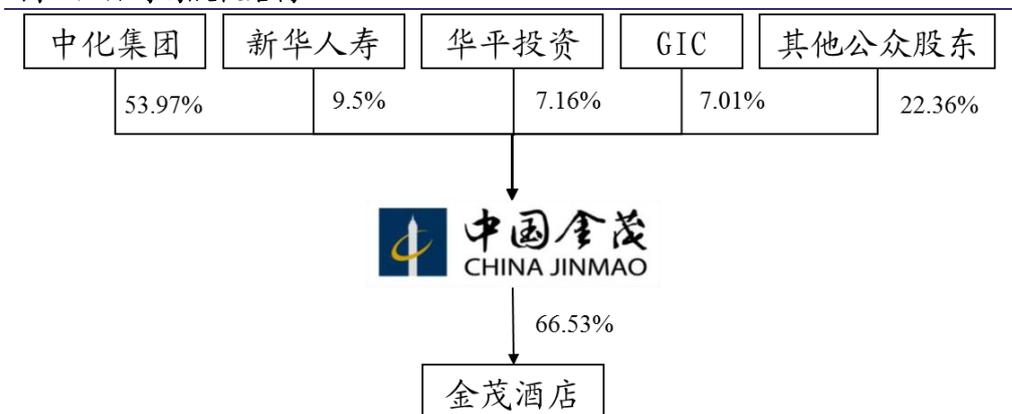
1.2、股东结构

公司的主要股东为中国中化集团公司，持股比例为 53.97%。中国中化集团公司（简称“中化集团”）成立于 1950 年，是中国国务院国有资产监督管理委员会监管的国有重要骨干企业，主业包括能源、农业、化工、地产和金融五大板块。中化集团是全球 500 强企业，2015 年位列 105 位。中化集团是 21 家获准发展房地产业务的国企之一，同时是 6 家获准将酒店业务作为企业主营业务的国企之一，中国金茂是中化集团旗下房地产和酒店运营的旗舰平台。

公司 2015 年通过增发引进了新华人寿保险，持股比例为 9.5%，为未来两者进一步合作打下基础。其他重要股东包括新加坡 GIC，持股比例为 7.01%，华平投资集团，持股比例为 7.16%。

公司的高级酒店业务已经单独分拆上市，名称为金茂酒店，上市代码为 6139.HK，公司持股比例为 66.53%。

图 4、公司的股权结构



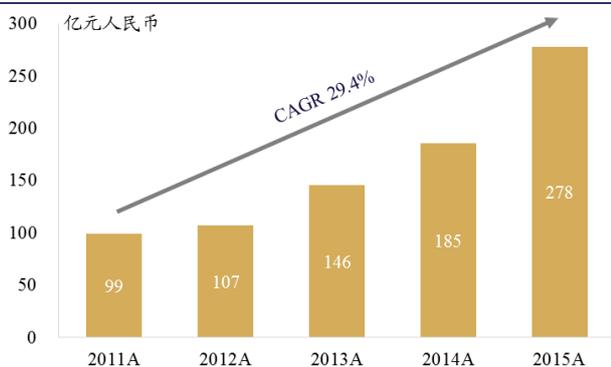
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2、投资亮点

2.1、房地产开发及销售——聚焦核心城市

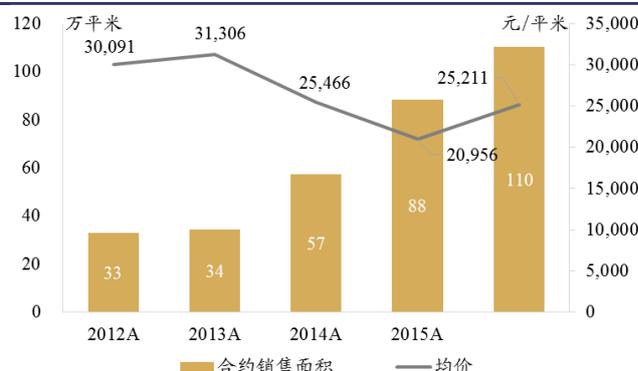
中国金茂在中国主要核心城市开展房地产开发业务,截至 2015 年底,公司在北京、上海等 13 城市开展业务,合约销售金额达到人民币 278 亿元,总土地储备达到 1079 万平方米,权益土地储备达到 822 万平方米。2016 年 1-6 月份,公司完成合约销售金额 160.6 亿元,比 2014 年同比增长 56.8%,合约销售面积的销售均价分别为 66.5 万平方米,24140 元每平方米,预计全年可完成 300 亿元的合约销售。

图 5、2011-2015 年合约销售额



资料来源:公司资料,兴业证券研究所

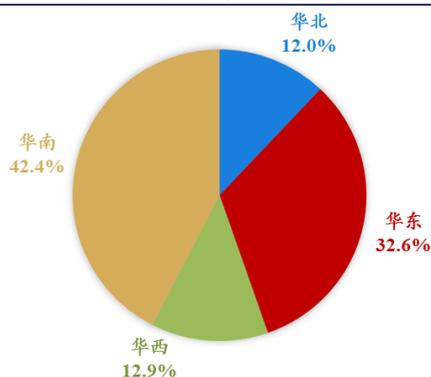
图 6、合约销售面积和均价



资料来源:公司资料,兴业证券研究所

公司开展房地产开发业务的区域可以分为 4 个片区,分别为华北,如北京;华东,如上海、南京、苏州、杭州、青岛等;华西,如重庆、丽江;华南,如广州、长沙、珠海等。截至 2015 年底,公司土地储备 1079 万平方米,权益面积为 822 万平方米,权益面积华北、华东、华西和华南的占比分别为 12.0%、32.6%、12.9%和 42.4%,主要由于公司在长沙获取的土地储备较多。若按土地价值来看,公司在北京、上海、杭州、广州以及长沙的土地价值占总土地价值的比例为最高的五个城市,分别为 34.3%、18.2%、12.2%、6.8%和 6.6%,公司土地储备非常优质。

图 7、土地储备按面积分布



资料来源:公司资料,兴业证券研究所

图 8、土地储备按价值分布



资料来源:公司资料,兴业证券研究所

进入 2016 年，公司在土地市场比较积极，仍然集中在公司已开展业务的城市，如南京、深圳、杭州等地获取了多个土地项目，总建筑面积达到 120 万平米，权益建筑面积 98 万平米。公司主要与中国电建、首开集团等大型国企合作拿地，降低了财务压力。

表 1、2016 年获取土地项目

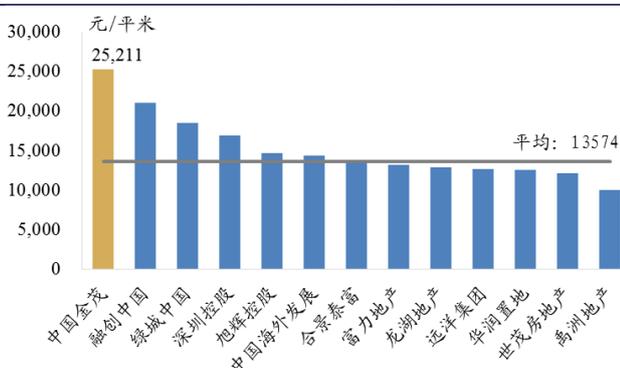
项目	城市	类型	占地面积 (平方米)	GFA (平方米)	权益	权益 GFA (平方米)	土地总价 (亿元)	楼面地价 (元/平方米)
青岛 G044 宗地	青岛	住宅	30,694	36,833	100%	36,833	82.8	2,086
青岛 G042 宗地	青岛	住宅	54,049	108,098	100%	108,098	64.1	1,544
青岛 G031 宗地	青岛	住宅	14,348	28,695	100%	28,695	34.0	1,517
青岛 G030 宗地	青岛	住宅	42,500	106,300	100%	106,300	35.6	1,510
天津河东项目	天津	商住	125,900	281,700	100%	281,700	0.77	14,554
宁波姚丰区项目	宁波	住宅	51,214	128,035	100%	128,035	1.67	6,194
深圳龙华地块	深圳	住宅	35,700	146,000	70%	102,200	0.44	56,712
南京 G12 地块	南京	住宅	33,391	91,825	50%	45,913	1.61	37,027
南京 G13 地块	南京	住宅	35,092	96,503	50%	48,252	41	36,890
杭州庆隆地块	杭州	住宅	69,134	194,000	50%	97,000	7.93	33,041
合计			492,022	1,217,989		983,025		22,160

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司的住宅产品定位中高端，推出了“府、悦、湖、山、墅、湾”等系列品牌，能获得较高的销售溢价，因此，公司的住宅销售的毛利率高于行业平均水平。2015 年主要上市房企的销售数据显示，销售均价为 13574 元每平方米，而中国金茂的销售均价达到 25211 元每平方米，位列行业第一。

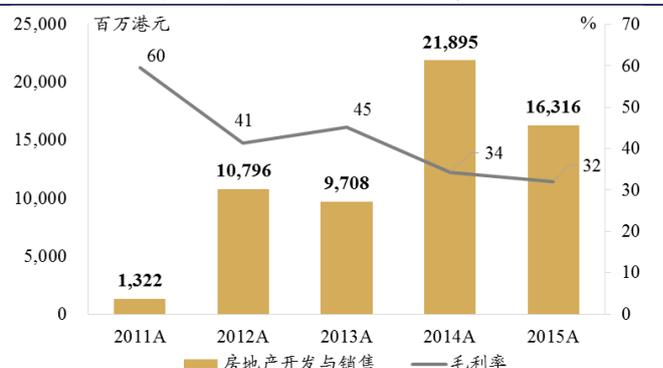
2011-2015 年公司合约销售年复合增长达到 29.4%，而由于项目结算周期的问题，2015 年公司结算的收入仅为 163 亿港元，略低于预期，毛利率达到 32%。公司已售未结转的资源丰富，为后续业绩奠定了基础。

图 9、主要上市公司 2015 年销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 10、房地产销售营业收入及毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2.2、土地一级开发——贡献超额收益

土地一级开发的主要指政府授权指定的企业对一定区域内的土地进行统一的征地拆迁、补偿安置、前期市政基础设施、城市公用设施建设等，达到土地转让条件后通过“招拍挂”的形式完成土地出让，该企业获得相应的土地出让金分成。中国金茂目前主要的土地一级开发项目包括长沙梅溪湖项目和南京青龙山项目。

长沙梅溪湖项目，中国金茂于 2011 年 1 月 26 日与长沙大河西长沙大河西先导区管理委员会等相关各方签署协议，成为梅溪湖项目的投资人。该项目开发范围位于中国湖南省长沙市大河西先导区中心地带，东临西二环，西接西三环，北起龙王港河，南至岳麓山支脉桃花岭国家 4A 级风景区，环抱 3,000 亩梅溪湖，总占地面积约 11,452 亩，总建筑面积 945 万平方米。公司持有项目 80% 的权益。

2013 年 10 月 14 日，公司与长沙大河西长沙大河西先导区管理委员会等相关各方签署协议，成为梅溪湖项目二期的第二投资人。该项目紧邻 1 期项目，总占地面积 16,545 亩，该项目将解决 1 期项目发展腹地不足，部分城市配套功能缺乏等问题，并增强新城市中心的交通辐射能力。公司作为第二投资人，前期开发需投入金额 174.42 亿元，占项目投资金额的比例为 70%。公司可获得开发成本的返还，以及项目范围内土地增值总额的 70%。

图 11、长沙梅溪湖项目 1 期规划图



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司于 2015 年获取南京青龙山国际生态新城项目，该项目占地面积 3.92 平方公里，总建筑面积 380 万平方米。项目功能片区涵盖核心商务、质量住宅区、公建配套区和景观区；业态类型涵括质量住宅、都会商业中心、五星级酒店、写字楼、公寓等。项目将打造为融合生态、科技、人文的中国绿色新城示范，依托产业和

优质区位的国际化智慧人文之都。公司持有该项目 80% 权益。该项目于 2015 年当年实现两块土地的出让，出让金额达到 23 亿元。

图 12、南京青龙山国际生态新城项目规划图



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

表 2、土地一级开发出让一览

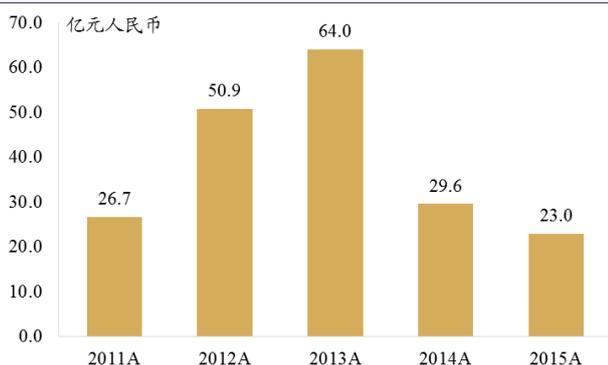
时间	项目	金额 (亿元)	面积 (万平方米)	均价 (元/平方米)
201402	长沙梅溪湖	12.66	38.05	3326
201412	长沙梅溪湖	16.93	64.70	2616
201508	南京青龙山	13.85	12.86	10773
201510	南京青龙山	9.10	9.08	10022
201604	长沙梅溪湖	11.22	27.06	4147
201606	南京青龙山	23.90	12.27	19476
201606	南京青龙山	11.30	6.47	17453

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

土地一级开发受到地方政府的市政规划、供地节奏等影响，营业收入的确认具有不稳定性。中国金茂从 2011 年开始获得第一个项目并在当年实现土地出让，到 2015 年，公司累计出让的土地金额达到 194 亿元，而公司的营业收入确认达到 167 亿港元，该项业务的毛利率较高，平均达到 40% 左右，可以为公司贡献超额收益。随着项目的逐渐成熟，人气升高，出让土地的价格也随之上升，毛利率水平将进一步提升。比如南京青龙山项目，在 2015 年第一次土地出让时，土地价格仅 10000 元每平方米，而到 2016 年 6 月份最新的土地出让，土地价格已升至 19000 元每平方米。

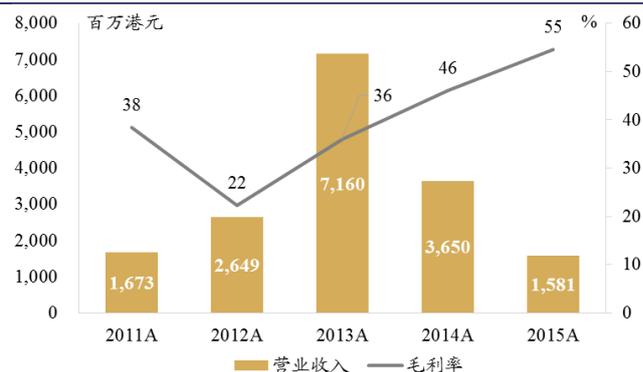
目前公司持有的长沙梅溪湖项目 1 期、2 期以及南京青龙山项目分别可出让的土地达到 260、1268 和 300 万平方米，可供公司未来 10 年的发展。公司将凭借在土地一级开发方面的经验以及综合实力，获取更多的项目，提升业务的稳定性。

图 13、土地一级开发出让土地金额



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 14、土地一级开发营业收入及毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2.3、商务租赁——持有优质稀缺资产

公司致力于持有位于城市最核心地段的高档商用物业，在北京、上海等地持有并经营建筑面积超过 50 万平米的高档物业，如北京的凯晨世贸中心，上海金茂大厦，等，各项物业的出租率均达到 97% 以上，租户稳定，凯晨世贸中心的主要租户包括中国进出口银行、中化集团、路透社、渤海银行等；中化大厦的主要租户包括中视广信、工商银行、农业银行、安信证券等；金茂大厦的主要租户包括美国贝克麦坚时律师事务所、中化国际等。

表 3、主要投资物业

投资物业	地点	开业时间	可租面积	出租率
北京凯晨世贸中心	北京	2006	110,760	99.3%
中化大厦	北京	1995	49,066	100.0%
金茂大厦（写字楼）	上海	1999	216,462	97.6%
南京国际	南京	2011	139,806	99.9%
长沙研发	长沙	2014	14,963	97.6%
合计			531,057	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司还有在建中的 27 万平米优质写字楼物业，以及 30 万平米的商业物业，预计将于 2016-2019 年竣工并投入运营。公司的租金收入将会持续稳定增长。

表 4、在建中的投资物业

项目	地点	预计 GFA (平方米)	类型	权益	预计竣工日期
上海星港国际中心写字楼	上海	92,994	写字楼	50%	2017
南京玄武湖金茂广场二期写字楼	南京	72,200	写字楼	49%	2019
长沙梅溪湖国际研发中心二期、三期写字楼	长沙	107,595	写字楼	80%	2016
青岛金茂湾购物中心	青岛	61,295	商业	100%	2016

上海星港国际中心商业	上海	109,964	商业	50%	2017
南京金茂汇二期	南京	48,500	商业	49%	2019
长沙金茂汇	长沙	106,707	商业	100%	2016
上海国际航运服务中心商业	上海	23,428	商业	50%	2016

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

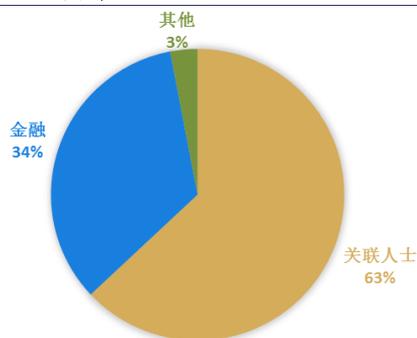
主要投资物业介绍：北京凯晨世贸中心，位于北京金融区内复兴门内大街，毗邻西长安街，与金融街隔街相望。由3幢平行且互相连通的14层写字楼组成，分别为东座、中座及西座大楼，总建筑面积为19.45万平米，可租面积为11万平米。凯晨世贸中心是国内首个获得中国绿标三星和美国绿色建筑协会 LEED-EB 铂金级双认证的顶级写字楼。

图 15、凯晨世贸中心



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

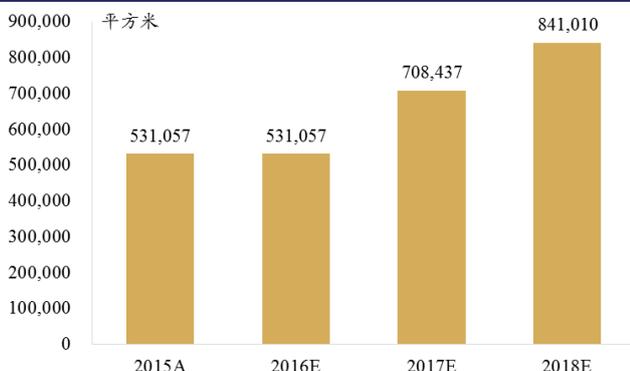
图 16、凯晨世贸中心租户结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

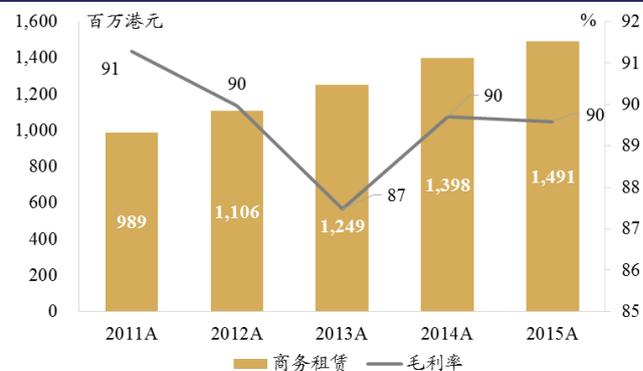
投资物业的租金收入稳定，可以抵抗房地产开发由于行业周期导致的不确定性，且公司可以享受持有物业带来的增值。截至2015年，公司租金收入达到15.4亿港元，同比增长8.9%。商务租赁的毛利率非常高，达到90%左右。公司新的投资物业将于2017年和2018年相继投入运营，租金收入将会有大幅度提升。

图 17、商务租赁面积



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 18、商务租赁营收及毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2.4、高级酒店运营——适应消费升级大趋势

中国金茂有丰富的高级酒店运营经验，有成熟完善的高级酒店设计、开发和投资经营能力，与万豪、凯悦、希尔顿等国际酒店管理集团建立了良好的合作关系。目前在中国主要城市运营了 9 家高级酒店，总客房数达到 3667 间。

表 5、公司运营的酒店

酒店	地点	房间数	2015 收入 (百万港元)	平均入住率	平均房价 (人民币)
上海金茂君悦大酒店	上海	555	530.5	70%	1515
金茂三亚希尔顿大酒店	三亚	501	282.8	69%	1433
金茂三亚丽思卡尔顿酒店	三亚	450	481.6	72%	2453
金茂北京威斯汀大饭店	北京	550	365.9	80%	1179
金茂深圳 JW 万豪酒店	深圳	411	224.7	79%	1028
南京威斯汀大酒店	南京	234	84.1	63%	790
崇明金茂凯悦酒店	上海	235	91.6	48%	982
中国金茂万丽酒店	北京	329	119.8	66%	751
丽江金茂君悦酒店	丽江	402	76.5	38%	867
合计		3667	2,257.5		

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

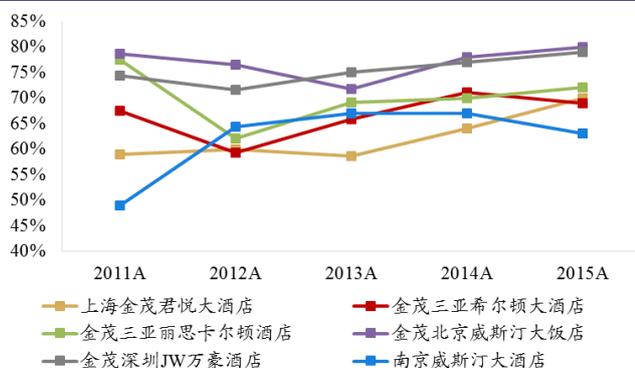
公司运营成熟的酒店平均入住率达到 70% 以上，其中上海崇明金茂凯悦酒店、北京金茂万丽酒店和丽江金茂君悦酒店分别于 2014 年 3 月、8 月和 2015 年 9 月开业，还处于培育期。公司另有三个酒店在建造中，分别是南京玄武湖金茂广场二期酒店、长沙梅溪湖金茂广场酒店以及广州南沙金茂湾酒店，分别客房数量为 200、350 和 270 间，预计分别于 2019、2016 和 2019 年竣工。

上海金茂君悦大酒店位于金茂大厦的 53-87 层，是世界上最高的酒店之一。该酒店提供国际五星级豪华酒店服务，555 间客房及套房优雅时尚，19 个活动场地灵活便利，适合各种商务、社交和公务活动。完成了财富论坛、APEC 会议、亚洲银行年会、上海世博会等一系列重大活动接待，是上海浦东地标级酒店之一。2015 年，酒店的入住率提升至 70%，收入规模为 5.3 亿港元，占酒店业务总收入的 23%。

金茂三亚丽思卡尔顿酒店位于海南三亚亚龙湾风景区，于 2008 年开业，总建筑面积约为 83,000 平方米，拥有 450 间设施功能齐备的豪华客房，其中包括 21 间豪华套房和 33 座备有私人管家及独立泳池的私家别墅。酒店配备专为商务会议、大型研讨会及各项特别盛会而设面积达 1,700 平方米的室内会务空间、中国唯一的室外海景婚礼礼堂以及面积达 2,788 平方米的水疗中心。2015 年，酒店的入住率为 72%，收入规模为 4.8 亿港元，占酒店业务总收入的 21%。

由于公司经营的酒店大都进入成熟运营期，入住率，平均房价和营收规模基本保持稳定，2015 年酒店业务营业收入为 22.57 亿港元，同比增长 6.2%，毛利率为 46%。未来 3 年将会有 3 间新的酒店投入运营，但对营收的贡献不会太明显。

图 19、各酒店入住率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 20、高级酒店营收及毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2.5、母公司实力雄厚——后续发展的强劲动力

公司的控股股东为中国中化集团公司，中化集团是 21 家获准发展房地产业务的国企之一，同时是 6 家获准将酒店业务作为企业主营业务的国企之一。中化集团已经连续 25 年入选全球财富 500 强（2015 年排名第 105 名）。由于母公司的雄厚实力，中国金茂也获得了三大评级机构较高的评级：穆迪（Baa3）、标普（BBB-）、惠誉（BBB-），因此，公司在海外融资也有很大便利，海外融资成本在 4-6% 之间。

公司于 2015 年引进了新华人寿保险作为公司的第二大股东，完善了股东结构。新华人寿保险是一家全国性的大型寿险企业，有覆盖全国的机构网络和销售渠道，公司也于 2014 年首次进入了福布斯世界 500 强企业排名。未来，将会有深入的地产和保险的合作。

公司管理团队经验丰富，有多年行业从业经验，对中国房地产行业有深刻的认识和理解。主要管理层介绍如下：

主席：宁高宁先生，2016 年 3 月获委任为公司的董事会主席。于 2016 年 1 月加入中国中化集团公司，现任中国中化集团公司董事长、中国中化股份有限公司董事长、中化香港（集团）有限公司董事长。宁先生自 1986 年 10 月至 2004 年 12 月在华润（集团）有限公司及其若干附属公司任职，历任企业开发部业务经理及副总经理、董事兼副总经理、副董事长兼总经理等多个高级职位。宁先生自 2004 年 12 月至 2016 年 1 月在中粮集团有限公司任董事长及其若干附属公司董事。宁先生在房地产开发和投资、企业集团管理、资本市场和纪检内控方面拥有近 30

年经验。

执行董事兼 CEO: 李从瑞, 自 2009 年 4 月加入中国金茂, 出任公司副总裁, 2011 年 6 月起出任公司执行董事, 2013 年 1 月起出任公司执行董事兼首席执行官。李先生在战略管理、公司治理、组织建设、项目投资评价分析、项目管理及大型项目建设方面拥有逾十年的丰富经验。

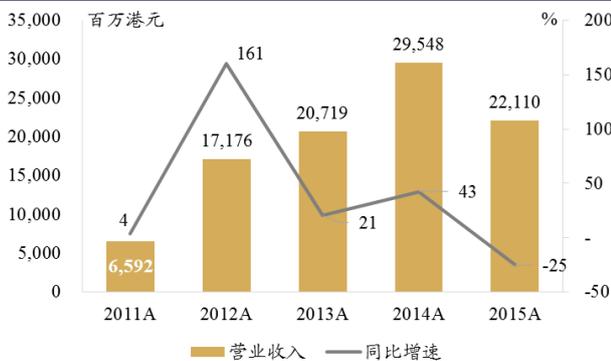
3、财务分析及盈利预测

3.1、主要财务指标

中国金茂保持较高规模的营业收入, 2015 年确认的营业收入为 221.1 亿港元, 比 2014 年同比下降 25%, 主要由于 2014-2015 上半年市场环境较差, 导致公司房地产项目结算不及预期, 以及土地一级开发由于地方政府在园区规划方面的滞后, 导致出让的土地规模不达预期。

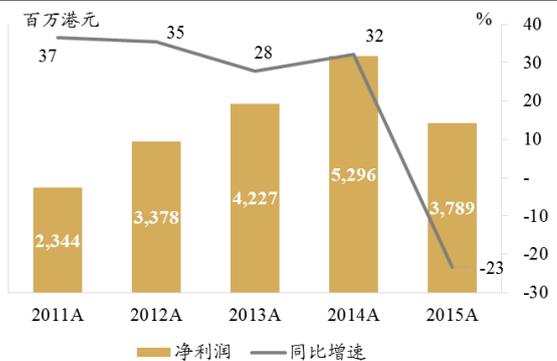
公司具有较高的盈利水平, 2015 年归属上市公司股东净利润达到 37.89 亿港元。净利率达到 23.1%, 处于行业较高水平。

图 21、营业收入及同比增速



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

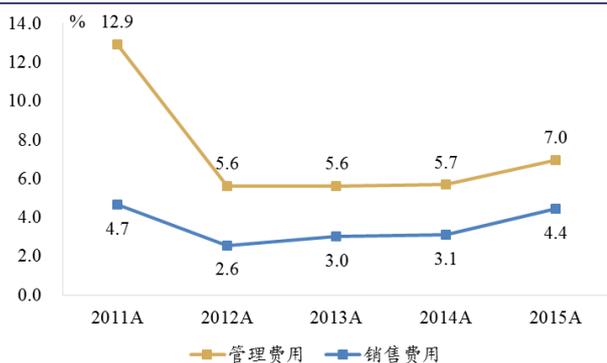
图 22、净利润及同比增速



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

由于公司综合的业务, 公司有远高于行业平均水平的毛利率和净利率, 2015 年公司的毛利率和净利率分别为 38.7% 和 23.1%, 毛利率有所降低主要由于房地产结算的项目结构差异以及土地一级开发出让的土地减少。另外, 公司的管理费用和销售费用控制在合理水平, 2015 年管理费用和销售费用分别为 7% 和 4.4%, 由于确认的营业收入较低, 导致整体费用率上升。

图 23、管理费用和销售费用



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

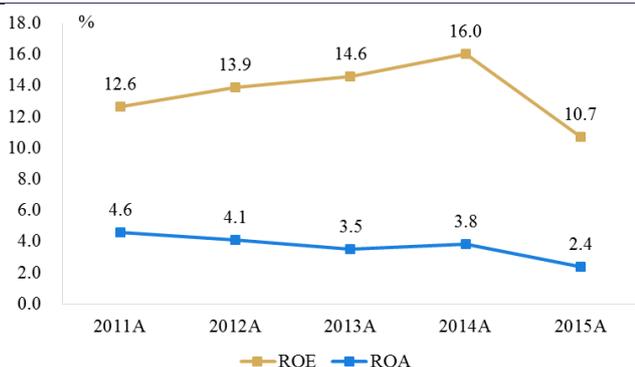
图 24、毛利率和净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

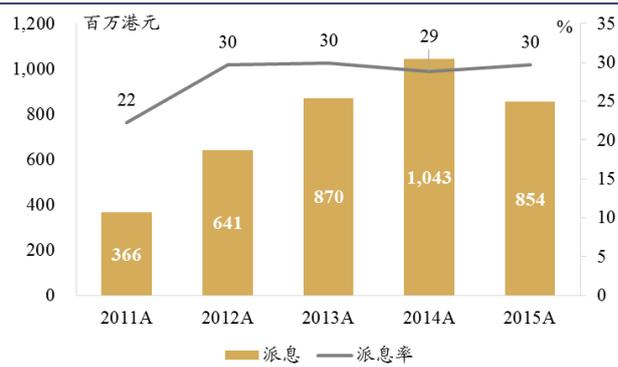
公司的 ROE 和 ROA 保持稳定，2015 年分别为 10.7% 和 2.4%，略有降低，主要由于 2015 年结算的利润有所减少。公司保持稳定的派息策略，派息率维持在核心净利润的 30%。2015 年派息 8.54 亿港元，相当于每股派息 8 港仙。

图 25、ROE 和 ROA



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

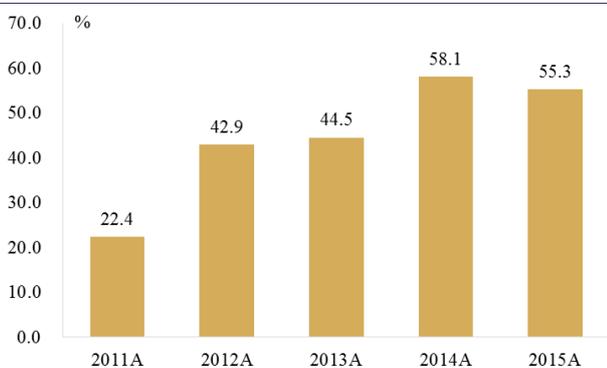
图 26、派息及派息率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

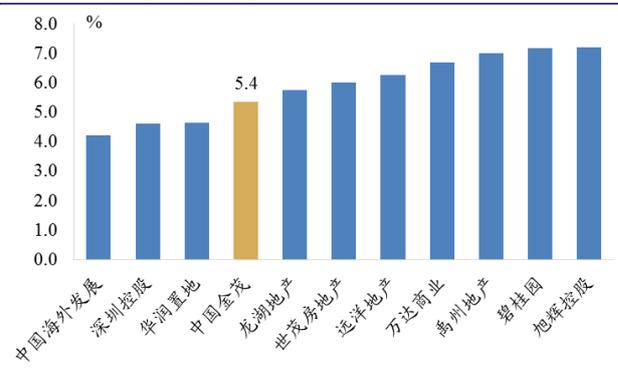
公司维持稳健财务政策，净负债率低于 60%，财务风险低。受益于公司国企背景，公司融资成本低于行业平均水平，且逐年下降，2015 年公司平均融资成本为 5.4%，处于行业较低水平。

图 27、净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 28、平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

3.2、盈利预测

截至 2015 年底,公司的已售未结转的资源达到 300 亿元,预计今年公司可以完成合约销售 300 亿元,土地一级开发出让 90 亿元,今年公司可结转的货值相当丰富。我们预计房地产开发与销售业务板块,公司 2016-2018 年将分别结转 245、289 和 338 亿,分别同比增长 50%、18%和 17%。

土地一级开发业务中,2016 年目前已经出让的土地金额已经超过人民币 80 亿元,全年有望超过人民币 90 亿元。目前,公司有长沙梅溪湖一期和南京青龙山两个成熟项目可以出让土地,预计两个项目今后每年可出让的土地规模为 40 万和 50 万平方米,在政府按正常供地节奏的情况下,保守估计 2017-2018 年公司的土地出让金额将分别达到 107 和 124 亿元人民币。我们预计公司 2016-2017 年确认的收入将分别为 65、83 和 96 亿港元,分别同比增长 311.8%、27.5%和 15.8%。

商务租赁板块,目前公司持有的物业面积为 53 万平方米,在建物业部分,公司的权益面积为 42 万平方米,其中 17 万平方米将于 2017 年底投入运营,到 2018 年将会有营收贡献。剩余将于 2018 年以后才能投入运营。我们预计公司的商务租赁板块 2016-2018 将保持温和增长,营业收入分别为 15.7、16.4 和 19.0 亿港元,分别同比增长 5%、5%和 15.4%。

高级酒店板块,目前暂无新的酒店开业,预计该业务将保持稳定运营,预计 2016-2018 年的营业收入分别为 23.7、24.9 和 26.1 亿元,分别按年增长 5%。

表 6、盈利预测

项目	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万港元)	35,384	41,775	48,374
房地产开发与销售	24,474	28,879	33,789
土地一级开发	6,509	8,298	9,610
商务租赁	1,566	1,644	1,896
高级酒店经营	2,370	2,489	2,613
增速 (%)	60.0	18.1	15.8
毛利(百万港元)	12,712	15,392	18,306
增速 (%)	48.7	21.1	18.9
核心净利润(百万港元)	3,794	4,692	5,708
增速 (%)	32.0	23.7	21.6
毛利率 (%)	35.9	36.8	37.8
核心净利率 (%)	10.7	11.2	11.8

资料来源:兴业证券研究所

利润率方面,由于 2016 年结转的是 2014-2015 年销售的项目,售价偏低,因此毛

利率将有所压缩，而 2015 年底-2016 年销售的项目毛利率由很大提升，从 2017 年开始公司的毛利率将开始回升。我们预计公司 2016-2018 年的毛利率分别为 35.9%、36.8% 和 37.8%，核心净利率分别为 10.7%、11.2% 和 11.8%。

4、估值与评级

对于成熟的房地产开发公司，我们采用资产净值（NAV）折让的方法来估值。

关于 WACC，我们选取美国十年期国债利率 1.865% 作为无风险利率，市场风险溢价为 10%，行业的 Beta 值为 1.2。公司的债务成本为 4%，税率为 25%，公司的长期债务与总资本比率为 60%，由此计算出公司的 WACC 为 7.3%。

表 7、WACC 计算

WACC	
无风险利率	1.865%
市场风险溢价	10.0%
Beta	1.2
股权成本	13.9%
债务成本	4.0%
税率	25.0%
税后债务成本	3.0%
债务/总资本	60.0%
权益/总资本	40.0%
WACC	7.3%

资料来源：Bloomberg，兴业证券研究所

中国金茂的 NAV 计算如下表所示：

表 8、NAV 计算

NAV 细则			
类型	百万港币	每股	占比
开发物业	47,419	4.4	50%
商务租赁	19,084	1.8	20%
酒店运营	11,614	1.1	12%
土地一级开发	16,068	1.5	17%
总资产	94,185	8.8	100%
减去：			
净负债	32,561	3.1	
净资产	61,624		
总股数（百万股）	10,672		
NAV	5.77		

目标价	3.46
折让	40%
当前股价	2.37
上升空间	46%

资料来源：兴业证券研究所

根据计算，中国金茂的 NAV 为 5.77 港元，据此，我们给予中国金茂的目标价为 3.46 港元，相当于 NAV 折让 40%。相当于 2016/2017 核心净利润的 9.5/7.9 倍 PE，当前股价为 2.36，有 47% 的上升空间，首次评级覆盖给予买入评级。

表 9、行业估值情况

代码	公司	股价	市值	EPS		PE		PB	息率 (%)	ROE (%)
				2015A	2016E	2015A	2016E	2015A		
817.HK	中国金茂	2.36	210.2	0.38	0.42	6.9	5.7	0.6	4.1	9.8
884.HK	旭辉控股	2.15	114.7	0.32	0.47	4.5	3.9	0.8	8.1	18.1
604.HK	深圳控股	3.52	230.4	0.41	0.52	8.9	6.8	0.7	5.1	9.0
337.HK	绿地香港	2.42	73.2	0.08	0.43	31.6	4.7	0.9	0.0	3.5
688.HK	中国海外	26.80	2203.8	3.61	3.80	7.5	7.1	1.2	2.7	20.5
1109.HK	华润置地	21.25	1239.3	2.59	2.78	8.7	7.6	1.1	3.2	15.9
81.HK	中海宏洋	2.44	54.8	0.37	0.50	8.8	4.9	0.5	0.0	7.3
1030.HK	新城控股	1.37	60.5	0.18	0.21	6.2	5.6	0.6	5.6	13.0
1813.HK	合景泰富	5.24	139.6	1.15	1.19	4.2	3.7	0.5	7.4	16.0
1918.HK	融创中国	5.49	162.5	0.97	1.10	5.2	4.2	0.7	4.8	18.7
1628.HK	禹州地产	2.54	81.3	0.45	0.51	3.9	4.2	0.7	8.5	18.6
2007.HK	碧桂园	3.39	684.9	0.43	0.53	6.3	5.4	0.9	5.0	13.3
813.HK	世茂房地产	11.00	364.6	1.77	1.90	6.5	4.9	0.6	6.7	12.6
1777.HK	花样年控股	1.15	58.8	0.21	0.30	3.7	3.2	0.5	4.9	12.0
3900.HK	绿城中国	6.09	116.8	0.38	0.40	17.1	12.8	0.4	0.0	3.0
960.HK	龙湖地产	11.26	589.4	1.54	1.55	6.3	6.1	0.9	4.2	17.5
123.HK	越秀地产	1.10	132.7	0.08	0.12	13.7	7.7	0.4	4.5	3.4
3377.HK	远洋地产	3.62	244.2	0.28	0.40	14.6	7.6	0.4	3.8	5.3
	平均					9.2	5.9	0.7	4.4	12.1

资料来源：Bloomberg，兴业证券研究所

5、风险提示

公司的发展面临以下风险：

- 1) 公司所在的房地产行业与中国宏观经济紧密相连，中国宏观经济增速有可能低于预期；
- 2) 房价上升过快，国家可能重新出台“限购”、“限贷”政策；

3) 土地一级开发业务获取难度大, 开发周期长, 前期投入资金需求大, 且土地供应受地方政府市政规划的影响;

4) 高级酒店受经济状况、人均可支配收入等因素影响。

附表

资产负债表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
单位:百万元				
流动资产	73,763	85,311	93,280	101,805
货币资金	13,126	15,766	15,742	16,297
发展中物业	23,181	28,131	32,736	37,308
应收账款	3,040	4,847	5,723	6,627
其他流动资产	21,218	21,218	21,218	21,218
存货	13,197	15,348	17,861	20,355
非流动资产	85,137	87,729	90,274	92,773
物业、厂房及设备	14,608	16,169	17,684	19,154
无形资产	41	41	41	41
投资物业	25,165	26,195	27,225	28,255
发展中物业	35,255	35,255	35,255	35,255
其他非流动资产	8,863	8,863	8,863	8,863
递延税项资产	1,205	1,205	1,205	1,205
资产总计	158,900	173,040	183,554	194,579
流动负债	54,206	63,024	68,575	74,103
短期借款	8,575	12,575	15,075	17,575
应付账款	13,816	18,634	21,685	24,713
其他流动负债	27,744	27,744	27,744	27,744
应付税项	4,071	4,071	4,071	4,071
非流动负债	45,791	49,791	52,291	54,791
长期借款	40,403	44,403	46,903	49,403
递延所得税负债	5,388	5,388	5,388	5,388
负债合计	99,997	112,816	120,866	128,894
股本	19631	19631	19631	19631
储备	15823	18479	20121	22119
永续可换股证券	4588	3059	3059	3059
少数股东权益	18860	19055	19876	20875
股东权益合计	58903	60224	62688	65684
负债及权益合计	158,900	173,040	183,554	194,579

现金流量表

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	7973	7904	9776	11892
折旧和摊销	385	450	496	542
公允价值变动损失	-1586	0	0	0
财务费用	568	992	1082	1128
所得税开支	-2772	-2845	-3519	-4281
营运资金的变动	4624	-4090	-4943	-4942
经营活动产生现金流量	9159	2409	2842	4249
投资活动产生现金流量	-12117	-3585	-3154	-3546
融资活动产生现金流量	4163	3816	288	-148
现金净变动	1205	2640	-24	556
现金的期初余额	12455	13126	15766	15742
现金的期末余额	13,126	15,766	15,742	16,297

利润表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
单位:百万元				
营业收入	22,110	35,384	41,775	48,374
营业成本	13,561	22,672	26,383	30,067
其它收益	2,725	539	589	628
销售费用	980	1,769	2,089	2,419
管理费用	1,538	2,477	2,924	3,386
营业利润	8,757	9,005	10,968	13,130
财务费用	568	992	1,082	1,128
其它经营开支	110	110	110	110
投资收益	-106	0	0	0
税前盈利	7,973	7,904	9,776	11,892
所得税	2871	2845	3519	4281
税后盈利	5,103	5,058	6,256	7,611
少数股东损益	1,313	1,265	1,564	1,903
归属母公司净利润	3,789	3,794	4,692	5,708
核心EPS(元)	0.29	0.36	0.44	0.53

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性(%)				
营业收入增长率	-25.2	60.0	18.1	15.8
营业利润增长率	-25.9	2.8	21.8	19.7
净利润增长率	-20.4	32.0	23.7	21.6
盈利能力(%)				
毛利率	38.7	35.9	36.8	37.8
净利率	13.0	10.7	11.2	11.8
ROE	10.7	10.0	11.8	13.7
偿债能力(%)				
净净资产负债率	55.3	63.0	68.5	72.1
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6
营运能力(次)				
资产周转率	13.9	20.4	22.8	24.9
应收帐款周转率	7.3	7.3	7.3	7.3
每股资料(元)				
每股收益	0.29	0.36	0.44	0.53
每股净资产	3.57	3.57	3.73	3.91
估值比率(倍)				
PE	8.2	6.6	5.4	4.4
PB	0.7	0.7	0.6	0.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。