

恒大地产(3333 HK, HK\$4.82, 未评级) — 于三线城市的策略未来会否成功?

❖ **亮丽的中期纯利增加 1.4 倍至 57 亿元人民币。**2011 上半年营业额和纯利分别增加 57.4%至 320.6 亿元（人民币下同）及 145%至 57 亿元，物业发展的营业额增加 56.5%至 31.69 亿元。确认面积及均价分别上升 28.1%至 500 万平方米及 22.2%至每平方米 6,345 元。因为严格控制成本，平均建造成本增加 6.2%至每平方米 4,108 元，因此，2011 上半年毛利率扩大 10.8 个百分点至 35.1%。

❖ **进取地增加土地储备。**恒大在期内购入了于 58 个国内城市（其中 46 个位于 3 线）的 70 幅新土地，总楼面面积为 4,897 万平方米。至 6 月，总土地储备达 1.35 亿平方米，181 个项目位于 100 个城市，其中 81 个项目位于 2 线城市，94 个项目位于 3 线，平均土地成本为每平方米 617 元，相当于 9.7%的确认均价。未付的土地款为 371 亿元，其中 162 亿元将在下半年交付。

❖ **首 7 个月销售强劲。**今年 1-7 月，物业销售金额及面积分别上升 95.7%至 550 亿元人民币及 78.4%至 749 万平方米，均价上升 9.7%至每平方米 6,807 元，公司完成全年销售目标 700 亿元的 78.6%，下半年将会推出 92 个项目。虽然中国未来有机会推出更严格的宏观调控措施，公司并未打算调整全年销售目标。

❖ **净负债比率升至 80%。**2011 上半年动工的楼面面积为 3,165 万平方米，于土地金及建筑费用的开支分别为 217 亿元及 144 亿元，所以净负债比率由去年底的 54.3%升至今年中的 80.4%。今年下半年，公司计划土地金及建筑费用的开支总额为 416 亿元，因为下半年销售的回款达 560 亿元，公司具能力应付现金流。

❖ **执行能力是重点。**以销售计算，公司成为国内最大的房地产公司，有效的营运能力将成为未来增长的重点。市场预期 2011-13 年纯利分别为 90.4 亿元、119.5 亿元及 149 亿元，估值相等于 6.4 倍 2011 年市盈率或 5.0 倍 2012 年市盈率。

恒大地产(3333 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$4.82
目标价	不适用
市值(港币百万)	71,786
过去 3 月平均交易(港币百万)	484.0
52 周高/低(港币)	6.27/2.29
发行股数(百万)	15,000
主要股东	许家印
	(68.1%)

来源：彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-19.0%	-10.6%
3 月	-9.6%	2.4%
6 月	28.2%	43.9%

来源：彭博

过去一年股价



来源：彭博

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额(百万人民币)	5,723	45,801	62,035	80,924	98,370
净利润(百万人民币)	1,046	7,589	9,035	11,951	14,902
每股收益(百万人民币)	0.070	0.510	0.625	0.804	1.019
每股收益变动(%)	-72.0	628.6	22.5	28.6	26.7
市盈率(x)	57.2	7.8	6.4	5.0	3.9
市帐率(x)	4.7	2.9	2.1	1.5	1.2
股息率(%)	0.2	3.2	3.7	4.7	5.7
权益收益率(%)	8.1	36.8	34.9	34.0	32.9
净财务杠杆率(%)	1.6	54.3	54.8	38.3	31.6

来源：公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。