



买入 87% ↑
目标价格:人民币 29.80
000042.CH
价格:人民币 15.90
目标价格基础:重估净资产值平价
板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.1	(27.1)	(31.3)	35.7
相对深证成指	8.4	(14.8)	0.9	(3.8)
发行股数(百万)	479			
流通股(%)	100			
流通市值(人民币 百万)	7,613			
3个月日均交易额(人民币 百万)	390			
净负债比率%(2015E)	104			
每股重估净资产值(人民币)(2015E)	30.61			
主要股东(%)				
深圳市中洲房地产有限公司	29			

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年8月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

袁豪

(8621)20328529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

中洲控股

高成长新锐, 资产低估明显

中洲控股上半年营业收入和净利润分别同比增长 73% 和 49%, 源于结算高毛利项目中洲控股金融中心 19 亿元, 为全年业绩高增长奠定良好的基础, 并且由于公司上半年销售高增长及并表中信君廷项目, 目前预收帐款高达 41 亿元, 其中理论可结算 35 亿元, 强化全年业绩高增长的判断; 上半年行业回暖, 其中深圳、上海为代表的一二线城市出现成交量的井喷, 而公司土储主要位于上海和深圳等地, 上半年实现销售 34 亿元, 其中深圳和上海合计占比 80%, 同比增长 377%, 同时考虑并表君廷的贡献, 上调全年销售预测 70 亿元, 同比增长 44%; 近期, 公司推出限制性股票计划, 健全公司长效激励机制, 利于公司长期的持续发展; 此外, 目前公司定增顺利推进当中, 若后续定增成功实施后大股东持股比例 (47.82%) 和持股成本 (12.28 元/股) 均较高, 预计其后续做强做大公司意愿较强。鉴于中信君廷的并表结算, 我们分别将公司 2015-17 年的每股收益预测由 1.06、1.34 和 1.76 元上调至 1.15、1.40 和 1.82 元, 并且经过前期股价回调, 目前公司市值仅 76 亿元, 较公司 200 亿元 NAV 折价达 62%, 优质资源低估较为明显, 维持目标价 29.80 元, 重申买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年净利润同比增 49%, 40 亿预收款保证全年业绩高增长。上半年营业收入 23.3 亿元, 同比增长 73%, 净利润 4.2 亿元, 同比增长 49%, 每股收益 0.87 元; 毛利率和净利率为 52.1% 和 18.0%, 分别提升 0.4 和小降 2.9 个百分点。业绩大幅增长主要源于结算高毛利项目中洲控股金融中心 19 亿元, 同时由于上半年销售高增长及并表中信君廷项目, 目前预收帐款高达 41 亿元, 其中理论可结算 35 亿元, 强化全年业绩高增长的判断。
- 上半年销售 34 亿元, 同比增 377%, 上调销售预测至 70 亿元, 同比增 44%。上半年行业回暖, 其中深圳、上海为代表的一二线城市出现成交量井喷, 而主要土储位于上海和深圳的公司也获得了突出的销售表现, 上半年销售 18 亿元, 同比增长 155%, 并考虑并表中信君廷销售的 16 亿元, 上半年销售达 34 亿元, 其中深圳(包括惠州)和上海合计占比 80%, 同比增长 377%, 完成年初计划销售 49 亿元的 69%, 考虑并表君廷的贡献, 我们上调全年销售预测 70 亿元, 同比增长 44%。
- 定增顺利推进当中, 若成功实施将推动大股东做强做大公司意愿。14 年 11 月, 公司公告拟向大股东中洲地产非公开发行 1.75 亿股, 发行价格为 11.31 元/股, 大股东以金额 20 亿元现金认购。15 年 6 月, 公司已完成第一轮定增反馈, 预计定增获批将近。若定增实施后大股东中洲地产持股比例将达 47.82%, 同时 4 年平均持股成本约为 12.28 元/股, 因而大股东持股比例和持股成本均较高, 预计其后续做强做大公司意愿较强。
- 推出限制性股票计划, 健全公司长效激励机制。7 月 30 日公司公布限制性股票激励计划, 限制性股票总数不超过 958 万股, 占比 2%, 授予价格为 10.56 元/股, 公司作为国企改革先锋, 过去近 2 年里, 在管理和服务上都获得了较大提升, 而本次公司通过采用限制性股票激励方式, 使得高级管理人员和员工能够将自身收益与公司的长期战略目标结合起来, 健全了长效激励机制, 从而实现公司的持续发展。

评级面临的主要风险

- 房地产销售低迷; 旧改项目推进缓慢。

估值

- 鉴于中信君廷的并表结算, 我们分别将公司 2015-17 年的每股收益预测由 1.06、1.34 和 1.76 元上调至 1.15、1.40 和 1.82 元, 并且经过前期股价回调, 目前公司市值仅 76 亿元(定增扩股也仅 104 亿元), 较公司 200 亿元 NAV 折价达 62% (定增扩股后市值较 NAV 折价达 48%), 优质资源低估较为明显, 维持目标价 29.80 元, 重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	2,213	3,033	4,304	5,515	7,088
变动(%)	(18.0)	37.0	41.9	28.1	28.5
净利润(人民币 百万)	406	306	551	670	874
全面摊薄每股收益(人民币)	0.847	0.638	1.151	1.399	1.824
变动(%)	(1.5)	(24.6)	80.3	21.6	30.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.060	1.339	1.759
调整幅度(%)			8.6	4.5	3.7
全面摊薄市盈率(倍)	18.8	24.9	13.8	11.4	8.7
价格/每股现金流量(倍)	0.3	(3.4)	(0.6)	(2.5)	(3.6)
每股现金流量(人民币)	45.9	(4.7)	(26.3)	(6.4)	(4.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.5	31.2	25.9	26.0	24.5
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	0.9	0.9	1.7	2.1	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 中洲控股 2015 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014年上半年	2015年上半年	同比变动(%)
营业收入	1,345	2,327	73.0
营业成本	(649)	(1,114)	71.6
营业税	(187)	(408)	118.4
毛利润	509	805	58.0
其他收入	1	1	(40.1)
销售费用	(33)	(58)	73.1
管理费用	(58)	(69)	17.5
营业利润	419	679	62.2
投资收益	4	5	55.8
财务费用	(40)	(94)	134.6
营业外收支	1	(8)	(1256.5)
税前利润	383	583	52.3
所得税	(102)	(164)	61.4
少数股东权益	0	0	NA
归属上市公司股东净利润	281	419	49.0
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	51.7	52.1	0.4
含税毛利率	37.9	34.6	(3.3)
经营利润率	31.1	29.2	(1.9)
净利率	20.9	18.0	(2.9)

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 2. 中洲控股 2015 年上半年分业务业绩情况

	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(百分点)
房地产业务	21.7	52.5	78.9	0.6
租赁及服务业务	0.9	54.3	37.5	(16.3)
酒店餐饮业务	0.7	37.7	2.3	6.6
合计	23.3	52.1	73.0	0.4

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 3. 中洲控股 2015 年上半年末预收账款明细

项目	14 年末预收账款 (亿元)	预计 竣工时间	预售比例 (%)
惠州央筑 1 期	9.31	2015 年 6 月	73
湾上花园	4.42	2016 年 6 月	17
成都中央城邦	5.08	2015 年 9 月	25
上海珑湾项目	5.15	2015 年 11 月	43
大连都市阳光、海印长城	2.10	2015 年 6 月	36
惠州天御项目 1 期	1.08	2016 年 4 月	7
上海中洲里程项目	0.31	2016 年 4 月	5
上海中信君廷名邸项目	12.58	2015 年 12 月	37
成都天府长城、半岛城邦	0.52	2013 年 10 月	现楼
上海中环墅	0.15	2012 年 3 月	现楼
东莞长城世家	0.02	2011 年 7 月	现楼
其他预收	0.06		
预收账款合计	40.78		
15 年下半年预计可竣工结算项目预收账款合计	34.91		

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 4. 中洲控股 2015 年上半年签约销售明细

项目	销售额 (亿元)	完成年初计划 (%)	同比 (%)
成都中洲中央城邦	5.1	56.8	
上海珑悦	3.5	56.2	
上海中洲里程	0.9	9.9	
惠州湾上花园	3.2	53.6	
惠州央筑一期	1.5	45.1	
惠州天御 B	2.1	71.5	
其他项目	1.7	13.6	
上半年销售合计 (未包括君廷项目)	18.0	36.8	155.4
上海君廷名邸	15.6		
上半年销售合计 (包括君廷项目)	33.5	68.7	376.5

资料来源：公司公告，中银国际研究

附录：

如阁下您需要进一步了解中洲控股的相关信息，请参见中银国际地产团队关于中洲控股的主要研究报告：

- 1、中洲控股首次覆盖深度报告一《资源优质，未来可期》，出版于 2014 年 12 月 26 日；
- 2、中洲控股 14 年年报业绩点评报告《销售翻番圆满收官，旧改项目积极推进》，出版于 2015 年 3 月 25 日；
- 3、中洲控股公司深度报告二《黄金台项目获突破，深圳优质土储被低估》，出版于 2015 年 3 月 30 日；
- 4、中洲控股公司深度报告三《估值提升三段论，目前仍处于估值修复阶段》，出版于 2015 年 4 月 3 日。
- 5、中洲控股 15 年 1 季报业绩点评报告《1 季度业绩同比翻番，维持估值提升三段论》，出版于 2015 年 4 月 30 日。
- 6、中洲控股 15 年股权激励公告点评《限制性股票助力成长，优质资源低估明显》，出版于 2015 年 7 月 31 日。
- 7、中洲控股 15 年中报业绩点评报告《高成长新锐，资产低估明显》，出版于 2015 年 8 月 31 日。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,213	3,033	4,304	5,515	7,088
销售成本	(1,504)	(2,160)	(3,053)	(3,974)	(5,090)
经营费用	(242)	(302)	(429)	(549)	(706)
息税折旧前利润	518	620	870	1,040	1,341
折旧及摊销	(51)	(50)	(48)	(48)	(49)
经营利润(息税前利润)	468	570	822	993	1,292
净利润收入/(费用)	(56)	(99)	(110)	(126)	(159)
其他收益/(损失)	173	20	23	27	32
税前利润	585	491	735	893	1,165
所得税	(180)	(186)	(184)	(223)	(291)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	406	306	551	670	874
核心净利润	406	306	551	670	874
每股收益(人民币)	0.847	0.638	1.151	1.399	1.824
核心每股收益(人民币)	0.847	0.638	1.151	1.399	1.824
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.271	0.329	0.429
收入增长(%)	(18)	37	42	28	29
息税前利润增长(%)	(27)	22	44	21	30
息税折旧前利润增长(%)	(26)	20	40	20	29
每股收益增长(%)	(2)	(25)	80	22	30
核心每股收益增长(%)	(2)	(25)	80	22	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	585	491	735	893	1,165
折旧与摊销	51	50	48	48	49
净利息费用	56	99	110	126	159
运营资本变动	(144)	(2,062)	(975)	(1,998)	(2,752)
税金	(180)	(186)	(184)	(223)	(291)
其他经营活动现金流	(203)	(18)	(23)	(27)	(35)
经营活动产生的现金流	166	(1,625)	(289)	(1,182)	(1,705)
购买固定资产净值	(28)	(18)	0	0	0
投资减少/增加	235	(61)	22	28	36
其他投资现金流	0	0	180	21	20
投资活动产生的现金流	207	(80)	202	50	56
净增权益	21	0	0	0	0
净增债务	76	1,901	514	1,722	2,422
支付股息	(295)	(380)	(130)	(158)	(205)
其他融资现金流	178	(54)	180	21	20
融资活动产生的现金流	(20)	1,466	564	1,586	2,237
现金变动	353	(239)	476	454	588
期初现金	1,022	1,375	1,137	1,613	2,067
公司自由现金流	373	(1,705)	(88)	(1,132)	(1,648)
权益自由现金流	449	196	426	590	774

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,375	1,137	1,613	2,067	2,656
应收帐款	118	65	92	118	151
库存	5,531	13,485	17,216	22,061	28,351
其他流动资产	30	412	161	210	269
流动资产总计	7,055	15,098	19,082	24,456	31,427
固定资产	87	93	44	(3)	(40)
无形资产	7	6	6	6	5
其他长期资产	850	998	1,135	1,266	1,440
长期资产总计	943	1,098	1,185	1,268	1,406
总资产	7,998	16,196	20,267	25,725	32,833
应付帐款	1,613	3,599	4,946	6,458	8,257
短期债务	789	1,098	1,612	3,334	5,757
其他流动负债	959	4,247	6,022	7,719	9,922
流动负债总计	3,361	8,944	12,581	17,511	23,935
长期借款	1,570	3,950	3,950	3,950	3,950
其他长期负债	0	1	2	2	3
股本	239	479	479	479	479
储备	2,826	2,821	3,255	3,782	4,465
股东权益	3,066	3,300	3,734	4,260	4,944
少数股东权益	1	1	1	1	1
总负债及权益	7,998	16,196	20,267	25,725	32,833
每股帐面价值(人民币)	6.40	6.89	7.80	8.90	10.32
每股有形资产(人民币)	0.18	0.19	0.09	(0.01)	(0.08)
每股净负债/(现金)(人民币)	2.05	8.17	8.25	10.89	14.72

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.4	20.5	20.2	18.9	18.9
息税前利润率(%)	21.1	18.8	19.1	18.0	18.2
税前利润率(%)	26.5	16.2	17.1	16.2	16.4
净利率(%)	18.3	10.1	12.8	12.1	12.3
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3
利息覆盖率(倍)	8.4	5.7	7.5	7.9	8.1
净权益负债率(%)	32.1	118.5	105.7	122.4	142.6
速动比率(倍)	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
估值					
市盈率(倍)	18.8	24.9	13.8	11.4	8.7
核心业务市盈率(倍)	18.8	24.9	13.8	11.4	8.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	35.2	46.7	25.9	21.3	16.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.5	2.3	2.0	1.8	1.5
价格/现金流(倍)	45.9	(4.7)	(26.3)	(6.4)	(4.5)
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	21.5	31.2	25.9	26.0	24.5
周转率					
存货周转天数	1208.8	1606.4	1835.2	1804.0	1807.6
应收帐款周转天数	15.5	11.0	6.6	6.9	6.9
应付帐款周转天数	239.7	313.6	362.4	377.4	378.9
回报率					
股息支付率(%)	17.7	23.5	23.5	23.5	23.5
净资产收益率(%)	13.2	9.3	14.8	15.7	17.7
资产收益率(%)	4.2	2.9	3.4	3.2	3.3
已运用资本收益率(%)	9.1	8.5	9.6	9.8	10.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371