



买入 75% ↑
目标价格:人民币 29.80
000042.CH
价格:人民币 17.03
目标价格基础:重估净资产值折价 20%
板块评级:增持

股价表现



| (%) | 今年 | 1 | 3 | 12 |
|-------------------|-------|------|--------|-------|
| 至今 | 个月 | 个月 | 个月 | |
| 绝对 | 9.4 | 25.2 | (22.0) | 39.8 |
| 相对深证成指 | 9.0 | 9.0 | (12.2) | (3.1) |
| | | | | |
| 发行股数(百万) | 488 | | | |
| 流通股(%) | 98 | | | |
| 流通股市值(人民币 百万元) | 8,154 | | | |
| 3个月日均交易额(百万元) | 160 | | | |
| 15年末净负债率(%) | 103 | | | |
| 15年末每股重估净资产值(人民币) | 36.99 | | | |
| 主要股东(%) | | | | |
| 深圳市中洲房地产有限公司 | 28 | | | |

资料来源：公司数据，彭博及中银国际证券
以 2015 年 10 月 29 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

优质资源沉淀、有效内部变革推动快速成长

中洲控股前 3 季度营业收入和净利润分别同比增长 83% 和 35%，其中由于 3 季度中惠州项目结算拖累毛利率有所下滑，但 4 季度中高毛利率的上海珑湾项目进入结算将对毛利率有正面带动作用；近期定增获批将推动大股东做强公司意愿，限制性股票的授予也将激发管理层的活力；公司布局深圳、上海、成都等地，资产优质，并考虑近期黄金台项目补偿超预期以及香港沙田项目的获取，NAV 由 200 亿元上调至 242 亿元，目前扩股后市值 111 亿元较之折价高达 54%，低估明显；并且 14-15 年销售分别获得增长 123% 和预计超 44% 的高增长，也将保证 15-16 年的业绩高成长。考虑惠州项目结算毛利率低于我们预期，我们将公司 2015-17 年的每股收益预测分别由原先的 1.15、1.40 和 1.82 元分别下调至 1.00、1.32 和 1.72 元，但我们依然看好公司优质资源沉淀和有效内部变革推动的快速成长，并维持目标价 29.80 元，重申买入评级。

支撑评级的要点

- 前 3 季度净利润同比增长 35%，惠州项目短暂影响毛利率表现。前 3 季度，营业收入 31.5 亿元，同比增长 83%，净利润 4.1 亿元，同比增长 35%，每股收益 0.86 元；毛利率和净利率为 43.3% 和 13.1%，分别下降 8.6 和 4.6 个百分点。3 季度中结算的惠州项目毛利率较低导致该季度出现亏损并拖累毛利率有所下滑，而 4 季度中高毛利率的上海珑湾项目进入结算将对毛利率有正面带动作用，同时目前预收帐款高达 55 亿元，同比增长 74%，分别锁定我们对 15-16 年地产预测收入的 100% 和 89%。
- 全年销售大概率超 70 亿元，提前完成 3 年复合增长 50% 的计划。根据上海房地网数据，公司 5 月收购的中信君廷项目目前累计销售额已近 40 亿元，扣除去年销售约 10 亿元，今年累计销售近 30 亿元，并且预估目前公司本身累计销售近 30 亿元（上半年销售 18 亿元），因而估计前 3 季度公司合计销售近 60 亿元，全年大概率销售将超 70 亿元，同比增长超 44%（去年销售增长 123%），并也将提前完成公司 2 年前提出的 15-17 年三年销售复合增长 50% 的目标，尽显公司高成长新锐本色。
- 定增获批、限制性股票落地，推动大股东、管理层做强公司意愿。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，大股东以全额 20 亿元现金认购。15 年 10 月，定增今日顺利获批将助力公司发展，并成功实施后大股东持股比例（47.82%）和持股成本（12.28 元/股）均较高也将推动大股东做强公司意愿。另一方面，9 月底，公司 958 万股限制性股票正式登记，占比 2%，将有效绑定管理层与公司的利益，激发公司的全面活力，获得更持续的发展。
- 黄金台补偿面积超预期，或将超 40 万方、土地估值超百亿。原先市场预期黄金台项目补偿面积为还原成原先的 28.5 万平米左右，但其实按照政府等价值补偿原则（注意：按照原先别墅性质土地价值补偿成住宅、办公性质土地），其实该项目的补偿面积或将超 40 万平米，谨慎按照去年周边 2.5 万元/方地价估算，黄金台项目土地价值将超 100 亿元（未来货值更是大概率超过 200 亿元），对公司 NAV 将超预期贡献近 30 亿元。

评级面临的主要风险

- 房地产销售低迷；黄金台项目推进缓慢。

估值

- 考虑惠州项目结算毛利率低于我们预期，我们将公司 2015-17 年的每股收益预测分别由原先的 1.15、1.40 和 1.82 元分别下调至 1.00、1.32 和 1.72 元，但我们依然看好公司优质资源沉淀和有效内部变革推动的快速成长，并维持目标价 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 | 477 | 632 | 823 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.847 | 0.638 | 0.996 | 1.320 | 1.719 |
| 变动(%) | (1.5) | (24.6) | 56.1 | 32.5 | 30.2 |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | | | 1.151 | 1.399 | 1.824 |
| 调整幅度(%) | | | (13.5) | (5.6) | (5.8) |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 20.1 | 26.7 | 17.1 | 12.9 | 9.9 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 0.3 | (3.4) | (0.3) | (2.8) | (3.6) |
| 每股现金流量(人民币) | 49.2 | (5.0) | (49.7) | (6.2) | (4.7) |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 22.6 | 32.1 | 30.1 | 28.0 | 26.3 |
| 每股股息(人民币) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| 股息率(%) | 0.9 | 0.9 | 1.4 | 1.8 | 2.4 |

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

前3季度净利润同比增长35%，惠州项目短暂影响毛利率表现

前3季度，公司实现营业收入31.5亿元，同比增长83%，净利润4.1亿元，同比增长35%，每股收益0.86元；毛利率和净利率为43.3%和13.1%，分别下降8.6和4.6个百分点；三项费用率由去年的13.1%下降至目前的11.6%。

业绩的增长主要源于1季度中结算了高毛利项目中洲控股金融中心19亿元，但3季度中结算的惠州项目毛利率较低导致该季度出现亏损并拖累毛利率有所下滑，而4季度中高毛利率的上海珑湾项目进入结算将对毛利率有正面带动作用，同时目前预收帐款高达55亿元，同比增长74%，分别锁定我们对15-16年地产预测收入的100%和89%，保证15-16年丰富的结算资源。

图表1. 中洲控股2015年前3季度业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2014年前3季度 | 2015年前3季度 | 同比变动(%) |
|-------------|-----------|-----------|---------|
| 营业收入 | 1,726 | 3,151 | 82.5 |
| 营业成本 | (831) | (1,787) | 115.1 |
| 营业税 | (266) | (464) | 74.6 |
| 毛利润 | 630 | 900 | 42.9 |
| 其他收入 | 2 | 4 | 64.6 |
| 销售费用 | (68) | (103) | 50.8 |
| 管理费用 | (96) | (118) | 23.2 |
| 营业利润 | 468 | 683 | 45.9 |
| 投资收益 | 8 | 27 | 217.4 |
| 财务费用 | (62) | (145) | 134.0 |
| 营业外收支 | 1 | (7) | (688.6) |
| 税前利润 | 416 | 558 | 34.2 |
| 所得税 | (110) | (145) | 31.0 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | NA |
| 归属上市公司股东净利润 | 305 | 413 | 35.4 |
| 主要比率(%) | | | 百分点增减 |
| 毛利率 | 51.9 | 43.3 | (8.6) |
| 含税毛利率 | 36.5 | 28.6 | (7.9) |
| 经营利润率 | 27.1 | 21.7 | (5.4) |
| 净利率 | 17.7 | 13.1 | (4.6) |

资料来源：公司公告，中银国际证券

预计公司销售合计近60亿元，全年销售大概率超70亿元

2015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。根据上海房地网数据，公司5月收购的中信君廷项目目前累计销售额已近40亿元，扣除去年销售约10亿元，今年累计销售近30亿元，并且预估目前公司本身累计销售近30亿元（上半年销售18亿元），因而估计前3季度公司合计销售近60亿元，全年大概率销售将超70亿元，同比增长超44%（去年销售增长123%），并也将提前完成公司2年前提出的15-17年三年销售复合增长50%的目标，尽显公司高成长新锐本色。

中信君廷项目简介：2015年5月，公司以7.2亿元股权对价和承担29.6亿元的债权对价向君鑫集团和道信投资收购其所持有的上海盛博房地产49%股权和51%股权，目标公司的主要资产为位于上海市徐汇区龙华街道161街坊2/1丘地块的“中信君廷名邸”房地产开发项目，该项目由六栋高层住宅及两栋多层商业配套用房组成，其中住宅面积为8.3万平米，项目已于2014年4月开始预售。

图表 2. 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，中银国际证券

图表 3. 上海中信君廷项目销售情况（截至 2015 年 10 月中旬数据）

| 项目 | 销售情况 |
|---------------------|-------------|
| 总可售面积(平米) | 82,984 |
| 累计已售面积 | 55,054 |
| 未售面积(平米) | 27,930 |
| 累计销售均价(万/平米) | 69,666 |
| 目前销售均价(万/平米) | 75,000 |
| 累计合同销售金额(亿元) | 38.4 |
| 未售货值(亿元) | 20.9 |

资料来源：上海房地网，中银国际证券

图表 4. 上海中信君廷项目地理位置


资料来源：公司公告，搜房网，中银国际证券

图表 5. 上海中信君廷项目效果图


资料来源：公司公告，搜房网，中银国际证券

定增获批、限制性股票落地，推动大股东、管理层做强公司意愿

定增获批、助力发展，推动大股东做强公司意愿。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，大股东以全额 20 亿元现金认购。15 年 6 月至 9 月，公司完成了两轮定增反馈，并终于 10 月 获证监会审批通过。本次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（仅略低于目前现价），大股东持股比例和持股成本均较高，预计其后续做强公司意愿较强。

限制性股票已授予并登记完毕，绑定管理层利益、激发活力。15年7月公司推出限制性股票激励计划，限制性股票总数不超过958万股，占比总股本的2%，授予价格为10.56元/股，并已于9月7日完成授予、于9月25日完成登记。公司作为国企改革先锋，过去近2年里，在管理和业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，将增强公司长效激励机制，更将有效绑定管理层与公司的利益，激发公司的全面活力，获得更持续的发展。

图表6. 公司股权结构比例和第一大股东变化

| 时间 | 2003年 | 2004年 | 2011年 | 2013年6月 | 2013年11月 | 定增实施后 |
|---------------------|-------|-------|-------|---------|----------|-------|
| 深圳国资委 (建投、远致)(%) | 62.8 | 34.8 | 29.75 | 10.05 | 10.05 | 7.37 |
| 联泰集团 (南昌、深圳)(%) | | 28 | 28 | 28 | 23.41 | 17.16 |
| 中洲地产(%) | | | 4.04 | 23.79 | 28.47 | 47.82 |
| 第一大股东 | 国资 | 国资 | 国资 | 联泰 | 中洲 | 中洲 |

资料来源：公司公告、万得数据、中银国际证券

图表7. 公司大股东中洲地产持股成本估算

| | 13年送股后折算 购入股权(股) | 13年送股后折算 购入价格(元/股) | 估算价格 (元/股) |
|-------------------|---------------------|-----------------------|---------------|
| 2011年2季度 | 10,426,062 | 8.23-10.19 | 9.21 |
| 2011年3季度 | 8,927,044 | 7.8-12.25 | 10.02 |
| 2013年6月9日 | 94,587,900 | 14.40 | 14.40 |
| 2013年10月28日至11月1日 | 866,000 | 12.43-12.64 | 12.53 |
| 2013年11月5日 | 21,558,000 | 12.00 | 12.00 |
| 2013年12月9日 | 69,800 | 12.69 | 12.69 |
| 2014年1季度 | 363,844 | 9.86-12.80 | 11.33 |
| 2014年2季度 | 583,202 | 10.51-11.9 | 11.21 |
| 2014年3季度 | 600,248 | 10.92-13.90 | 12.41 |
| 定增实施后 | 174,520,070 | 11.46 | 11.46 |
| 合计持股/加权平均价 | 312,502,170 | | 12.28 |

资料来源：公司公告、中银国际证券

图表8. 本次限制性股票在各激励对象间的分配情况

| 序号 | 姓名 | 职务 | 授予限制性股票的数量 | 占授予限制性股票总数的比例(%) | 占公司目前总股本的比例(%) |
|-----------------------|-----|-----------------|------------------|------------------|----------------|
| 1 | 姚日波 | 董事长、代总经理 | 794,900 | 8.30 | 0.17 |
| 2 | 谭华森 | 副董事长 | 556,400 | 5.81 | 0.12 |
| 3 | 宋炳新 | 副总经理 | 437,200 | 4.56 | 0.09 |
| 4 | 许斌 | 副总经理 | 437,200 | 4.56 | 0.09 |
| 5 | 张跃千 | 副总经理 | 437,200 | 4.56 | 0.09 |
| 6 | 尹善峰 | 副总经理、财务总监、董事会秘书 | 437,200 | 4.56 | 0.09 |
| 7 | 刘继周 | 副总经理 | 437,200 | 4.56 | 0.09 |
| 8 | 林长青 | 副总经理 | 437,200 | 4.56 | 0.09 |
| 9 | 吴天洲 | 董事 | 159,000 | 1.66 | 0.03 |
| 10 | 申成文 | 董事 | 159,000 | 1.66 | 0.03 |
| 11 | 贾帅 | 董事 | 159,000 | 1.66 | 0.03 |
| 董事及高级管理人员 11人 | | | 4,451,500 | 46.47 | 0.93 |
| 核心技术（业务）人员 44人 | | | 5,127,000 | 53.53 | 1.07 |
| 合计共 55人 | | | 9,578,500 | 100 | 2.00 |

资料来源：公司公告、中银国际证券

黃金台补偿面积超预期，或将超 40 万方、土地估值超百亿

中洲控股的深圳龙华黄金台项目原土地面积为 28.5 万平米，容积率 0.5，土地性质为别墅用地，但自公司 1991 年获得以来，由于经历了与宝安县属开发商的股权纠纷、因历史债务问题而土地使用权遭法院查封、因政府建设深圳北站而被征用部分等重重风波之外，该优质地块被迫被闲置了 23 年。

而在 23 年后，随着多次规划定位，包括《珠三角地区发展规划》、《深圳“十二五”发展规划》、《宝安“十二五”规划》和《龙华新区综合发展规划》，龙华新区（尤其是深圳北站区域规划为北站商务区）上升为全市的战略重点区域，并依靠深圳北站“一条高铁线、两条地铁线”的强有力交通实力，推动其与福田中心区的一体化衔接、甚至提高了在珠三角区域中的重要地位。因而在闲置 23 年后黄金台项目地块如今却已成为了紧挨着深圳北站的“黄金地块”，地价和房价获得大幅提升。

而在 2015 年 2 月，公司黄金台项目获得重大突破。根据公司公告，该项目地块已纳入深圳市 2014 年度土地整备计划，市规划国土委龙华管理局已拟定了《华电地块 A806-0001 宗地土地整备实施方案》并经市政府有关会议审议并原则通过。该实施方案主要内容为：按等价值原则，在该地块用地范围内及周边调整留用项目用地，剩余用地由政府收回。公司将配合市规划国土委龙华管理局按有关规定推进收地补偿及后续工作。

黄金台项目在 2009 年因深圳市政府建设深圳北站，黄金台项目被政府征用 17 万平米，剩余 11 万平米。原先市场预期黄金台项目补偿面积为还原成原先的 28.5 万平米左右，但其实按照政府等价值补偿原则（注意：按照原先别墅性质土地价值补偿成住宅、办公性质土地），其实该项目的补偿面积或将超 40 万平米，谨慎按照去年周边 2.5 万元/方地价估算（2014 年 12 月龙光地产子公司金骏地产楼面价 25,094 元/平米获得了龙华白石龙区域项目地块），黄金台项目土地价值将超 100 亿元（未来货值更是大概率超过 200 亿元），对公司 NAV 将超预期贡献近 30 亿元。

图表 9. 黄金台项目造成 23 年土地闲置的缘由

| 时间 | 进展 | 主要公告内容 |
|---------------------|--|---|
| 1991 年 12 月 19 日 | 公司获得黄金台项目，持有该项目 65% 股权 | 公司控股子公司华电公司和龙华公司于 1991 年 12 月 19 日签订了黄金台项目的《联合开发经营合同书》，约定龙华公司提供土地、华电公司提供资金，利润按华电公司 65%、龙华公司 35% 的比例分配等。 |
| 1990-1994 年 | 公司收购黄金台项目股 | 由于当时宝安县政府的房地产开发必须挂靠县属房地产公司的相关规定，龙华公司和华电公司至 90%，同时因挂靠又与宝东公司（县属房地产公司）签订《联合开发经营“黄金台山庄”协议书》及其补充协议，约定由龙华公司提供土地、华电公司提供资金、宝东公司提供当时在宝安县内开发经营房地产的合法手续，利润按龙华公司 25%、华电公司 65%、宝东公司 10% 的比例分配等。龙华公司、华电公司和宝东公司三方与深圳市国土局宝安分局签订土地使用权出让合同及其补充合同，华电公司付清了土地出让金、市政建设配套金等地价款，并收购了龙华公司在黄金台项目享有的所有收益权。 |
| 1994-2001 年 | 因历史遗留债务，黄金台项目被法院查封 | 1994 年，黄金台项目被华电公司及其合作方用于抵押贷款，借款方是原中国农村发展信托投资公司（后该司由广东省建行承接），借款 4,500 万元。不过后因合作方未依约还款，黄金台项目土地于 2001 年 12 月 30 日被广州铁路运输中级人民法院查封。 |
| 2003-2013 年 | 公司与宝东之间开始了股权纠纷 | 2003 年开始，最初签署协议的三家开发公司由于合同产生纠纷，开始了漫长的诉讼纷争。诉讼长达 10 年黄金台项目股讼的主要原因，是提供资金的华电公司、提供土地的龙华公司认为，当年因政策原因必须挂靠的宝东公司“对黄金台山庄别墅项目不享有收益权和土地使用权”。双方自 2003 年之后长达十年的时间里，陷入了上诉、不服审判、再上诉的循环之中。 |
| 2009 年 | 因深圳市政府建设深圳北站，黄金台项目被政 | 2009 年，因深圳市政府建设深圳北站，项目所在区域规划方案调整，黄金台项目原土地总面积 28.39 万平方米中因市政建设占用项目用地 17.35 万平方米，剩余 11.04 万平方米，但当时府征用 17.35 万平米 |
| | | 明确由市政府按照等价值原则进行收地补偿的思路（即提高剩余用地开发容积率）。 |
| 2013 年 2 月 25 日 | 黄金台项目被深圳规土委认定为闲置土地 | 2013 年 2 月 25 日被深圳市规划和国土资源委员会认定为闲置土地。 |
| 2013 年 12 月 16 日 | 公司与宝东之间的黄金台项目股权纠纷解决 | 2013 年 12 月 16 日，广东省高级人民法院(2013)粤高法民一终字第 96 号《民事判决书》终结台项目股权纠纷解决，三方的股权纠纷，最终判定：中洲控股子公司华电公司在黄金台项目享有 90% 的收益权；而公司持 90% 股权，宝东宝东公司在黄金台项目享有 10% 的收益权。 |
| 2014 年 6 月 30 日 | 黄金台项目遗留债务虽已解除，但解封手续尚未办妥 | 黄金台项目遗留债务虽已解除，但解封手续尚人民法院所查封，目前该遗留债务已解除，但解封手续尚未办妥。 |
| 2015 年 3 月 31 日 | 黄金台项目经市政府有关会议审议通过，并纳入深圳市 2014 年度土地整备计划 | 该地块已纳入深圳市 2014 年度土地整备计划，市规划国土委龙华管理局已拟定了《华电地块 A806-0001 宗地土地整备实施方案》并经市政府有关会议审议并原则通过，但尚未取得市入深圳市 2014 年度土地政府用地批复。该实施方案主要内容为，按等价值原则，在该地块用地范围内及周边调整留用项目用地，剩余用地由政府收回。公司将配合市规划国土委龙华管理局按有关规定推进收地补偿及后续工作。 |

资料来源：公司 2009-2014 年年报，中银国际证券

图表 10. 中洲控股黄金台项目土地价款和销售货值的估算

| 项目 | 龙华白石龙区域项目 | 龙华黄金台项目 |
|--------------|--------------------------|---------------------|
| 地块 | 龙华白石龙区域的 A802-0305 号住宅用地 | 华电地块 A806-0001 宗地土地 |
| 位置 | 深圳龙华区地铁龙华线白石龙站西侧 | 深圳龙华区火车北站附近 |
| 开发商 | 龙光地产 | 中洲控股 |
| 权益 (%) | 100.0 | 90.0 |
| 占地面积 (万平米) | 4.7 | 11.0 |
| 容积率 (倍) | 4.0 | 3.7* |
| 建筑面积 (万平米) | 18.7 | 40.0* |
| 权益建筑面积 (万平米) | 18.7 | 36.0* |
| 楼面价 (万元/平米) | 2.5 | 2.5* |
| 总地价 (亿元) | 46.8 | 100.0* |
| 权益总地价 (亿元) | 46.8 | 90.0* |
| 销售均价 (万元/平米) | 5.0* | 5.0* |
| 可售货值 (亿元) | 93.3* | 200.0* |
| 权益可售货值 (亿元) | 93.3* | 180.0* |

资料来源：网络信息，公司数据，中银国际证券

注：*为中银国际证券估计值，并且黄金台项目原始土地楼面成本估算仅为 797 元/平米。

图表 11. 中洲控股黄金台项目及龙光地产白石龙项目的位置分布



资料来源：网络信息，中银国际证券

通过大股东支持、公司高效决策，获得香港稀缺土地资源 8 万方

9月-10月，公司通过大股东支持和公司高效决策，在和香港本土龙头房企的竞争中获得沙田住宅项目。根据公告，公司拟以支付2.8亿港元股权和承担11.2亿港元收购坚利集团所拥有的目标公司100%股权，由此获得香港新界沙田区坳背湾街1-11号的“沙田市地段第75号及丈量约份第176约地段744号余段房地产开发项目”，该项目建面8万平米（总建面13万平米），未来主要为住宅用地，此外，该项目若进行开工建设，还需补交地价42亿港元。

我们认为公司本次交易的两大利好容易被市场误读：

1) 获取香港优质资源，资金压力无需多虑。公司以 14 亿港元的价格锁定了 56 亿港元土地价值的香港稀缺土地，其中 42 亿港元的补交地价的补交节奏比较灵活，并不会立刻造成公司负债的急剧上升，同时公司未来也将通过发达的香港融资市场有效解决融资问题，目前香港融资成本平均 3% 左右，也远低于大陆；

2) 香港税率偏低，净利率表现其实不错。该项目建面 8 万平米，地价 6.7 万港元/平米，建安估算 4.5 万港元/平米，预计售价 16 万港元/平米，总货值 135 亿港币（未考虑车位销售），考虑香港仅有 17.5% 的利得税，预计项目毛利率 30%，净利率 15%，净利润贡献约 21 亿元港元，对应人民币 17 亿元。

图表 12. 香港沙田项目指标

| 序号 | 项目 | 指标(平方米) | 香港指标(平方呎) | 备注 |
|----|-------------|------------|--------------|------------|
| 一 | 用地面积 | 20,038.00 | 215,689.00 | |
| 二 | 建筑面积(楼面面积) | 84,306.00 | 907,469.65 | |
| 1 | 住宅 | 77,234.00 | 831,346.65 | 42层、35层 |
| 2 | 非住宅 | 7,072.00 | 76,123.00 | |
| 三 | 套内面积(可销售面积) | 72,631.00 | 781,799.97 | |
| 1 | 住宅 | 69,595.00 | 749,120.47 | |
| 2 | 非住宅 | 3,036.00 | 32,679.50 | 可销售面积为楼面面积 |
| 四 | 总建筑面积 | 136,947.00 | 1,474,097.29 | |
| 五 | 不可销售楼面面积 | 52,641.00 | 566,630.00 | 住户车位可销售 |
| 六 | 停车位(个) | 313 | 313 | |
| 1 | 住户车位(可销售) | 257 | 257 | |
| 2 | 访客车位(不可销售) | 20 | 20 | |
| 3 | 商城车位(不可销售) | 36 | 36 | |

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 13. 香港沙田项目盈利情况简单匡算

| 项目 | 销售情况 |
|-----------------|-------------|
| 股权(亿港币) | 2.8 |
| 债权(亿港币) | 11.2 |
| 补交地价款(亿港币) | 42.3 |
| 总成本(亿港币) | 56.3 |
| 楼面成本(万港币/平米) | 6.7 |
| 预计建安成本(万港币/平米) | 4.5 |
| 建筑面积(平米) | 8.4 |
| 预计销售价格(万港币/平米) | 16.0 |
| 预计货值(亿港币) | 134.5 |
| 预计毛利率(%) | 30.1 |
| 预计净利率(%) | 15.3 |
| 预计净利润(亿港币) | 20.6 |
| 预计净利润(对应人民币：亿元) | 16.9 |

资料来源：公司公告，中银国际证券

优质成长、定增获批、全速起航，重申买入评级

中洲控股前3季度营业收入和净利润分别同比增长83%和35%，其中由于3季度中惠州项目结算拖累毛利率有所下滑，但4季度中高毛利率的上海珑湾项目进入结算将对毛利率有正面带动作用；近期定增获批将推动大股东做强公司意愿，限制性股票的授予也将激发管理层的活力；公司布局深圳、上海、成都等地，资产优资，并考虑近期黄金台项目补偿超预期以及香港沙田项目的获取，NAV由200亿元上调至242亿元，目前扩股后市值111亿元较之折价高达54%，低估明显；并且14-15年销售分别获得增长123%和预计超44%的高增长，也将保证15-16年的业绩高成长。考虑惠州项目结算毛利率低于我们预期，我们将公司2015-17年的每股收益预测分别由原先的1.15、1.40和1.82元分别下调至1.00、1.32和1.72元，但我们依然看好公司优质资源沉淀和有效内部变革推动的快速成长，并维持目标价29.80元，重申买入评级。

图表 14. 中洲控股土地价值重估后的 2015 年 NAV 测算

| | 权益 (%) A | 重估地价 (元/平米) B | 建筑面积 (万平米) C | 账面成本 (万元) D | 土地增值价值 (万元) E=A*B*C-D |
|---------------------|----------------|---------------------|--------------------|-------------------|-----------------------------|
| 黄金台项目* | a | 90 | 25,000 | 40 | 22,703 |
| 中洲控股金融中心* (持有部分) | b | 100 | 20,000 | 11.6 | 47,833 |
| 圣廷苑酒店 | c | 100 | 20,000 | 8.7 | 20,673 |
| 土地重估增值 (万元) | | d=a+b+c | | | 1,214,791 |
| 开发项目净利折现 (万元) | | e | | | 634,600 |
| 净资产账面价值* (万元) (定增后) | | f | | | 567,835 |
| NAV (万元) | | g=d+e+f | | | 2,417,227 |
| 总股本* (万股) (定增后) | | h | | | 65,345 |
| 每股 NAV (元) | | I=g/h | | | 36.99 |

资料来源：搜房网、公司公告、中银国际证券

*注：1) 黄金台项目原土地总面积 28.5 万平米中因市政建设占用项目用地 17.4 万平米，剩余 11.0 万平米；并且假设黄金台项目未来建面为 40 万平米；2) 中洲控股金融中心分 A、B 塔楼，建筑面积分别为 11.6 万和 4.4 万平米，A 楼作出租，B 楼 5 层以上作销售，目前 4.4 万平米销售部分已实现整售 18.9 亿元；3) 此处净资产账面价值为中银国际证券 2015 年预测净资产值 37 亿元+近期定增实施后获得的 20 亿元现金；4) 此处总股本为定增扩股后股本 6.5 亿股。

附录：

如阁下您需要进一步了解中洲控股的相关信息，请参见中银国际证券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。
- 8、中洲控股 15 年定增获批点评报告《定增获批，全力起航》，出版于 2015 年 10 月 15 日。
- 9、中洲控股 15 年 3 季报业绩点评报告《优质资源沉淀、有效内部变革推动快速成长》，出版于 2015 年 10 月 30 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) | (3,153) | (4,026) | (5,158) |
| 经营费用 | (242) | (302) | (429) | (549) | (706) |
| 息税折旧前利润 | 518 | 620 | 770 | 988 | 1,273 |
| 折旧及摊销 | (51) | (50) | (48) | (48) | (49) |
| 经营利润(息税前利润) | 468 | 570 | 722 | 940 | 1,224 |
| 净利润收入/(费用) | (56) | (99) | (109) | (124) | (159) |
| 其他收益/(损失) | 173 | 20 | 23 | 27 | 32 |
| 税前利润 | 585 | 491 | 636 | 843 | 1,097 |
| 所得税 | (180) | (186) | (159) | (211) | (274) |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 406 | 306 | 477 | 632 | 823 |
| 核心净利润 | 406 | 306 | 477 | 632 | 823 |
| 每股收益(人民币) | 0.847 | 0.638 | 0.996 | 1.320 | 1.719 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.847 | 0.638 | 0.996 | 1.320 | 1.719 |
| 每股股息(人民币) | 0.150 | 0.150 | 0.234 | 0.310 | 0.404 |
| 收入增长(%) | (18) | 37 | 42 | 28 | 29 |
| 息税前利润增长(%) | (27) | 22 | 27 | 30 | 30 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (26) | 20 | 24 | 28 | 29 |
| 每股收益增长(%) | (2) | (25) | 56 | 33 | 30 |
| 核心每股收益增长(%) | (2) | (25) | 56 | 33 | 30 |

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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 | 636 | 843 | 1,097 |
| 折旧与摊销 | 51 | 50 | 48 | 48 | 49 |
| 净利息费用 | 56 | 99 | 109 | 124 | 159 |
| 运营资本变动 | (144) | (2,062) | (774) | (2,094) | (2,721) |
| 税金 | (180) | (186) | (159) | (211) | (274) |
| 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) | (164) | (1,318) | (1,724) |
| 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 | 22 | 20 |
| 投资活动产生的现金流 | 207 | (80) | 202 | 51 | 57 |
| 净增权益 | 21 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 76 | 1,901 | 370 | 1,847 | 2,430 |
| 支付股息 | (295) | (380) | (112) | (149) | (193) |
| 其他融资现金流 | 178 | (54) | 180 | 22 | 20 |
| 融资活动产生的现金流 | (20) | 1,466 | 438 | 1,721 | 2,256 |
| 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) | 38 | (1,267) | (1,668) |
| 权益自由现金流 | 449 | 196 | 409 | 580 | 762 |

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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 | 168 | 214 | 273 |
| 流动资产总计 | 7,055 | 15,098 | 19,089 | 24,460 | 31,432 |
| 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 | 20,274 | 25,728 | 32,838 |
| 应付帐款 | 1,613 | 3,599 | 5,154 | 6,566 | 8,397 |
| 短期债务 | 789 | 1,098 | 1,468 | 3,316 | 5,745 |
| 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 | 12,644 | 17,600 | 24,064 |
| 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 | 3,198 | 3,696 | 4,341 |
| 股东权益 | 3,066 | 3,300 | 3,677 | 4,175 | 4,820 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 总负债及权益 | 7,998 | 16,196 | 20,274 | 25,728 | 32,838 |
| 每股帐面价值(人民币) | 6.40 | 6.89 | 7.68 | 8.72 | 10.06 |
| 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 | 7.95 | 10.85 | 14.70 |

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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 | 17.9 | 17.9 | 18.0 |
| 息税前利润率(%) | 21.1 | 18.8 | 16.8 | 17.1 | 17.3 |
| 税前利润率(%) | 26.5 | 16.2 | 14.8 | 15.3 | 15.5 |
| 净利率(%) | 18.3 | 10.1 | 11.1 | 11.5 | 11.6 |
| 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 | 6.7 | 7.6 | 7.7 |
| 净权益负债率(%) | 32.1 | 118.5 | 103.5 | 124.5 | 146.0 |
| 速动比率(倍) | 0.5 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 20.1 | 26.7 | 17.1 | 12.9 | 9.9 |
| 核心业务市盈率(倍) | 20.1 | 26.7 | 17.1 | 12.9 | 9.9 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 35.2 | 46.7 | 29.9 | 22.6 | 17.3 |
| 盈率(倍) | | | | | |
| 市净率(倍) | 2.7 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.7 |
| 价格/现金流(倍) | 49.2 | (5.0) | (49.7) | (6.2) | (4.7) |
| 企业价值/息税折旧前利润率(倍) | 22.6 | 32.1 | 30.1 | 28.0 | 26.3 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 1,208.8 | 1,606.4 | 1,776.8 | 1,780.6 | 1,783.9 |
| 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 | 371.2 | 387.8 | 385.3 |
| 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 | 13.0 | 15.1 | 17.1 |
| 资产收益率(%) | 4.2 | 2.9 | 3.0 | 3.1 | 3.1 |
| 已运用资本收益率(%) | 9.1 | 8.5 | 8.5 | 9.4 | 9.7 |

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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；本报告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