

Sunac China (1918 HK)

Highlights of our recent site visit

We have arranged a joint field research trip from 2nd to 12th September, with the key theme of “looking for winners in new-type urbanization and economic restructuring”. On 9th September, we discussed the latest development of the company and policies’ impact on the company’s performance with Sunac’s executives. We have also visited Jin Mao Palace in Wangjing.

Company profile In recent years, Sunac has achieved rapid growth in sales. Sales amounted to RMB30 billion sales last year and are expected to reach RMB48 billion this year. Sunac is the 11th largest real estate developers in China in terms of sales. Sunac has the lowest proportion in commercial real estate sales among the companies with over RMB30 billion sales.

Land purchase plan in 2H2013 At present, the main market of Sunac continues to be first-tier (Beijing, Shanghai) and second-tier cities (Hangzhou, Tianjin and Chongqing). Sunac has set up a special team to expand to new market such as Shenzhen and Nanjing, but will still focus on first- and second-tier cities.

Property tax’s impact on sales performance Property tax has some negative impact on Sunac’s sales. Shanghai and Chongqing, two cities with property tax pilot program, are the company’s main market. However, Sunac believes that high-end housing market will not be affected greatly. Even if the property tax might be implemented across the country, the negative impact on Sunac will be limited.

Stories behind the two land kings in Beijing Sunac is optimistic about future development in Yizhuang, and believes that Yizhuang will become the next Wangjing. Xishan Yihaoyuan, a high-end residential project, is reputed in west Beijing. The land in Nongzhanguanbei Road aims at further improvement and is to be used for high-end residence.

Valuation and rating We maintain BUY on SUNAC but we think there may not be much short-term opportunity, given the uncertainties re: tightening liquidity and the negative sentiments towards the recent two land acquisitions.

Financials

RMB mn	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	10,604	20,843	29,805	38,746	39,909
Growth (%)	59.40	96.60	43.00	30.00	3.00
Net income	2,356	2,607	2,712	3,713	4,435
Growth (%)	52.80	10.70	4.00	36.90	19.40
EPS (RMB)	0.71	0.79	0.82	1.12	1.34
DPS (RMB)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
P/E (x)	6	5	5	4	3
P/B (x)	2	1.5	1.2	0.9	0.7
ROE (%)	33.40	27.50	22.70	24.10	22.70

Source: Company data, CMS (HK) estimate

Buy

(Previous: Buy)

Target Price: HK\$6.66

Current price: HK\$5.01

 China Merchants Securities (HK)
 Duan Feiqin
 +86-755-82904571
 duanf@cmschina.com.cn

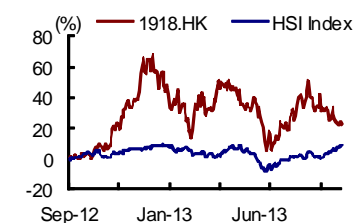
24 Sep 2013

Key data

HSI Index	23371.54
HSCEI Index	10717.72
S/O(mn)	3015.08
S/O (HK)(mn)	3319.06
Mkt cap (HK\$) (mn)	16628
BVPS(HKD)	3.56

Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute	-12	-10	21
Relative	-19	-16	13



Source: Bloomberg

Related research

融创中国(1918.HK)

“寻找新型城镇化与经济转型的赢家”调研笔记

9月2日至9月12日我们组织了一场主题为“寻找新型城镇化与经济转型的赢家”行业联合调研。期间，我们于9月9日与融创中国的高管进行了面对面交流，就公司新近情况及政策对公司业绩的影响等做了细致交流，并参观了公司在北京的金茂府项目。

公司概况 近几年来，融创销售业绩增长快，去年销售实现 300 亿元，今年预计销售可达 480 亿元。如果按照销售规模计算，融创排名全国地产开发商第 11 位左右。从业务划分来看，销售规模超过 300 亿元的地产开发商中，融创的商业地产业务的销售比例最小。

2013 年下半年拿地计划 目前公司覆盖的市场以一线城市（北京、上海）及二线城市（杭州、天津和重庆）为主。公司也有成立专门的考察小组，拓展新城市的市场空间，但仍以一二线城市为主。如深圳和南京。

房产税对业绩的影响 房产税的实施对公司业绩还是有阻力。目前房产税的试点城市有上海和重庆，为公司主要业务市场。但是，总体认为房产税的实施对高端房地产市场的影响不大。因此即使房产税将全国范围内推行，基于公司目前所在城市的房地产政策已十分严厉，对公司未来业绩的负面影响空间有限。

北京两块地王背后的缘由 公司看好亦庄市场未来发展的潜力，认为亦庄将会成为下一个望京。而购下农展馆北路这块地是希望在西山一号院的基础上有进一步的提升，打造出国际高端的住宅，成为未来国际高端房屋标的。

投资策略及建议 我们仍然维持“买入”的投资评级，但考虑到目前流动性偏紧及新拍地王对公司造成的影响尚无法完全评估，短线机会不大。

盈利预测及估值

人民币 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	10,604	20,843	29,805	38,746	39,909
同比增长 (%)	59.40	96.60	43.00	30.00	3.00
净利润	2,356	2,607	2,712	3,713	4,435
同比增长 (%)	52.80	10.70	4.00	36.90	19.40
每股盈利 (元)	0.71	0.79	0.82	1.12	1.34
每股股息 (元)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
市盈率 (x)	6	5	5	4	3
市净率 (x)	2	1.5	1.2	0.9	0.7
ROE (%)	33.40	27.50	22.70	24.10	22.70

资料来源：公司资料,招商证券（香港）预测

买入

(上次: 买入)

目标价: HK\$ 6.66

现价: HK\$5.01

招商证券(香港)研究部

段斐钦

82904571

duanf@cmschina.com.cn

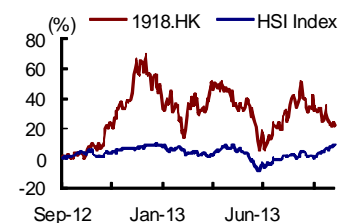
2013 年 9 月 24 日

基础数据

恒生指数	23371.54
H 股指数	10717.72
总股数 (万股)	301508
港股股数 (万股)	331906
港股市值 (港元百万)	16628
每股净资产 (港元)	3.56

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-10	21
相对恒指表现	-19	-16	13



资料来源：彭博

相关报告

情况简介

近几年来，融创销售业绩增长快，去年销售实现 300 亿元，今年预计销售可达 480 亿元。如果按照销售规模计算，融创排名全国地产开发商第 11 位左右。从业务划分来看，销售规模超过 300 亿元的地产开发商中，融创的商业地产业务的销售比例最小。近年来公司一直坚持一二线城市精耕细作的发展策略，但很多中小型的房地产商从原来专攻三四线城市，转向抢占一二线城市市场。

产品基本情况和售价

- 公司的主力户型为面积 250-300 平方米，这个面积区间的房子销售需求高，产品好卖，公司容易控制销售速度。
- 城市需要分地区看，不同地区房子售价完全不一样。

西山一号院

明星楼盘-西山一号院目前已经卖至三期，平均销售价格接近 60000 元/平方米，旁边万科的楼盘销售价格一直没公司高，平均每平方米低几千元。目前销售价格约 48000 元/平方米。但是，西山一号院的空置率高。1000 多套的房屋，已卖 800 多套，全部都已付款，但到目前已经入住的也就几十套。西山一号院一期的购买者以投资客居多，总价约为 800-1200 万；二期和一期的购买者类型相差不大。而三期的房屋销售总价到 1000 万元，购买的客户就趋于高端，类型以企业高管为主。

融创 2013 下半年的拿地计划

目前公司覆盖的市场还是以一线城市：北京、上海；二线城市：杭州、天津和重庆为主。公司也有成立专门的考察小组，拓展新城市的市场空间，但是仍会以一二线城市为主。例如：深圳和南京。

1. 重庆没有合适的土地资源。
2. 杭州地价贵，且没有适合的土地资源。杭州政府一般卖给外地开发商的地价偏高，利润空间小，因此如果不是很好的地段，外地开发商是很难再杭州地区赚钱。
3. 上海市场的房屋销售速度放慢。上海目前新批土地只有商业用地，没有住宅用地。未来两三年，上海将面临没有新增住宅。目前，上海市场主要是在消化库存。公司在上海地区还是有一两块比较好的住宅用地，所以公司目前策略是放慢销售节奏，等市场在目前的存量消化的差不多了，在推出新的楼盘。
4. 天津地价太高，目前天津的天津拖拉机厂原址的地块在保持重点关注。
5. 北京地区，主要考虑区域为亦庄，还有亦庄中间的一小块地。亦庄

地区周边有 CBD、南海子公园以及完善的周边配套设 施，支持公司产品的高端定位。北京地区房地产竞争两级分化严重：1) 产品强，死磕，虽然最后有利润赚取，但是空间小；2) 放弃利润，做保障房。未来一线房地产商会出现分化，向高端房市场靠拢，而低端保障房市场公司是做不过恒大。

所以整体上来讲，公司 2013 年的拿地计划已经基本完成，从土地供应、市场布局及未来规划的角度来看，公司下半年拿地的可能性不高，上半年公司已经将比较好，重要的拿到手。

房产税

房产税的实施对公司业绩还是有阻力。目前房产税的试点城市有上海和重庆，为公司主要业务市场。但是，总体认为房产税的实施对高端房市场的影响不大。因此即使房产税将全国范围内推行，基于公司目前所在城市的房地产政策已十分严厉，对公司未来业绩的负面影响空间有限。房产税实际上就是直接增加房子成本，降低大量囤房投资者的利润。所以，房产税的实施更多的是影响普通房销售。持有几套普通房的人，会因为征收房产税的原因，出售自身房产，然后换一套高端房自用，反而增加了高端房的需求。另一方面，购买高端房的消费者本来价格敏感度就低，因此不受影响。

房地产政策

未来政府对房地产的政策不会再采用“一刀切”的方式，而是针对市场，分开对待。未来政府有可能的地产调控政策：放开高端房市场，征收高端房的房产税；50%的中端房采用限价政策；30%的低端房市场着力推行保障房。政府现在也慢慢明白，限制高端房的购买是没有用的。其次，由于近年来基础设施的建设以及多个地铁项目开发，地方政府的开支也是有压力的，因此他们还是需要通过征收高端房的税收，缓解费用压力。但是，目前中端房市场的限价还是比较困难，政府限制不住。从销售单价来看，表面上中端房市场是实施了限价政策，但实际上付款时还是需要增幅某些额外的费用。公司认为政府限制单价的政策是没有效果的，只有限制销售总价才有用。目前政府推出的限价策略也是逼于无奈的举措，以后还是会相应市场做出调整。

北京房价飞涨

过去一年，北京房价飞涨，平均售价从 31000 元/平方米涨至 44000 元/平方米。在产品没有改的前提下，价格高涨是没有道理的。公司认为北京房屋价格上涨主要是受政府推动。目前在北京有钱都不一定买到房子。

五环以内基本没新房，加上地价上涨，又没有新房推出，导致老百姓恐慌。而市场上没有新房推出主要是政府不批给地产商的销售证。政府想通过高房价把低端产业挤出去。

两块地王背后的缘由

1) “8月14日，融创中国葛洲坝联合体以41.2亿元拿下了亦庄两块宅地，其中一块剔除限价房面积后楼面价为28000元/平方米”。

公司看好亦庄市场未来发展的潜力，认为亦庄将会成为下一个望京。公司对自己的判断很有信心，就像当初拿来广告没有人要的时候一样。目前，亦庄住宅平均售价为35800/平方米，价格严重低估。亦庄有世界500强企业80多家；环境规划和绿化标准水平高，很有欧洲小镇的感觉；周边配套设施好，学校、公园、医院等应有尽有。但是房屋价格一直很低的主要原因是因为老百姓对北京东南区有偏见。但实际看，情况并不是这样。亦庄距离CBD近，旁边有南海一公园-北京最大的湿地公园，这样的稀缺资源，北京五环周围都没有。而且亦庄还有一定的产业支持。另外，待附近的新南苑-北京第二个机场建起后，就会带动周边产业。目前，亦庄内低密度的房屋项目几乎没有，相比之下另一个同样热门的孙河板块则以低密度项目为主，市场竞争激烈。公司自从与绿城合作后，通过与他们的学习和交流，大大提升了公司产品的质量和能力，公司对自己产品很有信心，结合从绿城哪里学到的东西，希望在亦庄做叠加式低密度大屋。预计未来亦庄新地王房价可以升至60000元/平方米。

2) “9月4日，北京单价地王纪录再次被刷新。融创中国以21亿元配建27.8万平方米医院面积拿下农展馆北路8号住宅地块。剔除配建的医院面积后，楼面价高达73099元/平米，成为北京名副其实的新地王”。

农展馆北路这块地，公司从它去年挂牌的时候就一直想拿了。目前北京的高端住宅西山一号院在西边已经有很大的影响力，且产品质量受业内肯定。购下农展馆北路这块地是希望在西山一号院的基础上有进一步的提升，打造出国际高端的住宅，成为未来国际高端房屋标的。公司认为拍地价符合预期，且同行对这块地的价值认识是趋同的。农展馆这块地的地理位置极佳，景观极美。西边有一个50000平方米的湖(清朝的时候，老百姓自己挖的湖，湖周边的树至少有50-60年的历史)，基本上二层以上的楼层都可以看到；东边是长安公园；南边是中将以上的住宅楼和将军楼，国防部委住在那里。可以说是位置稀缺，周边配套设施资源稀缺。东三环内很难再找到类似的地方和项目。北京的房屋购买能力实际上是很强的，但是目前三环卖的住宅全是10年前的老项目。100000

元/平方米好的产品没有，购买能力和购买预期不匹配，以至于高端消费需求没能释放出来。公司相信只要把产品打造好，根据周边房屋平均售价 100000 元/平方米的情况来看，农展馆这块地实现 100000 元/平方米以上的售价不是问题。由于地段有高度限制，未来预计楼层会在 7-8 层左右，平均面积为 200-250 平方米，楼高为 3-3.3 米左右。面对湖的单位的楼高会为 3.3 米。公司预计此项目 2015 年预售，但是如果明年能拿到销售证，就会开始销售。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	30,863	64,832	71,554	76,786	73,502
现金	2,763	8,394	14,617	18,608	15,195
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1,345	6,167	6,124	6,081	6,039
其它应收款	0	0	2,921	3,758	3,871
存货	25,651	46,401	46,401	46,401	46,401
其他	1,104	3,869	1,490	1,937	1,995
非流动资产	2,749	6,018	5,889	16,039	25,206
长期股权投资	1,421	3,123	3,123	3,123	3,123
固定资产	28	49	128	207	286
无形资产	314	309	278	10,250	19,225
其他	987	2,537	2,360	2,459	2,572
资产总计	33,613	70,849	77,443	92,826	98,708
流动负债	14,628	44,294	52,087	62,870	63,374
短期借款	2,254	11,783	15,000	15,000	15,000
应付账款	5,279	12,269	17,545	22,809	23,493
预收账款	5,840	15,146	11,326	14,724	14,567
其他	1,255	5,096	8,216	10,337	10,314
长期负债	11,579	14,646	10,522	11,019	11,445
长期借款	9,321	9,942	10,522	11,019	11,445
其他	2,258	4,704	0	0	0
负债合计	26,207	58,940	62,609	73,889	74,819
股本	259	260	260	260	260
资本公积金	0	0	0	0	0
留存收益	6,792	9,229	11,675	15,123	19,292
少数股东权益	355	2,505	2,984	3,639	4,422
母公司所有者权益	7,051	9,489	11,936	15,383	19,553
负债及权益合计	33,613	70,934	77,528	92,911	98,793

现金流量表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	(7,244)	9,509	2,472	14,630	7,344
净利润	2,356	2,607	2,712	3,713	4,435
折旧摊销	52	46	31	28	1,025
财务费用	8	2	1,026	954	975
投资收益	(778)	(191)	(200)	(200)	(200)
营运资金变动	(10,763)	(8,202)	2,639	9,459	305
其它	1,881	15,247	(3,735)	676	803
投资活动现金流	(1,479)	(5,260)	(209)	(10,198)	(10,213)
资本支出	(64)	(68)	(100)	(10,100)	(10,100)
其他投资	(1,416)	(5,192)	(109)	(98)	(113)
筹资活动现金流	2,959	1,382	3,960	(440)	(544)
借款变动	4,696	622	5,217	580	497
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(266)	(266)	(266)
其他	(1,736)	759	(992)	(754)	(775)
现金净增加额	(5,763)	5,632	6,223	3,991	(3,413)

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

利润表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	10,604	20,843	29,805	38,746	39,909
营业成本	7,038	15,460	22,652	29,447	29,133
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	314	530	758	985	1,015
管理费用	301	355	390	468	515
财务费用	8	2	1,026	954	975
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	778	191	200	200	200
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,722	4,687	5,180	7,091	8,471
营业外收入	9	110	0	0	0
营业外支出	202	113	0	0	0
利润总额	3,528	4,685	5,180	7,091	8,471
所得税	1,145	2,070	1,989	2,723	3,253
净利润	2,383	2,615	3,191	4,368	5,218
少数股东损益	27	7	479	655	783
母公司所有者净利润	2,356	2,607	2,712	3,713	4,435
EPS (元)	0.71	0.79	0.82	1.12	1.34

主要财务比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	59%	97%	43%	30%	3%
营业利润	40%	26%	11%	37%	19%
净利润	53%	11%	4%	37%	19%
获利能力					
毛利率	33.6%	25.8%	24.0%	24.0%	27.0%
净利率	22.2%	12.5%	9.1%	9.6%	11.1%
ROE	33.4%	27.5%	22.7%	24.1%	22.7%
ROIC	13.3%	7.8%	9.1%	10.6%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	78.0%	83.2%	80.8%	79.6%	75.8%
净负债比率	119.0%	111.1%	82.6%	46.9%	53.5%
流动比率	2.1	1.5	1.4	1.2	1.2
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转率	10.5	5.5	4.8	6.3	6.6
应付帐款周转率	1.7	1.8	1.5	1.5	1.3
每股资料(元)					
每股收益	0.71	0.79	0.82	1.12	1.34
每股经营现	-2.18	2.87	0.74	4.41	2.21
每股净资产	2.12	2.86	3.60	4.63	5.89
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
估值比率					
PE	6.0	5.4	5.2	3.8	3.2
PB	2.0	1.5	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	7.2	6.4	6.3	4.6	3.8



投資評級定義和免責條款

投資評級	定義
買入	預期股價在未來12個月較市場指數上升10%以上
中性	預期股價在未來12個月較市場指數上升或下跌10%或以內
賣出	預期股價在未來12個月較市場指數下跌10%以上

免責條款:

本報告由招商證券(香港)有限公司提供。招商證券(香港)現持有香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)所發的營業牌照,并由SFC按照《證券及期貨條例》進行監管。招商證券(香港)目前的经营範圍包括第1類(證券交易)、第2類(期貨合約交易)、第4類(就證券提供意見)、第6類(就機構融資提供意見)和第9類(提供資產管理)。本報告中的內容和意見僅供參考,其並不構成對所述證券或相關金融工具的建议、出價、詢價、邀請、廣告及推荐等。

本報告的信息來源於招商證券(香港)認為可靠的公開資料,但我公司對這些信息的準確性、有效性和完整性均不作任何保證。招商證券(香港)可隨時更改報告中的內容、意見和估計等,且並不承諾提供任何有關變更的通知。我公司及其僱員對使用本報告及其內容所引發的任何直接或間接損失概不負責。投資者須按照自己的判斷決定是否使用本報告所載的內容和信息並自行承擔相關的風險,且投資者應按其本身的投资目標及財務狀況而非本報告作出自己的投資決策。

招商證券(香港)或關聯機構可能會持有報告中所提到公司所發行的證券頭寸並進行交易,還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告版權歸招商證券(香港)所有,未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商證券(香港)有限公司
香港中環交易廣場一期48樓
公司網址: <http://www.newone.com.hk>
電話: (852) 31896888 傳真: (852) 31010828