



## 恒大地产 8 月销售数据点评

### 销售数据点评

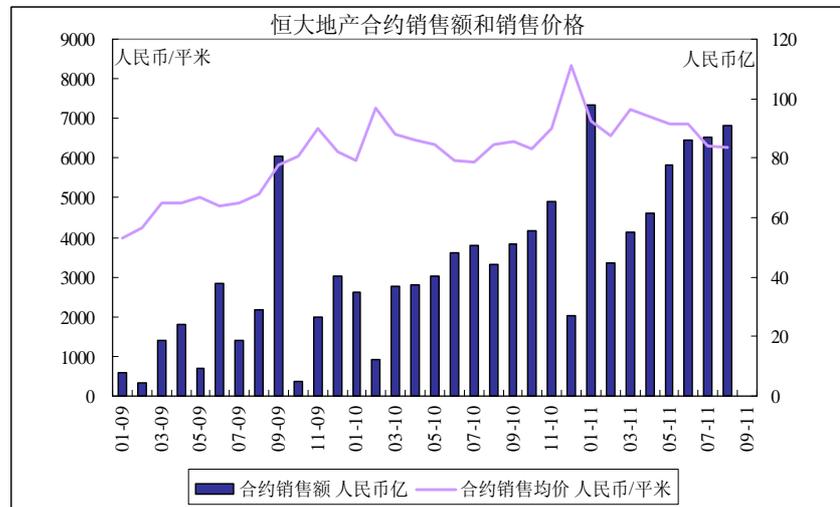
房地产行业| 中国  
2011 年 9 月 15 日

研究员  
陈宋恩 [Philipchan@abci.com.hk](mailto:Philipchan@abci.com.hk)  
李红颖 [Vivianli@abci.com.hk](mailto:Vivianli@abci.com.hk)

我们于 14 日参加了恒大地产的分析师会议。8 月公司在仅有 3 个新盘推出的情况下，销售额达到人民币 91.0 亿，同比和环比增长分别为 105.0%和 4.8%。公司已经完成全年销售目标(人民币 700 亿)的 85.9%，销售回款额度和速度均好于我们的预期。

#### ■ 销售维持强劲增长

从今年 2 月以来恒大保持了按月同比和环比的双增长，这是其产品在目前环境下具有竞争力的表现。虽然我们看不到其按月均价有下跌趋势，但主要是产品结构所致。因为公司加大了 3 线城市推盘的比重。公司认为目前的销售价格人民币 6,268/平米，是价格的底部。



来源：公司资料，农银国际整理

公司已经完成全年销售目标(人民币 700 亿)的 85.9%。我们推算公司最迟 10 月公司会完成全年的销售目标，而全年的实际销售则有望接近人民币 1000 亿，有效的锁定了 2012 年的业绩。

#### ■ 负债率有望下降

在我们总结恒大的中期业绩时。我们认为，公司负债率偏高，取决于期内销售和应收账款回款的速度和额度，我们预计年末恒大的现金余额会达到人民币 106-306 亿。净负债率会为 77.4-136.0%。当时我们提到该负债比率仍然偏高，公司有必要保持快速销售增加资金回流降低负债率。

目前来看，公司的销售回款好于我们的预期，从 8 月到 9 月初第一个星期，公司销售和应收账款现金回流已超过人民币 160 亿。我们预计公司年末的净负债率有望接近我们之前预期的下限。



■ P/B 估值触上市以来最低位

跟随同业的股价走势，恒大的股价 9 月 14 日创下今年 4 月以来的新低，HK\$3.50。结合我们对恒大年末资产净值将为 Rmb2.18/股(即 HK\$2.66/股)的估算，该股价对应的 P/B 估值是 1.31 倍，该估值是上市以来最低，其曾在 2010 年下半年触及该估值。我们认为该位置有望成为短线的有力支持位。

	2H09	1H10	2H10	1H11	7-8/11
恒大股价高位	4.85	4.34	4.22	5.90	6.27
恒大股价低位	3.50	1.83	2.16	3.25	4.17
期末净资产值(Rmb/股)	0.86	1.01	1.37	1.84	2.18*
汇率(Rmb/HK\$)	0.88	0.87	0.83	0.82	0.82
期末净资产值(NBV(HK\$/股))	0.98	1.16	1.65	2.24	2.66
恒大 P/B 高位	4.96	3.74	2.56	2.63	2.35
恒大 P/B 低位	3.58	1.58	1.31	1.45	1.57

来源：公司资料，Bloomberg，\*农银国际证券预测

但我们认为目前股价并不合理。我们在其中期业绩点评(参见 2011/8/31 日报告)时提到，我们认为从恒大 09 年末上市至今其刚好经历了地产行业周期的顶峰(09 年末地产行业受到国家政策支持而高速增长)和波谷(10 年下半年地产行业受到国家政策打压，市场对该行业过度悲观)。我们预计未来的半年内，国家对地产行业的调控方向和货币紧缩的宏观环境不会改变，即维持从 2010 年下半年至今的宏观环境。因而这段时间内市场对公司的估值具有指引意义，即 1.31-2.63 倍的 P/B。结合我们对恒大年末资产净值将为 Rmb2.18/股(即 HK\$2.66/股)的估算，则恒大的股价波动区间或为 HK\$3.48-7.00。但是我们认为恒大正稳步兑现其业务目标，向市场展现的强大执行力，这应减少市场对其风险溢价的要求，因而估值底部重心应有上升的趋势。同时我们也认为其估值的上限应有轻微下降，反映宏观环境有转更恶劣的可能。结合上述因素我们认为恒大股价短期内比较合理的波动区间是 HK\$4.52-6.12 即 1.70-2.30 倍的 P/B 估值。我们目前维持此判断。我们认为在恒大 9、10 月密集推盘后公布异于同业的强劲销售数据会让市场意识到对其股价的错判。主要的风险来自政策，如国家于黄金周前出台超预期全面的 3 线城市的限购和执行力度。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

房地产行业

## 分析员声明

本人，陈宋恩，Philip，为该研究报告内容的主要负责人，特此声明，文中观点准确反映了我个人对目标公司（们）或其证券的看法；同时声明本人酬劳没有、且将不会，直接或间接与文中本人表述的观点和建议有关。本人及关连人士并没有持有报告内所推介股份的任何及相关权益。农银国际证券和其关联公司就该等信息所述的证券或拥有一定利益。

本人，李红颖，Vivian，为该研究报告内容的主要负责人，特此声明，文中观点准确反映了我个人对目标公司（们）或其证券的看法；同时声明本人酬劳没有、且将不会，直接或间接与文中本人表述的观点和建议有关。农银国际证券和其关联公司就该等信息所述的证券或拥有一定利益。**本人持有恒大地产(3333)股份。**

本报告由从事证券及期货条例(Cap.571) 中第一类(证券交易) 及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团-农银国际证券有限公司(「农银国际证券」) 所发行。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。本报告所载之资料和意见乃根据本公司认为可靠之资料来源及以高度诚信来编制，惟农银国际证券并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证。本报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。本报告的作用纯粹为提供信息。本报告对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，本报告亦并非，及不应被解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约。农银国际证券或任何其附属机构、总监、员工和代理在法律上均不负责任何人因使用本报告期内数据而蒙受的任何的直接或间接损失。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。撰写研究报告内容的分析员均为证券及期货条例注册的持牌人士。

Copyright 2011 ABCI Securities Company Limited

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址: 香港中环，红棉路8号13楼，东昌大厦，农银国际证券有限公司  
电话: (852) 2868 2383