



2019年4月15日

朗诗绿色集团 (106.HK)

绿色住宅开发商的先行者

朗诗从2001年开展业务，定位为绿色住宅发展商，把德国绿色建筑技术引入中国，以南京为总据点，辐射至其他长三角地区的城市。其后更成功打入美国市场，在东西岸主要城市竖立“LANDSEA HOMES”品牌，以良好产品质量抢占市占率，2018年销售在美国排名37。截止2018年底，公司拥有土地储备货值约1220亿元（人民币·下同），加上未结转销售约300亿元，估计能为朗诗带来约70亿元的利润，于未来陆陆续续交付以兑现出来。我们估算公司经调整的资产净值约87亿元，并以折让率30%为目标估值，相当于目标价为每股港币1.4元，首予“买入”评级。

报告摘要

绿色住宅先行者。朗诗从2001年开展业务，以南京为总据点，辐射至其他长三角地区的城市。公司是绿色住宅发展商的先驱者，把德国绿色建筑技术引入中国，其后融合了智能家居及大数据分析，发展出特有的绿色智能家居产品系列。朗诗品牌以高质量见称，成功打入长三角等经济较强的地区。其后更成功打入美国市场，在东西岸主要城市竖立“LANDSEA HOMES”品牌，以良好产品质量抢占市占率，朗诗2018年销售在美国排名37。

以品牌效应杠杆出千亿货值。朗诗植根南京、长三角，并辐射至环渤海、西南部、以至美国等主要城市群，未来也逐步发展大湾区。截止2018年底，公司拥有传统项目土地储备约370万平米，估算货值约690亿元（权益比率约50%）。另外受益于朗诗的品牌效应，公司会承接管理第三方的房产项目，授权使用朗诗品牌、专利绿色建筑技术，并按销售额提成约5%，截至2018年底，该类轻资产项目的土储约300万平米，估计货值约525亿元。轻重资产项目加起来总土储货值约1220亿元。

2019年销售稳步增长。朗诗2019年预计将提供约500亿元货值（全口径），公司过往三年平均水平约80-90%，考虑土储集中在长三角一、二线城市，市场深度较为稳固，我们认为公司2019年去化率将能够保持在过往水平，估计约85%，销售额相当于约425亿元，同比增长11%，销售稳步增长。

严谨管控负债。朗诗2018年净杠杆比率约23%，低于同业平均水平，反映公司严谨控制财务风险，加上推展轻资产模式，财务资源需求较低，截至2018年底，手头现金约60亿元，远高于一年内到期之债务约7亿元，非常稳健。而表外应占债务与现金基本持平，表外杠杆风险有限。

首予“买入”评级。截至2018年底，全口径土储货值约1220亿元，权益约30%，加上公司未结转销售约300亿元，我们估计能为朗诗带来约70亿元的利润，于未来陆陆续续交付以兑现出来。我们估算公司经调整的资产净值约87亿元，并以折让率30%为目标估值，相当于目标价为每股港币1.4元，轻资产业务所投入的资本较传统开发项目为低，财务风险相对较小，其价值将逐步被市场认可，未来有望为公司带来价值重估的机会，首予“买入”评级。

风险提示：银根紧缩影响销售；国内调控力度升级；轻资产项目掌控度较低。

(31/12 年结; 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,214	7,561	9,690	15,371	23,952
增长率(%)	28%	22%	28%	59%	56%
核心净利润	740	922	1,110	1,420	1,806
增长率(%)	93%	25%	20%	28%	27%
毛利率(%)	25%	28%	33%	30%	28%
核心净利润率(%)	12%	12%	11%	9%	8%
核心每股收益(人民币)	0.16	0.20	0.21	0.27	0.34
每股净资产(人民币)	0.76	0.93	0.99	1.22	1.50
市盈率	5.3	4.3	4.2	3.3	2.6
市净率	1.1	0.9	0.9	0.7	0.6
核心净资产收益率(%)	27%	25%	23%	24%	25%
股息收益率	4%	4%	5%	6%	8%

数据来源：公司资料、彭博、安信国际预测

公司首次覆盖

证券研究报告

房地产行业

投资评级: 买入
目标价格: 1.40 元
现价 (2019-4-12): 1.01 港元

总市值(百万港元) 4,770
流通市值(百万港元) 1,623
总股本(百万股) 4,722
流通股本(百万股) 1,607
12个月低/高(港元) 0.79/1.06
平均成交(百万港元) 1.30

股东结构

田明及其一致行动人 65.97%
平安保险 6.92%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.70	-8.04	7.47
绝对收益	4.12	4.12	4.48

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 房地产行业分析师

+852-22131402

stevewong@eif.com.hk

1. 绿色住宅开发者的先行者

朗诗从 2001 年在南京开展住宅项目发展业务，以绿色住宅为卖点，辐射至其他长三角地区的城市，随后再扩展到其他中国的经济圈如环渤海经济区、西南经济区等，是中国领先的绿色住宅发展商之一。现时业务遍及中国各大城市，如上海、南京、苏州、天津、杭州、武汉、成都等。此外，公司在 2012 年进入美国市场，在纽约、波士顿、旧金山、洛杉矶等美国东西岸主要经济中心城市发展房地产。截至 2018 年底，公司共有 99 个在推进中的项目，其中 18 个位于美国，发展规模计算，朗诗在美国排名 37，是鲜有在美国打出名堂的中国企业，朗诗美国房产项目的客户绝大部分是本土消费者，中国投资客只占约 10%。

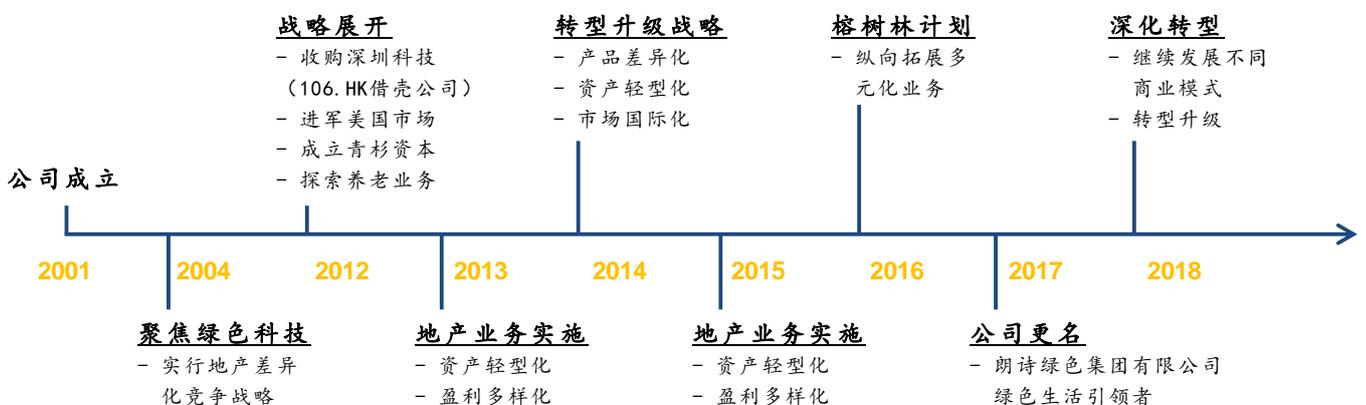
朗诗是“中国绿色建筑委员会”创始会员，同时也是德国、美国绿色建筑委员会成员。连续多年入围“中国房地产企业”百强名单。2018 年，朗诗位列“中国上市房企绿色信用指数”排名 10 强之一。绿色环保住宅是房地产行业的潮流，绿色科技能够提高投资节能的回报，进一步提高住宅生活质量。朗诗发明了优化设计和优化绿色节能技术的住宅项目产品。公司已发展了四代产品，每一代都运用了不同的建造技术：从第一代主打“创造舒适生活环境的概念”，到第二代的“提高建筑材料的质量去改善环境”，以至第三代的“采用被动式设计，最大限度地利用天然资源”，以至第四代的“被动式建筑基础上采用可独立控制系统，实现更人性化的智能产品”都能大大提高住户生活体验，並创造更高价值。根了解绿色住宅的平均售价比其他房屋高出约 20%。

图 1：朗诗的发展策略图与产品线



资料来源：公司资料、安信国际

图 2：朗诗关键里程碑



资料来源：公司资料、安信国际

2. 朗诗绿色建筑发展的关键技术

绿色环保住宅是房地产行业的潮流，绿色科技能够提高投资节能的回报，进一步提高住宅生活质量。朗诗发明了优化设计和优化绿色节能技术的住宅项目产品。公司已发展出四代产品，每一代都运用了不同的建造技术。

- **第一代产品：**主要是建立在创造舒适生活环境的概念之上，例如提供 100%的新鲜空气在居住环境中。同时降低小区噪音，白天降低至小于 40 分贝，夜间降低至小于 35 分贝；
- **第二代产品：**主要是从提高建筑材料的质量去改善环境。公司从控制有机化合物(VOCs)的水平，以减少对人体健康的造成的潜在影响；
- **第三代产品：**采用诱导式设计，最大限度地利用天然资源去制冷、热和通风，以创造舒适的居住环境。
- **第四代产品：**采用诱导式设计，最大限度地利用天然资源去制冷、热和通风，以创造舒适的居住环境。第四代产品在之前成熟配套型产品基础上，增加了健康、舒适、智能、节能、环保五个维度的内容。目前只有朗诗一家开发商敢于将“无醛”这一标准写进销售合同里。

朗诗在其长兴绿建研发基地建筑“布鲁克被动房”作实验研发之用。该被动房建筑面积约 2,500 平米，共有标准房间 48 间，套房四套，基本满足基地日常住宿接待功能。所谓被动房，就是通过利用可再生能源加上高隔热隔音、密封性强的建筑外墙，使能源消耗不超过每平方米每年 120 千瓦·小时的房屋。布鲁克被动房由朗诗、德国被动房研究所和德国能源署等单位合作建设，其保温、遮阳、气密性等指标均严格按德国被动房标准打造，并解决了中国冬冷夏热地区的本土化难题。在国内被动房技术尚处探索阶段之时，布鲁克率先在多项技术指标上实现了突破，其优异的保温性能、气密性及新风机高效的热回收，使得布鲁克被动房与传统住宅相比能节省 70-80%的能源。作为领先的节能建筑，朗诗不继优化并提高对房屋的保温性及气密性。早前朗诗的布鲁克被动房因其卓越的可持续性获世界银行颁发中国首个 EDGE 认证，还获德国可持续建筑委员会 (DGNB) 颁发的中国首个铂金认证。

被动房对人的体感舒适和节能效果毋庸置疑，在中国财富效应及消费升值的带动下，我们认为被动房建筑未来在国内的需求将有极大潜力。国内设计师和建造团队普遍都缺乏相关经验，部分建筑材料还需要进口，为发展商们带来不小难度。而朗诗的绿色建筑技术及整合能力将成为公司的比较优势，令朗诗产品的市场差异性增加，是公司长远未来主要的增长动力之一。

图 3：布鲁克被动房的发展及朗诗长兴绿建研发基地

1988年 阿达姆森教授及德国的菲斯特博士，两位教授首次提出被动式建筑理论	1991年 世界上第一栋被动式建筑（住宅）落成于德国达姆施塔特市，标志着被动式建筑成功从理论走向了实践。开启了绿色节能建筑的新纪元	1996年 菲斯特博士在达姆施塔特市带领各国建筑节能专家成立德国被动房研究所（Passivhaus Institut，简称“PHI”）	1998年 被动房标准被颁布
2011年 中国住房和城乡建设部和德国交通、建设和城市发展部签署了《谅解备忘录》，进一步明确发展被动式低能耗建筑的合作重点。	2014年 朗诗布鲁克被动房项目建成，并正式获得被动房研究所的认证，由被动房之父菲斯特博士亲身颁发证书。同年，全球建筑获被动房认证达100万平方米	2015年 中国被动式建筑联盟成立，朗诗集团当选第一届主席	2015年4月 PHI发布新被动房标准
2017年 全球已超过6万栋被动式房屋建筑	2018年 德国宣布，到2018年所有新建筑都必须达到被动房标准	2030年 预计到2030年，中国新建筑将全部按被动式建筑标准设计及建造	



我们于2019年1月上旬参观了朗诗位于长兴的研发基地进行调研，当时室外接近零度，在没有开启开调的情况下，室内依然保持约25度，我们体现了朗诗被动房的威力。

资料来源：公司资料、安信国际

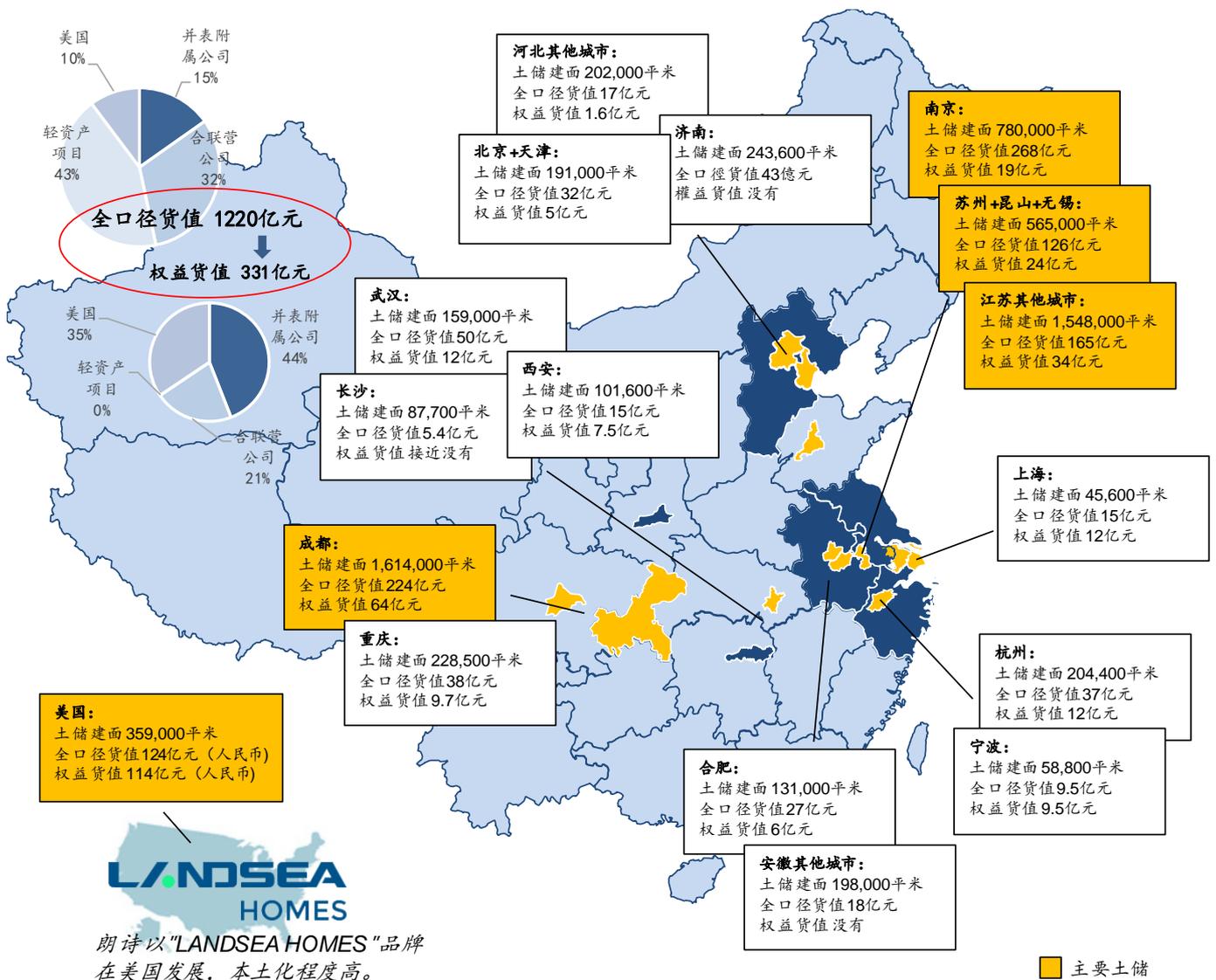
3. 千亿土储集中在中美一、二线城市

截至 2018 年底，朗诗总土储约 670 万平方米，我们估计公司货值约 1220 亿元。公司一直深耕长三角地区，并以此为根据地，长三角总土地储备面积约 353 万平方米，占总土储的 52%，货值约 668 亿元，占总货值约 55%；其次是西南部地区，土储面积约 184 万平方米，占总土储约 27%，货值约 262 亿元占总货值约 21%；环渤海地区土储面积约 64 万平方米，占总土储约 10%，货值约 92 亿元占总货值约 8%。

按城市等级分类，公司以一、二线城市为主，一线城市（包括北京、上海）土储货值约 35 亿元，占总货值约 3%；二线城市（包括南京、苏州、成都等）土储货值约 750 亿元，占总货值约 62%；三线城市土储货值约 310 亿元，占总货值约 25%。良好的土地储备受惠于当地强劲之经济活动增长及财富效应，同时也增强了对绿色住宅的需求。另外，公司亦慢慢打入华南大湾区市场，在大湾区已物色项目，未来把绿色家居引入华南市场。广东经济一值位居中国首位，在发达经济活动带领下，居民愿意花较高的价格购置美好家居环境，我们认为这将是朗诗未来增长动力之一。

另外，为了寻求地域市场的多元化，朗诗在 2012 年开始发展美国房地产市场，主要城市包括纽约、洛杉矶等。公司在美国的总土储建面约 36 万平方米，占总土储面积的 5%，货值约 124 亿元（人民币等值），占总货值约 10%。主要位于东西岸热点城市，如波士顿、纽约、旧金山、洛杉矶等。现时朗诗在美国的发展规模在当地排名第 37，海外物业发展的成功，是对公司品质的一个认可。

图 4：朗诗土储分佈



资料来源：公司资料、安信国际

4. 发展轻资产业务，销售高增长将结转释放盈利

公司截至 2018 年底未结转收入约 300 亿元，其中权益部分约 130 亿元。公司一向保持审慎发展的策略，在不买地王的原则下，毛利相对较高，我们预计未结转销售毛利率将维持在 28% 之水平。美国项目整体的毛利较低，约 20%，但在没有土增税的影响下，净利率在 10% 以上；中国内地项目毛利率较高，约 30%，我们估计净利率在 10% 水平。整体物业销售重资产部分的净利率将保持在 10% 水平。我们估计朗诗土储货值加上未结转收入总额约 1520 亿元，扣除非权益部份，预期总利润约 67 亿，于未来陆逐销售交付以兑现出来。

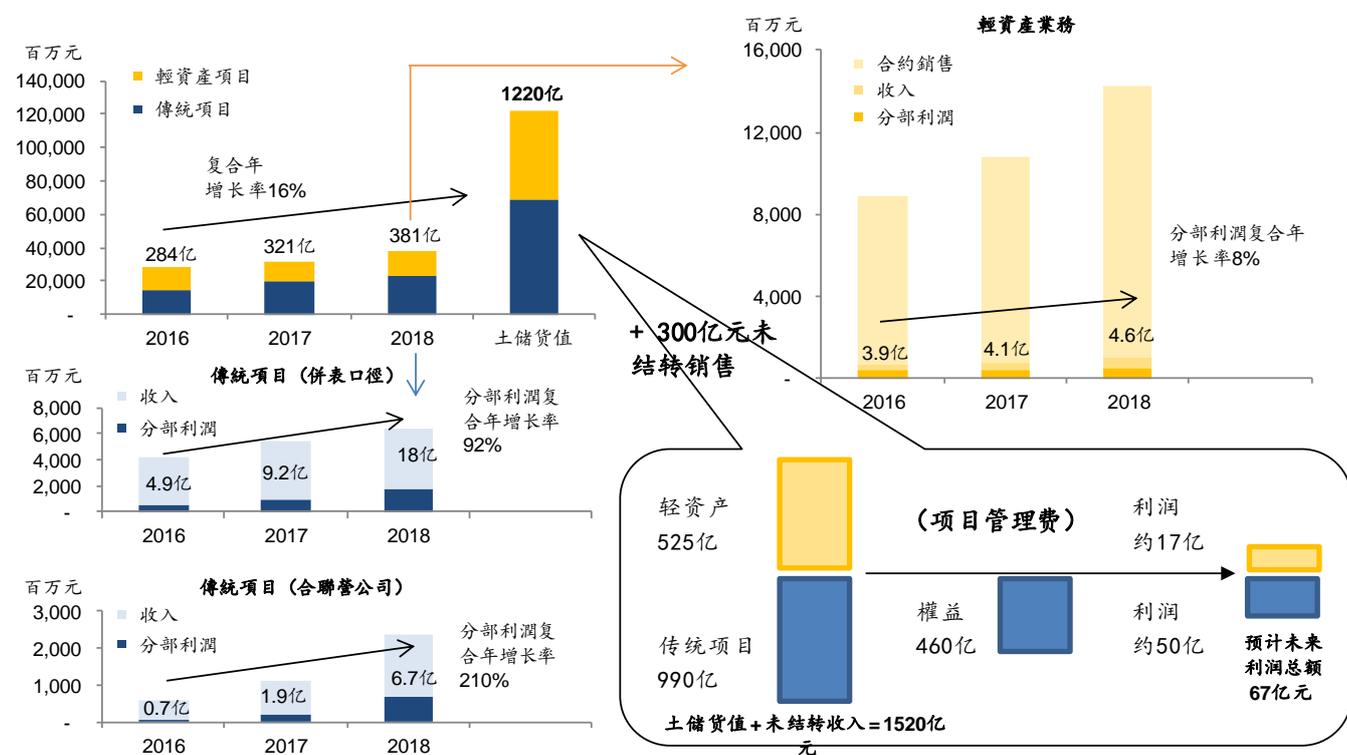
此外，公司为了充分利用“朗诗品牌”，在发展传统重资产模式外，在 2015 年开始着力发展轻资产运营模式。大至上公司会与三类机构合作：一、投资机构（如平安不动产、东方资产管理、中国信达等），他们拥有雄厚财务资源，但缺席地产业务开发的能力，朗诗可提供项目设计、产品定位、绿色建筑、以至项目销售的服务；二、拥有土地的非房地产发展企业（如天津中福、上亿集团等），情况与投资机构类似，他们拥有土地，但不善物产项目开发；三、小型开发商（如南京金东地产、南京金经纬地产、无锡星海地产等），他们需具项目发展能力，但品牌知名度较低，产品质量参差，楼盘销售均价较低，而且管理效率及去化率较低，项目周转较慢，朗诗可以提供项目管理，提升效率及产品质量，同时贴上“朗诗品牌”，提高均价，从而改善项目回报。

轻资产模式的服务收入大至分以下三类收入：

- 一、项目管理费，按项目销售额的 4-5% 计算；
- 二、技术整合费，朗诗会在项目中，运用到自行开发的绿色建筑技术，按项目面积计算，约每平方米 180-300 元；
- 三、超额业绩分配，如项目均价、周转、去化等指标超额完成，朗诗将可分享项目利润（超额部分）的一定比率，约 20-30%；

另外，为了在项目推进中有较高的话语权，公司会按情况向部分项目投入有限资本以换取少量股权，约 1%-30% 不等。朗诗可按权益分成项目利润。

图 5：朗诗銷售結構



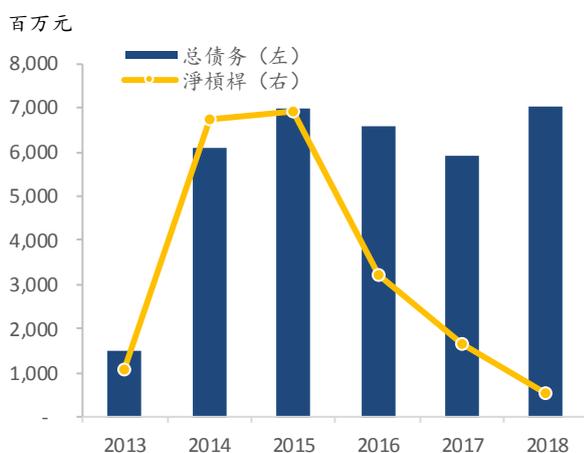
资料来源：公司资料、安信国际

5. 严谨管控负债，在逆周期中较显优势

净负债在 2016 年以前非常高，主要是公司 2013 年反向收购上市，其后需要时间作资产重组及整合，当时上市公司的资产未能反映全貌。直至 2017 年，大部分物业开发的资产已归入上市公司内，以后的资产负债较能表现全貌。朗诗净杠杆比率从 2017 年约 72%，改善至 2018 年约 23%（剔除受限资金后，净杠杆为 34%），反映公司一直在负债杠杆控制上非常严谨。公司一向行事审慎，不拿地王，相对成本较低，项目推进风险亦较低，同时亦减低负债风险。加上朗诗推行轻资产模式，项目推进要求的财务资源投入较低，不需要大量举债。

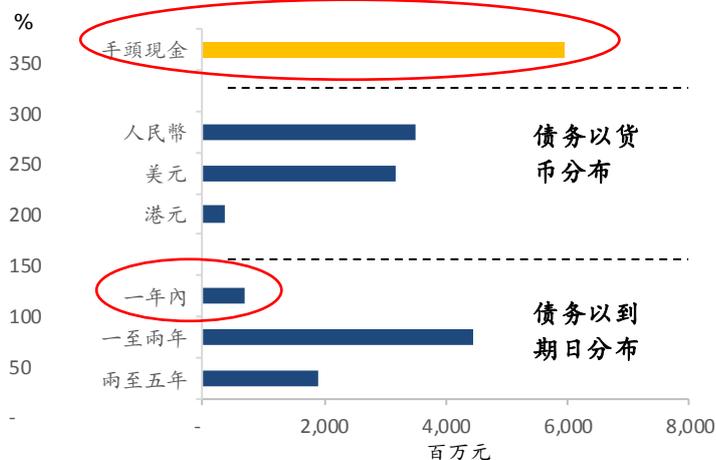
截至 2018 年底，手头现金约 60 亿元，远高于一年内到期之债务约 7 亿元，财务非常稳健。据了解，朗诗表外应占债务约 22 亿元，而表外应占现金约 20 亿元，基本持平，表外杠杆风险有限。而按债务币种分布，人民币占 50%，虽然占比较同业低，但考虑公司在美国拥有相对较大规模的项目资产，外币债务主要用于海外物业发展，形成自然对冲，我们认为外汇波动对业务稳健性的影响在可控水平。

图 6：朗诗的净杠杆比率



资料来源：公司资料、安信国际

图 7：朗诗的债务结构（2018 年）



资料来源：公司资料、安信国际

6. 剥离非地产创新业务，以提高市场估值

中国提出稳楼市发展方向，各政府部门加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房模式，让全国人民住有所居。而随着中国房地产开发市场由黄金时代转向白银时代已是大势所趋，房地产的未来虽然依然存在投资机会，但个人买卖房产的简单获利模式已成过去式。投资者在房地产领域获得稳健客观回报，未来需要将投资策略从直接买卖房产，转向组合投资，通过专业机构的运营能力获得稳健回报。

朗诗亦看到中国房地产慢慢走向存量市场的趋势，从而向房地产发展周边产业开拓，如养老地产、长租公寓等，以形成一个较全面的房产产业链，以加强朗诗品牌的市场占有率，提高集团影响力，长远有利公司发展。然而有关产业相对传统开发销售的模式，较为初始，在短期发展而言，不论投资回报、融资难度、营运风险都较传统模式有所不足。在长租公寓业务中，2018 年朗诗录得约 2 亿元税前分部亏损。

此外，复杂的多元化业务，也导致市场对公司业务理解感到困难，给予较低的估值。故此朗诗将分期剥离处于投入期的非地产创新业务，并交由控股集团承担起创新业务的培育职能，继续推动这些业务健康发展。

7. 成立绿色金融平台，与金融机构携手探索房产合作发展机会

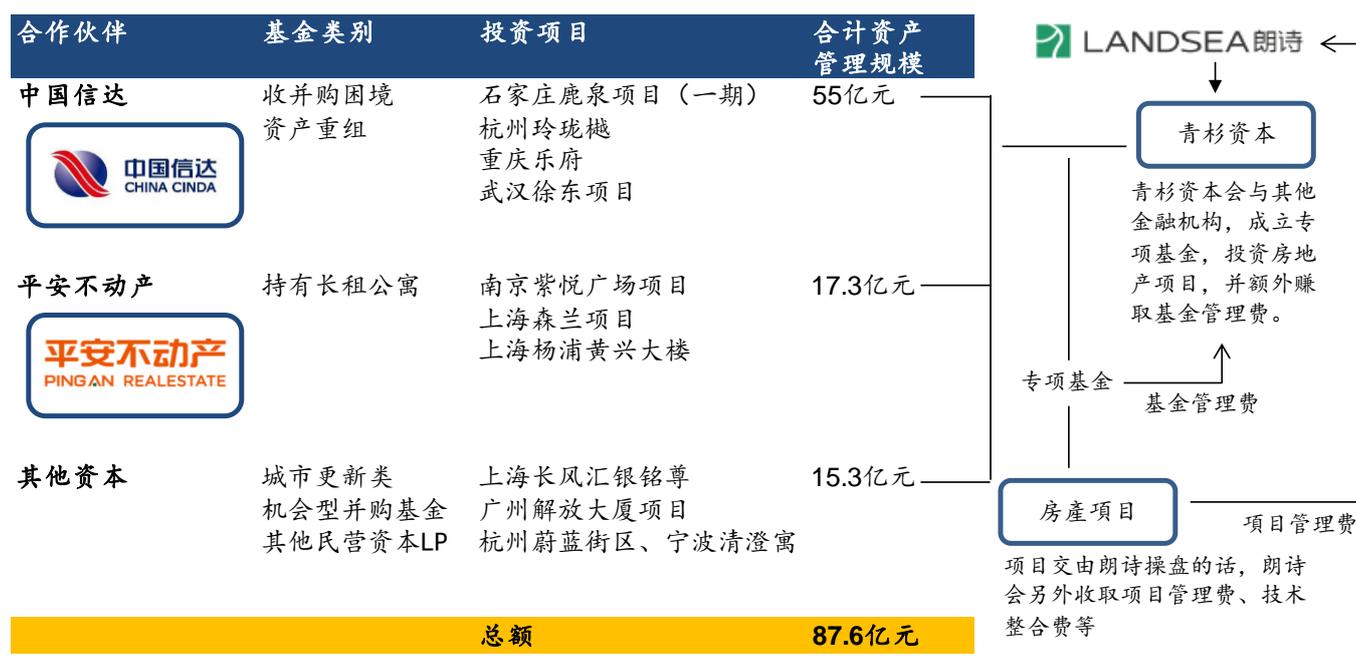
公司为了提升内部对于资本运作的能力和专业化水平，朗诗于 2012 年将原地产板块下之地产开发与地产投资进行分离，形成了集团的金融板块，名为“青杉资本”，同时也是集团对外投融资的渠道之一。

青杉资本聚焦于绿色产业链的专业投融资，并如多家知名的金融财务机构合作，如信达投资、平安不动产、中信资本、中融信托等。青杉与合作伙伴分别成立了针对不同主题的基金及联合投资平台，主要针对一线和强二线城市的存量物业及困境资产收并购，打造“募资、收购、改造、资管、退出”一体化的管理能力，聚焦城市更新领域和困境资产的投资机会。成功投得项目后，对于优质的项目，朗诗会争取成为项目开发服务商，以赚取服务收益。

截至 2018 年底，青杉资本管理的资产规模近 87.6 亿元。2018 年 5 月，荣获“2017 年度 TOP10 地产股权投资基金”，其管理的两个基金分别被评为“2017 年度最具规模地产并购基金”和“2017 年度最受市场认可存量地产投资基金”。

青杉所投项目中已有成功退出的案例。朗诗于 2016 年与中信资本成立投资平台，并以 2 亿元出售上海长风汇银铭尊项目予平台公司，在这合作中，朗诗作为项目之委托开发方，亦可就有关对该物业改造及销售提供的技术、品牌及管理服务获得相应收入。项目已完成，青杉于 2019 年 3 月成功清算退出，基金整体 IRR 约 26%，其中优先级合伙人的 IRR 约 17%、劣后级合伙人的 IRR 约 40%、青杉作为普通合伙人其 IRR 超过 40%。

图 8：朗诗绿色金融平台



资料来源：公司资料、安信国际

青杉资本并不是中国房产基金的特例，地产龙头企业万科的物流地产基金就是好例子，万科与亚洲最大物流地产商普洛斯（Global Logistic Properties, GLP）设立专业基金，以物流地产为投资对象。物流地产项目被基金收购之后，仍由物业运营部门进行专业管理，提升物流地产的质量，进而提高物流地产基金的投资回报。通过收购，物业开发部门得以快速回笼资金，将所获得的收购对价继续用于新的物流地产项目的开发，提高资金周转率。

通常房地产基金以债权类项目投资为主，包括部分股权和夹层项目。绝大多数基金的存续期间都不超过 3 年，单体项目投资金额在 10 亿元以内。从退出收益来看，大部分债权类项目的退出收益率介于 10%-15%之间，股权类项目退出收益率介于 15%-50%之间，个别项目退出收益率超过 50%以上。

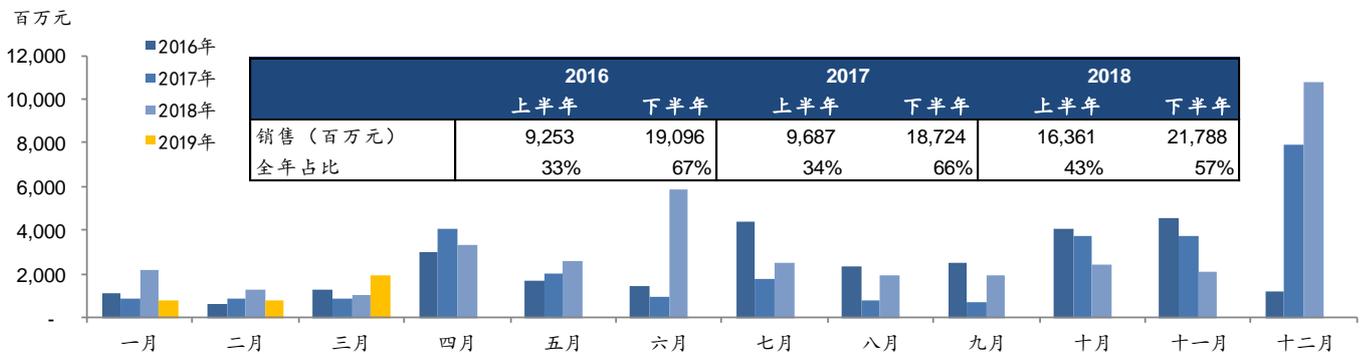
8. 2019 年可售资源充裕，去化率可维持较高水平

朗诗 2019 年预计将提供约 500 亿元货值（全口径）出市场，公司靠着优悦的产品比较优势，加上深厚的客户群，令公司去化率一直保持行业较高水平，过往三年平均水平约 80-90%，虽然整体房地产市场在 2019 年将较 2016-18 年疲弱，但朗诗土储集中在长三角之一、二线城市，以至美国热点城市，市场深度较为稳固；加上绿色产品定位良好，在改善性需求、消费升级、及大健康提倡的潮流下，我们认为公司 2019 年去化水平将很大机会保持在过往水平。以中位数 85% 预期去化率计算，相当于 2019 年销售额约 425 亿元，预计同比增长 11%，目标不算过分进取。

根据克而瑞数据，朗诗 2019 年第一季度总国内销售额约 23 亿元。以朗诗官方公布的数据，国内外总销售额约 35 亿元，同比下降约 23%，但考虑公司过往都是由第二季度开始加快销售，下半年销售占比亦较高，我们认为全年销售增长仍可保持理想。

我们估计朗诗截至 2018 年底已售未结转收入约 300 亿元，权益比约 30%。传统重资产项目毛利率将维持 30%；轻资产项目销售额的收入转化率约 5%，而毛利率将高达 50% 以上，扣除三费税金后，销售额对应的净利润转化率约 3%。短期利润锁定，盈利能见度高。

图 9：朗诗绿色每月销售情况



资料来源：公司资料、克而瑞、安信国际

图 10：朗诗绿色业绩摘要

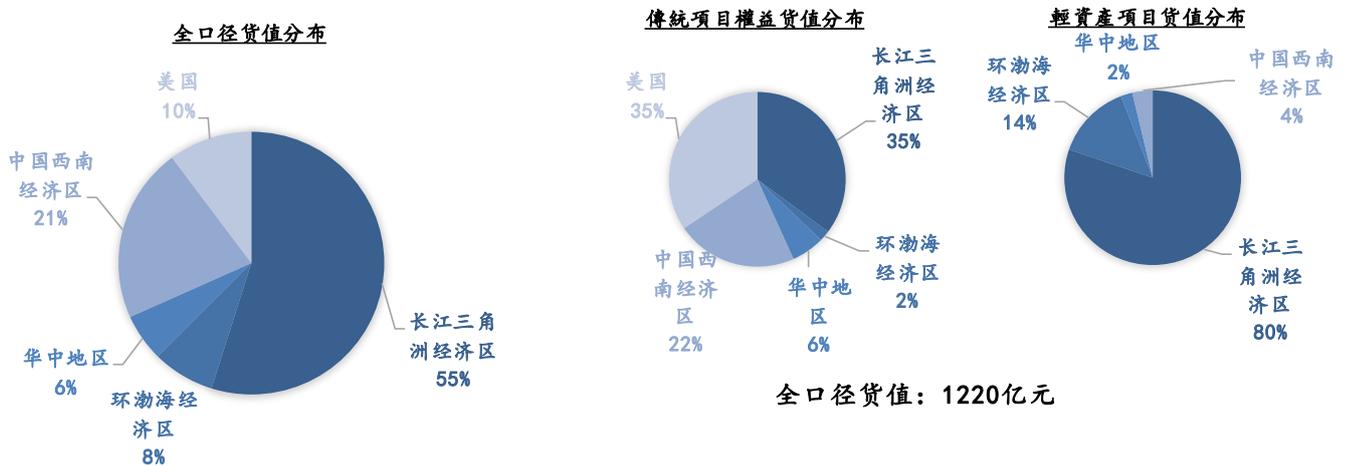
(百万元)	2017 上半年	2017 下半年	2017 年	2018 上半年	2018 下半年	2018 年	同比变动
营业额	2,314	3,899	6,214	2,046	5,515	7,561	22%
毛利	366	1,158	1,524	506	1,648	2,154	41%
毛利率 (%)	16%	30%	25%	25%	30%	28%	4.0 百分点
销售及行政开支	(241)	(300)	(540)	(295)	(518)	(813)	51%
营业利润	188	1,081	1,269	350	1,158	1,508	19%
营业利率 (%)	8%	28%	20%	17%	21%	20%	-0.5 百分点
净利润	130	591	721	369	1,072	1,441	100%
其中，归属公司拥有人	70	511	581	282	831	1,113	92%
净利润率 (%)	3%	13%	9%	14%	15%	15%	5.4 百分点
核心净利润	136	604	740	241	681	922	25%
核心净利润率 (%)	6%	15%	12%	12%	12%	12%	0.3 百分点
减：应占合营/联营企业业绩	120	177	297	218	449	667	
经调整核心净利润	17	427	443	23	232	255	-42%
经调整核心净利润率 (%)	1%	11%	7%	1%	4%	3%	-3.8 百分点
所得税开支	(56)	(351)	(407)	(136)	(685)	(821)	102%
所得税开率 (%)	-85%	-46%	-49%	-47%	-52%	-51%	-2.5 百分点

资料来源：公司资料、安信国际整理

9. 看好环保潜力，首予买入评级

朗诗是中国绿色住宅开发的行业龙头，拥有近 20 年发展经验，更是把被动房技术引入中国的先驱之一，近年公司把智能家居、大数据分析等元素融合在项目发展上，提高居住者的体验。在消费升级的趋势下，加上人们对环保健康的关注，绿色地产将是中国未来物业发展的主要趋势之一，我们看好朗诗的长远发展。公司在美国房地产开发之成功，反映了良好的产品质量。同时，随着海外项目发展规模扩大，不单分散了朗诗地域风险，更可以创造一个完善的海外融资及发展平台。

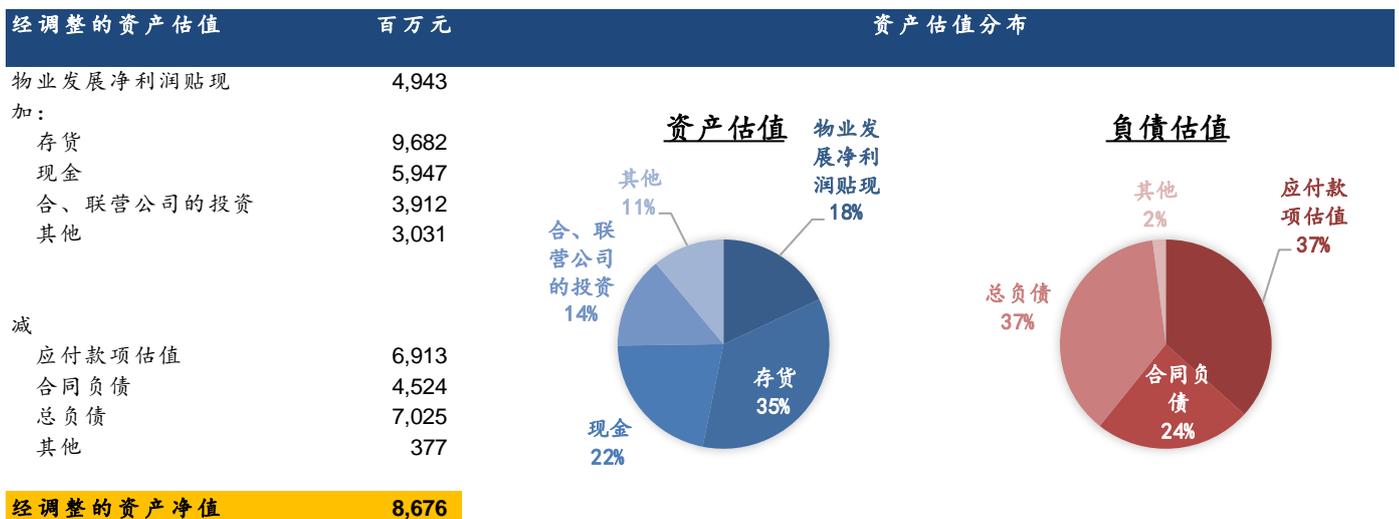
图 11：朗诗绿色土地储备货值分布（截至 2018 年底）



资料来源：公司资料、安信国际

截至 2018 年底，土储货值（全口径）约 1220 亿元，平均权益约 30%，其中传统重资产项目权益货值估计约 330 亿元，轻资产项目货值约 525 亿元。重资产项目预计毛利率约 30%，较行业平均水平高，主要受惠公司谨慎买地以控制成本，加上朗诗绿色产品有品牌溢价。核心净利率约 10%。轻资产方面，销售额对公司利润的转化率约 3%。加上公司未结转销售约 300 亿元，我们估计整体能为朗诗带来约 70 亿元的利润，于未来陆逐销售交付以兑现出来。我们估算公司经调整的资产净值约 87 亿元，并以折让率 30%为目标估值，相当于目标价为每股港币 1.4 元。朗诗现价约 4 倍 2019 年市的市盈率，比同业平均水平有较大折价，此外轻资产业务所投入的资本较传统开发项目为低，财务风险相对较小，其价值将逐步被市场认可，将为公司带来价值重估的机会，首予“买入”评级。

图 12：朗诗绿色的估值结构



资料来源：公司资料、安信国际

附表：财务报表预测

合并损益表					
(人民币百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	6,214	7,561	9,690	15,371	23,952
房地产开发及销售	5,426	6,407	8,135	13,911	22,235
轻资产管理收入	753	1,000	1,386	1,277	1,516
物业投资及长租公寓	35	154	168	184	200
销售成本	(4,690)	(5,406)	(6,502)	(10,821)	(17,225)
毛利	1,524	2,154	3,188	4,550	6,727
管理和营销开支	(540)	(813)	(990)	(1,081)	(1,325)
融资成本	(242)	(299)	(329)	(362)	(398)
合营/联营公司	191	667	527	353	179
其他	195	553	-	-	-
税前利润	1,127	2,262	2,396	3,460	5,183
所得税费用	(407)	(821)	(923)	(1,476)	(2,409)
非控制权益	(140)	(328)	(363)	(564)	(969)
年度利润	581	1,113	1,110	1,420	1,806
经调整：					
调整公允价值收益	(22)	(6)	-	-	-
其他一次性非核心调整	201	(155)	-	-	-
向永久证券分派	(20)	(30)	-	-	-
核心净利润	740	922	1,110	1,420	1,806
核心息税折摊前利润	1,629	2,382	2,712	3,849	5,606
核心息税前利润	1,618	2,370	2,698	3,834	5,589
每股盈利 (人民币)	0.13	0.24	0.21	0.27	0.34
核心每股盈利 (人民币)	0.16	0.20	0.21	0.27	0.34
每股股息 (人民币)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.07

资料来源：公司资料、安信国际

主要比率					
(人民币百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长 (%)					
收入	28%	22%	28%	59%	56%
核心息税折摊前利润	112%	46%	14%	42%	46%
核心息税前利润	114%	46%	14%	42%	46%
核心净利润	93%	25%	20%	28%	27%
利润率 (%)					
毛利	25%	28%	33%	30%	28%
核心息税折摊前利润	26%	32%	28%	25%	23%
核心息税前利润	26%	31%	28%	25%	23%
核心净收入	12%	12%	11%	9%	8%
其他比率 (%)					
核心股息分派	19%	20%	20%	20%	20%
核心资产收益率	5%	5%	5%	5%	6%
核心净资产收益率	27%	25%	23%	24%	25%
利息覆盖比 (倍)	3.0	3.5	3.1	3.6	4.8

资料来源：公司资料、安信国际

(转下页...)

附表：财务报表预测（续）

合并资产负债表

(人民币百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产总额	20,321	26,775	32,790	42,446	55,271
流动资产	14,676	18,591	23,524	29,589	37,866
现金和现金等价物	3,624	5,947	6,843	8,722	9,993
存货	7,559	9,682	12,587	15,104	19,635
预付、按金和应收款项	3,494	2,677	3,795	5,450	7,908
其他	-	285	299	314	330
非流动资产	5,644	8,185	9,266	12,856	17,406
物业、厂房及设备	656	1,235	1,358	1,494	1,643
投资物业	320	506	556	612	673
合营/联营公司	2,869	3,912	4,566	7,686	11,718
其他	1,800	2,533	2,786	3,065	3,371
负债总额	16,622	22,014	26,738	34,629	44,960
流动负债	10,560	12,721	15,349	21,109	30,524
银行贷款和其他借款	2,174	684	878	1,073	1,133
预售款项	4,051	4,524	5,514	6,866	8,682
应付贸易账款及票据	4,064	6,913	8,295	12,443	19,909
其他	270	601	661	727	800
非流动负债	6,062	9,293	11,389	13,519	14,436
银行贷款和其他借款	3,255	6,341	8,142	9,947	10,507
其他	2,807	2,952	3,247	3,572	3,929
权益总额	3,698	4,761	6,052	7,817	10,312
母公司所有者应占权益	2,997	4,384	5,313	6,515	8,042
非控制权益	206	377	739	1,302	2,269
永续可换股证券	495	-	-	-	-
净债务（现金）	2,301	1,077	2,177	2,298	1,647
净负债率（%）	72%	23%	36%	29%	16%
每股账面价值（人民币）	0.76	0.93	0.99	1.22	1.50

资料来源：公司资料、安信国际

合并现金流

(人民币百万)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,127	2,262	2,396	3,460	5,183
营运资金变动	573	2,216	1,350	1,327	2,292
已付税金	(401)	(821)	(923)	(1,476)	(2,409)
已付利息	(415)	(672)	(864)	(1,070)	(1,159)
其他	(252)	(410)	(104)	129	393
经营活动的现金流	632	2,574	1,855	2,370	4,301
物业、厂房及设备项目	(647)	(578)	(123)	(136)	(149)
合营/联营公司	(1,013)	(1,043)	(655)	(3,120)	(4,032)
收购附属公司额外权益	(1,170)	(1,287)	(1,416)	(1,558)	(1,714)
其他	954	1,500	-	-	-
投资活动的现金流	(1,876)	(1,409)	(2,194)	(4,813)	(5,895)
已付股息	(208)	(211)	(218)	(279)	(354)
发行资本证券	25	-	-	-	-
新增银行和其他借款	586	1,100	1,995	2,000	620
其他	1,393	-	-	2,600	2,600
筹资活动的现金流	1,795	889	1,777	4,321	2,866
现金增加净额	552	2,054	1,438	1,878	1,271
年终现金	3,342	5,405	6,843	8,722	9,993

资料来源：公司资料、安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给您作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010