



高增长的大湾区发展商

评级： 买入

目标价格： 12.80 元

现价 (2018年9月26日): 9.15 元

报告日期： 2018-9-26

总市值(百万港元)	50,345.51
流通市值(百万港元)	11,277.39
总股本(百万股)	5,502.24
流通股本(百万股)	1,232.50
12个月低/高(港元)	6.59/13.10
平均成交(百万港元)	70.12

股东结构

纪氏家族 77.6%

股价表现



数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 行业分析师
stewewong@eif.com.hk
+852- 2213 1402

报告摘要

以深圳为首的大湾区发展商。龙光截至2018年6月总土储约3,500万平方米，权益货值约4,200亿元（人民币·下同），总地域上分析，主要集中在深圳及周边辐射城市如惠州等。我们估计公司在深圳及惠州的权益货值分别约1,000亿元及550亿元。此外龙光在佛山拥有约360亿货值，加上在珠海及中山约500亿的货值，我们估计公司在重点区域之总货值约2,400亿，占总土储50%以上，含金量高。在深惠一体化及广佛同城的带动下，土储更显优势。

深圳占有率上升。龙光上半年在深圳地区的销售约190亿元，同比增长230%，据渠道查询龙光在深圳以总销售额排名第二，市占率约12%。在调控压力之下，有平价土储资源的房企就会突显优势并在限价情况中还能保持盈利。在此等大环境中强者愈强的情况就更加显现，龙光是其中的得益者。公司在深圳还有200万平方米的土储，货值估计约1,000亿元，足够支持龙光在未来几年继续巩固在深圳的地位。

旧改潜力漫漫释放。除了4,200亿元之正式货值外，公司还有估计约2,200亿元货值的旧改并购项目，主要集中在大湾区。项目会陆续在日后转化为土储，其中200亿货值已于2018上半年转化为土储。未来旧改项目可为公司提供价格相对较低的土地。虽然旧改程序需时2-3年甚至更长，较招拍挂后最快一年开盘要慢许多，但旧改项目的回报率相对较高，可以以较低的地价在优质的地段取得较大块的土地去发展项目，以巩固公司地位。

财务风险有限。近日市场传出广州将取消楼市预售制度，而住建部等机关已澄清事件属征询意见稿并非真的实施，我们认为预售制度严重影响发展商及上游建筑、钢铁和水泥等产业链，政府定会审慎行事短期不会执行。公司截至6月手头现金约280亿元，一年内到期之短债约140亿元，其中大部分为境内银行债，考虑到龙光在深圳等地优质项目的变现能力较强，除非有关预售制度真的被执行，否则我们认为公司财务风险有限。

投资建议：公司首八月的销售同比增长80%至490亿元。截至2018年6月公司未结转销售约470亿元（预计毛利率维持高位约35%），下半年目标销售约350亿，加起来约820亿元的待结转销售，为2018下半年及2019年的盈利定下基础。我们估计龙光的经调整后的资产净值为约900亿元。我们对其资产净值作出折让率30%的目标估值，相当于目标价为港币12.8，并给予龙光“买入”评级。

风险提示：i) 银根紧缩影响销售；ii) 深圳调控力度升级；iii) 华南集中度高；iv) 调控政策下的资金链压力

(12月31日年结; 百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	20,539	27,690	44,167	63,759	80,945
增长率(%)	41%	35%	60%	44%	27%
核心净利润	2,476	4,197	6,299	8,757	10,836
增长率(%)	28%	69%	50%	39%	24%
毛利率(%)	32%	34%	35%	34%	34%
核心净利润率(%)	12%	15%	14%	14%	13%
核心每股收益(人民币)	0.45	0.75	1.13	1.55	1.90
每股账面价值(人民币)	3.53	3.82	4.87	6.16	7.70
市盈率	17.1	10.1	6.8	4.9	4.0
市净率	2.2	2.0	1.6	1.2	1.0
核心净资产收益率(%)	15%	21%	26%	28%	28%
股息收益率(%)	3%	4%	6%	8%	10%

资料来源：公司资料；安信国际

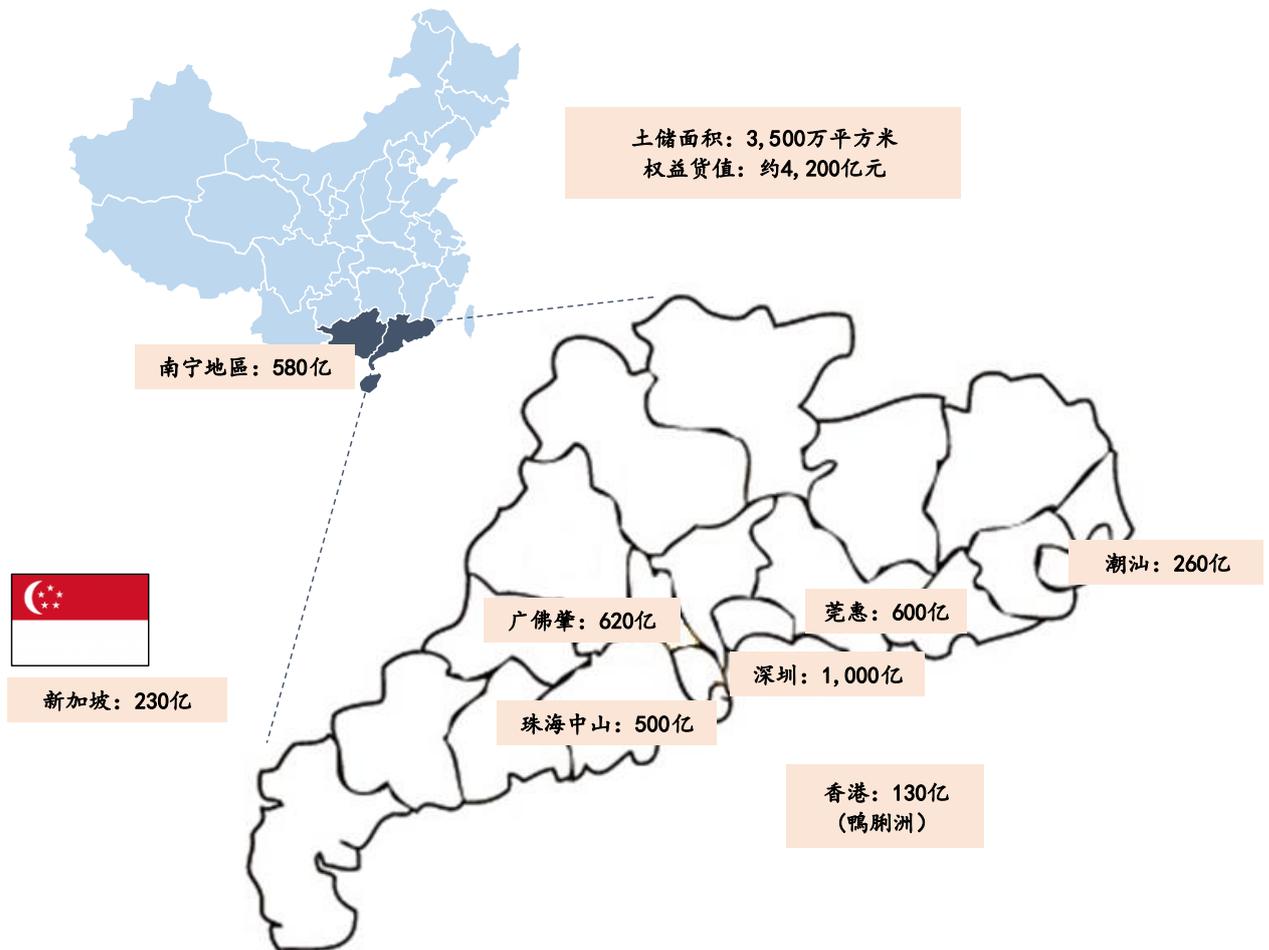
以深圳为首的大湾区发展商

龙光植根大湾区，现时土储超过 90% 货值在广东及广西，公司可以成功在华南落地生根，主席纪海鹏的潮汕背景成不可没。纪主席是广东汕头人，龙光地产是他在 1993 年创立的。在深圳的房地产界，潮汕人是一个非常特殊的群体。除万科、华润等大型国企外，在深圳房地产界几潮汕产人的份额亦占一大席位。比如说黄茂如的茂业集团、黄世再的大中华集团、郭英成的佳兆业集团、还有姚振华的宝能系。龙光也是起家汕头，后来进军深圳的潮汕房地产企业。

根据公开资料，早于上世纪 90 年代纪主席已经在华南汕头一带从事高速公路和基础设施的 BOT 项目，亦有投资酒店和商用物业发展。2000 年代，公司进行一连串的重组，把房地产发展业务并入广东龙光集团（龙光地产的前身）。此后公司以华南为根本向广东各地区，以至广东附近的省份如广西、四川扩展。

纪主席虽然作风低调、谨慎、不喜曝光，但他熟悉大湾区的程度令公司可以在竞争激烈的广东地区突围而出，以“快、狠、准”的态势出现在土地市场，让业界瞠目，令公司在过往几年销售快速增长。截至 2018 年 6 月，龙光拥有总面积约 3,500 万平方米的土地储备，其中大湾区（主要在深圳、惠州及佛山）约 2,200 万平方米的土储，总权益货值约 4,200 亿元。

图 1：龙光土地储备权益货值之分布（截至 2018 年 6 月）



资料来源：公司资料、安信国际

大湾区增长一值在中国领先

广东总 GDP 占全中国的 10.5%，长居全国首位，全省 2017 年经济总量为 9 兆元，江苏及山东分别是排名第 2 和第 3，经济总量为 8.6 兆元和 7.3 兆元。广东的财政收入达到 1.13 兆元，是国内首个财政收入超过兆元的省份，2018 年的增长目标定为约 7%。

图 2：2017 年地方财政收入、GDP 及常住人口排名（首 10 位）

排名	地方财政收入		地方GDP			常住人口	
	省份	亿元	省份	兆元	占比	省份	万人
1	广东	11,315	广东	9.0	10.5%	广东	11,169
2	江苏	8,172	江苏	8.6	10.0%	山东	10,006
3	上海	6,642	山东	7.3	8.5%	河南	9,559
4	山东	6,099	浙江	5.2	6.1%	四川	8,302
5	浙江	5,803	河南	4.5	5.3%	江苏	8,029
6	北京	5,431	四川	3.7	4.3%	河北	7,520
7	四川	3,580	湖北	3.7	4.3%	湖南	6,860
8	河南	3,397	河北	3.6	4.2%	安徽	6,255
9	湖北	3,248	湖南	3.5	4.0%	湖北	5,902
10	河北	3,233	福建	3.2	3.8%	浙江	5,657

资料来源：国家统计局、安信国际

强劲的经济活动，刺激了外来人口的流入，广东常住人口在 2012-17 年间增加 575 万人至 2017 年底的 1.11 亿人，增幅约 5%。其中大湾区正是典型的人口流入型城市群，人口吸引效应显著。核心城市和非核心城市分化显著，广深区域吸引大批外来人口前来工作、生活，人口吸纳力显著高于其他的非核心城市，2017 年深圳的常住户籍人口比约 3 倍。值得关注的是，东莞 2017 年的常住户籍人口比高达 4 倍，不仅高于粤港澳大湾区的其他城市，而且位居全国之首。

图 3：广东常住人口



资料来源：国家统计局、安信国际

人口净流入带动了房地产的需求，广东省整体商品房销售占全国比率由 2013 年的 11%，升至 2017 年的 14%。其中大湾区更是重中之重，大湾区令资本、人才和信息流通，衍生不同需求，如带动房地产、零售及酒店行业发展。随着湾区持续发展，深圳将会率先受惠，和香港的楼价差距收窄。而大湾区内其他低水城市。总体来看，大湾区的经济正处于高速发展期，以广深两个一线城市为中心，形成了环广州和环深圳辐射圈，带动了周边诸如东莞、佛山、惠州、中山等城市的协同发展。在此基础上，居民可支配收入逐年增加，而外加外来人口不断涌入，也势必会为房价提供强有力的刚需支撑。有利广东开发商如龙光中长期的发展。

借镜观形，以美日旧例看今天中国，未来增长潜力毋庸置疑

究竟大湾区还可以走多远？对标世界三大著名湾区：纽约湾、旧金山湾、东京湾为代表，“湾区经济”成为带动全球经济发展的重要增长动力。所谓“湾区经济”，就是能够起到引领全球技术创新和资源配置的地方，是港湾遍布水路相连的湾区。而这一由湾区地理位置所衍生出的经济效应被称为湾区经济。作为湾区中的新军，粤港澳大湾区也开始成为世界经济版图中的一个亮点，还被视为除上述三大湾区以外，未来全球经济的第四个增长极。而产业发展方面，粤港澳湾区比其他三大湾区较为全面，估计十年后 GDP 水平将超过纽约湾区。

东京湾区：属于“产业湾区”，是日本最大的工业城市群和国际金融中心、交通中心、贸易中心和消费中心。聚集了日本约 30%的人口，60%的经济总量，75%的工业产值。该区域是三菱、丰田、索尼等一大批世界五百强企业的总部所在地。

纽约湾区：属于“金融湾区”，面积达 2.15 万平方公里，人口达到 2340 万，以美国 0.2% 的国土面积，却聚集了美国 7%的人口，经济总量约占美国的 8%，也是美国金融业最发达的地区。

旧金山湾区：属于“高科技湾区”，以环境优美、科技发达著称。拥有世界知名的硅谷以及以斯坦福、加州大学伯克利分校为代表的 20 多所著名科技研究型大学。同时也是谷歌、苹果、英特尔等科技巨头企业全球总部所在地。

图 4：粤港澳大湾区与世界三大湾区之比较

	粤港澳大湾区	东京湾区	纽约湾区	旧金山湾区
面积(平方公里)	56,031	13,562	34,493	18,040
人口(万人)	6,957	3,562	2,378	776
人口密度(人/平方公里)	1,214	2,664	687	428
GDP(亿美元)	13,897	16,689	19,053	7,736
人均GDP(美元)	19,976	46,853	80,122	99,691
土地产值(万美元/平方公里)	2,480	12,306	5,524	4,288
产业	创新科技 金融服务 制造业	制造业	金融服务	创新科技

资料来源：政府公告、安信国际

粤港澳大湾区包括广东省 9 个城市，以及香港和澳门。与香港、澳门位于同一湾区，粤港澳大湾区与国际对接就更为便利。历史上与东南亚、中东、非洲等地区经济联系广泛，作为“一带一路”的重要起点，粤港澳大湾区发展优势明显。同时，粤港澳拥有世界上最大的海港群和空港群，有像华为、腾讯、中兴、万科、格力等领军企业。粤港澳大湾区还具备自贸试验区的功能，同时也是具有世界级影响力的制造中心、投资中心、企业孵化中心和新经济策源地。

在大湾区内，东岸地区以香港、深圳为首，加上东莞及广州的配合，将会成为交通枢纽，支持金融贸易及高科技生产等项目发展，而西岸地区以珠海、佛山，加上中山及江门则会着重物流、旅游、娱乐以及医药等范畴的发展。粤港澳大湾区第三产业占 GDP 比例超过 60%，低于世界三大湾区的第三产业占 GDP 比例的平均超过 80%。未来粤港澳大湾区的转型需向高增值产业方向发展。大湾区内二线城市等亦会因产业发展带动收入，将和一线城市的楼价拉近，粤港澳大湾区的长远发展将是区内经济，以至房地产的增长动力。

人退我进，龙光占有率不断上升

龙光受惠到纪主席对华南地区的熟悉了解，龙光得以大力发展大湾区地方。从销售增长及占有率来看，龙光在大湾区以至广东及广西都有明显增长。在深圳地区的销售从2015年约89亿元，升至2017年的174亿元，复合年增长达40%。龙光在深圳销售占当区总商品房销售额的比率在2015至2017年间不断上升，2018上半年更升至12%。在限价等调控压力之下，有平价土储资源的房企就会突显优势，在限价情况中还能保持盈利。在此等大环境中，强者愈强的情况就更加显现。

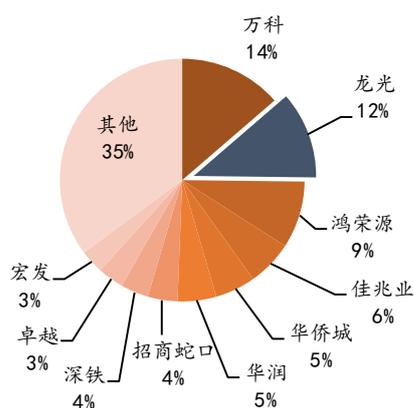
整体而言，2018上半年50强房企销售额合计3.86万亿元，市场集中度约58%，尤其是龙头房企规模扩张得更快。今年上半年首十大房企销售额合计1.98万亿元，市场占有率约30%。而2016年首十大房企集中度不足20%。市场集中度上显然一线城市更突出，而且增量市场空间越发狭窄，对于中小型房企而言，已经很难进入。深圳市场表现得尤为明显。据统计，深圳商品房市场销售额排名前十的房企中，上半年销售额共计709.77亿元，占深圳商品房市场份额约68%，近七成的新房市场都被这10家房企垄断了。

龙光正正是强者愈强中的得益者。公司在深圳还有200万平方米的土储（还未计算未来旧改带入的土地），货值估计约1,000亿元，足够支持龙光在未来几年继续巩固在深圳的地位。

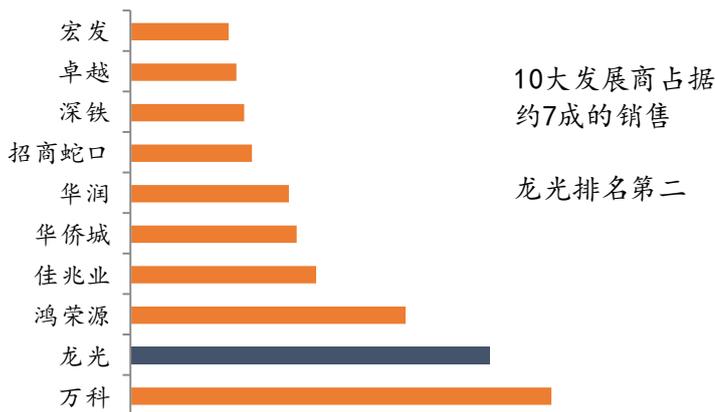
图5：龙光销售分布及市占率

(百万元)	2015年		2016年		2017年		2018年
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年
深圳区域	8,855	7,588	5,076	12,664	5,714	11,719	18,879
大湾区其他区域	3,563	1,950	2,701	4,651	4,404	4,781	6,032
汕头区域	4,309	2,972	3,618	6,590	6,465	2,515	2,909
南宁区域	2,997	1,318	1,950	3,268	2,490	4,689	7,024
其他区域	786	562	981	1,543	237	407	627
总额	20,510	14,390	14,326	28,716	19,310	24,111	35,471

深圳2018上半年销售分布



深圳10大发展商销售 2018上半年销售



资料来源：国家统计局、克而端、公司资料、安信国际

能够跟着交运基建走，深耕细作的成果

龙光于深圳的 11 个项目全部都是地铁轨道交通沿线物业或地铁上盖物业。放眼全球，主流的国际大都市，无一不拥有完整的地铁交通轨道系统。以香港为例，香港是世界上运营地铁最成功的城市之一，香港地铁的开通令地铁沿线房地产开发的投资回报率达到了 15%，而地铁上盖物业平均升值达到近 50%，按香港的情况分析，地铁沿线物业与非沿线物业的理性价差至少在 30% 以上。在投资人眼中，轨道可将庞大的消费人群有序地输出到各个轨道上盖物业里，这也使得尽管定价较高，轨道上盖物业往往都是最早被投资客户抢走的资源。从保值能力上看，地铁上盖物业一般多为综合体项目，可利用其强大的人流吸引能力集商务、购物、休闲、娱乐于一体，带动周边经济发展，最终发展成为城市商圈，保值升值能力强。

龙光对轨道交通和地铁上盖的布局确实是在战略层面进行考虑和执行。这些物业无论从销售还是持有经营，轨道交通沿线和地铁上盖物业的价值都要高很多，整体溢价至少比周边高 20%。销售或出租也相对比较容易。这对于公司经营价值是非常高的。所以从过去龙光在拿项目时是有意拿轨道交通周边和上盖的地来布局。

其中位于深圳龙华区地铁 4 号线红山站地铁上盖的龙光·玖钻为公司 2018 年最瞩目之项目，首八个月单一项目销售额约 135 亿元，均价超过 66,000 元（同区龙华区之均价约 58,000 元），全国排名之冠。项目地理位置优越，是港、深、莞走廊的重要组成部分。项目集多功能服务于一体，包括了约 200 米高写字楼、约 10 万平方米体验式商业、商务公寓、办公和约 2.5 万平方米五星级酒店。另一重点项目龙光玖龙台亦录得约 27 亿的销售，成绩不错。

图 6：龙光在深圳之主要项目



资料来源：公司资料、安信国际

深惠一体、广佛同城，吸收来自一线城市的资金

龙光策略性地发展核心区外地方的方，以把利润最大化。发展深圳旁边的惠州是公司在近年其中一个较佳的投资选择，厦深高铁在2013年开通，从深圳北到惠州南只需23分钟，资金随着铁路由深圳走到惠州，加上近年深圳的调控所影响，就更利于惠州的发展了。目前龙光在惠州有约550万平方米的土储，货值大约550亿元。未来惠州的大型基建将逐步落成，与邻近深圳将更紧密地接轨，其中深圳地铁14号线（惠州段）将是最期待的大型基建项目之一。前期勘探已于2016年12月开始。惠州段起于惠州南站，沿爱民路、白云路、深汕公路敷设至深惠边界，长度为8.1公里，全部采用地下敷设。将与深圳市城市轨道交通14号线衔接，并与其同步建设及运营，连接深圳福田罗湖区，计划竣工时间为2022年底。公司附近的龙光城将是其中的受益者，龙光城项目土储约300万平方米，以均价16,000元计算，货值估计约430亿元。而附近深圳坪山楼盘均价约30,000元，日后深铁14号线通车后，升值潜力巨大。

图7：惠州龙光城及深圳地铁14号线



资料来源：百度地图、安信国际

另外，广佛同城也是龙光的另一大策略。2018上半年，公司在佛山以至肇庆分别取得163万及168万平方米的土储。整体而言，龙光在佛山及肇庆拥有约600亿元的货值，以吸收由广州而来的资金，是回报可观的项目。广佛区域建设成为珠三角世界级城市群核心区和全国同城化发展示范区。引领广佛肇清云韶经济圈和珠三角城市群一体化发展，为全国城市推进同城化发展提供示范。加快广佛地铁，建成佛山西站，形成广州站、广州南站、佛山西站、广州北站、白云机场等主要交通枢纽的轨道交通串联，实现主城区与远近郊镇通勤化交通联系。

广西大收之年，2018 事半功倍

今年值得注意的是广西销情理想，广西上半年全省总销售约 1600 亿元，同比增长 37%，其中南宁 610 亿元，同比增长 20%。在一线城市和苏州、南京、武汉、合肥等核心二线城市以严厉的限购政策抬高了购房门槛，购房者和投资把目光转来发展前景广阔的南宁，房价亦因此而被炒高。广西区内来自钦州、防城港、玉林的购房者较多，基本上都是刚需购房者和换套购房者。区外的话，以北京和深圳居多，据了解，这两个区域的购房者比例占了购房人数约 15%，但购房者大都是看中南宁休闲养生的居住环境，所以区外购房者也以自住居多。广西目前房价对比邻近地区处于较低水平，对比广州，南宁每次房价升幅都比广东省会落后，形成低水状态。未来还有上涨空间。

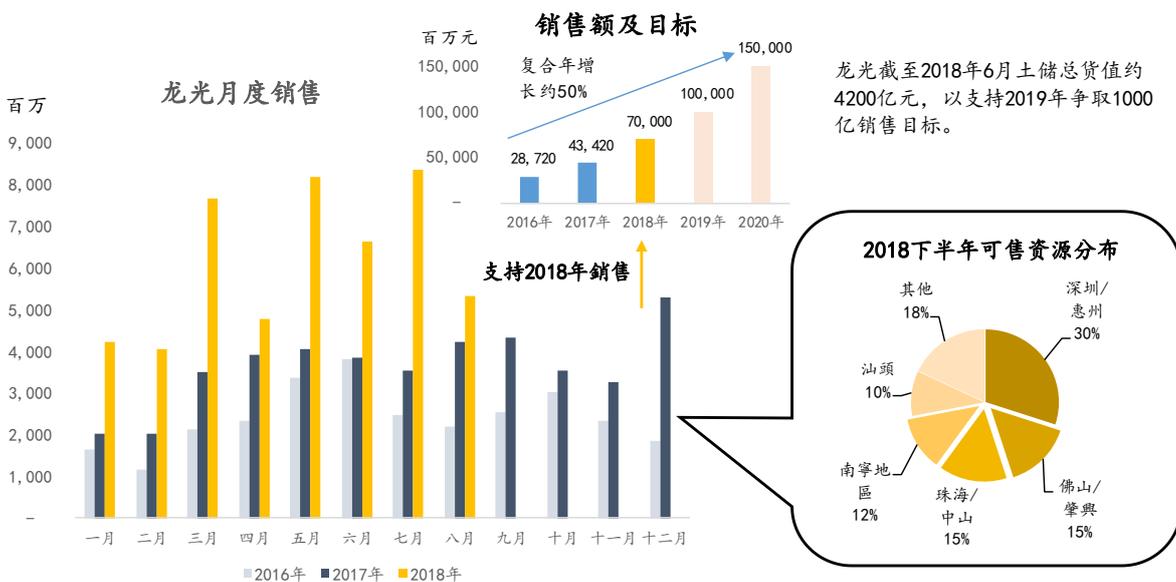
图 8：两广省会房价同比走势比较



资料来源：国家统计局、安信国际

公司在广西拥有约 800 万平方米的土储，乘着今年广西房价大升之势，龙光亦加速广西的去化。龙光在首八个月的总销售强劲，同比增长超过 80% 至 490 亿元，公司亦调高了 2018 年全年目标至 700 亿元。我们估计公司下半年可销资源约 750 亿元，要完成全年目标，相当于 46% 的去化率。故此我们认为龙光很大机会可以完成 2018 销售目标。

图 9：龙光月度销售情况及目标



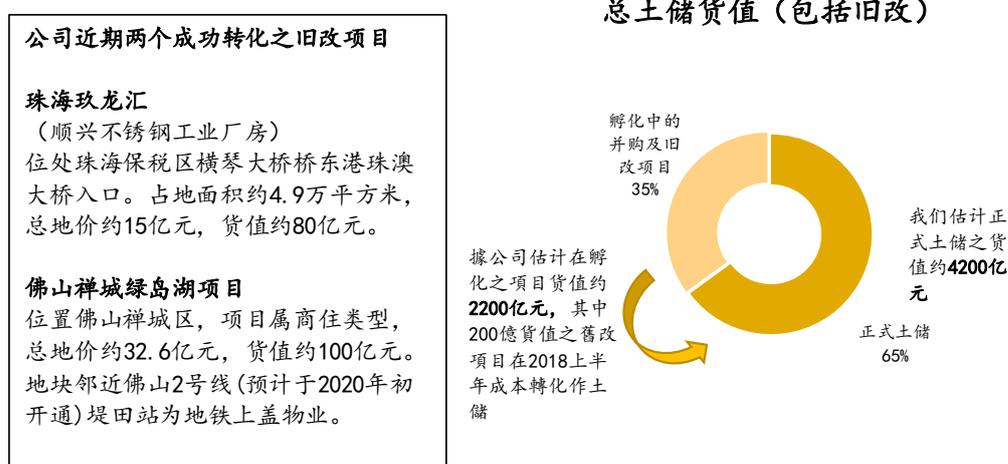
资料来源：公司资料、安信国际

旧改项目方式获得土地

龙光除了 3500 万平方米的土储外，还有超过 1,000 万平方米的旧改项目，主要集中在大湾区，估计货值约 2,200 亿元。项目会陆续在日后转化为土储，其中，已有 200 亿货值转化为土储。未来可为公司提供价格相对较低的土地。虽然旧改程序需时 2-3 年甚至更长，较招拍挂后最快一年开盘要慢许多，但旧改项目的回报率相对较高，可以以较低的地价在优质的地段取得较大块的土地去发展项目。

受惠到纪主席的潮汕背景，在旧改之参与及推进也会来得比较顺利，潮汕人在外面比较团结，在大湾区内不少潮汕人到这里办工厂、做生意。都是潮汕人，做旧改项目时，谈起来比较容易。据了解，在龙光的旧改储备项目中，属工厂改造的占约 50%，旧村改造和旧改净地分别占 30% 和 20%。净地和工厂改造在周期上来说，属于较容易变现的一类，因为业权比较统一，旧改推进时比较方便。

图 10：龙光总土储货值及近期两个成功转化之旧改项目

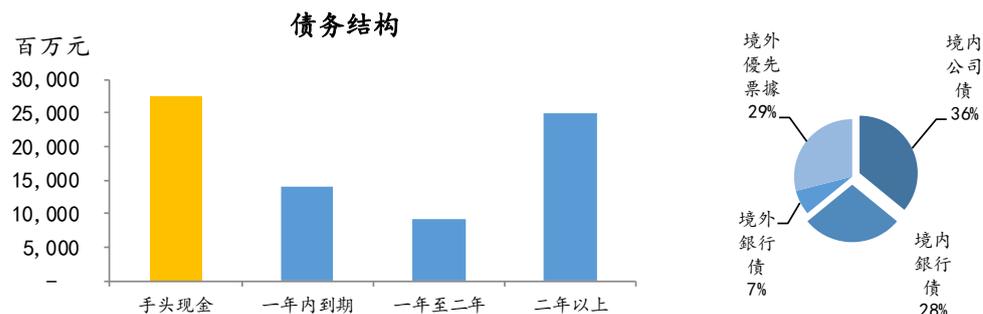


资料来源：公司资料、安信国际

债务结构尚算稳健

截至 2018 年 6 月，公司手头现金约 280 亿元，一年内到期之短债约 140 亿元，其中两笔合共 4.5 亿美元的境外优先票据将于 2018 年到期，公司已于首八个月发行四笔合共 9.5 亿美元，及一笔 2 亿新加坡元的境外优先票据，短期融资压力可控。公司净杠杆比率约 80%，在中型发展商类别中，不算过高。在维持高增长的大前提下，现金流有压力，但考虑到龙光拥有 1,000 亿货值在深圳变现能力较强，故此财务风险有限。

图 11：龙光债务结构 (截至 2018 年 6 月)

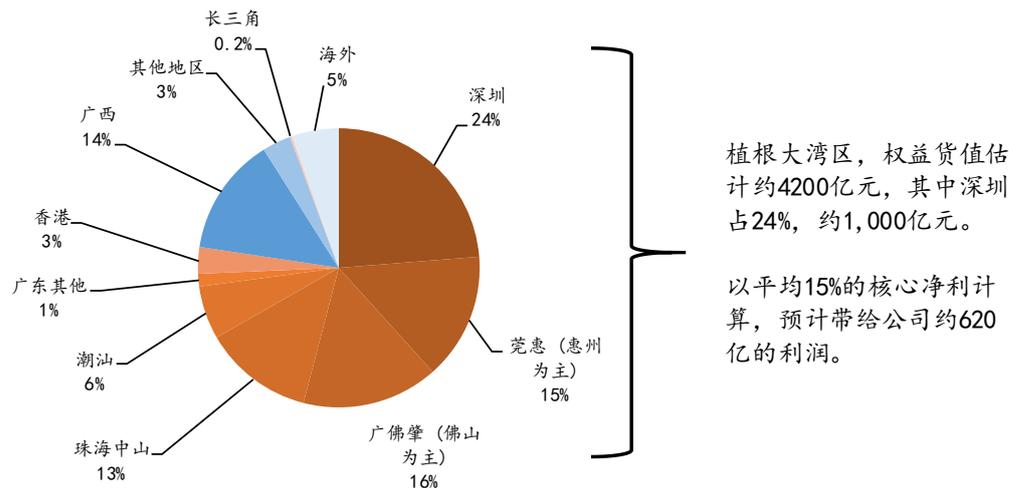


资料来源：公司资料、安信国际

深圳土储价值丰厚，重申买入评级

受受到纪主席及高管们对大湾区之熟悉，未来预计更多的旧改项目将会落地并转化为有效土储，为龙光在大湾区以至周边辐射地区中取得更多的优质土储，以巩固公司地位。从中短期而言，公司在深圳拥有1,000亿货值，以玖龙台和玖钻为主的项目将是公司未来两年的销售支柱之一，加上于惠州及佛山约1,000亿的项目，奠定了公司2019年1,000亿销售的目标。

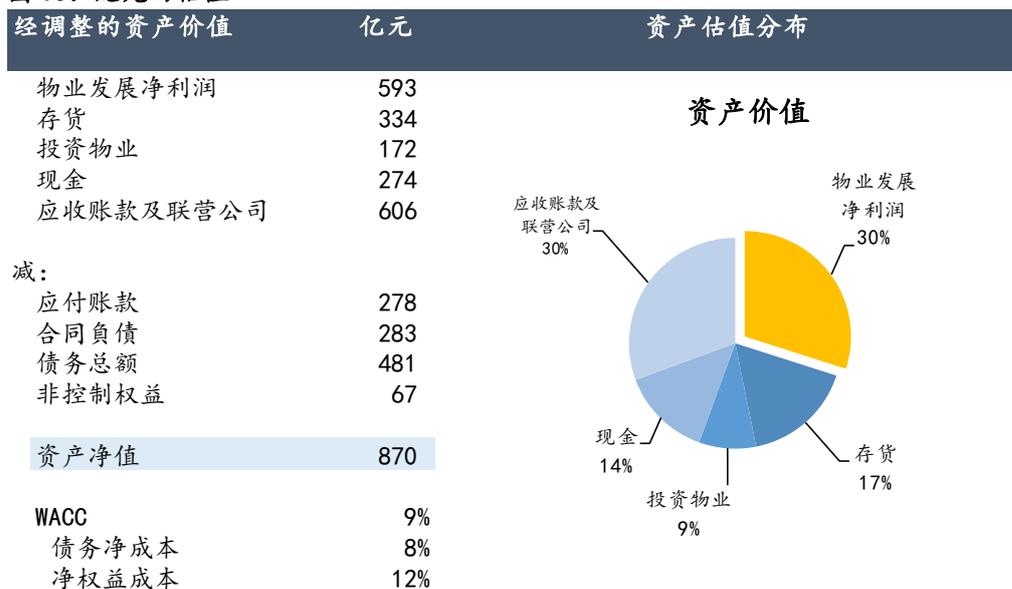
图 12：龙光土地储备货值分布（截至 2018 年 6 月）



资料来源：公司资料、安信国际

截至 2018 年 6 月，公司未结转销售约 470 亿元，预计毛利率 35%，此外龙光上调了 2018 年销售目标至 700 亿销售，意味下半年的销售额约 350 亿，加起来约 820 亿元的待结转销售，为 2018 年下半年及 2019 年的盈利定下基础。我们估计龙光的经调整后的资产净值为约 900 亿元。我们对其资产净值作出折让率 30% 的目标估值，相当于目标价为港币 12.8，并给予龙光“买入”评级。

图 13：龙光的估值



资料来源：公司资料、安信国际

财务报表主要项目

损益表 (合并)

(人民币百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	20,539	27,690	44,167	63,759	80,945
物业发展	20,245	26,642	41,976	61,505	78,522
物业投资	82	83	131	131	237
其他	212	964	2,060	2,122	2,186
销售成本	(13,979)	(18,172)	(28,502)	(41,988)	(53,145)
毛利	6,560	9,517	15,665	21,771	27,800
管理和营销开支	(1,271)	(1,677)	(2,929)	(4,184)	(5,906)
融资成本	(309)	(548)	(901)	(1,309)	(1,424)
合营/联营公司	26	205	1	1	6
其他	2,928	3,391	1,037	-	-
税前利润	7,933	10,889	12,873	16,279	20,476
所得税费用	(2,734)	(3,881)	(5,455)	(7,013)	(8,848)
非控制权益	(712)	(481)	(175)	(343)	(626)
年度利润	4,488	6,527	7,242	8,923	11,001
公允价值收益	(2,011)	(2,234)	(778)	-	-
其他	-	(97)	(165)	(165)	(165)
核心净利润	2,476	4,197	6,299	8,757	10,836
核心息折摊前利润	5,661	8,647	12,921	17,791	22,122
核心息税前利润	5,623	8,583	12,851	17,713	22,036
每股盈利 (人民币)	0.81	1.15	1.30	1.59	1.94
核心每股盈利 (人民币)	0.45	0.75	1.13	1.56	1.91
每股股息 (人民币)	0.21	0.34	0.45	0.62	0.76

主要比率

(人民币百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长 (%)					
收入	41%	35%	60%	44%	27%
核心息折摊前利润	72%	53%	49%	38%	24%
核心息税前利润	72%	53%	50%	38%	24%
核心净利润	28%	69%	50%	39%	24%
利润率 (%)					
毛利	32%	34%	35%	34%	34%
核心息折摊前利润	28%	31%	29%	28%	27%
核心息税前利润	27%	31%	29%	28%	27%
核心净收入	12%	15%	14%	14%	13%
其他比率 (%)					
核心股息分派	47%	45%	40%	40%	40%
核心资产收益率	4%	5%	5%	5%	4%
核心净资产收益率	15%	21%	26%	28%	28%
利息覆盖比 (倍)	3	3	3	3	4

资料来源：公司资料、安信国际

财务报表主要项目 (续)

资产负债表 (合并)

(人民币百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	58,521	83,595	127,980	180,578	238,841
现金和现金等价物	14,570	22,190	30,039	43,931	46,043
存货	40,197	38,458	59,283	73,318	103,162
预付、按金和应收款项	2,943	20,448	37,829	62,418	88,634
其他	811	2,499	829	911	1,003
非流动资产	27,980	28,276	40,649	52,114	63,936
物业、厂房及设备	184	148	163	179	197
投资物业	11,891	15,665	18,967	20,355	22,092
合联营公司	15,404	11,915	20,917	30,917	40,917
其他	501	548	603	663	730
资产总额	86,502	111,871	168,630	232,692	302,777
流动负债	31,055	57,294	99,080	143,404	199,807
银行贷款和其他借款	5,118	15,563	20,705	27,846	30,132
预售款项	16,049	19,614	38,151	57,183	84,267
应付贸易账款及票据	7,870	17,662	35,324	52,985	79,478
其他	2,017	4,455	4,900	5,390	5,929
非流动负债	29,695	27,413	35,976	47,808	51,780
银行贷款和其他借款	28,068	25,278	33,627	45,224	48,938
其他	1,627	2,135	2,349	2,584	2,842
负债总额	60,750	84,707	135,056	191,212	251,586
非控制权益	6,324	3,858	4,033	4,376	5,002
永续资本证券	-	2,363	2,363	2,363	2,363
母公司所有者应占权益	19,427	20,943	27,178	34,741	43,825
权益总额	25,751	27,164	33,574	41,480	51,191
净债务 (现金)	18,617	21,015	26,656	31,503	35,391
净负债率 (%)	72%	85%	79%	76%	69%
每股账面价值 (人民币)	3.53	3.82	4.88	6.17	7.71

合并现金流

(人民币百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	7,933	10,889	12,873	16,279	20,476
营运资金变动	1,517	6,208	7,993	8,069	7,517
已付税金	(1,875)	(2,680)	(5,455)	(7,013)	(8,848)
其他	(2,748)	(2,902)	(66)	1,386	1,504
经营活动的现金流	4,828	11,516	15,344	18,721	20,648
物业、厂房及设备项目	(67)	(33)	-	-	-
添置投资物业	(621)	(472)	(2,265)	(1,388)	(1,738)
投资在合营、项目公司	(13,924)	(10,629)	(14,001)	(15,000)	(15,000)
其他	1,773	(711)	-	-	-
投资活动的现金流	(12,840)	(11,844)	(16,267)	(16,388)	(16,738)
已付股息	(695)	(736)	(2,167)	(2,946)	(3,919)
发行资本证券	5,809	4,453	-	-	-
新增银行和其他借款	11,309	12,168	13,491	18,738	6,000
其他	(3,636)	(8,868)	(240)	(4,234)	(2,528)
筹资活动的现金流	12,786	7,017	11,084	11,558	(446)
现金增加净额	4,775	6,689	10,161	13,891	3,464
年终现金	14,570	22,190	30,039	43,931	46,043

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

此报告只提供给阁下作参考用途,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到日本、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