

买入

2017年6月15日

绿景中国地产——珠三角区域城市更新专家

➤ **深耕珠三角区域核心城市：**绿景中国（下称公司），目前储备及在开发项目可售计容面积共计 83 万平方米，其中深圳项目约 20 万平方米，包括公司旗舰项目“绿景虹湾”和“红树湾一号”。公司深圳项目均位于福田区核心地段，为区域内稀缺的住宅和商用资源，在考虑合理的资产潜力后，深圳项目可售货值约 200 亿元人民币（下同）。此外，公司于香港和苏州等热门城市拥有约 80 亿元的货值。

➤ **超大规模旧改机遇提供增长潜力：**公司旧改经验丰富，在深圳已陆续完成包括绿景山庄、蓝湾半岛、中城天邑、虹湾花园、红树华府以及 NEO 大厦等旧改项目的开发。集团层面正在参与深圳和珠海的大规模旧村改造项目。根据公开资讯，这些项目预计在未来不久的时间内将实现突破。

➤ **主力项目即将入市，销售规模高速增长：**公司 2016 年合同销售仅 8.26 亿元，主要因为当期入市项目较少。2017 年，我们预计绿景虹湾公寓产品以及红树湾 1 号部分产品将入市，合同销售预计将超过 45 亿元。2018-2019 年，预计主力项目红树湾 1 号将贡献稳定合同销售，同时，深圳美景等优质项目亦将入市，我们预测公司 2018-2019 年合同销售将分别超过 80 亿元和 90 亿元。

➤ **三年业绩复合增长达 38%：**公司高利润项目即将入市，预计毛利率将逐步提升，预计 2016-2019 核心利润分别为 7.05 亿元，12.05 亿元和 15.8 亿元，分别同比增长 16.5%，71.0%和 31.3%。

➤ **估值及投资建议：**公司目前摊薄后每股 NAV 为 1.9 港元，考虑潜在旧改项目对公司 NAV 增厚影响后，摊薄后每股 NAV 为 6.1 港元。我们给予公司 NAV50%的折让，相当于中小型开发企业的平均折让水平，目标价为 3.05 港元，首次覆盖给予买入评级。

王师奋

852-25321960

Lucas.wang@firstshanghai.com.hk

行业 房地产
 股价 1.99 港元
 目标价 3.05 港元
 (+53.2%)

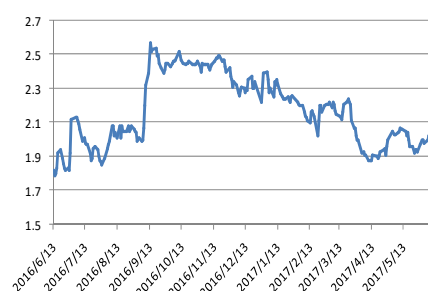
股票代码 95
 已发行股本 46.9 亿股
 市值 93.3 亿港元
 52 周高/低 2.64/1.74 港元
 每股净现值 2.25 港元
 主要股东 黄康境（75%）
 万科（6.39%）
 平安银行（6.39%）

盈利摘要

年结日：31/12	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(百万人民币)	1,210	4,590	4,869	7,763	9,553
变动(%)	171.6%	279.3%	6.1%	59.4%	23.1%
核心净利润(百万人民币)	98	605	705	1,205	1,582
变动(%)	385.9%	519.9%	16.5%	71.0%	31.3%
摊薄核心EPS(人民币元)	0.01	0.07	0.09	0.15	0.19
变动(%)	-8.9%	461.0%	16.5%	71.0%	31.3%
市盈率@1.99(倍)	130.7	23.3	20.0	11.7	8.9
每股股息(人民币元)	0.01	0.05	0.05	0.08	0.10
息率(%)	0.5%	2.6%	2.6%	4.4%	5.8%

来源：公司资料，第一上海

股价表现



来源：彭博

投资主题

绿景中国（下称公司）是珠三角区域领先的城市更新专家，迄今为止，参与旧改项目的经验已超过 20 年，积累了极具实力的开发团队和完整的开发流程。公司除在深圳拥有核心地段的在售项目外，集团层面正在参与深圳和珠海的大规模旧村改造项目。根据公开咨询，这些项目预计在未来不久的时间内将实现突破，增厚公司业绩。

核心城市，核心地段，精准布局

绿景中国主要于中国珠三角区域开展房地产开发业务，公司成立以来已开发 19 个已竣工房地产项目，总建筑面积近 200 万平方米，90.5%位于核心城市深圳。

目前公司储备及在开发项目可售计容面积共计 83 万平方米，其中深圳项目约 20 万平方米，包括公司旗舰项目“绿景虹湾”和“红树湾一号”。公司深圳项目均位于福田区核心地段，为区域内稀缺的住宅和商用资源，在考虑合理的资产潜力后，深圳项目可售货值约 200 亿元人民币（下同）。此外，公司于香港和苏州等热门城市拥有约 80 亿元的货值。

图 1：绿景红树湾一号



图 2：绿景虹湾



资料来源：公司资料、第一上海研究

资料来源：公司资料、第一上海研究

图 3：在开发项目详细列表

可售项目	所在城市	权益占比	状态	可售计容面积 (万平方米)	估算单价(人民币 元/平方米)	预估货值 (亿元人民币)
绿景虹湾	深圳	100%	已竣工	3.3	8.0	26
绿景红树湾一号	深圳	100%	2017第3季度竣工	11.8	12.0	142
香港流浮山项目	香港	100%	未开发	2.6	28.0	73
美景项目	深圳	100%	在建	5.0	7.0	35
苏州NEO大厦	苏州	100%	在建	4.0	1.8	7
其他项目	其他	100%	在建/未开工	55.9	1.0	56
小计				82.6	4.1	339

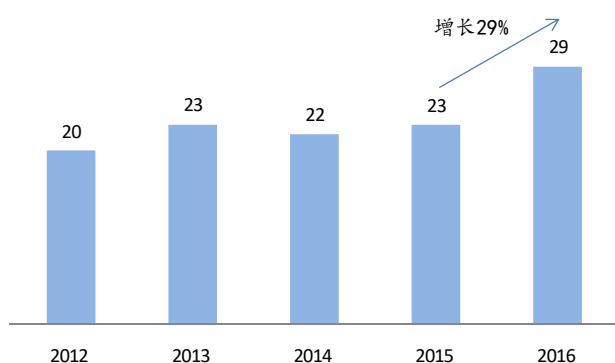
资料来源：公司资料、第一上海研究

资产升值空间巨大

深圳作为中国一线城市之一，产业覆盖通信，计算机互联网，手机，房地产，金融等高附加值产业，吸引大批专业和高新技术人才。

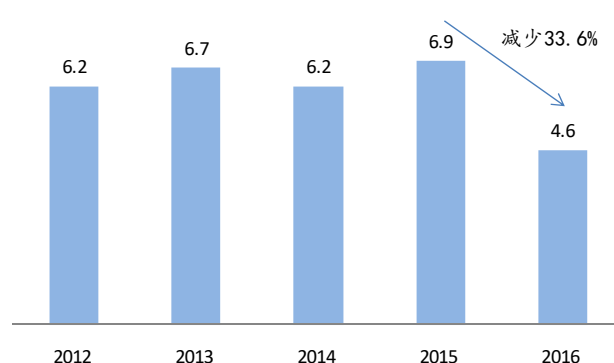
深圳住宅市场长期处于供需不平衡状态，特别是 2016 年，在新增户籍人口大幅增长 29%到 29 万人的情况下，新房住宅供应套数大幅下滑 33.6%到 4.6 万套；2017 年，深圳住宅供给仍较为紧张，前 5 个月新增住宅供给也仅为 6200 余套。福田作为深圳核心区域之一，其住宅资源更为稀缺，近 5 年新增住宅供给占全市总供给的 2%不到。我们认为，强劲的供需基本面将对深圳核心区域住宅资源价格形成有力支持，此外，在目前 M2 增速仍然大幅快于经济总量增速的背景下，核心城市核心地段的不动产资源具备抵抗通胀的属性。

图 4：深圳历年新增户籍人口（万人）



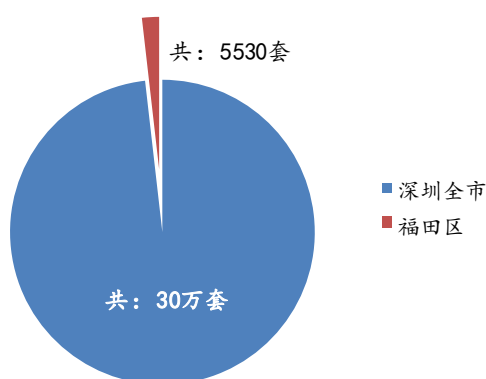
资料来源：Wind、第一上海研究

图 5：深圳历年新房住宅供应套数（万套）



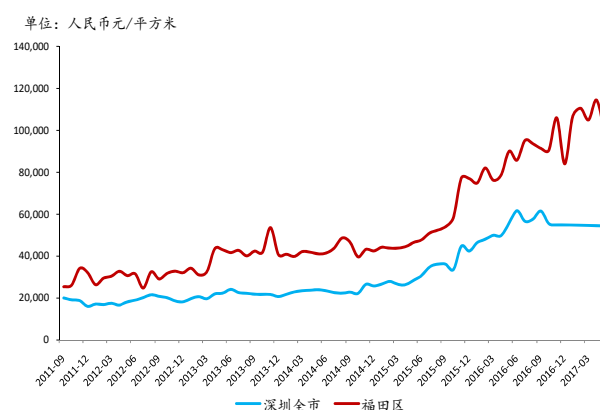
资料来源：Wind、第一上海研究

图 6：深圳全市及福田区近 5 年新房供应套数



资料来源：Wind、第一上海研究

图 7：深圳市及福田区一手住宅销售均价走势



资料来源：Wind、第一上海研究

项目开发商业运营并重

除销售型物业开发外，绿景中国积极布局和持有核心地段的优质商用物业，具备高端写字楼、生活及购物中心、酒店多种业态的商业地产运营能力，成功塑造了“佐岭中心”和“NEO”两个商业品牌。

公司目前持有运营项目全部位于深圳，包括车公庙片区地标性建筑“NEO 大厦”，龙华新区的“香颂佐岭中心”和“1866 佐岭中心”，位于福田区的“虹湾佐岭中心”（于 2017 年初开始运营），合计已运营面积超过 20 万平方米；并有“红树华府佐岭中心”，“苏州 NEO 大厦”在建。

图 8：绿景中国位于深圳的主要商用物业



资料来源：公司资料、第一上海研究

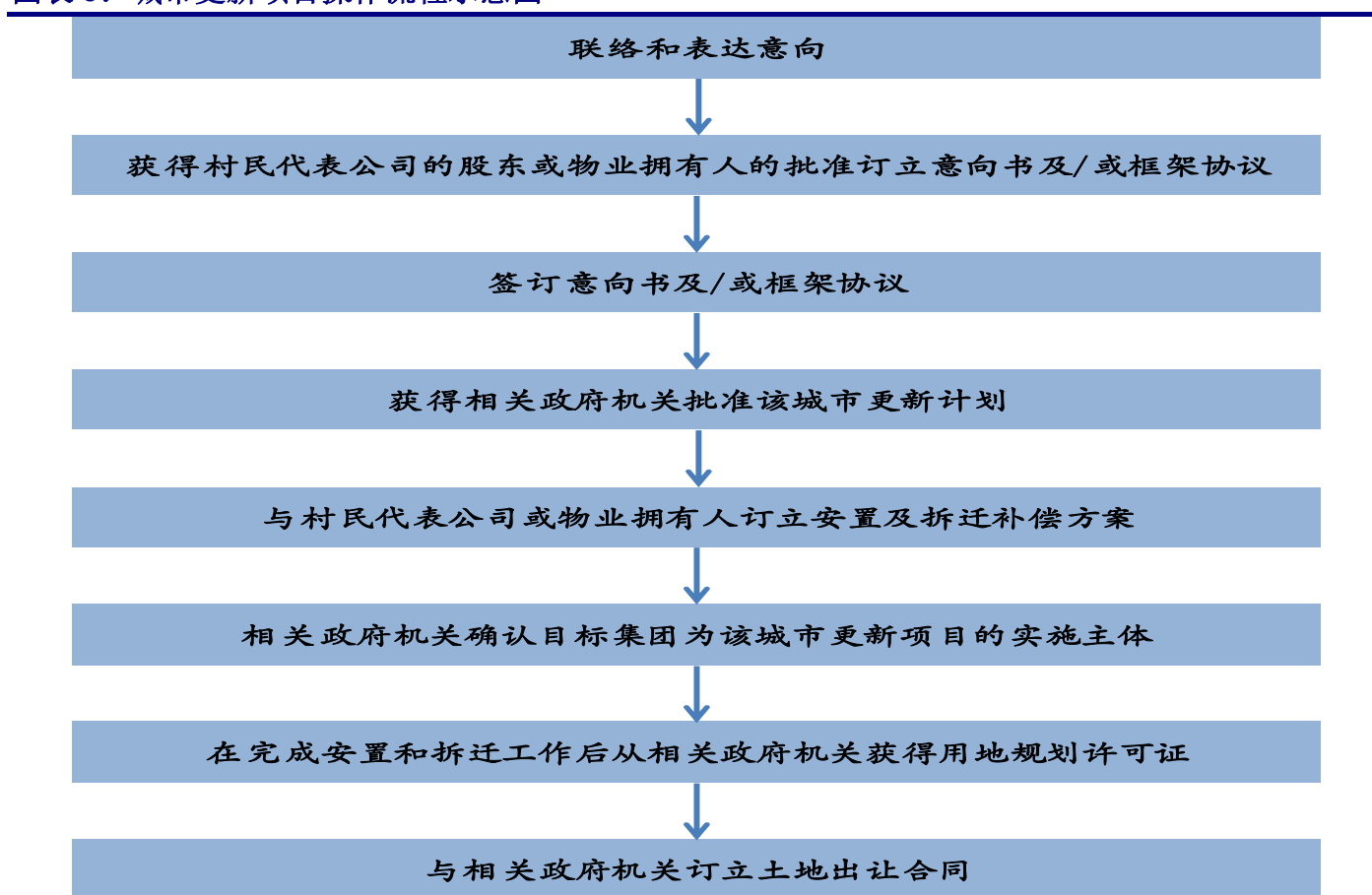
丰富的旧改经验

在绿景中国的企业成长过程中，旧改始终是企业获取土地资源的重要渠道。自 1998 年起，公司在深圳已陆续完成包括绿景山庄、蓝湾半岛、中城天邑、虹湾花园、红树华府以及 NEO 大厦等旧改项目的开发。

与此同时，公司坚持更加平衡和多元的土地资源获取途径，包括：

- 通过公开招标、拍卖或者挂牌出让从政府获取土地资源；
- 通过土地转让协议从私人实体获取土地资源；
- 通过城市更新获得核心地段优质土地资源；
- 与其他公司合作开发项目。

图表 9：城市更新项目操作流程示意图



资料来源：公司资料、第一上海研究

超大规模旧改机遇提供增长潜力

集团和公司层面目前正在参与多个旧改项目。近期有望获得重大进展的项目包括：

- 深圳大型旧村改造项目：根据公开资讯，预计项目总建筑面积约 400 万平方米，其中回迁和配套建面约 200 万平方米，归属于开发主体的市场化开发建面约为 200 万平方米。
- 珠海城中村改造项目一：根据公开资讯，预计项目最终开发的建筑面积约为 80 万平方米，其中回迁和返还的面积约 50 万平方米，可用于自行开发的住宅建面约为 30 万平方米
- 珠海城中村改造项目二：根据公开资讯，总计建筑面积超 130 万平方米，去除回迁和配套面积，可用于开发的建筑面积约为 50 万平方米。
- 珠海东大凯威科技园旧改项目：根据公开资讯，预计剩余土地上的总开发规模约为 40 万平方米，主要以商业和办公为主，并辅以部分公共配套。其中商业部分约为 15 万平方米，办公部分约为 24 万平方米，配套约为 1 万平方米。

根据公开资讯，我们预计在未来不久的时间内将实现突破，为绿景的业绩爆发提供可能性。

公司基本面概述

简要发展历史

公司成立于 1995 年，1997 年实际控制人黄先生通过自有资金完成向其他原始股东的收购取得控股权，并于 1998 年开始进入房地产开发领域，开发了位于深圳布吉的绿景山庄住宅项目，也是公司开发的第一个旧改项目，总建面约为 7.8 万平方米。

此后，绿景集团在深圳旧改领域不断攻城掠地，在深圳开发了蓝湾半岛、绿景新苑和绿景新美城等项目，并在珠海开发了高端海景别墅标杆项目凤凰山一号。

2008 年后公司开始发力深圳高端综合体、住宅和集中式商业项目，包括中城天邑花园、NEO 大厦、虹湾花园和红树华府等。

2014 年中，绿景集团完成对上市公司新泽控股的收购（代码 0095），实现上市，并于 2015 年底完成绝大部分地产资产的注入。

图 10：公司发展里程碑

以建筑起家，涉足地产行业	城市更新的先行者之一	成功开拓商业地产双品牌系列	转型与扩张
1995-1998 ■ 目标集团成立并开始涉足地产行业 ■ 黄先生于1997年收购目标集团，取得控制权 ■ 1998年开始开发绿景山庄，目标集团之首个物业开发项目 	1998-2008 ■ 通过城市更新，在深圳完成绿景山庄、蓝湾半岛、中城天邑等多个深受市场欢迎的高品位的地产项目 ■ 实现集团化管理    	2008-2014 ■ 开发NEO等都市商务综合体 ■ 开发佐邻（Zoll）等社区型购物中心，并成功于深圳各区复制商业模式 ■ 开始运营绿景锦江酒店 ■ 同时开发了城市立方花园、绿景香颂花园、绿景香颂美庐园、公馆1866花园等一批高品质项目   	2014至今 ■ 已完成绿景集团与上市公司的资产整合，向上市公司注入高质量的住宅及商业地产项目 ■ 深耕珠三角核心城市，适时拓展港澳等海外房地产业务 ■ 开发了绿景国际花城（A1区）、虹湾花园、红树湾壹号等项目 ■ 形成三大业务板块的经营模式    

资料来源：公司资料、第一上海研究

主营业务类型

绿景中国的主要业务包含三个部分：

1. 房地产开发与销售：包括住宅和商用物业的开发销售，大部分资源来源于城市旧改。目前可售资源超 80 万平方米。
2. 商业物业投资与经营：打造有“NEO”和“佐邻”两大商业品牌，目前在深圳运营商业面积超 20 万平方米。
3. 综合服务：包括物业管理服务，以及酒店管理。

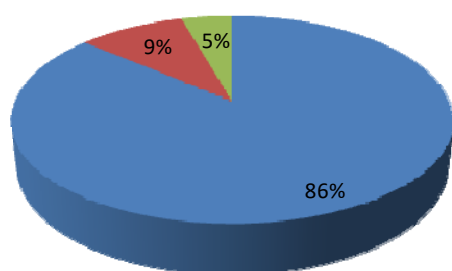
图 11：公司主营业务结构



资料来源：公司资料、第一上海研究

图 12：各业务分部收入占比（2016 财年）

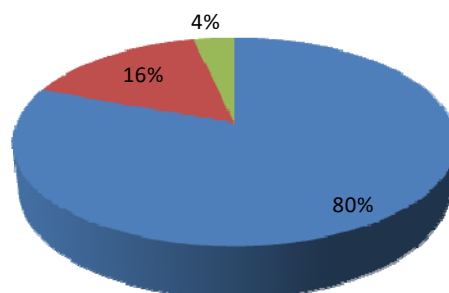
■ 物业发展及销售 ■ 商业物业投资与经营 ■ 综合服务



资料来源：公司资料，第一上海研究

图 13：各业务分部毛利占比（2016 财年）

■ 物业发展及销售 ■ 商业物业投资与经营 ■ 综合服务



资料来源：公司资料，第一上海研究

主要在开发项目情况

绿景中国主要在开发项目情况如下：

- 绿景虹湾项目：位于深圳福田区中心区，可售部分包括五座高层优质住宅楼宇和两座公寓：全部单位已完工，实现 674 户入伙交付。项目仍有公寓产品未销售，预计货值约 25 亿元，拟于 2017 年入市。
- 绿景红树湾壹号：位于深圳福田区中心区，项目可售货值约 140 亿元，包括住宅及公寓。预期整个项目将于 2017 年内竣工，拟于 2017-2019 年推售。
- 美景项目：城市升级改造项目，以产业研发办公、配套住宅为主，位于华侨城片区，项目已于 2016 年开始动工，预计可售货值约 35 亿元。
- 流浮山项目：位于香港流浮山深湾路，拟兴建 110 栋低密度临海豪华别墅。该项目仍处于规划阶段，初步预计总销售额超过 70 亿港元。

- 苏州绿景 • NEO 项目：位于苏州吴中越溪开发区的核心地段，可售部分货值约 7 亿。截至 2016 年底，工程整体完成进度为 60%，预计于 2017 年开售。

图 14：在开发项目详细列表

可售项目	所在城市	权益占比	状态	可售计容面积 (万平方米)	估算单价 (人民币 元/平方米)	预估货值 (亿元人民币)
绿景虹湾	深圳	100%	已竣工	3.3	8.0	26
绿景红树湾一号	深圳	100%	2017 第 3 季度竣工	11.8	12.0	142
香港流浮山项目	香港	100%	未开发	2.6	28.0	73
美景项目	深圳	100%	在建	5.0	7.0	35
苏州 NEO 大厦	苏州	100%	在建	4.0	1.8	7
其他项目	其他	100%	在建/未开工	55.9	1.0	56
小计				82.6	4.1	339

资料来源：公司资料、第一上海研究

主要投资物业情况

公司运营「NEO」和「佐岭」两大商业品牌，2016 年在运营投资物业 3 个，贡献经营收入 4.3 亿元。

截至 2016 年公司在运营投资物业包括：

- NEO 都市商务综合体，此项目为深圳市主要城市地标，可出租面积约为 105,870 平方米，租户包括多家财富全球 500 强公司之办事处及分支机构、银行、电信公司及其他国营企业。于 2016 年，NEO 都市商务综合体的平均出租率约为 99%（二零一五年：99%）；
- 香颂佐岭中心及 1866 佐岭中心，于 2016 年全年之平均出租率约为 92%（二零一五年：95%）。

截止 2016 年底，未来即将投入运营的投资物业包括：

- 绿景虹湾佐岭中心，已于 2017 年 1 月开始营运，已签约 74 家商户；
- 绿景国际花城佐岭中心，预计于 2017-2018 年开始运营；
- 苏州绿景 • NEO 项目，位于苏州吴中越溪开发区的核心地段，除销售一部分物业外，公司计划自持剩余面积以获取稳定现金流。

此外，公司管理位于深圳福田区中心区的绿景锦江酒店。酒店总建筑面积为 25,751 平方米，酒店位置优越，设有超过 330 间房间。截至 2016 年，平均入住率约为 77%（二零一五年：76%）。

图 15：投资物业列表

投资物业	所在城市	状态	可租面积 (万平方米)
深圳NEO大厦	深圳	在运营	10
香颂佐邻中心	深圳	在运营	2.4
1866佐邻中心	深圳	在运营	4.3
苏州NEO大厦	苏州	在建	1.2
虹湾佐邻中心	深圳	在运营	3.4
红树华府佐邻中心	深圳	在建	2.1
运营酒店		状态	房间数
绿景锦江酒店	深圳	在管理	330

资料来源：公司资料，第一上海研究

重点城市更新项目情况

公司积极地参与多个城市更新项目，集中于珠三角核心城市，以深圳和珠海为主。

由于城市更新项目在取得国有土地使用权证之前，存在较大的不确定性，包括时间进展、开发规模、规划指标和地价成本等，在此我们仅简要叙述部分重点项目。

需要说明的是，绿景参与的许多城市更新项目，目前尚未纳入上市公司表内，最终的项目指标和获取成本，仍需以上市公司公告为准。本报告内的项目信息均引用于公开资讯，或为经验值估算。

深圳大型旧村改造项目

根据公开资讯，深圳大型旧村改造项目是深圳关内深南大道沿线最大规模的城市更新项目，已列入深圳 2014 年第二批城市更新单元计划。

项目拟拆除重建占地面积为 46 万平方米，预计项目整体重建建筑面积约为 400 万平方米，其中回迁和配套建面约为 200 万平方米，归属于开发主体的市场化开发建面约为 200 万平方米。物业形态涵盖办公、商业、公寓和住宅。项目目前处于专项规划方案报批阶段。

珠海市加快三旧改造进程

2016 年 11 月 25 日珠海市政府办公室印发了《珠海经济特区城市更新管理办法》，首次以立法形式明确城市更新退出机制，督促实施主体加快项目进度。

新规部分利好如下：

- 降低拆建类项目启动意愿“门槛”。将该类项目意愿表决通过的比例门槛由“90%以上”降低为“2/3 以上”。建筑物由业主区分所有的，经专有部分占建筑物总面积 2/3 以上的业主且占总人数 2/3 以上的业主同意可启动。城中旧村

拆除重建的，经居民大会、村民大会或者社区股份合作公司的股东大会按照有关规定表决，获得占全体成员或者股东人数 2/3 以上同意可启动。

- 有条件放开小地块拆建项目。新《办法》规定属于旧工业区改造为科技孵化器等市政府鼓励发展的创新型产业项目，位于海岛的城市更新项目、城中旧村更新项目以及其他因公共利益需要拆建的项目，可以突破拆建用地不得小于 1 万平方米的限制，实施小地块拆建更新。
- 做好指引，审批提速。新规解决了历史上欠缺基本程序指引的问题，明确了意愿征询、形成申报主体、委托编制更新单元规划、规划报批、形成实施主体、编制报批项目实施方案、办理手续的更新项目基本程序。

珠海作为粤港澳大湾区的核心一环，房地产市场长期向好。

2016 年珠海商品住宅销售总面积约为 596.6 万 m²，销售金额约为 1006.6 亿元，均价为 16872 元/m²，房地产市场销售量价高涨。截止 2016 年 12 月珠海住宅总存量约为 24100 套，消化周期仅有 5 个月。

珠海旧村改造项目一

根据公开咨询，珠海旧村改造项目一位于珠海市主城区南湾城区，在 12 公里范围内可达珠海老香洲城区、吉大景山路商业中心区、横琴口岸商业区及澳门。同时也可方便到达九州港、珠海机场等区域型交通节点，区位优势优越。项目目前处于专项规划方案报批阶段。

项目总占用土地面积约 20.56 万平方米，我们预计项目最终开发的建筑面积约为 80 万平方米，其中回迁和返还的面积约 50 万平方米，绿景可用于自行开发的住宅建面约为 30 万平方米（含少量商业及幼儿园配套）。

目前周边已开发高端住宅楼盘包括华发新城、中信红树湾和华发世纪城等，在珠海属于房价最高的区域之一，综合均价超过 4 万元/平方米。

珠海旧村改造项目二

珠海旧村改造项目二位于明珠北路与南福路交叉口北侧，临近凤凰山和梅溪水库，自然资源禀赋优异。梅溪水库周边一直是珠海非海景高端住宅项目的聚集地。项目目前处于专项规划方案报批阶段。

项目更新区域占地面积约 41 万平方米，我们预计项目最终开发建面超过 130 万平方米，其中回迁和返还的面积约 80 万平方米，绿景可用于自行开发的建面约 50 万平方米。

目前周边已开发高端住宅楼盘包括云顶澜山、橘子郡和恒雅名园等，二手住宅交易价格近 3 万元/平方米，项目东面靠近梅溪水库的住宅社区，如华发四季和金地伊顿山，二手住宅交易价格近 4 万元/平方米。

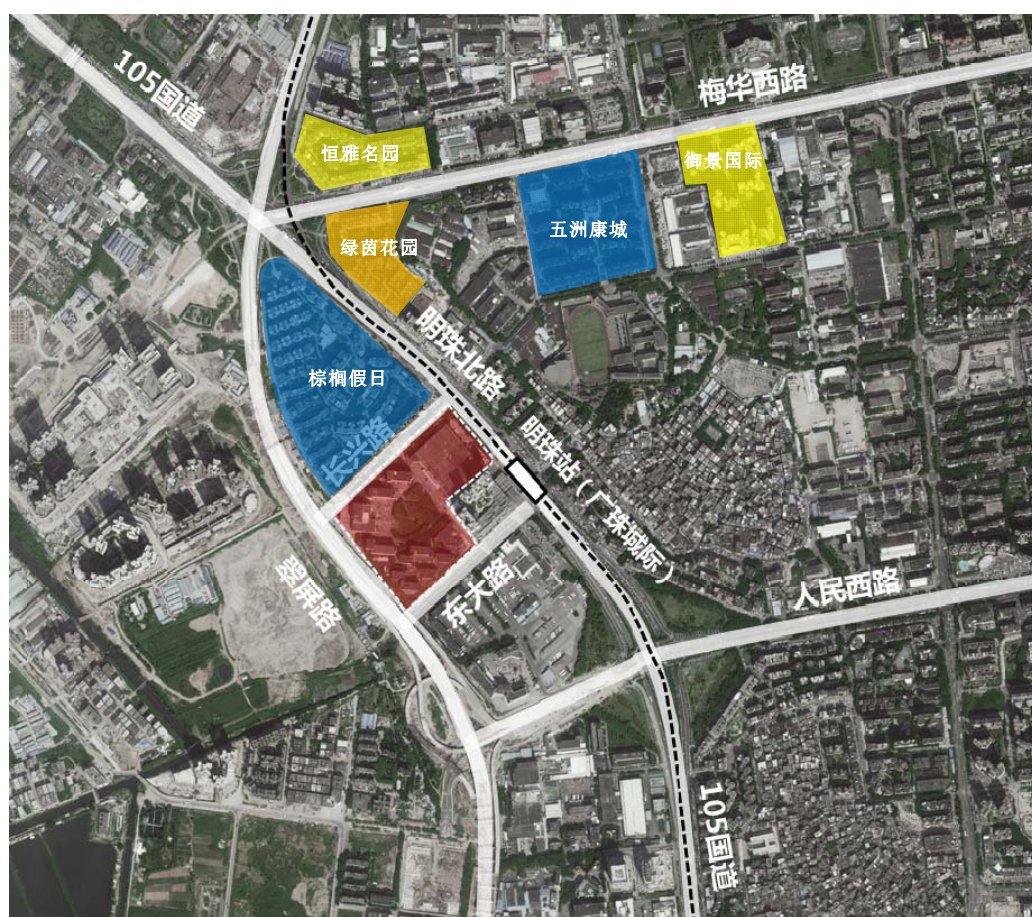
珠海东大凯威科技园旧改项目概况

2016 年 11 月 11 日，绿景中国公告完成对珠海东大凯威科技园的项目收购，总代价为 21 亿元。项目位于广珠城际轨道明珠站，占地面积约 8 万平方米，现有工业楼宇和配套宿舍合计约 12.7 万平方米。项目目前处于专项规划方案报批阶段。

按照城市更新管理办法，项目预计会拿出部分土地充公，我们预计剩余土地上的总开发规模约为 40 万平方米，主要以商业和办公为主，并辅以部分公共配套。其中商业部分约为 15 万平方米，办公部分约为 24 万平方米，配套约为 1 万平方米。

项目周边的住宅项目包括棕榈假日、绿茵花园、恒雅名园、五洲康城和御景国际，高品质住宅的销售均价接近 3 万元/平方米。

图 16：东大凯威科技园项目区位示意图



资料来源：根据公开资讯整理、第一上海研究

财务预测

主力项目即将入市，销售规模高速增长

公司 2016 年合同销售仅 8.26 亿元，主要因为当期入市项目较少。2017 年，我们预计绿景虹湾公寓产品以及红树湾 1 号部分产品将入市，合同销售预计将超过 45 亿元。2018-2019 年，预计公司主力项目红树湾 1 号将贡献稳定合同销售，同时，深圳美景等优质项目亦将入市，我们预测公司 2018-2019 年合同销售将分别超过 80 亿元和 90 亿元。

三年业绩复合增长达 38%

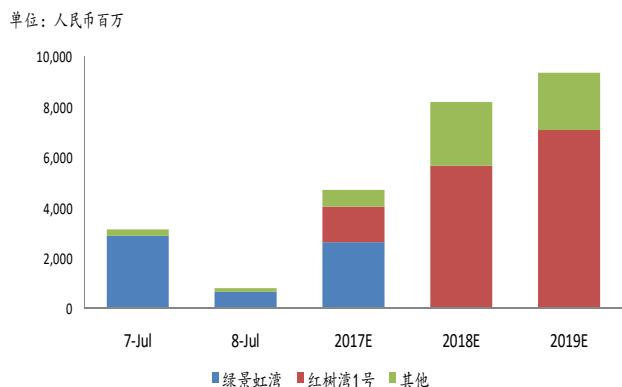
- 一般来讲，商品房以期房形式销售，在录得销售后的 1-2 年内交付并录得收入。但公司绿景虹湾及红树湾 1 号项目都将以现房销售，预计可于合同销售当年交付并录得销售收入。我们预测 2017-2019 年公司物业销售收入将分别达到 42 亿元，70 亿元和 88.4 亿元；总收入将分别达到 48.7 亿元，77.6 亿元和 95.5 亿元。
- 红树湾 1 号项目的毛利率可达 60%左右，绿景虹湾项目毛利率可达 50%左右，美景，流浮山，苏州 NEO 项目毛利率亦在 30%-40%之间。我们预计公司 2017-2019 年的毛利率将持续提升，主要因为毛利率最高的“红树湾 1 号”项目所贡献的销售占比逐步提升。
- 公司费用率随着确认收入回升而正常化，公司有效税率将继续上升，主要因高毛利项目入市增加土地增值税。

公司归属股东的核心利润率高于行业平均水平，预计 2016-2019 核心利润分别为 7.05 亿元，12.05 亿元和 15.8 亿元，分别同比增长 16.5%，71.0%和 31.3%。

现金流将大幅改善

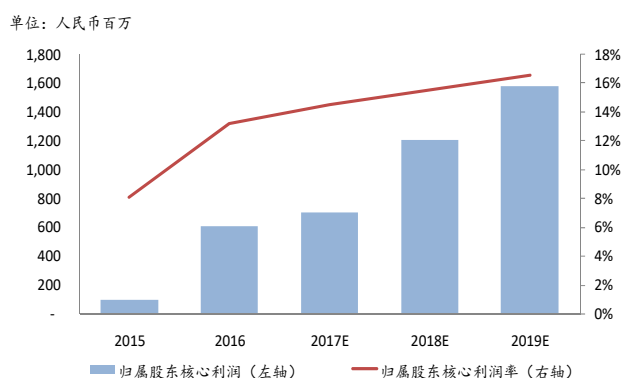
公司截止 2016 年底的净负债率为 81%，主要因为公司 2016 年推盘较少，导致销售回款较少，于此同时公司项目施工仍在进行，导致经营性现金流为负。根据我们预测，未来三年公司合同销售将录得稳健增长，且公司两大主力项目绿景虹湾和红树湾 1 号都已基本竣工，因此预计公司未来的净负债率和偿付水平将录得好转。

图 17：公司合同销售预测



资料来源：公司资料、第一上海研究

图 18：公司归属股东核心利润预测



资料来源：公司资料、第一上海研究

估值及投资建议

- 房地产开发分部方面，公司未付土地款较少，项目已基本或完全完工，我们估算房地产开发分部 GAV 为 152 亿元。
- 投资物业方面，假设资本化率为 6%，运营利润率为 85%，已建成投资物业估值约 58.5 亿元，在建投资物业估值约为 5.2 亿元。
- 公司 GAV 共计 215.6 亿元，减去净负债为 74.5 亿，NAV 共计 141 亿元，摊薄后每股 NAV 为 1.9 港元。

此外我们亦需要考虑潜在旧改项目对公司 NAV 的增厚。假设公司于 2021 年以现金方式获取深圳旧村改造项目，对摊薄后每股 NAV 的增厚大约为 4.0 港元；另外，假设公司于 2019 年以现金获取珠海旧村改造项目一，对摊薄后每股 NAV 的增厚大约为 0.2 港元。综上所述，旧改项目对公司 NAV 的潜在增厚为总计约 4.2 港元。

综上所述，考虑潜在 NAV 增厚的公司摊薄后每股 NAV 约为 6.1 港元，我们给予公司 NAV50%的折让，相当于中小型开发企业的平均折让水平，目标价为 3.05 港元，首次覆盖给予买入评级。

图 19：现有项目 NAV 测算

GAV-房地产开发						GAV-投资物业	
单位：人民币亿元	2017	2018	2019	2020	2021		
合同销售	47.2	81.7	93.3	45.0	37.8	已建成面积（万平方米）	15.8
绿景虹湾	26.4					租金收入	4.1
绿景红树湾	14.2	56.6	70.8			运营利润率	85.0%
香港流浮山项目				40.0	32.8	资本化率	6.0%
美景项目		17.5	17.5			已建成投资物业估值	58.5
苏州NEO大厦	3.6	3.6				在建投资估值	5.2
其他项目	3.0	4.0	5.0	5.0	5.0	总投资物业估值	63.7
地价款	17.5	17.5				NAV	
建安成本	1.6	2.5	2.5	0.8	0.8	单位：人民币亿元（除每股外）	
销售及行政费用率	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	住宅分部	152.0
销售及行政费用	3.3	5.3	6.1	2.9	2.5	投资物业	63.7
税务成本	9.0	16.6	21.1	5.0	5.0	减：净负债	74.5
净现金流	15.7	39.9	63.7	36.3	29.5	每股摊薄NAV（人民币元）	1.7
WACC	10.0%					每股摊薄NAV（港元）	1.9
GAV	152.0						

资料来源：第一上海研究

图 20：深圳旧村改造项目 NAV 测算

货币单位：人民币		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	总计	单方（万元）	
销售 物业	项目公司收购代价（亿元）	-50	-50	-50			-150	-0.8	按开发面积
	地价款（亿元）	-100					-100	-0.5	按开发面积
	销售面积（万平方米）		20	40	40	20	120		
	销售单价（万元/平方米）		15.0	15.8	16.5	17.4			
	销售所得（亿元）		300	630	662	347	1939	16.2	按可售面积
	开工面积（万平）	200	70	70	60		400		
	建安费用（亿元）	-150	-203	-105	-98	-45	-600	-1.5	按建筑面积
	销售及行政费用（亿元）	0	-18	-38	-40	-21	-116	-1.0	按可售面积
	税费（亿元）	0	-88	-185	-194	-102	-569	-4.7	按可售面积
	净现金流（亿元）	-300	-59	252	330	180	404	3.4	按可售面积
自持 投资 物业	NAV（亿元）-2017年	155						1.3	按可售面积
	自持物业面积（万平）	80					重点假设		
	预计租金水平（万元/平）	0.25					WACC	10%	
	预计年租金收入（亿元）	20.00					建筑面积	400万平	
	运营利润率	85%					开发面积	200万平	
	资本化率	6.0%					可售面积	120万平	
	假设落成年份	2025					自持面积	80万平	
	NAV（亿元）-2017年	132							
总计	总NAV-2017年	287							

资料来源：第一上海研究

图 21：旧改项目对公司 NAV 的潜在增厚

项目名称	预计开工 时点	预计可售面积 （万平方米）	预计自持面积 （万平方米）	预计货值 （亿元人民币）	预计年租金收入 （亿元人民币）	预计收购代价 （亿元人民币）	每平方米代价 （万元/平方米）	现金收购对NAV增厚		
								整体（亿元 人民币）	每股 （港元）	所需现金
深圳大型旧村 改造项目	2021年	120	80	1939	18	250	1.3	287	4.0	250
珠海旧改项目	2019年	30	0	120	0	45	1.5	18	0.2	45
小计		150	80	2059	18	295		305	4.2	295

资料来源：第一上海研究

风险

- 房地产政策继续收紧
- 旧改项目进度低于预期
- 旧改项目获取对资金需求较大
- 公司销售执行及项目回款不及预期。

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	1,210	4,590	4,869	7,763	9,553	增长率 (%)					
-物业销售	576	3,956	4,212	7,077	8,837	收入	171.6%	279.3%	6.1%	59.4%	23.1%
-其他	634	634	657	686	716	毛利	589.1%	261.3%	12.0%	67.5%	24.6%
销售成本	-575	-2,294	-2,298	-3,454	-4,183	税前利润	1545.0%	213.6%	13.6%	72.5%	27.3%
毛利	635	2,296	2,572	4,309	5,370	核心利润	385.9%	519.9%	16.5%	71.0%	31.3%
其他收入	87	108	50	50	50	盈利分析 (%)					
行政及销售费用	-296	-407	-330	-531	-606	毛利率	52.5%	50.0%	52.8%	55.5%	56.2%
经营利润	427	1,997	2,292	3,827	4,813	有效税率	28.2%	56.4%	57.0%	61.0%	61.0%
利息支出	-263	-407	-441	-458	-461	净利润率	34.5%	17.5%	18.4%	18.1%	18.7%
联营公司收入	-0	-0	0	0	0	核心净利润率	8.1%	13.2%	14.5%	15.5%	16.6%
公允价值变动	427	263	255	263	270	回报率 (%)					
税前利润	591	1,853	2,105	3,632	4,623	派息比率	41.1%	34.9%	30.0%	30.0%	30.0%
税项	-166	-1,045	-1,200	-2,215	-2,820	ROE	5.3%	9.5%	9.6%	13.7%	15.5%
总利润	425	809	905	1,416	1,803	ROA	1.8%	3.2%	3.4%	4.8%	5.4%
少数股东权益	7	6	9	14	18	回报率 (%)					
归属股东利润	418	802	896	1,402	1,785	流动比率(倍)	1.44	1.98	2.03	2.09	2.10
归属股东核心利润	98	605	705	1,205	1,582	利息覆盖率(倍)	0.80	3.29	3.21	5.11	6.36
派息	40	211	212	362	475	净负债率	68.6%	80.9%	75.4%	54.0%	41.4%
核心EPS (元)	0.02	0.13	0.15	0.26	0.34						
摊薄核心EPS (元)	0.01	0.07	0.09	0.15	0.19						

资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,515	2,792	2,998	4,415	4,521	税前利润	591	1,853	2,105	3,632	4,623
预付款及应收	1,941	1,235	1,310	2,088	2,570	调整项	-187	226	224	235	232
存货	5,404	5,534	5,811	6,683	7,685	营运资金变动	1,450	-2,237	244	1,085	180
投资物业	11,973	12,227	12,982	13,745	14,515	税项	-382	-585	-1,200	-2,215	-2,820
无形资产	232	232	232	232	232	经营现金流	1,472	-743	1,373	2,736	2,215
联营公司资产	525	528	528	528	528	投资物业	-79	-26	-500	-500	-500
固定资产	333	294	466	489	513	限制性银行存款	-493	-486	-348	-417	-501
其他长期资产	2,068	3,082	3,144	3,774	4,448	其他	-0	-1	-0	-0	-0
总资产	23,992	25,925	27,471	31,954	35,012	投资现金流	-1,000	-1,495	-1,085	-1,010	-1,098
短期贷款	1,676	3,580	3,759	3,872	3,988	发行股份	1,483	-	-	-	-
应付账款	5,047	1,468	1,557	2,483	3,055	债务变动	96	3,158	571	360	-189
长期贷款	6,558	7,837	8,229	8,476	8,730	派息	-16	-40	-211	-212	-362
可换股债券	0	559	559	559	0	利息支出	-594	-650	-441	-458	-461
递延税负债	2,268	2,394	2,539	4,048	4,982	发行可转债	-	694	-	-	-
其他负债	471	889	935	1,420	1,719	其他	-1	0	-	-0	-0
总负债	16,019	16,727	17,579	20,857	22,474	融资现金流	-373	3,315	-82	-310	-1,012
股东权益	7,881	8,965	9,650	10,840	12,263	现金变动	99	1,077	206	1,417	106
少数股东权益	92	233	242	256	274	汇兑变动	1.2	0.8	-	-	-
合计	7,973	9,198	9,892	11,097	12,538	初期现金	1,415	1,515	2,792	2,998	4,415
每股净资产(元)	1.57	1.91	2.06	2.31	2.61	末期现金	1,515	2,792	2,998	4,415	4,521

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。