



城市更新标杆房企，资产注入值得期待

报告摘要

借壳后反收购重新上市，配售引入平安和万科。公司成立于1995年，是一家专注于深圳及周边地区住宅物业开发及商业物业运营的综合性房企。2014年控股股东黄康境先生收购港股上市公司新泽控股81.5%股权，2015年黄先生将旗下绿景控股作价137.85亿港元注入上市公司，并配售8亿股新股引入平安和万科（各持股6.39%）。

坚持双核战略精准布局，重仓区域升值潜力巨大。公司始终坚持双核战略，积极获取位于珠三角地区，特别是深圳市场核心地段的项目。目前已在当地成功开发了12个项目，涉及总建面161万方。截止2017年6月公司415万方土地储备中深圳项目134万方，估算货值约518亿元（总货值占比66%）。考虑到深圳房地产市场供需矛盾在中期内难以得到有效缓解，我们认为公司在区域内保有的项目享有强劲的增值潜力。

城市更新基因为公司创造独特的资源获取优势。1) **城市更新市场广阔：**深圳外延式发展受限，近年来城市更新逐渐成为住房用地供应的主。十二五期间商品房用地中城市更新占比达到58.4%，根据规划，这一比例将在十三五期间提升至76.0%。2) **公司是城市更新的先行者：**公司迄今已在深圳完成9个城市更新项目，目前在手的5个项目也全部来自于城市更新。经过多年的积累，已建立自下而上整合资源的模式，凭借成功往绩和专业化团队，预计未来可持续地获得大体量优质项目。3) **城市更新项目盈利属性突出：**低廉的土地成本确保了城市更新项目的盈利空间，过去三年公司物业销售的加权平均毛利率高达44.4%（行业平均27%）。根据我们估算，目前在手的6个旧改项目的毛利水平均在40%以上，相信可为继续保持远高于行业平均的盈利水平提供强支撑。

潜在土地注入面积1200万方，或迎来跨越式发展机遇。控股股东已向公司提供意向函，拟于适当时机将其拥有的1200万方城市更新项目注入上市公司。目前进展较快的有深圳白石洲项目（2200亿元货值）和珠海东桥项目（110亿元货值）。如推进顺利，公司土储规模及盈利水平将在中期内得到显著强化。

首予“买入”评级。基于目前415万方的土地储备，估算公司NAV每股3.47港元。考虑到白石洲项目和东桥项目或可于1-2年内注入，提升公司NAV每股至9.39港元，摊薄后NAV每股6.18港元。我们给予45%的折让，目标价3.40港元，隐含39%的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：i) 深圳市场调控政策进一步收紧；ii) 城市更新项目进度不及预期；

(31/12年结；百万元RMB)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,210	4,590	5,795	7,457	9,723
增长率(%)	-75.1	279.3	26.3	28.7	30.4
核心净利润	98	606	818	1,019	1,317
增长率(%)	-91.9	519.4	35.1	24.5	29.2
毛利率(%)	52.5	50.0	57.6	54.9	45.7
核心净利润率(%)	8.1	13.2	14.1	13.7	13.5
每股核心收益(RMB)	0.02	0.13	0.17	0.22	0.28
每股净资产(RMB)	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3
市盈率	103.0	15.8	11.8	9.5	7.3
市净率	5.0	3.2	2.5	2.0	1.6
净资产收益率(%)	5.3	8.9	10.3	11.4	12.7
股息收益率(%)	0.4	2.2	2.8	3.5	4.4

数据来源：公司；安信国际

评级：

买入

目标价格：

3.40元

现价(2017年11月24日)：2.45元

报告日期：2017-11-27

总市值(百万港元)	11,500.75
流通市值(百万港元)	11,500.75
总股本(百万股)	4,694.18
流通股股本(百万股)	4,694.18
12个月低/高(港元)	1.87/2.54
平均成交(百万港元)	6.36

股东结构

黄康境	75.00%
平安	6.39%
万科	6.39%
其他	12.22%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.15	2.27	-28.58
绝对收益	4.26	8.89	2.08

数据来源：彭博、港交所、公司

王梦恺

+86-21-35082533

行业分析师

wangmk@essence.com.cn

1. 公司基本情况

历史沿革：超过 20 年的房地产开发经验，城市更新的先行者，住宅和商业双轮驱动。 绿景控股成立于 1995 年，是一家专注于在深圳及周边地区从事住宅物业开发及商业物业运营的综合性房企。黄康境先生在 1997 年取得公司控股权，此后十年间，通过城市更新，在深圳完成几大高端地产项目，包括绿景山庄、蓝湾半岛社区、绿景花园等，并于 2007 年成功进入珠海市场开发凤凰山一号项目。2008 年起，公司开始拓展商业地产板块，成功创立了“左岭”和“NEO”两大品牌，目前已有 1 个 NEO 系列产品及 3 个左岭系列产品（均位于深圳）在运营。

上市之路：2014 年买壳，2015 年反收购重新上市。 2014 年 6 月，黄先生以总价 12.1 亿港元现金收购了香港上市房企新泽控股 (0095.HK) 81.5% 的股权，并随后减持至 73% 以符合上市公司公众持股要求。2014 年 9 月，新泽控股更名为绿景（中国）地产投资有限公司（简称“绿景中国”）。2015 年 6 月，黄先生将旗下绿景控股作价 137.85 亿港元注入上市公司，支付对价方式包括发行 25.09 亿股普通股（每股 2.06 港元）、34.13 亿股可换股优先股（每股 2.06 港元）及配售 8 亿股新股（每股 2.20 港元）。根据香港上市规则，此次交易因资产体量较大，构成反向收购，公司被视为重新上市。2015 年 11 月，资产注入完成，绿景上市之路胜利收官。

图 1：绿景中国地产的发展历程



数据来源：绿景中国地产、安信国际

股权结构：大股东持股比例 75%，配售引入平安、万科（各持股 6.39%）。

1) 普通股方面，截止 2017 年 6 月，公司实际控制人黄康境先生通过 Kinson Group、中国绿景地产控股、高鸿国际共持有上市公司 75% 的股权；2015 年资产注入时配售新股引入平安和万科，双方各持股 6.39%；其他公众股东持股比例为 12.22%。

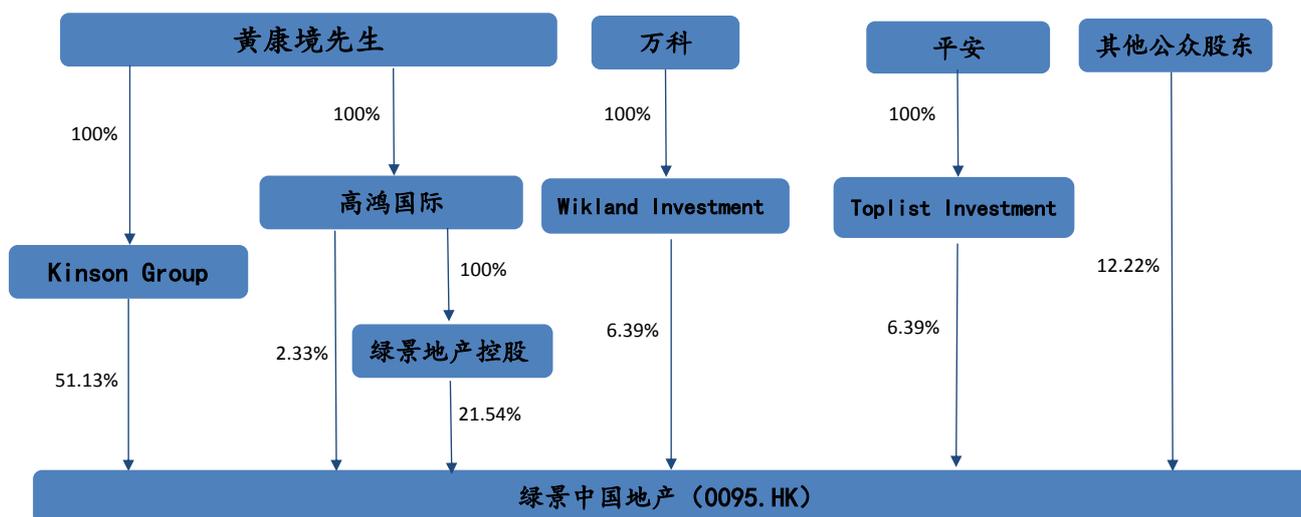
2) 可换股优先股方面，出于公众股东最低持股比例 25% 的考虑，2015 年公司资产注入支付对价时部分采用发行可换股优先股的方式。截止 2017 年 6 月，公司共拥有 34.13 亿股可换股优先股，其中黄康境先生持有 95.67%，建银国际持有 4.33%。

3) 可换股债券方面，公司在 2016 年 11 月发行了一笔本金 1 亿美元的可转债，票息率为 5.5%，转股价 2.76 港元/股，到期日为 2018 年 11 月，该笔债券由建银国际认购。

4) 购股权方面，公司在 2016 年 6 月向董事及高级雇员授出购股权共 2.86 亿份，行权价格 1.846 港元/股。

5) 公司是深港通标的，截止 2017 年 11 月 17 日，港股通持仓 1752 万股，占总股本的比例为 0.37%。

图 2：绿景中国地产的股权结构



数据来源：绿景中国地产、安信国际

表 1：不同情况下公司股权结构变动

	截止 2017.6.30	持股比例		
		假设可换股优先股全部换股	假设可换股优先股、可换股债券全部换股	假设可换股优先股、可换股债券及购股权全部换股
黄康境先生	75.00%	83.70%	80.90%	78.29%
万科	6.39%	3.70%	3.58%	3.46%
Toplist Investment	6.39%	3.70%	3.58%	3.46%
建银国际	0.00%	1.82%	5.11%	4.95%
董事及雇员	0.00%	0.00%	0.00%	3.22%
其他公众股东	12.22%	7.07%	6.84%	6.62%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：绿景中国地产、安信国际

2. 坚持双核战略精准布局，重仓区域升值潜力巨大

土地储备 415 万方，估算货值 789 亿元。截止 2017 年 6 月，公司拥有开发项目（包括计划重建及约定收购项目）9 个，土地储备达到 414.8 万方，估算可售货值约 789 亿元。其中：已完工项目土地储备 21.5 万方，在建项目 94.6 万方，待开发项目 171.7 万方，计划重建及约定收购作未来开发项目 127.1 万方（还未拿到土地权证）。从分布区域来看，大本营深圳拥有 5 个项目，土地储备超过 134 万方，估算可售货值 518 亿元；珠海项目 1 个，土地储备 45 万方，估算可售货值 78 亿元；香港项目 1 个，土地储备 2.4 万方，估算可售货值 62 亿元；苏州项目 1 个，土地储备 8.2 万方，估算可售货值 7 亿元；茂名项目 1 个，土地储备 224.9 万方，估算可售货值 123 亿元。

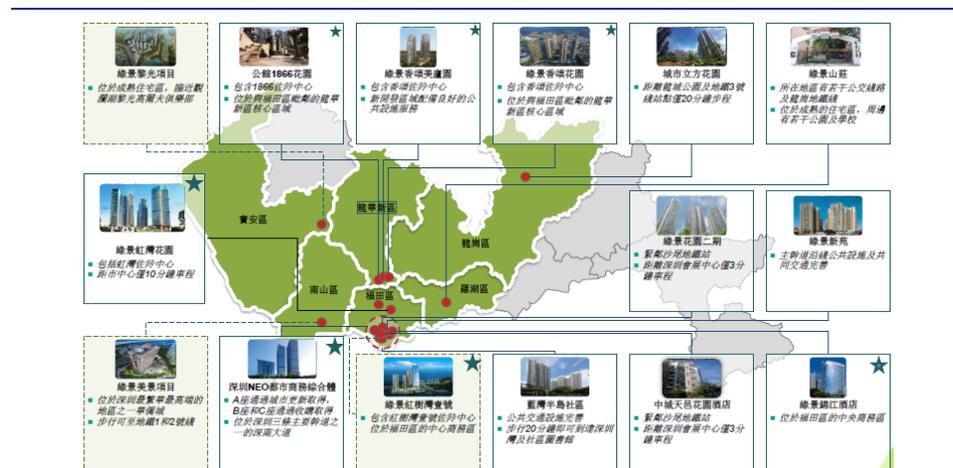
表 2: 截止 2017 年 6 月，公司土地储备 415 万方，估算可售货值约 789 亿元

区域	项目	权益比例	土地储备 (万方)	预计可售建面 (万方)	估算可售货值(亿元)
深圳	绿景虹湾花园	100%	21.5	3.7	29.4
	红树湾一号	100%	31.1	13.8	125.6
	美景项目	100%	7.7	4.8	26.1
	黎光项目	100%	71.2	63.1	317.9
	梅林项目	100%	2.9	2.9	18.7
	小计			134.4	88.2
珠海	珠海香洲	100%	45.0	32.6	78.1
香港	香港流浮山	75%	2.4	2.4	62.1
苏州	苏州 NEO 都市商务综合体	100%	8.2	4.2	7.4
茂名	国际花城	100%	224.9	224.9	123.4
总计			414.8	352.2	788.8

数据来源：绿景中国地产、安信国际

坚持双核战略，深耕深圳市场。在区域布局方面，公司始终坚持以双核布局战略为发展重心，即“深耕核心城市，聚焦城市核心”，积极参与珠三角地区，特别是深圳市的住宅和商业发展项目。目前已在当地累计完成了 12 个房地产开发项目，涉及总建筑面积超过 161 万方。这些项目基本集中在人口密集、配套完善的核心地段，包括成熟区（如福田）及热点新区（如龙华、南山），代表作有绿景花园、绿景新苑、绿景蓝湾半岛、绿景中城天邑、NEO 企业大道、绿景香颂花园、绿景公馆 1866 等一系列精品住宅、公寓及都市综合体。多年深耕为公司区域内积累了丰富的开发经验，建立了良好的品牌知名度与市场地位，当前已连续 7 年以综合实力位列深圳房企前十名。公司目前在深圳拥有 5 个项目，土地储备面积及可售货值分别占总货量的 32.4%、65.6%。此外，控股股东还在南山区拥有白石洲旧改项目，可售权益建面超过 200 万方，如果资产注入（计划）顺利，将显著增厚公司区域内的储备货量。

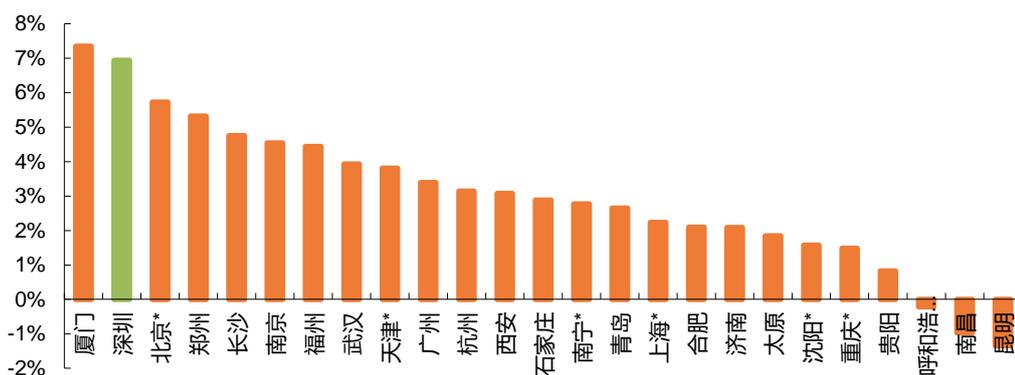
图 3: 公司坚持深耕深圳核心区域



数据来源：绿景中国地产、安信国际

深圳住房供需结构失衡，房价上涨动力充足，公司资源增值潜力强劲。作为我国最具有经济活力的城市之一，深圳的人口流入增速始终保持在前列，过去5年(2012-2016)深圳小学生复合增速达到6.94%，在全国主要城市中仅次于厦门，住宅需求旺盛。然而，深圳住宅类用地成交建面在2011年后却明显缩量，2012-2016年复合增速为-23.35%，供给和需求严重背离。其中的福田区更是过去5年土地成交建面占全市成交面积比例仅为0.5%，住宅资源稀缺，这也是为什么深圳市(尤其是核心区域)房价在本轮上行周期大幅提升的核心因素。我们认为在中期内深圳的供需矛盾难以得到有效缓解，房价持续上涨动力充足，公司在区域内保有的土地储备升值潜力强劲。

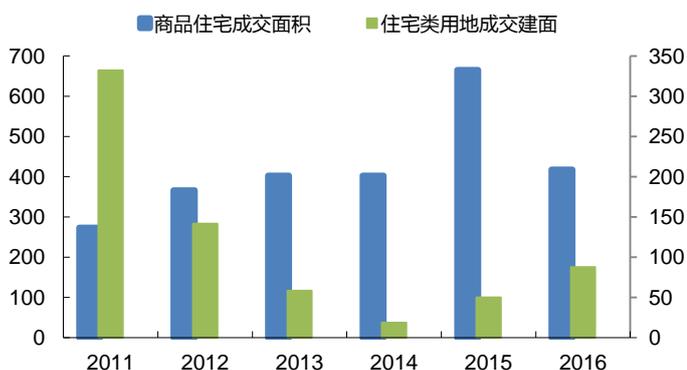
图4：深圳过去5年小学生复合增速为6.94%，位居全国前列



数据来源：绿景中国地产、安信国际

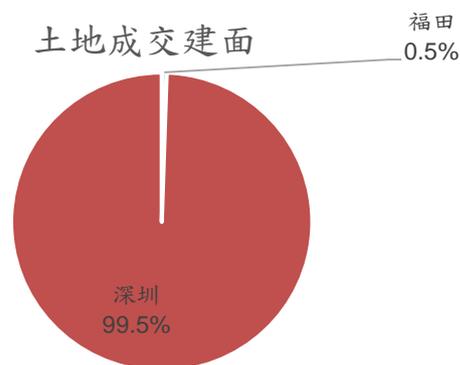
注：*城市未公布2016年数据，小学生复合增速取2012-2015

图5：2011年后深圳住宅用地供应大幅缩量，供需缺口持续扩大



数据来源：绿景中国地产、安信国际

图6：2012-2016年间福田区土地成交建面占全市成交面积的比例仅为0.5%



数据来源：绿景中国地产、安信国际

未来将进一步向核心城市扩张，积极把握大湾区发展红利。今年粤港澳大湾区被纳入政府工作报告，上升为国家级战略。为进一步把握区域发展红利，公司计划在继续整合和巩固深圳市场地位的同时，向区域内其他核心城市(如珠海、东莞、香港等)扩张。目前，公司已在珠海(2006年进入)拥有一个工改商项目，建筑面积45万方；在香港(2015年进入)拥有一个别墅项目，建筑面积2.4万方；在东莞，控股股东拥有多个项目，总建面达550万方，预计也将在适当时机注入进上市公司内。



图 7: 公司未来将进一步向核心城市扩张, 积极把握大湾区发展红利



数据来源: 绿景中国地产、安信国际

3. 城市更新基因为公司创造独特的资源获取优势

3.1. 城市更新市场广阔

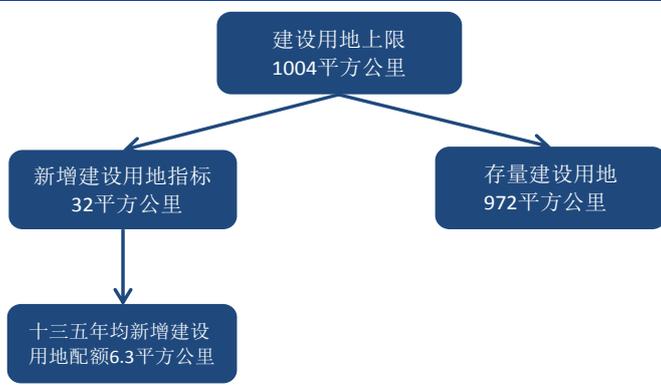
深圳开发强度已达上限，新增建设用地几近枯竭。从城市土地面看，4个一线城市中，深圳地理天然受限，行政区域土地面积仅为1997平方公里，而北上广3城土地面积则分别约16412平方公里、6339平方公里、7434平方公里。经过多年的开发，截止2015年，深圳国土开发强度约48.7%，基本已达上限，明显高于北京(21.8%)、广州(24%)。同时对比国际大都市，大巴黎地区开发强度为21%，大伦敦地区开发强度为24%，东京开发强度为29%，香港开发强度为24%。根据近期开展的《深圳市土地利用总体规划(2006-2020年)》调整完善工作，预计全市建设用地上限1004平方公里，截止2015年已使用972平方公里，剩余约32平方公里可待开发，显示十三五期间每年仅有6.3平方公里的新增建设用地额度，潜在新增用地不足已成为制约城市发展、缓解房地产市场供需矛盾的重要因素。

图8：截止2015年，深圳国土开发强度达到48.7%



数据来源：各地国土规划局、国际统计局、《中国发展报告2010》、安信国际

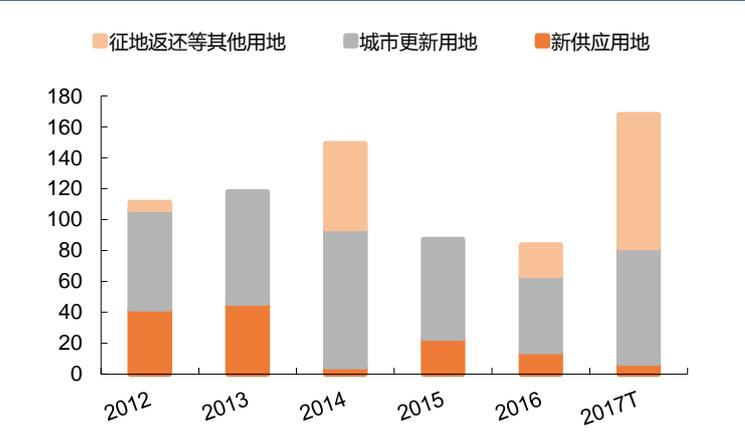
图9：十三五新增建设用地配额仅为32平方公里



数据来源：深圳市规划和国土资源委员会、安信国际

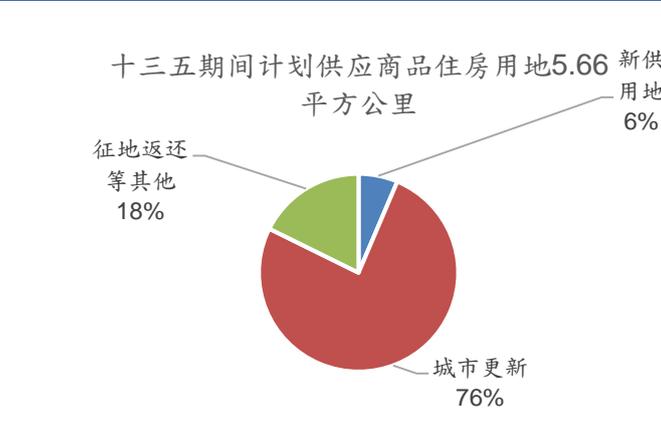
城市更新逐渐成为深圳未来商品住房用地供应的主流渠道。面对外延式发展受限的局面，深圳近年来土地供应模式正在从过去的以增量为主向以存量为主转变，城市更新逐渐成为住房用地供应的主体。根据《深圳市住房建设规划(2016-2020年)》，十二五期间(2011-2015)，深圳商品住房供应用地总量5.83平方公里，其中招拍挂新供用地1.36平方公里，占比23.3%；城市更新用地供应3.40平方公里，占比达到58.4%。同时，十三五期间深圳计划供应商品住房用地5.66平方公里，其中新供用地和城市更新用地分别占比6.4%和76.0%。由此可见，未来深圳土地市场的竞争主要集中在城市更新项目。

图10：2016年深圳商品住房供应用地中城市更新占比58%



数据来源：深圳市规划和国土资源委员会、安信国际

图11：十三五商品住房用地供应中来自城市更新占比76%



数据来源：深圳市规划和国土资源委员会、安信国际

粤港澳大湾区规划或带动整个区域城市更新加速进行。随着房地产行业进入存量时代，新增建设用地供应逐步下降，一二线主流城市均面临着如何提高土地集约化利用的挑战，城市更新将是未来城市发展的重要议题。目前来看，土地资源困局最为明显的深圳市城市更新工作市场化程度最高，政策支持力度较强，开发流程体系构建也较为成熟。如今粤港澳大湾区规划即将出台，预计重点应该在于加强区域内生产要素的联通流动，推进区域内产业结构优化升级、优势互补，进一步提高经济效率。而要实现人员流通、产业升级，则离不开土地资源的重组供应、更新优化。所以，预计随着粤港澳大湾区建设的逐步推进，区域整体城市更新工作有望加速进行，深圳的模式可能成为借鉴典范。

表 3：对标世界级城市群，粤港澳大湾区在生产资源使用效率上还有较大提高空间

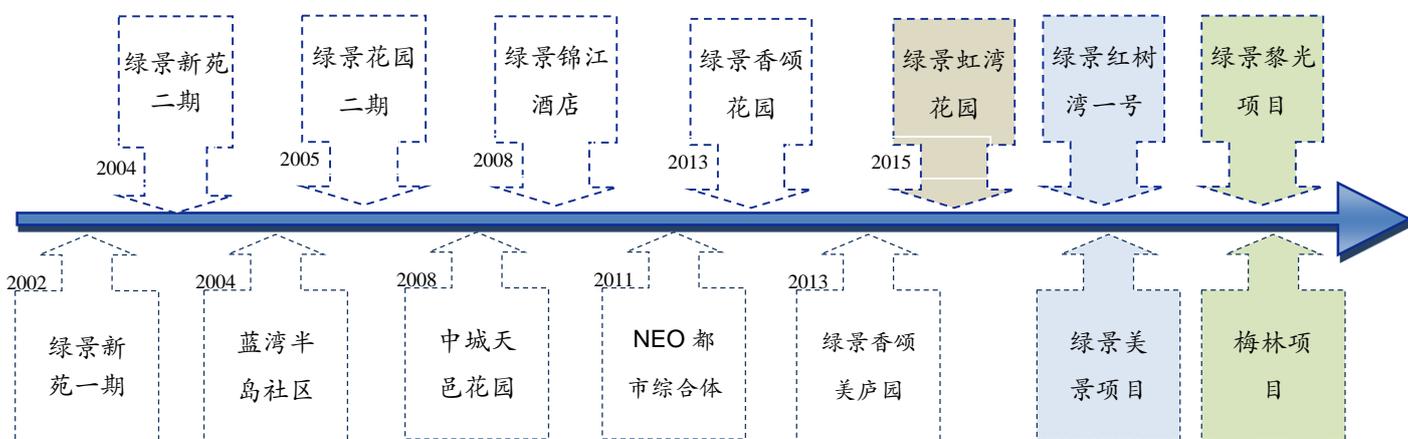
	人口密度 (人/平方公里)	人均 GDP (万元)	土地产值 (亿元/平方公里)
粤港澳大湾区	1183	14	1.7
纽约湾区	923	54.3	5.0
东京湾区	2634	39.7	10.4
旧金山湾区	397	76.1	3.0
伦敦都市圈	1158	51.8	5.9

数据来源：IMF、世界银行、安信国际

3.2. 公司经验丰富，模式成熟，先发优势明显

自 2002 年第一个城市更新项目（绿景新苑一期）竣工以来，公司在深圳先后完成 9 个城市更新项目，总建筑面积近 102 万方，目前在手的 5 个深圳项目（134 万方建面）也全部来自于城市更新。与大多数普通城市更新以政府和开发商合作、以政府为主导、自上而下的模式不同，公司更多采取开发商和社区（股份公司）合作的模式，以开发商为主导进行市场化运作，自下而上地整合资源。这种模式虽然项目审批时间相对较长，需要与政府博弈（申请容积率等），但是土地整理过程比较顺利，降低了社会风险，并且双方利益共享，共同追求效益的最大化。公司近 20 年的积累已经建立起了良好的可循记录，同时也培养了专业化的团队以应对复杂的开发流程，目前在主动积极获取资源的同时，也会收到有意参与城市更新项目的城中村相关方邀请。

图 11：绿景参与深圳城市更新近 20 年，已累计完成开发 9 个项目，目前在手 5 个项目



数据来源：绿景中国地产、安信国际

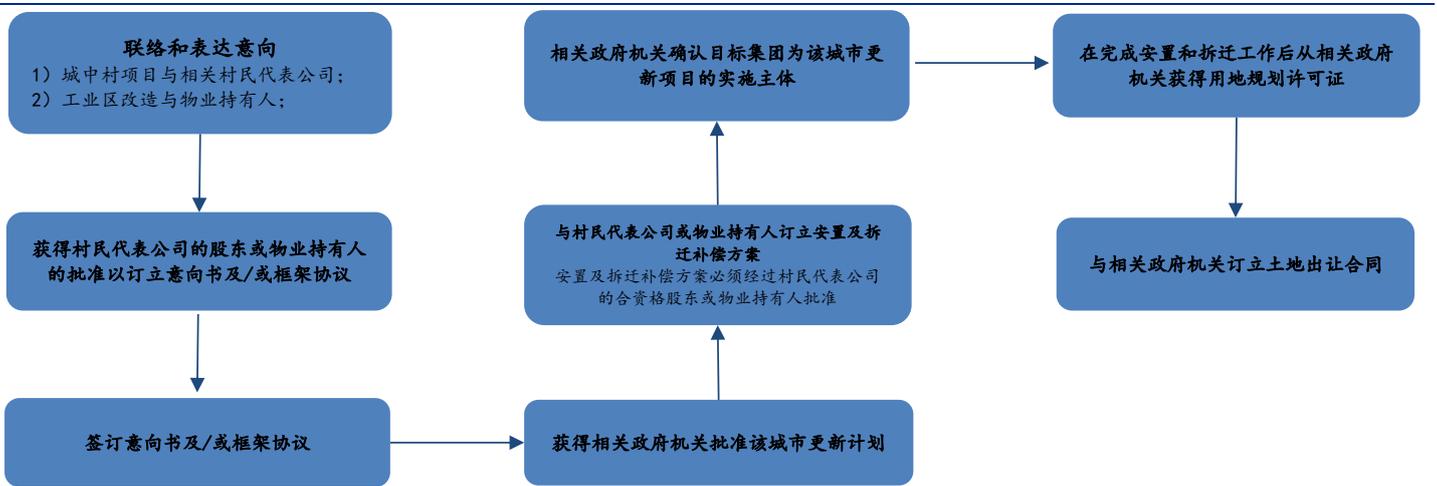
注：白色为竣工并完成开发项目；灰色为竣工在售项目；蓝色为在建项目；绿色为约定收购项目

表 4：公司更多采取和社区（股份公司）合作的模式，自下而上地整合资源

	普通城市更新模式	绿景城市更新模式
主体：	由政府来主导	由开发商主导
特点：	1) 自上而下； 2) 政府与开发商合作关系，共同与社区（股份公司）公众博弈； 3) 多使用行政手段拆迁；	1) 自下而上； 2) 开发商与社区（股份公司）合作，与政府博弈； 3) 协商型拆迁；

数据来源：绿景中国地产、世联行、安信国际

图 12：城市更新项目流程图



数据来源：绿景中国地产、安信国际

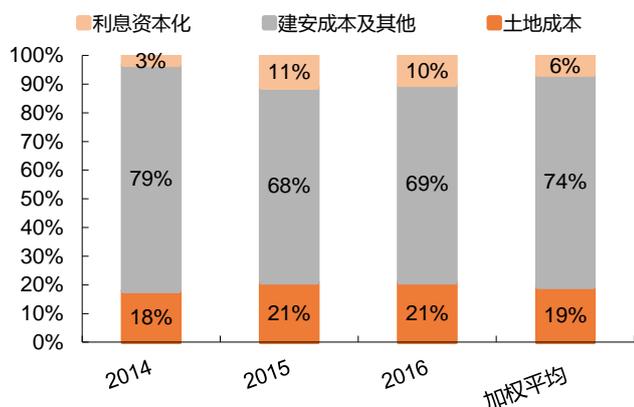
3.3. 城市更新项目盈利属性突出

根据深圳相关法规：

- 1) 对于从城中村改造项目而言，规划容积率低于 2.5 的土地，公司无需支付土地出让金；规划容积率在 2.5-4.5 之间的土地，公司需支付土地出让金的 20%（公告基准地价）；规划容积率超过 4.5 的土地，需补交全部土地出让金（公告基准地价）。
- 2) 对于工业区升级改造项目而言，如果更新后的土地是工业用途，公司需支付新增的建面对应的土地出让金（公告基准地价）的 50%；如果更新后的土地是住宅或商业用途，公司需支付新增建面对应的全部土地出让金（市场评估地价）。

可以看到，相对旧厂改造，旧村改造项目补缴地价较少，但二者均明显低于市场竞价的招拍挂项目地价。即使加上拆迁补偿费及返迁房的建安成本，城市更新项目的土地成本也处于较低的水平。因此，过去三年（2014-2016），公司土地成本占销售成本的比例基本维持在 20% 左右，在建安成本相对固定的情况下，公司物业开发及销售业务的加权平均毛利率高达 44.4%。根据我们估算，目前在手的 6 个旧改项目的毛利水平均在 40% 以上，预计可为公司继续保持远高于行业的毛利水平提供强力支撑。

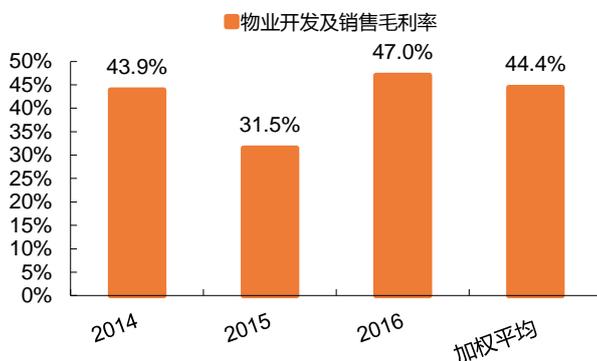
图 9: 过去三年公司土地成本占销售成本的比例基本维持在 20%左右



数据来源: 绿景中国地产、安信国际

注: 土地成本包括土地出让金及公共设施费、拆迁补偿费及返迁房建造成本, 城市更新项目还可能包括额外公共配套设施成本

图 10: 过去三年公司物业开发及销售业务的加权平均毛利率高达 44.4%



数据来源: 绿景中国地产、安信国际

3.4. 潜在土地注入面积约 1200 万方, 或迎来跨越式发展的机遇

目前公司控股股东在深圳、珠海、东莞拥有多个城市更新项目, 总建筑面积达到 1200 万方, 其中深圳地区约 440 万方, 东莞地区项目约 550 万方, 珠海地区约 210 万方。出于对公司长远发展的支持, 黄先生已向绿景提供意向函: 拟于适当时机将其持有的土地储备注入到上市公司内, 注入的资产包括但不限于现控制的 1200 万方土地储备。转让价格会在公平合理的基础上进行谈判并在公允的评估土地价值上给予一定的折扣。

根据公开资讯整理, 现将其中 3 个重点项目呈列如下:

- **深圳白石洲项目:** 该项目已于 2014 年列入《2014 年深圳市城市更新单元计划第一批计划》, 今年 6 月, 深圳市规划国土委南山管理局公示更新单元规划(草案)。根据文件, 更新单元位于南山区沙河街道沙河五村片区, 东临华夏街, 南临深南大道, 西临沙河街, 北临香山西街。用地面积 48 万方, 开发建设用地面积 30.4 万方, 规划计容建面 348 万方, 其中住宅 125 万方(含保障性住房 5 万方), 商业、办公及旅馆业建筑 104.5 万方, 商务公寓 112 万方, 公建配套 6.5 万方。

集团早在 2011 年时就开始启动这个项目, 前期准备工作完善。按照目前的进度, 预计今年底或明年初完成专项规划报批工作。乐观情况下, 2018 年底到 2019 年初可以启动开发。目前周边无新盘在售, 二手房均价 70000-100000 元/平方米, 保守估算可售货值超过 2000 亿元。

图 11: 白石洲项目地块控制指标

地块编号	用地性质	用地面积 (平方米)	容积率	建筑密度	建筑高度 (米)	绿地率 (%)	停车位	备注
01-01	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-02	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-03	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-04	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-05	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-06	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-07	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-08	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-09	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-10	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-11	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-12	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-13	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-14	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-15	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-16	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-17	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-18	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-19	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-20	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-21	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-22	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-23	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-24	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-25	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-26	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-27	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-28	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-29	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-30	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-31	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-32	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-33	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-34	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-35	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-36	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-37	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-38	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-39	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-40	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-41	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-42	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-43	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-44	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-45	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-46	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-47	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-48	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-49	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-50	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-51	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-52	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-53	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-54	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-55	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-56	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-57	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-58	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-59	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-60	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-61	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-62	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-63	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-64	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-65	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-66	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-67	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-68	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-69	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-70	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-71	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-72	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-73	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-74	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-75	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-76	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-77	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-78	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-79	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-80	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-81	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-82	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-83	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-84	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-85	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-86	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-87	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-88	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-89	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-90	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-91	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-92	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-93	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-94	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-95	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-96	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-97	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-98	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-99	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)
01-100	二类居住用地	10000.00	3.0	30.00	100.00	30.00	1000	二类居住用地 (R2)

数据来源: 深圳市规划和国土资源委员会、安信国际

图 12: 白石洲项目街道区域位置



数据来源: 深圳市规划和国土资源委员会、安信国际

- **珠海东桥城市更新项目:** 集团在珠海的首个旧改项目, 地理位置优越, 处于珠海市主城区南湾片区的中心地段, 可快速到达珠海市各大商业中心以及十字门商务区、横琴自贸区等国家级新区。集团已签署前期合作协议, 项目目前处于专项规划报批阶段, 预计 2018 年-2019 年初或可以完成开发主体确认。项目城市更新用地范围约 21 万, 预计规划建筑面积在 80 万方左右, 其中可销售住宅建面 30 万方, 当前周边兰埔和南屏片区二手房均价在 27000-33000 元/平方米, 估算可售货值约 100 亿元。
- **珠海南溪村城市更新项目:** 位于珠海市中心城区的上冲片区, 地处明珠北路、南福路、梅界路三大交通网络交汇处。集团已签署前期合作协议, 目前处于专项规划报批阶段, 预计项目将在 2019 年后确认开发主体。项目更新范围总面积约 42 万平方, 预计规划总建面可达 130 万方, 其中可销售面积 50 万方, 当前上冲片区二手房成交均价在 20000-25000 元/平方米, 估算可售货值约 125 亿元。

综合来看, 随着房企在核心城市资源获取瓶颈逐渐显现, 行业整体毛利水平下行趋势较为明显。然而, 绿景独特的城市更新基因却使其能够在核心城市的核心区域持续获得具有明显成本优势的旧改资源, 公司大概率可长期保持远高于行业的盈利水平。此外, 控股股东坐拥 1200 万方土地储备, 其中仅白石洲项目货值已超 2000 亿元, 如果未来资产顺利注入, 将为公司带来跨越式发展的机遇。

4. 住宅+商业协同发展

成功运营以“NEO”和“左岭”为品牌代表的商业地产。在物业开发销售之外，公司也凭借其资源优势积极拓展商业地产，业态涵盖办公楼、购物中心、酒店等。目前已成功建立“NEO”和“左岭”两大品牌，其中“NEO”系列定位为大型都市商务综合体（含甲级办公楼），助力提升公司品牌价值；“左岭”品牌定位社区型生活时尚及购物中心，与公司住宅开发协同效应显著。截止2016年，NEO系列在运营项目1个，可租10.6万方，平均出租率99%（2015年100%）；左岭系列在运营项目2个，总可租面积6.7万方，平均出租率92%（2015年95%）。2017年1月，虹湾左岭中心开业，可租面积3.4万方，已签约77商户，平均出租率100%。截止目前，公司储备有4个商业项目（包括10月新收购香港项目），总建筑面积19.6万方，估算可出租面积10.86万方，预计可于2020年前陆续开业。

表5：公司主要商业项目

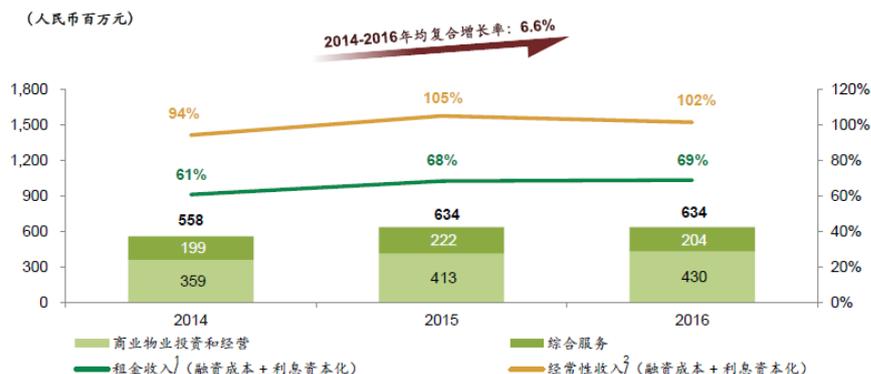
	类型	项目	开业日期	总建筑面积	可出租面积	平均出租率
在运营	NEO	深圳 NEO 都市商务综合体	2001	13.4	10.6	99%
		香颂左岭中心	2013	3.7	2.4	89%
	左岭	1866 左岭中心	2014	5.4	4.3	94%
		虹湾左岭中心	2017	5.1	3.4	99%*
	小计			27.6	20.7	
在建	NEO	苏州 NEO 绿景商务广场	2019	8.2	1.2	
	左岭	红树湾一号左岭中心	2018	3	2.1	
		绿景国际花城左岭中心	2017	2.4	2.16	
	其他	香港商厦项目	2019	6	5.4	
	小计		19.6	10.86		
	总计		47.2	31.56		

数据来源：绿景中国地产、安信国际

注：除虹湾左岭中心项目出租率取2016年数据，虹湾左岭中心项目取2017年上半年数据

经营性收入已覆盖融资成本+资本化利息。得益于公司优秀的运营能力，公司主要商业地产项目的出租率均在90%，租金收入稳步增长，2014-2016年CAGR约9.4%，毛利率保持在85%以上。如果再加上表现稳定的综合服务收入（酒店经营和物业管理），过去三年公司经常性收入已经能够覆盖融资成本+资本化利息。

图13：过去三年公司经营性收入已覆盖融资成本+资本化利息



数据来源：绿景中国地产、安信国际

我们认为，商住并举的策略虽然部分销售回款分流至商业地产，但考虑到公司项目资源获取主要依赖城市更新，前期投入资金相对平滑，对于项目拓展实际影响较小。反而，“左岭”系列商业配套可明显强化社区功能，提高公司项目整体价值，且由于其可复制性，发展前景良好。同时，商业项目成熟后提供稳定的租金收入，有助于降低住宅市场波动带来的影响。并且，保留位于核心城市黄金地段的资产更能长期享受增值收益。

图 14: 住宅和商业双向发展可产生多层次协同效应



数据来源：绿景中国地产、安信国际

表 6: 截止 2016 年末，5 个主要商业项目公允价值重估增值情况

项目名称	城市	类型	竣工时间	总建筑面积	原始成本	公允市场价值	增值倍数
虹湾佐岭中心	深圳	购物商场和车位	2015	5.1	8.3	14.5	1.7
红树湾一号佐岭中心	深圳	购物商场和车位	2017	3.0	3.7	9.5	2.6
1866 佐岭	深圳	购物商场和车位	2014	5.4	3.0	12.5	4.2
香颂佐岭	深圳	购物商场和车位	2013	3.7	2.4	8.2	3.5
深圳 NEO 都市商务综合体	深圳	写字楼、商业单位 and 车位	2011	13.4	12.5	63.3	5.0
合计				30.7	29.9	108.0	3.6

数据来源：绿景中国地产、安信国际

5. 销售和盈利预测

5.1. 合同销售预测：2015-2020E CAGR 约 35%

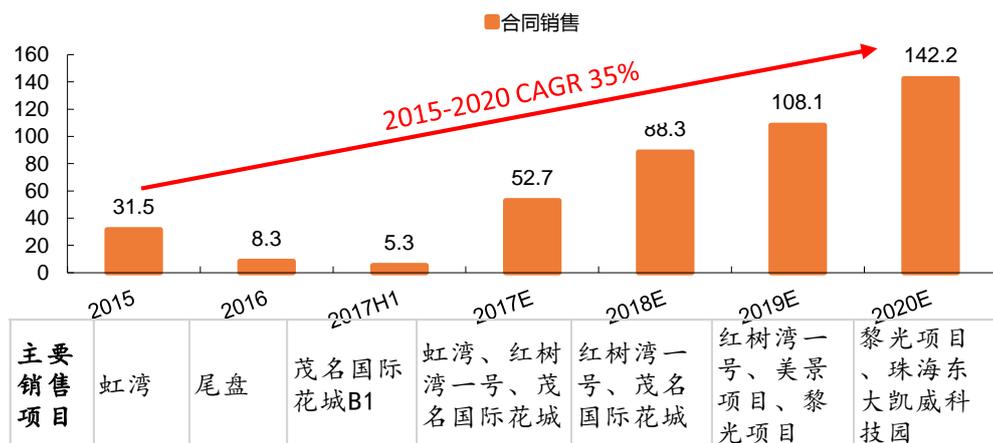
公司 2016 年实现合同销售 8.3 亿元,同比减少 74%,主要是因为期内以尾盘销售为主。2017 年上半年茂名化州的国际花园项目 B1 区预售,推动期内实现合同销售达到 5.3 亿元,同比增长 34%。考虑到下半年虹湾项目剩余部分推出后基本售罄,以及红树湾一号项目预计将于年底推盘,全年合同销售有望达到 52.7 亿元,较 2016 年增长 537%,较 2015 年水平增长 67.5%。

从中期来看:

1) 如果基于目前已经确权的 288 万方土地储备 (355 亿元估算货值), 预计随着主力项目红树湾一号、国际花园 B 区以及美景项目的入市, 2018/2019 年合同销售分别为 84.7 亿元、60.2 亿元。

2) 如果约定收购项目可以如预期土地确权、开工以及预售, 公司土地储备及估算货值将分别达到 415 万方、789 亿元。可于 2018 年开工的红树湾一号二期项目、黎光项目以及珠海东大凯威科技园项目将有力补充公司中期货量, 预计 2018/2019/2020 年合同销售将提升至 88.3 亿元、108.1 亿元、142.2 亿元, 对应 2015-2020 年 CAGR 约 35%。

图 15: 住宅和商业双向发展可产生多层次协同效应



数据来源: 绿景中国地产、安信国际

5.2. 盈利预测：2017-2019 年核心利润 CAGR 约 30%

预计 2017-2019 三年收入 CAGR 约 31%。公司 2016 年确认收入 45.9 亿元,同比增长 279.3%, 主要是因为虹湾项目进入结转期。考虑到虹湾项目剩余部分将于今年结转以及已竣工的红树湾一号项目已开始现房销售, 预计 2017 年板块确认收入将达到 57.9 亿元, 同比增长 26.2%。同时, 基于茂名国际花城 B 区、美景项目、苏州 NEO 大厦等项目将陆续于 2018、2019 年竣工交付, 预计 2018 年、2019 年公司收入分别为 77.6 亿元、102.8 亿元, 同比增速分别为 34.0%、32.4%, 2017-2019 三年 CAGR 约 31%。

预计 2017、2018 年毛利率明显提升。毛利率方面, 因 2017、2018 年主要结算的虹湾项目和红树湾项目盈利水平优秀, 预计 2017、2018 年公司毛利率将有明显提升; 2019 年开始结算的茂名项目 B 区 (32%) 和苏州 NEO 项目 (21%) 并非城市更新, 或对公司结算毛利率造成一定拖累。预计 2017/2018/2019 年毛利率分别为 57.6%、54.9%、45.7%。

预计 2017-2019 年核心利润 CAGR 约 30%。尽管毛利水平大概率将有明显抬升, 然而土地增值税将侵蚀城市更新项目的丰厚收益, 预计 2017-2019 年公司核心利润分别为



8.2、10.2、13.2 亿元，三年 CAGR 约 30%。按照 46.94 亿元总股本计算，2017-2019 年基本核心 EPS 分别为 0.17、0.22、0.28 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 11.8、9.5、7.3 倍。

图 16: 预计 2017-2019 年毛利率分别为 57.6%、54.9%、45.7%；核心利润率分别为 14.1%、13.7%、13.5%



数据来源: 绿景中国地产、安信国际

图 17: 预计 2017-2019 年核心利润分别为 8.2、10.2、13.2 亿元，三年 CAGR 约 30%



数据来源: 绿景中国地产、安信国际

表 7: 中小型内房估值对比

公司	市值 (亿港元)	2017E EPS (人民币)	2018E EPS (人民币)	2019E EPS (人民币)	2017E PE	2018E PE	2019E PE
富力地产	561	2.5	3.1	3.4	6.9	5.6	5.1
世茂房地产	517	2.3	2.6	2.7	6.6	6.0	5.8
雅居乐集团	458	1.2	1.4	1.5	9.7	8.6	7.8
龙光地产	395	0.9	1.1	1.3	8.2	6.6	5.4
中国金茂	383	0.4	0.4	0.5	9.8	8.1	6.7
远洋集团	367	0.7	0.8	1.0	7.4	6.1	5.1
旭辉控股集团	332	0.5	0.6	0.7	8.4	6.6	5.8
深圳控股	268	0.4	0.5	0.5	8.5	7.3	6.8
新城发展控股	261	0.4	0.6	0.7	10.7	8.1	6.6
合景泰富	245	1.2	1.4	1.8	6.5	5.5	4.3
绿城中国	193	0.9	1.0	1.1	9.9	9.1	8.4
禹洲地产	163	0.7	0.8	1.0	5.8	4.8	4.0
宝龙地产	143	0.8	0.9	1.1	4.6	3.9	3.1
时代地产	133	1.2	1.4	1.9	6.1	5.0	3.8
中骏置业	132	0.5	0.6	0.8	7.0	5.1	4.2
中国奥园	120	0.6	0.8	0.9	7.8	5.8	4.9
绿景中国地产	114	0.2	0.2	0.3	11.8	9.5	7.3
中小型内房平均					7.8	6.4	5.5

数据来源: wind、安信国际

注: 除绿景外其他公司预测来源于 wind 一致预测

6. 估值

我们使用 NAV 的方法给公司估值，通过贴现当前土储预期归属净利润计算公司资产重估增值部分，加上账面净资产后得出公司重估后的净资产价值。与另一种通过贴现销售现金流计算重估总资产价值相比，我们使用的方法建立在净资产基础上，不需要考虑公司的净负债。经过测算得出：

1) 基于目前已经确权的土地储备，公司重估净资产价值为 91.1 亿港元，对应每股净资产值 1.94 港元；

2) 加上尚未确权但大概率可如期开发的 4 个约定收购项目后（假设现价方式收购），公司重估净资产值约为 163.0 亿港元，对应每股净资产值 3.47 港元，较现价折让 29.5%；

3) 考虑到潜在的资产注入，我们假设公司将于 1-2 年内以现金收购的方式获得控股股东的深圳白石洲项目与珠海东桥项目。经重估后，公司净资产值约 440.6 亿港元，对应每股净资产值约 9.39 港元，对应摊薄后每股净资产值约 6.18 港元，较现价折让 60.4%。

当前主流中小型内房平均 NAV 折价率在 35%-40%，考虑到：1) 重复增值部分中 90% 以上位于深圳核心区域，资产变现能力较强；2) 尽管未确权的城市更新项目存在一定的不确定性，但公司过往拥有良好的可循记录；3) 白石洲项目与东桥项目资产注入推进或不及预期；我们给予 45% 的折价率，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 3.40 港元，隐含 39% 的上升空间。

表 8：绿景 WACC 测算

WACC	10.46%
股权资本成本	18.50%
B	1.5
无风险利率	3.50%
风险溢价	10.00%
股权资本比例	40.67%
债权资本成本	6.60%
有息负债综合融资成本	6.20%
债券折现率	7.00%
债权资本比例	59.33%

数据来源：绿景中国地产、彭博、安信国际



表 9: 公司 RNAV 每股 6.18 港元, 給予 45% 折價率, 目標價 3.40 港元

物業增值 (億港元)	405.25
已確權土地儲備	55.69
計劃重建或約定收購項目	71.97
潛在資產注入項目	277.59
總股本 (攤薄)	83.88
每股淨資產增值	4.83
每股賬面淨資產值	1.35
RNAV 每股	6.18
給予折價率	45%
目標價	3.40

數據來源: 綠景中國地產、彭博、安信國際



附表：財務報表預測

(31/12年結；百萬元 RMB)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
損益表					
營業收入	1,210	4,590	5,795	7,457	9,723
營業成本	-575	-2,294	-2,457	-3,361	-5,282
毛利	635	2,296	3,338	4,096	4,441
其他收入／(開支)	38	78	-44	-45	-46
銷售及管理費用	-315	-407	-527	-671	-865
經營溢利	358	1,967	2,766	3,380	3,530
分占聯營公司業績	0	0	0	0	0
公允價值損益	473	262	249	276	263
淨財務費用	-240	-376	-469	-546	-579
稅前盈利	591	1,853	2,547	3,110	3,214
所得稅	-166	-1,045	-1,529	-1,869	-1,681
非控股權益	7	6	12	15	19
淨利潤	418	802	1,005	1,226	1,514
核心淨利潤	98	606	818	1,019	1,317
EBITDA	884	2,269	3,059	3,701	3,839
EBIT	831	2,229	3,015	3,656	3,793
同比增長 (%)					
營業收入	-75.1	279.3	26.3	28.7	30.4
毛利	-73.1	261.6	45.4	22.7	8.4
淨利潤	-75.8	91.9	25.3	22.0	23.5
核心淨利潤	-91.9	519.4	35.1	24.5	29.2
EBITDA	-60.1	156.7	34.8	21.0	3.7
EBIT	-61.6	168.2	35.3	21.2	3.8
資產負債表					
非流動資產					
物業、厂房及設備	333	294	300	305	309
投資物業	11,973	12,227	12,690	13,090	13,596
其他	1,301	1,877	1,877	1,877	1,877
流動資產	10,385	11,525	13,742	16,883	20,608
存貨及土地出讓金	5,404	5,533	6,197	7,127	8,195
應收及預付款項	2,043	1,252	1,541	1,946	2,654
貨幣資金	2,768	4,531	5,795	7,601	9,549
其他	170	209	209	209	209
總資產	23,992	25,923	28,609	32,155	36,390
流動負債					
短期借貸	1,676	3,580	4,080	4,580	5,080
應付及預收賬款	5,046	1,468	2,348	3,424	5,023
其他	471	768	768	768	768
非流動負債	8,826	10,910	11,410	12,410	13,351
長期借貸	6,558	8,396	8,896	9,896	10,837
其他	2,268	2,514	2,514	2,514	2,514
總負債	16,019	16,726	18,606	21,182	24,222
股本	39	39	39	39	39
儲備	7,842	8,925	9,719	10,674	11,851
股東權益	7,881	8,964	9,758	10,713	11,890
非控股權益	92	233	245	260	279
股本總額	7,973	9,197	10,003	10,973	12,169
淨負債	5,466	7,445	7,181	6,875	6,368

(轉下頁...)



財務報表預測 (續)

(31/12年結；百萬元 RMB)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
現金流量表					
息稅前盈利	831	2,229	3,015	3,656	3,793
折舊	53	40	44	45	46
營運資金變動	1,450	-2,237	197	35	140
其他	-862	-775	-1,778	-2,145	-1,943
經營活動現金流量	1,472	-743	1,478	1,591	2,036
資本開支	-806	-236	-264	-174	-293
其他	299	-773	34	44	57
投資活動現金流量	-507	-1,009	-230	-130	-236
貸款變動	96	3,742	1,000	1,500	1,441
其他	-469	-427	-984	-1,154	-1,292
融資活動現金流量	-373	3,315	16	346	149
淨資金流入/(出)	592	1,563	1,264	1,807	1,948
自由現金流	1,454	465	4,053	4,886	4,788
財務及估值比率					
P/E (x)	103.0	15.8	11.8	9.5	7.3
P/B (x)	5.0	3.2	2.5	2.0	1.6
Dividend yield (%)	0.4%	2.2%	2.8%	3.5%	4.4%
EV/EBITDA (x)	19.4	7.5	5.6	4.6	4.5
EV/EBIT (x)	20.6	7.7	5.7	4.7	4.5
Gross margin (%)	52.5%	50.0%	57.6%	54.9%	45.7%
EBITDA margin (%)	73.1%	49.4%	52.8%	49.6%	39.5%
Pre-tax profit margin (%)	48.8%	40.4%	43.9%	41.7%	33.1%
Net margin (%)	34.5%	17.5%	17.3%	16.4%	15.6%
SG&A/sales (%)	26.0%	8.9%	9.1%	9.0%	8.9%
Effective tax rate (%)	28.1%	56.4%	60.1%	60.1%	52.3%
ROE (%)	5.3%	8.9%	10.3%	11.4%	12.7%
ROA (%)	1.7%	3.1%	3.5%	3.8%	4.2%
Current ratio (x)	1.4	2.0	1.9	1.9	1.9
Stock turnover days (s)	3383	868	908	763	559
A/R turnover days (s)	0.6	3.6	3.7	3.8	3.6
A/P turnover days (s)	0.1	2.7	2.2	1.9	1.8
Interest coverage (x)	3.2	5.5	6.0	6.2	6.0
Net debt/ (cash) to equity (%)	68.6	81.0	71.8	62.7	52.3
Total asset to equity ratio (x)	3.0	2.8	2.9	2.9	3.0
Dividend payout ratio (%)	42.6%	34.6%	33.2%	33.1%	32.2%

數據來源：公司；安信國際預測

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，其母公司或其任何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