睿智投资

宝龙 (1238 HK)

市场中的落后者

公司研究

- **1H17 业绩回顾。**2017 年上半年，公司收入及纯利分别增加 22.6%至 76.31 亿元(人民币，下同)及 35.3%至 14.9 亿元。收入的增加主要由确认均价增加 27.2%而令来自物业销售营业额上升 20.0%所带动，毛利率轻微下跌 0.9 个百分点至 36.2%，但仍较同业为优。受惠于税率的减少、少数股东权益及永续债的支出下降，2017 年上半年纯利增加 35.3%至 14.9 亿元。
- **「1+6+N」的发展模式。**宝龙采取「以上海为中心，深耕长三角」的发展策略，并实施「1+6+N」的方式推进，1 是代表上海，6 是苏州、杭州、南京、宁波、厦门及福州，N 是其他城市，公司会在「1+6」的城市持有投资物业。2017 年上半年，宝龙购入 6 块共 89 万平方米的土地，用在购买土地的使费相当于销售金额的 40%，公司在 2017 年的销售目标为 200 亿元，即表示在 2017 年的购买土地的费用达 80 亿元。于 2017 年 6 月，不计算已落成投资物业的土地储备为 1,124 万平方米，其中 75%为供销售物业，余下的 25%为发展中的投资物业。
- **2017 年 1-8 月的销售金额增加 20%。**2017 年 1-8 月，合同销售金额及面积分别增加 20.3%至 121 亿元及 1.9%至 87 万平方米，公司要继续努力去完成全年的 200 亿元销售目标。在 2017 下半年，宝龙计划推出 211 万平方米的物业供销售，其中 133 万平方米的物业为新推货量，总可销售货值料为 290 亿元。已预售仍待入账的物业金额为 100 亿元，其中的 65-70%可在 2017 下半年入账，盈利可观性高。
- **2020 年经常收入料达 30 亿元。**宝龙目前在管理及经营 32 个商场，出租面积为 258 万平方米，平均出租率为 88%。2017 上半年，租金及物业管理费用共增加 38.2%至 8.51 亿元，在 2017 下半年，另外三个在上海、淮安及阜阳的商场将会开始营业，为投资物业组合增加 15.7 万平方米的面积。其他收入(主要为酒店)在 2017 上半年上升 51.3%至 2.37 亿元，于 2017 年 6 月，共有 13 间酒店共 3,009 个房间在营运中，在 2017 下半年，宝龙将会新开 4 间酒店，可提供 730 个客房。
- **投资于长三角。**宝龙的土地储备集中在长三角，位于上海、杭州及宁波的土地储备分别占总数的 15.0%、12.8%及 7.2%。目前估值相等于 6.2 倍的 2017 年市盈率，虽然股价由年初至今上升了 79%，但我们相信其估值仍较同业便宜。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	9,663	11,907	14,296
净利润(百万港元)	1,371	2,071	2,465
EPS (港仙)	0.346	0.524	0.623
EPS 变动 (%)	(1.3)	51.6	18.9
市盈率(x)	10.1	6.6	5.6
市帐率 (x)	0.7	0.7	0.6
股息率 (%)	2.3	2.6	4.6
权益收益率 (%)	7.4	10.1	10.9
净财务杠杆率(%)	66.2	70.0	76.6

数据来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK$4.09

文千森, CFA
电话: (852) 3900 0853
邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
电话: (852) 3761 8773
邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	16,349
3 月平均流通量 (百万港元)	14.3
5 周内股价高/低 (港元)	4.19/2.15
总股本 (百万)	3,997

数据源: 彭博

股东结构

许健康	45.95%
许华芳	14.71%
自由流通	35.60%

数据源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	17.8%	15.2%
3-月	18.1%	9.0%
6-月	28.0%	11.9%

数据源：彭博

股价表现

数据源：彭博

审计师: PWC

公司网站: www.powerlong.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏悫道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的"主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。