

宝龙 (1238 HK)

重点布局环杭州大湾区

- ❖ **2018 年销售目标 350 亿。**由于去年上海项目受预售证影响，2017 年公司全年合约销售增长 18.4%至 209 亿。而今年该项目的预售证问题已经解决，公司也将今年销售目标设定在 350 亿，全年可售货值为 680 亿。预计长三角、环渤海及海南地区的销售将占全年总销售的 68%、16%及 10%。今年前 4 个月，公司实现销售 86.1 亿，增长 55.6%，销售面积 37 万平，增长 78.6%。预计公司未来三年合约销售年复合增长将超过 50%
- ❖ **总土储 1,409 万平。**公司在 2017 年共获得 18 个项目，总建面 386 万平。截止到 2017 年底，公司总土储达 1,409 万平，其中 61%位于长三角。公司平均土地成本为 2,131 元/平，相当于平均合约销售价格的 15.9%。此外，公司在 2017 年也新进了南京、绍兴及舟山。杭州大湾区经济发展水平较好、交通网络发达，我们相信该区域有充足的发展潜力。
- ❖ **租金收入预计在未来 5 年复合增长 25%。**扬州宝龙广场、上海吴泾宝龙和安徽阜阳宝龙广场在 2017 年相继开业，总可出租面积 17.7 万平。此外，公司也在义乌和重庆尝试了轻资产运营模式。除轻资产项目外，公司目前运营 34 个商场，总运营面积达 269 万平，且在 2018-2020 年，每年将分别有 3、9、4 个新商场开业。因此在 2020 年公司将运营 52 个商场，租金收入预计在未来 5 年复合增长 25%。
- ❖ **良好的经常性收入有助提高融资能力。**包括租金、管理费及酒店收入的经常性收入在 2017 年达 22.9 亿，增长 29.7%。经常性收入覆盖利息支出的倍数在 2017 年为 1.1 倍，这将有助其提高融资能力。目前穆迪给予宝龙 B1 的信用评级，标普则给予宝龙 B+。今年 4 月，公司发行了 3.5 亿美元，6.95%，3 年期票据。该发行利率相比近期可比公司的发债利率要低，我们相信这是由于宝龙较好的经常性收提振投资者的信心。
- ❖ **估值仍然偏低。**目前公司股价相当于 4.5 倍 FY17 PER 和 5.3%的 17 年股息率。截止到 2017 年底，公司已售未结转金额达 100 亿，未来增长可期。尽管公司股价由年初至今已经升了 28.2%，但我们相信目前公司价值仍然被低估。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万港元)	11,907	14,296	15,593
净利润(百万港元)	2,071	2,465	3,337
EPS (港仙)	0.524	0.623	0.841
EPS 变动 (%)	51.6	18.9	35.0
市盈率(x)	7.3	6.1	4.5
市帐率(x)	0.7	0.7	0.6
股息率 (%)	1.9	3.4	5.3
权益收益率 (%)	10.1	10.9	13.2
净财务杠杆率 (%)	70.0	76.6	86.8

数据来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$4.86

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)	19,427
3 月平均流通量(百万港元)	13.3
5 周内股价高/低(港元)	4.95/3.1
总股本(百万)	2
	3,997

数据来源：彭博

股东结构

许健康	45.95%
许华芳	14.69%
自由流通	34.31%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	15.7%	17.0%
3-月	18.0%	18.4%
6-月	32.2%	26.6%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：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的分析员，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: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

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責任。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 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士。