

公司研究/深度研究

2017年06月04日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.45
合理价格区间(元): 10.75~12.90

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

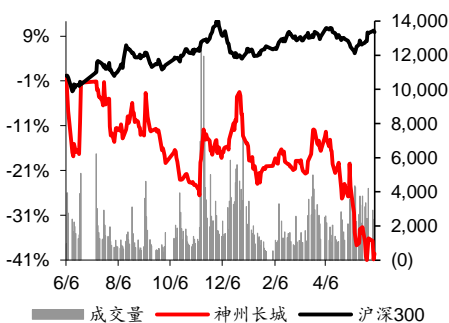
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《神州长城(000018,买入): 基建 PPP 频突破, 海外项目推进快》2017.05
- 2 《神州长城(000018,买入): 海外利润超预期, 业绩高增长可期》2017.04
- 3 《神州长城(000018,买入): 海外再签大单, 基建/医院 PPP 发力》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

高度/速度打造柬埔寨带路新标杆

神州长城(000018):万里征途 2017 专题调研七

柬埔寨经济近年发展提速, 制造业和建筑业占比略有上升

2012 年以来, 柬埔寨 GDP 增速保持了震荡上行的趋势, 2016 年达到 10.51%, 为过去五年的最高值。2016 年柬埔寨人均 GDP1235 美元, 人均收入 1300 美元, 正逐渐摆脱低收入国家行列。人口红利和经济外向型特征是柬经济发展的重要推动力, 制造业和农林牧渔行业仍然为国民经济的支柱产业, 农林牧渔产业占比最大, 但制造业和建筑业的比重略有上升。

基础设施为柬优先发展方向, 政策优势助房地产业快速发展

长期以来柬埔寨基建投入大大滞后于经济发展, 当前柬方已将基建作为重点发展方向之一, 根据柬政府规划, 目前正在计划修建两条国内及跨国客运铁路线, 全长 457 公里, 至 2040 年, 柬埔寨将修建 2230 公里高速公路路网, 此外西哈努克港多功能枢纽和新暹粒机场也正在建设中。受益于建设、买卖和产权政策的高度开放性, 近年来柬埔寨房地产市场迅速发展, 14 年投资完成额相比 11 年实现翻番, 15 年核准建设额相比 14 年增长 33%, 金边核心区域房价已接近 4000 美元。

公司项目多为当地地标, 项目进度与收款均十分顺利

我们现场调研了 Naga 赌场、豪利钻石、豪利香格里拉、双子大厦、紫荆壹号及 500 万吨炼油一期 EPC 项目。从项目定位来看, 各个项目均为柬国内地标性商业、住宅和工业项目, 影响力大。从项目进度来看, 除双子大厦项目政府要求设计变更, 预计八月正式大规模施工外, 其余项目均在按计划施工。从项目回款来看, 各个项目的付款基本按照 FIDIC 和国际惯例进行, 回款条件好于国内。通过调研可以得出结论, 公司在柬埔寨当地建筑市场影响力大, 项目质量高, 收款和盈利保障程度均较高。

公司服务客户均为知名企业, 资金实力和信誉度均有保障

本次调研我们随访了公司业主方豪利控股、金界控股和双子塔项目的相关人员。豪利控股于新加坡上市, 过去几年净利润增速迅猛, 当前钻石项目已销售接近 90%, 香格里拉一期也已售出 40%, 公司资金实力雄厚, 目前项目运作不依赖银行贷款。金界控股于香港上市, 近年来发展速度也较快, 公司账面无有息负债, Naga 项目运营状况理想。双子塔业主泰文隆集团在柬埔寨实力雄厚, 涉及多个领域, 双子塔项目还未预售, 中国免税集团已表达了 6.4 亿美元的购买意向, 完全可以覆盖项目先期工程成本。

眼见为实再次见证一带一路民营龙头实力, 维持“买入”评级

本次调研使我们与投资者确认了公司在柬埔寨高端建筑市场的领先地位, 对公司海外项目的进度与收款情况的担忧进一步消除, 有力的解答了市场前期对于公司海外业务的疑惑。我们预计公司 2017-19 年 EPS0.43/0.63/0.87 元, CAGR+46%, 认可给予 17 年 25-30X 估值, 对应 10.75-12.9 元的合理价格区间, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外项目进度不及预期; 海外项目融资落地不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,698
流通 A 股 (百万股)	753.41
52 周内股价区间 (元)	7.27-46.98
总市值 (百万元)	12,652
总资产 (百万元)	8,343
每股净资产 (元)	1.10

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,010	4,665	7,335	11,055	15,718
+/-%	45.58	16.32	57.24	50.71	42.18
归属母公司净利润 (百万元)	346.65	473.66	734.24	1,075	1,484
+/-%	85.51	36.64	55.01	46.41	38.02
EPS (元, 最新摊薄)	0.20	0.28	0.43	0.63	0.87
PE (倍)	37.25	26.61	17.33	11.83	8.56

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

柬埔寨印象：经济充满活力，基础设施提升空间大	4
经济概况：快速增长，人口年轻，外向经济	4
基础设施概况：赶超中的机遇	5
柬埔寨项目调研情况	7
NAGA 赌场项目现场，项目经理交流	7
豪利钻石项目（金边国民议会大街商/住宅开发项目）现场，项目经理交流	8
豪利控股（Oxley Holdings）The Peak（香格里拉）项目现场及售楼处，项目经理交流	9
双子大厦项目售楼处，项目经理交流	11
柬埔寨紫晶壹号项目现场，项目经理交流	12
柬埔寨 500 万吨炼油项目一期 EPC 项目，项目经理座谈交流	12
业主交流部分	14
豪利控股（Oxley Holdings）Worldbridge 柬埔寨有限公司总经理	14
金界控股 Naga 项目部负责人	15
金边双子塔世贸中心发展部经理陈先生	16
风险提示	16
PE/PB - Bands	17

图表目录

图表 1：柬埔寨历年 GDP（百万美元）及增速（右）	4
图表 2：柬埔寨里面人均 GDP（美元）及增速（右）	4
图表 3：柬埔寨里面 GDP 行业构成（百万瑞尔）	5
图表 4：柬埔寨基建投资及建设规划	5
图表 5：2015 年柬埔寨投资情况表	6
图表 6：naga 二期项目施工现场	7
图表 7：豪利钻石项目施工现场	8
图表 8：豪利钻石项目屋顶俯瞰对面水净华岛	8
图表 9：豪利钻石项目外立面	9
图表 10：香格里拉项目桩基施工现场	10
图表 11：香格里拉项目施工现场	10
图表 12：香格里拉项目销控表	11
图表 13：香格里拉项目效果图	11
图表 14：双子塔项目效果图	12
图表 15：紫晶一号项目施工现场	12
图表 16：豪利控股近年财务状况	14
图表 17：金界控股近年财务状况	15

图表 18: 神州长城历史 PE-Bands	17
图表 19: 神州长城历史 PB-Bands	17

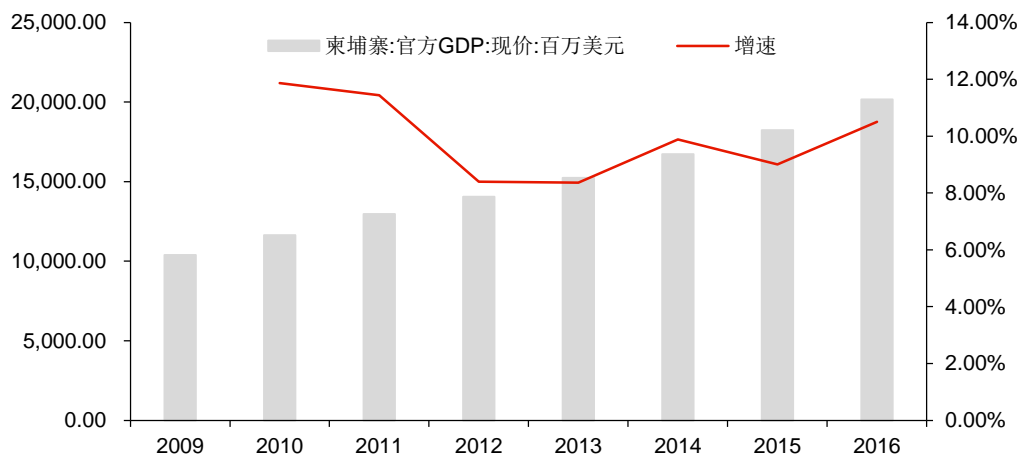
柬埔寨印象：经济充满活力，基础设施提升空间大

经济概况：快速增长，人口年轻，外向经济

GDP 增速加快，人均 GDP 逐渐摆脱低收入国家行列。柬埔寨是近年来亚洲发展中国家经济增长最快的国家之一，在服装出口、房地产、建筑业和旅游业的强劲拉动下，2009~2016 年柬埔寨经济增长平均增速高达 9.9%。人均 GDP 从 2011 年的 320 美元快速增加至 1235 美元。根据柬埔寨央行发布的报告，柬埔寨已开始摆脱低收入国家晋升为中等收入国家，2016 年柬埔寨的人均收入为 1300 美元（2015 年为 1238 美元）。

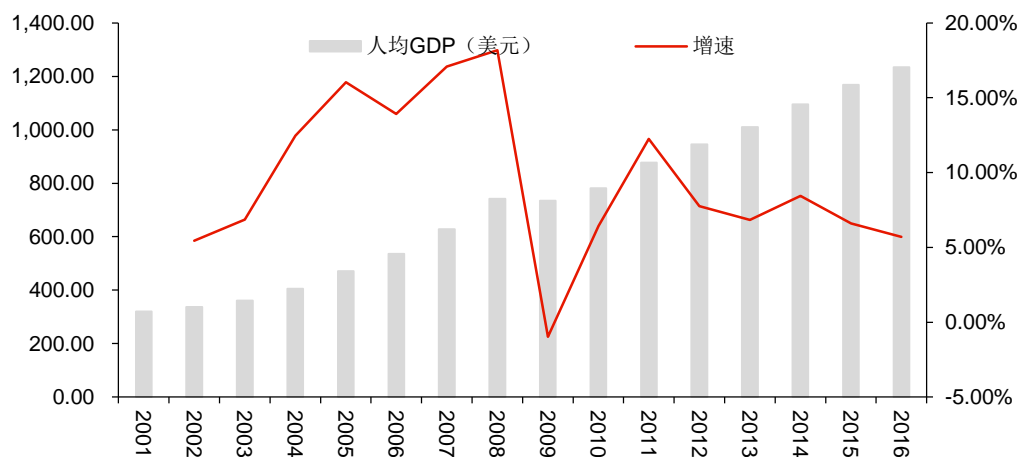
居民贫富差距分化较大。虽然柬埔寨人均收入快速增长，但我们草根调研了解的情况是，大部分工薪阶层收入在 200-300 美元/月；贫富分化差距较大，柬埔寨金边街头处处可见作为普通市民主要交通工具的摩托车，同时也有大量奔驰、宝马、雷克萨斯等高档 SUV。

图表1：柬埔寨历年 GDP（百万美元）及增速（右）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：柬埔寨里面人均 GDP（美元）及增速（右）

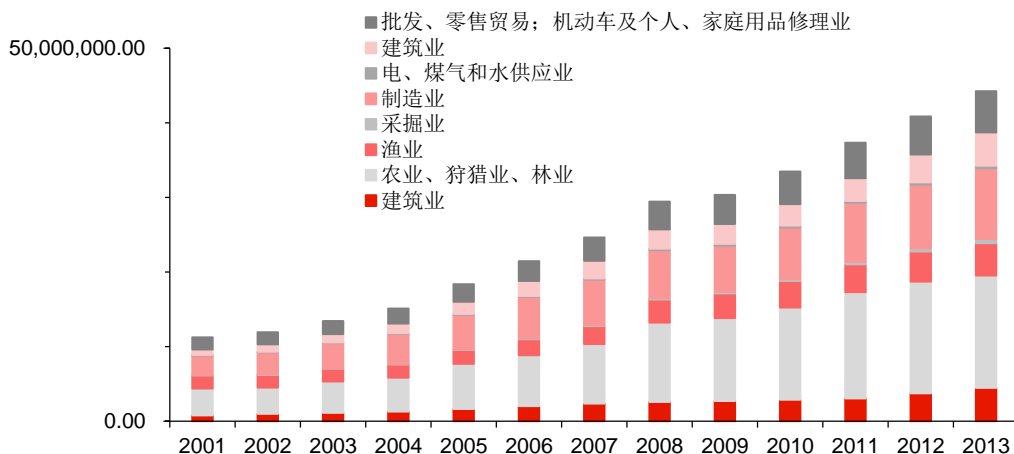


资料来源：Wind，华泰证券研究所

柬埔寨经济结构单一，外部脆弱性明显。2016 年柬埔寨经济增长主要驱动力是出口导向的制衣制鞋业、农业、建筑与房地产业以及旅游业。2013 年占 GDP 比重较高的行业依次是农业、狩猎业、林业（24.3%），制造业（15.3%），批发、零售贸易，机动车及个人、家庭用品修理业（9.0%），运输、仓储和通讯（7.7%），建筑业（7.2%），渔业（7.0%）。其中，制造业中的制衣业 2013 年贡献了当年出口的 80%，当年 GDP 的 35%。

柬埔寨经济的快速增长显著受益于该国“人口红利”以及和美元高度相关的外向型经济。2016年底柬埔寨65%人口年龄处于35岁以下，金边街头及建筑工地大量可见年轻人。美元为广泛接受的第二货币，且柬埔寨当地货币瑞尔对美元的汇率仍保持稳定（约4000瑞尔兑1美元）。

图表3：柬埔寨里面 GDP 行业构成（百万瑞尔）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

基础设施概况:赶超中的机遇

长期以来，由于柬埔寨国内经济发展水平低下和政府财政能力有限，导致对国内基础设施投入严重不足，大大滞后于经济发展。世界经济论坛2014/15年《全球竞争力报告》显示，柬埔寨基础设施总体质量恶化严重，在2014/15的144个国家中排名107位，其中公路、港口、航空方面的基础设施质量均处于较低水平。基础设施建设是柬埔寨优先发展领域，政府积极吸引外资和外援，并将重点参与区域和次区域互联互通计划。

图表4：柬埔寨基建投资及建设规划

领域	投资规划
铁路	<p>(1) 柬埔寨政府长期铁路规划包括从南到北、从东到北将主要城市都连为一体，目前政府正计划新建一条257公里长的从金边至越南禄宁的东线铁路及一条约200公里长的金边至暹粒市铁路线。</p> <p>(2) 泛亚铁路：连接中国昆明和新加坡的新昆铁路将成为柬埔寨的重要铁路干线。另一个关键组成部分是连接柬埔寨与越南的铁路线。该线路总长为256km，起点为磅士卑省欧东县（Oudong），途经桔井省斯努尔（Snuol），终点为越南西宁省禄宁县，总造价为6.86亿美元。</p> <p>(3) 规划建设如柬埔寨柏威夏矿山铁路等专用线路。</p>
公路	柬埔寨王国公共设施和运输部《柬埔寨王国高速公路总体规划》，规划至2040年，柬埔寨高速公路路网总规模约2200公里，包括6条金边放射线、2条纵线、2条联络线和1条金边环线组成，总里程约2230公里。
港口	柬埔寨兴建西哈努克港一座多功能枢纽的工作预计在2014年年初启动，以便促进该国不断增长的出口。新的枢纽将连接海陆交通，投资接近8000万美元（约合4.88亿元人民币），预计于2016年完工。
机场	柬埔寨新暹粒国际机场工程2011年获得批准，预计将耗资10亿美元（约合60.9亿元人民币）。完工后预计将能够达到年均1000万至1500万人次的吞吐量。

资料来源：《柬埔寨基础设施行业报告2015》，华泰证券研究所

房屋建筑业近年来增长迅猛。因为经济政策相对自由开放，外国投资商投资的商业环境较好，吸引了中国、新加坡、韩国、日本等海外投资大量房地产开发及建设。外国人在柬埔寨购买二楼以上的集合住宅手续十分简单方便，只需护照即可，比较容易获得贷款，且为永久产权，因此近年来房地产投资快速增长，房产增值较快。自2011年至2014年间，柬埔寨的建筑投资额分别为12.26亿美元、21.09亿美元、27.73亿美元、25.07亿美元。2015年，柬埔寨获核准建筑项目的投资额为33.38亿美元，较2014年同期相比增长了33.14%。

图表5：2015年柬埔寨投资情况表

项目	2014年	2015年	同比增长(%)
投资总额	39.33	46.43	18
农业	2.6	3.5	33.2
工业	28.3	24.7	-12.7
基础设施	23.8	25.3	6.2
旅游业	4.8	0.74	-8.4
建筑和房地产	25.07	33.38	33.14

资料来源：柬埔寨发展理事会，华泰证券研究所

中国对柬埔寨投资金额大。根据柬埔寨发展理事会统计，2015年中国对柬埔寨协议投资金额8.7亿美元，超过其他所有国家投资总和，占柬埔寨吸收外商投资总额的58.9%；截至2015年年底，中国累计对柬埔寨协议投资金额达108.9亿美元。目前在柬埔寨投资及承揽工程较多的主要是中国交建、中国电建等央企，以及民营上市公司神州长城（目前在中国民营企业中投资规模体量最大）。

柬埔寨项目调研情况

NAGA 赌场项目现场，项目经理交流

1、项目概况: Naga2 项目为柬埔寨金边地标性商业综合体建筑, 建筑面积 12.6 万平方米, 2015 年 4 月 8 日开工, EPC 工程, 签约合同额 1.42 亿美元。naga 二期项目是金界控股(香港上市公司)具有里程碑意义的项目。其中装修部分(合同额)约 4000-4100 万美元, LG 层, 21-23 层将建造成最高标准的空中总统套房。

2、工程进度: 目前现场在紧张进行装修中, 预计今年 6 月底前完工。8 小时三班倒。

3、工人工资: 国内工人占比 60-70%, 当地工人 30-40%。装修等技术要求比较高, 当地找不到合适的技术、装修及操作层面的工人。技术工人工资 800-1200 元/天, 包括石材美容师、焊工等技术稀缺工种。机电安装方面, 当地工人: 国内工人数量 5: 5, 中国工人主要起到了工艺、技术、方案等方面的管理与输出, 对当地工人的影响及提升较大。

4、项目回款: 每月 25 号报进度, 半个月到一个月付款。土建部分回款基本上回来了, 装修基本如期付款, 业主不缺钱。付款条款远好于国内, 装修材料进场还未安装, 业主就已付款到 75%。

5、税收: 公司在当地缴纳的税收国内都可以抵扣。设备材料等运到柬埔寨要加收 20-30% 关税等, 部分油漆等化工品税收更高。

6、后续项目情况: Naga1 项目, 包括 DFS, 步行街, 写字楼都是公司来做的。金界控股后续还有可能到海参崴建设赌场。

7、一带一路对公司业务带动: 无形中公司可以获取更多的资源, 当地政府的支持, 一带一路+PPP 在东南亚大有可为, 尤其是通过 PPP 解决当地企业的融资问题。柬埔寨企业在当地银行贷款很少。

8、政治风险: 无论新一届政府亲中亲美, 政府都在寻求经济与政治平衡点。

图表6: naga 二期项目施工现场

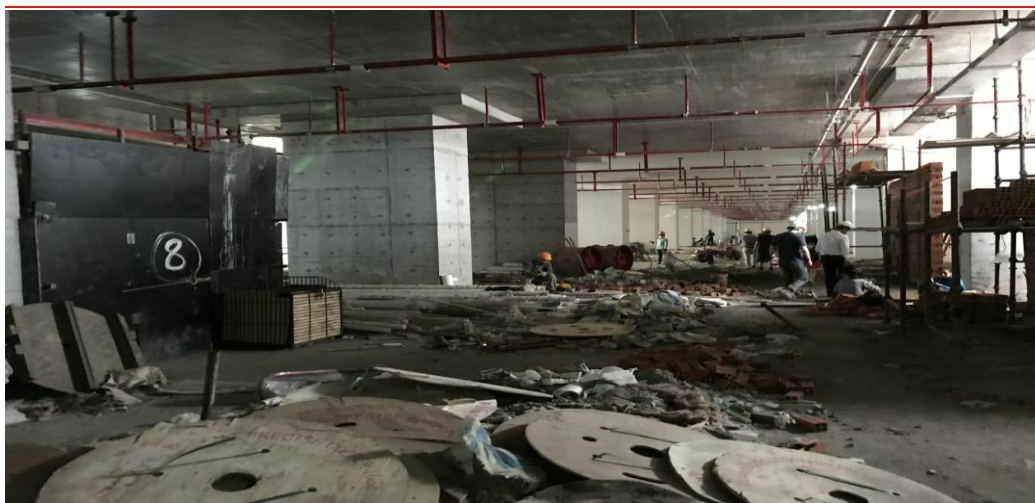


资料来源: 华泰证券研究所

豪利钻石项目（金边国民议会大街商/住宅开发项目）现场，项目经理交流

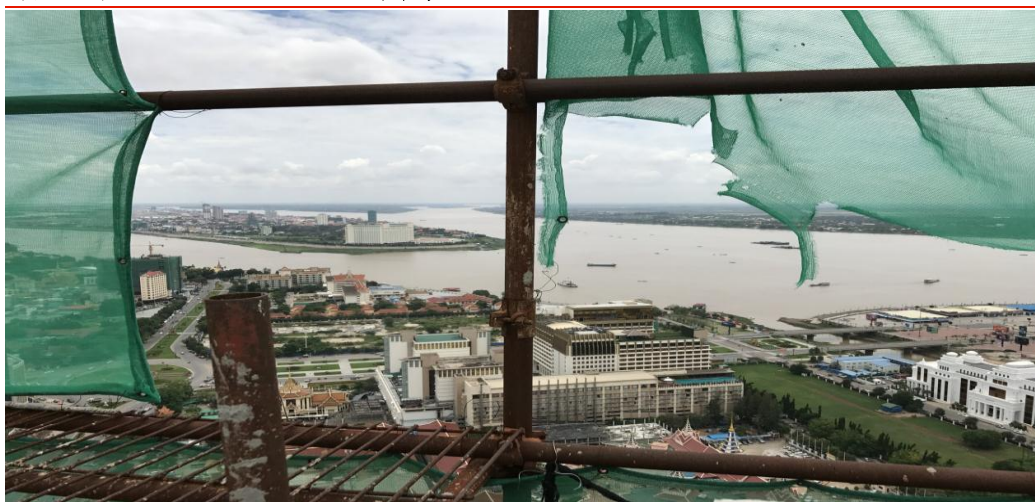
- 1、项目概况：**2014年9月，神州国际中标豪利钻石（柬埔寨）有限公司豪利大厦项目，项目金额为1.586亿美元。业主为豪利控股（新加坡上市公司）。
- 2、工程进度：**目前项目主体结构已顺利封顶，幕墙及窗户都已经做了很多。G1-4层为商业，5-9层为停车场，13楼为游泳池，SOHO办公41层，层高4.6米，公寓46层。目前住宅基本上卖光，售价2000-2500元/平方米。1-7层商业部分6月底交付。公寓11月底交付，办公10月底交付。交房比预期晚了两个月，主要是中间业主设计变更，可以合理索赔工期两个月。施工最快4天一层。
- 3、项目回款：**公司提前报工程进度，56天内收到进度款，回款情况比较好。
- 4、工人情况：**目前现场1300多个工人，机电+装修+基建等中国工人占比达50%左右。建安成本每平方米1000美元。

图表7：豪利钻石项目施工现场



资料来源：华泰证券研究所

图表8：豪利钻石项目屋顶俯瞰对面水净华岛



资料来源：华泰证券研究所

图表9： 豪利钻石项目外立面



资料来源：华泰证券研究所

豪利控股 (Oxley Holdings) The Peak (香格里拉) 项目现场及售楼处，项目经理交流

1、项目概况：The Peak 位于金边市中心的黄金地段并面向湄公河，占地 1 万 2609 平方公尺，是集合住宅、办公楼、零售空间和酒店的综合项目，2 幢住宅+1 栋五星级酒店，55 层楼高。公寓单位包括小型公寓 (Studio)、一卧房至三卧房单位，以及顶层豪宅，项目共有 1014 个住宅单位，售价每平方米约 3500-4000 美元。

2、工程进度：目前在桩基及地下部分施工，尚未出正负零。地下桩基入岩6米。预计2020年2月1日之前完工。

3、销售进度：目前开盘的第一幢出售超过40%。

图表10： 香格里拉项目桩基施工现场



资料来源：华泰证券研究所

图表11： 香格里拉项目施工现场



资料来源：华泰证券研究所

图表12: 香格里拉项目销控表

RESIDENTIAL TOWER 1 公寓大厦一幢		FLOOR												
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
33A	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
33	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
32	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
31	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
30	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
29	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
28	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
27	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
26	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
25	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
24	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
23A	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
23	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
22	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
21	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
20	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
19	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
18	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
17	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
16	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD
15	1 Bedroom	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD	SOLD

资料来源: 华泰证券研究所

图表13: 香格里拉项目效果图



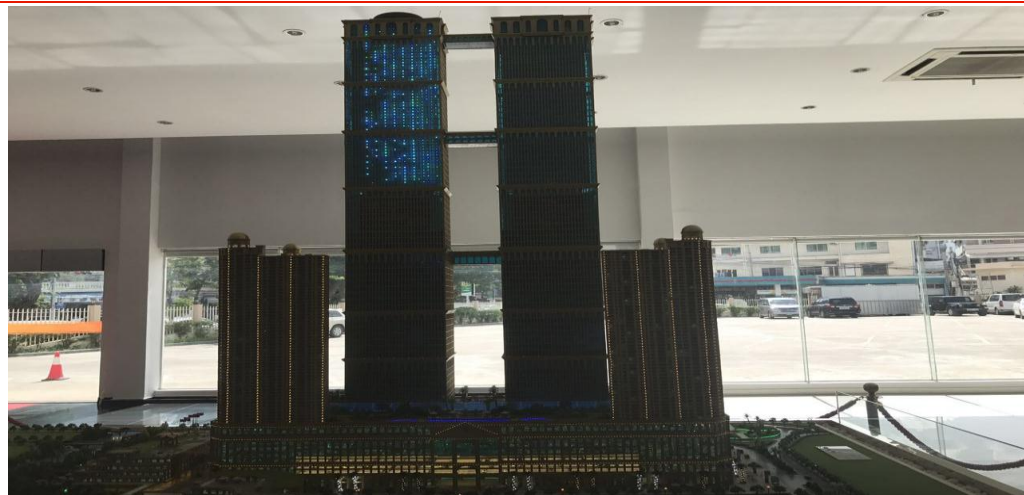
资料来源: 华泰证券研究所

双子大厦项目售楼处, 项目经理交流

1、项目概况: 双子大厦项目建成后将成为东南亚高度最高、体量最大、功能最全的标志性建筑。项目位于柬埔寨首都金边市中心高档住宅区, 总面积超 156 万平方米。主体部分包括约 560 米高的 2 幢 133 层双子塔大楼, 2 幢塔楼总面积约 76 万平方米, 集写字楼办公室、酒店式公寓及酒店用途等为一体。此外项目还包括 4 层地下停车场, 每层面积约 4 万平方米; 一个 10 层的商业裙楼总面积约 28 万平方米; 以及 4 幢外围 62 层豪华住宅楼, 总面积约 32 万平方米。

2、工程进度: 目前柬埔寨国家建设部要求公司修改设计方案, 预计 8 月份正式开工, 目前项目围栏已树立, 在做项目平整等前期工作。

图表14: 双子塔项目效果图



资料来源: 华泰证券研究所

柬埔寨紫晶壹号项目现场, 项目经理交流

1、项目概况: 项目规划建设成为高端水岸豪宅, 位于柬埔寨金边水净华岛, 湄公河及洞里萨河交汇处。项目用地面积: 8,153.3 平方米, 规划建设两栋 39 层综合性高档水岸住宅。建筑面积: 148,379.34 平方米, 地下 2 层, 地上 39 层 (其中裙楼 6 层), 总高度约 139 米, 集住宅、商业、餐饮、娱乐、停车为一体。

2、工程进度: 目前项目场地平整工作已完成, 预计 6 月 13 日正式开工建设。

图表15: 紫晶一号项目施工现场



资料来源: 华泰证券研究所

柬埔寨 500 万吨炼油项目一期 EPC 项目, 项目经理座谈交流

1、项目进度: 目前柬埔寨正处于雨季, 项目施工工序上做调整, 今年开始做储油罐区施工, 电力等基础设施, 长周期设备大型设备、机械电气仪表采购高峰在 2018 年。2018 年 11 月完成全面压力容器、仪表调试安装, 12 月机械竣工, 设备仪表回路调试, 电气设备管道焊接、热处理、无损检测。2019 年 1 月 DCS 全面覆盖整个炼厂, 1-3 月水电联运, A3 压力容器安装调试, 4-6 月投运、试运, 2 个月后试生产, 6 月正常营运。目前工人已到位, 正在做土建, 设计完善。2017 年 11 月大量工人进场。

- 2、今年预计进度:**今年预计完成工作量 20%，花掉 40% 的钱(收入确认有可能按照成本)。
- 3、融资:** 7 种融资方案。中信保天津公司最高贷款额度 3 亿美元。融资租赁 3 亿美元买设备。工程安装预计 2 亿多美元，特保，应收账款卖给银行。中信保反担保，大股东有 300 多个加油站+股权作为质押融资。

业主交流部分

豪利控股 (Oxley Holdings) Worldbridge 柬埔寨有限公司总经理

(1) 豪利控股概况：豪利控股在新加坡上市 (Oxley holdings)，公司目前主要从事房地产开发及物业投资，物业发展项目分布在新加坡、英国、柬埔寨、马来西亚、爱尔兰、印度尼西亚、中国和日本。2016 财年收入 7.29 亿美元，净利润 1.53 亿美元。

图表16：豪利控股近年财务状况

报告期	2016-06-30	2015-06-30	2014-06-30	2013-06-30	2012-06-30
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
期间跨度	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要					
总营业收入	7.29	5.23	8.68	3.59	1.25
同比(%)	-34.66	134.68	187.19	124.94	
营业利润	2.48	1.20	3.21	1.02	0.26
同比(%)	-59.62	204.17	289.79	79.14	
税前利润	2.11	0.91	2.96	0.96	0.23
同比(%)	-66.58	199.39	314.96	63.94	
持续经营净利润	2.27	0.99	2.55	1.08	0.24
非持续经营净利润					
净利润	1.53	0.45	2.32	0.54	0.13
同比(%)	-78.75	314.63	309.03	26.34	
非经常性损益			-0.24	-0.06	-0.05
扣非后归属母公司股东的净利润	1.53	0.45	2.56	0.61	0.19
同比(%)	-57.94	347.20	513.33	132.28	
研发费用					
EBIT	1.17	2.97	1.06	0.26	0.15
EBITDA					
利润表摘要(NON-GAAP)					
净利润(NON-GAAP)					
稀释每股收益(NON-GAAP)					
资产负债表摘要					
总资产	35.14	28.93	27.68	20.99	12.59
总负债	27.97	24.68	23.92	18.73	11.38
普通股权益	5.83	3.51	3.32	1.87	1.10
股东权益合计	7.17	4.25	3.76	2.26	1.21
现金流量表摘要					
经营活动现金流量	-0.13	-0.28	-2.33	-2.18	-4.37
投资活动现金流量	-0.50	-3.77	-0.53	0.00	-0.09
资本支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流量	0.52	3.48	4.73	2.91	5.25
现金净流量	-0.11	-0.57	1.87	0.73	0.78

资料来源：Wind，华泰证券研究所

(2) 豪利钻石项目：6-11 楼为停车场，提供 2000 个车位；1-5 楼商业部分会引入越南、泰国等一线品牌（占比 30-40%）。项目住宅部分基本卖完，商业部分出售超过 7 成，整体出售超过 9 成，购房者中 40% 来自柬埔寨的富有阶层，打工族也有，当地人借贷可以达到 7 成，按揭期限 15-20 年。50% 卖给外国人，贷款可以达到 5 成。总投资 3.5 亿美元，建筑面积 22 万平方米，平均每平米开发成本 1590 美元，售价 2500-3000 美元。

(3) 豪利香格里拉 (the peak) 项目：总投资 5.8 亿美元，总建筑面积 35 万平方米，平均每平米开发成本 2000 美元，售价 3500-4000 美元。目前住宅项目整体销售率已达到 40%。项目承诺租金回报率 6%。

(4) 客户来源：一是儿女婚嫁，有钱的家庭一般会送房子或送首付。二是夫妻档及中产阶层。财务、会计、税务总监等月工资可以达到 6000-8000usd。豪利在柬埔寨的财务总监月收入 10000 美元。本地行政人员 2013 年起薪月工资 200 美元，到 2017 年涨到 500 美元。

(5) **为什么选择神州长城作为项目建设方?** 公司看重建筑公司的是项目建设经验、过往案例, 调动资源的能力。新加坡等建筑公司成本上肯定高于神州长城, 柬埔寨当地找不到合适的具有如此资源组织能力的开发商。公司对神州长城的工程进度比较满意。在柬埔寨的两个项目都交给神州长城。

(6) **公司项目开发资金来源:** 买地及初期工程款由母公司垫付。公司作为新加坡上市公司发债方便。项目销售回款。目前不需要任何银行贷款。

金界控股 Naga 项目部负责人

(1) **公司概况:** 金界控股有限公司是柬埔寨最大的酒店、博彩及娱乐运营商, 于二零零六年在香港联合交易所有限公司上市。金界控股是在柬埔寨经营业务的首家上市公司, 以及首家在联交所交易的博彩类公司。旗舰金界娱乐城(NagaWorld) 是金边市唯一一家综合式酒店及赌场娱乐城, 持有为期达 70 年至二零六五年的赌场牌照, 并享有在柬埔寨金边市方圆 200 公里范围内至二零三五年届满为期四十一年独家赌场经营权。

(2) **公司财务状况:** 公司账面零有息负债, 16 年净利润 1.84 亿美元, 经营性现金净流入 2.02 亿美元, 资本支出 1.37 亿美元。

图表17: 金界控股近年财务状况

报告期	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
期间跨度	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
日 利润表摘要					
总营业收入	5.36	5.07	4.06	3.46	2.79
同比(%)	5.77	24.80	17.56	23.84	24.57
营业利润	2.07	1.87	1.41	1.44	1.16
同比(%)	10.93	32.82	-2.53	23.82	23.54
税前利润	2.08	1.89	1.42	1.45	1.18
同比(%)	10.16	33.15	-2.37	23.62	22.51
持续经营净利润	1.84	1.73	1.36	1.40	1.13
非持续经营净利润					
净利润	1.84	1.73	1.36	1.40	1.13
同比(%)	6.68	26.85	-3.00	24.00	22.94
非经常性损益		0.01	0.00	0.01	0.01
扣非后归属母公司股东的净利润	1.84	1.72	1.36	1.40	1.12
同比(%)	7.08	26.62	-2.81	24.24	22.22
研发费用					
EBIT	2.08	1.89	1.42	1.45	1.18
EBITDA	2.56	2.29	1.76	1.72	1.38
日 利润表摘要(NON-GAAP)					
净利润(NON-GAAP)					
稀释每股收益(NON-GAAP)					
日 资产负债表摘要					
总资产	12.91	7.23	6.61	6.40	4.28
总负债	0.40	0.36	0.35	0.40	0.26
普通股权益	12.51	6.87	6.25	6.00	4.02
股东权益合计	12.51	6.87	6.25	6.00	4.02
日 现金流量表摘要					
经营活动现金流量	2.02	1.96	1.58	1.80	1.44
投资活动现金流量	-1.36	-1.22	-1.21	-0.59	-0.51
资本支出	1.37	1.40	0.97	0.59	0.72
筹资活动现金流量	0.02	-1.09	-1.11	0.58	-0.64
现金净流量	0.68	-0.35	-0.74	1.79	0.29

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

(3) 未来拓展规划：目前一期客房数 800 间，二期建成后增加 1000 间（总投资 3.69 亿美元）。未来五年规划新建 5000 间客房，投资总额 8 亿美元。公司在柬埔寨金边未来可能还会建设三期四期五期。公司未来拟在海参崴获取 4 个赌场牌照之一。

(4) 海参崴赌场项目：金界控股已于 2013.9.3 公告拟投资不少于 3.5 亿美元于俄罗斯发展一个名为“滨海边疆娱乐度假城”(PERC)的博彩及度假村发展项目，其位于两座山丘之间，两面临海，能同时欣赏壮丽的海洋和内陆湖泊景色。PERC 项目目前正处于发展及投资阶段，并将根据俄罗斯联邦法律申请博彩许可证。公司预计就建设 PERC 而取得所有必要许可证的程序将于约一年内完成。此后预计该项目将在自取得所有批准之日起四年内完成。

(5) 1 期项目运营情况及 2 期规划：Naga1 期已达到爆满，酒店客房长期维持 80-90% 的入住率。Naga2（投资额 3.69 亿美元）项目总建筑面积约为 110,105 平方米，包括 NagaCity Walk 约 13,248 平方米的零售及公共区域，TSCLK Complex 设有约 1,000 间酒店客房、38 间豪华贵宾套房、可容纳约 2,100 座位的多用途娱乐/剧院设施，以及新增博彩区（多达 300 张赌桌及 500 台电子博彩机）。

(6) 公司为何选择神州长城作为项目建设方：对于公司而言，最重要的是项目工期（赌场时间即金钱）。naga 二期项目公司原计划工期 4-5 年，交给神州长城工期为 3 年，实际完成工期仅 27 个月，大大超出公司预期。在其他国家建设类似项目至少要 4-5 年。所以后续项目公司仍会选择神州长城作为项目合作方。

金边双子塔世贸中心发展部经理陈先生

(1) 业主情况：柬埔寨泰文隆集团 1972 年由创始人许锐腾（勋爵）于柬埔寨建立，以独立投资建设为主，主要业务包括：房地产、银行金融、酒店、电讯通讯、纺织工业、航空业、水泥厂、进出口贸易等。公司旗下资产主要包括柬埔寨洲际酒店（100%持有），吴哥航空、湄公银行、西港码头等资产。

澳门新建业集团有限公司是澳门著名商人吴立胜先生创办的独资企业，现有 30 多个全资子公司，近百家联营、合资与合营企业，主营业务为建筑地产，兼营酒店、饮食、贸易、旅游、制衣等。该公司控股 51% 的横琴万象世界项目是与内地华润集团下属公司共同推动的大型商业项目，投资约 460 亿港元、占地面积 1,000 亩（66.6 万平方米），总建筑面积超 100 万平方米。澳门建业在该项目的归属利润超过 100 亿元。

(2) 项目融资状况：泰文隆集团一分钱贷款都没有。土地是几十年前买的，项目开发成本中，直接需支付部分地下室及裙房需要投资约 3 亿美元。目前已有客户中国免税集团找到公司，希望购买 1-4 楼 16 万平方米商业用房，售价 6.4 亿美元。项目还没有开始预售，周边售价已达到 3800-4000 美元每平方米，公司项目开盘售价应该会超过 4000 美元。

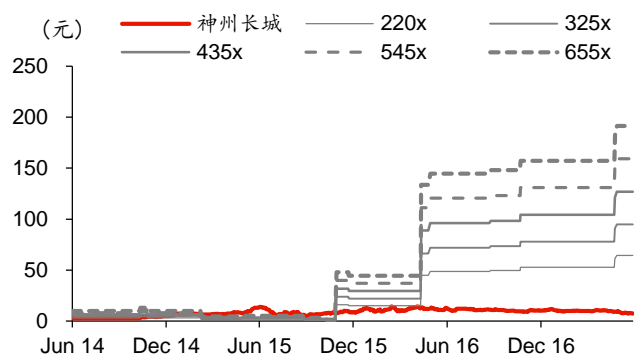
(3) 项目进度：目前机器已进场，国家建设部要求项目塔楼从马路边移到中间，正在改图纸，拿到施工证后开工，预计 8 月份。项目整体工期 5 年，裙房做完后开业。住宅三年，塔楼五年。住宅部分为 4 栋 250 米的高楼。政府形象工程。

风险提示

海外项目进度不及预期；海外项目融资落地不及预期。

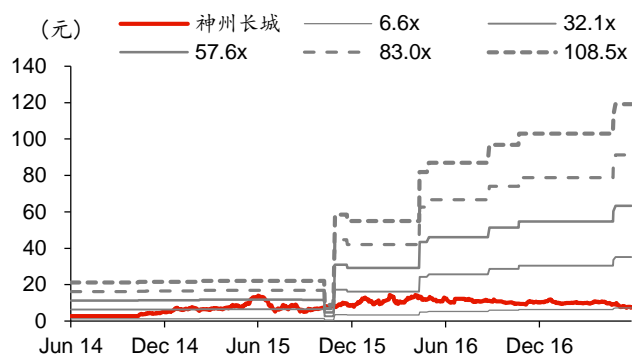
PE/PB - Bands

图表18: 神州长城历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表19: 神州长城历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,785	7,492	11,004	15,920	22,078
现金	695.38	1,341	1,341	1,341	1,341
应收账款	2,353	3,725	5,858	8,828	12,551
其他应收账款	239.95	651.01	1,022	1,542	2,191
预付账款	77.71	319.21	513.14	789.24	1,134
存货	168.13	332.90	545.54	839.07	1,205
其他流动资产	251.41	1,123	1,725	2,582	3,655
非流动资产	232.07	493.77	516.40	543.00	580.51
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	43.85	128.48	128.13	127.77	126.69
无形资产	9.27	106.20	139.81	182.92	240.43
其他非流动资产	178.95	259.08	248.46	232.31	213.38
资产总计	4,017	7,986	11,521	16,463	22,659
流动负债	2,707	5,328	6,931	10,502	15,019
短期借款	225.41	1,966	2,012	3,378	5,140
应付账款	1,333	1,314	2,112	3,249	4,667
其他流动负债	1,149	2,048	2,806	3,875	5,212
非流动负债	30.16	827.55	2,028	2,328	2,528
长期借款	30.14	786.86	1,987	2,287	2,487
其他非流动负债	0.02	40.70	40.70	40.70	40.70
负债合计	2,737	6,156	8,958	12,830	17,546
少数股东权益	(1.71)	52.53	50.10	46.54	41.63
股本	446.91	1,698	1,698	1,698	1,698
资本公积	(50.37)	(1,299)	(1,299)	(1,299)	(1,299)
留存公积	839.70	1,313	2,113	3,188	4,672
归属母公司股	1,282	1,778	2,512	3,587	5,071
负债和股东权益	4,017	7,986	11,521	16,463	22,659

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(292.05)	(1,688)	(1,012)	(1,366)	(1,557)
净利润	346.10	472.09	731.81	1,071	1,479
折旧摊销	16.46	28.56	29.42	32.24	32.79
财务费用	54.87	127.44	184.63	226.28	316.97
投资损失	0.00	(2.23)	(2.23)	(2.23)	(2.23)
营运资金变动	(806.37)	(2,472)	(2,229)	(3,081)	(3,870)
其他经营现金	96.88	158.04	273.06	387.10	486.84
投资活动现金	(28.71)	(124.79)	(49.48)	(74.01)	(87.63)
资本支出	25.18	15.58	15.00	15.00	15.00
长期投资	(0.00)	68.40	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(3.53)	(40.81)	(34.48)	(59.01)	(72.63)
筹资活动现金	659.06	2,179	1,062	1,440	1,645
短期借款	(57.04)	1,741	46.36	1,366	1,762
长期借款	30.14	756.72	1,200	300.00	200.00
普通股增加	376.77	1,251	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(226.84)	(1,249)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	536.03	(320.55)	(184.63)	(226.28)	(316.97)
现金净增加额	338.99	360.96	0.00	0.00	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,010	4,665	7,335	11,055	15,718
营业成本	3,165	3,459	5,561	8,553	12,287
营业税金及附加	79.49	9.65	15.18	22.87	32.52
营业费用	13.69	30.32	47.67	71.85	102.15
管理费用	154.56	313.93	493.63	743.96	1,058
财务费用	54.87	127.44	184.63	226.28	316.97
资产减值损失	111.34	170.01	170.01	170.01	170.01
公允价值变动收益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.23	2.23	2.23	2.23
营业利润	431.44	556.50	865.31	1,269	1,754
营业外收入	0.38	26.43	26.43	26.43	26.43
营业外支出	1.03	21.59	21.59	21.59	21.59
利润总额	430.79	561.34	870.15	1,274	1,758
所得税	84.69	89.24	138.34	202.55	279.56
净利润	346.10	472.09	731.81	1,071	1,479
少数股东损益	(0.55)	(1.57)	(2.43)	(3.56)	(4.91)
归属母公司净利润	346.65	473.66	734.24	1,075	1,484
EBITDA	502.77	712.50	1,079	1,528	2,103
EPS (元)	0.78	0.28	0.43	0.63	0.87

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	45.58	16.32	57.24	50.71	42.18
营业利润	75.22	28.99	55.49	46.67	38.16
归属母公司净利润	85.51	36.64	55.01	46.41	38.02
获利能力 (%)					
毛利率	21.08	25.84	24.19	22.63	21.83
净利率	8.64	10.15	10.01	9.72	9.44
ROE	27.03	26.64	29.23	29.97	29.26
ROIC	55.25	17.68	16.88	15.82	15.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.13	77.08	77.76	77.93	77.44
净负债比率 (%)	9.60	47.58	46.61	45.53	44.47
流动比率	1.40	1.41	1.59	1.52	1.47
速动比率	1.34	1.34	1.51	1.44	1.39
营运能力					
总资产周转率	1.24	0.78	0.75	0.79	0.80
应收账款周转率	1.81	1.37	1.37	1.35	1.32
应付账款周转率	2.66	2.61	3.25	3.19	3.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.28	0.43	0.63	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.17)	(0.99)	(0.60)	(0.80)	(0.92)
每股净资产(最新摊薄)	0.76	1.05	1.48	2.11	2.99
估值比率					
PE (倍)	37.25	26.61	17.33	11.83	8.56
PB (倍)	12.16	8.77	6.21	4.35	3.07
EV_EBITDA (倍)	34.04	24.02	15.86	11.20	8.14

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com