

# 龍光地產 (3380 HK)

## 預計下半年將恢復增長

- ❖ **上半年業績與去年同期持平。**上半年，公司結轉面積從 1H17 的 110 萬平減少至 74 萬平，但結轉面積的平均售價上升 68.1%至人民幣 18,646 元/平 (1H17: 11,093 元/平)，因此結轉銷售額仍然實現 7.5%的增長至 131.7 億元人民幣(下同)。除物業銷售外，公司在期內錄得一筆 10.7 億元的一級土地開發收入，同時，建築工程收入增長 271%至 9.7 億元。因此，上半年總體收入增長 22.4%至 152 億元。但由於投資物業和金融工具公允價值變動收益減少，財務費用上升以及新增了永續債利息(8,300 萬元)，上半年公司淨利潤下降 1.5%至 33.5 億元。除去公允價值變動後的歸母核心利潤則增長 4.0%至 26.5 億元。儘管上半年業績與去年基本持平，但截至 2018 年 6 月底，公司已售未結轉額已達 474 億，按照公司指引其中 262 億元將在今年下半年結轉，對比 2H17 結轉銷售額為 147 億元。因此，我們預計盈利增長將在下半年加速。董事會提議中期每股派息 28 港仙，相當於 50%的核心派息率，其中 5 港仙作為公司上市五周年特別股息，相當於 10%的核心派息率。
- ❖ **以大灣區為核心擴大土地儲備。**截至 2018 年 6 月 30 日，公司土地儲備達 3,546 萬平，相當於 4,161 億元的可售貨值。粵港澳大灣區仍是公司核心投資區域。62%的土地儲備面積 (2,200 萬平方米) 位於灣區，占總貨值的 72% (3,001 億元)。今年上半年，公司在公開市場收購了總建面 645 萬平的新土地，其中 446 萬平位於大灣區。除公開市場外，公司在期內成功將 2 個城市更新項目轉為土地儲備，總貨值在 200 億元。截至 2018 年 6 月 30 日，公司併購和城市更新項目儲備的總建面達 1,240 萬平，若全部成功轉換，可為公司增加 1,823 億元的貨值。此外，公司在上半年首次進入長三角市場。在上海 1 小時生活圈內收購了 3 個項目，為日後在該地區的發展打下基礎。
- ❖ **銷售目標提高至 700 億元權益銷售。**今年前 7 個月，公司合約銷售額達 438 億元，同比增長 91.9%。銷售面積為 222 萬平。基於良好的銷售表現和對目前的市場判斷，公司決定將 2018 年的銷售目標從 660 億元增加至 700 億元權益銷售，而 2017 年的總合約銷售額為 434 億元。
- ❖ **提高盈利預測及目標。**由於一級土地開發收入和銷售目標上升，我們分別將 18-19 財年的盈利預測上調 11.4%，2.9%至 76.2 億元，97.9 億元。估值方面，受惠於土儲上升，我們將 FY18-end 的預測每股資產淨值從 18.32 港元上調至 20.26 港元。但由於房地產市場持續收緊，我們將資產淨值折讓率從之前的 35%提高至 40%。綜上，我們的目標價由 11.91 港元上調至 12.16 港元。維持買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	20,539	27,690	42,855	62,222	81,921
淨利潤 (百萬人民幣)	4,488	6,527	7,624	9,790	11,980
EPS (人民幣)	0.81	1.17	1.39	1.78	2.18
EPS 變動 (%)	N.A.	44.4	18.7	28.4	22.4
市盈率 (x)	9.1	6.3	5.3	4.1	3.4
市帳率 (x)	2.1	1.9	1.6	1.3	1.1
股息率 (%)	2.8	4.6	8.5	9.6	11.8
權益收益率 (%)	23.1	31.2	30.4	31.6	31.4
淨財務杠杆率 (%)	71.4	67.9	65.0	73.7	71.1

資料來源：公司及招銀國際研究預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$12.16
(過去目標價)	HK\$11.91
潛在升幅	+41.3%
當前股價	HK\$8.60

### 黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

### 文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

### 中國房地產行業

市值(百萬港元)	47,084
3 月平均流通量(百萬港元)	117.8
5 周內股價高/低(港元)	13.10/6.59
總股本(百萬)	5,487.2

資料來源：彭博

### 股東結構

紀海鵬	77.84%
自有流通	22.16%

資料來源：彭博

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-13.9%	-11.5%
3-月	-28.8%	-20.1%
6-月	-12.8%	-6.2%

資料來源：彭博

### 股價表現



資料來源：彭博

### 審計師: KPMG

公司網站: [www.loganestate.com](http://www.loganestate.com)

## 財務報表

### 利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>20,539</b>	<b>27,690</b>	<b>42,855</b>	<b>62,222</b>	<b>81,921</b>
物業開發	21,105	26,951	40,080	59,469	78,376
投資物業租金	84	88	101	134	151
建築收入	212	966	2,029	3,247	4,221
一級土地開發	-	-	1,067	-	-
減：營業稅及其他稅金	(862)	(316)	(422)	(629)	(827)
銷售成本	(13,979)	(18,172)	(27,975)	(40,520)	(54,881)
<b>毛利</b>	<b>6,560</b>	<b>9,517</b>	<b>14,880</b>	<b>21,702</b>	<b>27,039</b>
其他收入	424	696	1,018	351	479
銷售費用	(714)	(929)	(1,500)	(2,116)	(2,785)
行政費用	(557)	(748)	(1,157)	(1,680)	(2,212)
其他費用	(196)	(10)	(37)	(45)	(54)
<b>息稅前收益</b>	<b>5,516</b>	<b>8,527</b>	<b>13,203</b>	<b>18,213</b>	<b>22,467</b>
應占聯營和合營公司收益	26	205	21	125	206
淨融資成本	(372)	(672)	(1,315)	(1,447)	(1,649)
特殊收入	2,764	2,829	1,060	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>7,933</b>	<b>10,889</b>	<b>12,970</b>	<b>16,890</b>	<b>21,024</b>
所得稅	(2,734)	(3,881)	(4,499)	(6,133)	(7,860)
<b>本年利潤</b>	<b>5,200</b>	<b>7,008</b>	<b>8,471</b>	<b>10,758</b>	<b>13,164</b>
非控制股東權益	(712)	(481)	(677)	(798)	(1,015)
	-	-	(170)	(170)	(170)
<b>歸屬股東淨利潤</b>	<b>4,488</b>	<b>6,527</b>	<b>7,624</b>	<b>9,790</b>	<b>11,980</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>3,057</b>	<b>4,628</b>	<b>6,908</b>	<b>9,790</b>	<b>11,980</b>

來源：公司資料，招銀國際預測

### 資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流動資產</b>	<b>58,521</b>	<b>83,595</b>	<b>124,082</b>	<b>163,210</b>	<b>208,119</b>
存貨	40,197	38,458	39,965	57,886	78,402
貿易及其他應收賬款	2,943	20,448	47,617	69,135	91,023
合同資產	-	-	248	372	558
受限制現金	1,010	2,312	1,998	1,998	1,998
現金及現金等价物	13,560	19,878	32,112	30,708	32,042
其他	811	2,499	2,143	3,111	4,096
<b>流動資產</b>	<b>27,980</b>	<b>28,276</b>	<b>38,279</b>	<b>38,763</b>	<b>39,324</b>
物業、厂房及设备	184	148	169	205	232
投資型房地產	11,891	15,665	17,190	17,190	17,190
聯營及合營公司的權益	15,404	11,915	20,205	20,330	20,536
無形資產	-	-	-	-	-
其他	501	548	714	1,037	1,365
<b>總資產</b>	<b>86,502</b>	<b>111,871</b>	<b>162,360</b>	<b>201,973</b>	<b>247,443</b>
<b>流動負債</b>	<b>31,055</b>	<b>57,294</b>	<b>91,755</b>	<b>120,244</b>	<b>156,021</b>
貿易及其他應付賬款	23,919	37,276	27,975	45,022	60,979
合同負債	-	-	37,576	46,959	61,226
短期借款	5,118	15,563	20,847	20,485	23,575
其他	2,017	4,455	5,357	7,778	10,240
<b>非流動負債</b>	<b>29,695</b>	<b>27,413</b>	<b>38,595</b>	<b>43,391</b>	<b>45,398</b>
長期負債	28,068	25,278	35,745	40,541	42,548
遞延稅項	1,627	2,135	2,389	2,389	2,389
其他	-	-	461	461	461
<b>總負債</b>	<b>60,750</b>	<b>84,707</b>	<b>130,350</b>	<b>163,635</b>	<b>201,418</b>
非控股權益	6,324	3,858	4,535	4,988	5,487
永續債	-	2,363	2,363	2,363	2,363
<b>資產淨額</b>	<b>25,751</b>	<b>27,164</b>	<b>32,011</b>	<b>38,338</b>	<b>46,024</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>25,751</b>	<b>27,164</b>	<b>32,011</b>	<b>38,338</b>	<b>46,024</b>

來源：公司資料，招銀國際預測

**现金流量表**

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
<b>息税前收益</b>	<b>5,516</b>	<b>8,527</b>	<b>13,203</b>	<b>18,213</b>	<b>22,467</b>
折旧和摊销	37	64	38	44	53
营运资金变动	3,524	(2,961)	924	(11,681)	(10,888)
税务开支	(2,734)	(3,881)	(4,499)	(6,133)	(7,860)
其他	(1,515)	9,766	1,426	13,022	3,393
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>4,828</b>	<b>11,516</b>	<b>11,093</b>	<b>13,464</b>	<b>7,165</b>
购置固定资产	(689)	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)
联营公司	(13,746)	(176)	(176)	(176)	(176)
其他	1,595	(10,256)	(9,474)	(13,705)	(4,454)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(12,840)</b>	<b>(11,844)</b>	<b>(11,062)</b>	<b>(15,293)</b>	<b>(6,043)</b>
股份发行	(173)	(93)	(93)	(93)	(93)
净银行借贷	13,436	7,655	15,751	4,434	5,097
股息	(1,148)	(1,853)	(3,454)	(3,916)	(4,792)
其他	672	1,308	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>12,786</b>	<b>7,017</b>	<b>12,203</b>	<b>425</b>	<b>212</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>4,775</b>	<b>6,689</b>	<b>12,233</b>	<b>(1,404)</b>	<b>1,334</b>
年初现金及现金等价物	8,635	13,560	19,878	32,112	30,708
汇兑	150	(371)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>13,560</b>	<b>19,878</b>	<b>32,112</b>	<b>30,708</b>	<b>32,042</b>

来源：公司资料，招银国际预测

**主要比率**

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业开发	102.8	97.3	93.5	95.6	95.7
投资物业租金	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
建筑收入	1.0	3.5	4.7	5.2	5.2
一级土地开发	-	-	2.5	-	-
减：营业税及其他税金	(4.2)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
<b>总额</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	31.9	34.4	34.7	34.9	33.0
息税前利润率	26.9	30.8	30.8	29.3	27.4
税前利润率	38.6	39.3	30.3	27.1	25.7
净利润率	21.8	23.6	17.8	15.7	14.6
核心净利润率	14.9	16.7	16.1	15.7	14.6
有效税率	34.5	35.6	34.7	36.3	37.4
<b>增长 (%)</b>					
收入	40.9	34.8	54.8	45.2	31.7
毛利	48.1	45.1	56.3	45.9	24.6
净利润率	69.2	54.6	54.8	37.9	23.4
净利润	69.4	45.4	16.8	28.4	22.4
核心净利润	57.4	51.4	49.3	41.7	22.4
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3
平均存货周转天数	807	502	521	521	521
平均应收账款周转天数	39	174	406	406	406
平均应付帐款周转天数	480	486	365	406	406
净负债/总权益比率 (%)	71.4	67.9	70.2	73.9	69.7
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	23.1	31.2	30.4	31.6	31.4
资产回报率	9.2	9.7	8.0	8.4	8.5
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.81	1.17	1.39	1.78	2.18
每股股息(人民币)	0.21	0.34	0.63	0.71	0.87
每股账面值(人民币)	3.53	3.82	4.58	5.65	6.96

来源：公司资料，招银国际预测

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其僱員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。