

睿智投資

龍湖地產(960 HK, HK\$13.38, 目標價: HK\$18.78, 買入) — 以量保增長

- ❖ **核心盈利下跌 18%。**2013 上半年收入上升 4.7% 至 152 億元(人民幣・下同)，但純利下跌 4.8% 至 38.5 億元。扣除投資物業重估收益，基本盈利下跌 18.2% 至 27.4 億元。確認平均售價下降 19.0% 至每平方米 10,192 元，抵銷了交付樓面建築面積增加 21.0% 的效果，所以來自物業銷售的收入只上升 3.7% 至 147 億元；租金收入上升 34.3% 至 3.04 億元，物業出租率高達 98.2%。因為平均售價下跌，總體毛利率從 2012 上半年的 46.1% 收窄至期內的 31.9%。
- ❖ **1 至 7 月合同銷售同比增長 30.6%。**龍湖地產公佈 2013 年 1 至 7 月合同銷售金額和面積分別為 268 億元和 234 萬平方米。這表示公司已完成了 58.3% 的 2013 年的銷售目標(即 460 億元)。龍湖將在 2013 年下半年推出 6 個新項目和 13 個現有項目的新的組團供銷售。此外，截至 7 月底，總值約 648 億元的物業已預賣但仍未入賬，超過 90% 的 2013 年收入已被鎖定，盈利能見度高。
- ❖ **建立一個商業物業王國。**我們預計龍湖地產未來三年租金收入的複合年增長率為 32.3% 至 11 億元。受惠於優質管理及高客流量，龍湖地產的商場錄得高出租率。將在 2013 年底和 2014 年底開業的成都北城天街及北京長盈天街的預租情況令人滿意，分別獲得 60% 預租率和 200 個租客簽訂合同。龍湖希望未來 10-15 年後租金收入貢獻從目前的 5% 增加至 30%。
- ❖ **在 20 個城市建立 4,144 萬平方米的土地儲備。**龍湖地產購入了 352 萬平方米的新土地儲備，平均地價為每平方米 3,065 元。同時，公司新開拓昆明、長沙和蘇州市場，土地儲備遍佈國內 20 個城市。目前，總及應佔權益的土地儲備分別為 4,144 萬平方米和 3,780 萬平方米。土地成本為每平方米 2,028 元，相等於 2013 年上半年確認平均售價的 19.9%。
- ❖ **2013 年下半年完成物業數量充足。**龍湖計劃於 2013 年下半年竣工物業達 412 萬平方米，較上半年的 160 萬平方米多。因此，盈利可望在 2013 年下半年加速。2013 年中的淨負債增加至 64.1%，但仍是健康。我們上調 2013 年盈利預測 25.8% 至 69.9 億元，以反映重估收益和較高的其他收入。2014-15 盈利預測只有輕微改變。我們的 2013 年底每股資產淨值預測為 26.83 港元，目標價從 18.2 港元調高至 18.78 港元，相等於較資產淨值折讓 30%，以反映較高的盈利可見性和穩健的財務狀況。維持買入評級。

龍湖地產(960 HK)

評級	買入
收市價	HK\$13.38
目標價	HK\$18.78
市值(港幣百萬)	72,803
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	121
52 周高/低(港幣)	16.1/10.58
發行股數(百萬)	5,441
主要股東	吳亞軍(45.4%)

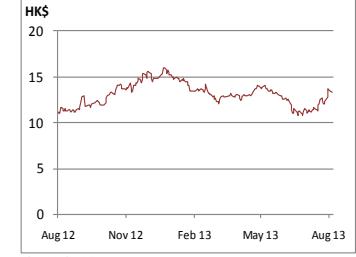
來源彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	19.5%	13.3%
3 月	-4.0%	0.2%
6 月	0.4%	4.6%

來源彭博

過去一年股價



來源彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(百萬人民幣)	24,093	27,893	37,310	44,124	56,836
淨利潤(百萬人民幣)	6,328	6,301	6,994	6,943	9,553
每股收益(人民幣)	1.227	1.203	1.287	1.277	1.757
每股收益變動(%)	53.1	(2.0)	7.0	(0.8)	37.6
市盈率(x)	8.6	8.8	8.2	8.3	6.0
市帳率(x)	2.5	1.9	1.6	1.4	1.2
股息率(%)	1.7	1.9	1.9	2.4	2.8
權益收益率(%)	28.8	21.1	19.5	16.6	19.1
淨財務槓杆率(%)	43.0	47.6	63.1	59.2	57.3

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	24,093	27,893	37,310	44,124	56,836
物業發展	23,376	26,946	36,004	42,401	54,676
物業投資	402	483	680	910	1,119
物業管理	315	463	625	813	1,041
銷售成本	(14,324)	(16,710)	(25,904)	(29,022)	(35,625)
毛利	9,769	11,183	11,406	15,102	21,211
銷售費用	(643)	(689)	(746)	(882)	(1,194)
行政費用	(709)	(873)	(970)	(1,059)	(1,364)
其他收益	276	171	495	148	146
息稅前收益	8,692	9,793	10,185	13,309	18,799
融資成本	(202)	(48)	(71)	(79)	(86)
聯營公司	324	248	66	146	191
特殊收入	2,631	1,309	1,548	-	-
稅前利潤	11,444	11,302	11,727	13,376	18,904
所得稅	(4,524)	(4,436)	(4,302)	(5,931)	(8,779)
非控制股東權益	(593)	(564)	(431)	(501)	(572)
淨利潤	6,328	6,301	6,994	6,943	9,553
核心淨利潤	4,503	5,402	5,888	6,943	9,553

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	28,484	37,606	43,559	48,524	54,859
物業、廠房及設備	12,735	16,132	18,200	21,715	25,250
聯營公司	1,873	2,068	2,200	2,400	2,700
投資物業	13,198	18,383	22,000	23,500	26,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	678	1,021	1,159	909	909
流動資產	68,776	87,821	94,949	106,177	120,476
現金及現金等價物	14,527	18,611	12,349	13,077	11,876
應收貿易款項	3,344	4,098	5,200	5,600	6,000
存貨	13	29	-	-	-
關連款項	49,811	62,861	75,000	85,000	100,000
其他	1,081	2,222	2,400	2,500	2,600
流動負債	50,582	62,575	67,950	79,452	90,052
借債	41,411	48,515	53,000	62,000	71,500
應付貿易賬款	4,788	7,899	7,600	8,600	9,000
應付稅項	3,580	5,109	6,000	7,800	8,500
關連款項	803	1,052	1,350	1,052	1,052
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	22,583	30,274	32,135	31,040	33,040
借債	20,386	27,728	29,000	30,000	32,000
遞延稅項	2,197	2,432	3,000	850	850
其他	-	114	135	190	190
少數股東權益	2,154	2,668	2,550	2,480	2,320
淨資產總值	21,941	29,909	35,873	41,729	49,923
股東權益	21,941	29,909	35,873	41,729	49,923

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	8,692	9,793	10,185	13,309	18,799
折舊和攤銷	27	33	46	56	59
營運資金變動	3,631	4,144	(12,910)	(8,400)	(13,900)
稅務開支	(2,500)	(2,574)	(4,034)	(7,081)	(8,379)
其他	629	235	3,208	3,021	3,874
經營活動所得現金淨額	10,479	11,631	(3,505)	904	453
購買固定資產	(11,009)	(16,122)	(3,677)	(1,571)	(2,594)
聯營公司	-	52	(132)	(200)	(300)
其他	235	320	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(10,774)	(15,750)	(3,808)	(1,771)	(2,894)
股份發行	0	2,554	18	-	-
淨銀行借貸	6,822	6,818	2,163	2,800	2,700
股息	(706)	(953)	(1,048)	(1,087)	(1,360)
其他	(1,487)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	4,629	8,418	1,133	1,713	1,340
現金增加淨額	4,334	4,299	(6,181)	847	(1,101)
年初現金及現金等價物	9,863	14,121	18,384	12,103	12,850
匯兌	(76)	(36)	(100)	(100)	(100)
年末現金及現金等價物	14,121	18,384	12,103	12,850	11,649
受限制現金	406	227	246	227	227
資產負債表的現金	14,527	18,611	12,349	13,077	11,876

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.0	96.6	96.5	96.1	96.2
物業投資	1.7	1.7	1.8	2.1	2.0
物業管理	1.3	1.7	1.7	1.8	1.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40.5	40.1	30.6	34.2	37.3
稅前利率	47.5	40.5	31.4	30.3	33.3
淨利潤率	26.3	22.6	18.7	15.7	16.8
核心淨利潤率	18.7	19.4	15.8	15.7	16.8
有效稅率	39.5	39.3	36.7	44.3	46.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
平均應收賬款周轉天數	25.3	26.8	25.4	23.2	19.3
平均應付帳款周轉天數	928.6	982.1	715.2	723.2	683.9
平均存貨周轉天數	1,080.7	1,230.6	971.3	1,006.1	947.7
總負債/ 權益比率 (%)	109.2	109.8	97.6	90.6	81.1
淨負債/ 權益比率 (%)	43.0	47.6	63.1	59.2	57.3
回報率 (%)					
資本回報率	33.4	24.3	21.3	17.9	20.8
資產回報率	7.5	5.7	5.3	4.7	5.8
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.227	1.203	1.287	1.277	1.757
每股股息(人民幣)	0.175	0.200	0.200	0.250	0.300
每股賬面值(人民幣)	4.26	5.51	6.60	7.67	9.18

來源: 公司及招銀國際研究部

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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，本公司及其雇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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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 年證券交易法規則 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。