

龙湖 (960 HK)

盈利增长提速

- ❖ **2017年核心盈利高于我们的预期6%**。龙湖2017年实现收入721亿人民币(下同)，增长31.5%，净利润126亿，增长37.6%。收入增长主要受交付面积及确认平均售价推动，分别增长14.8%至550万平和14.3%至12,261元/平。此外，租金收入也同时增长35.6%至25.9亿。公司整体毛利率较2016年提升4.8个百分点至33.9%。除去一次性收入后，2017年核心盈利增长25.8%至97.7亿，高于我们的预期6.2%。加上特别股息，公司期末分红为每股0.758元，增长63%。截止2017年底，公司已售未结转金额为1,342亿。
- ❖ **2018年销售目标2,000亿**。2017年，公司合约销售增长77%至1,561亿，销售面积增长69%至1,017万平。2018年，公司可售货值3,000亿，基于67%的去化率，龙湖将2018年的销售目标定在2,000亿。2017年，公司新增权益土储1,149万平，总权益地价740亿。截止2017年底，公司投资物业分布在全国33个城市，而物业销售的总可售面积达5,458万平，权益可售面积为3,900万平。
- ❖ **租金收入不断增长**。截止2017年底，龙湖共有26座商场在运营，总建面达258万平。出租率为95.3%。2017年，共有5座新商场开业，出租率均达98%以上。未来三年，共有14座商场投入运营，总建面145万平。公司预计租金收入在2020年达到60亿元。此外，龙湖也致力于发展长租公寓业务。目前共有15,000套“冠寓”房间在全国17座城市运营。龙湖目标在长租公寓市场成为前三。2017年，“冠寓”实现收入4,000万元。公司预计在2020年将有300,000套房间投入运营并贡献30亿元的收入。
- ❖ **健康的资产负债表**。2017年底，公司净负债率为53.9%，略高于2016年的47.7%。现金余额为268亿，足够覆盖短期负债56亿。此外，平均借贷成本由2016年底的4.92%降至2017年底的4.5%。平均剩余贷款周期为5.92年。
- ❖ **预计未来盈利复合增长20%**。公司核心利润在2014-15年的增长维持在5-6%，在2016年提高至12%。由于利润率提升及销售稳健增长，我们预计未来三年盈利复合增长率为20.4%。我们预计2018年底每股净资产为29.87港元，因此目标价由18.4港元提升至20.91港元，相当于30%的折让。维持持有评级。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	54,799	72,075	96,679	113,370	132,063
淨利潤(百萬人民幣)	9,153	12,599	12,885	14,973	17,049
EPS(人民幣)	1.573	2.170	2.178	2.532	2.882
EPS變動(%)	1.9	37.9	0.4	16.2	13.8
市盈率(x)	12.3	8.9	8.9	7.6	6.7
市帳率(x)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	2.4	3.9	4.4	5.2	6.0
權益收益率(%)	14.8	17.9	16.2	17.0	17.5
淨財務杠杆率(%)	53.9	47.7	53.6	55.3	57.9

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有(維持)

目标价	HK\$20.91
(过去目标价)	HK\$18.40
潜在升幅	-9.1%
当前股价	HK\$23.00

文干森, 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

中国房地产行业

市值(百万港元)	136,056
3月平均流通量(百万港元)	154
5周内股价高/低(港元)	27.7/12.6
总股本(百万)	5,915.5

资料来源: 彭博

股东结构

吴亚军	43.8%
蔡奎	26.3%
吴光正	6.0%
自由流通	56.2%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.0%	-1.7%
3-月	24.5%	18.5%
6-月	5.8%	-4.3%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 德勤

公司网站: www.longfor.com

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	54,799	72,075	96,679	113,370	132,063
物业发展	51,441	67,462	90,720	106,400	123,240
物业投资	1,913	2,593	3,434	3,941	5,188
物业管理	1,445	2,019	2,524	3,029	3,635
销售成本	(38,864)	(47,639)	(66,366)	(77,946)	(91,788)
毛利	15,935	24,436	30,313	35,424	40,275
销售费用	(1,428)	(1,797)	(2,224)	(2,608)	(3,037)
行政费用	(2,022)	(3,267)	(3,480)	(3,968)	(4,358)
其他收益	72	848	186	175	164
息税前收益	12,557	20,219	24,795	29,024	33,043
融资成本	(53)	(45)	(75)	(77)	(83)
联营公司	1,434	1,868	522	680	800
特殊收入	2,018	4,511	-	-	-
税前利润	15,956	26,554	25,243	29,627	33,760
所得税	(6,021)	(10,075)	(11,607)	(13,603)	(15,262)
非控制股东权益	(782)	(3,880)	(750)	(1,050)	(1,450)
净利润	9,153	12,599	12,885	14,973	17,049
核心净利润	7,765	9,770	12,885	14,973	17,049

来源:公司及招银国际研究预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	86,342	129,096	142,780	145,020	159,250
物业、厂房及设备	29,546	43,914	45,880	40,920	44,450
联营公司	4,323	13,193	14,500	16,500	18,000
投资物业	49,031	68,095	78,500	83,500	92,400
无形资产	-	-	-	-	-
其他	3,442	3,894	3,900	4,100	4,400
流动资产	138,139	233,668	242,900	268,784	296,702
现金及现金等价物	17,355	26,761	25,600	23,934	22,802
应收贸易款项	10,324	14,184	14,800	15,400	16,200
存货	6,103	26,061	20,500	21,200	21,200
关连款项	100,512	163,000	178,000	204,000	232,000
其他	3,845	3,663	4,000	4,250	4,500
流动负债	91,462	177,494	205,380	220,140	245,520
借债	66,726	125,430	156,000	168,000	191,200
应付贸易账款	12,940	15,211	13,580	12,520	12,520
应付税项	5,333	5,589	6,000	6,420	6,800
关连款项	6,464	31,264	29,800	33,200	35,000
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	58,253	79,091	79,660	84,275	91,275
借债	52,539	71,816	73,500	78,000	85,000
递延税项	5,498	6,618	5,800	5,900	5,900
其他	216	658	360	375	375
少数股东权益	13,350	35,612	21,200	21,500	21,500
净资产总值	61,415	70,567	79,440	87,889	97,657
股东权益	61,765	70,567	79,440	87,889	97,657

来源:公司及招银国际研究预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	12,557	20,219	24,795	29,024	33,043
折旧和摊销	46	29	69	79	84
营运资金变动	14,075	(56,735)	(13,830)	(24,600)	(26,600)
税务开支	(3,919)	(6,684)	(14,056)	(14,563)	(15,262)
其他	9,914	60,717	12,068	13,098	15,030
经营活动所得现金净额	32,673	17,546	9,046	3,038	6,295
购置固定资产	(40,330)	(19,757)	(10,491)	(5,119)	(9,014)
联营公司	1,530	(4,028)	2,790	700	300
其他	(1,317)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(40,117)	(23,785)	(7,702)	(4,419)	(8,714)
股份发行	(526)	10	-	-	-
净银行借贷	4,380	19,532	2,096	4,920	7,380
股息	(2,083)	(3,919)	(4,602)	(5,205)	(6,093)
其他	5,012	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	6,782	15,623	(2,506)	(285)	1,287
现金增加净额	(662)	9,384	(1,161)	(1,666)	(1,132)
年初现金及现金等价物	17,920	17,258	26,642	25,481	23,815
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	17,258	26,642	25,481	23,815	22,683
受限制现金	97	119	119	119	119
资产负债表的现金	17,355	26,761	25,600	23,934	22,802

来源: 公司及招银国际研究预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业发展	93.9	93.6	93.8	93.9	93.3
物业投资	3.5	3.6	3.6	3.5	3.9
物业管理	2.6	2.8	2.6	2.7	2.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	15.6	31.5	34.1	17.3	16.5
毛利率	22.4	53.3	24.1	16.9	13.7
息税前收益	15.6	61.0	22.6	17.1	13.8
净利润	1.8	37.6	2.3	16.2	13.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	29.1	33.9	31.4	31.2	30.5
税前利率	29.1	36.8	26.1	26.1	25.6
净利润率	16.7	17.5	13.3	13.2	12.9
核心净利润率	14.2	13.6	13.3	13.2	12.9
有效税率	37.7	37.9	46.0	45.9	45.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	34.4	35.9	27.9	24.8	22.4
平均应付账款周转天数	561.9	736.1	773.9	758.6	714.2
平均存货周转天数	857.2	1,009.5	937.7	894.4	866.9
净负债/总权益比率 (%)	53.9	47.7	53.6	55.3	57.9
回报率 (%)					
资本回报率	15.7	19.0	17.2	17.9	18.4
资产回报率	4.5	4.3	3.4	3.7	3.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.573	2.170	2.178	2.532	2.882
每股股息(人民币)	0.466	0.758	0.850	1.000	1.160
每股账面值(人民币)	10.57	11.98	13.43	14.86	16.51

来源: 公司及招银国际研究预测

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号冠君大廈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個人。