

龍湖 (960 HK)

銷售和市值雙雙突破千億大關

- ❖ **中期淨利潤增長18%。**2017上半年，龍湖物業銷售結轉面積同比減少8.7%，平均售價則上升7.5%，因此公司物業銷售收入同比減少1.7%至166億元人民幣。公司上半年新開業4家購物商場以及推出長租公寓，上半年租金收入因此增長28.8%至11.4億元人民幣。上半年公司總收入達186億元人民幣，增長1.3%。由於在上海及重慶的高利潤物業交付，上半年毛利率由去年同期的29.7%提高至達36.5%。儘管有效稅率上升5.1個百分點至39.0%，淨利潤仍大幅增長18.1%至44.1億元人民幣。公司宣派中期股息每股0.20元人民幣。
- ❖ **7月份累計合約銷售突破1,000億元人民幣。**公司1-7月份累計合約銷售增長118%至1,030億元人民幣，銷售面積增長108%至662萬平方米。因此龍湖將2017年銷售目標由之前的1,100億元人民幣上升至1,500億元人民幣，以反映2,200億元人民幣的可售資源及68%的去化率。截止至今年7月，仍有1,564億元人民幣的合約銷售未結轉，面積達989萬平方米。2017上半年，公司已完工215萬平方米的建築面積，預計下半年有512萬平方米的建築面積將會完工。這些龐大的資源將為公司收入增長提供有力支援。截止至6月，公司總土地儲備和權益儲備分別為5,002萬平方米和3,711萬平方米。平均土地成本為每平米4,845元人民幣，相當於上半年平均售價的31%。我們預計未來3年公司物業開發毛利率將維持在29%左右。
- ❖ **長租公寓成為新的收入來源。**除「天街」、「星悅薈」和「MOCO」系列的購物商場外，公司於上半年推出「冠寓」系列的長租公寓產品。截止至今年7月，冠寓已進入7個城市、運營10個項目。年內更將合計新增超過1.5萬間，預計到2020年公寓租金收入超過20億元人民幣。
- ❖ **在民營房企中擁有較低的借貸成本。**截止2017年6月30日，公司淨負債率為56.2%，較去年年底的53.9%略有上升，現金和短期負債分別為227億元人民幣和77億元人民幣。截至上半年底，公司平均借貸成本較去年底下降22個基點至4.7%，我們認為這是民營房企中最低的，反映出龍湖健康的資產負債情況。
- ❖ **市值突破1,000億港元。**龍湖現在已經是千億級的上市公司，公司未來將力爭每年15-20%的增長。基於穩健的銷售增長和較好的利潤水準，我們分別上調2017-2019年的淨利潤預測10.1%、21.7%及19.2%至108億、129億和144億元人民幣。我們同時將2017年底的淨資產預測由21.11港元升至26.28港元，因此目標價由14.78港元調升至18.40港元，相等於30%的與淨資產折讓，維持「持有」評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	47,423	54,799	71,487	102,575	114,652
淨利潤(百萬人民幣)	8,988	9,153	10,765	12,857	14,419
EPS(人民幣)	1.544	1.573	1.843	2.183	2.449
EPS變動(%)	0.9	1.9	17.2	18.4	12.2
市盈率(x)	10.3	10.1	8.7	7.3	6.5
市帳率(x)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
股息率(%)	2.2	2.9	3.4	4.0	4.5
權益收益率(%)	16.3	14.8	15.8	17.0	17.0
淨財務杠杆率(%)	54.6	53.9	49.6	45.7	45.5

資料來源：公司及招銀國際研究

持有(維持)

目標價	HK\$18.40
(過去目標價)	HK\$14.78
潛在升幅	-0.9%
當前股價	HK\$18.56

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	109,288
3月平均流通量(百萬港元)	109.8
5周內股價高/低(港元)	20.25/9.5
總股本(百萬)	5,888.4

資料來源：彭博

股東結構

吳亞軍	44.1%
蔡奎	26.5%
吳光正	6.0%
自由流通	55.9%

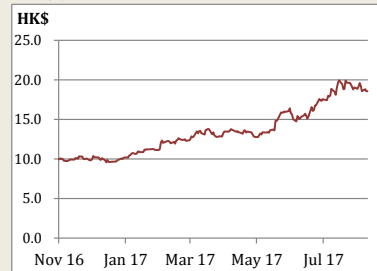
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.6%	-4.4%
3-月	38.7%	29.1%
6-月	51.5%	32.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: 德勤

公司網站: www.longfor.com

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	47,423	54,799	71,487	102,575	114,652
物業發展	44,993	51,441	67,330	97,920	109,440
物業投資	1,415	1,913	2,453	2,660	2,898
物業管理	1,015	1,445	1,705	1,995	2,314
銷售成本	(34,408)	(38,864)	(49,821)	(71,771)	(80,261)
毛利	13,015	15,935	21,667	30,804	34,391
銷售費用	(1,018)	(1,428)	(1,573)	(2,359)	(2,637)
行政費用	(1,435)	(2,022)	(2,216)	(2,462)	(2,752)
其他收益	297	72	424	148	151
息稅前收益	10,859	12,557	18,302	26,131	29,154
融資成本	(43)	(53)	(59)	(62)	(64)
聯營公司	248	1,434	295	522	680
特殊收入	2,874	2,018	2,338	-	-
稅前利潤	13,938	15,956	20,876	26,591	29,770
所得稅	(4,574)	(6,021)	(9,653)	(13,111)	(14,642)
非控制股東權益	(376)	(782)	(459)	(623)	(708)
淨利潤	8,988	9,153	10,765	12,857	14,419
核心淨利潤	6,950	7,765	9,202	12,857	14,419

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	63,911	86,342	97,150	102,220	107,240
物業、廠房及設備	16,832	29,546	28,250	30,270	32,300
聯營公司	1,238	4,323	7,500	7,800	8,000
投資物業	43,385	49,031	58,000	60,500	63,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	2,456	3,442	3,400	3,650	3,940
流動資產	120,177	138,139	191,506	204,224	221,198
現金及現金等價物	18,160	17,355	20,506	22,124	21,398
應收貿易款項	9,920	10,324	14,000	14,800	13,400
存貨	6,770	6,103	19,500	20,500	21,200
關連款項	82,036	100,512	133,000	142,000	160,000
其他	3,291	3,845	4,500	4,800	5,200
流動負債	71,047	91,462	135,500	143,330	152,820
借債	52,942	66,726	103,000	108,500	116,000
應付貿易賬款	10,305	12,940	12,000	12,380	12,520
應付稅項	6,178	5,333	6,000	6,450	6,800
關連款項	1,622	6,464	14,500	16,000	17,500
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	50,574	58,253	64,656	66,160	69,275
借債	46,088	52,539	58,500	60,000	63,000
遞延稅項	4,487	5,498	5,800	5,800	5,900
其他	-	216	356	360	375
少數股東權益	7,343	13,350	20,500	21,200	21,500
淨資產總值	55,125	61,415	68,000	75,754	84,843
股東權益	55,125	61,765	68,200	75,754	84,843

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15E	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	10,859	12,557	18,302	26,131	29,154
折舊和攤銷	33	46	49	58	61
營運資金變動	6,509	14,075	(30,765)	(7,800)	(14,600)
稅務開支	(3,083)	(3,919)	(10,291)	(12,731)	(14,402)
其他	(237)	9,914	34,258	100	2,271
經營活動所得現金淨額	14,081	32,673	11,554	5,758	2,483
購置固定資產	(17,035)	(40,330)	(9,070)	(2,578)	(2,591)
聯營公司	1,587	1,530	(3,177)	(300)	(200)
其他	(2,184)	(1,317)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(17,632)	(40,117)	(12,247)	(2,878)	(2,791)
股份發行	138	(526)	-	-	-
淨銀行借貸	3,267	4,380	6,628	1,950	3,350
股息	(1,654)	(2,083)	(2,722)	(3,212)	(3,769)
其他	925	5,012	-	-	-
融資活動所得現金淨額	2,676	6,782	3,906	(1,262)	(419)
現金增加淨額	(875)	(662)	3,213	1,618	(726)
年初現金及現金等價物	18,794	17,920	17,258	20,471	22,089
匯兌	-	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	17,920	17,258	20,471	22,089	21,363
受限制現金	240	97	35	35	35
資產負債表的現金	18,160	17,355	20,506	22,124	21,398

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合（%）					
物業發展	94.9	93.9	94.2	95.5	95.5
物業投資	3.0	3.5	3.4	2.6	2.5
物業管理	2.1	2.6	2.4	1.9	2.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長（%）					
收入	(7.0)	15.6	30.5	43.5	11.8
毛利率	(3.7)	22.4	36.0	42.2	11.6
息稅前收益	0.4	15.6	45.8	42.8	11.6
淨利潤	7.6	1.8	17.6	19.4	12.2
盈利能力比率（%）					
毛利率	27.4	29.1	30.3	30.0	30.0
稅前利率	29.4	29.1	29.2	25.9	26.0
淨利潤率	19.0	16.7	15.1	12.5	12.6
核心淨利潤率	14.7	14.2	12.9	12.5	12.6
有效稅率	32.8	37.7	46.2	49.3	49.2
資產負債比率					
流動比率（x）	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
平均應收賬款周轉天數	38.2	34.4	35.7	26.3	21.3
平均應付帳款周轉天數	569.8	561.9	621.7	537.8	510.5
平均存貨周轉天數	854.8	857.2	855.4	699.3	686.7
淨負債／總權益比率（%）	54.6	53.9	49.6	45.7	45.5
回報率（%）					
資本回報率	17.5	15.7	16.6	17.9	18.0
資產回報率	5.1	4.5	4.2	4.3	4.5
每股數據					
每股盈利（人民幣）	1.544	1.573	1.843	2.183	2.449
每股股息（人民幣）	0.357	0.466	0.550	0.640	0.720
每股賬面值（人民幣）	9.46	10.57	11.58	12.87	14.41

來源：公司及招銀國際研究部預測

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 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布時的判斷，可能會隨時調整，且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。接收本報告之行爲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。