

龙光地产 (3380 HK)

高毛利推动盈利增长

- ❖ **销售增长主要来自汕头和深圳。**2017年上半年，公司实现合约销售193亿元人民币，增长34.2%，平均售价同比上涨33.5%至每平方米15,452元人民币。其中33.5%和29.5%的合约销售分别来自汕头和深圳地区。截止2017年6月30日，公司约有203.3亿元人民币的合约销售仍未结转，其中深圳占31%，汕头占21%。在上半年销售表现优异的情况下，公司也将今年全年345亿元人民币的销售目标提高至370亿元人民币。
- ❖ **毛利率提升推动盈利增长。**今年上半年，公司收入达123.8亿元人民币，大幅增长94.6%。由于公司多个高毛利的项目在今年上半年结算，因此公司期内毛利率由去年同期的30.4%大幅提升至39.5%。在收入增长和毛利率提升的双重推动下，毛利大幅增长153.4%至48.9亿元人民币。相应地，净利润增长166.1%至34.0亿元人民币，核心利润则增长195.4%至25.5亿元人民币。净利润率和核心利润率分别为27.5%和20.6%。公司董事会也宣布中期每股派息19港仙(1H16:无)，以及每股3港仙的特别派息，共计22港仙。
- ❖ **可控的财务状况。**截止2017年6月30日，公司现金约234.5亿元人民币，足够覆盖52.5亿元人民币的短期负债。同时，平均借贷成本也由去年底的6.1%降至5.9%。公司在5月成功发行一笔3.5亿美元的永续债，净负债率也较去年底下降了4.4个百分点至67%。总体财务状况仍处在可控范围内。
- ❖ **继续聚焦粤港澳大湾区。**截止2017年6月30日，公司土地储备总货值达3,880亿元人民币，总建筑面积约2,789万平方米。其中80%的货值位于粤港澳大湾区，货值约3,145亿元人民币，建筑面积约1,830万平方米。在获取土地方面，并购及城市更新已经成为公司重要的获取途径。公司53%的货值或47%的土地储备面积来自并购及城市更新渠道。公司预计近期将有6个并购及城市更新项目将在短期落地形成供应。
- ❖ **上调预测及目标价。**因为优于预期的盈利能力以及销售表现，我们分别上调2017-2019年的净利润预测41.5%、14.7%及10.5%至53.4亿、60.3亿和72.6亿元人民币。考虑到毛利率提升和良好的项目位置，我们将2017年底的净资产预测由9.75港元升至14.06港元，因此目标价由5.85港元调升至8.44港元，相等于40%的与净资产折让。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY17E	FY18E
营业额(百万人民币)	14,574	20,539	28,107	37,214	45,232
净利润(百万人民币)	2,649	4,488	5,347	6,028	7,259
EPS(人民币)	0.48	0.82	0.96	1.09	1.31
EPS变动(%)	1.5	71.3	17.9	12.7	20.4
市盈率(x)	17.4	10.1	8.6	7.6	6.3
市帐率(x)	3.4	2.3	1.8	1.6	1.4
股息率(%)	1.4	2.7	4.7	5.2	6.3
权益收益率(%)	21.4	27.2	24.1	22.5	23.6
净财务杠杆率(%)	56.4	71.4	70.8	73.0	75.2

资料来源：公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$8.44
(过去目标价)	HK\$5.85)
潜在升幅	+17.2%
当前股价	HK\$7.20

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	38,574
3月平均流通量(百万港元)	85.02
5周内股价高/低(港元)	7.39/2.76
总股本(百万)	5,552.5

资料来源：彭博

股东结构

纪海鹏	76.82%
自有流通	22.18%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	19.8%	12.9%
3-月	69.5%	55.3%
6-月	117.0%	86.0%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.loganestate.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	14,574	20,539	28,107	37,214	45,232
物业开发	15,247	21,105	28,745	38,094	46,275
投资物业租金	72	84	101	121	177
建筑收入	121	212	191	229	275
减：营业税及其他税金	(866)	(862)	(929)	(1,230)	(1,495)
销售成本	(10,144)	(13,979)	(17,376)	(23,105)	(28,487)
毛利	4,430	6,560	10,731	14,108	16,745
其他收入	135	424	356	293	321
销售费用	(573)	(714)	(843)	(1,116)	(1,357)
行政费用	(588)	(557)	(675)	(819)	(995)
其他收益	(144)	(196)	(20)	(20)	(20)
息税前收益	3,260	5,516	9,549	12,446	14,694
净融资成本	(36)	(372)	(557)	(655)	(751)
联营公司	-	26	180	200	250
特殊收入	950	2,764	1,700	-	-
税前利润	4,174	7,933	10,872	11,992	14,193
所得税	(1,486)	(2,734)	(4,188)	(4,640)	(5,552)
非控制股东权益	(39)	(712)	(1,337)	(1,323)	(1,383)
净利润	2,649	4,488	5,347	6,028	7,259
核心净利润	1,974	3,107	4,072	6,028	7,259

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	7,011	27,980	35,538	39,182	43,336
物业、厂房及设备	166	184	213	217	241
投资型房地产	6,118	11,891	14,864	16,350	17,985
联营及合营公司的权益	-	15,404	19,766	21,743	23,917
无形资产	-	-	-	-	-
其他非流动资产	728	501	695	872	1,194
流动资产	49,760	58,521	77,157	92,822	105,980
现金及现金等价物	10,848	14,570	23,339	27,062	29,267
贸易及其他应收账款	10,026	2,943	5,621	8,270	10,052
存货	28,198	40,197	47,061	56,128	64,890
应收账款	-	-	-	-	-
其他	689	811	1,135	1,362	1,771
流动负债	22,621	31,055	41,787	50,655	57,910
银行借款	4,045	5,118	9,884	12,300	14,594
贸易及其他应付账款	5,961	7,870	9,495	12,489	15,153
即期税项	1,321	2,017	2,723	2,996	3,146
预收款项	11,008	16,049	19,684	22,870	25,018
其他	287	-	-	-	-
非流动负债	16,689	29,695	38,320	44,005	48,835
带息借款	15,706	28,068	36,530	42,036	46,669
递延税项	984	1,627	1,790	1,969	2,166
其他	-	-	-	-	-
非控股权益	3,912	6,324	7,589	8,728	9,601
永续债	-	-	2,363	2,363	2,363
资产净额	13,549	19,427	22,635	26,252	30,607
权益股东应占总权益	13,549	19,427	22,635	26,252	30,607

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	3,260	5,516	9,549	12,446	14,694
折旧和摊销	19	23	27	28	29
营运资金变动	8,761	(3,007)	(7,917)	(8,721)	(7,881)
税务开支	(1,242)	(1,875)	(3,187)	(3,531)	(4,225)
其他	(10,034)	4,171	7,332	6,037	4,786
经营活动所得现金净额	764	4,828	5,804	6,260	7,403
购置固定资产	(370)	(689)	(2,311)	(2,493)	(2,950)
联营公司	-	(13,746)	(7,000)	(6,000)	(6,000)
其他	(542)	1,595	(901)	(1,003)	(1,943)
投资活动所得现金净额	(911)	(12,840)	(10,212)	(9,495)	(10,892)
股份发行	1,289	(173)	-	-	-
净银行借贷	3,485	13,436	13,227	7,922	6,927
股息	(740)	(506)	(983)	(1,711)	(1,929)
其他	(919)	29	123	254	341
融资活动所得现金净额	3,115	12,786	12,367	6,465	5,339
现金增加净额	2,967	4,775	7,960	3,229	1,850
年初现金及现金等价物	8,635	8,635	13,560	21,493	24,694
汇兑	92	150	-	-	-
年末现金及现金等价物	11,694	13,560	21,520	24,722	26,544

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业开发	104.6	102.8	102.3	102.4	102.3
投资物业租金	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4
建筑收入	0.8	1.0	0.7	0.6	0.6
减：营业税及其他税金	(5.9)	(4.2)	(3.3)	(3.3)	(3.3)
总额	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	30.4	31.9	38.2	37.9	37.0
税前利率	28.6	38.6	38.7	32.2	31.4
净利润率	18.2	21.8	19.0	16.2	16.0
核心净利润率	13.5	15.1	14.5	16.2	16.0
有效税率	35.6	34.5	38.5	38.7	39.1

增长 (%)

收入	16.6	40.9	36.8	32.4	21.5
毛利	16.4	48.1	63.6	31.5	18.7
净利润率	11.0	69.2	73.1	30.3	18.1
净利润	12.8	69.4	19.1	12.7	20.4
核心净利润	12.2	57.4	31.1	48.0	20.4

资产负债比率

流动比率 (x)	2.2	1.9	1.8	1.8	1.8
平均应收账款周转天数	251.1	52.3	73.0	81.1	81.1
平均应付账款周转天数	214.5	205.5	199.5	197.3	194.1
平均存货周转天数	1,068.0	1,119.8	1,141.7	1,169.1	1,127.5
净负债 / 总权益比率 (%)	56.4	71.4	70.8	73.0	75.2

回报率 (%)

资本回报率	21.4	27.2	24.1	22.5	23.6
资产回报率	5.3	7.3	6.7	6.0	6.1

每股数据

每股盈利(人民币)	0.48	0.82	0.96	1.09	1.31
每股股息(人民币)	0.12	0.22	0.39	0.43	0.52
每股账面值(人民币)	2.44	3.53	4.50	5.15	5.94

来源：公司资料，招银国际则预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至 (d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。