

### 龙湖地产 (960 HK, HK\$10.68, 目标价: HK\$14.84, 买入) — 反向路演回馈

❖ **管理层视前景审慎。**我们在上星期参加龙湖地产的反向路演及与管理层会面。在 10 月第一个星期，国内不同城市宣布不同的针对房地产市场调控措施，管理层相信是次调控会较 2011 年的温和，但房价在 2017 年会有下行的风险。年初至今，公司共购入 470 万平方米的土地储备，并希望未来会新进入合肥、福州、深圳、郑州及南宁市场。

❖ **2016 年销售目标上调至 800 亿元(人民币·下同)。**2016 年 1-9 月合同销售金额及面积分别增加 83.4%至 651 亿元及 47.7%至 430 万平方米，在完成原本的销售目标后，公司将 2016 年的销售目标由原本的 620 亿元增加至 800 亿元，并预期 2017 年将增长 10%。此外，我们参观了 2 个在重庆的售楼中心，分别为两江新宸及新江与城，我们发现重庆当地居民对优质物业的需求仍然强劲及年初至今重庆的房价已上升了 10-15%。

❖ **管理优良的购物中心。**我们参观了 3 个龙湖的购物中心，分别为北京的时代天街、北京的长楹天街及重庆的时代天街，3 个商场皆是新营业不久，但出租率皆达 95%。北京的时代天街(14.4 万平方米建筑面积)及重庆的时代天街三期(13 万平方米建筑面积)都在 2016 年 7 月开业；北京的长楹天街及重庆的时代天街 2016 年上半年的租金收入分别同比增加 24.4%至 1.13 亿元及 18.5%至 1.77 亿元。此外，上海的虹桥天街(17 万平方米建筑面积)料在 2016 年底开业，及另外 14 家购物中心在 2017 年后陆续开业，可带动未来租金增长。

❖ **审慎的财政政策。**在未来不稳定的环境下，我们比较喜欢低负债率的房地产公司。龙湖的净负债比率在 2016 年中增至 62.7%，但我们预料公司的净负债比率在 2016 年末可回落至 57.1%。虽然中国对国内公司债有更严格的控制，不过龙湖享有较高的信贷评级，其融资渠道不会受到影响。

❖ **双位数的盈利增长。**2016 年 1-9 月的平均销售均价上升 24.2%至每平方米 15,140 元。得益于均价上升及边际利润的改善，我们预期公司未来盈利增长达双位数字。我们维持预测及目标价不变，目标价为 14.84 港元，相等于较资产净值折让 40%。**重申买入评级。**

#### 龙湖地产(960 HK)

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 评级               | 买入          |
| 收市价              | HK\$10.68   |
| 目标价              | HK\$14.84   |
| 市值(港币百万)         | 62,380      |
| 过去 3 月平均交易(港币百万) | 124         |
| 52 周高/低(港币)      | 13.12/8.98  |
| 发行股数(百万)         | 5,837       |
| 主要股东             | 吴亚军 (44.1%) |

来源: 彭博

#### 股价表现

|     | 绝对     | 相对     |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -15.1% | -13.7% |
| 3 月 | -2.7%  | -8.6%  |
| 6 月 | -3.8%  | -11.6% |

来源: 彭博

#### 过去一年股价



来源: 彭博

#### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY14A  | FY15A  | FY16E  | FY17E  | FY18E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额(百万人民币)     | 50,991 | 47,423 | 60,044 | 67,980 | 74,850 |
| 净利润(百万人民币)     | 8,354  | 8,988  | 8,832  | 10,483 | 12,332 |
| 每股收益(人民币)      | 1.531  | 1.544  | 1.514  | 1.797  | 2.114  |
| 每股收益变动(%)      | 3.5    | 0.9    | (1.9)  | 18.7   | 17.6   |
| 市盈率(x)         | 5.9    | 5.8    | 8.2    | 7.6    | 6.5    |
| 市帐率(x)         | 1.1    | 0.9    | 0.8    | 0.8    | 0.8    |
| 股息率(%)         | 3.2    | 4.0    | 5.0    | 5.8    | 6.9    |
| 权益收益率(%)       | 17.5   | 16.3   | 14.3   | 15.0   | 15.6   |
| 净财务杠杆率(%)      | 57.1   | 54.6   | 57.1   | 45.1   | 37.2   |

来源: 公司及招銀国际研究部

## 利润表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY14A         | FY15A         | FY16E         | FY17E         | FY18E         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入</b>          | <b>50,991</b> | <b>47,423</b> | <b>60,044</b> | <b>67,980</b> | <b>74,850</b> |
| 物业发展               | 49,289        | 44,993        | 57,015        | 64,081        | 70,426        |
| 物业投资               | 876           | 1,415         | 1,831         | 2,486         | 2,756         |
| 物业管理               | 826           | 1,015         | 1,198         | 1,413         | 1,668         |
| 销售成本               | (37,475)      | (34,408)      | (42,613)      | (47,710)      | (50,999)      |
| <b>毛利</b>          | <b>13,516</b> | <b>13,015</b> | <b>17,431</b> | <b>20,270</b> | <b>23,850</b> |
| 销售费用               | (1,065)       | (1,018)       | (1,171)       | (1,360)       | (1,497)       |
| 行政费用               | (1,298)       | (1,435)       | (1,561)       | (1,835)       | (2,096)       |
| 其他收益               | (334)         | 297           | 123           | 125           | 134           |
| <b>息税前收益</b>       | <b>10,819</b> | <b>10,859</b> | <b>14,822</b> | <b>17,200</b> | <b>20,392</b> |
| 融资成本               | (23)          | (43)          | (82)          | (83)          | (79)          |
| 联营公司               | 276           | 248           | 394           | 533           | 543           |
| 特殊收入               | 2,554         | 2,874         | -             | -             | -             |
| <b>税前利润</b>        | <b>13,627</b> | <b>13,938</b> | <b>15,134</b> | <b>17,651</b> | <b>20,856</b> |
| 所得税                | (4,876)       | (4,574)       | (5,932)       | (6,800)       | (8,044)       |
| 非控制股东权益            | (397)         | (376)         | (369)         | (368)         | (480)         |
| <b>净利润</b>         | <b>8,354</b>  | <b>8,988</b>  | <b>8,832</b>  | <b>10,483</b> | <b>12,332</b> |
| <b>核心净利润</b>       | <b>6,610</b>  | <b>6,950</b>  | <b>8,832</b>  | <b>10,483</b> | <b>12,332</b> |

来源: 公司及招银国际研究部

## 资产负债表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY14A          | FY15A          | FY16E          | FY17E          | FY18E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>非流动资产</b>       | <b>58,219</b>  | <b>63,911</b>  | <b>65,369</b>  | <b>71,529</b>  | <b>78,639</b>  |
| 物业、厂房及设备           | 20,089         | 16,832         | 17,210         | 20,220         | 21,230         |
| 联营公司               | 3,304          | 1,238          | 1,800          | 2,400          | 3,000          |
| 投资物业               | 33,362         | 43,385         | 45,000         | 47,500         | 53,000         |
| 无形资产               | -              | -              | -              | -              | -              |
| 其他                 | 1,465          | 2,456          | 1,359          | 1,409          | 1,409          |
| <b>流动资产</b>        | <b>109,937</b> | <b>120,177</b> | <b>131,905</b> | <b>140,602</b> | <b>152,791</b> |
| 现金及现金等价物           | 19,037         | 18,160         | 18,105         | 18,702         | 20,291         |
| 应收贸易款项             | 5,668          | 9,920          | 7,800          | 8,400          | 9,000          |
| 存货                 | 2,873          | 6,770          | 5,000          | 5,000          | 5,000          |
| 关连款项               | 79,122         | 82,036         | 97,500         | 105,000        | 115,000        |
| 其他                 | 3,238          | 3,291          | 3,500          | 3,500          | 3,500          |
| <b>流动负债</b>        | <b>74,362</b>  | <b>71,047</b>  | <b>72,900</b>  | <b>83,300</b>  | <b>93,800</b>  |
| 借债                 | 54,490         | 52,942         | 53,500         | 63,000         | 73,000         |
| 应付贸易账款             | 9,577          | 10,305         | 10,000         | 10,800         | 11,200         |
| 应付税项               | 7,973          | 6,178          | 8,000          | 8,000          | 8,000          |
| 关连款项               | 2,323          | 1,622          | 1,400          | 1,500          | 1,600          |
| 其他                 | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>非流动负债</b>       | <b>43,522</b>  | <b>50,574</b>  | <b>54,502</b>  | <b>50,602</b>  | <b>49,602</b>  |
| 借债                 | 39,769         | 46,088         | 50,000         | 46,000         | 45,000         |
| 递延税项               | 3,751          | 4,487          | 4,500          | 4,600          | 4,600          |
| 其他                 | 2              | -              | 2              | 2              | 2              |
| <b>少数股东权益</b>      | <b>2,508</b>   | <b>7,343</b>   | <b>8,000</b>   | <b>8,500</b>   | <b>9,000</b>   |
| <b>净资产总值</b>       | <b>47,764</b>  | <b>55,125</b>  | <b>61,872</b>  | <b>69,729</b>  | <b>79,028</b>  |
| <b>股东权益</b>        | <b>47,764</b>  | <b>55,125</b>  | <b>61,872</b>  | <b>69,729</b>  | <b>79,028</b>  |

来源: 公司及招银国际研究部

## 现金流量表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY14A           | FY15E          | FY16E          | FY17E          | FY18E          |
|--------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 息税前收益              | 10,819          | 10,859         | 14,822         | 17,200         | 20,392         |
| 折旧和摊销              | 55              | 33             | 109            | 113            | 119            |
| 营运资金变动             | 11,087          | (6,712)        | (19,464)       | (6,600)        | (10,600)       |
| 税务开支               | (3,838)         | (3,111)        | (6,224)        | (5,900)        | (7,644)        |
| 其他                 | 451             | 3,249          | 9,406          | 5,700          | 9,653          |
| <b>经营活动所得现金净额</b>  | <b>18,574</b>   | <b>4,319</b>   | <b>(1,351)</b> | <b>10,513</b>  | <b>11,920</b>  |
| 购置固定资产             | (21,834)        | (10,075)       | (1,726)        | (2,623)        | (5,629)        |
| 联营公司               | (1,164)         | 2,066          | (562)          | (600)          | (600)          |
| 其他                 | 181             | -              | -              | -              | -              |
| <b>投资活动所得现金净额</b>  | <b>(22,817)</b> | <b>(8,009)</b> | <b>(2,287)</b> | <b>(3,223)</b> | <b>(6,229)</b> |
| 股份发行               | (6)             | 1              | -              | -              | -              |
| 净银行借贷              | 9,633           | 4,524          | 5,734          | (4,000)        | (1,000)        |
| 股息                 | (1,341)         | (1,650)        | (2,083)        | (2,625)        | (3,034)        |
| 其他                 | 352             | -              | -              | -              | -              |
| <b>融资活动所得现金净额</b>  | <b>8,638</b>    | <b>2,875</b>   | <b>3,651</b>   | <b>(6,625)</b> | <b>(4,034)</b> |
| <b>现金增加净额</b>      | <b>4,395</b>    | <b>(815)</b>   | <b>13</b>      | <b>665</b>     | <b>1,657</b>   |
| 年初现金及现金等价物         | 14,399          | 18,794         | 17,920         | 17,865         | 18,462         |
| 汇兑                 | -               | (60)           | (68)           | (68)           | (68)           |
| <b>年末现金及现金等价物</b>  | <b>18,794</b>   | <b>17,920</b>  | <b>17,865</b>  | <b>18,462</b>  | <b>20,051</b>  |
| 受限制现金              | 242             | 240            | 240            | 240            | 240            |
| <b>资产负债表的现金</b>    | <b>19,037</b>   | <b>18,160</b>  | <b>18,105</b>  | <b>18,702</b>  | <b>20,291</b>  |

来源: 公司及招银国际研究部

## 主要比率

| 年结: 12月31日        | FY14A        | FY15A        | FY16E        | FY17E        | FY18E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>销售组合 (%)</b>   |              |              |              |              |              |
| 物业发展              | 96.7         | 94.9         | 95.0         | 94.3         | 94.1         |
| 物业投资              | 1.7          | 3.0          | 3.0          | 3.7          | 3.7          |
| 物业管理              | 1.6          | 2.1          | 2.0          | 2.1          | 2.2          |
| <b>总额</b>         | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |
| <b>增长 (%)</b>     |              |              |              |              |              |
| 收入                | 22.8         | (7.0)        | 26.6         | 13.2         | 10.1         |
| 毛利率               | 17.1         | (3.7)        | 33.9         | 16.3         | 17.7         |
| 息税前收益             | 4.6          | 0.4          | 36.5         | 16.0         | 18.6         |
| 淨利潤               | 3.9          | 7.6          | (1.7)        | 18.7         | 17.6         |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |              |              |              |              |              |
| 毛利率               | 26.5         | 27.4         | 29.0         | 29.8         | 31.9         |
| 稅前利率              | 26.7         | 29.4         | 25.2         | 26.0         | 27.9         |
| 淨利潤率              | 16.4         | 19.0         | 14.7         | 15.4         | 16.5         |
| 核心淨利潤率            | 13.0         | 14.7         | 14.7         | 15.4         | 16.5         |
| 有效稅率              | 35.8         | 32.8         | 39.2         | 38.5         | 38.6         |
| <b>資產負債比率</b>     |              |              |              |              |              |
| 流動比率 (x)          | 1.5          | 1.7          | 1.8          | 1.7          | 1.6          |
| 平均應收賬款周轉天數        | 20.3         | 38.2         | 23.7         | 22.6         | 21.9         |
| 平均應付帳款周轉天數        | 526.7        | 569.8        | 455.9        | 445.6        | 486.7        |
| 平均存貨周轉天數          | 760.8        | 854.8        | 768.9        | 774.6        | 787.3        |
| 淨負債/ 總權益比率 (%)    | 57.1         | 54.6         | 57.1         | 45.1         | 37.2         |
| <b>回報率 (%)</b>    |              |              |              |              |              |
| 資本回報率             | 19.7         | 17.5         | 15.1         | 15.9         | 16.6         |
| 資產回報率             | 5.3          | 5.1          | 4.6          | 5.1          | 5.6          |
| <b>每股數據</b>       |              |              |              |              |              |
| 每股盈利 (人民幣)        | 1.531        | 1.544        | 1.514        | 1.797        | 2.114        |
| 每股股息 (人民幣)        | 0.284        | 0.357        | 0.450        | 0.520        | 0.620        |
| 每股賬面值 (人民幣)       | 8.22         | 9.46         | 10.61        | 11.95        | 13.55        |

来源: 公司及招银国际研究部

## 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风险。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，请与我们联系。

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 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士。