

## 龍湖地產(960 HK, HK\$13.4, 目標價HK\$18.2, 買入) - 邊際利潤在 2013 年見底回升

- ❖ **悠長歷史及受顧客與投資者讚賞。**龍湖地產在房地產市場有 19 年的良好記錄。其項目遍布中國 20 個城市。在 2013 年首 5 個月，龍湖地產收購了 310 萬平方米土地儲備。目前的總土地儲備達至 4,259 萬平方米，平均地價為每平方米 2,063 元(人民幣·下同)。與此同時，龍湖地產投資物業組合可出租總建築面積的為 55 萬平方米，出租率達 98.8%。而且，2015 年的投資物業預計會增至 120 萬平方米。公司最近已發行了 10 年的 6.75% 美元債券，債券息率是一個中國開發商最低之一。
- ❖ **健康的資產負債表和低廉的資金成本。**公司於 2012 年 9 月進行了 25 億元的配股，強大了資產負債表。此外，發行公司債券增強了龍湖用作收購土地的現金水平。2012 年底的平均債務成本是 6.72%。因為 2013 年的現金流預測為 42 億元流出，我們預計在 2013 年淨負債比率將上升至 55.5%。
- ❖ **我們預計淨利潤將以 21% 的複合年增長率上升。**我們預計 2013-15 年的營業額分別為 373 億元、441 億元及 567 億元。因為在減價後，利潤率料受壓力，但我們預計邊際利潤將在 2013 年見底。我們估計 2013-15 年的淨利潤分別為 56 億元、70 億元和 96 億元。
- ❖ **股東結構可能限制股價短期表現。**龍湖地產的股價年初至今表現落後於同行，我們認為主要的原因是市場可能擔心主席吳亞軍前夫蔡奎出售股份。根據一些借貸融資協議，他們必須共同擁有不低於 51% 龍湖的股權，否則銀行可以要求終止借貸及要求還款。但兩人有口頭協議，如果蔡奎計劃出售股份，吳亞軍有優先選擇購買權。在吳亞軍仍可保持大股東的情況下，龍湖地產是沒有債務償還的風險。
- ❖ **值得重新評級。**我們首發龍湖地產的研究報告，評級為買入。我們估計龍湖地產在 2013 年底的資產淨值為每股 26.01 港元。目前估值較資產淨值折讓 48.1%。由於資產負債表穩健、優質的土地儲備及有信譽的管理，我們認為龍湖地產估值並不昂貴。若在 2013 年下半年銷售回暖和股東結構前景轉趨明確，龍湖地產在未來可獲重新評級。我們的目標價為 18.2 港元，較資產淨值折讓 30%。上升潛力為 38.4%。

### 龍湖地產(960 HK)

評級	買入
收市價	13.4 港元
目標價	18.2 港元
市值(港幣百萬)	72,780
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	117
52 周高/低(港幣)	16.1/10.66
發行股數(百萬股)	5,431
主要股東	吳亞軍 (43.2%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	4.8%	4.5%
3 月	-0.3%	0.6%
6 月	-4.0%	-7.0%

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(人民幣百萬元)	24,093	27,893	37,310	44,124	56,836
淨利潤(人民幣百萬元)	6,328	6,301	5,558	6,952	9,566
每股收益(人民幣)	1.227	1.203	1.023	1.280	1.761
每股收益變動(%)	53	(2)	(15)	25	38
市盈率(x)	8.6	8.8	10.3	8.3	6.0
市帳率(x)	2.5	1.9	1.6	1.3	1.0
股息率(%)	1.7	1.9	1.9	2.4	2.8
權益收益率(%)	28.8	21.1	15.2	15.6	17.2
淨財務槓杆率(%)	43.0	47.6	55.5	53.4	42.9

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
<b>收入</b>	<b>24,093</b>	<b>27,893</b>	<b>37,310</b>	<b>44,124</b>	<b>56,836</b>
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)
<b>毛利</b>	<b>9,769</b>	<b>11,183</b>	<b>11,406</b>	<b>15,102</b>	<b>21,211</b>
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	177	159	161
<b>息稅前收益</b>	<b>8,693</b>	<b>9,793</b>	<b>9,867</b>	<b>13,319</b>	<b>18,814</b>
融資成本	(202)	(48)	(71)	(78)	(84)
聯營公司	324	248	66	146	191
特殊收入	2,631	1,309	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>11,445</b>	<b>11,302</b>	<b>9,863</b>	<b>13,387</b>	<b>18,921</b>
所得稅	(4,524)	(4,436)	(3,873)	(5,934)	(8,783)
非控制股東權益	(593)	(564)	(431)	(501)	(572)
<b>淨利潤</b>	<b>6,328</b>	<b>6,302</b>	<b>5,558</b>	<b>6,952</b>	<b>9,566</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>4,503</b>	<b>5,402</b>	<b>5,558</b>	<b>6,952</b>	<b>9,566</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>28,484</b>	<b>37,606</b>	<b>41,309</b>	<b>48,524</b>	<b>54,859</b>
物業、廠房及設備	25,933	34,516	38,200	45,215	51,250
聯營公司	1,873	2,068	2,200	2,400	2,700
投資物業	-	-	-	-	-
無形資產	-	-	-	-	-
其他	678	1,021	909	909	909
<b>流動資產</b>	<b>68,776</b>	<b>87,821</b>	<b>94,748</b>	<b>108,121</b>	<b>123,310</b>
現金及現金等價物	14,527	18,611	14,148	14,021	14,710
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	73,000	86,000	100,000
其他	1,081	2,222	2,400	2,500	2,600
<b>流動負債</b>	<b>50,582</b>	<b>62,575</b>	<b>69,152</b>	<b>79,452</b>	<b>90,052</b>
借債	41,411	48,515	53,500	62,000	71,500
應付貿易賬款	4,788	7,899	8,200	8,600	9,000
應付稅項	3,580	5,109	6,400	7,800	8,500
關連款項	803	1,052	1,052	1,052	1,052
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>22,583</b>	<b>30,274</b>	<b>28,990</b>	<b>31,040</b>	<b>31,040</b>
借債	20,386	27,728	28,000	30,000	30,000
遞延稅項	2,197	2,432	800	850	850
其他	-	114	190	190	190
<b>少數股東權益</b>	<b>2,154</b>	<b>2,668</b>	<b>1,400</b>	<b>1,600</b>	<b>1,600</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>21,941</b>	<b>29,909</b>	<b>36,515</b>	<b>44,553</b>	<b>55,477</b>
<b>股東權益</b>	<b>21,941</b>	<b>29,909</b>	<b>36,515</b>	<b>44,553</b>	<b>55,477</b>

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	9,867	13,320	18,814
折舊和攤銷	27	33	46	51	59
營運資金變動	3,631	4,144	(10,410)	(11,900)	(12,900)
稅務開支	(2,500)	(2,574)	(5,205)	(5,484)	(8,383)
其他	629	235	2,632	5,439	6,751
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>10,479</b>	<b>11,631</b>	<b>(3,070)</b>	<b>1,425</b>	<b>4,341</b>
購置固定資產	(11,009)	(16,122)	(1,677)	(3,566)	(2,594)
聯營公司	-	52	(132)	(200)	(300)
其他	235	320	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(10,774)</b>	<b>(15,750)</b>	<b>(1,808)</b>	<b>(3,766)</b>	<b>(2,894)</b>
股份發行	0	2,554	-	-	-
淨銀行借貸	6,822	6,818	1,563	3,400	700
股息	(706)	(953)	(1,048)	(1,086)	(1,358)
其他	(1,487)	-	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>4,629</b>	<b>8,418</b>	<b>516</b>	<b>2,314</b>	<b>(658)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>4,334</b>	<b>4,299</b>	<b>(4,363)</b>	<b>(27)</b>	<b>789</b>
年初現金及現金等價物	9,863	14,121	18,384	13,921	13,794
匯兌	(76)	(36)	(100)	(100)	(100)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>14,121</b>	<b>18,384</b>	<b>13,921</b>	<b>13,794</b>	<b>14,483</b>
受限制現金	406	227	227	227	227
<b>資產負債表的現金</b>	<b>14,527</b>	<b>18,611</b>	<b>14,148</b>	<b>14,021</b>	<b>14,710</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
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
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	40.5	40.1	30.6	34.2	37.3
稅前利率	47.5	40.5	26.4	30.3	33.3
淨利潤率	26.3	22.6	14.9	15.8	16.8
核心淨利潤率	18.7	19.4	14.9	15.8	16.8
有效稅率	39.5	39.3	39.3	44.3	46.4
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
平均應收賬款周轉天數	25.3	26.8	25.4	23.2	19.3
平均應付賬款周轉天數	928.6	982.1	718.7	726.3	683.9
平均存貨周轉天數	1,080.7	1,230.6	957.2	999.9	952.8
總負債/ 權益比率 (%)	109.2	109.8	94.2	84.8	69.4
淨負債/ 權益比率 (%)	43.0	47.6	55.5	53.4	42.9
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	33.4	24.3	16.7	17.2	19.1
資產回報率	7.5	5.7	4.3	4.8	5.7
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (人民幣)	1.227	1.203	1.023	1.280	1.761
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	6.72	8.20	10.21

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) 他們的新酬在過往、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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。