

龙光地产 (3380 HK)

与深圳成长,随湾区飞翔

- ❖ **收获的一年。**2017年,龙光地产实现合约销售434亿元人民币,增长51.2%,销售面积243万平方米,平均售价约17,890元人民币/平。龙光以深圳为基地的开发商,在深圳拥有大量销售资源。我们上周调研了公司多个深圳项目,这些项目均临近地铁,尽管过去一段时间面临调控政策,但2017年的销售情况仍然良好。此外,由于这些项目获取时间早,地价低,在过去两年深圳房价上涨后,项目利润率非常可观。2017年上半年,由于多个深圳项目交付,当期毛利率由16年同期的30.3%升至期内的39.5%。尽管目前深圳市政府采取了严厉的限购限价措施,但我们认为由于地价低廉,深圳项目在限价的情况下仍然能保持高于同业平均的利润率,并且长期看,市场对于临近地铁的物业,尤其在一线城市,需求仍然强劲。
- ❖ **收并购及城市更新已经成为龙光另一个增长引擎。**截止到17年末,公司总货值达5,194亿元人民币。其中,通过公开市场获得项目约2,171亿,占42%;并购及城市更新项目约3,042亿,占58%。收并购及城市更新已经成为龙光获取项目的另一个主要途径,尤其在土地稀缺的深圳。去年11月,龙光以69.8亿元人民币收购深圳南山区康佳项目70%股权。在城市更新方面,我们此次调研也参观了公司位于蛇口的更新项目。该项目位置优越,临近前海区域,在更新改造之前是一座旧工厂。我们在之前的报告中提到过,在城市更新项目的竞争中,大型开发商不一定是最后的赢家,而那些取得当地政府以及原物业业主信任的开发商往往能够获得项目。龙光地产以深圳为基地,在过去几年积累了丰富的当地资源以及充足的资本。我们相信龙光地产在城市更新项目的争取上较其他开发商拥有更大的灵活性和积极性,康佳和蛇口项目就是最好的案例。
- ❖ **聚焦粤港澳大湾区。**自2017年初写入政府工作报告后,粤港澳大湾区城市群发展规划就从多年筹备阶段正式进入国家战略层面。目标是将粤港澳大湾区发展成国际一流航运中心、贸易中心、金融中心、全球科技创新中心和全球先进制造业基地。龙光地产战略目标清晰,主要在优势区域,即粤港澳大湾区内投资开发。公司在大湾区的货值占总货值的81%,其中深圳、惠州、东莞、香港的货值则占总货值的54.4%。
- ❖ **盈利增长进入快车道。**2018年公司可售货值超过1,300亿元人民币,其中65%位于大湾区。公司也将2018年销售目标设在660亿元人民币(权益销售),增长超过50%。目前龙光地产拥有大量位于大湾区的资源,公司也有信心实现2016-2020合约销售年复合增长超过50%,同时在2017-2019年毛利率维持35%-36%,核心利润率达16-17%。管理层对公司未来充满信心,公司在去年11.24至12.7期间累计回购了约190万股,而公司主席在今年初(1.8-1.17)也累计增持了160万股。
- ❖ **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2017-19年的净利润预测6.8%、12.4%及23.8%至57.1亿、67.8亿和90.0亿元人民币。我们推出2018年底的净资产预测为每股17.56港元。我们将净资产折让率由40%降至30%,以反映较高价值的湾区项目以及收并购和城市更新带来的盈利增长。目标价由8.44港元调升至12.30港元,维持**买入**评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	14,574	20,539	28,062	40,454	59,549
净利润(百万人民币)	2,649	4,488	5,709	6,776	8,985
EPS(人民币)	0.48	0.82	1.03	1.22	1.62
EPS变动(%)	1.5	71.3	25.9	18.7	32.6
市盈率(x)	19.4	11.3	9.0	7.6	5.7
市帐率(x)	3.8	2.6	2.2	1.9	1.6
股息率(%)	1.3	2.4	3.9	5.3	7.0
权益收益率(%)	21.4	27.2	26.8	26.9	30.1
净财务杠杆率(%)	56.4	71.4	71.3	68.4	72.9

资料来源:公司及招銀国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$12.30
(过去目标价)	HK\$8.44)
潜在升幅	+11.8%
当前股价	HK\$11.00

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)	60,359
3月平均流通量(百万港元)	80.46
5周内股价高/低(港元)	11.48/2.91
总股本(百万)	5,4965

资料来源:彭博

股东结构

纪海鹏	77.84%
自有流通	22.16%

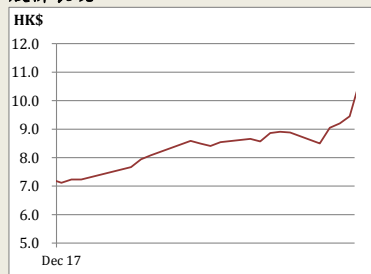
资料来源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	54.1%	40.7%
3-月	38.4%	20.3%
6-月	66.3%	37.8%

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	28,062	40,454	59,549
物业开发	15,247	21,105	28,011	40,498	59,755
投资物业租金	72	84	111	131	150
建筑收入	121	212	223	234	246
减：营业税及其他税金	(866)	(862)	(283)	(409)	(602)
销售成本	(10,144)	(13,979)	(18,242)	(26,647)	(39,326)
毛利	4,430	6,560	9,820	13,806	20,223
其他收入	135	424	355	264	292
销售费用	(573)	(714)	(982)	(1,214)	(1,786)
行政费用	(588)	(557)	(702)	(809)	(1,786)
其他收益	(144)	(196)	(4)	-	-
息税前收益	3,260	5,516	8,487	12,047	16,942
净融资成本	(36)	(372)	(559)	(655)	(749)
联营公司	-	26	180	200	250
特殊收入	950	2,764	1,646	-	-
税前利润	4,174	7,933	9,753	11,592	16,443
所得税	(1,486)	(2,734)	(3,156)	(3,880)	(6,276)
非控制股东权益	(39)	(712)	(792)	(771)	(1,017)
永续债利息	-	-	(97)	(165)	(165)
净利润	2,649	4,488	5,709	6,776	8,985
核心净利润	1,974	3,107	4,475	6,776	8,985

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	35,544	39,321	42,814
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	17,167
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	702	1,011	1,489
流动资产	49,760	58,521	81,950	113,566	142,567
现金及现金等价物	8,635	13,560	21,499	26,605	27,207
贸易及其他应收账款	2,212	1,010	1,611	1,311	1,461
存货	10,026	2,943	5,612	8,990	13,233
应收账款	28,198	40,197	52,120	75,063	98,315
其他	-	-	-	-	-
流动负债	22,621	31,055	45,882	70,364	91,751
银行借款	4,045	5,118	9,965	11,854	14,237
贸易及其他应付账款	5,961	7,870	10,134	14,804	21,848
即期税项	1,321	2,017	2,219	2,441	2,563
预收款项	11,008	16,049	23,564	41,265	53,103
其他	287	-	-	-	-
非流动负债	16,689	29,695	38,522	44,229	49,072
带息借款	15,706	28,068	36,732	42,260	46,906
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	23,137	27,203	32,594
权益股东应占总权益	13,549	19,427	23,138	27,203	32,594

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	8,667	12,247	17,192
折旧和摊销	19	23	52	55	57
营运资金变动	8,761	(3,007)	(5,509)	(3,917)	(9,395)
税务开支	(1,242)	(1,875)	(3,156)	(3,880)	(6,276)
其他	(10,034)	4,171	1,799	(609)	1,300
经营活动所得现金净额	764	4,828	1,852	3,897	2,877
购置固定资产	(370)	(689)	(1,045)	(846)	(417)
联营公司	-	(13,746)	(4,362)	1,598	(2,174)
其他	(542)	1,595	17	(6,563)	(2,100)
投资活动所得现金净额	(911)	(12,840)	(5,390)	(5,811)	(4,691)
股份发行	1,289	(173)	(16)	-	-
净银行借贷	3,485	13,436	13,436	13,510	7,417
股息	(740)	(506)	(1,998)	(2,710)	(3,594)
其他	(919)	29	55	(3,780)	(1,407)
融资活动所得现金净额	3,115	12,786	11,477	7,020	2,416
现金增加净额	2,967	4,775	7,939	5,106	602
年初现金及现金等价物	5,576	8,635	13,560	21,499	26,605
汇兑	92	150	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,635	13,560	21,499	26,605	27,207

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	99.8	100.1	100.3
投资物业租金	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
建筑收入	0.8	1.0	0.8	0.6	0.4
减：营业税及其他税金	(5.9)	(4.2)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
总额	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	30.4	31.9	35.0	34.1	34.0
税前利率	28.6	38.6	34.8	28.7	27.6
净利润率	18.2	21.8	20.3	16.7	15.1
核心净利润率	13.5	15.1	15.9	16.7	15.1
有效税率	35.6	34.5	32.4	33.5	38.2

增长 (%)

收入	16.6	40.9	36.6	44.2	47.2
毛利	16.4	48.1	49.7	40.6	46.5
净利润率	11.0	69.2	53.9	42.0	40.6
净利润	12.8	69.4	27.2	18.7	32.6
核心净利润	12.2	57.4	44.0	51.4	32.6

资产负债比率

流动比率 (x)	2.2	1.9	1.8	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	251.1	52.3	73.0	81.1	81.1
平均应付帐款周转天数	214.5	205.5	202.8	202.8	202.8
平均存货周转天数	1,068.0	1,119.8	1,223.5	1,483.0	1,560.7
净负债 / 总权益比率 (%)	56.4	71.4	71.3	68.4	72.9

回报率 (%)

资本回报率	21.4	27.2	26.8	26.9	30.1
资产回报率	5.3	7.3	6.5	5.7	6.0

每股数据

每股盈利(人民币)	0.48	0.82	1.03	1.22	1.62
每股股息(人民币)	0.12	0.22	0.36	0.49	0.65
每股账面值(人民币)	2.44	3.53	4.17	4.90	5.87

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: 45/F, 冠君大厦, 花园道3号, 香港

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商投资者

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。