

龍光地產 (3380 HK)

舊改業務可期

❖ **2019年目標850億權益銷售。**龍光2018年合同銷售額上升65%至718億元(人民幣,下同),期內銷售面積440萬平方米,銷售均價16,008/平,應佔銷售額701億元。深圳地區及其他大灣區城市在2018年分別貢獻了34.4%和26.0%合同銷售額。龍光2019年目標為850億權益銷售,較2018年應佔銷售額高21.3%。在2019年首兩個月,公司錄得合同銷售額92億元,同比增長11%。

❖ **2018年核心利潤符合預期。**2018年公司收入為441億元,同比增長59%;毛利率從2017年的34.4%略微下滑至2018年的33.7%;應佔淨利潤83億元,同比增長27%;核心應佔淨利潤70億元,同比增長52%,較我們的預測高出2%。截至2018年末,公司總有息借款589億元,淨資產負債比率63.2%,低於2017年末的67.9%。平均融資成本略微上升至7.1%(2017年末:5.8%)。管理層表示,未入帳合同銷售額為550億元,其中500億元預計在今年內入帳。

❖ **在大灣區擁有豐富土儲。**在2018年,龍光增添747萬平方米土儲,其中498萬平方米位於大灣區。截至2018年末,龍光擁有土儲總面積達3,626萬平方米,可售貨值4,020億元。龍光大灣區土儲達到2,260萬平方米(佔總土儲62%),可售貨值2,889億元(佔總可售貨值71%)。此外,龍光還有1,380萬平方米併購/舊改項目在手,其可售貨值達2,500億元。我們認為,雖然併購/舊改項目具有更大的不確定性和需要更長的開發時間,但它們與龍光聚焦大灣區和高利潤的業務特點一致。我們認為併購/舊改項目對龍光非常重要,使龍光得以在大灣區填補土儲,保持競爭優勢。

❖ **維持持有評級。**我們認為當前股價已反映深圳項目的價值,以及市場對高利潤的預期。由於2019年市場不確定性增加以及銷售目標溫和,我們將2019/2020年盈利預測分別上調0.1%至98億元,和下調2.4%至117億元。我們將2019年底每股淨資產預測從20.26港元上調至21.81港元。基於資產淨值40%折扣,我們的目標價由12.16港元上調至13.10港元。**維持持有評級**

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	27,690	44,137	60,839	74,139	94,283
淨利潤(百萬人民幣)	6,431	8,123	9,803	11,690	14,045
EPS(人民幣)	1.17	1.48	1.79	2.13	2.56
EPS變動(%)	44.4	26.5	20.7	19.2	20.1
市盈率(x)	9.3	7.3	6.1	5.1	4.2
市帳率(x)	2.9	2.2	1.9	1.5	1.3
股息率(%)	1.9	3.1	6.0	8.2	7.8
權益收益率(%)	30.7	30.2	30.8	30.1	29.7
淨資產負債比率(%)	67.9	63.2	61.6	60.3	58.6

資料來源:公司及招銀國際研究預測

持有(維持)

目標價	HK\$13.10
(過去目標價)	HK\$12.16
潛在升幅	+3.6%
當前股價	HK\$12.64

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	69,463
3月平均流通量(百萬港元)	71
52周內股價高/低(港元)	12.95/6.72
總股本(百萬)	5,496.0

資料來源: 彭博

股東結構

紀海鵬	77.41%
自有流通	22.59%

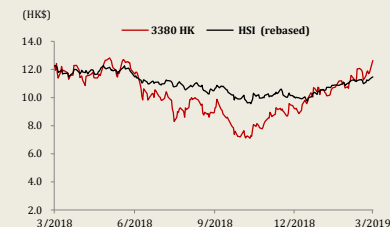
資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	15.4%	11.2%
3-月	33.5%	17.2%
6-月	39.1%	28.2%

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.loganestate.com

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	27,690	44,137	60,839	74,139	94,283
物業開發	26,951	39,063	55,274	67,877	87,247
投資物業租金	88	92	99	107	115
建築收入	966	4,192	4,611	5,072	5,579
一級土地開發	-	1,067	1,334	1,668	2,085
減：營業稅及其他稅金	(316)	(277)	(480)	(584)	(744)
銷售成本	(18,172)	(29,250)	(40,392)	(49,545)	(64,648)
毛利	9,517	14,887	20,447	24,594	29,635
其他收入	604	1,046	409	511	582
銷售費用	(929)	(1,231)	(1,825)	(2,224)	(2,828)
行政費用	(748)	(1,134)	(1,338)	(1,779)	(2,263)
其他費用	(10)	(57)	-	-	-
息稅前收益	8,434	13,511	17,692	21,102	25,125
應占聯營和合營公司收益	205	(184)	89	143	230
淨融資成本	(672)	(1,417)	(1,515)	(1,847)	(2,049)
特殊收入	2,922	2,109	-	-	-
稅前利潤	10,889	14,019	16,267	19,398	23,306
所得稅	(3,881)	(5,023)	(5,726)	(6,828)	(8,204)
本年利潤	7,008	8,996	10,541	12,570	15,102
非控制股東權益	(481)	(708)	(572)	(714)	(892)
	(97)	(165)	(165)	(165)	(165)
歸屬股東淨利潤	6,431	8,123	9,803	11,690	14,045
核心淨利潤	4,628	7,023	9,803	11,690	14,045

來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	83,595	130,640	166,177	191,554	217,117
存貨	38,458	54,781	65,282	76,297	81,567
貿易及其他應收賬款	20,448	37,816	50,699	61,783	78,569
合同資產	-	-	-	-	-
現金及現金等价物	19,878	28,452	33,615	36,893	40,399
其他	4,810	9,591	9,591	9,591	9,591
流動資產	28,276	39,454	39,563	39,716	39,972
物業、厂房及设备	148	176	196	205	232
投資型房地產	15,665	18,338	18,338	18,338	18,338
聯營及合營公司的權益	11,915	19,490	19,579	19,722	19,951
無形資產	-	-	-	-	-
其他	548	1,450	1,450	1,450	1,450
總資產	111,871	170,095	205,740	231,270	257,088
流動負債	57,294	88,539	115,203	128,209	139,701
貿易及其他應付賬款	37,276	47,450	60,326	66,060	71,832
合同負債	-	16,785	29,471	34,152	36,736
短期借款	17,309	19,745	20,847	23,438	26,575
其他	2,709	4,559	4,559	4,559	4,559
非流動負債	27,413	44,810	48,317	53,113	58,120
長期負債	25,278	42,238	45,745	50,541	55,548
其他	2,135	2,572	2,572	2,572	2,572
總負債	84,707	133,349	163,521	181,322	197,822
非控股權益	3,858	7,497	8,069	8,784	9,676
永續債	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363
資產淨額	27,164	36,746	42,219	49,948	59,267
權益股東應占總權益	27,164	36,746	42,219	49,948	59,267

來源：公司資料，招銀國際預測

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	8,434	13,511	17,692	21,102	25,125
折旧和摊销	64	-	38	44	53
营运资金变动	(6,008)	(14,342)	2,179	(11,685)	(13,700)
税务开支	(3,881)	(5,023)	(5,726)	(6,828)	(8,204)
其他	12,906	12,129	(5,692)	6,393	3,952
经营活动所得现金净额	11,516	6,275	8,492	9,026	7,227
购置固定资产	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)	(1,413)
联营公司	(176)	(176)	(176)	(176)	(176)
其他	(10,256)	(5,253)	(9,474)	(13,705)	(4,454)
投资活动所得现金净额	(11,844)	(6,841)	(11,062)	(15,293)	(6,043)
股份发行	(93)	(94)	(93)	(93)	(93)
净银行借贷	9,400	28,796	24,005	7,387	8,144
股息	(1,853)	(3,556)	(4,901)	(4,676)	(5,618)
其他	(437)	(16,005)	(11,277)	6,928	(110)
融资活动所得现金净额	7,017	9,140	7,733	9,546	2,322
现金增加净额	6,689	8,574	5,163	3,278	3,507
年初现金及现金等价物	13,560	19,878	28,452	33,615	36,893
汇兑	(371)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	19,878	28,453	33,615	36,893	40,400

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业开发	97.3	88.5	90.9	91.6	92.5
投资物业租金	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
建筑收入	3.5	9.5	7.6	6.8	5.9
一级土地开发	-	2.4	2.2	2.2	2.2
减：营业税及其他税金	(1.1)	(0.6)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
总额	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.4	33.7	33.6	33.2	31.4
息税前利润率	30.5	30.6	29.1	28.5	26.6
税前利润率	39.3	31.8	26.7	26.2	24.7
净利润率	23.2	18.4	16.1	15.8	14.9
核心净利润率	16.7	15.9	16.1	15.8	14.9
有效税率	35.6	35.8	35.2	35.2	35.2
增长 (%)					
收入	34.8	59.4	37.8	21.9	27.2
毛利	45.1	56.4	37.3	20.3	20.5
净利润率	53.1	60.2	30.9	19.3	19.1
净利润	43.3	26.3	20.7	19.2	20.1
核心净利润	51.4	51.7	39.6	19.2	20.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6
平均存货周转天数	772	684	590	562	461
平均应收账款周转天数	270	313	304	304	304
平均应付账款周转天数	749	592	545	487	406
净负债 / 总权益比率 (%)	67.9	63.2	61.6	60.3	58.6
回报率 (%)					
资本回报率	30.7	30.2	30.8	30.1	29.7
资产回报率	9.7	8.2	7.9	8.4	9.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.17	1.48	1.79	2.13	2.56
每股股息(人民币)	0.21	0.34	0.65	0.89	0.85
每股账面值(人民币)	3.81	4.90	5.79	7.07	8.60

来源：公司资料，招银国际预测

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-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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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，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。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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，且不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信息，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。