

龙湖 (960 HK)

租赁业务势头强劲

- ❖ **中期核心盈利增长 31%**。今年上半年，龙湖收入和净利润分别增长 45.9% 至 271 亿元人民币（下同）和 23.3% 至 54 亿元。收入增长的主要原因是 1) 结转面积增加 55% 至 219 万平方米，及 2) 租金收入增长 62.8%。上半年毛利率维持在 37.1%。由于业务扩张，18 年上半年 SG&A 费用占收入比例增加 2.1 个百分点至 9.8%，拖累息税前利润率下降 2.4 个百分点至 28.7%。不计特殊项目，1H18 核心盈利增加 31.4% 至 37.3 亿元。
- ❖ **1H18 销售疲软**。公司上半年合约销售额及面积分别增长 4.8% 至 971 亿元及 5.7% 至 625 万平方米，完成全年销售目标的 48.6%。公司在 2017 年实现销售大幅增长后，在 1H18 的可售资源相对不足。但公司将在下半年加快推进销售工作，启动 110 个重点项目。这 110 个重点项目总货值达 2,000 亿元，其中约 78% 位于一线和二线城市。这将有助于龙湖实现全年 2,000 亿元的销售目标。
- ❖ **经常性收入是亮点**。受惠于经营良好的购物中心和新的长期租赁公寓，上半年租金收入激增 62.8% 至 18.5 亿元。龙湖 26 家在营运的购物中心的客流量在 18 年上半年达到 1.9 亿，同比增长 41%。截至 2018 年 6 月，约有 258 万平的购物商场开业运营，出租率达 97.0%。此外，未来 30 个月将另外有 18 座购物中心落成，新增加 191 万平的出租面积。此外，公司致力于成为业内领先的租赁公寓运营商。18 年上半年，冠君公寓的租金收入为 1.39 亿元，业务覆盖全国 32 个城市，业内排名前三。
- ❖ **稳健的资产负债表有助规模扩张**。截至 2018 年 6 月，公司净负债比率为 55%。现金及短期债务分别为 421 亿元和 128 亿元。我们相信目前健康的财务状况将会有助公司长期发展。上半年，公司新购 42 块新土地，总建面 898 万，平均地价 4,849 元/平。截至 2018 年 6 月，公司总土储达 6,663 万平，权益土储 4,552 万平。龙湖的业务已经覆盖包括香港在内的 38 个城市。
- ❖ **估值合理**。截至 2018 年 6 月，公司已售未结转金额达 2,057 亿人（或 1283 万平），盈利增长的能见度高。我们分别上调 2018-2019 年盈利预测 26.0% 和 7.5% 至 162 亿元和 161 亿元。此外，我们将 18 年底预测每股资产净值由 29.87 港元上调至 30.97 港元，以期反映土储的增加但人民币贬值的影响。因此，目标价从 18.96 港元上调至 21.68 港元，相当于 30% 的折让。维持持有评级。

❖ 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	54,799	72,075	96,979	113,750	132,583
淨利潤 (百萬人民幣)	9,153	12,599	16,232	16,091	19,643
EPS (人民幣)	1.573	2.170	2.742	2.713	3.312
EPS 變動 (%)	1.9	37.9	26.3	-1.0	22.1
市盈率 (x)	12.2	8.9	7.0	7.1	5.8
市帳率 (x)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1
股息率 (%)	2.4	3.9	4.8	5.2	6.0
權益收益率 (%)	14.8	17.9	20.4	17.6	19.2
淨財務杠杆率 (%)	53.9	47.7	49.8	53.5	51.7

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有(維持)

目标价	HK\$21.68
(过去目标价)	HK\$18.96
潜在升幅	-3.2%
当前股价	HK\$22.40

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	132,840
3 月平均流通量(百万港元)	126
5 周内股价高/低(港元)	26.6/17.7
总股本(百万)	5,930

资料来源: 彭博

股东结构

吴亚军	43.8%
蔡奎	26.3%
吴光正	6.0%
自由流通	56.2%

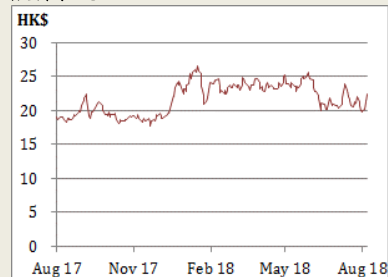
资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.4%	5.2%
3-月	-9.2%	0.3%
6-月	-11.3%	-1.3%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 德勤

公司网站: www.longfor.com

财务摘要

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	54,799	72,075	96,979	113,750	132,583
物业发展	51,441	67,462	90,720	106,400	123,240
物业投资	1,913	2,593	3,734	4,321	5,708
物业管理	1,445	2,019	2,524	3,029	3,635
销售成本	(38,864)	(47,639)	(62,815)	(74,861)	(87,004)
毛利	15,935	24,436	34,164	38,890	45,579
销售费用	(1,428)	(1,797)	(2,231)	(2,616)	(3,049)
行政费用	(2,022)	(3,267)	(3,879)	(4,323)	(4,640)
其他收益	72	848	369	858	805
息税前收益	12,557	20,219	28,423	32,809	38,694
融资成本	(53)	(45)	(84)	(96)	(100)
联营公司	1,434	1,868	522	680	800
特殊收入	2,018	4,511	2,595	-	-
税前利润	15,956	26,554	31,456	33,393	39,394
所得税	(6,021)	(10,075)	(12,975)	(14,432)	(16,501)
非控制股东权益	(782)	(3,880)	(2,250)	(2,870)	(3,250)
净利润	9,153	12,599	16,232	16,091	19,643
核心净利润	7,765	9,770	14,285	16,091	19,643

来源: 公司及招银国际研究预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	86,342	129,096	131,750	145,400	160,710
物业、厂房及设备	29,546	43,914	34,350	40,620	45,300
联营公司	4,323	13,193	14,500	16,500	18,000
投资物业	49,031	68,095	78,500	83,500	92,400
无形资产	-	-	-	-	-
其他	3,442	3,894	4,400	4,780	5,010
流动资产	138,139	233,668	316,888	339,747	364,178
现金及现金等价物	17,355	26,761	35,588	27,667	24,858
应收贸易款项	10,324	14,184	14,800	15,400	16,200
存货	6,103	26,061	32,500	38,200	42,200
关连款项	100,512	163,000	228,000	252,000	274,000
其他	3,845	3,663	6,000	6,480	6,920
流动负债	91,462	177,494	219,600	234,000	258,120
借债	66,726	125,430	167,000	180,000	203,800
应付贸易账款	12,940	15,211	14,800	13,500	12,520
应付税项	5,333	5,589	8,000	7,300	6,800
关连款项	6,464	31,264	29,800	33,200	35,000
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	58,253	79,091	99,800	105,925	108,175
借债	52,539	71,816	92,000	98,000	100,000
递延税项	5,498	6,618	7,300	7,500	7,800
其他	216	658	500	425	375
少数股东权益	13,350	35,612	49,800	54,000	56,500
净资产总值	61,415	70,567	79,438	91,222	102,093
股东权益	61,765	70,567	79,438	91,222	102,093

来源: 公司及招银国际研究预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	12,557	20,219	28,423	32,809	38,694
折旧和摊销	46	29	69	81	86
营运资金变动	14,222	16,225	(62,830)	(23,600)	(18,000)
税务开支	(3,919)	(7,147)	(12,703)	(15,532)	(17,181)
其他	9,767	42,021	59,559	7,891	11,067
经营活动所得现金净额	32,673	71,347	12,518	1,649	14,665
购置固定资产	(40,330)	(88,897)	(11,961)	(5,351)	(9,166)
联营公司	1,530	(8,672)	(9,210)	(4,300)	(3,700)
其他	(1,317)	(13,335)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(40,117)	(110,904)	(21,172)	(9,651)	(12,866)
股份发行	(526)	277	-	-	-
净银行借贷	4,380	17,565	22,596	5,300	1,500
股息	(2,083)	(2,739)	(5,079)	(5,219)	(6,108)
其他	5,012	33,839	-	-	-
融资活动所得现金净额	6,782	48,941	17,516	81	(4,608)
现金增加净额	(662)	9,384	8,863	(7,921)	(2,809)
年初现金及现金等价物	17,920	17,258	26,642	35,505	27,584
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	17,258	26,642	35,505	27,584	24,775
受限制现金	97	119	83	83	83
资产负债表上的现金	17,355	26,761	35,588	27,667	24,858

来源: 公司及招银国际研究预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业发展	93.9	93.6	93.5	93.5	93.0
物业投资	3.5	3.6	3.9	3.8	4.3
物业管理	2.6	2.8	2.6	2.7	2.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	15.6	31.5	34.6	17.3	16.6
毛利率	22.4	53.3	39.8	13.8	17.2
息税前收益	15.6	61.0	40.6	15.4	17.9
净利润	1.8	37.6	28.8	(0.9)	22.1
盈利能力比率 (%)					
毛利率	29.1	33.9	35.2	34.2	34.4
税前利率	29.1	36.8	32.4	29.4	29.7
净利润率	16.7	17.5	16.7	14.1	14.8
核心净利润率	14.2	13.6	14.7	14.1	14.8
有效税率	37.7	37.9	41.2	43.2	41.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.3	1.4	1.5	1.4
平均应收账款周转天数	34.4	35.9	27.9	24.7	22.3
平均应付账款周转天数	561.9	736.1	849.6	845.9	805.1
平均存货周转天数	857.2	1,009.5	1,136.0	1,170.2	1,103.3
净负债/总权益比率 (%)	53.9	47.7	49.8	53.5	51.7
回报率 (%)					
资本回报率	15.7	19.0	21.6	18.9	20.3
资产回报率	4.5	4.3	4.0	3.4	3.9

每股数据

每股盈利(人民币)	1.573	2.170	2.742	2.713	3.312
每股股息(人民币)	0.466	0.758	0.930	1.000	1.160
每股账面值(人民币)	10.57	11.98	13.40	15.38	17.22

来源: 公司及招银国际研究预测

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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并無直接或間接關係。

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 号冠君大廈 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，并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，并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。

本報告基于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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。