

龙光地产 (3380 HK)

大鹏一日同风起，扶摇直上九万里

❖ **2017 业绩符合预期。**2017 年，公司实现收入 277 亿元人民币(下同)，增长 35%，净利润 65 亿，增长 45%。收入增长主要受确认销售面积推动，由 2016 年的 186 万平增长 23.4%至 2017 年的 229 万平。毛利率同比提升了 2.5 个百分点至 34.4%，除去投资物业/金融资产重估后的核心利润增长 43%至 29 亿，高于我们预期 3%，核心利润率为 16.7%。截止到 2017 年底，公司净负债率为 67.9%，将 2016 年下降 3.5 个百分点。

❖ **660 亿权益销售目标。**2017 年，公司实现合约销售 434 亿，增长 51.2%，销售面积 243 万平，平均销售单价 17,096 元/平，增长 44%。销售价格大幅上升只要是由于多个深圳项目在当年开盘销售。2018 年前 3 个月，公司实现合约销售 160 亿，增长 119.6%，龙光也将今年销售目标定在 660 亿权益销售。

❖ **总土地储备 2,743 万平。**2017 年，公司通过公开市场获取了 21 块地，总建面 570 万平，权益建面 440 万平，平均新购土地价格 2,580 元/平。除公开市场外，龙光通过收购及城市更新也获取了 11 个项目，总建面 530 万平，预计这些项目短期能够开工。龙光将自身定位为专注粤港澳大湾区的开发商。截止到 2017 年底，公司总土储 2,743 万平，其中 64.2%位于大湾区，10.1%位于汕头，20.6%位于南宁。平均土地成本(除去香港、新加坡项目)为 3,231 元/平。根据公司测算，截止到 2017 年底，收购及城市更新的项目储备货值达 1,823 亿，建面 876 万平，而土地储备的货值在 3,371 亿元。我们认为这些项目的转化落地将会是公司的一个潜在利好因素。

❖ **盈利增长进入快车道。**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%。公司在去年 10-12 月共回购 1,565.2 万股，回购价格在 6.64-8.08 港元。而公司大股东也在今年 1 月增持了约 160 万股，增持价格在 8.45-9.19 港元。管理层对公司的增长是有信心的。

❖ **上调预测及目标价。**因为优于预期的盈利能力、销售表现及充足的土储，我们分别上调 2018/19 年的净利润预测 1.0%、5.9%至 68.4 亿和 95.2 亿元人民币。我们将 2018 年底的净资产预测由每股 HK\$17.56 提升至 HK\$19.45。目标价由 12.30 港元调升至 13.61 港元，相当于 30%的净资产折让。维持**买入**评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	20,539	27,690	43,159	60,750	86,614
净利润(百万人民币)	4,488	6,527	6,843	9,517	12,772
EPS(人民币)	0.81	1.17	1.25	1.73	2.32
EPS 变动(%)	N.A.	44.4	6.4	39.1	34.2
市盈率(x)	11.3	7.8	7.3	5.3	3.9
市帐率(x)	2.3	2.2	2.2	1.8	1.5
股息率(%)	2.3	3.7	5.5	7.6	10.2
权益收益率(%)	27.2	32.3	29.8	34.1	36.9
净财务杠杆率(%)	71.4	67.9	67.8	40.6	52.8

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$13.61
(过去目标价)	HK\$12.30
潜在升幅	+20.9%
当前股价	HK\$11.26

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)	61,844
3 月平均流通量(百万港元)	113.6
5 周内股价高/低(港元)	12.88/4.08
总股本(百万)	5,491.2

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	-3.4%	-0.7%
3-月	8.1%	13.5%
6-月	44.6%	32.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: KPMG

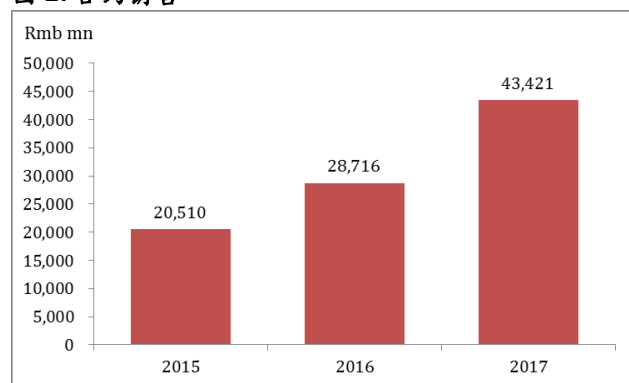
公司网站: www.loganestate.com

图 1: FY2017 业绩

	2017	2016	YoY	2017E	Diff
	(Rmb mn)	(Rmb mn)	%	(Rmb mn)	%
收入	27,690	20,539	35%	28,062	-1%
物业开发	26,951	21,105	28%	28,011	-4%
投资物业租金	88	84	5%	111	-21%
建筑收入	966	212	356%	223	334%
减: 营业税及其他税金	(316)	(862)	-63%	(283)	11%
销售成本	(18,172)	(13,979)	30%	(18,242)	0%
毛利	9,517	6,560	45%	9,820	-3%
毛利率	34.4%	31.9%		35.0%	
其他收入	696	424	64%	355	96%
销售费用	(929)	(714)	30%	(982)	-5%
行政费用	(748)	(557)	34%	(702)	7%
其他收益	(10)	(196)	-95%	(4)	147%
占联营及合营公司权益	205	26	703%	180	14%
息税前收益	8,732	5,542	58%	8,667	1%
特殊收入	2,829	2,764	2%	1,646	72%
净融资成本	(672)	(372)	81%	(559)	20%
税前利润	10,889	7,933	37%	9,753	12%
所得税	(3,881)	(2,734)	42%	(3,156)	23%
全年净利润	7,008	5,200	35%	6,597	6%
非控制股东权益	(481)	(712)	-32%	(888)	-46%
归属母公司股东净利润	6,527	4,488	45%	5,709	14%
核心利润	4,620	3,107	49%	4,475	3%

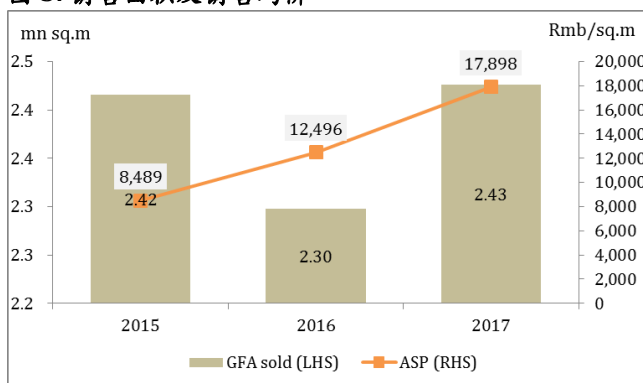
来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 合约销售



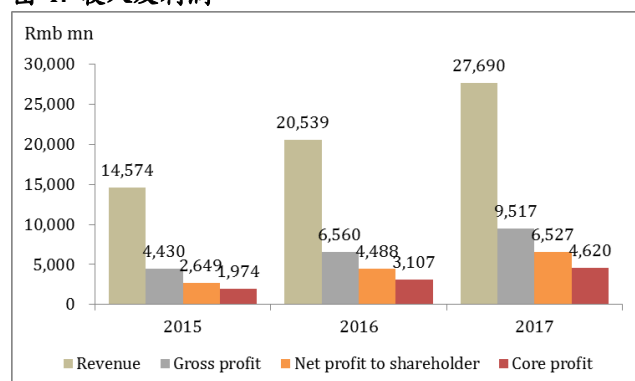
来源: 公司

图 3: 销售面积及销售均价



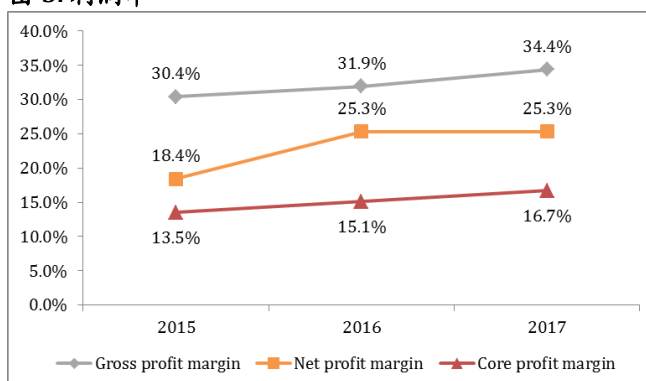
来源: 公司

图 4: 收入及利润



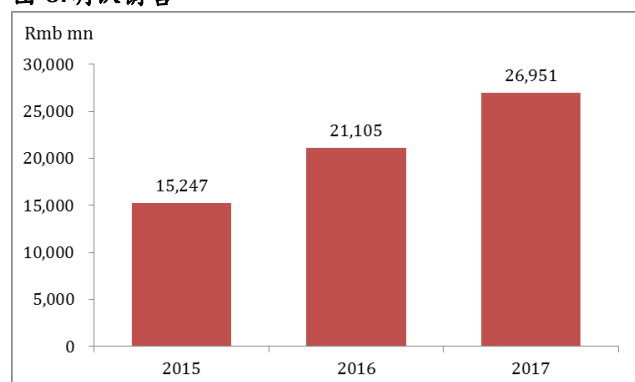
来源: 公司

图 5: 利润率



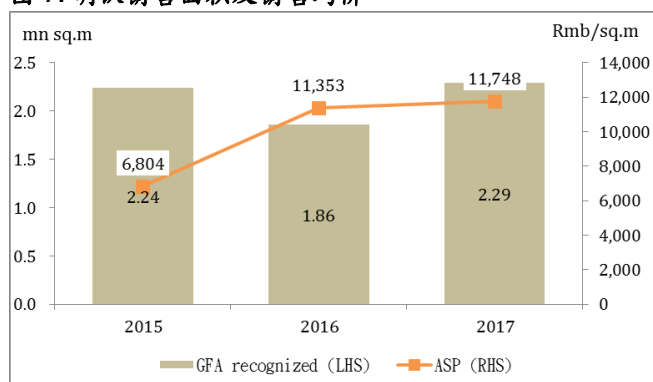
来源: 公司

图 6: 确认销售



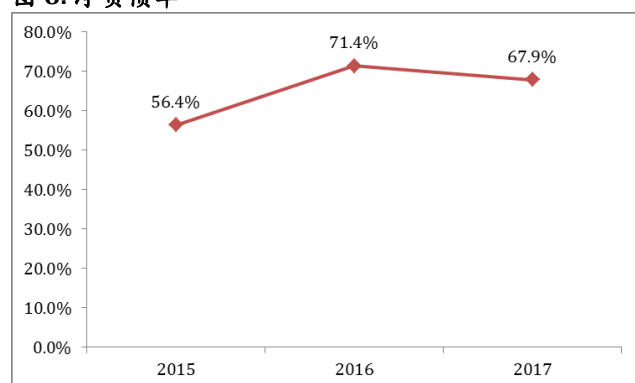
来源: 公司

图 7: 确认销售面积及销售均价



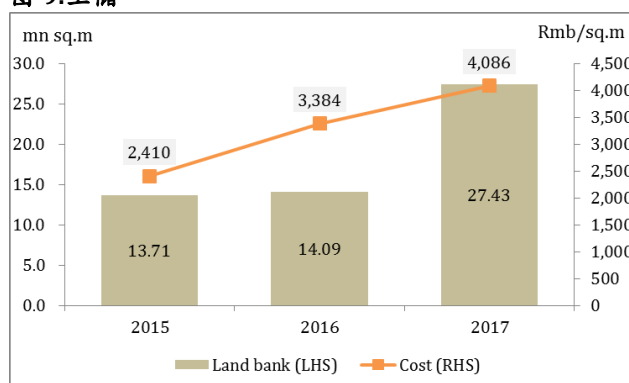
来源: 公司

图 8: 净负债率



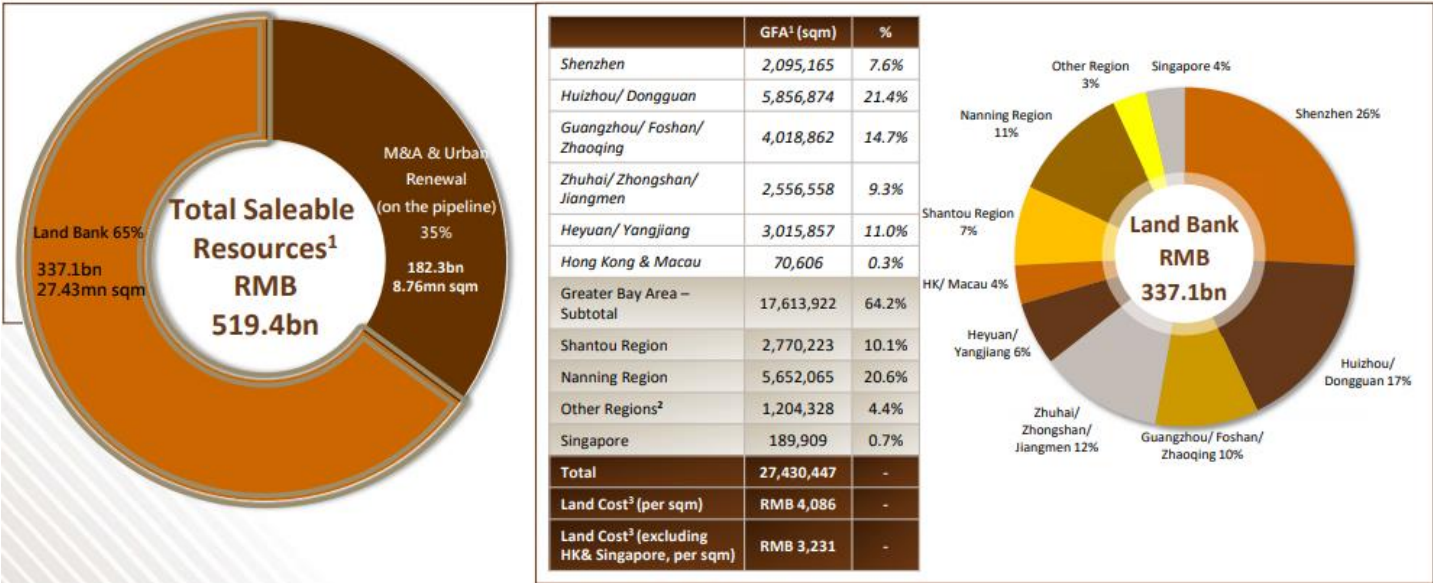
来源: 公司

图 9: 土储



来源: 公司

图 10: 总土地资源



Note 1: As of 31 Dec 2017, saleable resources are classified as attributable saleable resources. Both saleable resources and GFA are based on internal estimation.
Note 2: Other regions are Chengdu and Hainan.
Note 3: The land cost is the total land cost divided by GFA

来源: 公司截止 2017 底

18

图 11: 土地资源分布



来源: 公司截止 2017 底

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	20,539	27,690	43,159	60,750	86,614
物业开发	21,105	26,951	42,412	59,965	85,847
投资物业租金	84	88	111	131	150
建筑收入	212	966	1,160	1,392	1,670
减：营业税及其他税金	(862)	(316)	(524)	(738)	(1,052)
销售成本	(13,979)	(18,172)	(28,271)	(39,926)	(58,211)
毛利	6,560	9,517	14,888	20,824	28,403
其他收入	424	696	208	259	320
销售费用	(714)	(929)	(1,511)	(2,126)	(3,031)
行政费用	(557)	(748)	(1,165)	(1,822)	(2,598)
其他收益	(196)	(10)	-	-	-
联营公司	26	205	180	200	250
息税前收益	5,542	8,732	12,601	17,334	23,344
净融资成本	(372)	(672)	(518)	(562)	(615)
特殊收入	2,764	2,829	-	-	-
税前利润	7,933	10,889	12,083	16,773	22,729
所得税	(2,734)	(3,881)	(4,465)	(6,137)	(8,555)
非控制股东权益	(712)	(481)	(774)	(1,118)	(1,402)
净利润	4,488	6,527	6,843	9,517	12,772
核心净利润	3,107	4,620	6,843	9,517	12,772

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	27,980	28,276	28,649	29,178	29,886
物业、厂房及设备	184	148	169	205	232
投资型房地产	11,891	15,665	15,665	15,665	15,665
联营及合营公司的权益	15,404	11,915	12,095	12,295	12,545
其他非流动资产	501	548	719	1,012	1,444
流动资产	58,521	83,595	96,642	117,739	151,377
存货	40,197	38,458	56,542	66,543	97,018
贸易及其他应收账款	2,943	20,448	14,386	15,187	21,654
现金及现金等价物	13,560	19,878	21,711	31,249	26,415
受限制现金	1,010	2,312	1,845	1,722	1,960
其他流动资产	811	2,499	2,158	3,037	4,331
流动负债	31,055	57,294	63,709	76,297	99,088
贸易及其他应付账款	7,870	17,661	15,706	19,963	29,106
预收账款项	16,049	19,615	26,176	32,720	43,122
短期带息借款	5,118	15,563	18,847	20,485	23,575
即期税项	2,017	2,709	2,980	3,129	3,286
其他	-	1,745	-	-	-
非流动负债	29,695	27,413	29,094	31,125	33,390
带息借款	28,068	25,278	26,745	28,541	30,548
递延税项	1,627	2,135	2,349	2,584	2,842
其他	-	-	-	-	-
非控股权益	6,324	3,858	4,467	4,914	5,405
永续债	-	2,363	2,973	3,824	4,957
资产净额	19,427	20,943	25,049	30,759	38,422
权益股东应占权益	19,427	20,943	25,049	30,759	38,422

来源：公司资料，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	5,516	8,732	12,601	17,334	23,344
折旧和摊销	23	52	38	44	53
营运资金变动	(3,007)	(2,961)	(8,083)	(609)	(18,770)
税务开支	(1,875)	(3,881)	(4,465)	(6,137)	(8,555)
其他	4,171	1,783	3,597	(3,543)	7,227
经营活动所得现金净额	4,828	3,725	3,688	7,089	3,299
购置固定资产	(689)	(80)	(60)	(80)	(80)
联营公司	(13,746)	3,489	1,598	(200)	(250)
其他	1,595	(9,135)	(8,235)	(4,518)	(9,831)
投资活动所得现金净额	(12,840)	(5,726)	(6,697)	(4,798)	(10,161)
股份发行	(173)	-	-	-	-
净银行借贷	13,436	13,436	7,655	4,751	3,434
股息	(506)	(2,737)	(3,807)	(5,109)	-
其他	29	(2,379)	994	7,605	(1,406)
融资活动所得现金净额	12,786	8,320	4,842	7,247	2,028
现金增加净额	4,775	6,319	1,833	9,538	(4,834)
年初现金及现金等价物	8,635	13,560	19,878	21,711	31,249
汇兑	150	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	13,560	19,878	21,711	31,249	26,415

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业开发	102.8	97.3	98.3	98.7	99.1
投资物业租金	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
建筑收入	1.0	3.5	2.7	2.3	1.9
减：营业税及其他税金	(4.2)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
总额	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.9	34.4	34.5	34.3	32.8
税前利率	38.6	39.3	28.0	27.6	26.2
净利润率	21.8	23.6	15.9	15.7	14.7
核心净利润率	15.1	16.7	15.9	15.7	14.7
有效税率	34.5	35.6	37.0	36.6	37.6
增长 (%)					
收入	40.9	34.8	55.9	40.8	42.6
毛利	48.1	45.1	56.4	39.9	36.4
净利润率	70.0	57.6	44.3	37.6	34.7
净利润	69.4	45.4	4.8	39.1	34.2
核心净利润	57.4	48.7	48.1	39.1	34.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	52	270	122	91	91
平均应付账款周转天数	205	355	203	183	183
平均存货周转天数	1,557	1,084	702	511	384
净负债 / 总权益比率 (%)	71.4	67.9	67.8	40.6	52.8
回报率 (%)					
资本回报率	27.2	32.3	29.8	34.1	36.9
资产回报率	7.3	7.1	6.4	7.8	8.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.81	1.17	1.25	1.73	2.32
每股股息(人民币)	0.21	0.34	0.50	0.69	0.93
每股账面值(人民币)	3.88	4.19	4.20	5.20	6.20

来源：公司资料，招银国际预测

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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策。

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。